开源证券

老凤祥（600612.SH）

2025 年 05 月 12 日

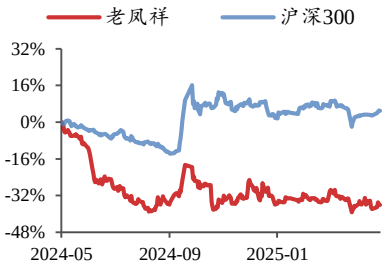
金价高企下经营持续承压，关注后续产品和渠道优化

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/5/9
当前股价(元)	49.37
一年最高最低(元)	80.50/46.36
总市值(亿元)	258.26
流通市值(亿元)	156.56
总股本(亿股)	5.23
流通股本(亿股)	3.17
近 3 个月换手率(%)	33.78

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《三季度经营业绩承压明显，金价影响动销为核心矛盾—公司信息更新报告》-2024.10.30

《二季度归母净利润+8.1%，盈利能力有所提升—公司信息更新报告》-2024.8.30

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

● **公司 2024 年经营端相对稳健，2025Q1 业绩承压明显**

公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 567.93 亿元（同比-20.5%，下同）、归母净利润 19.50 亿元（-11.9%）；2025Q1 实现营收 175.21 亿元（-31.6%）、归母净利润 6.13 亿元（-23.6%）。考虑金价波动影响，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 17.63/19.11/20.61 亿元（2025-2026 年原值 21.80/23.88 亿元），对应 EPS 为 3.37/3.65/3.94 元，当前股价对应 PE 为 14.7/13.5/12.5 倍，我们认为公司品牌积淀深厚，通过产品和渠道优化成长势能有望恢复，估值合理，维持“买入”评级。

● **金价持续上行抑制终端动销，公司珠宝首饰业务有所下滑**

2024 年公司珠宝首饰业务实现营收 469.08 亿元，同比下滑 19.3%，受金价持续上涨影响，终端动销承压明显，加盟商出于拿货成本提高和资金周转困难等问题，进货意愿普遍下降，进而导致品牌方批发收入承压，老凤祥亦受此影响。盈利能力方面，2024 年/2025Q1 销售毛利率分别为 8.9%/9.1%，同比分别+0.6pct/+0.7pct；而 2024 年/2025Q1 净利率分别为 4.5%/4.6%，同比分别+0.3pct/+0.5pct，整体毛利率有所提升或因金价上涨推动珠宝首饰和黄金交易等主业毛利率提升所致；费用方面，2025Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 1.2%/0.6%/0.3%，同比分别持平/+0.1pct/+0.1pct，费用率整体相对稳定。

● **坚持品牌焕新，发力渠道和产品优化有望恢复成长势能**

（1）品牌：老凤祥坚持以客户为中心，洞察消费需求和行为习惯变化，同时继续深化“藏宝金”、“凤祥喜事”主题店的运营，提升品牌辨识度和差异化特色。

（2）产品：公司深度挖掘黄金、镶嵌等主题产品的开发，加速产品设计开发的时尚化、年轻化，进一步加强与“高达”、《蛋仔派对》等知名 IP 的跨界合作。

（3）渠道：深化核心区域市占率，同时优化布局粤港澳、京津冀、成渝等重点地区市场线下营销网络并加快东北市场拓展，努力拓展市场增量。

● **风险提示：**市场竞争加剧、改革效果不及预期、黄金价格波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	71,436	56,793	52,518	56,476	60,413
YOY(%)	13.4	-20.5	-7.5	7.5	7.0
归母净利润(百万元)	2,214	1,950	1,763	1,911	2,061
YOY(%)	30.2	-11.9	-9.6	8.4	7.8
毛利率(%)	8.3	8.9	8.9	8.7	8.7
净利率(%)	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5
ROE(%)	21.7	17.2	13.7	13.4	12.9
EPS(摊薄/元)	4.23	3.73	3.37	3.65	3.94
P/E(倍)	11.7	13.2	14.7	13.5	12.5
P/B(倍)	2.2	2.1	1.8	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23046	21515	23725	25977	28099
现金	9318	8153	12701	14000	15230
应收票据及应收账款	317	243	275	282	313
其他应收款	32	32	27	36	31
预付账款	53	35	46	41	52
存货	12328	11825	9449	10390	11243
其他流动资产	1000	1228	1228	1228	1228
非流动资产	1287	1216	1094	1015	993
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	355	343	282	268	252
无形资产	53	49	37	24	15
其他非流动资产	879	825	775	723	726
资产总计	24334	22731	24819	26992	29092
流动负债	10083	7689	7427	7647	7538
短期借款	5624	4610	4610	4610	4610
应付票据及应付账款	504	375	438	438	499
其他流动负债	3955	2705	2379	2599	2429
非流动负债	516	292	292	292	292
长期借款	200	0	0	0	0
其他非流动负债	316	292	292	292	292
负债合计	10599	7982	7719	7939	7830
少数股东权益	2161	2251	2839	3476	4163
股本	523	523	523	523	523
资本公积	467	467	467	467	467
留存收益	10587	11518	13096	14855	16848
归属母公司股东权益	11574	12498	14261	15577	17099
负债和股东权益	24334	22731	24819	26992	29092

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7212	2939	4901	2153	2044
净利润	2975	2544	2350	2548	2748
折旧摊销	84	99	113	125	77
财务费用	141	126	105	113	121
投资损失	158	78	100	100	100
营运资金变动	3585	-212	2263	-703	-971
其他经营现金流	269	303	-30	-30	-30
投资活动现金流	-306	-129	-91	-146	-155
资本支出	149	93	-9	46	55
长期投资	-264	-85	0	0	0
其他投资现金流	106	49	-100	-100	-100
筹资活动现金流	-3174	-3981	-262	-708	-659
短期借款	-1270	-1014	0	0	0
长期借款	0	-200	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1904	-2767	-262	-708	-659
现金净增加额	3737	-1158	4548	1300	1230

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	71436	56793	52518	56476	60413
营业成本	65505	51724	47865	51579	55164
营业税金及附加	257	243	210	226	242
营业费用	1054	914	788	819	876
管理费用	490	595	473	395	399
研发费用	37	31	26	28	30
财务费用	141	126	105	113	121
资产减值损失	-1	-11	0	0	0
其他收益	160	339	200	200	200
公允价值变动收益	48	30	0	0	0
投资净收益	-158	-78	-100	-100	-100
资产处置收益	42	-19	0	0	0
营业利润	3968	3423	3122	3385	3651
营业外收入	14	21	15	15	15
营业外支出	3	26	3	3	3
利润总额	3979	3418	3134	3397	3663
所得税	1004	874	783	849	916
净利润	2975	2544	2350	2548	2748
少数股东损益	761	594	588	637	687
归属母公司净利润	2214	1950	1763	1911	2061
EBITDA	4137	3552	3284	3473	3653
EPS(元)	4.23	3.73	3.37	3.65	3.94

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.4	-20.5	-7.5	7.5	7.0
营业利润(%)	31.5	-13.7	-8.8	8.4	7.9
归属于母公司净利润(%)	30.2	-11.9	-9.6	8.4	7.8
获利能力					
毛利率(%)	8.3	8.9	8.9	8.7	8.7
净利率(%)	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5
ROE(%)	21.7	17.2	13.7	13.4	12.9
ROIC(%)	34.8	29.3	40.9	43.1	43.8
偿债能力					
资产负债率(%)	43.6	35.1	31.1	29.4	26.9
净负债比率(%)	-17.6	-22.8	-47.2	-49.1	-49.8
流动比率	2.3	2.8	3.2	3.4	3.7
速动比率	1.0	1.1	1.8	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.4	2.2	2.2	2.2
应收账款周转率	188.6	204.0	204.0	204.0	204.0
应付账款周转率	99.4	117.8	117.8	117.8	117.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	4.23	3.73	3.37	3.65	3.94
每股经营现金流(最新摊薄)	13.79	5.62	9.37	4.12	3.91
每股净资产(最新摊薄)	22.13	23.89	27.26	29.78	32.69
估值比率					
P/E	11.7	13.2	14.7	13.5	12.5
P/B	2.2	2.1	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.1	6.9	6.2	5.7	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn