


2024年08月30日
老凤祥(600612.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

珠宝首饰及钟表

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 **67.31元**
股价(2024-08-29) **49.33元**

交易数据

总市值(百万元)	25,805.40
流通市值(百万元)	25,805.40
总股本(百万股)	523.12
流通股本(百万股)	523.12
12个月价格区间	47.1/86.19元

Q2 收入有所下滑，门店数量进一步增长

目 公司发布 2024 年半年度报告：

2024H1，公司实现营业收入 399.59 亿元/-0.95%，实现归母净利润 14.04 亿元/+10.28%，扣非归母净利润 14.60 亿元/+12.93%。

单拆 Q2，公司实现营业收入 143.29 亿元/-9.22%，实现归母净利润 6.02 亿元/+8.07%，扣非归母净利润 6.25 亿元/+11.77%。

上半年黄金价格不断创新高，由此使得金饰和金条两个类别的黄金制品的销量呈现两极分化，金饰价格上涨进而消费下降使得公司营业收入下滑，但由于控费降本得当，盈利水平稳步提升。

目 毛利率有所提升，盈利能力稳中有升。

2024H1 公司综合毛利率为 9.21%/+0.75pct，销售/管理/研发费用率分别为 1.34%/0.69%/0.04%，同比-0.06pct/+0.08pct/+0.00pct，实现归母净利率 3.51%/+0.36pct。销售费用率主要是由于子公司工资社保及福利费减少所致，管理费用率提升主要系子公司装修费用增加，研发费用率提升则是由于研发用物料消耗。

单拆 Q2 公司综合毛利率为 10.71%/+1.57pcts，销售/管理/研发费用率分别为 1.51%/1.05%/0.05%，同比+0.12pct/+0.43pct/-0.01pct，实现归母净利率 4.20%/+0.67pct。

目 市场份额不断提升，职业化管理顺利推进。

公司核心品牌老凤祥凭借百年发展，传承传统技艺，品牌价值深受消费者认可，站在当下不断寻求突破。渠道方面，两次订货会举办火热，市场份额持续提升，门店数量不断增长，积极布局藏宝金、凤祥喜事主题店及开设旗舰店，报告期内老凤祥营销网点净增加 28 家，达到 6022 家（含境外银楼 15 家）；产品方面，不断拓展产品品类，以文化传承为依托打造匠人工艺产品；管理方面，全面推广实施职业经理人制度，报告期内完成了下属 13 家企业第二批第二轮职业经理人的选聘。

目 投资建议：

买入-A 投资评级。我们预计公司 2024 年-2026 年实现营业收入 758.43/784.05/810.18 亿元，同比+6.2%/+3.4%/+3.3%；实现归母净利润 23.48/24.71/25.78 亿元，同比+6.0%/+5.2%/+4.4%。给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 67.31 元，对应 2024 年 15xPE。

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.2	-25.5	-8.5
绝对收益	-4.5	-34.8	-22.0

王朔 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030005

wangshuo2@essence.com.cn

都春竹 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123070047

ducz@essence.com.cn

相关报告

Q3 业绩亮眼，超额完成全年 2023-10-29
利润目标

H1 净利润+42.95%，国企改革 2023-08-28
革持续推进

Q1 净利润+76.10%，渠道端 2023-04-28
稳步扩张

Q3 业绩稳健增长，珠宝龙头 2022-10-29
韧性凸显

目 风险提示：宏观经济波动，金价与汇率波动，存货管理风险，拓店不及预期风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	63,010.1	71,435.6	75,842.7	78,405.4	81,018.1
净利润	1,700.3	2,214.4	2,347.6	2,470.5	2,578.2
每股收益(元)	3.25	4.23	4.49	4.72	4.93
每股净资产(元)	19.36	22.13	24.65	27.26	29.97
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	15.2	11.7	11.0	10.4	10.0
市净率(倍)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6
净利润率	2.7%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
净资产收益率	16.8%	19.1%	18.2%	17.3%	16.4%
股息收益率	3.0%	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%
ROIC	20.4%	22.3%	31.7%	19.4%	30.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	63,010.1	71,435.6	75,842.7	78,405.4	81,018.1	成长性					
减:营业成本	58,232.9	65,505.1	69,669.7	72,009.5	74,401.9	营业收入增长率	7.4%	13.4%	6.2%	3.4%	3.3%
营业税费	215.8	256.5	277.3	278.9	291.8	营业利润增长率	-6.7%	31.5%	4.4%	5.9%	4.4%
销售费用	828.9	1,053.8	986.0	940.9	972.2	净利润增长率	-9.4%	30.2%	6.0%	5.2%	4.4%
管理费用	402.0	489.6	507.6	486.1	486.1	EBITDA 增长率	1.1%	26.8%	7.7%	5.7%	4.3%
研发费用	31.3	36.6	37.9	31.4	32.4	EBIT 增长率	1.1%	27.2%	7.8%	5.8%	4.4%
财务费用	204.3	140.6	151.7	156.8	162.0	NOPLAT 增长率	-8.7%	27.3%	4.8%	5.8%	4.4%
资产减值损失	-3.3	-0.7	-2.6	-2.2	-1.8	投资资本增长率	16.4%	-26.0%	72.2%	-33.3%	52.3%
加:公允价值变动收益	-103.4	47.8	-1.8	-20.0	13.9	净资产增长率	10.3%	14.6%	14.9%	13.8%	12.6%
投资和汇兑收益	-65.7	-157.8	-69.9	-97.8	-108.5						
营业利润	3,017.3	3,968.2	4,143.4	4,386.2	4,579.0	利润率					
加:营业外净收支	10.7	10.9	10.3	10.6	10.6	毛利率	7.6%	8.3%	8.1%	8.2%	8.2%
利润总额	3,028.0	3,979.0	4,153.7	4,396.8	4,589.5	营业利润率	4.8%	5.6%	5.5%	5.6%	5.7%
减:所得税	760.1	1,003.6	1,038.4	1,099.2	1,147.4	净利润率	2.7%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
净利润	1,700.3	2,214.4	2,347.6	2,470.5	2,578.2	EBITDA/营业收入	5.0%	5.6%	5.7%	5.9%	5.9%
						EBIT/营业收入	5.0%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	2	2	2	1	1
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	73	60	65	67	65
货币资金	5,577.0	9,318.0	6,067.4	6,371.7	6,481.5	流动资产周转天数	131	120	122	115	113
交易性金融资产	231.1	294.7	292.9	272.9	286.8	应收账款周转天数	2	2	2	2	2
应收账款	471.9	347.0	374.8	452.6	399.0	存货周转天数	84	73	77	78	76
应收票据	370.0	1.4	278.5	107.3	265.6	总资产周转天数	138	127	128	121	118
预付账款	42.0	52.6	53.9	50.7	59.0	投资资本周转天数	73	60	66	67	66
存货	16,799.2	12,327.9	20,183.9	13,787.4	20,513.6						
其他流动资产	1,255.9	704.9	928.1	963.0	865.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.8%	19.1%	18.2%	17.3%	16.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.7%	12.2%	10.6%	14.3%	11.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	20.4%	22.3%	31.7%	19.4%	30.4%
投资性房地产	190.5	147.3	147.3	147.3	147.3	费用率					
固定资产	334.4	354.8	313.6	272.4	231.2	销售费用率	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%
在建工程	46.0	67.2	67.2	67.2	67.2	管理费用率	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
无形资产	56.2	53.1	49.7	46.2	42.7	研发费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	630.8	664.9	649.6	589.3	537.1	财务费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
资产总额	26,004.8	24,333.8	29,406.9	23,128.1	29,896.4	四费/营业收入	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%
短期债务	6,893.3	5,623.7	7,314.3	-	1,406.6	偿债能力					
应付账款	1,146.4	804.0	1,485.2	836.1	1,516.7	资产负债率	53.9%	43.6%	46.3%	22.3%	32.3%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	117.0%	77.2%	86.3%	28.8%	47.8%
其他流动负债	5,423.4	3,654.9	3,846.9	3,983.8	3,827.9	流动比率	1.84	2.29	2.23	4.57	4.28
长期借款	200.0	200.0	609.2	-	2,577.0	速动比率	0.59	1.06	0.63	1.71	1.24
其他非流动负债	360.3	316.2	363.7	346.7	342.2	利息保障倍数	15.34	28.34	28.32	28.97	29.26
负债总额	14,023.4	10,598.8	13,619.3	5,166.6	9,670.3	分红指标					
少数股东权益	1,853.4	2,161.1	2,890.4	3,703.7	4,548.5	DPS(元)	1.46	1.95	1.97	2.12	2.21
股本	523.1	523.1	523.1	523.1	523.1	分红比率	44.9%	46.1%	43.8%	44.9%	44.9%
留存收益	9,604.2	11,054.9	12,374.1	13,734.7	15,154.4	股息收益率	3.0%	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%
股东权益	11,981.5	13,735.1	15,787.7	17,961.5	20,226.0						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,267.9	2,975.4	2,347.6	2,470.5	2,578.2
						加:折旧和摊销	74.6	83.6	44.7	44.7	44.7
						资产减值准备	3.3	0.7	-	-	-
						公允价值变动损失	103.4	-47.8	-1.8	-20.0	13.9
						财务费用	328.6	253.8	151.7	156.8	162.0
						投资收益	65.7	157.8	69.9	97.8	108.5
						少数股东损益	567.5	761.0	767.7	827.1	864.0
						营运资金的变动	-2,212.4	3,621.0	-7,382.4	5,855.3	-6,102.1
						经营活动产生现金流量	964.1	7,211.6	-4,002.8	9,432.2	-2,330.9
						投资活动产生现金流量	-52.7	-306.2	-66.3	-57.8	-136.4
						融资活动产生现金流量	-2,358.8	-3,173.9	818.5	-9,070.2	2,577.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	3.25	4.23	4.49	4.72	4.93
						BVPS(元)	19.36	22.13	24.65	27.26	29.97
						PE(X)	15.2	11.7	11.0	10.4	10.0
						PB(X)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6
						P/FCF	-25.3	6.1	-8.7	49.6	67.0
						P/S	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
						EV/EBITDA	8.2	8.6	7.0	5.1	5.8
						CAGR(%)	13.3%	5.0%	8.4%	13.3%	5.0%
						PEG	1.1	2.3	1.3	0.8	2.0
						ROIC/WACC	2.4	2.6	3.7	2.3	3.5
						REP	0.8	1.3	0.5	0.9	0.4

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034