

老凤祥（600612.SH）

Q3 收入快速增长，渠道+产品优化持续

公司 2025Q3 营收增长 16%，扣非净利润同比下降 7.5%。公司发布 2025Q3 季报，单 Q3 公司营收同比增长 16%至 146.5 亿元（其中笔类/珠宝首饰/黄金交易/工艺品销售及其他营收分别+1.4%/+12.1%/+25.9%/-44.4%至 0.5/97.6/47.8/0.2 亿元），受益于金价的上涨公司毛利率同比提升 0.5pcts 至 7%，销售费用率同比提升 0.6pcts 至 1.8%，管理费用率同比下降 0.1pcts 至 1%，综合考虑其他收益的下降后（2025Q3 为 116 万，2024Q3 为 1.9 亿元，其中主要是政府补贴），公司 2025Q3 归母净利润同比下降 41.6%至 2.2 亿元，归母净利率同比下降 1.5pcts 至 1.5%。

➤ **2025Q1~Q3:** 公司营收同比下降 8.7%至 480 亿元（其中笔类/珠宝首饰/黄金交易/工艺品销售及其他营收分别-15%/-12%/+5%/-19%至 1.4/379.7/97.3/0.4 亿元），毛利率同比下降 0.4pcts 至 8.2%，销售费用率同比提升 0.1pcts 至 1.4%，管理费用率同比持平为 0.8%，归母净利率同比下降 0.4pcts 至 3%，归母净利润同比下降 19.1%至 14.4 亿元。

2025Q3 净开店持续，同时新形象店布局增加。截止 2025Q3 末公司拥有门店数量 5625 家（较年初净关 213 家，单 Q3 净开 75 家），其中直营数量为 187 家（较年初净关 10 家，单 Q3 净关 1 家），加盟门店数量为 5438 家（较年初净关 203 家，单 Q3 净开 76 家），面对消费环境的波动，公司 Q3 仍实现了净开店，同时公司根据自身实际情况以及年度计划，调整门店形象，着重布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店，截止 2025 年 9 月末藏宝金门店为 133 家（单 Q3 净开 3 家），凤祥喜事门店为 40 家（单 Q3 净开 3 家）。从产品端来看，公司紧抓国潮趋势，推出“盛唐风华”、“凤舞九天”的主题新品，同时积极和顶级 IP 进行联名合作，强化产品优势。

短期应收账款回流有所放缓，我们预计到年底该情况将改善。截止 2025Q3 末公司存货金额为 80.5 亿元，同比增长 22.9%，随着收入的增长，公司存货金额同步扩张。截止 2025Q3 末应收账款金额为 39.7 亿元，同比增长 35%，应收账款周转天数略延长 3 天至 12 天，2025 年前三季度公司经营现金流净额为 23.7 亿元，同比下降 64%，我们预计到 2025 年底公司的应收账款回流将改善。

展望 2025 年，我们预计公司归母净利润下降 18%。基于前三季度的销售表现，我们预计公司 2025 年营收下降 7.2%至 526.89 亿元，归母净利润下降 18.2%至 15.94 亿元。中长期我们认为公司将继续加大渠道以及产品调整优化力度，为公司发展奠定基础。

盈利预测与投资建议: 公司作为黄金珠宝行业龙头，长期推进渠道/产品经营效率优化，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 15.94/17.38/18.87 亿元，现价对应 2025 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	52,689	55,969	60,019
增长率 yoy（%）	13.4	-20.5	-7.2	6.2	7.2
归母净利润（百万元）	2,214	1,950	1,594	1,738	1,887
增长率 yoy（%）	30.2	-11.9	-18.2	9.1	8.6
EPS 最新摊薄（元/股）	4.23	3.73	3.05	3.32	3.61
净资产收益率（%）	21.7	17.2	13.3	13.2	13.1
P/E（倍）	12.0	13.6	16.6	15.2	14.0
P/B（倍）	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8

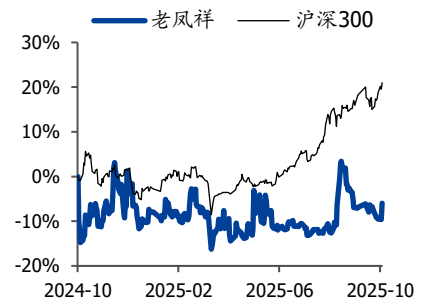
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	饰品
前次评级	买入
10 月 29 日收盘价（元）	50.60
总市值（百万元）	26,469.76
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）	3.24

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 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

分析师 李宏科

执业证书编号：S0680525090002

邮箱：lihongke@gszq.com

相关研究

- 1、《老凤祥（600612.SH）：2025Q2 销售收入增速转正，营运质量稳健》 2025-08-30
- 2、《老凤祥（600612.SH）：2024/2025Q1 业绩承压，渠道+产品优化力度加大》 2025-05-01
- 3、《老凤祥（600612.SH）：终端销售波动，公司短期业绩承压》 2024-10-30

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
流动资产	23046	21515	23107	24567	26244
现金	9318	8153	9695	11491	11106
应收票据及应收账款	317	243	276	283	317
其他应收款	32	32	27	35	32
预付账款	53	35	40	38	47
存货	12328	11825	11801	11470	13485
其他流动资产	1000	1228	1267	1249	1256
非流动资产	1287	1216	1095	1012	991
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	355	343	283	266	250
无形资产	53	49	37	24	15
其他非流动资产	879	825	775	722	726
资产总计	24334	22731	24202	25578	27235
流动负债	10083	7689	7944	7878	7932
短期借款	5624	4610	5117	4863	4990
应付票据及应付账款	504	375	444	426	507
其他流动负债	3955	2705	2384	2589	2435
非流动负债	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
负债合计	10599	7982	8236	8170	8224
少数股东权益	2161	2251	2773	3338	3940
股本	523	523	523	523	523
资本公积	467	467	467	467	467
留存收益	10587	11518	12695	13953	15309
归属母公司股东权益	11574	12498	13192	14070	15071
负债和股东权益	24334	22731	24202	25578	27235

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7212	2939	2259	3033	542
净利润	2975	2544	2115	2303	2489
折旧摊销	84	99	113	125	76
财务费用	141	126	37	10	7
投资损失	158	78	120	105	115
营运资金变动	3585	-212	-105	505	-2128
其他经营现金流	269	303	-20	-16	-18
投资活动现金流	-306	-129	-130	-113	-161
资本支出	149	93	-121	-83	-20
长期投资	-264	-85	0	0	0
其他投资现金流	-421	-121	-251	-196	
筹资活动现金流	-3174	-3981	-587	-1124	-767
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	-1094	-870	-893
现金净增加额	3737	-1158	1542	1796	-386

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	71436	56793	52689	55969	60019
营业成本	65505	51724	48197	51197	54902
营业税金及附加	257	243	201	211	232
营业费用	1054	914	1059	1097	1164
管理费用	490	595	659	627	648
研发费用	37	31	26	28	30
财务费用	141	126	37	10	7
资产减值损失	-1	-11	-4	-5	-5
其他收益	160	339	430	385	407
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
营业利润	3968	3423	2836	3089	3340
营业外收入	14	21	15	16	17
营业外支出	3	26	9	10	12
利润总额	3979	3418	2842	3095	3344
所得税	1004	874	727	792	855
净利润	2975	2544	2115	2303	2489
少数股东损益	761	594	521	565	602
归属母公司净利润	2214	1950	1594	1738	1887
EBITDA	4137	3552	2982	3205	3380
EPS (元)	4.23	3.73	3.05	3.32	3.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.4	-20.5	-7.2	6.2	7.2
营业利润(%)	31.5	-13.7	-17.1	8.9	8.1
归属于母公司净利润(%)	30.2	-11.9	-18.2	9.1	8.6
获利能力					
毛利率(%)	8.3	8.9	8.5	8.5	8.5
净利率(%)	3.1	3.4	3.0	3.1	3.1
ROE(%)	21.7	17.2	13.3	13.2	13.1
ROIC(%)	16.2	14.7	11.5	11.9	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	43.6	35.1	34.0	31.9	30.2
净负债比率(%)	-15.8	-21.1	-27.0	-36.5	-30.7
流动比率	2.3	2.8	2.9	3.1	3.3
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.4	2.2	2.2	2.3
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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.23	3.73	3.05	3.32	3.61
每股经营现金流(最新摊薄)	13.79	5.62	4.32	5.80	1.04
每股净资产(最新摊薄)	22.13	23.89	25.22	26.90	28.81
估值比率					
P/E	12.0	13.6	16.6	15.2	14.0
P/B	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	6.3	7.1	8.3	7.2	7.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 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