

## 老凤祥 (600612.SH)

## 2025Q2 销售收入增速转正，营运质量稳健

**2025H1 公司营收下降 16.5%，归母净利润下降 13.1%。**2025H1 公司实现营收 333.6 亿元，同比下降 16.5%，毛利率同比下降 0.5pcts 至 8.7%，销售费用率同比下降 0.1pcts 至 1.3%，管理费用率同比下降 0.1pcts 至 0.6%，叠加政府补助增加（2024H1 为 849 万元，2025H1 为 3.5 亿元），2025H1 公司归母净利率提升 0.1pcts 至 3.7%，归母净利润同比下降 13.1% 至 12.2 亿元。

➤ **单 Q2 来看**，公司营收同比增长 10.51% 至 158.35 亿元，增速转正，单 Q2 毛利率下降 2.4pcts 至 8.3%，综合考虑政府补助的增加后，Q2 归母净利润同比增长 0.88% 至 6.07 亿元。

**2025Q2 线下净开店，电商逐步拓展，产品创新持续。1) 渠道端：**截至 2025H1 末公司共计拥有营销网点 5550 家，较年初净减少 288 家，其中单 Q2 净开店 9 家，扭转网点下降趋势，公司鼓励支持总经销、经销商更好的开拓市场。与此同时，针对线上业务，公司开始运营老凤祥天猫旗舰店，推进线上线下融合发展，期内借助淘宝天猫珠宝首饰行业首届“超级首饰发布”，直接展示国家级非遗工艺珍品以及公司新品。

**2) 生产端：**上半年公司紧抓国潮趋势，推出“盛唐风华”、“凤舞九天”、“八宝罗盘”等主题新品，同时公司积极与顶级 IP 进行跨界合作，上半年和阿里鱼合作开发《圣斗士星矢》联名产品，强化品牌和年轻消费群体之间的情感共鸣。从生产层面来看，期内东莞、海南两大生产基地推动生产升级，同时公司下属 6 家工厂试点云智造智能工厂项目，多方面提升数字化能力，实现“快产、快销、快补”的生产模式。

**波动环境下公司营运能力保持稳健。**2025H1 末存货金额同比增长 2.6% 至 72.6 亿元，存货周转天数延长 8 天至 56 天；应收账款同比下降 32% 至 10.6 亿元，应收账款周转天数同比基本持平在 4 天左右；2025H1 公司经营现金流净额同比下降 8% 至 47.1 亿元，期内尽管消费环境波动，但公司的整体营运能力仍保持稳健。

**展望 2025 年，我们预计公司业绩下降 24%。**展望 2025 年我们认为公司将继续加大渠道以及产品调整优化力度，为长期发展奠定基础，当前我们预计公司 2025 年营收下降 13.5% 至 491 亿元，归母净利润下降 24% 至 14.81 亿元。

**盈利预测和投资建议：**公司作为黄金珠宝行业龙头，长期持续推进渠道/产品经营效率优化，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 14.81/15.94/17.26 亿元，现价对应 25 年 PE 为 17 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**金价波动风险；消费环境波动；门店优化不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	71,436	56,793	49,099	51,724	55,519
增长率 yoy (%)	13.4	-20.5	-13.5	5.3	7.3
归母净利润 (百万元)	2,214	1,950	1,481	1,594	1,726
增长率 yoy (%)	30.2	-11.9	-24.0	7.7	8.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	4.23	3.73	2.83	3.05	3.30
净资产收益率 (%)	21.7	17.2	12.4	12.4	12.3
P/E (倍)	11.2	12.7	16.7	15.5	14.3
P/B (倍)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

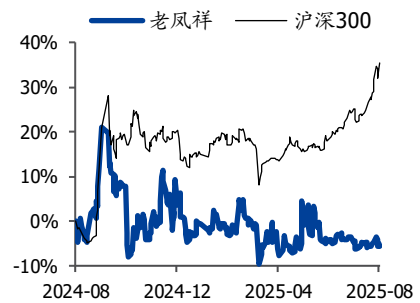
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

买入 (维持)

## 股票信息

行业	饰品
前次评级	买入
08 月 29 日收盘价 (元)	47.30
总市值 (百万元)	24,743.47
总股本 (百万股)	523.12
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	1.91

## 股价走势



## 作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

## 相关研究

- 《老凤祥 (600612.SH): 2024/2025Q1 业绩承压, 渠道+产品优化力度加大》 2025-05-01
- 《老凤祥 (600612.SH): 终端销售波动, 公司短期业绩承压》 2024-10-30
- 《老凤祥 (600612.SH): 2024H1 业绩稳健增长, 双百改革助力公司长远发展》 2024-08-30

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	23046	21515	22873	24234	25603
现金	9318	8153	11205	11320	12326
应收票据及应收账款	317	243	241	276	279
其他应收款	32	32	23	35	27
预付账款	53	35	35	37	42
存货	12328	11825	10101	11317	11673
其他流动资产	1000	1228	1267	1249	1256
<b>非流动资产</b>	1287	1216	1072	985	964
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	355	343	262	240	224
无形资产	53	49	37	24	15
其他非流动资产	879	825	773	721	725
<b>资产总计</b>	24334	22731	23945	25219	26567
<b>流动负债</b>	10083	7689	7837	7859	7817
短期借款	5624	4610	5117	4863	4990
应付票据及应付账款	504	375	385	415	443
其他流动负债	3955	2705	2335	2580	2383
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	10599	7982	8130	8152	8109
少数股东权益	2161	2251	2736	3254	
股本	523	523	523	523	523
资本公积	467	467	467	467	467
留存收益	10587	11518	12611	13765	15006
归属母公司股东权益	11574	12498	13079	13813	14653
<b>负债和股东权益</b>	24334	22731	23945	25219	26567

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	7212	2939	3723	1325	1912
净利润	2975	2544	1965	2112	2276
折旧摊销	84	99	113	125	76
财务费用	141	126	14	-12	-12
投资损失	158	78	120	105	115
营运资金变动	3585	-212	1532	-989	-525
其他经营现金流	269	303	-20	-16	-18
<b>投资活动现金流</b>	-306	-129	-107	-109	-159
资本支出	149	93	-144	-87	-21
长期投资	-264	-85	0	0	0
其他投资现金流	-421	-121	-251	-196	-181
<b>筹资活动现金流</b>	-3174	-3981	-564	-1102	-747
短期借款	-1270	-1014	507	-253	127
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	-1071	-848	-874
<b>现金净增加额</b>	3737	-1158	3052	115	1006

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	71436	56793	49099	51724	55519
营业成本	65505	51724	44729	47121	50578
营业税金及附加	257	243	187	195	215
营业费用	1054	914	1031	1060	1127
管理费用	490	595	614	647	666
研发费用	37	31	25	26	28
财务费用	141	126	14	-12	-12
资产减值损失	-1	-11	-4	-4	-5
其他收益	160	339	239	239	239
公允价值变动收益	48	30	39	35	37
投资净收益	-158	-78	-120	-105	-115
资产处置收益	42	-19	-19	-19	-19
<b>营业利润</b>	3968	3423	2634	2832	3054
营业外收入	14	21	15	16	17
营业外支出	3	26	9	10	12
<b>利润总额</b>	3979	3418	2641	2838	3059
所得税	1004	874	675	726	782
<b>净利润</b>	2975	2544	1965	2112	2276
少数股东损益	761	594	485	518	550
<b>归属母公司净利润</b>	2214	1950	1481	1594	1726
EBITDA	4137	3552	2758	2928	3078

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.4	-20.5	-13.5	5.3	7.3
营业利润(%)	31.5	-13.7	-23.0	7.5	7.8
归属于母公司净利润(%)	30.2	-11.9	-24.0	7.7	8.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	8.3	8.9	8.9	8.9	8.9
净利率(%)	3.1	3.4	3.0	3.1	3.1
ROE(%)	21.7	17.2	12.4	12.4	12.3
ROIC(%)	16.2	14.7	10.7	11.0	11.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.6	35.1	34.0	32.3	30.5
净负债比率(%)	-15.8	-21.1	-36.8	-36.2	-38.3
流动比率	2.3	2.8	2.9	3.1	3.3
速动比率	1.0	1.1	1.5	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.8	2.4	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率	126.6	203.1	203.1	200.0	200.0
应付账款周转率	99.4	117.8	117.8	117.8	117.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.23	3.73	2.83	3.05	3.30
每股经营现金流(最新摊薄)	13.79	5.62	7.12	2.53	3.66
每股净资产(最新摊薄)	22.13	23.89	25.00	26.41	28.01
<b>估值比率</b>					
P/E	11.2	12.7	16.7	15.5	14.3
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.9	6.7	7.8	7.4	6.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月29日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com