

金价高涨抑制终端消费，24Q3 利润端同比下滑

2024 年 10 月 31 日

► **事件概述。**10 月 29 日，老凤祥发布 2024 年三季度报告。24Q1-Q3，实现营收 525.82 亿元，同比-15.28%，实现归母净利润 17.76 亿元，同比-9.60%，实现扣非归母净利润 16.98 亿元，同比-14.20%。24Q3，实现营收 126.23 亿元，同比-41.89%，归母净利润为 3.72 亿元，同比-46.20%，扣非归母净利润为 2.39 亿元，同比-65.25%。24Q3，扣非归母净利润表现弱于归母净利润主要系 24Q3 存在非经常性损益 1.33 亿元（其中计入当期损益的政府补助 1.96 亿元），而 23Q3 非经常性损益为 468 万元。

► **黄金珠宝行业情况。**据中国黄金协会统计数据，24Q1-Q3，全国黄金消费量 741.73 吨，同比-11.18%。其中，黄金首饰 400.04 吨，同比-27.53%；金条及金币 282.72 吨，同比+27.14%。24Q1-Q3，黄金价格一路上涨，黄金首饰消费受到明显影响，而直播带货、即时零售等电商新模式快速发展，拉动了小克重黄金首饰消费增长。24Q3，金价持续高位波动及上涨预期增加，实物黄金消费有所回落，总体上，溢价相对较低的金条及金币消费仍保持较大幅度增长。

► **24Q3，毛利率收窄&费率上行，净利率有所下滑。**1) **毛利率：**24Q1-Q3，毛利率为 8.56%，同比+0.44 pct；24Q3，毛利率为 6.52%，同比-0.98 pct。2) **费用率：**24Q1-Q3，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为 1.30%、0.79%、0.05%、0.22%，分别同比+0.08、+0.22、+0.01、+0.01 pct；24Q3，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为 1.16%、1.08%、0.07%、0.30%，分别同比+0.27、+0.60、+0.03、+0.14 pct。3) **净利率：**基于毛利率与费用率情况，24Q1-Q3，净利率为 4.34%，同比+0.11 pct；24Q3，净利率为 3.68%，同比-0.57 pct。

► **产品匠心独运，渠道积极拓展，品牌势能持续提升。**1) **产品：“金银细工”工艺精湛，产品设计“匠心独运”。**老凤祥独特的金银细工制作技艺工艺精湛，入选国家级非物质文化遗产，匠心打造精美饰品。2) **渠道：“五位一体”营销模式，营销网络布局深远。**公司以品牌为引领，市场为导向，本着“立足上海、辐射全国、走向世界”的营销网络建设方针，把渠道拓展放在重要位置，坚持自营银楼建设与合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”立体的营销模式。3) **品牌：立足“百年金字招牌”，持续提升品牌势能。**作为业内“百年金字招牌”，拥有独特品牌文化。4) **规模优势：集科工贸于一体、产供销于一身，**拥有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地，并涉足博物馆、典当行、拍卖行等配套领域。

► **投资建议：**产品匠心独运，渠道积极拓展，品牌势能持续提升，预计公司 24-26 年实现营收 628.51、680.73、733.15 亿元，分别同比-12.0%、+8.3%、+7.7%，实现归母净利 20.22、22.01、23.67 亿元，同比-8.7%、+8.8%、+7.5%。10 月 30 日收盘价对应 PE 为 13/12/11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**终端需求不及预期、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	71,436	62,851	68,073	73,315
增长率 (%)	13.4	-12.0	8.3	7.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,214	2,022	2,201	2,367
增长率 (%)	30.2	-8.7	8.8	7.5
每股收益 (元)	4.23	3.86	4.21	4.52
PE	12	13	12	11
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

50.51 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

- 1.老凤祥 (600612.SH) 2024 年半年报点评：24Q2 归母净利润同比+8%，盈利能力持续提升-2024/08/31
- 2.老凤祥 (600612.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：23 年经营目标超额完成，24Q1 归母净利润同比+12%-2024/04/30
- 3.老凤祥 (600612.SH) 2023 年三季度点评：毛利率提升与费用控制良好，Q3 归母净利润同比+48.5%-2023/10/27
- 4.老凤祥 (600612.SH) 2023 年中报点评：23Q2 扣非归母净利润同比+30%，股权转让进展顺利-2023/08/28
- 5.老凤祥 (600612.SH) 动态报告：栉风沐雨百余载，珠宝老字号焕发新活力-2023/05/10

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	71,436	62,851	68,073	73,315
营业成本	65,505	57,540	62,378	67,200
营业税金及附加	257	251	272	293
销售费用	1,054	817	885	953
管理费用	490	503	504	535
研发费用	37	31	34	37
EBIT	4,177	3,714	4,011	4,301
财务费用	141	124	91	84
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	-158	0	0	0
营业利润	3,968	3,605	3,928	4,225
营业外收支	11	10	6	6
利润总额	3,979	3,615	3,934	4,231
所得税	1,004	912	992	1,067
净利润	2,975	2,703	2,942	3,164
归属于母公司净利润	2,214	2,022	2,201	2,367
EBITDA	4,417	4,014	4,378	4,574

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,318	12,192	13,157	14,242
应收账款及票据	317	182	208	222
预付款项	53	46	44	40
存货	12,328	10,719	11,278	11,966
其他流动资产	1,031	715	715	715
流动资产合计	23,046	23,854	25,401	27,186
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	355	418	479	560
无形资产	53	63	76	103
非流动资产合计	1,287	1,355	1,769	2,448
资产合计	24,334	25,209	27,171	29,634
短期借款	5,624	5,624	5,624	5,624
应付账款及票据	504	555	600	644
其他流动负债	3,955	3,126	3,054	3,128
流动负债合计	10,083	9,305	9,277	9,396
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	316	286	264	458
非流动负债合计	516	486	464	658
负债合计	10,599	9,790	9,741	10,054
股本	523	523	523	523
少数股东权益	2,161	2,842	3,584	4,381
股东权益合计	13,735	15,419	17,430	19,580
负债和股东权益合计	24,334	25,209	27,171	29,634

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.37	-12.02	8.31	7.70
EBIT 增长率	23.15	-11.09	7.99	7.23
净利润增长率	30.23	-8.70	8.84	7.55
盈利能力 (%)				
毛利率	8.30	8.45	8.37	8.34
净利率	3.10	3.22	3.23	3.23
总资产收益率 ROA	9.10	8.02	8.10	7.99
净资产收益率 ROE	19.13	16.08	15.89	15.57
偿债能力				
流动比率	2.29	2.56	2.74	2.89
速动比率	0.99	1.36	1.48	1.57
现金比率	0.92	1.31	1.42	1.52
资产负债率 (%)	43.56	38.84	35.85	33.93
经营效率				
应收账款周转天数	1.61	1.60	1.59	1.58
存货周转天数	68.69	68.00	66.00	65.00
总资产周转率	2.84	2.54	2.60	2.58
每股指标 (元)				
每股收益	4.23	3.86	4.21	4.52
每股净资产	22.13	24.04	26.47	29.05
每股经营现金流	13.79	10.24	5.84	5.87
每股股利	1.95	1.78	1.94	2.08
估值分析				
PE	12	13	12	11
PB	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	4.94	5.43	4.98	4.77
股息收益率 (%)	3.86	3.52	3.84	4.13

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,975	2,703	2,942	3,164
折旧和摊销	240	300	367	274
营运资金变动	3,585	2,089	-552	-677
经营活动现金流	7,212	5,357	3,056	3,071
资本开支	-149	-146	-537	-601
投资	-264	15	10	5
投资活动现金流	-306	-131	-527	-596
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,530	-895	-149	0
筹资活动现金流	-3,174	-2,351	-1,566	-1,389
现金净流量	3,737	2,874	964	1,085

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026