

公司研究

渠道端持续优化，推出跨界合作产品

——老凤祥（600612.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

公司 1Q2025 营收同比下降 31.64%，归母净利润同比下降 23.55%

公司公布 2025 年一季报：1Q2025 实现营业收入 175.21 亿元，同比下降 31.64%，实现归母净利润 6.13 亿元，同比下降 23.55%，实现扣非归母净利润 6.44 亿元，同比下降 22.88%。

2024 年，公司实现营业收入 567.93 亿元，同比下降 20.50%，实现归母净利润 19.50 亿元，同比下降 11.95%，实现扣非归母净利润 18.03 亿元，同比下降 16.34%。

公司 1Q2025 综合毛利率增长 0.69 个百分点，期间费用率增长 0.18 个百分点

1Q2025 公司综合毛利率为 9.06%，同比增长 0.69 个百分点。2024 年公司综合毛利率为 8.93%，同比增长 0.62 个百分点。

1Q2025 公司期间费用率为 2.20%，同比增长 0.18 个百分点。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.22%/0.62%/0.03%/0.33%，同比分别变化 -0.03/+0.13/0.00/+0.09 个百分点。2024 年公司期间费用率为 2.93%，同比增长 0.52 个百分点。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.61%/1.05%/0.05%/0.22%，同比分别变化+0.13/+0.36/+0.00/+0.03 个百分点。

渠道端持续优化，推出跨界合作产品

渠道端，公司持续优化门店质量。截至 2024 年末，公司共计拥有营销网点达到 5838 家（含境外银楼 16 家），全年减少 156 家。其中自营银楼网点为 197 家，净增加 10 家；连锁加盟店 5641 家，减少 166 家。**产品端**，公司持续推新，推出 IP 合作产品。公司以“藏宝金”“凤祥喜事”以及时尚新品为主线，推出“钱龙赐福”“巴洛克花园”等足金首饰和彩宝系列年度主题新品；以“凤尚金潮”为主题，展示金饰绳艺文化节以及眼镜、腕表等多品类产品。同时，公司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》合作打造时尚产品。

下调盈利预测，维持“买入”评级

金价高涨对公司黄金类产品的销售产生抑制，导致公司业绩表现相对承压。我们下调对公司 2025/2026 年归母净利润的预测 46%/47%至 15.53/17.72 亿元，新增对公司 2027 年归母净利润预测 19.18 亿元。公司作为黄金珠宝行业头部品牌，用户心智较为稳固，持续推出创新产品，维持“买入”评级。

风险提示：金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	71,436	56,793	51,145	53,355	55,311
营业收入增长率	13.37%	-20.50%	-9.94%	4.32%	3.67%
归母净利润（百万元）	2,214	1,950	1,553	1,772	1,918
归母净利润增长率	30.23%	-11.95%	-20.35%	14.08%	8.23%
EPS（元）	4.23	3.73	2.97	3.39	3.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.13%	15.60%	11.81%	12.45%	12.46%
P/E	11	13	16	14	13
P/B	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

买入（维持）

当前价：47.99 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007

021-52523868

liangdanhui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.23
总市值(亿元):	251.05
一年最低/最高(元):	46.36/77.88
近 3 月换手率:	21.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.81	-5.03	-37.65
绝对	2.24	-5.68	-34.57

资料来源：Wind

相关研报

门店突破 6000 家，积极布局藏宝金门店——老凤祥（600612.SH）2024 年半年报点评（2024-08-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	71,436	56,793	51,145	53,355	55,311
营业成本	65,505	51,724	46,572	48,559	50,328
折旧和摊销	46	49	59	62	66
税金及附加	257	243	219	228	237
销售费用	1,054	914	752	784	813
管理费用	490	595	348	363	376
研发费用	37	31	26	27	28
财务费用	141	126	202	111	57
投资收益	-158	-78	0	0	0
营业利润	3,968	3,423	3,096	3,388	3,582
利润总额	3,979	3,418	3,084	3,376	3,570
所得税	1,004	874	771	844	893
净利润	2,975	2,544	2,313	2,532	2,678
少数股东损益	761	594	760	760	760
归属母公司净利润	2,214	1,950	1,553	1,772	1,918
EPS(元)	4.23	3.73	2.97	3.39	3.67

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,212	2,939	5,724	2,640	2,545
净利润	2,214	1,950	1,553	1,772	1,918
折旧摊销	46	49	59	62	66
净营运资金增加	-2,781	-3,816	-4,393	551	687
其他	7,733	4,756	8,505	255	-125
投资活动产生现金流	-306	-129	-100	-100	-100
净资本支出	-149	-58	-100	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-158	-71	0	0	0
融资活动现金流	-3,174	-3,981	-2,525	-2,054	-2,014
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,537	-2,100	-1,424	-1,249	-1,197
无息负债变化	-1,887	-517	6	27	24
净现金流	3,737	-1,158	3,099	486	431

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	8.3%	8.9%	8.9%	9.0%	9.0%
EBITDA 率	6.1%	6.6%	6.6%	6.7%	6.7%
EBIT 率	6.0%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%
税前净利润率	5.6%	6.0%	6.0%	6.3%	6.5%
归母净利润率	3.1%	3.4%	3.0%	3.3%	3.5%
ROA	12.2%	11.2%	10.2%	10.8%	11.1%
ROE (摊薄)	19.1%	15.6%	11.8%	12.5%	12.5%
经营性 ROIC	11.2%	11.0%	12.4%	12.6%	12.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	44%	35%	29%	23%	17%
流动比率	2.29	2.80	3.42	4.37	5.87
速动比率	1.06	1.26	2.03	2.63	3.53
归母权益/有息债务	1.69	2.62	3.93	6.79	17.15
有形资产/有息债务	3.49	4.70	6.70	10.99	26.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	24,334	22,731	22,726	23,342	24,088
货币资金	9,318	8,153	11,252	11,738	12,169
交易性金融资产	295	242	242	242	242
应收账款	315	242	222	232	241
应收票据	1	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	32	32	20	21	22
存货	12,328	11,825	8,709	8,789	9,059
其他流动资产	705	987	987	987	987
流动资产合计	23,046	21,515	21,470	22,048	22,759
其他权益工具	2	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	355	343	393	441	486
在建工程	67	2	9	14	18
无形资产	53	49	46	44	42
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	1,287	1,216	1,257	1,294	1,329
总负债	10,599	7,982	6,564	5,342	4,169
短期借款	5,624	4,610	3,186	1,937	740
应付账款	504	375	373	388	403
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	43	88	88	88	88
流动负债合计	10,083	7,689	6,271	5,049	3,877
长期借款	200	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	26	26	26	26
非流动负债合计	516	292	292	292	292
股东权益	13,735	14,750	16,163	18,000	19,919
股本	523	523	523	523	523
公积金	803	803	803	803	803
未分配利润	10,252	11,183	11,836	12,914	14,072
归属母公司权益	11,574	12,498	13,151	14,229	15,387
少数股东权益	2,161	2,251	3,011	3,771	4,531

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.48%	1.61%	1.47%	1.47%	1.47%
管理费用率	0.69%	1.05%	0.68%	0.68%	0.68%
财务费用率	0.20%	0.22%	0.39%	0.21%	0.10%
研发费用率	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
所得税率	25%	26%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.95	1.72	1.33	1.45	1.54
每股经营现金流	13.79	5.62	10.94	5.05	4.86
每股净资产	22.13	23.89	25.14	27.20	29.41
每股销售收入	136.56	108.57	97.77	101.99	105.73

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	13	16	14	13
PB	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.8	10.4	10.1	9.6	9.4
股息率	4.1%	3.6%	2.8%	3.0%	3.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP