

一季度表现优异，品牌势能持续向上

核心观点

- 公司 2024 年实现收入 65.2 亿，同比增长 10.5%，实现归母净利润 1.94 亿，同比下降 41.9%，主要系年内菲安妮有限公司计提商誉减值 1.8 亿，剔除商誉减值影响，归母净利润 3.5 亿元，同比下降 5.11%。25Q1 收入和归母净利润分别同比增长 25.4%和 44.4%，在去年高基数下依旧实现高增长。2024 全年分红率预计 161%。
- 分产品类看，2024 年珠宝时尚、传统黄金、皮具、代理品牌授权及加盟服务的收入增速分别为-0.6%、30.2%、-27.4%和 22.8%。分渠道来看，2024 年自营、加盟代理、批发和其他收入增速分别为-7.4%、32.4%、41.3%和 3.1%。
- 线下门店来看，2024 年公司净开店 111 家，其中自营门店和加盟门店分别净开店 36 家和 147 家，2024 年公司持续拓展加盟渠道布局，加盟店店均 GMV 实现双位数增长。公司推进品牌出海，先后在马来西亚吉隆坡 IOI Citymall 和泰国曼谷 ICONSIAM 开设门店，奠定国际化战略布局基础。
- 公司根据市场细化需求，推出以礼赠场景为主的“潮宏基| Soufflé”子品牌独立门店，截至 2024 年底，已开设 41 家门店。此外，公司将持续探索“臻”品牌（聚焦高端古法黄金）独立的渠道模式，满足高端客群“传承”与“品鉴”的需求。
- 毛利率方面，公司 2024 年毛利率同比下降 2.5pct 至 23.6%，主要系低毛利率的黄金珠宝产品占比提升所致。费用率方面，2024 年销售、管理和研发费用率分别同比下降 2.3pct、0.1pct 和持平。
- 在黄金价格高企的不利背景下，公司凭借其差异化、年轻化的产品定位及不断上升的品牌力，在 25Q1 已实现远远超越行业的业绩表现。我们认为，随着公司加盟渠道的继续扩张，配合高效的数字化能力及品牌势能的持续释放，2025 全年有望延续优异表现。

盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们调整盈利预测并引入 2027 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.53、0.61 和 0.71 元（原 25-26 年为 0.49 和 0.56 元），参考可比公司，给予 2025 年 19 倍 PE 估值，对应目标价 10.07 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、金价波动对销售的影响、女包业务持续低于预期带来的业绩拖累和商誉减值等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,900	6,518	7,665	8,703	9,711
同比增长(%)	33.6%	10.5%	17.6%	13.5%	11.6%
营业利润(百万元)	403	235	591	681	791
同比增长(%)	60.0%	-41.6%	151.3%	15.1%	16.2%
归属母公司净利润(百万元)	333	194	469	540	627
同比增长(%)	67.4%	-41.9%	142.0%	15.1%	16.2%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.53	0.61	0.71
毛利率(%)	26.1%	23.6%	22.4%	21.9%	21.7%
净利率(%)	5.7%	3.0%	6.1%	6.2%	6.5%
净资产收益率(%)	9.3%	5.4%	12.5%	13.0%	14.0%
市盈率	24.7	42.6	17.6	15.3	13.2
市净率	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年05月15日）	9.28 元
目标价格	10.07 元
52 周最高价/最低价	10.55/3.94 元
总股本/流通 A 股（万股）	88,851/86,700
A 股市值（百万元）	8,245
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 05 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.59	-0.96	61.95	63.97
相对表现%	-3	-4.84	62.76	56.22
沪深 300%	1.41	3.88	-0.81	7.75



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

相关报告

公司表现优于行业，积极推进海外业务发展	2024-11-04
黄金珠宝销售高增，女包业务短期承压	2024-04-29
Q3 经营保持较快增长，女包业务环比改善	2023-11-04

根据年报，我们调整盈利预测（上调了收入，下调了毛利率和费用率）并引入 2027 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.53、0.61 和 0.71 元（原 25-26 年为 0.49 和 0.56 元），参考可比公司，给予 2025 年 19 倍 PE 估值，对应目标价 10.07 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 5 月 15 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
老凤祥	600612	48.46	3.73	3.26	3.56	3.75	13	15	14	13
周大福	01929	10.01	0.53	0.63	0.69		19	16	15	
曼卡龙	300945	15.20	0.37	0.49	0.62	0.75	41	31	25	20
周大生	002867	13.29	0.92	1.01	1.13	1.24	14	13	12	11
中国黄金	600916	8.29	0.49	0.53	0.62	0.69	17	16	13	12
老铺黄金	06181	635.62	8.75	18.39	25.77	37.57	73	35	25	17
调整后平均								19	17	14

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、金价波动对销售的影响、女包业务持续低于预期带来的业绩拖累和商誉减值等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	643	379	573	776	1,255	营业收入	5,900	6,518	7,665	8,703	9,711
应收票据、账款及款项融资	286	364	307	348	291	营业成本	4,362	4,980	5,949	6,797	7,601
预付账款	14	14	16	18	21	销售费用	828	762	734	799	853
存货	2,688	2,894	3,272	3,399	3,420	管理费用	126	135	153	165	185
其他	429	518	524	529	534	研发费用	63	68	80	91	101
流动资产合计	4,061	4,168	4,692	5,070	5,522	财务费用	31	32	12	10	6
长期股权投资	198	171	171	171	171	资产、信用减值损失	33	217	40	40	40
固定资产	530	449	429	404	369	公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
在建工程	0	0	25	40	50	投资净收益	3	(4)	(4)	(4)	(4)
无形资产	24	19	30	35	39	其他	(57)	(86)	(102)	(116)	(131)
其他	924	938	923	907	886	营业利润	403	235	591	681	791
非流动资产合计	1,676	1,576	1,578	1,557	1,515	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	5,737	5,745	6,269	6,628	7,036	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	333	332	332	332	332	利润总额	403	236	592	681	792
应付票据及应付账款	116	203	242	276	309	所得税	73	67	118	136	158
其他	1,245	1,474	1,489	1,502	1,515	净利润	330	169	473	545	633
流动负债合计	1,694	2,008	2,062	2,110	2,155	少数股东损益	(3)	(24)	5	5	6
长期借款	196	36	36	36	36	归属于母公司净利润	333	194	469	540	627
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.38	0.22	0.53	0.61	0.71
其他	30	31	28	28	28	主要财务比率					
非流动负债合计	226	67	64	64	64		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,920	2,075	2,126	2,173	2,219	成长能力					
少数股东权益	186	140	145	150	156	营业收入	33.6%	10.5%	17.6%	13.5%	11.6%
实收资本（或股本）	889	889	889	889	889	营业利润	60.0%	-41.6%	151.3%	15.1%	16.2%
资本公积	1,281	1,295	1,295	1,295	1,295	归属于母公司净利润	67.4%	-41.9%	142.0%	15.1%	16.2%
留存收益	1,581	1,463	1,932	2,237	2,594	获利能力					
其他	(118)	(117)	(117)	(117)	(117)	毛利率	26.1%	23.6%	22.4%	21.9%	21.7%
股东权益合计	3,818	3,670	4,143	4,454	4,818	净利率	5.7%	3.0%	6.1%	6.2%	6.5%
负债和股东权益总计	5,737	5,745	6,269	6,628	7,036	ROE	9.3%	5.4%	12.5%	13.0%	14.0%
现金流量表						ROIC	8.1%	4.5%	11.2%	11.7%	12.6%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	330	169	473	545	633	资产负债率	33.5%	36.1%	33.9%	32.8%	31.5%
折旧摊销	16	32	73	75	78	净负债率	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	31	32	12	10	6	流动比率	2.40	2.08	2.28	2.40	2.56
投资损失	(3)	4	4	4	4	速动比率	0.80	0.63	0.69	0.79	0.97
营运资金变动	(123)	(284)	(275)	(128)	73	营运能力					
其它	363	483	(2)	(0)	(0)	应收账款周转率	21.4	20.1	22.9	26.6	30.4
经营活动现金流	615	435	284	505	794	存货周转率	1.6	1.8	1.9	2.0	2.2
资本支出	(50)	87	(75)	(55)	(35)	总资产周转率	1.0	1.1	1.3	1.3	1.4
长期投资	(3)	(128)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(166)	14	(3)	(3)	(3)	每股收益	0.38	0.22	0.53	0.61	0.71
投资活动现金流	(219)	(27)	(78)	(58)	(38)	每股经营现金流	0.69	0.49	0.32	0.57	0.89
债权融资	(55)	(211)	0	0	0	每股净资产	4.09	3.97	4.50	4.84	5.25
股权融资	(65)	15	0	0	0	估值比率					
其他	(249)	(433)	(12)	(244)	(276)	市盈率	24.7	42.6	17.6	15.3	13.2
筹资活动现金流	(369)	(629)	(12)	(244)	(276)	市净率	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	18.4	27.7	12.2	10.8	9.5
现金净增加额	28	(220)	194	203	479	EV/EBIT	19.1	31.0	13.7	12.0	10.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。