

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

老凤祥 (600612. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

老凤祥 (600612. SH) 2024&25Q1 点评: 金价大幅波动影响黄金首饰业务表现, 业绩有所承压

2025 年 4 月 29 日

事件: 公司发布 2024&25Q1 业绩, 2024 年公司实现收入 567.93 亿元, 同降 20.5%, 归母净利润 19.5 亿元, 同降 11.95%, 扣非归母净利润 18.03 亿元, 同降 16.34%。其中 24Q4 收入 42.11 亿元, 同降 55%, 归母净利润 1.74 亿元, 同降 30%, 扣非归母净利润 1.05 亿元, 同降 40%。25Q1 收入 175.21 亿元, 同降 32%, 归母净利润 6.13 亿元, 同降 24%, 扣非归母净利润 6.44 亿元, 同降 23%。25Q1 毛利率 9.06%, 同比提升 0.69pct, 销售/管理费用率 1.22%/0.62%, 分别同比-0.03/+0.13pct, 归母净利率 3.50%, 同比+0.37pct。2024 年公司拟每股分红 1.72 元 (含税), 现金分红总额 9.0 亿元, 分红率 46.15%, 过去 3 年分红率稳中有升。

点评:

黄金首饰业务主要受到金价影响, 销售同比下滑与行业趋势一致。分产品, 2024 年笔类/珠宝首饰/黄金交易/工艺品销售分别实现收入 2.27/469.08/93.81/0.55 亿元, 分别同比+1.09%/-19.31%/-26.42%/-5.60%, 毛利率分别为 24.12%/10.16%/0.92%/26.79%, 毛利率分别同比-1.35/+0.32/+0.92/+3.06pct。根据中国黄金协会统计, 2024 年全国黄金消费量 985.31 吨, 同比下降 9.58%。其中黄金首饰 532.02 吨, 同比下降 24.69%; 金条及金币 373.13 吨, 同比增长 24.54%; 工业及其他用金 80.16 吨, 同比下降 4.12%。2024 年, 在整体黄金珠宝消费疲软, 库存周转率下降的背景下, 黄金珠宝企业及时调整生产经营策略, 推动产品创新, 同时由于黄金避险保值属性凸显, 金条销量出现大幅上升。

批发业务为公司收入下滑的主要拖累, 2024 年公司门店数量同比减少。分销售模式, 2024 年批发/零售分别实现收入 443.62/28.27 亿元, 同比-18.31%/-31.28%, 毛利率分别为 9.39%/23.61%, 毛利率分别同比+0.46/+0.70pct。截至 2024 期末, 公司门店数 5838 家, 2024 年净关店 156 家, 其中自营门店 197 家, 净增 10 家, 加盟店 5641 家, 净减少 166 家。

盈利预测与投资评级: 公司披露 2025 年预算目标为营收 490 亿元/yoy-14%, 利润总额 25.5 亿元/yoy-25%, 归母净利润 14.7 亿元/yoy-25%。我们预计公司 2025 年业绩或仍受行业趋势影响有所承压, 预计 25/26/27 年营收分别为 491/511/535 亿元, 同比-14%/+4%/+5%, 归母净利润分别为 15.96/16.64/17.62 亿元, 同比-18%/+4%/+6%, 对应 2025 年 4 月 28 日收盘价 PE 分别为 17/16/15X, 维持“买入”评级。

风险因素: 金价剧烈波动, 同店表现、渠道拓展、加盟商拿货不及预期, 行

业竞争加剧。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	71,436	56,793	49,101	51,061	53,484
增长率 YoY %	13.4%	-20.5%	-13.5%	4.0%	4.7%
归属母公司净利润 (百万元)	2,214	1,950	1,596	1,664	1,762
增长率 YoY%	30.2%	-11.9%	-18.2%	4.3%	5.9%
毛利率%	8.3%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
净资产收益率ROE%	19.1%	15.6%	12.0%	11.7%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	4.23	3.73	3.05	3.18	3.37
市盈率 P/E(倍)	11.99	13.62	16.64	15.96	15.07
市净率 P/B(倍)	2.29	2.13	2.00	1.87	1.75

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测, 股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	23,046	21,515	22,527	24,099	25,818	
货币资金	9,318	8,153	10,471	12,125	13,614	
应收票据	1	1	1	1	1	
应收账款	315	242	205	213	223	
预付账款	53	35	31	33	34	
存货	12,328	11,825	10,428	10,197	10,273	
其他	1,031	1,260	1,390	1,531	1,672	
非流动资产	1,287	1,216	1,202	1,105	1,002	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	355	343	315	284	248	
无形资产	53	49	46	43	40	
其他	879	825	841	778	714	
资产总计	24,334	22,731	23,729	25,204	26,820	
流动负债	10,083	7,689	7,319	7,407	7,507	
短期借款	5,624	4,610	4,610	4,610	4,610	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	504	375	323	336	351	
其他	3,955	2,705	2,386	2,461	2,545	
非流动负债	516	292	364	364	364	
长期借款	200	0	0	0	0	
其他	316	292	364	364	364	
负债合计	10,599	7,982	7,682	7,770	7,871	
少数股东权益	2,161	2,251	2,738	3,245	3,781	
归属母公司 股东权益	11,574	12,498	13,309	14,190	15,168	
负债和股东 权益	24,334	22,731	23,729	25,204	26,820	

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	71,436	56,793	49,101	51,061	53,484
同比 (%)	13.4%	-20.5%	-13.5%	4.0%	4.7%
归属母公司净利润	2,214	1,950	1,596	1,664	1,762
同比	30.2%	-11.9%	-18.2%	4.3%	5.9%
毛利率 (%)	8.3%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
ROE%	19.1%	15.6%	12.0%	11.7%	11.6%
EPS (摊薄)(元)	4.23	3.73	3.05	3.18	3.37
P/E	11.99	13.62	16.64	15.96	15.07
P/B	2.29	2.13	2.00	1.87	1.75
EV/EBITDA	7.67	6.50	6.63	5.92	5.21

利润表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	71,436	56,793	49,101	51,061	53,484
营业成本	65,505	51,724	44,691	46,466	48,663
营业税金及附加	257	243	211	220	230
销售费用	1,054	914	786	817	856
管理费用	490	595	491	511	535
研发费用	37	31	27	28	29
财务费用	141	126	161	138	122
减值损失合计	-1	-11	-1	-1	-1
投资净收益	-158	-78	-69	-61	-64
其他	173	352	137	103	108
营业利润	3,968	3,423	2,801	2,922	3,093
营业外收支	11	-5	-4	-4	-4
利润总额	3,979	3,418	2,797	2,918	3,089
所得税	1,004	874	716	746	790
净利润	2,975	2,544	2,082	2,171	2,299
少数股东损益	761	594	486	507	537
归属母公司净利润	2,214	1,950	1,596	1,664	1,762
EBITDA	4,417	3,888	3,185	3,288	3,449
EPS (当年)(元)	4.23	3.73	3.05	3.18	3.37

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	7,212	2,939	3,595	2,921	2,760	
净利润	2,975	2,544	2,082	2,171	2,299	
折旧摊销	240	272	226	232	238	
财务费用	254	258	243	243	243	
投资损失	158	78	69	61	64	
营运资金变动	3,585	-212	961	199	-99	
其它	-1	-1	14	15	14	
投资活动现金流	-306	-129	-253	-240	-242	
资本支出	-149	-58	-89	-89	-88	
长期投资	-264	-85	-60	-55	-55	
其他	106	14	-104	-96	-99	
筹资活动现金流	-3,174	-3,981	-1,018	-1,028	-1,028	
吸收投资	0	39	0	0	0	
借款	-1,270	-1,214	0	0	0	
支付利息或股息	-1,457	-1,756	-1,028	-1,028	-1,028	
现金流净增加额	3,737	-1,158	2,318	1,653	1,490	



研究团队简介

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服分析师。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA 三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022 年 12 月加入信达商社团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023 年 7 月加入信达商社团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。