

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

老凤祥 (600612)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&amp;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) 点评: 再公告工艺美术基金股权转让计划, 关注管理层平稳过渡

2024年1月1日

**事件:** 2023年12月30日公司公告央地融合(上海)工艺美术股权投资中心(有限合伙)(以下简称“工艺美术基金”)拟将其持有的老凤祥有限0.95%非国有股股权转让给上海融智启源私募投资基金, 转让金额为1.99亿元, 对应老凤祥有限估值约为209亿元。

## 点评:

上海融智启源私募投资基金拟受让工艺美术基金持有的老凤祥有限0.95%股权。上海融智启源私募投资基金的基金管理人为海通创意私募基金管理有限公司, 其于2012年6月29日成立, 于2014年5月26日在中国证券投资基金业协会登记成为私募基金管理人, 注册资本1.2亿元。上海融智启源私募投资基金于2023年12月1日成立, 注册资本2.01亿元, 出资方为上海国际信托有限公司、南方出版传媒股份有限公司、海通创意私募基金管理有限公司, 分别持有74.63%、24.88%、0.50%的份额。

截至2023年12月30日工艺美术基金尚持有老凤祥有限4.24%股份, 股份拟受让方均已公布。截至2023年12月30日, 东方明珠新媒体、国新资产、国新控股(上海)、宁波君和同祥、中保投仁祥(嘉兴)、上海国企改革二期股权投资基金、安徽中安优选壹号以自有资金受让工艺美术基金持有的老凤祥有限的部分非国有股股权, 上述工商变更登记手续已办理完成。当前老凤祥有限股权结构中工艺美术基金尚持股4.24%, 其中中国华融、泰安睿兴基金、南京禾合谷、宁波君和同祥、上海融智启源私募投资基金分别拟受让工艺美术基金持有的老凤祥有限1.43%、0.95%、0.53%、0.39%、0.95%股权的工商变更登记尚未完成。

**核心管理层平稳过渡, 公司继续扎实推进“双百行动”, 23H1已完成全部三批次职业经理人制度试点。**23H1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。

**盈利预测与投资评级:** 展望后续, 我们预计公司继续稳步推进“三年行动计划”, 预计2023-2025年营收分别为744/867/1004亿元, 同增18%/17%/16%, 归母净利23.55/27.30/32.19亿元, 同增39%/16%/18%, EPS分别为4.50/5.22/6.15元, 对应2023年12月29日收盘价PE为15/13/11X, 维持“买入”评级。

**风险因素:** 金价剧烈波动, 管理层变动, 拓店不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	58,691	63,010	74,401	86,689	100,390
增长率 YoY %	13.5%	7.4%	18.1%	16.5%	15.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,876	1,700	2,355	2,730	3,219
增长率 YoY%	18.3%	-9.4%	38.5%	15.9%	17.9%
毛利率%	7.8%	7.6%	8.5%	8.3%	8.3%
净资产收益率ROE%	20.4%	16.8%	20.2%	20.4%	20.7%
EPS(摊薄)(元)	3.59	3.25	4.50	5.22	6.15
市盈率 P/E(倍)	19.24	21.23	15.33	13.22	11.21
市净率 P/B(倍)	3.93	3.56	3.10	2.69	2.32

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 12 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	21,011	24,747	27,364	30,400	34,005	
货币资金	7,046	5,577	5,769	5,804	5,815	
应收票据	0	370	415	500	560	
应收账款	177	442	478	562	645	
预付账款	39	42	48	56	64	
存货	12,549	16,799	19,135	21,952	25,390	
其他	1,200	1,517	1,519	1,527	1,531	
<b>非流动资产</b>	1,264	1,258	1,241	1,228	1,218	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	343	334	335	338	345	
无形资产	58	56	53	50	47	
其他	863	867	853	840	826	
<b>资产总计</b>	22,275	26,005	28,605	31,628	35,223	
<b>流动负债</b>	10,102	13,463	13,760	14,110	14,459	
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	868	987	1,109	
其他	1,863	5,755	5,899	6,050	6,227	
<b>非流动负债</b>	1,315	560	560	560	560	
长期借款	900	200	200	200	200	
其他	415	360	360	360	360	
<b>负债合计</b>	11,416	14,023	14,320	14,670	15,019	
少数股东权益	1,668	1,853	2,638	3,549	4,622	
归属母公司股东权益	9,191	10,128	11,646	13,409	15,582	
<b>负债和股东权益</b>	22,275	26,005	28,605	31,628	35,223	

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	74,401	86,689	100,390	
同比 (%)	13.5%	7.4%	18.1%	16.5%	15.8%	
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,355	2,730	3,219	
同比	18.3%	-9.4%	38.5%	15.9%	17.9%	
毛利率 (%)	7.8%	7.6%	8.5%	8.3%	8.3%	
ROE%	20.4%	16.8%	20.2%	20.4%	20.7%	
EPS (摊薄)(元)	3.59	3.25	4.50	5.22	6.15	
P/E	19.24	21.23	15.33	13.22	11.21	
P/B	3.93	3.56	3.10	2.69	2.32	
EV/EBITDA	7.78	7.04	7.82	7.06	6.09	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	58,691	63,010	74,401	86,689	100,390	
营业成本	54,13	58,233	68,086	79,524	92,025	
营业税金及附加	232	216	253	295	341	
销售费用	797	829	952	1,110	1,285	
管理费用	402	402	432	482	562	
研发费用	31	31	38	44	51	
财务费用	267	204	260	261	262	
减值损失合	-4	-3	-3	-3	-3	
投资净收益	14	-66	-149	-87	-100	
其他	390	-9	-36	-23	-30	
<b>营业利润</b>	3,232	3,017	4,193	4,861	5,731	
营业外收支	9	11	0	0	0	
<b>利润总额</b>	3,242	3,028	4,193	4,861	5,731	
所得税	794	760	1,052	1,220	1,438	
<b>净利润</b>	2,447	2,268	3,140	3,641	4,292	
少数股东损益	571	568	785	910	1,073	
<b>归属母公司净利润</b>	1,876	1,700	2,355	2,730	3,219	
EBITDA	3,406	3,626	5,004	5,552	6,439	
EPS (当年)(元)	3.59	3.25	4.50	5.22	6.15	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	1,990	964	1,919	1,739	1,843	
净利润	2,447	2,268	3,140	3,641	4,292	
折旧摊销	208	234	220	221	223	
财务费用	330	329	315	318	320	
投资损失	-14	66	149	87	100	
营运资金变动	-663	-2,027	-2,078	-2,641	-3,205	
其它	-318	95	173	113	113	
<b>投资活动现金流</b>	17	-53	-515	-398	-416	
资本支出	81	-74	-6	-11	-16	
长期投资	-72	12	-200	-200	-200	
其他	8	9	-309	-187	-200	
<b>筹资活动现金流</b>	-560	-2,359	-1,212	-1,306	-1,416	
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	
<b>现金流净增加额</b>	1,448	-1,469	192	35	11	

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。