



百年品牌历久弥新，25Q2 营收迎来增长

——老凤祥 2025 半年报点评

■ 事件

公司发布 2025 年半年报。2025H1 实现营收 333.56 亿元，同比-16.52%；归母净利润 12.20 亿元，同比-13.07%；扣非归母净利润 10.53 亿，同比-27.86%。

■ 核心观点

Q2 营收回正，毛利率下滑影响利润水平。单 25Q1/Q2 营收增速同比-31.64%/+10.51%，归母净利润增速同比-23.55%/+0.88%，扣非归母净利润增速同比-22.88%/-34.50%，Q2 归母净利润同比回正主要系一次性政府补贴。25Q2 毛利率 8.26%（同比-2.5pct/环比-0.8pct）；销售费用率 1.32%（同比-0.19pct/环比+0.1pct）；管理费用率 0.66pct（同比-0.39pct/环比+0.03pct）；扣非归母净利率 2.58%（同比-1.8pct/环比-1.1pct）。

挖掘百年品牌内涵，丰富产品体系。品牌端，公司调整门店的主题形象，着重布局“藏宝金”、“凤祥喜事”主题店的发展，升级传统店，以适应新的消费场景。产品端，公司推出“盛唐风华”“凤舞九天”“八宝罗盘”等主题新品。分产品类别来看，25H1 公司珠宝首饰/黄金交易/笔类业务分别实现收入 282.02/49.49/0.83 亿元，分别同比-17.5%/-9.7%/-22.4%，其中珠宝首饰 25Q1/Q2 分别实现营收 144.58/137.44 亿元，增速环比改善，经营边际向好。

线下门店可触达，线上发力融合发展。公司 Q2 净增 9 家加盟门店，逐步扭转网点下滑趋势。截至 25 年 6 月末，全国门店达 5550 家（含境外银楼 18 家），加盟店 5362 家。分子品牌看，藏宝金 130 家、凤祥喜事 37 家，老凤祥银楼 5383 家，25Q2 净增 9 家包含凤祥喜事 4 家、老凤祥银楼 5 家。同时，开设运营老凤祥天猫旗舰店，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，展示“传统工艺+现代设计”的创新理念和品牌年轻化形象，显著提升了线上营销能力。

■ 投资建议

公司品牌百年积淀深入人心，渠道优势明显，随着主题门店调整升级与主题产品推陈出新，公司盈利能力有望修复向上。我们预计公司 25/26/27 年营收分别为 515.29/539.92/564.62 亿元，同比-9.3%/+4.8%/+4.6%，归母净利润分别为 16.78/17.90/19.30 亿元，同比-13.9%/+6.7%/+7.9%，对应 9 月 17 日收盘价 PE 分别为 16.60/15.57/14.43X，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

金价剧烈波动风险；经济复苏不及预期；行业竞争加剧；门店扩张不及预期；门店店效不及预期。

■ 盈利预测与估值

买入(首次)

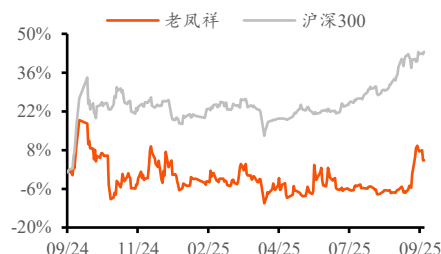
行业： 纺织服饰
日期： 2025年09月21日

分析师： 张洪乐
E-mail： zhanghongle@yongxinsec.com
SAC 编号： S1760524110002
分析师： 彭毅
E-mail： pengyi@yongxingsec.com
SAC 编号： S1760523090003

基本数据

09 月 17 日收盘价(元)	53.26
12mthA 股价格区间(元)	46.36-69.05
总股本(百万股)	523.12
无限售 A 股/总股本	60.62%
流通市值(亿元)	168.89

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,793	51,529	53,992	56,462
年增长率 (%)	-20.5%	-9.3%	4.8%	4.6%
归属于母公司的净利润	1,950	1,678	1,790	1,930
年增长率 (%)	-11.9%	-13.9%	6.7%	7.9%
每股收益 (元)	3.73	3.21	3.42	3.69
市盈率 (X)	14.56	16.60	15.57	14.43
净资产收益率 (%)	15.6%	12.5%	12.4%	12.5%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 09 月 17 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	23,046	21,515	20,954	21,427	22,227	
货币资金	9,318	8,153	8,261	8,923	9,846	
应收及预付	369	278	306	288	304	
存货	12,328	11,825	11,096	10,984	10,767	
其他流动资产	1,031	1,260	1,291	1,232	1,310	
非流动资产	1,287	1,216	1,166	1,022	983	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	355	343	325	308	270	
在建工程	67	2	75	73	69	
无形资产	53	49	46	42	39	
其他长期资产	812	822	719	598	605	
资产总计	24,334	22,731	22,120	22,449	23,210	
流动负债	10,083	7,689	5,577	4,272	3,280	
短期借款	5,624	4,610	3,575	2,469	1,418	
应付及预收	504	376	455	405	432	
其他流动负债	3,955	2,703	1,547	1,398	1,430	
非流动负债	516	292	333	401	478	
长期借款	200	0	80	180	280	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	316	292	253	221	198	
负债合计	10,599	7,982	5,910	4,673	3,757	
股本	523	523	523	523	523	
资本公积	467	467	467	467	467	
留存收益	10,587	11,518	12,430	13,414	14,476	
归属母公司股东权益	11,574	12,498	13,409	14,394	15,455	
少数股东权益	2,161	2,251	2,800	3,382	3,998	
负债和股东权益	24,334	22,731	22,120	22,449	23,210	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	71,436	56,793	51,529	53,992	56,462	
营业成本	65,505	51,724	47,199	49,427	51,683	
营业税金及附加	257	243	196	211	226	
销售费用	1,054	914	928	864	903	
管理费用	490	595	519	544	569	
研发费用	37	31	26	27	28	
财务费用	141	126	-29	-60	-102	
资产减值损失	-1	-11	-10	-10	-10	
公允价值变动收益	48	30	20	20	20	
投资净收益	-158	-78	-77	-92	-85	
营业利润	3,968	3,423	2,990	3,178	3,418	
营业外收支	11	-5	-8	-1	-4	
利润总额	3,979	3,418	2,981	3,178	3,414	
所得税	1,004	874	754	806	868	
净利润	2,975	2,544	2,227	2,372	2,546	
少数股东损益	761	594	549	582	616	
归属母公司净利润	2,214	1,950	1,678	1,790	1,930	
EBITDA	4,417	3,888	3,217	3,394	3,467	
EPS (元)	4.23	3.73	3.21	3.42	3.69	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	7,212	2,939	3,057	2,931	3,128	
净利润	2,975	2,544	2,227	2,372	2,546	
折旧摊销	240	272	265	276	156	
营运资金变动	3,585	-212	370	101	269	
其它	411	335	195	182	158	
投资活动现金流	-306	-129	-260	-220	-185	
资本支出	-149	-58	-157	-68	-61	
投资变动	-264	-85	56	34	44	
其他	106	14	-159	-186	-169	
筹资活动现金流	-3,174	-3,981	-2,678	-2,049	-2,020	
银行借款	-1,270	-1,214	-955	-1,006	-951	
股权融资	0	39	0	0	0	
其他	-1,904	-2,806	-1,723	-1,043	-1,069	
现金净增加额	3,737	-1,158	108	662	923	
期初现金余额	5,573	9,310	8,152	8,260	8,922	
期末现金余额	9,310	8,152	8,260	8,922	9,845	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力						
营业收入增长	13.4%	-20.5%	-9.3%	4.8%	4.6%	
营业利润增长	31.5%	-13.7%	-12.7%	6.3%	7.5%	
归母净利润增长	30.2%	-11.9%	-13.9%	6.7%	7.9%	
获利能力						
毛利率	8.3%	8.9%	8.4%	8.5%	8.5%	
净利率	4.2%	4.5%	4.3%	4.4%	4.5%	
ROE	19.1%	15.6%	12.5%	12.4%	12.5%	
ROIC	15.0%	13.6%	10.9%	11.2%	11.5%	
偿债能力						
资产负债率	43.6%	35.1%	26.7%	20.8%	16.2%	
净负债比率	-16.0%	-21.3%	-26.1%	-33.4%	-40.3%	
流动比率	2.29	2.80	3.76	5.02	6.78	
速动比率	0.99	1.13	1.57	2.21	3.16	
营运能力						
总资产周转率	2.84	2.41	2.30	2.42	2.47	
应收账款周转率	188.61	203.96	201.64	207.84	218.94	
存货周转率	4.50	4.28	4.12	4.48	4.75	
每股指标 (元)						
每股收益	4.23	3.73	3.21	3.42	3.69	
每股经营现金流	13.79	5.62	5.84	5.60	5.98	
每股净资产	22.13	23.89	25.63	27.52	29.54	
估值比率						
P/E	16.30	14.56	16.60	15.57	14.43	
P/B	3.12	2.27	2.08	1.94	1.80	
EV/EBITDA	7.67	6.50	7.34	6.46	5.78	

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。