

# 老凤祥 (600612.SH)

## 金价高位下业绩仍有承压，积极推进渠道优化及产品转型

优于大市

### 核心观点

**二季度收入增长稳健，归母净利润实现正增。**公司 2025 上半年实现营业收入 333.56 亿元，同比-16.52%，归母净利润 12.2 亿元，同比-13.07%，扣非归母净利润 10.53 亿元，同比-27.86%。单二季度看，营收同比+10.51%至 158.35 亿元，归母净利润同比+0.88%至 6.07 亿元，扣非归母净利润同比-34.5%至 4.09 亿元。非经收益主要系二季度文化、品牌建设发展扶持资金带来得政府补助增加 3.4 亿元。

公司上半年在金价高位抑制终端需求等因素下，整体收入有所承压，但二季度开始门店调整重回开店后已有所好转，同时利润端 Q2 虽有政府补助收益，但在产品结构影响毛利率下扣非业绩仍有承压。

**门店扩张二季度净开 9 家，产品创新升级。**分业务看，上半年珠宝首饰业务营收 278.5 亿元，同比-18.56%，预计主要受金价相对高位抑制终端需求及加盟商拿货意愿减少影响。黄金交易业务营收 49.49 亿元，同比-9.27%。渠道方面，期末门店总数 5550 家，较年初减少 288 家，不过二季度实现净开 9 家门店的表现，扭转下滑趋势。产品端，工美板块以非遗技艺和特色延伸产品为依托，创新开发了 80 余款新品。

**整体费用率相对稳定，经营性现金流净额略下滑 8%。**公司上半年毛利率 8.68%，同比-0.53pct，受相对高毛利的珠宝首饰业务占比下降影响。销售费用率 1.26%，同比-0.08pct，管理费用率 0.64%，同比-0.05pct，整体费用端相对稳定。现金流方面，上半年经营性现金流净额 47.05 亿元，同比-8%。

**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：**行业层面看，未来随着金价波动相对缓和以及供给端金饰品设计和美感的提升，黄金品类整体需求仍在稳步提升。公司作为老牌黄金珠宝品牌，产品端正积极研发非遗工艺饰品及 IP 跨界联名带动销售，以把握“悦己”化的产品趋势。同时渠道端持续推进门店优化，夯实市场份额。考虑公司加盟模式占比较高，在短期终端表现因金价高位、产品转型等因素影响相对承压下，预计加盟商拿货意愿偏低趋势仍有延续，进而影响公司收入表现，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 17.58/19.3/20.59 亿元（前值分别维 20.9/22.2/23.36 亿元），对应 PE 分别为 14.2/12.9/12.1 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	51,886.24	54,103.07	56,402.01
(+/-%)	13.37%	-20.50%	-8.64%	4.27%	4.25%
净利润(百万元)	2214.40	1949.80	1757.77	1930.54	2058.60
(+/-%)	30.23%	-11.95%	-9.85%	9.83%	6.63%
每股收益(元)	4.23	3.73	3.36	3.69	3.94
EBIT Margin	5.73%	5.79%	5.98%	6.15%	6.27%
净资产收益率 (ROE)	19.13%	15.60%	13.57%	14.28%	14.75%
市盈率 (PE)	11.24	12.77	14.16	12.90	12.09
EV/EBITDA	8.57	9.86	11.16	10.08	9.52
市净率 (PB)	2.15	1.99	1.92	1.84	1.78

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：孙乔蓉**  
021-60375463  
sunqiaoronguo@guosen.com.cn  
S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	47.59 元
总市值/流通市值	24895/24895 百万元
52 周最高价/最低价	69.05/46.36 元
近 3 个月日均成交额	147.02 百万元

#### 市场走势

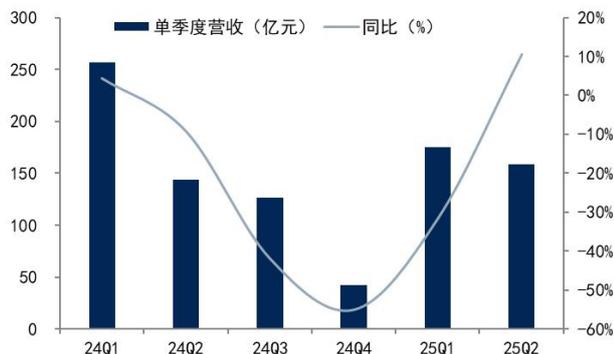


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

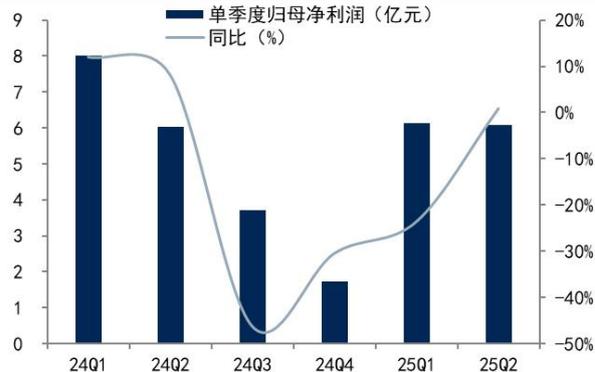
- 《老凤祥 (600612.SH) —— 一季度业绩有所承压，持续产品创新及 IP 联名合作》——2025-04-30
- 《老凤祥 (600612.SH) —— 行业终端景气走弱下业绩承压，继续推进机制优化》——2024-10-30
- 《老凤祥 (600612.SH) —— 二季度归母净利润增长 8%，盈利能力持续优化》——2024-08-30
- 《老凤祥 (600612.SH) —— 一季度业绩延续稳健表现，积极扩张承接行业需求增长》——2024-04-30
- 《老凤祥 (600612.SH) —— 2023 年归母净利润增长 30%，稳步推进门店扩张》——2024-03-05

图1: 老凤祥单季度营收及增速 (亿元、%)



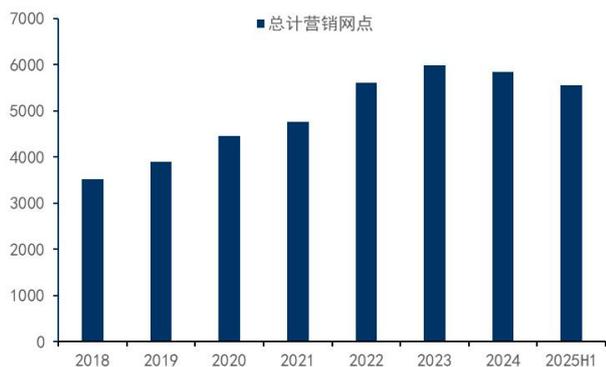
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 老凤祥单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



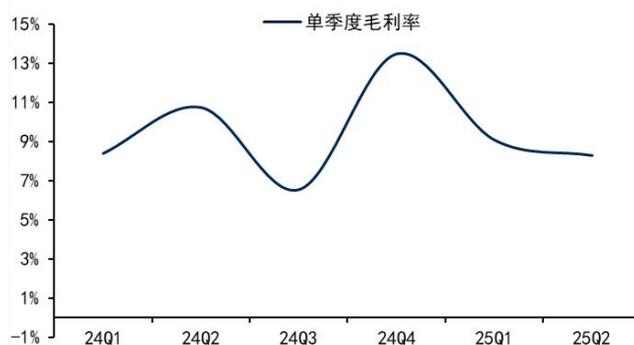
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 老凤祥门店数量变化 (家)



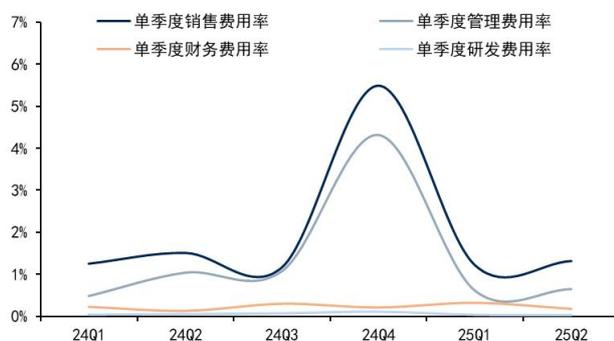
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 老凤祥单季度毛利率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 老凤祥单季度费用率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 老凤祥经营性现金流情况 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9318	8153	14017	13238	13718	营业收入	71436	56793	51886	54103	56402
应收款项	348	274	569	296	400	营业成本	65505	51724	47385	49347	51398
存货净额	12328	11825	8435	8784	9149	营业税金及附加	257	243	19	21	22
其他流动资产	757	1022	1038	1353	1128	销售费用	1054	914	822	833	846
<b>流动资产合计</b>	<b>23046</b>	<b>21515</b>	<b>24300</b>	<b>23913</b>	<b>24636</b>	管理费用	490	595	531	548	572
固定资产	422	345	348	352	353	研发费用	37	31	26	27	28
无形资产及其他	53	49	47	45	43	财务费用	141	126	(23)	(59)	(72)
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)
<b>资产总计</b>	<b>24334</b>	<b>22731</b>	<b>25519</b>	<b>25136</b>	<b>25861</b>	其他收入	89	291	(26)	(27)	(28)
短期借款及交易性金融负债	6668	4767	6547	5994	5769	营业利润	3968	3423	3055	3355	3588
应付款项	504	375	844	537	615	营业外净收支	11	(5)	0	0	0
其他流动负债	2911	2547	2533	2316	2640	<b>利润总额</b>	<b>3979</b>	<b>3418</b>	<b>3055</b>	<b>3355</b>	<b>3588</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10083</b>	<b>7689</b>	<b>9923</b>	<b>8847</b>	<b>9024</b>	所得税费用	1004	874	767	842	906
长期借款及应付债券	200	0	0	0	0	少数股东损益	761	594	531	583	624
其他长期负债	316	292	252	215	182	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2214</b>	<b>1950</b>	<b>1758</b>	<b>1931</b>	<b>2059</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>516</b>	<b>292</b>	<b>252</b>	<b>215</b>	<b>182</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>10599</b>	<b>7982</b>	<b>10175</b>	<b>9062</b>	<b>9206</b>	净利润	2214	1950	1758	1931	2059
少数股东权益	2161	2251	2389	2559	2694	资产减值准备	(3)	10	(0)	(0)	(0)
股东权益	11574	12498	12954	13515	13961	折旧摊销	46	49	39	43	46
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24334</b>	<b>22731</b>	<b>25519</b>	<b>25136</b>	<b>25861</b>	公允价值变动损失	(47)	(20)	20	10	10
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	141	126	(23)	(59)	(72)
每股收益	4.23	3.73	3.36	3.69	3.94	营运资本变动	3624	(204)	3493	(952)	124
每股红利	2.78	3.36	2.49	2.62	3.08	其它	263	49	138	170	135
每股净资产	22.13	23.89	24.76	25.84	26.69	<b>经营活动现金流</b>	<b>6098</b>	<b>1834</b>	<b>5448</b>	<b>1201</b>	<b>2374</b>
ROIC	14.63%	11.89%	14%	17%	17%	资本开支	0	2	(60)	(55)	(55)
ROE	19.13%	15.60%	14%	14%	15%	其它投资现金流	(64)	53	0	0	0
毛利率	8%	9%	9%	9%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(64)</b>	<b>55</b>	<b>(62)</b>	<b>(57)</b>	<b>(57)</b>
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	6%	权益性融资	5	39	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	0	(200)	0	0	0
收入增长	13%	-20%	-9%	4%	4%	支付股利、利息	(1457)	(1756)	(1302)	(1370)	(1613)
净利润增长率	30%	-12%	-10%	10%	7%	其它融资现金流	615	817	1779	(553)	(225)
资产负债率	52%	45%	49%	46%	46%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2293)</b>	<b>(3055)</b>	<b>478</b>	<b>(1922)</b>	<b>(1837)</b>
股息率	5.9%	7.1%	5.2%	5.5%	6.5%	<b>现金净变动</b>	<b>3741</b>	<b>(1165)</b>	<b>5864</b>	<b>(778)</b>	<b>479</b>
P/E	11.2	12.8	14.2	12.9	12.1	货币资金的期初余额	5577	9318	8153	14017	13238
P/B	2.2	2.0	1.9	1.8	1.8	货币资金的期末余额	9318	8153	14017	13238	13718
EV/EBITDA	8.6	9.9	11.2	10.1	9.5	企业自由现金流	0	2293	5797	1528	2758
						权益自由现金流	0	2910	7593	1019	2588

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

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所提及的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