

老凤祥（600612）

2025 年半年报点评：25Q2 营收同比+10.5% 拐点已至，期待下半年高增

买入（维持）

2025 年 08 月 30 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

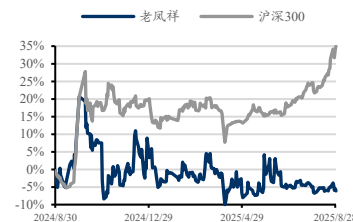
xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	71,436	56,793	50,536	52,191	55,587
同比（%）	13.37	(20.50)	(11.02)	3.28	6.51
归母净利润（百万元）	2,214	1,950	1,643	1,834	1,957
同比（%）	30.23	(11.95)	(15.73)	11.60	6.74
EPS-最新摊薄（元/股）	4.23	3.73	3.14	3.51	3.74
P/E（现价&最新摊薄）	11.24	12.77	15.15	13.58	12.72

投资要点

- **公司公布 2025H1 业绩：**25H1 公司实现营收 333.6 亿元，同比-16.5%，实现归母净利润 12.2 亿元，同比-13.1%，扣非后归母净利 10.5 亿元，同比-27.9%，主要系政府补助与金融资产公允价值变动。25Q2 公司实现营收 158.3 亿元，同比+10.5%，实现归母净利润 6.1 亿元，同比+0.9%，扣非后归母净利 4.1 亿元，同比-34.5%，主要系 25Q2 单季度净增政府补助 3.5 亿元。
- **费用率稳定下降：**①**毛利率：**25H1 毛利率为 8.7%，同比-0.5pct；25Q2 毛利率为 8.3%，同比-2.4pct。②**费用率：**25H1 期间费用率为 2.2%，同比-0.1pct；25Q2 期间费用率为 2.2%，同比-0.6pct，其中销售/管理费用率同比分别-0.2pct/-0.4pct。③**净利率：**25H1 归母净利率为 3.7%，同比+0.1pct；25Q2 归母净利率为 3.8%，同比-0.4pct。
- **核心品类承压，境外销售增长：**分业务看，25H1 珠宝首饰/黄金交易/笔类/工艺品销售收入分别为 282.0/49.5/0.8/0.2 亿元，同比分别-17.5%/-9.7%/-22.4%/+38.3%，占比分别为 84.8%/14.9%/0.3%/0.1%。珠宝首饰与黄金交易核心业务承压，主要系金价持续上涨导致黄金消费受到抑制。**分地区看，**25H1 境内/境外收入分别为 328.7/3.9 亿元，同比分别-16.8%/+39.6%，占比分别为 98.8%/1.2%。
- **着重布局发展主题门店：**截至 25H1 末，老凤祥共有 5550 家品牌网点（含境外银楼 18 家），其中直营/加盟各 188/5362 家，25Q2 期内直营/加盟店分别净变动 0/+9 家，25H2 拟新开 194 家门店，着重布局“藏宝金”“凤祥喜事”主题店发展，升级传统门店，适应市场新消费潮流。
- **产品系列不断推新：**25 年老凤祥品牌推出“盛唐风华”“凤舞九天”“八宝罗盘”等主题新品，推出与圣斗士星矢、阿童木等 IP 联名产品，进一步吸引年轻消费者群体，助力公司品牌年轻化转型。公司积极开展老凤祥品牌推广、文化传播，25H1 内携国家级非遗精品、大师原创作品以及高端翠钻珠宝、多品类时尚新品亮相第 41 届香港国际珠宝展。老凤祥通过密集亮相各大展会，以非遗技艺与创新设计双轮驱动，进一步提升品牌国际影响力与市场竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌，25Q2 迎来业绩拐点，25H2 低基数下有望实现高增，当前估值处于有吸引力的阶段。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 16.4/18.3/19.6 亿元，分别同比-16%/+12%/+7%，最新收盘价对应 PE 分别为 15/14/13X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**金价波动风险，开店不及预期，终端需求不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.30
一年最低/最高价	46.36/69.05
市净率(倍)	1.93
流通 A 股市值(百万元)	14,999.29
总市值(百万元)	24,743.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	24.50
资产负债率(%,LF)	37.11
总股本(百万股)	523.12
流通 A 股(百万股)	317.11

相关研究

《老凤祥(600612)：2024 年报及 2025 一季报点评：短期业绩承压，期待 25H2 业绩拐点》

2025-04-30

《老凤祥(600612)：2024 年业绩快报点评：金价急涨致公司业绩承压，期待 25 年迎业绩拐点》

2025-03-16

老凤祥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,515	22,918	25,458	28,199	营业总收入	56,793	50,536	52,191	55,587
货币资金及交易性金融资产	8,394	12,603	14,833	16,968	营业成本(含金融类)	51,724	46,480	48,028	51,047
经营性应收款项	278	262	270	288	税金及附加	243	152	157	167
存货	11,825	9,038	9,339	9,926	销售费用	914	809	699	745
合同资产	0	0	0	0	管理费用	595	253	261	278
其他流动资产	1,019	1,015	1,016	1,018	研发费用	31	25	26	28
非流动资产	1,216	1,195	1,166	1,136	财务费用	126	57	(70)	(136)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	339	121	129	28
固定资产及使用权资产	730	698	666	634	投资净收益	(78)	61	65	56
在建工程	2	2	2	2	公允价值变动	30	0	0	0
无形资产	49	51	54	56	减值损失	(10)	(20)	(20)	(20)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(19)	0	0	0
长期待摊费用	176	176	176	176	营业利润	3,423	2,923	3,264	3,523
其他非流动资产	259	268	268	268	营业外净收支	(5)	18	18	18
资产总计	22,731	24,113	26,623	29,335	利润总额	3,418	2,941	3,282	3,541
流动负债	7,689	7,038	7,074	7,145	减:所得税	874	741	827	921
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,767	4,772	4,772	4,772	净利润	2,544	2,200	2,455	2,620
经营性应付款项	376	349	360	383	减:少数股东损益	594	556	621	663
合同负债	690	253	261	278	归属母公司净利润	1,950	1,643	1,834	1,957
其他流动负债	1,856	1,664	1,680	1,712	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.73	3.14	3.51	3.74
非流动负债	292	291	291	291	EBIT	3,615	2,997	3,212	3,404
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,888	3,036	3,252	3,444
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.93	8.03	7.98	8.17
租赁负债	247	247	247	247	归母净利率(%)	3.43	3.25	3.51	3.52
其他非流动负债	46	44	44	44	收入增长率(%)	(20.50)	(11.02)	3.28	6.51
负债合计	7,982	7,328	7,364	7,435	归母净利润增长率(%)	(11.95)	(15.73)	11.60	6.74
归属母公司股东权益	12,498	13,977	15,830	17,808					
少数股东权益	2,251	2,808	3,429	4,092					
所有者权益合计	14,750	16,785	19,259	21,899					
负债和股东权益	22,731	24,113	26,623	29,335					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,939	4,622	2,458	2,373	每股净资产(元)	23.89	26.72	30.26	34.04
投资活动现金流	(129)	69	73	64	最新发行在外股份(百万股)	523	523	523	523
筹资活动现金流	(3,981)	(471)	(301)	(301)	ROIC(%)	13.25	10.79	10.43	9.84
现金净增加额	(1,158)	4,209	2,230	2,135	ROE-摊薄(%)	15.60	11.76	11.58	10.99
折旧和摊销	272	39	40	40	资产负债率(%)	35.11	30.39	27.66	25.35
资本开支	(58)	8	8	8	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.77	15.15	13.58	12.72
营运资本变动	(212)	2,150	(275)	(535)	P/B (现价)	1.99	1.78	1.57	1.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>