

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

老凤祥(600612)

投资评级 买入

上次评级 买入

范欣悦 商社行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

陆亚宁 商社行业分析师

执业编号: S1500525030003

邮箱: luyanling@cindasc.com

相关研究

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

老凤祥(600612.SH) 2024&25Q1 点评: 金价大幅波动影响黄金首饰业务表现, 业绩有所承压

老凤祥(600612.SH) 24H1 点评: 利润表现亮眼, 收入略有承压

老凤祥 25Q3: Q3 收入增长稳健, 利润端短期承压

2025 年 11 月 01 日

事件: 公司发布 2025 年三季度报告。公司 25Q1-Q3 实现营业收入 480.01 亿元 (yoy-8.71%), 归母净利润 14.38 亿元 (yoy-19.05%), 扣非归母净利润 12.74 亿元 (yoy-24.99%)。单 Q3 营收 146.46 亿元 (yoy+16.03%), 归母净利润 2.17 亿元 (yoy-41.61%), 扣非归母净利润 2.21 亿元 (yoy-7.48%)。

点评:

- **25Q3 收入增长稳健, 核心品类承压。**核心品类方面, 2025Q3 珠宝首饰/黄金交易/笔类/工艺品销售收入分别为 379.7/97.3/1.4/0.4 亿元, (yoy-11.5%/+4.9%/-14.7%/-18.5%), 主要系高金价背景下黄金消费受影响。**分地区看**, 2025Q3 境内/境外收入分别为 473.7/5.0 亿元, (yoy-8.9%/+29.9%), 境外销售增长较好。公司核心的上海地区直营店 25Q1-Q3 收入同比增长 9.04%, 表现较佳。
- **渠道调整转向提质增效, 主题门店与国际化布局并行。**为迎合市场潮流, 公司持续进行产品创新, 推出“盛唐风华”等国风元素系列, 提升产品特色。IP 联名方面, 公司与《圣斗士星矢》等知名 IP 合作推出联名产品, 进一步助力品牌年轻化转型。
- **利润端短期承压, 费用投放与信用减值影响当期表现。**25Q3 期间费用率约 3.1% (同比+0.5pct), 其中销售费用率约 1.8% (同比+0.6pct), 系新品推广与品牌宣传投入增加; 管理费用率约 1.0% (同比-0.1pct)、研发费用率约 0.02% (同比-0.05pct)、财务费用率约 0.25% (同比-0.05pct), 整体仍处低位。扣除非经常性损益后, 归母净利润同比下降 7.48%, 降幅显著收窄, 显示主营业务经营仍具韧性。
- **盈利预测与投资评级:** 25Q3 收入端在行业调整期内实现稳健增长, 但利润端受产品结构、渠道让利及费用投放等因素影响短期承压。公司积极推动产品年轻化、渠道提质增效, 并前瞻性布局高端化与国际化, 为长期发展注入新动力。我们预测 25~27 年公司归母净利润分别为 16.6/18.4/19.8 亿元, 当前股价对应 PE 估值为 15.2x/13.7x/12.8x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务拓展不及预期, 行业竞争加剧, 金价波动风险。

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

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	71,436	56,793	52,169	54,751	57,836
增长率 YoY %	13.4%	-20.5%	-8.1%	4.9%	5.6%
归属母公司净利润 (百万元)	2,214	1,950	1,657	1,839	1,978
增长率 YoY%	30.2%	-11.9%	-15.0%	11.0%	7.5%
毛利率%	8.3%	8.9%	8.8%	9.1%	9.2%
净资产收益率ROE%	19.1%	15.6%	12.4%	12.8%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	4.23	3.73	3.17	3.52	3.78
市盈率 P/E(倍)	11.39	12.93	15.22	13.71	12.75
市净率 P/B(倍)	2.18	2.02	1.89	1.76	1.63

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23,046	21,515	22,723	24,487	26,387	营业总收入	71,43	56,793	52,169	54,751	57,836
货币资金	9,318	8,153	9,647	10,982	12,274	营业成本	65,50	51,724	47,555	49,786	52,508
应收票据	1	1	1	2	2	营业税金及附加	257	243	209	219	231
应收账款	315	242	220	231	244	销售费用	1,054	914	861	832	902
预付账款	53	35	33	35	37	管理费用	490	595	527	548	584
存货	12,328	11,825	11,559	11,962	12,544	研发费用	37	31	28	22	31
其他	1,031	1,260	1,263	1,275	1,287	财务费用	141	126	158	154	149
非流动资产	1,287	1,216	1,205	1,128	1,067	减值损失合计	-1	-11	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-158	-78	-63	-66	-69
固定资产(合计)	355	343	320	299	293	其他	173	352	142	106	113
无形资产	53	49	46	43	40	营业利润	3,968	3,423	2,909	3,229	3,472
其他	879	825	839	786	734	营业外收支	11	-5	-4	-4	-4
资产总计	24,334	22,731	23,928	25,615	27,454	利润总额	3,979	3,418	2,905	3,225	3,468
流动负债	10,083	7,689	7,389	7,492	7,609	所得税	1,004	874	744	826	888
短期借款	5,624	4,610	4,610	4,610	4,610	净利润	2,975	2,544	2,161	2,400	2,581
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	761	594	505	560	603
应付账款	504	375	343	360	379	归属母公司净利润	2,214	1,950	1,657	1,839	1,978
其他	3,955	2,705	2,435	2,522	2,620	EBITDA	4,417	3,888	3,328	3,641	3,863
非流动负债	516	292	438	458	488	EPS(当年)(元)	4.23	3.73	3.17	3.52	3.78
长期借款	200	0	80	50	30	现金流量表					
其他	316	292	358	408	458	单位:百万元					
负债合计	10,599	7,982	7,827	7,950	8,097	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2,161	2,251	2,756	3,316	3,919	经营活动现金流	7,212	2,939	2,637	2,605	2,609
归属母公司股东权益	11,574	12,498	13,345	14,349	15,438	净利润	2,975	2,544	2,161	2,400	2,581
负债和股东权益	24,334	22,731	23,928	25,615	27,454	折旧摊销	240	272	265	262	246
重要财务指标						财务费用	254	258	199	202	204
单位:百万元						投资损失	158	78	63	66	69
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营运资金变动	3,585	-212	-25	-344	-510
营业总收入	71,436	56,793	52,169	54,751	57,836	其它	-1	-1	-26	20	19
同比(%)	13.4%	-20.5%	-8.1%	4.9%	5.6%	投资活动现金流	-306	-129	-252	-250	-254
归属母公司净利润	2,214	1,950	1,657	1,839	1,978	资本支出	-149	-58	-144	-144	-143
同比	30.2%	-11.9%	-15.0%	11.0%	7.5%	长期投资	-264	-85	-11	-6	-6
毛利率(%)	8.3%	8.9%	8.8%	9.1%	9.2%	其他	106	14	-98	-101	-104
ROE%	19.1%	15.6%	12.4%	12.8%	12.8%	筹资活动现金流	-3,174	-3,981	-867	-1,019	-1,063
EPS(摊薄)(元)	4.23	3.73	3.17	3.52	3.78	吸收投资	0	39	-1	0	0
P/E	11.39	12.93	15.22	13.71	12.75	借款	-1,270	-1,214	80	-30	-20
P/B	2.18	2.02	1.89	1.76	1.63	支付利息或股息	-1,457	-1,756	-984	-1,039	-1,093
EV/EBITDA	7.67	6.50	6.22	5.32	4.69	现金流净增加额	3,737	-1,158	1,494	1,335	1,292



研究团队简介

范欣悦，商社行业首席分析师，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、2023年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。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。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备4年以上新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究所，主要覆盖零售、母婴、电商等赛道。

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。