

老凤祥 (600612.SH)

终端销售波动，公司短期业绩承压

公司 2024Q3 营收下降 42%，归母净利润同比下降 46%。单 Q3 公司营收下降 42%至 126 亿元，由于消费环境的波动叠加金价高企，我们判断公司三季度金饰发货量或有明显下降，毛利率同比-1pcts 至 6.5%，在当前高金价的态势下，公司或适当给予经销商拿货支持，从而导致毛利率下降，销售费用率/管理费用率同比+0.3/0.6pcts 至 1.2%/1.1%，波动环境下费用控制高效，综上所述公司 Q3 归母净利润同比下降 46%至 3.7 亿元，归母净利率同比降低 0.2pcts 至 2.9%。

➤ 2024Q1~Q3：公司营收同比下降 15.3%至 525.8 亿元，归母净利润下降 9.6%至 17.8 亿元，年初以来国内珠宝首饰需求较弱，对公司批发业务发货造成较大影响。

2024 年尽管消费环境波动，公司仍积极拓展市场，同时自主研发能力不断增强。上半年公司净开 28 家老凤祥门店至 6022 家，积极布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题门店，同时在大型订货会之外，公司组织小型专场供货会，推动产品销售。在生产端来看，2024 年海南创意中心投产提升自主研发能力，和东莞基地实现互补，奠定品牌自主研发基础同时为品牌进军国际市场做准备。

营运能力保持稳健，现金回流健康。截止 2024Q3 末公司应收账款金额为 29.4 亿元，同比大幅下降 55%，期内公司应收账款周转天数同比缩短 7 天至 8 天，截止 2024Q3 末公司存货金额同比减少 8%至 65.5 亿元，期内公司存货周转天数同比缩短 4 天至 53 天。随着发货规模的下降以及终端需求的波动，期末应收账款金额以及存货采购金额均有明显下降。前三季度经营性现金流净额为 65.5 亿元（同比-8.4%），现金回流同收入以及利润表现保持一致。

展望 2024 年，我们预计公司业绩下滑高单位数。9 月居民金银珠宝类零售额同比下降 7.8%，1-9 月累计下降 3.1%，9 月份珠宝零售同比降幅较 8 月份收窄，Q4 以来随着多项宏观刺激政策的推出，我们预计居民珠宝需求对比 Q3 或有进一步改善，从而一定程度上利好公司发货。综合考虑前三季度经营情况，我们预计公司全年业绩下滑 8.4%至 20 亿元。

盈利预测与投资建议：公司作为国内黄金珠宝龙头企业，品牌力领先，渠道运营效率不断提升，短期由于消费环境波动，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润预期为 20.28/22.69/24.31 亿元，当前价对应 2024 年 PE 为 15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：金价波动；消费环境波动；汇率波动影响；门店拓展不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	63,010	71,436	62,508	67,098	71,755
增长率 yoy (%)	7.4	13.4	-12.5	7.3	6.9
归母净利润 (百万元)	1,700	2,214	2,028	2,269	2,431
增长率 yoy (%)	-9.4	30.2	-8.4	11.8	7.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.25	4.23	3.88	4.34	4.65
净资产收益率 (%)	18.9	21.7	17.5	17.2	16.2
P/E (倍)	17.2	13.2	14.5	12.9	12.1
P/B (倍)	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9

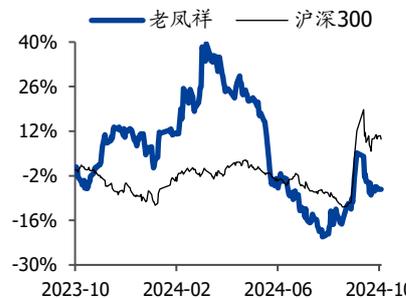
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	饰品
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	56.06
总市值(百万元)	29,325.98
总股本(百万股)	523.12
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.73

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《老凤祥 (600612.SH)：2024H1 业绩稳健增长，双百改革助力公司长远发展》 2024-08-30
- 《老凤祥 (600612.SH)：2023 年业绩增速亮眼，龙头价值凸显》 2024-04-30
- 《老凤祥 (600612.SH)：Q3 业绩超预期，公司行业领导地位凸显》 2023-11-03

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24747	23046	24379	25007	27650
现金	5577	9318	13392	13622	15278
应收票据及应收账款	812	317	671	671	764
其他应收款	30	32	22	36	26
预付账款	42	53	40	55	44
存货	16799	12328	9255	9625	10554
其他流动资产	1487	1000	998	998	983
非流动资产	1258	1287	740	645	606
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	334	355	277	272	259
无形资产	56	53	41	28	14
其他非流动资产	867	879	422	344	333
资产总计	26005	24334	25119	25652	28255
流动负债	13463	10083	9812	8234	8492
短期借款	6893	5624	6258	5941	6100
应付票据及应付账款	815	504	648	587	733
其他流动负债	5755	3955	2905	1705	1660
非流动负债	560	516	-99	-218	-283
长期借款	200	200	-415	-534	-599
其他非流动负债	360	316	316	316	316
负债合计	14023	10599	9712	8015	8209
少数股东权益	1853	2161	2824	3584	4399
股本	523	523	523	523	523
资本公积	467	467	467	467	467
留存收益	9137	10587	12117	13824	15627
归属母公司股东权益	10128	11574	12582	14052	15648
负债和股东权益	26005	24334	25119	25652	28255

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	964	7212	5799	1499	2433
净利润	2268	2975	2692	3028	3246
折旧摊销	75	84	112	125	68
财务费用	204	141	8	-67	-94
投资损失	66	158	120	82	106
营运资金变动	-2027	3585	2838	-1659	-902
其他经营现金流	378	269	28	-10	9
投资活动现金流	-53	-306	289	-101	-130
资本支出	75	149	-164	-95	-39
长期投资	12	-264	0	0	0
其他投资现金流	34	-421	124	-197	-168
筹资活动现金流	-2359	-3174	-2013	-1168	-647
短期借款	-821	-1270	635	-317	159
长期借款	-700	0	-615	-119	-65
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-838	-1904	-2032	-732	-741
现金净增加额	-1469	3737	4074	230	1656

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	63010	71436	62508	67098	71755
营业成本	58233	65505	57195	61361	65584
营业税金及附加	216	257	214	242	252
营业费用	829	1054	1000	1074	1148
管理费用	402	490	556	590	624
研发费用	31	37	31	34	36
财务费用	204	141	8	-67	-94
资产减值损失	-3	-1	-4	-3	-3
其他收益	127	160	239	239	239
公允价值变动收益	-103	48	-28	10	-9
投资净收益	-66	-158	-120	-82	-106
资产处置收益	-1	42	0	0	0
营业利润	3017	3968	3590	4028	4325
营业外收入	13	14	13	13	13
营业外支出	3	3	6	4	4
利润总额	3028	3979	3597	4038	4335
所得税	760	1004	905	1009	1089
净利润	2268	2975	2692	3028	3246
少数股东损益	568	761	663	760	815
归属母公司净利润	1700	2214	2028	2269	2431
EBITDA	3366	4137	3725	4111	4315
EPS (元)	3.25	4.23	3.88	4.34	4.65

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	7.4	13.4	-12.5	7.3	6.9
营业利润(%)	-6.7	31.5	-9.5	12.2	7.4
归属于母公司净利润(%)	-9.4	30.2	-8.4	11.8	7.1
获利能力					
毛利率(%)	7.6	8.3	8.5	8.6	8.6
净利率(%)	2.7	3.1	3.2	3.4	3.4
ROE(%)	18.9	21.7	17.5	17.2	16.2
ROIC(%)	13.1	16.2	14.4	15.1	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	53.9	43.6	38.7	31.2	29.1
净负债比率(%)	26.4	-15.8	-46.9	-44.8	-47.2
流动比率	1.8	2.3	2.5	3.0	3.3
速动比率	0.5	1.0	1.5	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.8	2.5	2.6	2.7
应收账款周转率	127.4	126.6	126.6	100.0	100.0
应付账款周转率	87.0	99.4	99.4	99.4	99.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.25	4.23	3.88	4.34	4.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	13.79	11.08	2.87	4.65
每股净资产(最新摊薄)	19.36	22.13	24.05	26.86	29.91
估值比率					
P/E	17.2	13.2	14.5	12.9	12.1
P/B	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	10.1	7.0	6.6	6.0	5.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com