

# 老凤祥 (600612.SH)

## 一季度扣非归母净利润实现增长，强化自营渠道建设

优于大市

### 核心观点

**2025年业绩承压，2026年一季度扣非归母净利润实现增长。**公司2025年实现营收528.23亿元，同比-6.99%，归母净利润17.55亿元，同比-9.99%，扣非归母净利润15.88亿元，同比-11.92%，整体业绩在金价高位抑制终端需求及加盟商拿货积极性下有所承压。2026年一季度虽然收入端仍下滑21.57%至137.42亿元，但整体业务利润端好转，一季度扣非归母净利润同比增长1.56%至6.54亿元。

**2025年净开自营门店16家，产品积极朝年轻时尚化转型。**分业务看，2025年珠宝首饰业务收入425.83亿元，同比-9.22%；黄金交易业务收入97.91亿元，同比+4.37%。渠道方面，公司2025年拥有营销网点达到5355家，全年减少483家，其中加盟店5142家，净减少499家，自营门店213家，净增加16家，进一步以自营门店强化品牌建设。此外，公司逐步开放线上销售与推广引流授权，新开天猫、京东旗舰店及超60家授权电商商户，合计销售过5亿元。产品方面，借助设计创意、IP联名，代言人等推动产品体系向“时尚化、年轻化、高端化”转型。

**毛利率提升，产品推动带来费用率略增。**公司2025年综合毛利率9.09%，同比+0.17pct，2026年一季度毛利率12.75%，同比+3.69pct，受益于金价上涨及产品升级等。2025年公司销售/管理费用率分别为1.81%/0.91%，分别同比+0.2pct/-0.14pct。2026年一季度销售费用率+0.56pct至1.78%，管理费用率基本稳定。2025年存货周转天数优化7.6天至76.46天，实现经营性现金流净额59.62亿元，同比增长102.9%。

**风险提示：**门店拓展不及预期；金价大幅波动；产品创新不及预期。

**投资建议：**公司去年以来积极推动产品创新及年轻时尚化，渠道端强化高端自营建设及线上渠道打开增量，预计逐步见效，从而推动业绩实现增长。出于对终端动销的谨慎考虑，以及加盟商拿货积极性预计仍有待进一步恢复，我们下调公司2026-2027年归母净利润预测至15.54/15.62亿元（前值分别为16.48/17.77亿元），新增2028年预测为16.22亿元，对应PE分别为13.6/13.5/13倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	56,792.88	52,823.38	46,704.24	47,332.18	49,053.49
(+/-%)	-20.50%	-6.99%	-11.58%	1.34%	3.64%
净利润(百万元)	1949.80	1754.96	1554.39	1561.61	1621.50
(+/-%)	-11.95%	-9.99%	-11.43%	0.46%	3.84%
每股收益(元)	3.73	3.35	2.97	2.99	3.10
EBIT Margin	5.79%	5.52%	5.72%	5.71%	5.71%
净资产收益率 (ROE)	15.60%	13.31%	11.57%	11.49%	11.78%
市盈率 (PE)	10.81	12.02	13.57	13.50	13.00
EV/EBITDA	8.72	8.87	10.74	10.23	9.94
市净率 (PB)	1.69	1.60	1.57	1.55	1.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 商贸零售·专业连锁 II

**证券分析师：张峻豪** 021-60933168  
zhangjh@guosen.com.cn  
S0980517070001

**证券分析师：柳旭** 0755-81981311  
liuxu1@guosen.com.cn  
S0980522120001

**证券分析师：孙乔容若**  
021-60375463  
sunqiaorongruo@guosen.com.cn  
S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	40.31元
总市值/流通市值	21087/21087百万元
52周最高价/最低价	57.72/39.17元
近3个月日均成交额	111.75百万元

#### 市场走势

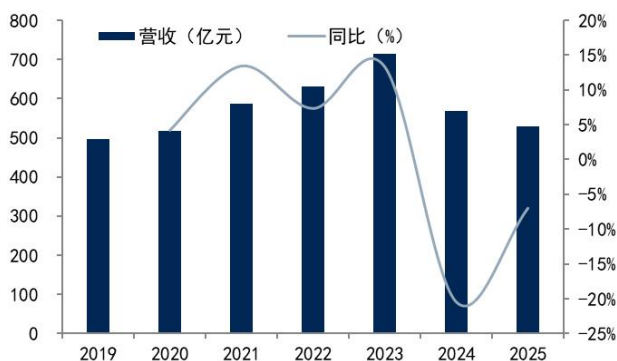


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

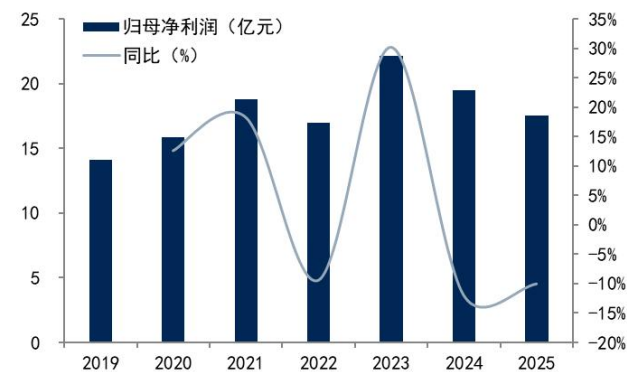
- 《老凤祥(600612.SH)-金价上涨叠加渠道产品积极优化，四季度业绩表现突出》——2026-03-08
- 《老凤祥(600612.SH)-三季度收入稳健增长，扣非利润降幅收窄》——2025-11-01
- 《老凤祥(600612.SH)-金价高位下业绩仍有承压，积极推进渠道优化及产品转型》——2025-08-29
- 《老凤祥(600612.SH)-一季度业绩有所承压，持续产品创新及IP联名合作》——2025-04-30
- 《老凤祥(600612.SH)-行业终端景气走弱下业绩承压，继续推进机制优化》——2024-10-30

图1: 老凤祥营业收入及增速 (亿元、%)



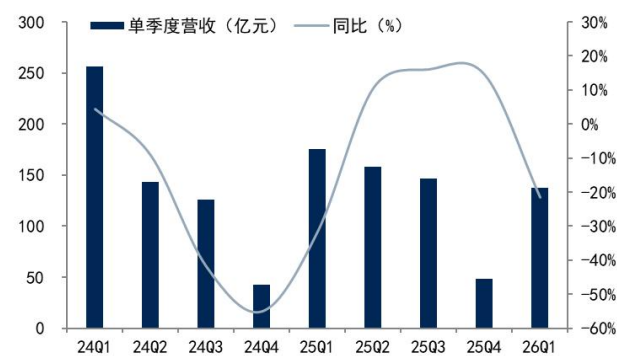
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 老凤祥归母净利润及增速 (亿元、%)



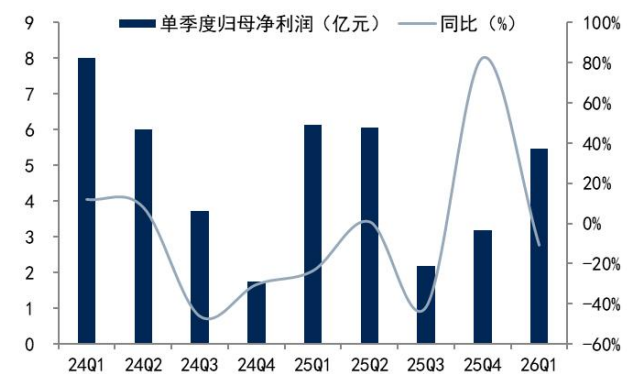
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 老凤祥单季度营业收入及增速 (亿元、%)



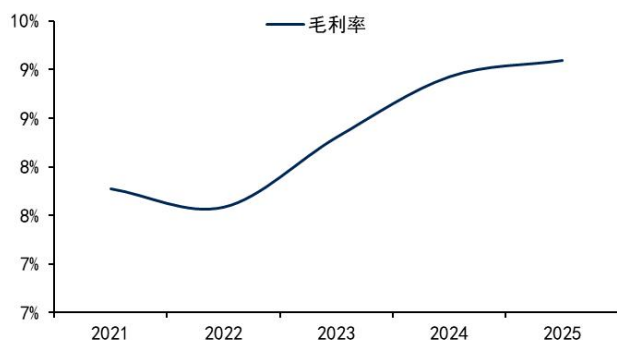
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 老凤祥单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



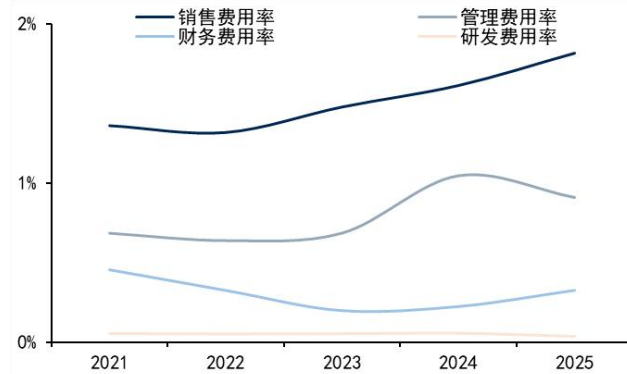
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 老凤祥毛利率 (%)



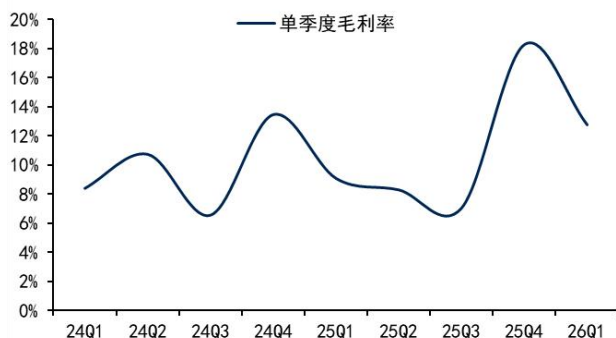
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 老凤祥费用率 (%)



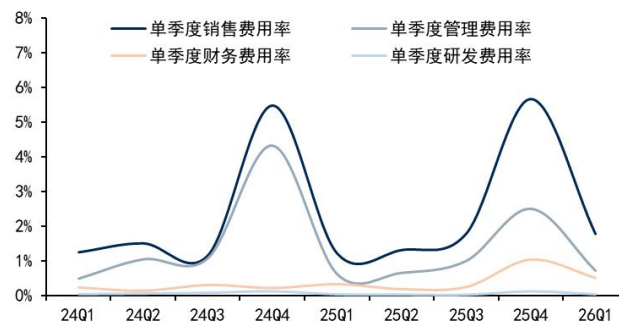
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 老凤祥单季度毛利率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 老凤祥单季度费用率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

**风险提示:** 门店拓展不及预期; 金价大幅波动; 产品创新不及预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	8153	10049	10977	10134	10252	营业收入	56793	52823	46704	47332	49053
应收款项	274	272	512	259	353	营业成本	51724	48020	42414	42970	44511
存货净额	11825	8572	9927	9944	10306	营业税金及附加	243	430	249	280	317
其他流动资产	1022	332	934	1183	981	销售费用	914	957	899	906	933
<b>流动资产合计</b>	<b>21515</b>	<b>19466</b>	<b>22591</b>	<b>21762</b>	<b>22133</b>	管理费用	595	481	447	448	469
固定资产	345	402	448	477	501	研发费用	31	18	23	23	24
无形资产及其他	49	86	83	79	76	财务费用	126	172	(92)	(64)	(74)
投资性房地产	822	772	772	772	772	投资收益	(78)	(88)	(108)	(91)	(96)
长期股权投资	0	0	2	4	6	资产减值及公允价值变动	20	7	24	17	16
<b>资产总计</b>	<b>22731</b>	<b>20726</b>	<b>23896</b>	<b>23094</b>	<b>23488</b>	其他收入	291	347	(23)	(23)	(24)
短期借款及交易性金融负债	4767	2843	4759	4123	3908	营业利润	3423	3029	2680	2694	2793
应付款项	375	1022	759	664	811	营业外净收支	(5)	(14)	0	0	0
其他流动负债	2547	1065	2286	2035	2309	<b>利润总额</b>	<b>3418</b>	<b>3015</b>	<b>2680</b>	<b>2694</b>	<b>2793</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7689</b>	<b>4930</b>	<b>7805</b>	<b>6823</b>	<b>7028</b>	所得税费用	874	757	678	682	705
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	594	504	448	450	467
其他长期负债	292	272	242	217	192	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1950</b>	<b>1755</b>	<b>1554</b>	<b>1562</b>	<b>1622</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>292</b>	<b>272</b>	<b>242</b>	<b>217</b>	<b>192</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7982</b>	<b>5201</b>	<b>8047</b>	<b>7040</b>	<b>7220</b>	净利润	1950	1755	1554	1562	1622
少数股东权益	2251	2339	2412	2457	2505	资产减值准备	10	(5)	2	1	0
股东权益	12498	13186	13437	13596	13763	折旧摊销	49	47	40	46	50
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22731</b>	<b>20726</b>	<b>23896</b>	<b>23094</b>	<b>23488</b>	公允价值变动损失	(20)	(7)	(24)	(17)	(16)
						财务费用	126	172	(92)	(64)	(74)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(204)	3135	(1266)	(384)	142
每股收益	3.73	3.35	2.97	2.99	3.10	其它	49	27	70	45	47
每股红利	3.36	3.21	2.49	2.68	2.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>1834</b>	<b>4952</b>	<b>376</b>	<b>1253</b>	<b>1845</b>
每股净资产	23.89	25.21	25.69	25.99	26.31	资本开支	0	(101)	(60)	(55)	(55)
ROIC	11.89%	11.01%	12%	12%	13%	其它投资现金流	53	0	0	0	0
ROE	15.60%	13.31%	12%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>(101)</b>	<b>(62)</b>	<b>(57)</b>	<b>(57)</b>
毛利率	9%	9%	9%	9%	9%	权益性融资	13	15	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	(200)	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(1756)	(1678)	(1303)	(1403)	(1455)
收入增长	-20%	-7%	-12%	1%	4%	其它融资现金流	845	387	1916	(636)	(215)
净利润增长率	-12%	-10%	-11%	0%	4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3053)</b>	<b>(2954)</b>	<b>614</b>	<b>(2039)</b>	<b>(1670)</b>
资产负债率	45%	36%	44%	41%	41%	<b>现金净变动</b>	<b>(1165)</b>	<b>1897</b>	<b>928</b>	<b>(843)</b>	<b>118</b>
股息率	8.3%	8.0%	6.2%	6.7%	6.9%	货币资金的期初余额	9318	8153	10049	10977	10134
P/E	10.8	12.0	13.6	13.5	13.0	货币资金的期末余额	8153	10049	10977	10134	10252
P/B	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	企业自由现金流	0	5265	710	1627	2229
EV/EBITDA	8.7	8.9	10.7	10.2	9.9	权益自由现金流	0	5652	2695	1038	2070

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032