

老凤祥（600612.SH）

24Q2 利润超预期，老字号经营韧性凸显

核心观点：

- 事件：**公司发布 24 年中报，24H1 实现营业收入 399.59 亿元，同比降低 0.95%，归母净利润 14.04 亿元，同比增长 10.28%，扣非归母净利润 14.60 亿元，同比增长 12.93%。经营活动现金净流量 51.15 亿元，同比降低 44.16%。
- 经测算，24Q2 实现营业收入 143.29 亿元，同比降低 9.22%，实现归母净利润 6.02 亿元，同比增长 8.07%，实现扣非归母净利润 6.25 亿元，同比增长 11.77%。利润较收入高增主要由于金价上涨提振毛利率。**
- 从费用率看，毛利率提升，各项费用率保持稳定。**24Q2 公司毛利率 10.71%，同比增加 1.57pp。销售费用率 1.51%，同比增加 0.13pp，管理费用率 1.05%，同比增加 0.43pp，管理费用增加主要由于门店装修费用增加，研发费用率 0.05%，同比降低 0.01pp，财务费用率 0.14%，同比降低 0.07pp。
- 分品类看，黄金交易板块收入同比高增。**上半年公司珠宝首饰收入 341.96 亿元，同比降低 3.95%，毛利率 10.16%；黄金交易收入 54.82 亿元，同比增长 26%，毛利率 1.27%；笔类及其他收入 1.11 亿元，同比增长 13.27%，毛利率 21.42%。
- 上半年公司深化提升改革，持续拓展市场布局。**从线下渠道看，公司积极布局“藏宝金”主题店、“凤祥喜事”（老凤祥喜庆主题店），截止 6 月底，公司共有门店 6022 家（含境外银楼 15 家），较 23 年末净增 28 家，主要以加盟门店为主，预计全年开店节奏将向下半年倾斜，但由于大环境影响压力尚存。
- 盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年公司实现归母净利润 23.8、27.9、31.6 亿元，同比增长 7.4%、17.3%、13.3%，参考可比公司，给予 24 年 14X PE 估值，对应合理价值 63.68 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。**金价波动致使黄金首饰需求放缓；原材料波动造成毛利率波动；高端消费景气度下降抑制黄金珠宝消费。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	63010	71436	77838	87613	97814
增长率（%）	7.4%	13.4%	9.0%	12.6%	11.6%
EBITDA（百万元）	3533	4334	4523	5219	5926
归母净利润（百万元）	1700	2214	2379	2791	3163
增长率（%）	-9.4%	30.2%	7.4%	17.3%	13.3%
EPS（元/股）	3.25	4.23	4.55	5.34	6.05
市盈率（P/E）	13.17	16.30	11.06	9.43	8.32
ROE（%）	16.8%	19.1%	17.0%	16.6%	15.9%
EV/EBITDA	7.22	7.82	5.66	4.76	3.69

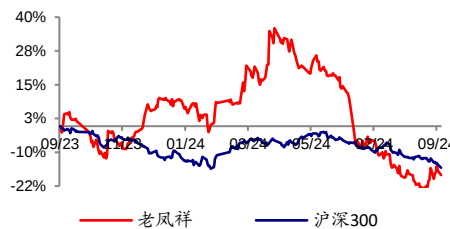
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	50.30 元
合理价值	63.68 元
前次评级	买入
报告日期	2024-09-10

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001

SFC CE No. AOB364



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师：

包晗



SAC 执证号：S0260522070001



021-38003651



baohan@gf.com.cn

请注意，包晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

老凤祥（600612.SH）：23 年业绩符合预期，24Q1 利润稳步增长	2024-05-07
老凤祥（600612.SH）：深化“双百”行动综合改革，23 年归母净利润同增 30%	2024-03-07
老凤祥（600612.SH）：23Q3 利润超预期，经营性现金流表现优异	2023-10-27

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24,747	23,046	23,877	27,603	31,176
货币资金	5,577	9,318	4,966	5,800	7,939
应收及预付	854	369	729	637	813
存货	16,799	12,328	17,070	19,850	20,911
其他流动资产	1,517	1,031	1,112	1,317	1,513
非流动资产	1,258	1,287	1,368	1,496	1,733
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	334	355	389	493	700
在建工程	46	67	90	107	128
无形资产	56	53	77	82	90
其他长期资产	821	812	813	814	815
资产总计	26,005	24,334	25,245	29,099	32,909
流动负债	13,463	10,083	7,683	7,672	7,113
短期借款	6,893	5,624	2,662	2,632	1,700
应付及预收	819	504	779	748	905
其他流动负债	5,751	3,955	4,241	4,292	4,508
非流动负债	560	516	616	716	816
长期借款	200	200	300	400	500
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	360	316	316	316	316
负债合计	14,023	10,599	8,299	8,388	7,929
股本	523	523	523	523	523
资本公积	467	467	467	467	467
留存收益	9,137	10,587	12,976	15,777	18,953
归属母公司股东权益	10,128	11,574	13,962	16,764	19,940
少数股东权益	1,853	2,161	2,984	3,947	5,040
负债和股东权益	26,005	24,334	25,245	29,099	32,909

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	63010	71436	77838	87613	97814
营业成本	58233	65505	71620	80501	89793
营业税金及附加	216	257	280	315	352
销售费用	829	1054	1027	1156	1291
管理费用	402	490	592	648	704
研发费用	31	37	39	44	39
财务费用	204	141	142	234	255
资产减值损失	-3	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	-103	48	-44	120	120
投资净收益	-66	-158	16	44	78
营业利润	3017	3968	4271	5016	5684
营业外收支	11	11	11	5	7
利润总额	3028	3979	4282	5021	5691
所得税	760	1004	1080	1266	1435
净利润	2268	2975	3202	3754	4256
少数股东损益	568	761	823	963	1093
归属母公司净利润	1700	2214	2379	2791	3163
EBITDA	3533	4334	4523	5219	5926
EPS (元)	3.25	4.23	4.55	5.34	6.05

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	964	7,212	-850	1,329	3,587
净利润	2,268	2,975	3,202	3,754	4,256
折旧摊销	234	240	243	272	291
营运资金变动	-2,027	3,585	-4,546	-2,674	-871
其它	489	411	251	-23	-88
投资活动现金流	-53	-306	-401	-412	-490
资本支出	-74	-149	-295	-374	-497
投资变动	12	-264	-77	-201	-191
其他	9	106	-28	164	198
筹资活动现金流	-2,359	-3,174	-3,102	-84	-958
银行借款	11,759	10,674	-2,861	70	-832
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-14,118	-13,848	-240	-154	-126
现金净增加额	-1,469	3,737	-4,352	834	2,139
期初现金余额	7,042	5,573	9,318	4,966	5,800
期末现金余额	5,573	9,310	4,966	5,800	7,939

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	7.4%	13.4%	9.0%	12.6%	11.6%
营业利润	-6.7%	31.5%	7.6%	17.4%	13.3%
归母净利润	-9.4%	30.2%	7.4%	17.3%	13.3%
获利能力					
毛利率	7.6%	8.3%	8.0%	8.1%	8.2%
净利率	3.6%	4.2%	4.1%	4.3%	4.4%
ROE	16.8%	19.1%	17.0%	16.6%	15.9%
ROIC	11.9%	14.7%	15.1%	14.8%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	53.9%	43.6%	32.9%	28.8%	24.1%
净负债比率	117.0%	77.2%	49.0%	40.5%	31.7%
流动比率	1.84	2.29	3.11	3.60	4.38
速动比率	0.59	1.06	0.88	1.00	1.43
营运能力					
总资产周转率	2.42	2.94	3.08	3.01	2.97
应收账款周转率	142.48	226.59	174.95	197.45	185.52
存货周转率	3.75	5.79	4.56	4.41	4.68
每股指标 (元)					
每股收益	3.25	4.23	4.55	5.34	6.05
每股经营现金流	1.84	13.79	-1.62	2.54	6.86
每股净资产	19.36	22.13	26.69	32.05	38.12
估值比率					
P/E	13.17	16.30	11.06	9.43	8.32
P/B	2.21	3.12	1.88	1.57	1.32
EV/EBITDA	7.22	7.82	5.66	4.76	3.69

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。