

公司研究

黄金珠宝门店净增 385 家，升级换新零售店主题形象

——老凤祥（600612.SH）2023 年度业绩快报点评

要点

公司2023年预计实现归母净利润22.14亿元，同比增长30.23%

公司发布 2023 年度业绩快报：2023 年公司预计实现营业收入 714.36 亿元，同比增长 13.37%；预计实现归母净利润 22.14 亿元，同比增长 30.23%；预计实现扣非归母净利润 21.56 亿元，同比增长 24.83%；预计实现加权平均净资产收益率为 20.53%，同比增加 2.93 个百分点。

分季度看，我们测算 4Q2023 公司预计实现营业收入 93.70 亿元，同比下降 1.08%；预计实现归母净利润 2.50 亿元，同比下降 27.41%；预计实现扣非归母净利润 1.76 亿元，同比下降 49.94%。

2023年黄金珠宝门店净增385家，升级换新零售店主题形象

2023 年公司营业利润同比增长 31.51%，利润总额同比增长 31.41%，归母净利润同比增长 30.23%，主要是由于：1) 受益于行业高景气度，据中国黄金协会统计数据，2023 年全国黄金消费量 1089.69 吨，同比增长 8.78%。其中：黄金首饰 706.48 吨，同比增长 7.97%；金条及金币 299.60 吨，同比增长 15.70%；工业及其他用金 83.61 吨，同比下降 5.50%。黄金首饰、金币及金条消费量在 2023 年均均有较好的增长。从社消增速来看，2023 年限额以上金银珠宝类零售额同比增长 13.3%，是 2023 年累计增速最高的限额以上商品零售细分品类。

2) 2023 年公司门店净增 385 家，截至 2023 年末，公司黄金珠宝核心业务拥有海内外营销网点共计达到 5994 家（其中海外银楼 15 家）。同时，公司大力提升“藏宝金”、“凤祥喜事”主题店的市场布局，升级换新零售店主题形象。3) 在产品方面，公司不断在金饰产品设计、开发、生产上推陈出新，2023 年公司黄金珠宝的批发收入和零售收入均实现同比增长。4) 公司继续深化“双百”行动综合改革，推进高质量发展三年行动计划，公司下属子公司上海老凤祥有限公司坚持市场开拓力度，持续推进渠道下沉、做精做细市场，不断提升市场覆盖面和占有率。

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司业绩表现略低于我们此前预期，主要是由于公司门店拓展速度低于预期，考虑到黄金珠宝行业竞争不断加剧，未来公司门店拓展进程仍有一定不确定性，我们下调对公司 2023/2024/2025 年 EPS 的预测 6%/6%/6%至 4.23/5.00/5.75 元。公司是黄金珠宝龙头公司，以黄金类产品为主，受加盟商和消费者认可度较高，维持“买入”评级。

风险提示：金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	58,691	63,010	71,436	80,119	88,467
营业收入增长率	13.47%	7.36%	13.37%	12.16%	10.42%
净利润（百万元）	1,876	1,700	2,214	2,616	3,010
净利润增长率	18.30%	-9.38%	30.23%	18.14%	15.06%
EPS（元）	3.59	3.25	4.23	5.00	5.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.41%	16.79%	19.12%	19.62%	19.60%
P/E	21	23	17	15	13
P/B	4.2	3.8	3.3	2.9	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-03-04

买入（维持）

当前价：73.54 元

作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

分析师：田然

执业证书编号：S0930523050001
021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.23
总市值(亿元)	384.70
一年最低/最高(元)	48.09/74.41
近 3 月换手率：	17.20%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.02	5.02	58.22
绝对	14.66	7.36	47.73

资料来源：Wind

相关研报

业绩恢复情况良好，前三季度收入增速跑赢行业——老凤祥（600612.SH）2023 年三季报点评（2023-10-26）

产品体系不断丰富，提出高质量发展三年计划——老凤祥（600612.SH）2023 年半年报点评（2023-08-27）

加强与东方明珠合作，利于扩大品牌影响力——老凤祥（600612.SH）放弃老凤祥有限股权优先购买权点评（2023-07-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	58,691	63,010	71,436	80,119	88,467
营业成本	54,130	58,233	65,690	73,625	81,307
折旧和摊销	44	45	60	63	65
税金及附加	232	216	245	274	303
销售费用	797	829	993	1,122	1,239
管理费用	402	402	500	561	619
研发费用	31	31	36	40	44
财务费用	267	204	313	288	234
投资收益	14	-66	0	0	0
营业利润	3,232	3,017	3,706	4,241	4,766
利润总额	3,242	3,028	3,713	4,248	4,773
所得税	794	760	928	1,062	1,193
净利润	2,447	2,268	2,784	3,186	3,580
少数股东损益	571	568	570	570	570
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,214	2,616	3,010
EPS(元)	3.59	3.25	4.23	5.00	5.75

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,990	964	2,728	2,999	3,706
净利润	1,876	1,700	2,214	2,616	3,010
折旧摊销	44	45	60	63	65
净营运资金增加	1,544	5,156	1,272	1,406	1,008
其他	-1,474	-5,937	-819	-1,086	-377
投资活动产生现金流	17	-53	-75	-75	-75
净资本支出	81	-74	-75	-75	-75
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-64	21	0	0	0
融资活动现金流	-560	-2,359	-1,086	-2,056	-2,796
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,056	-785	-10	-905	-1,575
无息负债变化	212	3,392	195	195	189
净现金流	1,448	-1,469	1,567	868	835

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	7.8%	7.6%	8.0%	8.1%	8.1%
EBITDA 率	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
EBIT 率	5.5%	5.4%	5.6%	5.7%	5.7%
税前净利润率	5.5%	4.8%	5.2%	5.3%	5.4%
归母净利润率	3.2%	2.7%	3.1%	3.3%	3.4%
ROA	11.0%	8.7%	9.9%	10.7%	11.5%
ROE (摊薄)	20.4%	16.8%	19.1%	19.6%	19.6%
经营性 ROIC	13.2%	10.9%	12.2%	13.0%	13.8%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	51%	54%	50%	45%	39%
流动比率	2.08	1.84	1.97	2.21	2.57
速动比率	0.84	0.59	0.68	0.78	0.96
归母权益/有息债务	1.00	1.21	1.38	1.78	2.60
有形资产/有息债务	2.40	3.06	3.33	3.95	5.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	22,275	26,005	28,211	29,825	31,031
货币资金	7,046	5,577	7,144	8,012	8,847
交易性金融资产	353	231	231	231	231
应收账款	177	442	502	563	622
应收票据	0	370	0	0	0
其他应收款 (合计)	24	30	36	32	35
存货	12,549	16,799	17,724	18,394	18,689
其他流动资产	823	1,256	1,256	1,256	1,256
流动资产合计	21,011	24,747	26,939	28,540	29,737
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	343	334	375	411	443
在建工程	37	46	40	36	32
无形资产	58	56	53	51	48
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	0	0	0	0
非流动资产合计	1,264	1,258	1,273	1,285	1,295
总负债	11,416	14,023	14,209	13,500	12,114
短期借款	7,714	6,893	6,884	5,979	4,404
应付账款	524	815	920	1,031	1,138
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	4	4	7	8	9
其他流动负债	21	397	397	397	397
流动负债合计	10,102	13,463	13,649	12,940	11,554
长期借款	900	200	200	200	200
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	32	32	32	32
非流动负债合计	1,315	560	560	560	560
股东权益	10,859	11,981	14,002	16,325	18,917
股本	523	523	523	523	523
公积金	803	803	803	803	803
未分配利润	7,860	8,801	10,252	12,005	14,027
归属母公司权益	9,191	10,128	11,579	13,332	15,354
少数股东权益	1,668	1,853	2,423	2,993	3,563

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.36%	1.32%	1.39%	1.40%	1.40%
管理费用率	0.68%	0.64%	0.70%	0.70%	0.70%
财务费用率	0.45%	0.32%	0.44%	0.36%	0.26%
研发费用率	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	1.45	1.46	1.65	1.89	2.12
每股经营现金流	3.80	1.84	5.21	5.73	7.08
每股净资产	17.57	19.36	22.13	25.49	29.35
每股销售收入	112.19	120.45	136.56	153.16	169.11

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	21	23	17	15	13
PB	4.2	3.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	15.2	14.6	12.5	11.2	10.1
股息率	2.0%	2.0%	2.2%	2.6%	2.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP