

买入

老凤祥（600612.SH）

子公司拟引入东方明珠为股东，加强渠道、营销合作

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
证券分析师：柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001
执证编码：S0980522120001

事项：

公司公告：东方明珠新媒体股份有限公司（下称“东方明珠”）拟以不超过5亿元受让央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）（下称“工艺美术基金”）持有的上海老凤祥有限公司部分非国有股权，其中老凤祥有限公司控股子公司。

国信零售观点：老凤祥有限作为公司控股子公司，是公司核心黄金珠宝业务的运营主体。而东方明珠作为文化产业集团，拥有IPTV、互联网电视、有线电视、移动端、线下场馆、线下景点等完整的用户触达渠道，此次合作达成后，通过发挥东方明珠的文化媒体、渠道等资源优势，有望于进一步挖掘提升老凤祥的渠道营销能力及终端品牌影响力。

当前黄金珠宝消费韧性较强，受益婚庆刚需及黄金首饰的保值增值属性，而老凤祥作为龙头企业有望持续受益。中长期而言，公司渠道端持续推进加盟扩张以扩大市场份额；产品端持续提升研发设计能力，满足个性化消费需求；并且有望持续深化体制改革，实现经营效益进一步释放。我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为22.61/26.86/30.57亿元，对应PE分别为15.9/13.4/11.7倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 子公司老凤祥有限股权转让，拟引入东方明珠增强业务合作

工艺美术基金成立于2018年，由国新张创（上海）股权投资基金管理有限公司发起设立并担任基金管理人、普通合伙人和执行事务合伙人，为专项股权投资基金，仅为妥善解决老凤祥有限股权架构问题设立，无其他主营业务，具体来看：

2018年，老凤祥有限职工持股会及自然人持股代表拟将持有的老凤祥有限21.99%股权全部转让给工艺美术基金，转让价格为27.05亿元，50名合伙人中38名为公司和老凤祥有限的经营技术骨干，并出资4.74亿元认购工艺美术基金”份额。总体上，当时的股权转让是推动老凤祥有限股权多元化和混合所有制改革的一部分，引进战略投资者，借助其资本运作经验及其资源优势，推动公司长远发展。

而此次东方明珠拟以不超过5亿元受让工艺美术基金持有的老凤祥有限的部分股权，同样为进一步优化股权结构，引入具有协同效益的产业资本。

东方明珠是上海广播电视台、上海文化广播影视集团有限公司（SMG）旗下统一的产业平台和资本平台，拥有IPTV、互联网电视、有线电视、移动端、线下场馆、线下景点等完整的用户触达渠道。东方明珠投资入股老凤祥有限后，将有助于实现双方品牌和资源联合，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。

表1: 老凤祥有限股权结构（此次东方明珠股权受让完成前）

股东	股权比例	工商变成情况
老凤祥股份有限公司	57.51%	不适用
中国第一铅笔有限公司（老凤祥全资子公司）	20.50%	不适用
央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）	12.45%	尚未完成
海南金猊晓企业管理服务合伙企业（有限合伙）	5.58%	尚未完成
江苏老字号产业投资基金（有限合伙）	2.46%	尚未完成
央视融媒体产业投资基金（有限合伙）	1.50%	已完成

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 持续推进股权改革，引入外部产业资本方或经销商

实际上，除本次拟引入东方明珠外，今年以来老凤祥有限已进行了两次股权转让，分别为：

1) 2023年3月公告，央视融媒体产业投资基金（有限合伙）拟以现金2.94亿元受让工艺美术基金持有的老凤祥有限1.5%非国有股股权。

2) 2023年4月公告，海南金猊晓企业管理服务合伙企业（有限合伙）、江苏老字号产业投资基金分别拟以现金10.95亿元、4.82亿元受让工艺美术基金持有的老凤祥有限5.58%、2.46%的非国有股股权。其中海南金猊晓供20位合伙人，除海南览岛企业管理有限公司外，其他19位有限合作人均均为老凤祥有限的部分总经销商或者该经销商的关联人士。

◆ 投资建议

老凤祥有限作为公司控股子公司，是公司核心黄金珠宝业务的运营主体，当前公司积极推进其股权优化，引入外部产业资本或者重要的经销商伙伴，有助于增强运营实力。例如此次拟引入东方明珠，通过发挥东方明珠的文化传媒、渠道等资源优势，有望于进一步挖掘提升老凤祥的渠道营销能力及终端品牌影响力。

当前黄金珠宝消费韧性较强，受益婚庆刚需及黄金首饰的保值增值属性，而老凤祥作为龙头企业有望持续受益。中长期而言，公司渠道端持续推进加盟扩张以扩大市场份额；产品端持续提升研发设计能力，满足个性化消费需求；并且有望持续深化体制改革，实现经营效益进一步释放。我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为22.61/26.86/30.57亿元，对应PE分别为15.9/13.4/11.7倍，维持“买入”评级。

表2: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价（元/ 港元）	EPS			PE			总市值（亿元/港元）
代码	名称	评级	2023/07/12	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023/07/12
1929.HK	周大福	买入	12.80	0.54	0.72	0.85	28.94	17.78	15.06	1,280.00
002867.SZ	周大生	买入	16.94	1.00	1.30	1.58	14.10	13.03	10.72	185.65
600612.SH	老凤祥	买入	68.56	3.25	4.32	5.14	13.17	15.87	13.34	358.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测 注：周大福货币单位为港元

◆ 风险提示

加盟商管理不善；开店不及预期；国企改革进程不及预期；市场竞争环境恶化；金价大幅波动。

相关研究报告：

《老凤祥（600612.SH）-一季度利润增长 76%，持续推进渠道扩张及产品建设》——2023-04-28

《老凤祥（600612.SH）-百年品牌底蕴深厚，渠道及产品力推动长期成长》——2023-04-18

《老凤祥（600612.SH）-三季度业绩稳健正增长，展现龙头经营韧性》——2022-10-28

《老凤祥（600612.SH）-老牌黄金珠宝企业增长稳健，积极推进门店扩张》——2022-09-01

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7046	5577	7200	7200	7200	营业收入	58691	63010	79152	90679	100772
应收款项	201	842	532	497	859	营业成本	54130	58233	73035	83486	92625
存货净额	12549	16799	16406	19440	21061	营业税金及附加	232	216	26	34	40
其他流动资产	862	1298	1583	2267	2015	销售费用	797	829	1237	1416	1570
流动资产合计	21011	24747	25952	29635	31366	管理费用	402	402	533	610	678
固定资产	380	380	393	386	381	研发费用	31	31	45	52	57
无形资产及其他	58	56	54	52	49	财务费用	267	204	236	292	348
投资性房地产	826	821	821	821	821	投资收益	14	(66)	0	0	0
长期股权投资	0	0	2	4	6	资产减值及公允价值变动	(22)	(107)	(10)	(20)	(15)
资产总计	22275	26005	27222	30898	32624	其他收入	377	63	(45)	(52)	(57)
短期借款及交易性金融负债	8289	8205	8900	11625	11383	营业利润	3232	3017	4030	4768	5439
应付款项	524	815	1100	1076	1294	营业外净收支	9	11	0	0	0
其他流动负债	1288	4443	3889	3905	4743	利润总额	3242	3028	4030	4768	5439
流动负债合计	10102	13463	13889	16606	17420	所得税费用	794	760	1013	1188	1363
长期借款及应付债券	900	200	200	200	200	少数股东损益	571	568	755	894	1019
其他长期负债	415	360	449	573	626	归属于母公司净利润	1876	1700	2261	2686	3057
长期负债合计	1315	560	649	773	826	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	11416	14023	14539	17379	18245	净利润	1876	1700	2261	2686	3057
少数股东权益	1668	1853	2029	2238	2453	资产减值准备	(1)	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	9191	10128	10654	11282	11926	折旧摊销	44	45	39	44	48
负债和股东权益总计	22275	26005	27222	30898	32624	公允价值变动损失	22	107	10	20	15
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	267	204	236	292	348
每股收益	3.59	3.25	4.32	5.14	5.84	营运资本变动	(1030)	(1931)	239	(3569)	(622)
每股红利	2.50	2.71	3.32	3.94	4.61	其它	173	95	175	209	215
每股净资产	17.57	19.36	20.37	21.57	22.80	经营活动现金流	1084	16	2725	(609)	2712
ROIC	11.59%	11.65%	15%	15%	16%	资本开支	0	66	(60)	(55)	(55)
ROE	20.41%	16.79%	21%	24%	26%	其它投资现金流	(58)	122	0	0	0
毛利率	8%	8%	8%	8%	8%	投资活动现金流	(58)	187	(62)	(57)	(57)
EBIT Margin	5%	5%	5%	6%	6%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	6%	6%	负债净变化	0	(700)	0	0	0
收入增长	13%	7%	26%	15%	11%	支付股利、利息	(1310)	(1418)	(1735)	(2059)	(2412)
净利润增长率	18%	-9%	33%	19%	14%	其它融资现金流	3034	2564	695	2725	(243)
资产负债率	59%	61%	61%	63%	63%	融资活动现金流	415	(1672)	(1040)	666	(2655)
股息率	3.7%	4.0%	4.8%	5.7%	6.7%	现金净变动	1441	(1469)	1623	0	0
P/E	19.1	21.1	15.9	13.4	11.7	货币资金的期初余额	5605	7046	5577	7200	7200
P/B	3.9	3.5	3.4	3.2	3.0	货币资金的期末余额	7046	5577	7200	7200	7200
EV/EBITDA	15.0	14.9	11.7	10.4	9.3	企业自由现金流	0	651	3418	235	3718
						权益自由现金流	0	2514	3937	2741	3215

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032