

## 公司研究

## 26Q1 金价波动下业绩承压，多维度提质增效

——老凤祥（600612.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：41.34 元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

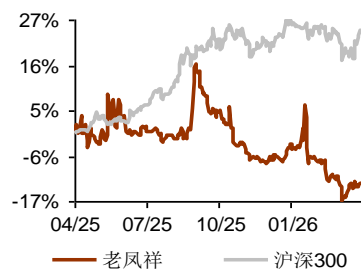
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.23
总市值(亿元):	216.26
一年最低/最高(元):	39.17/57.34
近3月换手率:	46.87%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.38	-15.83	-39.73
绝对	2.58	-14.14	-13.25

资料来源：Wind

## 相关研报

渠道端持续优化，推出跨界合作产品——老凤祥（600612.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-05-05）

## 要点

## 事件：

老凤祥发布 2025 年年报及 2026 年一季报。公司 2025 年实现营业收入 528.2 亿元，同比下滑 7.0%，归母净利润 17.5 亿元，同比下滑 10.0%，扣非归母净利润 15.9 亿元，同比下滑 11.9%，EPS（基本）为 3.35 元，拟每股派发现金红利 1.32 元（含税）。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 175.2/158.3/146.5/48.2 亿元，分别同比-31.6%/+10.5%/+16.0%/+14.5%，归母净利润分别为 6.1/6.1/2.2/3.2 亿元，分别同比-23.6%/+0.9%/-41.6%/+82.5%。26Q1 公司实现收入 137.4 亿元，同比下滑 21.6%，归母净利润 5.5 亿元，同比下滑 10.8%。

## 点评：

## 25 年珠宝首饰收入-9.2%，批发/零售收入分别-11.8%/+30.6%

分品类来看，2025 年公司珠宝首饰/黄金交易/笔类/工艺品销售收入占比（占总收入的比重，下同）分别为 80.9%/18.6%/0.4%/0.1%，收入分别同比-9.2%/+4.4%/-17.8%/-7.7%。

分渠道来看，2025 年公司批发/零售收入占比分别为 74.4%/7.0%，收入分别同比-11.8%/+30.6%。

渠道端，截至 2025 年末，公司共计拥有营销网点达到 5355 家（含境外银楼 18 家），同比减少 483 家。其中自营银楼网点为 213 家（上海/国内其他省市/香港/其他境外地区分别为 162/34/12/5 家），同比增加 16 家；连锁加盟店 5142 家，同比减少 499 家。

## 25 年经营净现金流大幅增长，26Q1 毛利率提升明显

毛利率：2025 年毛利率同比下降 0.2PCT 至 8.9%，2026Q1 同比提升 3.7PCT 至 12.7%。分品类来看，公司珠宝首饰/黄金交易/笔类/工艺品销售 2025 年毛利率分别为 10.6%/1.0%/27.3%/15.0%，分别同比+0.5/+0.04/+3.2/-11.8PCT；分渠道来看，公司批发/零售渠道 2025 年毛利率分别为 9.2%/26.8%，分别同比-0.2/+3.2PCT。

费用率：2025 年期间费用率同比提升 0.1PCT 至 3.1%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.8%/0.9%/0.03%/0.3%，分别同比+0.2/-0.1/持平/+0.1PCT。分季度来看，25Q1~26Q1 单季度期间费用率分别同比+0.2/-0.6/+0.4/-0.8/+0.8PCT。

其他财务指标：1) 存货 25 年末同比减少 27.5%至 85.7 亿元，25 年存货周转天数分别为 76 天，分别同比减少 8 天。2) 应收账款 25 年末同比减少 1.9%至 2.4 亿元，应收账款周转天数为 2 天，同比持平。3) 经营净现金流 25 年为 59.6 亿元，同比增加 102.9%，26Q1 净流出 23.5 亿元，同比转为净流出。

## 下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑金价及终端需求走势存不确定性，我们下调公司 2026~2027 年盈利预测（归母净利润较前次预测分别下调 10%/9%），新增 2028 年盈利预测，对应 2026~2028 年归母净利润分别为 15.9/17.5/18.6 亿，EPS 分别为 3.03/3.34/3.55 元，当前股价对应 PE 分别为 14/12/12 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	56,793	52,823	46,605	48,626	50,362
营业收入增长率	-20.50%	-6.99%	-11.77%	4.34%	3.57%
归母净利润 (百万元)	1,950	1,755	1,587	1,745	1,856
归母净利润增长率	-11.95%	-9.99%	-9.59%	9.98%	6.38%
EPS (元)	3.73	3.35	3.03	3.34	3.55
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.60%	13.31%	11.41%	11.61%	11.45%
P/E	11	12	14	12	12
P/B	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-23

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	56,793	52,823	46,605	48,626	50,362
营业成本	51,724	48,020	42,361	44,176	45,736
折旧和摊销	49	47	51	54	57
税金及附加	243	430	380	396	410
销售费用	914	957	845	876	903
管理费用	595	481	424	438	448
研发费用	31	18	14	15	15
财务费用	126	172	103	56	35
投资收益	-78	-88	0	0	0
营业利润	3,423	3,029	2,801	3,012	3,161
利润总额	3,418	3,015	2,787	2,998	3,147
所得税	874	757	697	750	787
净利润	2,544	2,259	2,090	2,249	2,360
少数股东损益	594	504	504	504	504
归属母公司净利润	1,950	1,755	1,587	1,745	1,856
EPS(元)	3.73	3.35	3.03	3.34	3.55

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,939	5,962	2,758	2,678	2,769
净利润	1,950	1,755	1,587	1,745	1,856
折旧摊销	49	47	51	54	57
净营运资金增加	-3,962	-5,075	-1,943	1,119	1,125
其他	4,902	9,236	3,063	-240	-270
投资活动产生现金流	-129	-243	-100	-100	-100
净资本支出	-58	-171	-100	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-71	-72	0	0	0
融资活动现金流	-3,981	-3,820	-1,988	-1,140	-1,228
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,100	-1,924	-1,021	-457	-518
无息负债变化	-517	-856	-27	193	149
净现金流	-1,158	1,897	670	1,438	1,441

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	8.9%	9.1%	9.1%	9.2%	9.2%
EBITDA 率	6.6%	6.4%	6.3%	6.4%	6.5%
EBIT 率	6.4%	6.2%	6.2%	6.3%	6.4%
税前净利润率	6.0%	5.7%	6.0%	6.2%	6.2%
归母净利润率	3.4%	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%
ROA	11.2%	10.9%	10.0%	10.1%	10.0%
ROE (摊薄)	15.6%	13.3%	11.4%	11.6%	11.5%
经营性 ROIC	10.8%	12.2%	12.0%	11.8%	11.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	35%	25%	20%	17%	15%
流动比率	2.80	3.95	5.05	5.78	6.83
速动比率	1.26	2.21	2.98	3.58	4.44
归母权益/有息债务	2.62	4.64	7.64	11.01	19.14
有形资产/有息债务	4.70	7.15	11.27	16.04	27.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	22,731	20,726	20,906	22,264	23,580
货币资金	8,153	10,049	10,719	12,157	13,598
交易性金融资产	242	241	241	241	241
应收账款	242	237	235	204	212
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	32	34	28	29	30
存货	11,825	8,572	8,046	7,948	7,771
其他流动资产	987	294	294	294	294
流动资产合计	21,515	19,466	19,596	20,908	22,182
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	343	315	395	466	531
在建工程	2	86	72	62	54
无形资产	49	86	82	78	74
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	-	-	-	-
非流动资产合计	1,216	1,260	1,309	1,355	1,398
总负债	7,982	5,201	4,153	3,890	3,521
短期借款	4,610	2,619	1,598	1,141	623
应付账款	375	1,022	1,059	1,237	1,372
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1	1	0	0	0
其他流动负债	88	20	20	20	20
流动负债合计	7,689	4,930	3,882	3,618	3,249
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	52	52	52	52
非流动负债合计	292	272	272	272	272
股东权益	14,750	15,525	16,752	18,374	20,059
股本	523	523	523	523	523
公积金	803	802	802	802	802
未分配利润	11,183	11,866	12,589	13,707	14,889
归属母公司权益	12,498	13,186	13,909	15,027	16,209
少数股东权益	2,251	2,339	2,843	3,347	3,850

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.61%	1.81%	1.81%	1.80%	1.79%
管理费用率	1.05%	0.91%	0.91%	0.90%	0.89%
财务费用率	0.22%	0.32%	0.22%	0.12%	0.07%
研发费用率	0.05%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
所得税率	26%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.72	1.65	1.20	1.29	1.35
每股经营现金流	5.62	11.40	5.27	5.12	5.29
每股净资产	23.89	25.21	26.59	28.73	30.99
每股销售收入	108.57	100.98	89.09	92.95	96.27

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	11	12	14	12	12
PB	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.6	9.3	9.7	9.4	9.2
股息率	4.2%	4.0%	2.9%	3.1%	3.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼