

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

老凤祥 (600612)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

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

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

老凤祥 (600612.SH) 2023H1 点评: 23Q2 净利同增 15%, “三年行动” 谋划高质量发展, 各项改革稳步推进

2023 年 08 月 27 日

事件: 公司发布 23H1 业绩, 实现营收 403.44 亿元, 同增 19.57%, 归母净利润 12.73 亿元, 同增 42.95%, 扣非归母净利 12.92 亿元, 同增 44.37%。其中 23Q2 实现营收 157.85 亿元, 同增 3.18%, 归母净利润 5.57 亿元, 同增 15.1%, 扣非归母净利 5.59 亿元, 同增 30.28%。

点评:

主要二级子公司中, 珠宝业务主体上海老凤祥有限 23H1 利润同增 32%, 此外上海工美、第一铅笔利润有显著改善。 23H1 上海老凤祥有限实现营收 400.8 亿元, 同增 19%, 实现利润总额 20.97 亿元, 同增 32%, 利润总额率 5.2%, 同比提升 0.5PCT。截至 2023.6.30 公司共拥有珠宝营销网点 5631 家 (其中海外银楼 15 家), 净开店 22 家。中国第一铅笔有限公司实现营收 0.97 亿元, 同增 92%, 实现利润总额 3 亿元, 22H1 为亏损 910 万元; 上海工美实现营收 30.4 亿元, 同增 121%, 实现利润总额 1.8 亿元, 同增 145%。

23Q2 毛、净利率均为 2012 年以来同期新高, 我们预计主要获益订货会周期金价上行。 23Q2 公司综合毛利率 9.14%, 较 23Q1 提升 1.12PCT, 同比提升 1.67PCT; 销售净利率 4.74%, 环比提升 0.85PCT, 同比提升 0.55PCT。

扎实推进“双百行动”, 23H1 完成全部三批次职业经理人制度试点。 报告期内, 公司完成了第三批职业经理人签约和第一批职业经理人的续签工作, 进一步完善市场化用人和激励机制。同时推进完成了工美板块下属企业的自然人股东股权转让工作及工商变更工作。23H1 公司销售、管理、研发费率 1.4%/0.61%/0.04%, 同比提升 0.11/0.01/0PCT, 销售、管理、研发费用分别同比增长 30%/22%/21%, 均主要来自下属子公司工资社保及福利费增加。

工艺美术股权投资中心股权转让持续推进, 核心管理层平稳过渡。 2023 年以来持续优化工艺美术板块的整体运营架构。2023 年 3 月、4 月、7 月, 陆续公告了央视融媒体产业投资基金、海南金貌晓、江苏老字号产业投资基金、东方明珠新媒体股份有限公司分别拟受让工艺美术股权投资中心持有的上海老凤祥有限公司 1.5%、5.5816%、2.46%、约 2.5% (估算) 非国有股权。截至目前, 央视融媒体产业投资基金已完成工商变更登记, 海南金貌晓尚未完成, 江苏老字号产业投资基金经协商解除股权转让协议。2023.8.27 公司再度公告中保投仁祥基金、国改二期基金、国新资产、国新上海、安徽中安优选壹号、宁波君和同祥将受让工艺美术股权投资中心持有的上海老凤祥有限 8.22% 股权, 交易对价 16.8 亿元。预计上述交易完成后, 工艺美术股权

投资中心尚持有上海老凤祥有限约 4.2%的股权。

盈利预测: 公司业绩兑现稳健, 多项改革加速推进, 经营质量有望持续改善。我们预计 23-25 年归母净利 21.4/25.1/28.7 亿元, 同增 25.9%/17%/14.5%, EPS 分别为 4.09/4.79/5.48 元, 对应 PE 16/13/12X。

风险因素: 金价剧烈波动, 加盟拓店不及预期, 改革措施推进不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	58,691	63,010	72,044	80,527	88,720
增长率 YoY %	13.5%	7.4%	14.3%	11.8%	10.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,876	1,700	2,142	2,505	2,869
增长率 YoY%	18.3%	-9.4%	25.9%	17.0%	14.5%
毛利率%	7.8%	7.6%	7.8%	7.9%	8.1%
净资产收益率ROE%	20.4%	16.8%	18.7%	19.3%	19.4%
EPS(摊薄)(元)	3.59	3.25	4.09	4.79	5.48
市盈率 P/E(倍)	17.83	19.67	15.62	13.35	11.66
市净率 P/B(倍)	3.64	3.30	2.93	2.58	2.26

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	21,011	24,747	27,352	30,261	33,514	
货币资金	7,046	5,577	7,417	8,253	8,848	
应收票据	0	370	390	406	432	
应收账款	177	442	458	481	505	
预付账款	39	42	47	52	57	
存货	12,549	16,799	17,523	19,545	22,148	
其他	1,200	1,517	1,517	1,524	1,524	
非流动资产	1,264	1,258	1,045	835	629	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	343	334	328	327	330	
无形资产	58	56	53	50	47	
其他	863	867	663	458	252	
资产总计	22,275	26,005	28,397	31,096	34,143	
流动负债	10,102	13,463	13,837	14,163	14,432	
短期借款	7,714	6,893	6,993	7,073	7,123	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	524	815	827	903	956	
其他	1,863	5,755	6,016	6,188	6,353	
非流动负债	1,315	560	560	560	560	
长期借款	900	200	200	200	200	
其他	415	360	360	360	360	
负债合计	11,416	14,023	14,397	14,724	14,992	
少数股东权益	1,668	1,853	2,567	3,402	4,359	
归属母公司股东权益	9,191	10,128	11,433	12,970	14,792	
负债和股东权益	22,275	26,005	28,397	31,096	34,143	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	58,691	63,010	72,044	80,527	88,720	
同比 (%)	13.5%	7.4%	14.3%	11.8%	10.2%	
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,142	2,505	2,869	
同比	18.3%	-9.4%	25.9%	17.0%	14.5%	
毛利率 (%)	7.8%	7.6%	7.8%	7.9%	8.1%	
ROE%	20.4%	16.8%	18.7%	19.3%	19.4%	
EPS (摊薄)(元)	3.59	3.25	4.09	4.79	5.48	
P/E	17.83	19.67	15.62	13.35	11.66	
P/B	3.64	3.30	2.93	2.58	2.26	
EV/EBITDA	7.78	7.04	8.12	6.92	6.03	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	58,691	63,010	72,044	80,527	88,720	
营业成本	54,13	58,233	66,430	74,136	81,573	
营业税金及附加	232	216	245	274	302	
销售费用	797	829	944	1,039	1,109	
管理费用	402	402	461	491	515	
研发费用	31	31	36	36	36	
财务费用	267	204	260	244	238	
减值损失合	-4	-3	0	0	0	
投资净收益	14	-66	0	0	0	
其他	390	-9	144	153	160	
营业利润	3,232	3,017	3,812	4,459	5,107	
营业外收支	9	11	0	0	0	
利润总额	3,242	3,028	3,812	4,459	5,107	
所得税	794	760	957	1,119	1,282	
净利润	2,447	2,268	2,855	3,340	3,825	
少数股东损益	571	568	714	835	956	
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,142	2,505	2,869	
EBITDA	3,406	3,626	4,291	4,924	5,567	
EPS (当年)(元)	3.59	3.25	4.09	4.79	5.48	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,990	964	2,898	2,053	1,928	
净利润	2,447	2,268	2,855	3,340	3,825	
折旧摊销	208	234	219	221	222	
财务费用	330	329	315	318	320	
投资损失	-14	66	0	0	0	
营运资金变动	-663	-2,027	-492	-1,826	-2,440	
其它	-318	95	0	0	0	
投资活动现金流	17	-53	-6	-11	-16	
资本支出	81	-74	-6	-11	-16	
长期投资	-72	12	0	0	0	
其他	8	9	0	0	0	
筹资活动现金流	-560	-2,359	-1,052	-1,206	-1,316	
吸收投资	20	0	0	0	0	
借款	15,93	11,759	100	80	50	
支付利息或股息	-1,310	-1,418	-1,152	-1,286	-1,366	
现金流净增加额	1,448	-1,469	1,840	836	595	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

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月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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。