

紧跟风向，销售回暖

核心观点

受金价高企影响，黄金首饰类公司短期承压，但公司品牌力深厚，具有领先行业运营能力，已与加盟商构建长期稳固的互利关系，新一轮“双百行动”国企改革启动有望进一步激发经营活力。公司积极进行产品结构升级，提升特色品类的热度并加强线上运营，我们认为公司财务状况健康，具有应对短期波动的实力，并且在华东以外的区域有强化渠道渗透的能力。

事件

2025 年上半年公司实现营业收入 333.56 亿元，同比增长 -16.52%，其中第二季度实现营业收入 158.35 亿元，同比增长 10.51%。

2025 年上半年公司实现归属股东净利润 12.20 亿元，同比增长 -13.07%；扣非净利润 10.53 亿元，同比增长 -27.86%。其中，2025 年第二季度归属股东净利润 6.07 亿元，同比增长 0.88%；扣非净利润 0.00 亿元，同比增长 -100.00%。

简评

产品开发紧跟消费形势

报告期末，沪金价格收盘价 764.43 元/克，较年初上涨 24.50%，上半年加权平均价格为 725.28 元/克，较上一年同期上涨 41.07%。受此影响，轻克重、设计感强、附加值高的首饰产品仍然受青睐，另一头则是金条需求旺盛。公司紧跟目前消费趋势，深入研发定价黄金产品，推出“盛唐风华”“凤舞九天”“八宝罗盘”等主题新品，带动二季度销售恢复增长

强化门店布局及海外发展

截至报告期末，老凤祥共计拥有营销网点达到 5,550 家（含境外银楼 18 家），其中自营银楼网点为 188 家，二季度净增 9 家营销网点。藏宝金品牌达到 130 家，凤祥喜事品牌达到 37 家。另外，公司申请 2 亿美元 ODI 额度用于设立香港子公司，为拓展海外渠道，推动品牌全球化进行灵活布局。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 17.38、19.43、21.90 亿元，对应 PE 为 14 倍、13 倍、11 倍，维持“买入”评级。

老凤祥(600612.SH)

维持

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 08 月 30 日

当前股价：47.59 元

主要数据

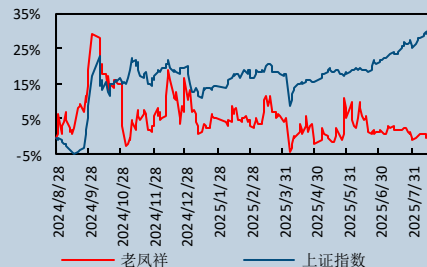
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.69/-8.65	-3.61/-18.66	-0.13/-35.05
12 月最高/最低价(元)		62.86/46.94
总股本(万股)		52,311.78
流通 A 股(万股)		31,710.96
总市值(亿元)		157.38
流通市值(亿元)		157.38
近 3 月日均成交量(万)		291.39

主要股东

上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	42.09%
-------------------	--------

股价表现



相关研究报告

25.04.29	【中信建投社服商贸】老凤祥(600612): 强化 IP 联动, 积极布局线上
24.08.30	【中信建投社服商贸】老凤祥(600612): 品牌保持强劲韧性, 双百行动激发活力
24.04.29	【中信建投社服商贸】老凤祥(600612): 线上线下双拓展, 持续高分红回馈

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	71,435.64	56,792.88	51,078.76	55,791.08	61,011.62
YoY(%)	13.37	-20.50	-10.06	9.23	9.36
净利润(百万元)	2,214.40	1,949.80	1,738.36	1,942.59	2,189.59
YoY(%)	30.23	-11.95	-10.84	11.75	12.72
毛利率(%)	8.30	8.93	8.86	8.72	8.86
净利率(%)	3.10	3.43	3.40	3.48	3.59
ROE(%)	19.13	15.60	12.84	13.21	13.66
EPS(摊薄/元)	4.23	3.73	3.32	3.71	4.19
P/E(倍)	11.24	12.77	14.32	12.82	11.37
P/B(倍)	2.15	1.99	1.84	1.69	1.55

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

- 1. 金价与汇率波动的风险:** 公司目前销售占比最大是素金类产品, 金价震荡上行仍会对首饰类需求造成较大的影响, 黄金和汇率走势依旧存在较大的不确定性, 会在一定程度上影响公司的经营与存货管理。
- 2. 消费能力不及预期的风险:** 消费者消费认知与习惯可能发生改变, 短期对于投资类产品的追求主要来自于金价上涨的预期, 但预算不变的情况下, 购买克数也会有所减少, 消费增长不及预期对公司业绩产生影响。
- 3. 加盟商资金风险:** 受门店经营情况影响, 加盟商的资金周转可能放缓甚至恶化, 导致加盟订货机制的周转变慢, 影响到公司全产业链的运作效率。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk