

老凤祥 (600612)

老凤祥国改梳理：经营潜力逐步释放，业绩向上弹性大

买入（维持）

2023年08月23日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	63,010	74,691	84,817	94,507
同比	7%	19%	14%	11%
归属母公司净利润（百万元）	1,700	2,189	2,577	2,950
同比	-9%	29%	18%	14%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	3.25	4.19	4.93	5.64
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.53	14.39	12.23	10.68

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **老凤祥是我国内资中历史最悠久的黄金珠宝品牌之一，品牌积淀较深，品牌最早可追溯到1848年（清朝道光28年），距今已有超过170年的历史，当时老凤祥银楼的地址在上海南市大东门，当时称为“凤祥银楼”。中间经历了清朝和民国时期，虽然经历了多次改址和改名，但是老凤祥这个中华老字号的品牌文化基因还是传承了下来。新中国成立之后，老凤祥收归国有，成为金银饰品的专营店，并在1985年恢复了“老凤祥银楼”。**
- **公司股权架构和组织层面曾经历多次改革，老牌国企经营潜力逐步释放：**在公司组织层面，品牌自成立之初至今，也经历了多种经营形式，在1996年重组为上海老凤祥有限公司，在1998年的时候中国第一铅笔股份有限公司出资控股了上海老凤祥有限公司，根据当时的中国第一铅笔股份有限公司公告，投资6890万元，参与重组上海老凤祥公司，控股比例达到56.02%。老凤祥的黄金珠宝业务也开始并入上市公司体内。
- **2009年以来重要的几波股权优化：1）2009年部分老凤祥有限股权上市：**2009年重大资产重组之后，更多老凤祥有限公司股权装入上市公司平台，老凤祥股份有限公司对老凤祥有限的持股比例提升到78.01%；**2）2018年双百计划：**2018年“双百计划”开始，老凤祥开启了新一轮国改，此轮改革主要为解决上海老凤祥有限公司股东架构方面的历史遗留问题，打破职工股权固化僵局，引入了战略投资者。**3）2023年国改进行中：**2023年以来第三波股权转让，战略投资者更加多元化，同时实现了加盟商的股权绑定。
- **盈利预测与投资评级：**老凤祥是我国内资黄金珠宝中的龙头，有超过170年的品牌文化积淀，截至2022年末渠道数量达到5609家，品牌优势和渠道优势突出，在各个区域内深入扎根，有较好的加盟商资源，消费者认知度高。公司过去以批发业务为主，在国企改革的大背景下，开店有望持续保持高增，自上而下的运营效率有望得到提升，经营潜力有望得到逐步释放，我们维持公司**2023-2025年实现归母净利润21.9亿元/25.8亿元/29.5亿元，对应2023-2025年PE为14/12/11倍，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**消费市场复苏速度不及预期，开店不及预期，金价波动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	60.23
一年最低/最高价	36.05/74.57
市净率(倍)	2.91
流通 A 股市值(百万元)	19,099.51
总市值(百万元)	31,507.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.73
资产负债率(% ,LF)	54.32
总股本(百万股)	523.12
流通 A 股(百万股)	317.11

相关研究

《老凤祥(600612)：百年黄金招牌价值凸显，国企改革下注入新动力》

2023-06-06

《老凤祥(600612)：Q3增长环比进一步加速，金价维持高位带动业绩弹性尽显》

2019-10-27

1. 老凤祥国改梳理：经营潜力逐步释放，业绩向上弹性大

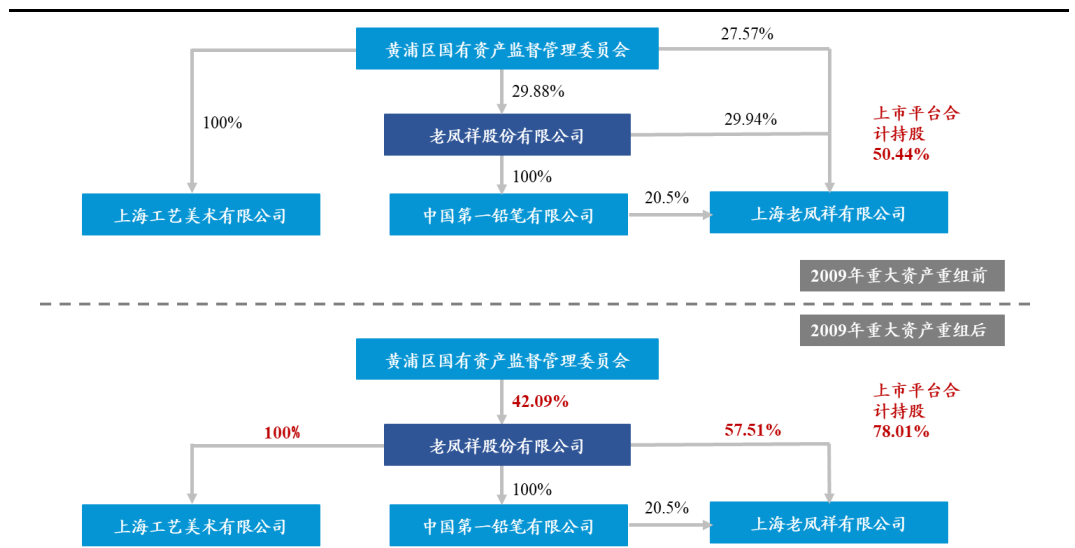
老凤祥是我国内资中历史最悠久的黄金珠宝品牌之一，品牌最早可追溯到 1848 年（清朝道光 28 年），距今已有超过 170 年的历史，当时老凤祥银楼的地址在上海南市大东门，当时称为“凤祥银楼”。中间经历了清朝和民国时期，虽然经历了多次改址和改名，但是老凤祥这个中华老字号的品牌文化基因还是传承了下来。新中国成立之后，老凤祥收归国有，成为金银饰品的专营店，并在 1985 年恢复了“老凤祥银楼”。

公司股权架构和组织层面曾经历多次改革，老牌国企经营潜力逐步释放：在公司组织层面，品牌自成立之初至今，也经历了多种经营形式，在 1996 年重组为上海老凤祥有限公司，在 1998 年的时候中国第一铅笔股份有限公司出资控股了上海老凤祥有限公司，根据当时的中国第一铅笔股份有限公司公告，投资 6890 万元，参与重组上海老凤祥公司，控股比例达到 56.02%。老凤祥的黄金珠宝业务也开始并入上市公司体内。

1.1. 2009 年重大资产重组，更多老凤祥有限公司股权装入上市公司平台

2009 年 5 月公司开始重大资产重组停牌公告，中国第一铅笔股份有限公司更名为老凤祥股份有限公司，老凤祥股份有限公司通过非公开发行购买黄浦区国资委持有的上海老凤祥有限公司 27.57% 股权和上海工艺美术有限公司 100% 的股权，本次交易完毕之后，老凤祥股份有限公司对老凤祥有限的持股比例提升到 78.01%。

图1：2009 年老凤祥重大资产重组前后股权变化



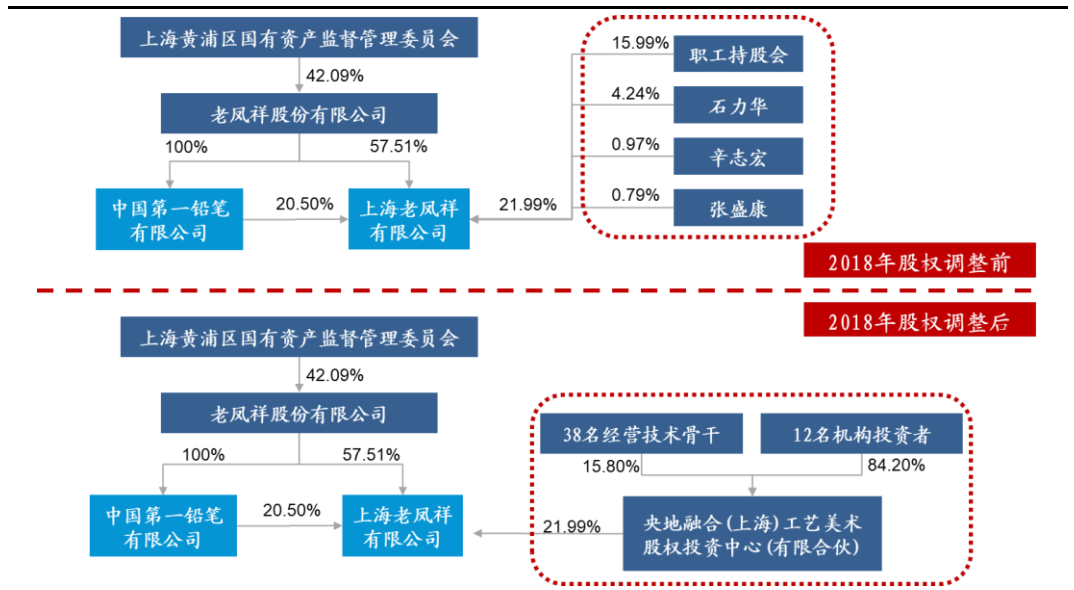
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 2018 年“双百计划”优化老凤祥有限公司的职工持股结构，引入战略投资者

2018年“双百计划”开始，老凤祥开启了新一轮国改，上海老凤祥有限公司有约22%的股权由部分经营者和职工持股会持股，本轮改革主要为解决上海老凤祥有限公司股东架构方面的历史遗留问题，打破职工股权固化僵局，建立更加科学、合理、规范的公司股权架构，从而提升上市公司老凤祥股份有限公司的市场化、现代化经营水平。

老凤祥有限职工持股结构优化：2018年改革之后，由前董事长石力华等38名“老凤祥有限”经营技术骨干通过入伙占“工艺美术基金”的比例为15.80%，入伙后38名经营技术骨干通过“工艺美术基金”间接持有“老凤祥有限”3.47%股权。

图2：2018年老凤祥股权转让前后股权变化



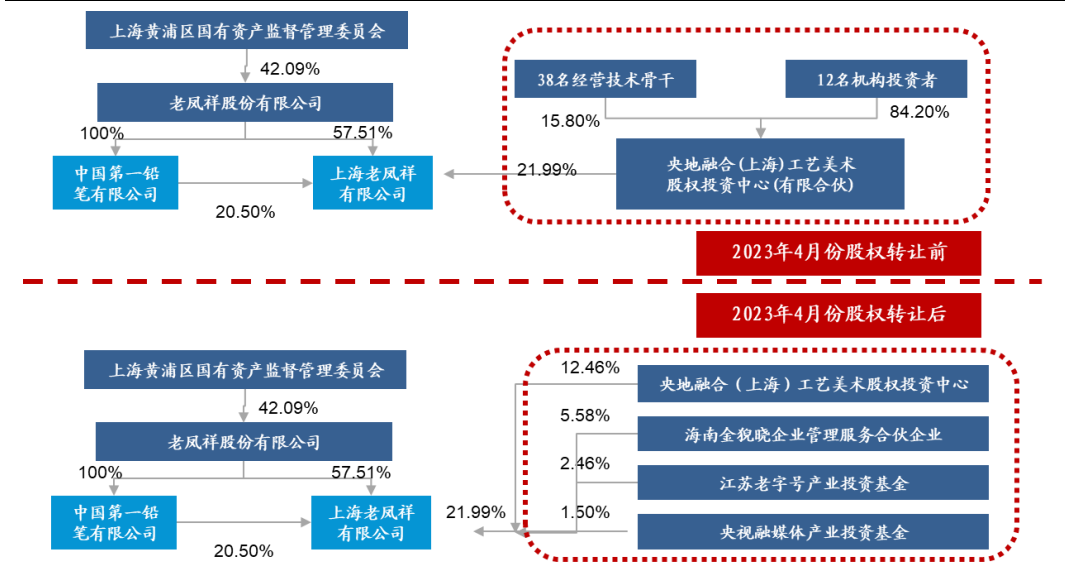
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 2023年以来第三波股权转让，优化股权结构，释放经营活力

工美股权转让，战投多元化。2023年3-4月，老凤祥有限公司陆续进行了第三波股权的转让，这一轮股权转让主要是央地融合（上海）工艺美术股权投资中心将部分股权分别转让给了海南金貌晓企业管理服务合伙企业，江苏老字号产业投资基金和央视融媒体产业投资基金，分别持股5.58%，2.46%和1.5%。

加盟商股权绑定：海南金貌晓共计有20位合伙人，其中海南览岛企业管理有限公司作为普通合伙人出资50万元，占出资比例0.0446%，其余19位有限合伙人共计出资111,950万元，占出资比例99.9554%。上述19位有限合伙人均为老凤祥有限的部分总经销商或该总经销商的关联人士，海南览岛企业管理有限公司为其中1位总经销商关联人士设立的企业。

图3：2023年老凤祥股权转让前后股权变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

东方明珠拟入股老凤祥，文化传媒等资源优势有望凸显。2023年7月，公司公告东方明珠新媒体股份有限公司拟以不超过5亿元人民币自有资金受让央地融合（上海）工艺美术股权投资中心持有的上海老凤祥有限公司部分非国有股股权。东方明珠投资入股老凤祥有限后，通过发挥东方明珠的文化媒体、渠道等资源优势，进一步深入挖掘充实老凤祥品牌内涵，加强与新媒体相结合，创新媒体数字化营销模式，提升老凤祥品牌的社会影响力。

2. 投资建议

老凤祥是我国内资黄金珠宝中的龙头，有超过170年的品牌文化积淀，截至2022年末渠道数量达到5609家，品牌优势和渠道优势突出，在各个区域内深入扎根，有较好的加盟商资源，消费者认知度高。公司过去以批发业务为主，在国企改革的大背景下，开店有望持续保持高增，自上而下的运营效率有望得到提升，经营潜力有望得到逐步释放，我们维持公司2023-2025年实现归母净利润21.9亿元/25.8亿元/29.5亿元，对应2023-2025年PE为14/12/11倍，维持“买入”评级。

3. 风险提示

消费市场复苏速度不及预期，开店不及预期，金价波动风险等。

老凤祥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,747	28,044	31,818	35,961	营业总收入	63,010	74,691	84,817	94,507
货币资金及交易性金融资产	5,808	10,800	13,431	16,392	营业成本(含金融类)	58,233	68,879	78,108	86,942
经营性应收款项	854	228	275	313	税金及附加	216	299	339	378
存货	16,799	15,727	16,818	17,958	销售费用	829	971	1,086	1,191
合同资产	0	0	0	0	管理费用	402	478	526	586
其他流动资产	1,286	1,289	1,294	1,297	研发费用	31	37	42	47
非流动资产	1,258	1,253	1,247	1,242	财务费用	204	357	372	377
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	127	112	110	113
固定资产及使用权资产	762	750	738	725	投资净收益	(66)	0	0	0
在建工程	46	49	52	55	公允价值变动	(103)	0	0	0
无形资产	56	60	64	68	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	63	63	63	63	营业利润	3,017	3,782	4,454	5,099
其他非流动资产	330	330	330	330	营业外净收支	11	9	9	9
资产总计	26,005	29,297	33,065	37,202	利润总额	3,028	3,791	4,463	5,108
流动负债	13,463	13,911	14,333	14,639	减:所得税	760	948	1,116	1,277
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,205	8,705	8,805	8,905	净利润	2,268	2,843	3,347	3,831
经营性应付款项	819	524	691	758	减:少数股东损益	568	654	770	881
合同负债	269	241	273	304	归属母公司净利润	1,700	2,189	2,577	2,950
其他流动负债	4,170	4,441	4,564	4,672	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.25	4.19	4.93	5.64
非流动负债	560	560	560	560	EBIT	3,392	4,139	4,826	5,476
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	3,626	4,166	4,853	5,504
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.58	7.78	7.91	8.00
租赁负债	306	306	306	306	归母净利率(%)	2.70	2.93	3.04	3.12
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	7.36	18.54	13.56	11.42
负债合计	14,023	14,472	14,894	15,199	归母净利润增长率(%)	(9.38)	28.76	17.72	14.46
归属母公司股东权益	10,128	12,317	14,895	17,844					
少数股东权益	1,853	2,507	3,277	4,158					
所有者权益合计	11,981	14,825	18,172	22,003					
负债和股东权益	26,005	29,297	33,065	37,202					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	964	4,862	2,916	3,252	每股净资产(元)	19.36	23.55	28.47	34.11
投资活动现金流	(53)	(13)	(13)	(13)	最新发行在外股份(百万股)	523	523	523	523
筹资活动现金流	(2,359)	143	(272)	(277)	ROIC(%)	12.36	13.88	14.05	13.95
现金净增加额	(1,469)	4,992	2,631	2,962	ROE-摊薄(%)	16.79	17.77	17.30	16.53
折旧和摊销	234	27	27	28	资产负债率(%)	53.93	49.40	45.04	40.86
资本开支	(74)	(13)	(13)	(13)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.53	14.39	12.23	10.68
营运资本变动	(2,027)	1,644	(822)	(975)	P/B (现价)	3.11	2.56	2.12	1.77

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>