

公司研究 | 点评报告 | 老凤祥 (600612.SH)

老凤祥 2025 年中报点评：25Q2 收入转正，加盟渠道企稳

报告要点

2025 上半年公司实现收入 334 亿元，同比下滑 16.5%，实现归母净利润 12.2 亿元，同比下滑 13.1%，单二季度实现收入 158 亿元，同比增长 10.5%，归母净利润 6.1 亿元，同比增长 0.9%，扣非归母净利润 4.1 亿元，同比下滑 34.5%。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004
SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



张彦淳

SAC: S0490525080008

老凤祥 (600612.SH)

老凤祥 2025 年中报点评：25Q2 收入转正，加盟渠道企稳

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025 上半年公司实现收入 334 亿元，同比下滑 16.5%，实现归母净利润 12.2 亿元，同比下滑 13.1%，单二季度实现收入 158 亿元，同比增长 10.5%，归母净利润 6.1 亿元，同比增长 0.9%，扣非归母净利润 4.1 亿元，同比下滑 34.5%。

事件评论

- **单二季度公司调整渠道布局，加盟店止住净关的趋势，加速线上渠道布局。**2025 上半年公司净关店 288 家至 5550 家，自营店 188 家，加盟店 5362 家。其中 2025Q1-2 国内加盟店分别-289、+9 家，二季度止住加盟店净关趋势，并着重布局主题店，报告期末藏宝金店达 130 家、凤祥喜事店达 37 家。报告期内，公司开设运营天猫旗舰店，推进线上线下融合发展，借助淘宝天猫珠宝饰品行业首届“超级首饰发布”，直播展示国家级非遗工艺珍品及新开发产品，显著提升了线上营销能力。
- **预计二季度投资金销售较优，丰富黄金饰品的产品体系，助推品牌年轻化转型。**在二季度的高金价下，全行业投资金销量同比增长 18%，而黄金饰品销量同比下滑 24%，在此背景下，单二季度公司收入同比增长 11%，而毛利率同比下降 2.4pct 至 8.3%，毛利额同比下滑 15%，预计主因投资金销售较优，使得收入增速环比一季度转正，但投资金利润率较低，导致毛利率有所回落。拆分品类来看，2025 上半年珠宝首饰、黄金交易业务营收分别同比下降 18%、10%，毛利率分别同比下降 0.4pct、0.3pct。但同时，公司报告期内相继推出“盛唐风华”“凤舞九天”“八宝罗盘”等主题新品，并联名圣斗士星矢 IP，持续提升金饰产品力，展示了老凤祥“传统工艺+现代设计”的创新理念和品牌年轻化形象。
- **二季度持续合理精简费用投放，政府补助计入非经常项，导致扣非净利润下滑。**单二季度，营业税金增加 2.2 亿元，主因下属子公司印花税增加所致；二季度四项期间费用合计减少 4716 万元，延续下降的趋势，其中销售、管理费用分别减少 4%、31%，主因员工薪酬相关费用减少，反映公司在行业波动阶段，或将各线员工待遇与销售挂钩，合理降本增效。2025 上半年公司收到政府补贴共计 3.5 亿元，计入非经常项，导致二季度扣非净利润有所下滑。
- 总体来看，二季度公司毛利额同比下滑 15%，归母净利润同比增长 1%，反映行业层面金饰需求仍有一定承压，但也倒逼公司加快年轻化转型，升级单店质量，精简费用投放；同时二季度加盟渠道企稳，线上快步发展，公司仍具备渠道规模优势和较强的品牌力，下半年低基数下业绩有望进一步改善。预计 2025-2027 年 EPS 有望实现 3.28、3.62、3.93 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、金价波动增大，影响黄金饰品消费需求；
- 2、头部品牌之间的竞争加剧。

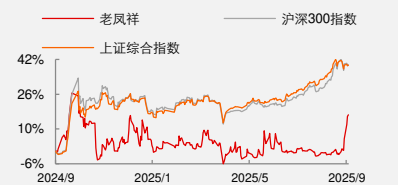
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	56.00
总股本(万股)	52,312
流通A股/B股(万股)	31,711/20,601
每股净资产(元)	24.50
近12月最高/最低价(元)	69.05/46.36

注：股价为 2025 年 9 月 10 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《老凤祥 2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩阶段承压，加速战略升级》2025-05-20
- 《老凤祥 2024 年三季报点评：收入阶段承压，静待需求回暖》2024-11-14
- 《老凤祥 2024 年中报点评：季度毛利正增，经营持续稳健》2024-09-09

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、金价波动增大，影响黄金饰品消费需求：若金价持续大幅上行，消费者仍保持观望情绪，或进一步压制黄金饰品消费需求；
- 2、头部品牌之间的竞争加剧：伴随全行业拓店速度放缓，各品牌更加注重单店经营质量提升，加强产品力和渠道力，可能导致头部品牌之间的竞争加剧。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56793	53773	57369	60898	货币资金	8153	9831	12087	13990
营业成本	51724	49405	52633	55815	交易性金融资产	242	372	492	612
毛利	5069	4368	4735	5083	应收账款	242	142	136	128
%营业收入	9%	8%	8%	8%	存货	11825	11505	10815	10704
营业税金及附加	243	495	229	244	预付账款	35	49	53	56
%营业收入	0%	1%	0%	0%	其他流动资产	1020	1017	1020	1023
销售费用	914	807	849	895	流动资产合计	21515	22917	24604	26514
%营业收入	2%	2%	1%	1%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	595	350	373	378	投资性房地产	139	125	111	97
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	343	347	352	356
研发费用	31	27	34	37	无形资产	49	46	44	41
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	126	108	115	122	递延所得税资产	112	112	112	112
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	573	566	559	552
加：资产减值损失	-11	-1	-1	-1	资产总计	22731	24114	25781	27673
信用减值损失	1	-5	-5	-5	短期贷款	4610	4610	4610	4610
公允价值变动收益	30	30	20	20	应付款项	375	514	519	535
投资收益	-78	-70	-50	-50	预收账款	1	0	0	0
营业利润	3423	2968	3272	3556	应付职工薪酬	70	10	11	11
%营业收入	6%	6%	6%	6%	应交税费	188	376	402	426
营业外收支	-5	7	7	7	其他流动负债	2445	2230	2308	2385
利润总额	3418	2975	3279	3563	流动负债合计	7689	7740	7849	7968
%营业收入	6%	6%	6%	6%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	874	744	820	891	应付债券	0	0	0	0
净利润	2544	2231	2459	2672	递延所得税负债	19	19	19	19
归属于母公司所有者的净利润	1950	1718	1894	2058	其他非流动负债	273	273	273	273
少数股东损益	594	513	566	615	负债合计	7982	8033	8141	8260
EPS (元)	3.73	3.28	3.62	3.93	归属于母公司所有者权益	12498	13316	14310	15468
					少数股东权益	2251	2765	3330	3945
现金流量表 (百万元)					股东权益	14750	16081	17640	19412
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	22731	24114	25781	27673
经营活动现金流净额	2939	2923	3462	3108					
取得投资收益收回现金	14	-70	-50	-50	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-58	-2	-2	-2	每股收益	3.73	3.28	3.62	3.93
其他	-85	-89	-89	-89	每股经营现金流	5.62	5.59	6.62	5.94
投资活动现金流净额	-129	-161	-141	-141	市盈率	14.56	17.05	15.47	14.24
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.27	2.20	2.05	1.89
股权融资	39	0	0	0	EV/EBITDA	6.50	9.46	7.81	6.58
银行贷款增加(减少)	-1214	0	0	0	总资产收益率	8.6%	7.1%	7.3%	7.4%
筹资成本	-1756	-1084	-1084	-1084	净资产收益率	15.6%	12.9%	13.2%	13.3%
其他	-1051	0	20	20	净利率	3.4%	3.2%	3.3%	3.4%
筹资活动现金流净额	-3981	-1084	-1064	-1064	资产负债率	35.1%	33.3%	31.6%	29.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1171	1678	2257	1903	总资产周转率	2.50	2.23	2.23	2.20

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。