

强化 IP 联动，积极布局线上

核心观点

受金价高企影响，黄金首饰类公司短期承压，但公司品牌力深厚，具有领先行业运营能力，已与加盟商构建长期稳固的互利关系，新一轮“双百行动”国企改革启动有望进一步激发经营活力。公司积极进行产品结构升级，提升特色品类的热度并加强线上运营，我们认为公司财务状况健康，具有应对短期波动的实力，并且在华东以外的区域有强化渠道渗透的能力。

事件

2024 年全年公司实现营业收入 567.93 亿元，同比增长-20.50%，其中第四季度实现营业收入 42.11 亿元，同比增长-55.05%。

2024 年全年公司实现归属股东净利润 19.50 亿元，同比增长-11.95%；扣非净利润 18.03 亿元，同比增长-16.34%。其中，2024 年第四季度归属股东净利润 1.74 亿元，同比增长-30.40%；扣非净利润 1.05 亿元，同比增长-40.38%。

2025 年一季度公司实现营业收入 175.21 亿元，同比增长-31.64%；实现归属股东净利润 6.13 亿元，同比增长-23.55%；扣非净利润 6.44 亿元，同比增长-22.88%。

简评

行业整体承压，门店有所收缩，专注 IP 产品打造

受金价持续上涨影响，居民端首饰类需求减少，黄金协会统计 2024 年国内黄金首饰 532.02 吨，同比下降 24.69%；金条及金币 373.13 吨，同比增长 24.54%；2025 年 1-3 月份上海地区的金银珠宝消费仍有下滑趋势。受此影响，行业内头部企业大多数存在门店调整，公司亦净关闭门店 166 家。不过，公司积极应对产品进行结构性升级，携手万代南梦宫推出国内首款机动战士“高达”纯黄金系列产品、联名米哈游开发《星穹铁道》系列产品、与网易游戏旗下手游《蛋仔派对》合作打造独具特色的时尚产品，进一步加强与知名 IP 联名跨界合作。

线上线下融合发力

线下门店方面，公司计划加强布局粤港澳、京津冀、成渝、东三省等重点地区市场线下营销网络，努力拓展市场增量。线上老凤祥天猫官方旗舰店于 2025 年 1 月开业运营，年内公司将从聚焦标杆性旗舰店运营，老凤祥天猫官方旗舰店于 2025 年 1 月开业运营，年内公司将从聚焦标杆性旗舰店运营。

老凤祥(600612.SH)

维持

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 04 月 29 日

当前股价：50.77 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.63/-0.10	-1.68/-2.85	-33.97/-40.44

12 月最高/最低价(元) 79.91/46.94

总股本(万股) 52,311.78

流通 A 股(万股) 31,710.96

总市值(亿元) 168.25

流通市值(亿元) 168.25

近 3 月日均成交量(万) 182.10

主要股东

上海市黄浦区国有资产监督管理委员会 42.09%

股价表现



相关研究报告

- 24.08.30 【中信建投社服商贸】老凤祥(600612): 品牌保持强劲韧性, 双百行动激发活力
- 24.04.29 【中信建投社服商贸】老凤祥(600612): 线上线下双拓展, 持续高分红回馈
- 24.03.05 【中信建投社服商贸】老凤祥(600612): 黄金珠宝有望延续景气度, 国改继续激发经营活力

持续落实改革激励措施：公司进一步推动职业经理人制度部署落实和改革深入，截至 2024 年底，股份公司及下属 37 家法人企业、3 家独立核算部门已实现职业经理人制度全覆盖。公司亦强化新工艺新技术的应用，加快推进智能制造。

投资建议：考虑到一季度仍受高基数影响，且金价年内涨幅较高，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 17.13、19.27、21.98 亿元，对应 PE 为 16 倍、14 倍、12 倍，维持“买入”评级。

图 1:公司财务数据及盈利预测

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23,046.41	21,515.34	22,806.71	24,303.13	25,999.07
现金	9,317.96	8,152.79	10,420.73	10,778.01	11,251.26
应收票据及应收账款合计	316.66	242.58	367.68	401.60	439.18
其他应收款	31.76	31.74	25.09	27.40	29.97
预付账款	52.56	35.16	34.40	37.58	41.09
存货	12,327.88	11,824.64	10,914.00	11,939.62	13,036.56
其他流动资产	999.59	1,228.44	1,044.82	1,118.92	1,201.02
非流动资产	1,287.43	1,215.80	1,184.31	1,132.04	1,147.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	727.68	729.62	710.39	748.49	768.93
无形资产	53.14	48.73	44.78	42.77	37.28
其他非流动资产	506.61	437.45	429.14	340.79	341.49
资产总计	24,333.85	22,731.14	23,991.02	25,435.17	27,146.78
流动负债	10,082.57	7,689.24	7,410.01	7,115.48	6,836.61
短期借款	5,623.68	4,609.99	4,109.99	3,609.99	3,109.99
应付票据及应付账款合计	503.55	374.64	447.61	489.67	534.66
其他流动负债	3,955.34	2,704.61	2,852.41	3,015.82	3,191.97
非流动负债	516.19	292.37	243.05	193.73	144.41
长期借款	447.67	246.60	197.28	147.96	98.64
其他非流动负债	68.52	45.77	45.77	45.77	45.77
负债合计	10,598.76	7,981.61	7,653.06	7,309.21	6,981.03
少数股东权益	2,161.11	2,251.44	2,811.94	3,442.51	4,161.57
股本	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12
资本公积	467.49	467.49	467.49	468.49	470.49
留存收益	10,583.37	11,507.48	12,535.41	13,691.85	15,010.58
归属母公司股东权益	11,573.98	12,498.09	13,526.02	14,683.46	16,004.19
负债和股东权益	24,333.85	22,731.14	23,991.02	25,435.17	27,146.78

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,211.58	2,938.65	3,852.80	1,924.07	2,117.70
净利润	2,975.39	2,543.87	2,273.72	2,557.96	2,916.94
折旧摊销	239.86	272.12	211.49	233.26	166.34
财务费用	140.62	126.39	58.46	15.22	-14.56
投资损失	157.77	77.92	80.00	0.00	0.00
营运资金变动	3,585.27	-212.29	1,197.34	-933.66	-1,001.56
其他经营现金流	112.67	130.64	31.80	51.29	50.54
投资活动现金流	-306.17	-129.33	-291.80	-231.29	-230.54
资本支出	134.47	115.66	180.00	181.00	182.00
长期投资	-263.54	-85.08	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-177.10	-159.91	-471.80	-412.29	-412.54
筹资活动现金流	-3,173.88	-3,980.71	-1,293.07	-1,335.50	-1,413.91
短期借款	-1,269.57	-1,013.69	-500.00	-500.00	-500.00
长期借款	-58.59	-201.07	-49.32	-49.32	-49.32
其他筹资现金流	-1,845.72	-2,765.95	-743.75	-786.18	-864.59
现金净增加额	3,736.86	-1,157.99	2,267.94	357.29	473.25

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	71,435.64	56,792.88	51,078.76	55,791.08	61,011.62
营业成本	65,505.12	51,723.92	46,423.36	50,785.90	55,451.81
营业税金及附加	256.53	243.21	192.37	210.12	229.78
销售费用	1,053.81	914.29	893.88	948.45	1,006.69
管理费用	489.64	594.60	561.87	585.81	610.12
研发费用	36.57	30.83	30.65	27.90	30.51
财务费用	140.62	126.39	58.46	15.22	-14.56
资产减值损失	-0.67	-10.80	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-76.15	0.84	0.00	0.00	0.00
其他收益	160.06	339.43	200.00	200.00	200.00
公允价值变动收益	47.76	30.35	0.00	1.00	2.00
投资净收益	-157.77	-77.92	-80.00	0.00	0.00
资产处置收益	41.58	-18.85	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,968.16	3,422.69	3,038.18	3,418.70	3,899.27
营业外收入	13.85	21.30	16.16	16.16	16.16
营业外支出	3.00	25.85	10.50	10.50	10.50
利润总额	3,979.01	3,418.13	3,043.84	3,424.36	3,904.94
所得税	1,003.62	874.26	770.13	866.40	988.00
净利润	2,975.39	2,543.87	2,273.72	2,557.96	2,916.94
少数股东损益	761.00	594.07	560.50	630.57	719.06
归属母公司净利润	2,214.40	1,949.80	1,713.22	1,927.39	2,197.88
EBITDA	4,359.49	3,816.64	3,313.80	3,672.85	4,056.72
EPS (元)	4.23	3.73	3.28	3.68	4.20

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	13.37	-20.50	-10.06	9.23	9.36
营业利润 (%)	31.51	-13.75	-11.23	12.52	14.06
归属于母公司净利润 (%)	30.23	-11.95	-12.13	12.50	14.03
获利能力					
毛利率 (%)	8.30	8.93	9.11	8.97	9.11
净利率 (%)	3.10	3.43	3.35	3.45	3.60
ROE (%)	19.13	15.60	12.67	13.13	13.73
ROIC (%)	13.67	13.71	12.87	15.85	16.54
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.56	35.11	31.90	28.74	25.72
净负债比率 (%)	-23.64	-22.35	-37.42	-38.73	-39.88
流动比率	2.29	2.80	3.08	3.42	3.80
速动比率	0.99	1.13	1.49	1.61	1.75
营运能力					
总资产周转率	2.94	2.50	2.13	2.19	2.25
应收账款周转率	226.59	235.02	191.24	191.24	191.24
应付账款周转率	130.09	138.06	103.71	103.71	103.71
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.23	3.73	3.28	3.68	4.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	13.79	5.62	7.37	3.68	4.05
每股净资产 (最新摊薄)	22.13	23.89	25.86	28.07	30.59
估值比率					
P/E	11.99	13.62	15.50	13.78	12.08
P/B	2.29	2.13	1.96	1.81	1.66
EV/EBITDA	10.03	8.87	8.82	8.01	7.30

数据来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

- 1. 金价与汇率波动的风险：**公司目前销售占比最大是素金类产品，金价震荡上行仍会对首饰类需求造成较大的影响，黄金和汇率走势依旧存在较大的不确定性，会在一定程度上影响公司的经营与存货管理。
- 2. 消费能力不及预期的风险：**消费者消费认知与习惯可能发生改变，短期对于投资类产品的追求主要来自于金价上涨的预期，但预算不变的情况下，购买克数也会有所减少，消费增长不及预期对公司业绩产生影响。
- 3. 加盟商资金风险：**受门店经营情况影响，加盟商的资金周转可能放缓甚至恶化，导致加盟订货机制的周转变慢，影响到公司全产业链的运作效率。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所 有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk