

老凤祥 (600612. SH)

行业终端景气走弱下业绩承压，继续推进机制优化

优于大市

核心观点

三季度整体业绩承压。公司2024年前三季度实现营收525.82亿元，同比下降15.28%，归母净利润17.76亿元，同比下降9.6%，扣非净利润16.98亿元，同比下降14.2%。单三季度营收126.23亿元，同比下降41.89%，归母净利润3.72亿元，同比下降46.2%，扣非净利润2.39亿元，同比下降65.2%。公司整体收入在三季度行业整体需求不振背景下有所下滑，低毛利的黄金交易业务占比提升进一步影响了利润表现。

此外，公司继续推进综合改革计划，进一步优化了下属企业经理层成员任期制和契约化管理，推动公司职业经理人制度的部署落实和改革深入。其中上半年完成了下属13家企业第二批第二轮职业经理人的选聘。

产品结构变化影响毛利率，存货周转效率稳定。公司单三季度毛利率6.52%，同比-0.98pct，预计受金价相对高位下低毛利的黄金交易业务占比提升影响。单三季度销售费用/管理费用分别为1.16%/1.08%，分别同比+0.27pct/+0.6pct，受收入下降下相关费用较为刚性影响。前三季度存货周转天数53天，同比优化3.6天，存货周转效率较好。前三季度经营性现金流净额65.47亿元，同比-8.36%。

风险提示：门店拓展不及预期；金价大幅波动；体制机制优化不及预期。

投资建议：行业层面来看，黄金品类以保值增值及时尚属性的优势，在金价相对稳定后，终端需求仍有望逐步释放。此外，公司内部治理上，积极推进深化国企体制改革，通过市场化的运营调整，实现经营效益进一步释放。考虑金价相对高位可能抑制金饰品消费需求，及进一步推动公司黄金交易业务增长，从而短期拉低公司综合毛利率，我们下调公司2024-2026年归母净利润至19.89/21.81/23.95亿元（前值分别为25.35/28.45/31.11亿元），对应PE分别为14.8/13.5/12.2倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	63,010.14	71,435.64	62,888.23	66,434.82	70,601.93
(+/-%)	7.36%	13.37%	-11.97%	5.64%	6.27%
净利润(百万元)	1700.34	2214.40	1988.81	2180.78	2395.10
(+/-%)	-9.38%	30.23%	-10.19%	9.65%	9.83%
每股收益(元)	3.25	4.23	3.80	4.17	4.58
EBIT Margin	5.24%	5.73%	5.87%	5.98%	6.14%
净资产收益率(ROE)	16.79%	19.13%	16.45%	17.14%	17.83%
市盈率(PE)	17.25	13.24	14.75	13.45	12.24
EV/EBITDA	12.96	9.64	11.19	10.22	9.43
市净率(PB)	2.90	2.53	2.43	2.30	2.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

56.06元

总市值/流通市值

29326/29326百万元

52周最高价/最低价

89.49/46.71元

近3个月日均成交额

118.02百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

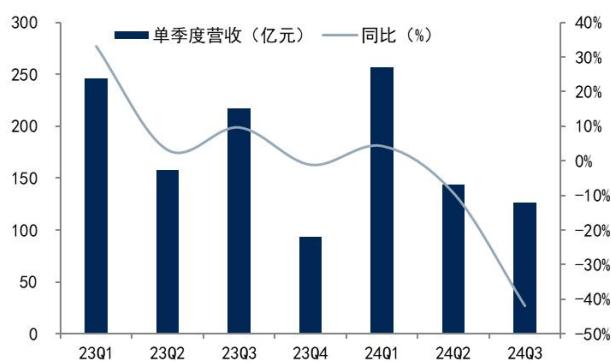
相关研究报告

- 《老凤祥 (600612.SH) -二季度归母净利润增长8%，盈利能力持续优化》——2024-08-30
《老凤祥 (600612.SH) -一季度业绩延续稳健表现，积极扩张承接行业需求增长》——2024-04-30
《老凤祥 (600612.SH) -2023年归母净利润增长30%，稳步推进门店扩张》——2024-03-05
《老凤祥 (600612.SH) -单三季度归母净利润增长48.52%，继续深化机制优化》——2023-10-27
《老凤祥 (600612.SH) -上半年归母净利润同比增长43%，持续推进机制优化》——2023-08-28

公司2024年前三季度实现营收525.82亿元，同比下降15.28%，归母净利润17.76亿元，同比下降9.6%，扣非净利润16.98亿元，同比下降14.2%。单三季度营收126.23亿元，同比下降41.89%，归母净利润3.72亿元，同比下降46.2%，扣非净利润2.39亿元，同比下降65.2%。公司整体收入在三季度行业整体需求不振背景下有所下滑，低毛利的黄金交易业务占比提升进一步影响了利润表现。

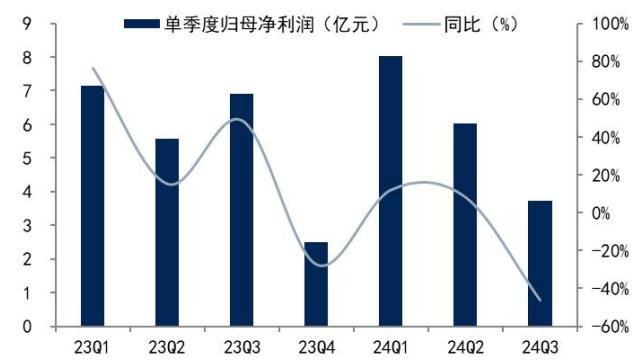
此外，公司继续推进综合改革计划，进一步优化了下属企业经理层成员任期制和契约化管理，推动公司职业经理人制度的部署落实和改革深入。其中上半年完成了下属13家企业第二批第二轮职业经理人的选聘。

图1：老凤祥单季度营收及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

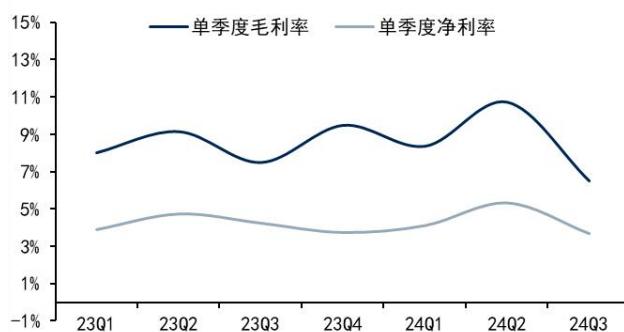
图2：老凤祥单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

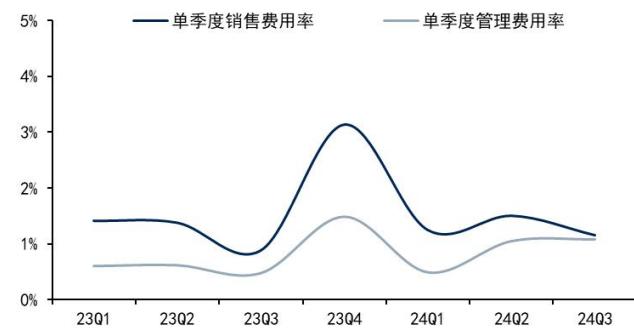
主要财务数据看，公司单三季度毛利率6.52%，同比-0.98pct，预计受金价相对高位下低毛利的黄金交易业务占比提升影响。单三季度销售费用/管理费用分别为1.16%/1.08%，分别同比+0.27pct/+0.6pct，受收入下降下相关费用较为刚性影响。前三季度存货周转天数53天，同比优化3.6天，存货周转效率较好。前三季度经营性现金流净额65.47亿元，同比-8.36%。

图3：老凤祥单季度毛利率/净利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：老凤祥单季度销售费用率/管理费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：行业层面来看，黄金品类以保值增值及时尚属性的优势，在金价相对稳定后，终端需求仍有望逐步释放。此外，公司内部治理上，积极推进深化国企体制改革，通过市场化的运营调整，实现经营效益进一步释放。考虑金价相对高位可能抑制金饰品消费需求，及进一步推动公司黄金交易业务增长，从而短期拉低公司综合毛利率，我们下调公司2024-2026年归母净利润至19.89/21.81/23.95亿元（前值分别为25.35/28.45/31.11亿元），对应PE分别为14.8/13.5/12.2

倍，维持“优于大市”评级。

表1：老凤祥盈利预测主要调整项目

	2024E		2025E		2026E		调整原因
调整项	原值	现值	原值	现值	原值	现值	
营业收入增速(%)	9.65%	-11.97%	8.64%	5.65%	7.27%	6.27%	金价相对高位可能抑制金饰品消费需求
毛利率(%)	8.33%	8.23%	8.37%	8.30%	8.40%	8.37%	金价稳步上涨预期催化贵金属投资 产品的增长，从而短期拉低公司综合毛利

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-10-29)	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级	
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600612.SH	老凤祥	56.06	233.16	4.23	3.80	4.17	4.58	16.30	14.75	13.45	12.24	19.13	- 优于大市
605599.SH	菜百股份	10.80	84.00	0.91	0.86	0.96	1.08	16.39	12.56	11.25	10.00	18.68	- 优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5577	9318	13042	12595	13272	营业收入	63010	71436	62888	66435	70602
应收款项	842	348	689	364	502	营业成本	58233	65505	57710	60920	64692
存货净额	16799	12328	10274	10845	11517	营业税金及附加	216	257	23	26	28
其他流动资产	1298	757	1258	1661	1412	销售费用	829	1054	984	1012	1053
流动资产合计	24747	23046	25558	25760	26997	管理费用	402	490	450	472	457
固定资产	380	422	423	423	419	研发费用	31	37	31	33	35
无形资产及其他	56	53	51	49	47	财务费用	204	141	55	33	21
投资性房地产	821	812	812	812	812	投资收益	(66)	(158)	(50)	(20)	(10)
长期股权投资	0	0	2	4	6	资产减值及公允价值变动	(107)	47	(20)	(10)	(10)
资产总计	26005	24334	26846	27048	28282	其他收入	63	89	(31)	(33)	(35)
短期借款及交易性金融负债	8205	6668	7721	7531	7306	营业利润	3017	3968	3565	3909	4297
应付款项	815	504	1027	800	832	营业外净收支	11	11	0	0	0
其他流动负债	4443	2911	3075	2849	3309	利润总额	3028	3979	3565	3909	4297
流动负债合计	13463	10083	11823	11180	11448	所得税费用	760	1004	895	981	1080
长期借款及应付债券	200	200	200	200	200	少数股东损益	568	761	682	748	822
其他长期负债	360	316	395	389	398	归属于母公司净利润	1700	2214	1989	2181	2395
长期负债合计	560	516	595	589	598	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	14023	10599	12418	11769	12046	净利润	1700	2214	1989	2181	2395
少数股东权益	1853	2161	2338	2555	2800	资产减值准备	(1)	(3)	0	0	(0)
股东权益	10128	11574	12090	12724	13436	折旧摊销	45	46	41	47	51
负债和股东权益总计	26005	24334	26846	27048	28282	公允价值变动损失	107	(47)	20	10	10
						财务费用	204	141	55	33	21
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1931)	3624	1979	(1108)	(59)
每股收益	3.25	4.23	3.80	4.17	4.58	其它	95	263	177	217	244
每股红利	2.71	2.78	2.82	2.96	3.22	经营活动现金流	16	6098	4206	1347	2641
每股净资产	19.36	22.13	23.11	24.32	25.68	资本开支	0	(129)	(60)	(55)	(55)
ROIC	11.65%	14.63%	15%	18%	19%	其它投资现金流	122	(64)	0	0	0
ROE	16.79%	19.13%	16%	17%	18%	投资活动现金流	122	(192)	(62)	(57)	(57)
毛利率	8%	8%	8%	8%	8%	权益性融资	(21)	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	(700)	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(1418)	(1457)	(1473)	(1547)	(1683)
收入增长	7%	13%	-12%	6%	6%	其它融资现金流	2651	749	1053	(190)	(225)
净利润增长率	-9%	30%	-10%	10%	10%	融资活动现金流	(1606)	(2165)	(420)	(1737)	(1907)
资产负债率	61%	52%	55%	53%	52%	现金净变动	(1469)	3741	3724	(447)	677
股息率	4.8%	5.0%	5.0%	5.3%	5.7%	货币资金的期初余额	7046	5577	9318	13042	12595
P/E	17.2	13.2	14.7	13.4	12.2	货币资金的期末余额	5577	9318	13042	12595	13272
P/B	2.9	2.5	2.4	2.3	2.2	企业自由现金流	0	6603	4724	1860	3185
EV/EBITDA	13.0	9.6	11.2	10.2	9.4	权益自由现金流	0	7352	5736	1645	2944

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032