

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

老凤祥 (600612. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕妤 商社分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

老凤祥(600612. SH) 2025H1 点评: 25Q2 收入增速回正, 金条占比提升影响利润, 期待下半年修复

2025年8月31日

事件: 公司发布 25H1 业绩, 实现营业收入 333.56 亿元, 同比下降 16.52%; 归母净利润 12.20 亿元, 同比下降 13.07%; 扣非归母净利润 10.53 亿元, 同比下降 27.86%。25H1 公司拟每股派发现金红利 0.33 元(含税), 现金分红总额 1.73 亿元, 占 25H1 归母净利润的 14%。

点评:

25Q2 在基数不低的情况下实现收入双位数增长, 毛利率同比下降使得扣非归母净利仍有承压。 25Q1/25Q2 分别实现收入 175/158 亿元, 同比-32%/+11%, 归母净利润 6.13/6.07 亿元, 同比-24%/+1%, 扣非归母净利润 6.44/4.09 亿元, 同比-23%/-35%。25Q2 毛利率 8.26%, 同比-2.4pct, 环比-0.8pct, 我们预计毛利率下降主要受产品结构影响, 低毛利的金条销售占比提升。费用端优化, 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.32%/0.66%/0.03%/0.18%, 分别同比-0.19/-0.39/-0.02/+0.05pct, 销售、管理费用同比均下降。25Q2 归母净利与扣非归母净利有 1.98 亿元差额, 主要来自政府补助, 根据公司中报, 25H1 非经常性损益 1.67 亿元, 其中政府补助 3.51 亿元, 24H1 非经常性损益为-0.56 亿元, 其中政府补助 878 万元。

25H1 公司珠宝首饰业务收入同降 18%, 投资金条及轻克重、设计感强的黄金首饰趋势较好。 分产品, 25H1 笔类/珠宝首饰/黄金交易/工艺品销售分别实现收入 0.83/282.02/49.49/0.20 亿元, 同比-22%/-18%/-10%/+38%。根据中国黄金协会数据, 25H1 全国黄金消费量 505.21 吨, 同比下降 3.54%, 其中黄金首饰消费量 199.83 吨, 同比下降 26.00%, 金条及金币消费量 264.24 吨, 同比增长 23.69%, 高金价抑制黄金首饰消费, 轻克重、设计感强、附加值高的首饰产品仍然受青睐, 这类产品使得商家盈利情况较好。金店金条需求仍然旺盛, 但利润较低。地缘冲突加剧与经济不确定性使得黄金避险保值的功能进一步凸显, 民间金条和金币投资需求大幅度增长。

25Q2 净开店 9 家, 扭转门店净减少趋势。 截至 2025.6.30, 公司终端门店数量共计 5550 家(含境外银楼 18 家), 25Q2 净增 9 家, 其中自营银楼 188 家(上海自营 169 家、境内其他省市自营 2 家、香港自营 12 家、境外其他地区 5 家), 连锁加盟店 5362 家(其中境外 1 家), 25Q2 净增均为中国境内加盟店。25H2 公司拟新开门店合计 194 家, 包含上海地区 4 家、境内

外其他省市 190 家。分子品牌来看，截至 2025.6.30 老凤祥-藏宝金/老凤祥-凤祥喜事/老凤祥银楼门店分别为 130/37/5383 家，25Q2 净开店中包含凤祥喜事 4 家、老凤祥银楼 5 家。

盈利预测与投资评级：25Q2 公司在去年同期基数不低的情况下实现收入增速回正，我们预计 25H2 在低基数下公司有望实现较好收入、利润增长，我们预计公司 25/26/27 年营收分别为 543/565/584 亿元，同比-5%/+4%/+3%，归母净利润分别为 17.28/18.26/19.25 亿元，同比-11%/+6%/+6%，对应 2025 年 8 月 29 日收盘价 PE 分别为 14/14/13X，维持“买入”评级。

风险因素：金价剧烈波动，同店表现、渠道拓展、加盟商拿货不及预期，行业竞争加剧。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	71,436	56,793	54,259	56,516	58,390
增长率 YoY %	13.4%	-20.5%	-4.5%	4.2%	3.3%
归属母公司净利润 (百万元)	2,214	1,950	1,728	1,826	1,925
增长率 YoY%	30.2%	-11.9%	-11.4%	5.6%	5.5%
毛利率%	8.3%	8.9%	8.8%	8.9%	9.0%
净资产收益率ROE%	19.1%	15.6%	12.9%	12.7%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	4.23	3.73	3.30	3.49	3.68
市盈率 P/E(倍)	11.17	12.69	14.32	13.55	12.85
市净率 P/B(倍)	2.14	1.98	1.84	1.72	1.60

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	23,046	21,515	22,858	24,626	26,445	
货币资金	9,318	8,153	9,301	10,703	12,178	
应收票据	1	1	2	2	2	
应收账款	315	242	229	239	247	
预付账款	53	35	35	36	37	
存货	12,328	11,825	12,028	12,371	12,694	
其他	1,031	1,260	1,264	1,276	1,287	
非流动资产	1,287	1,216	1,149	1,073	1,012	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	355	343	320	299	293	
无形资产	53	49	46	43	40	
其他	879	825	784	731	679	
资产总计	24,334	22,731	24,008	25,699	27,457	
流动负债	10,083	7,689	7,459	7,554	7,639	
短期借款	5,624	4,610	4,610	4,610	4,610	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	504	375	357	372	384	
其他	3,955	2,705	2,491	2,572	2,645	
非流动负债	516	292	341	391	441	
长期借款	200	0	0	0	0	
其他	316	292	341	391	441	
负债合计	10,599	7,982	7,799	7,944	8,079	
少数股东权益	2,161	2,251	2,778	3,334	3,921	
归属母公司股东权益	11,574	12,498	13,431	14,420	15,457	
负债和股东权益	24,334	22,731	24,008	25,699	27,457	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	71,436	56,793	54,259	56,516	58,390	
同比 (%)	13.4%	-20.5%	-4.5%	4.2%	3.3%	
归属母公司净利润	2,214	1,950	1,728	1,826	1,925	
同比	30.2%	-11.9%	-11.4%	5.6%	5.5%	
毛利率 (%)	8.3%	8.9%	8.8%	8.9%	9.0%	
ROE%	19.1%	15.6%	12.9%	12.7%	12.5%	
EPS (摊薄)(元)	4.23	3.73	3.30	3.49	3.68	
P/E	11.17	12.69	14.32	13.55	12.85	
P/B	2.14	1.98	1.84	1.72	1.60	
EV/EBITDA	7.67	6.50	5.94	5.30	4.70	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	71,436	56,793	54,259	56,516	58,390	
营业成本	65,505	51,724	49,487	51,488	53,138	
营业税金及附加	257	243	217	226	234	
销售费用	1,054	914	868	882	911	
管理费用	490	595	548	571	590	
研发费用	37	31	29	31	32	
财务费用	141	126	157	154	149	
减值损失合计	-1	-11	-1	-1	-1	
投资净收益	-158	-78	-65	-68	-70	
其他	173	352	148	110	114	
营业利润	3,968	3,423	3,034	3,205	3,380	
营业外收支	11	-5	-4	-4	-4	
利润总额	3,979	3,418	3,030	3,201	3,376	
所得税	1,004	874	776	820	864	
净利润	2,975	2,544	2,255	2,382	2,512	
少数股东损益	761	594	526	556	587	
归属母公司净利润	2,214	1,950	1,728	1,826	1,925	
EBITDA	4,417	3,888	3,453	3,617	3,771	
EPS (当年)(元)	4.23	3.73	3.30	3.49	3.68	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	7,212	2,939	2,344	2,641	2,772	
净利润	2,975	2,544	2,255	2,382	2,512	
折旧摊销	240	272	265	262	246	
财务费用	254	258	198	200	203	
投资损失	158	78	65	68	70	
营运资金变动	3,585	-212	-449	-290	-278	
其它	-1	-1	11	19	19	
投资活动现金流	-306	-129	-255	-252	-254	
资本支出	-149	-58	-144	-143	-143	
长期投资	-264	-85	-11	-6	-6	
其他	106	14	-100	-103	-105	
筹资活动现金流	-3,174	-3,981	-929	-987	-1,042	
吸收投资	0	39	0	0	0	
借款	-1,270	-1,214	0	0	0	
支付利息或股息	-1,457	-1,756	-983	-1,037	-1,092	
现金流净增加额	3,737	-1,158	1,149	1,401	1,476	

研究团队简介

范欣悦，商社首席分析师，CFA。曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

蔡昕妤，商社分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、社服板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。