

老凤祥 (600612. SH)

一季度业绩有所承压，持续产品创新及IP联名合作

优于大市

核心观点

行业景气度走弱下整体业绩承压。公司2024年营收567.93亿元，同比-20.5%，归母净利润19.5亿元，同比-11.95%。2025年一季度营收175.21亿元，同比-31.64%，归母净利润6.13亿元，同比-23.55%，扣非归母净利润6.44亿元，同比-22.88%。在金价高位抑制终端需求等因素下，公司整体业绩依旧有所承压。

门店调整，产品聚焦创新。分业务看，2024年珠宝首饰业务469.08亿元，同比-19.31%；黄金交易业务营收93.81亿元，同比-26.42%。门店拓展方面，公司2024年以门店调整为主，拥有营销网点达到5838家，全年减少156家。其中自营门店净开10家，进一步以自营门店强化品牌建设，也成立区域子公司，开设区域直营店。产品方面，公司加强原创产品研发，以及与高达、米哈游等知名IP跨界联名合作。

毛利率提升，费用率基本稳定。公司2024年毛利率8.93%，同比+0.62pct，2025年一季度毛利率9.06%，同比+0.69pct，实现稳步增长。一季度销售费用率1.22%，同比基本一致，管理费用率0.62%，同比+0.13pct。现金流方面，公司实现经营性现金流净额35.48亿元，同比-13.06%，受收入下滑及备货等因素影响。

风险提示：门店拓展不及预期；金价大幅波动；体制机制优化不及预期。

投资建议：行业层面来看，黄金品类以保值增值及时尚属性的优势，终端需求仍有望逐步释放。此外，公司内部治理上，积极推进深化国企体制改革，通过市场化的运营调整，实现经营效益进一步释放。考虑当前金价相对高位仍可能短期抑制终端黄金珠宝消费需求，我们下调公司2025-2026年归母净利润至20.9/22.2亿元（前值分别为21.81/23.95亿元），新增2027年预测为23.36亿元，对应PE分别为12.2/11.5/10.9倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	71,435.64	56,792.88	59,427.80	62,561.11	65,532.26
(+/-%)	13.37%	-20.50%	4.64%	5.27%	4.75%
净利润(百万元)	2214.40	1949.80	2089.95	2220.56	2336.14
(+/-%)	30.23%	-11.95%	7.19%	6.25%	5.21%
每股收益(元)	4.23	3.73	4.00	4.24	4.47
EBIT Margin	5.73%	5.79%	6.21%	6.16%	6.17%
净资产收益率(ROE)	19.13%	15.60%	16.03%	16.23%	16.46%
市盈率(PE)	11.50	13.06	12.18	11.47	10.90
EV/EBITDA	8.71	10.03	9.68	8.98	8.61
市净率(PB)	2.20	2.04	1.95	1.86	1.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

48.68元

收盘价

25465/25465百万元

总市值/流通市值

80.50/46.36元

52周最高价/最低价

95.09百万元

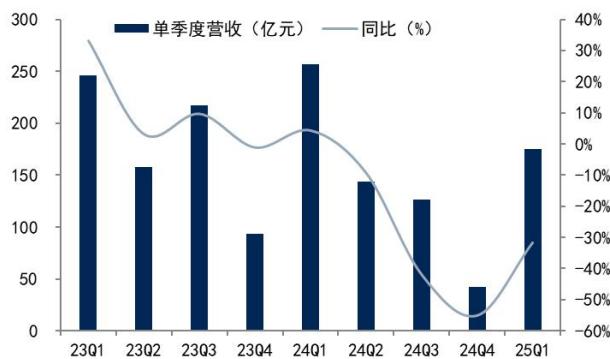
近3个月日均成交额

52周最高价/最低价

近3个月日均成交额

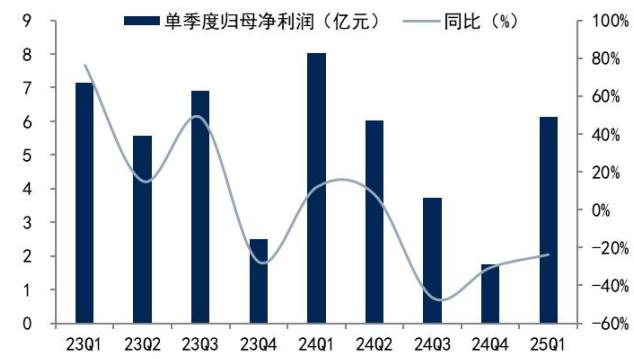
公司 2024 年营收 567.93 亿元, 同比-20.5%, 归母净利润 19.5 亿元, 同比-11.95%。2025 年一季度营收 175.21 亿元, 同比-31.64%, 归母净利润 6.13 亿元, 同比-23.55%, 扣非归母净利润 6.44 亿元, 同比-22.88%。在金价高位抑制终端需求等因素下, 公司整体业绩依旧有所承压。

图1: 老凤祥单季度营收及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

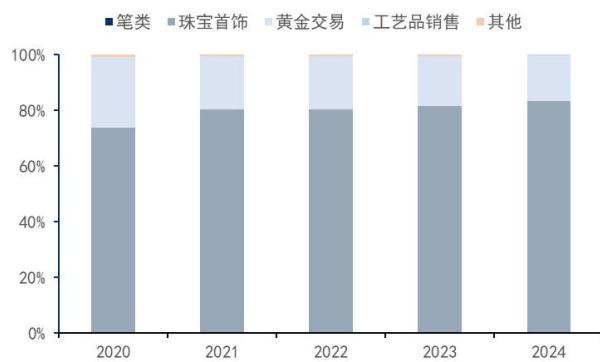
图2: 老凤祥单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

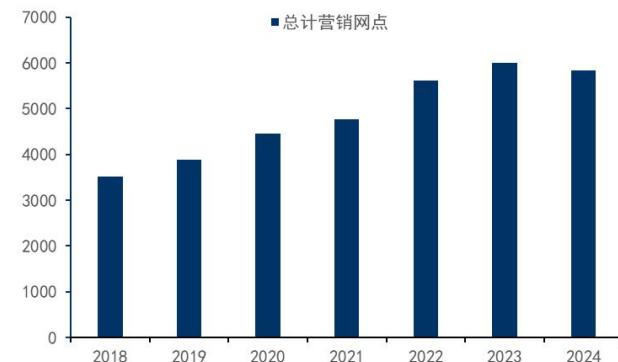
分业务看, 2024 年珠宝首饰业务 469.08 亿元, 同比-19.31%; 黄金交易业务营收 93.81 亿元, 同比-26.42%。门店拓展方面, 公司 2024 年以门店调整为主, 拥有营销网点达到 5838 家, 全年减少 156 家。其中自营门店净开 10 家, 进一步以自营门店强化品牌建设, 也成立区域子公司, 开设区域直营店。产品方面, 公司加强原创产品研发, 以及与高达、米哈游等知名 IP 跨界联名合作。

图3: 老凤祥分业务收入占比 (%)



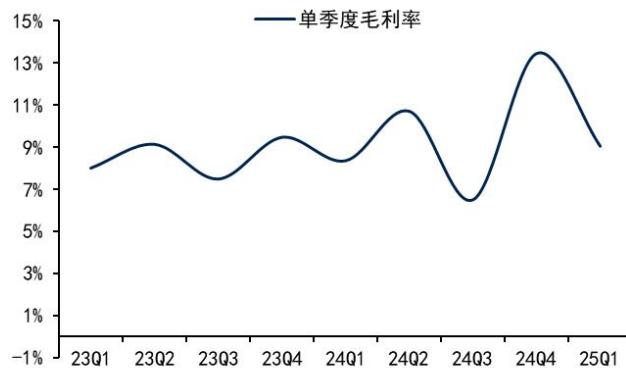
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 老凤祥门店数量变化 (家)

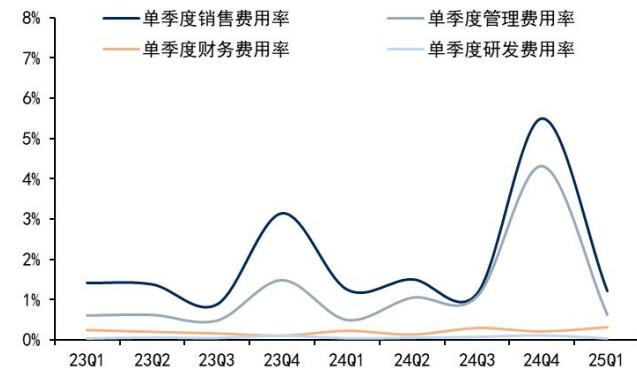


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务数据看, 公司 2024 年毛利率 8.93%, 同比+0.62pct, 2025 年一季度毛利率 9.06%, 同比+0.69pct, 实现稳步增长。一季度销售费用率 1.22%, 同比基本一致, 管理费用率 0.62%, 同比+0.13pct。现金流方面, 公司实现经营性现金流净额 35.48 亿元, 同比-13.06%, 受收入下滑及备货等因素影响。

图5: 老凤祥单季度毛利率 (%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 老凤祥单季度费用率情况 (%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：行业层面来看，黄金品类以保值增值及时尚属性的优势，终端需求仍有望逐步释放。此外，公司内部治理上，积极推进深化国企体制改革，通过市场化的运营调整，实现经营效益进一步释放。考虑当前金价相对高位仍可能短期抑制终端黄金珠宝消费需求，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 20.9/22.2 亿元（前值分别为 21.81/23.95 亿元），新增 2027 年预测为 23.36 亿元，对应 PE 分别为 12.2/11.5/10.9 倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9318	8153	13172	12275	12808	营业收入	71436	56793	59428	62561	65532
应收款项	348	274	651	343	465	营业成本	65505	51724	54148	57055	59784
存货净额	12328	11825	9640	10158	10643	营业税金及附加	257	243	22	25	26
其他流动资产	757	1022	1189	1564	1311	销售费用	1054	914	929	963	983
流动资产合计	23046	21515	24894	24581	25468	管理费用	490	595	608	634	664
固定资产	422	345	348	352	353	研发费用	37	31	29	31	32
无形资产及其他	53	49	47	45	43	财务费用	141	126	(12)	(36)	(49)
投资性房地产	812	822	822	822	822	投资收益	(158)	(78)	(50)	(20)	(10)
长期股权投资	0	0	2	4	6	资产减值及公允价值变动	47	20	(20)	(10)	(10)
资产总计	24334	22731	26113	25804	26692	其他收入	89	291	(29)	(31)	(32)
短期借款及交易性金融负债	6668	4767	6547	5994	5769	营业利润	3968	3423	3633	3860	4072
应付款项	504	375	964	621	716	营业外净收支	11	(5)	0	0	0
其他流动负债	2911	2547	2895	2678	3071	利润总额	3979	3418	3633	3860	4072
流动负债合计	10083	7689	10405	9293	9555	所得税费用	1004	874	911	968	1028
长期借款及应付债券	200	0	0	0	0	少数股东损益	761	594	631	671	708
其他长期负债	316	292	252	215	182	归属于母公司净利润	2214	1950	2090	2221	2336
长期负债合计	516	292	252	215	182	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10599	7982	10657	9508	9737	净利润	2214	1950	2090	2221	2336
少数股东权益	2161	2251	2415	2610	2763	资产减值准备	(3)	10	(0)	(0)	(0)
股东权益	11574	12498	13040	13686	14192	折旧摊销	46	49	39	43	46
负债和股东权益总计	24334	22731	26113	25804	26692	公允价值变动损失	(47)	(20)	20	10	10
						财务费用	141	126	(12)	(36)	(49)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	3624	(204)	2537	(1180)	99
每股收益	4.23	3.73	4.00	4.24	4.47	其它	263	49	164	195	153
每股红利	2.78	3.36	2.96	3.01	3.50	经营活动现金流	6098	1834	4850	1288	2645
每股净资产	22.13	23.89	24.93	26.16	27.13	资本开支	0	2	(60)	(55)	(55)
ROIC	14.63%	11.89%	16%	18%	18%	其它投资现金流	(64)	53	0	0	0
ROE	19.13%	15.60%	16%	16%	16%	投资活动现金流	(64)	55	(62)	(57)	(57)
毛利率	8%	9%	9%	9%	9%	权益性融资	5	39	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	0	(200)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(1457)	(1756)	(1548)	(1575)	(1830)
收入增长	13%	-20%	5%	5%	5%	其它融资现金流	615	817	1779	(553)	(225)
净利润增长率	30%	-12%	7%	6%	5%	融资活动现金流	(2293)	(3055)	232	(2128)	(2055)
资产负债率	52%	45%	50%	47%	47%	现金净变动	3741	(1165)	5020	(897)	533
股息率	5.7%	6.9%	6.1%	6.2%	7.2%	货币资金的期初余额	5577	9318	8153	13172	12275
P/E	11.5	13.1	12.2	11.5	10.9	货币资金的期末余额	9318	8153	13172	12275	12808
P/B	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8	企业自由现金流	0	2293	5281	1694	3112
EV/EBITDA	8.7	10.0	9.7	9.0	8.6	权益自由现金流	0	2910	7069	1168	2924

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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提供。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