

港股公司 | 公司深度 | 老铺黄金 (06181)

初具奢侈品基因的中国黄金珠宝品牌



| 报告要点

短期来看，受益于金价上行与工艺升级，公司享受镶嵌类珠宝向黄金品类迁移与黄金珠宝配饰需求升级等双重红利，2023 年以来品牌扩圈趋势有望延续。长期来看，对标国际高端珠宝品牌，公司在门店拓展/客单提升/品牌出海等维度空间广阔，且公司募集资金拟加强品牌建设，经营层面稳扎稳打，有望成为国内黄金珠宝市场首个奢侈品品牌。

| 分析师及联系人



邓文慧



李英

SAC: S0590522060001 SAC: S0590522110002

老铺黄金(06181)

初具奢侈品基因的中国黄金珠宝品牌

行业: 商贸零售
投资评级: 增持(首次)
当前价格: 241.20 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 168/95
流通市值(百万港元) 22,859.70
每股净资产(元) 19.24
资产负债率(%) 24.57
一年内最高/最低(港元) 255.00/60.95

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

►为什么我们看好老铺黄金?

老铺黄金品牌差异化定位高端古法金市场, 凭借独特的手工制作工艺、引领行业的原创设计与产品创新能力、聚焦高端商业的自营门店、亲力和力强且不功利的导购体系等综合因素打造黄金珠宝奢侈品牌, 2023-2024 年品牌快速破圈、单店销售额行业领先。对标国际高端珠宝品牌, 公司门店扩张/客单提升/品牌出海空间广阔, 在古法金市场份额有望持续提升。

►老铺黄金未来增长驱动是什么?

短期来看, 受益于金价上行与工艺升级, 公司享受镶嵌类珠宝向黄金品类迁移与黄金珠宝配饰需求升级等双重红利, 2023 年以来品牌扩圈趋势有望延续。长期来看, 对标国际高端珠宝品牌, 公司在门店拓展/客单提升/品牌出海等维度空间广阔, 且公司募集资金拟加强品牌建设, 经营层面稳扎稳打, 有望成为国内黄金珠宝市场首个奢侈品品牌。

►投资建议: 初具奢侈品品牌基因, 给予“增持”评级

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 72.09/108.43/139.04 亿元, 对应增速分别为 126.7%/50.4%/28.2%; 归母净利润分别为 12.07/18.10/23.08 亿元, 对应增速分别为 190.0%/49.9%/27.5%; EPS 分别为 7.17/10.75/13.71 元/股, 对应 3 年复合增速为 77.0%。考虑到公司发展阶段与成长性领先可比同业, 且品牌定位在黄金珠宝行业具备独特性, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险; 存货管理风险; 宏观经济环境的不确定性影响; 委托生产商产品质量控制风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,294	3,180	7,209	10,843	13,904
增长率(%)	2.3%	145.7%	126.7%	50.4%	28.2%
EBITDA(百万元)	227	691	1,664	2,462	3,123
归母净利润(百万元)	95	416	1,207	1,810	2,308
增长率(%)	-17.0%	340.4%	190.0%	49.9%	27.5%
EPS(元/股)	0.56	2.47	7.17	10.75	13.71
市盈率(P/E)	397.8	90.3	31.1	20.8	16.3
市净率(P/B)	43.25	24.82	10.27	6.87	4.83
EV/EBITDA	134.93	46.27	22.29	14.85	11.28

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 12 月 31 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

老铺黄金品牌差异化定位高端古法金市场，凭借独特的手工制作工艺、引领行业的原创设计与产品创新能力、聚焦高端商业的自营门店、亲和力强且不功利的导购体系等综合因素打造黄金珠宝奢侈品牌，2023-2024年品牌快速破圈、单店销售额行业领先。对标国际高端珠宝品牌，公司门店扩张/客单提升/品牌出海空间广阔，在古法金市场份额有望持续提升。

核心假设

- 业务：1) 足金镶嵌产品：考虑到公司产品端持续推陈出新、品牌人群持续扩大，以及公司根据金价每年对产品价格进行调整，预计2024-2026年公司足金镶嵌产品营收增速分别为153%/54%/30.7%，毛利率水平稳定在44%-45%区间。2) 足金黄金产品：消费者对镶嵌产品偏好度更高，预计2024-2026年足金黄金产品营收增速分别为93.6%/44.5%/23.9%，毛利率水平边际小幅下行。
- 门店：1) 数量：根据招股说明书规划，公司计划2025-2026年在中国内地分别新增4家/2家门店，计划2025年在中国内地以外地区新增4家门店，预计2024-2026年底公司门店数量分别为36家/44家/46家。2) 收入：基于业务端预测，预计2024-2026年公司单店平均收入分别为2亿/2.46亿/3.02亿元。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年收入分别为72.09/108.43/139.04亿元，对应增速分别为126.7%/50.4%/28.2%；归母净利润分别为12.07/18.10/23.08亿元，对应增速分别为190.0%/49.9%/27.5%；EPS分别为7.17/10.75/13.71元/股，对应3年复合增速为77.0%。绝对估值法测得公司每股价值为232.29元人民币，可比公司2025年平均PE为13x。考虑到公司发展阶段与成长性领先可比同业，且品牌定位在黄金珠宝行业具备独特性，给予公司2025年22x PE目标估值，目标价236.46元人民币/255.34港元（港元兑人民币汇率按0.9260计）。首次覆盖，给予“增持”评级。

投资看点

- 短期来看，受益于金价上行与工艺升级，公司享受镶嵌类珠宝向黄金品类迁移与黄金珠宝配饰需求升级等双重红利，2023年以来品牌扩圈趋势有望延续。
- 长期来看，对标国际高端珠宝品牌，公司在门店拓展/客单提升/品牌出海等维度空间广阔，且公司募集资金拟加强品牌建设，经营层面稳扎稳打，有望成为国内黄金珠宝市场首个奢侈品品牌。

正文目录

1. 中国古法金先行者，2023 年以来品牌破圈	6
1.1 中国古法金先行者与领导者	6
1.2 股权集中且激励充分	6
1.3 2023-2024H1 盈利大幅提升	8
2. 黄金工艺升级，古法金市场高速扩张	10
2.1 黄金占据中国珠宝市场主体地位	10
2.2 古法黄金市场高速扩张	11
2.3 老铺黄金单店销售额领先	12
3. 初具奢侈品品牌基因，开店/提价/出海空间广阔	13
3.1 制作工艺独特，设计坚持原创	13
3.2 自营模式经营，选址聚焦高端商业	17
3.3 初具奢侈品基因，品牌投入力度有望加大	23
4. 盈利预测、估值与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值与投资建议	27

图表目录

图表 1: 老铺黄金发展历程	6
图表 2: 公司荣获多项荣誉，巩固古法黄金行业先行者和领导者地位	6
图表 3: 公司股权结构稳定集中（截至 2024/07）	7
图表 4: 公司管理层行业经验丰富	7
图表 5: 2024H1 归母净利润同比增长 198.8%至 5.88 亿	8
图表 6: 高毛利足金镶嵌产品占比提升	8
图表 7: 老铺黄金综合毛利率高于可比同业	9
图表 8: 老铺黄金销售费用率亦高于可比同业	9
图表 9: 2017-2022 年老铺黄金 ROE 处行业居中水平	9
图表 10: 老铺黄金归母净利率居行业中等偏上水平	9
图表 11: 老铺黄金资产周转率处行业偏低水平	10
图表 12: 老铺黄金权益杠杆处行业偏低水平	10
图表 13: 黄金占据中国珠宝市场主体地位	10
图表 14: 不同黄金珠宝制作工艺比较	11
图表 15: 中国古法黄金珠宝市场高速扩张	12
图表 16: 新一线城市古法金市场增长较快	12
图表 17: 2023 年老铺在中国古法金市场份额约 2%，单店平均收入行业领先	13
图表 18: 公司植根于古法黄金制作传统，核心工艺独特繁复	14
图表 19: 公司生产模式以内部生产为主，外包生产为辅	14
图表 20: 2020 年以来产能利用率与产销率处高位	15
图表 21: 2018 年岳阳工厂投产，委外成本占比降低	15
图表 22: 2021-2023 年新品与迭代品对当期收入贡献比重在 10%以上	16
图表 23: 历经十余年积累公司已形成丰富完整的差异化产品组合	16

图表 24:	老铺黄金门店主要分布于中国一线与新一线城市.....	18
图表 25:	公司搭建古典书房风格消费场景深化品牌形象.....	19
图表 26:	自营模式拓店节奏平稳.....	20
图表 27:	同店盈利相对健康.....	20
图表 28:	老铺黄金在中国十大高端购物中心的覆盖率高达 80%.....	20
图表 29:	高端购物中心门店取得出色的销售业绩.....	20
图表 30:	对标高端珠宝品牌,老铺黄金拓展空间仍较大.....	21
图表 31:	对标宝格丽,老铺黄金各级城市均有拓店空间.....	21
图表 32:	对标国际珠宝品牌,老铺黄金海外开店空间较大.....	22
图表 33:	老铺黄金募集资金用途.....	22
图表 34:	2023 年年消费 5 万以上客户对老铺黄金收入贡献同比提升.....	23
图表 35:	截至 2023 年,老铺黄金 70%+忠诚会员一年购买 1-5 次.....	24
图表 36:	产品价格带集中于 1 万-5 万区间,符合高端定位的品牌形象.....	24
图表 37:	对标国际知名高端珠宝品牌,老铺黄金产品价格带相对较窄.....	24
图表 38:	2020-2023 年老铺黄金销售费率在 20%左右.....	26
图表 39:	但销售费用结构中品牌建设支出占比降低.....	26
图表 40:	老铺黄金盈利预测.....	27
图表 41:	DCF 估值核心假设.....	27
图表 42:	DCF 估值结果.....	27
图表 43:	可比公司估值.....	28

1. 中国古法金先行者，2023 年以来品牌破圈

1.1 中国古法金先行者与领导者

老铺黄金为中国古法黄金行业先行者与领导者。公司于 2009 年推出首家专注于销售古法金饰品的门店，是中国第一家推广“古法黄金”概念的品牌，是中国古法手工金器专业第一品牌，且是中国黄金协会发布的《古法金饰品》《古法金镶嵌钻石饰品》两部团体标准的第一起草单位。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年老铺黄金在古法黄金市场份额约 2%，以收入计在古法黄金行业排名第 7，以单店平均收入计在 2022 年和 2023 年于中国黄金珠宝市场连续排名收入第一。

图表1：老铺黄金发展历程



资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表2：公司荣获多项荣誉，巩固古法黄金行业先行者和领导者地位

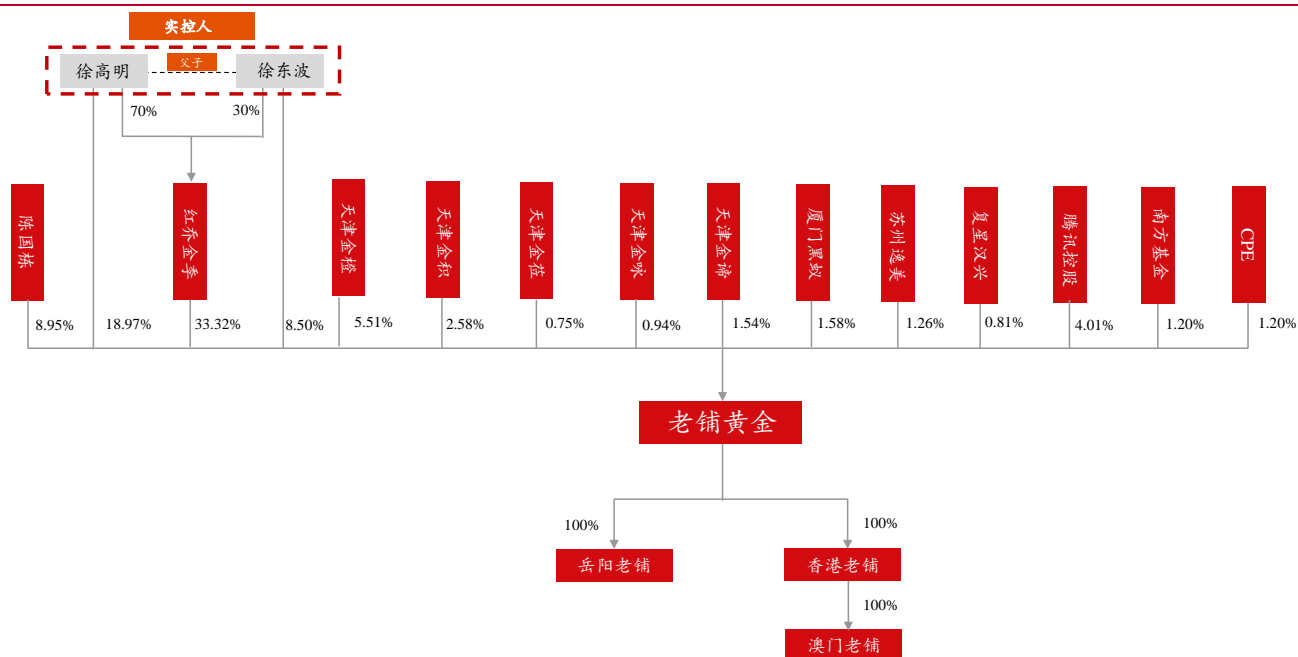
时间	荣誉	认证组织
2023 年	高净值人群最青睐的十大珠宝品牌	胡润研究院
2021 年	100 新消费榜单	北京国际设计周
2021 年	天猫黄金品类品牌人群心智榜单中“价值力指数”榜首	天猫消费者策略中心、RolandBerger 及阿里数据

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

1.2 股权集中且激励充分

公司股权集中且激励充分，管理层经验丰富。1) 股权结构：截至 2024 年 7 月，徐高明、徐东波先生分别直接持股 18.97%/8.50%，并通过分别持有红乔金季 70%/30%的

股份来间接持股公司，为公司的实际控制人。2) **股份激励**：公司成立天津金橙、天津金积、天津金咏、天津金谛及天津金莅等五大股份激励平台，以实行股份激励计划，并分别于2018年、2019年及2023年向参与者授多轮奖励。3) **管理层**：公司董事长徐高明、副总经理冯建军、营业部总经理徐锐及质检部总经理蒋霞均曾为公司前身金色宝藏的核心管理层，其中徐锐为徐高明先生的侄子，蒋霞为徐高明先生的外甥，核心管理层具有“家族基因”，深耕行业多年，具有丰富的管理经验。

图表3：公司股权结构稳定集中（截至2024/07）


资料来源：老铺黄金招股书，Wind，国联证券研究所

图表4：公司管理层行业经验丰富

姓名	职位	出生年份	加入时间	主要职务	履历
徐高明	董事长、总经理、研发总监	1965年	2016年12月	主持公司经营管理全面工作、公司商品研发工作，负责董事会相关工作	<ul style="list-style-type: none"> 1984-1991年任岳阳市畜牧水产局科员 1992-1994年任岳阳市畜牧水产局水产大楼总经理 1995-2017年7月任红乔旅游总经理 2004年6月-2018年10月任金色宝藏总经理 2012年7月-2017年9月任文房文化总经理 2016年12月-2019年11月任老铺有限总经理 2017年7月-2020年3月任红乔金季经理 2017年7月至今任红乔金季执行董事 2019年11月起任公司董事长、总经理、研发总监
冯建军	执行董事兼副总经理	1969年	2017年1月	负责市场拓展	<ul style="list-style-type: none"> 1989-1997年任湖南岳阳市制药一厂主管科员、综合科科长 1997-1998年任红桃K公司地区营销部经理 1998-2005年12月任红乔旅游行政兼营运总监 2006年任金色宝藏营运总监、副总经理 2017-2019年11月任老铺有限副总经理 2019年11月起任公司董事、副总经理
徐锐	执行董事兼营业部总经理	1981年	2017年1月	主持公司营业部全面管理工作	<ul style="list-style-type: none"> 2004年3月-2009年12月任红乔旅游经营部经理 2009年12月-2016年12月任金色宝藏营业部经理

蒋霞 执行董事、质检部总监、岳阳老铺监事
1977年 2018年2月 主持公司质检部全面管理工作

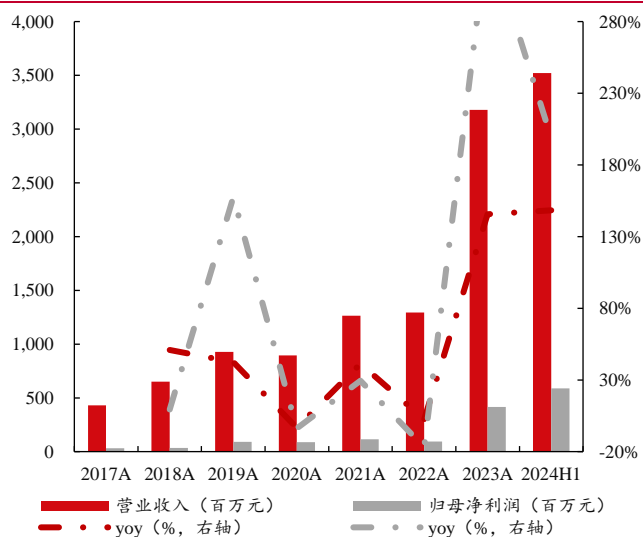
- 2017-2019年11月任老铺有限营业部总经理
- 2019年11月起任公司董事、营业部总经理
- 1995年8月-2005年7月担任岳阳红乔的采购工作
- 2005年8月-2018年2月担任金色宝藏商品管理部的产品管理及品质检验工作
- 2018年2月起任公司质检部总监
- 2018年3月起任岳阳老铺监事
- 2021年经认可为贵金属首饰和宝石检验师及国检珠宝培训中心钻石分析师

资料来源：老铺黄金招股书，Wind，国联证券研究所

1.3 2023-2024H1 盈利大幅提升

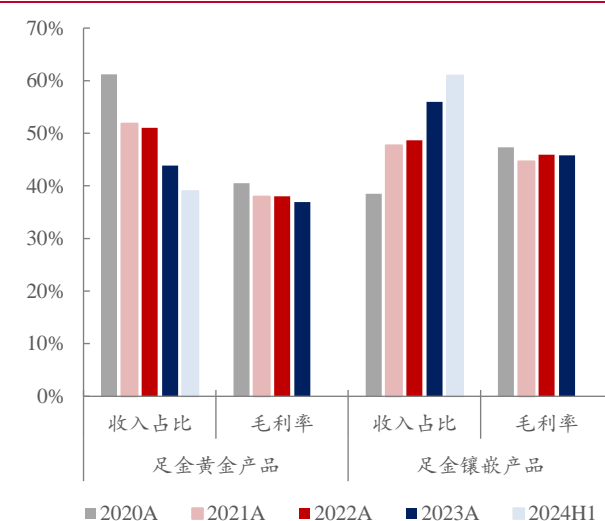
盈利拆解：净利润率适中+低资产周转+低杠杆扩张，相对可比同业 ROE 处行业居中水平，2023-2024H1 业绩高增下盈利能力大幅提升。老铺黄金差异化定位高端品牌，品牌传承中国经典文化与非遗工艺，兼具中国非遗文化价值与显著产品差异，凭借独特的工艺设计与纯自营的运营模式，公司毛利率与销售费用率均高于可比同业水平，2017-2022 年归母净利润率处行业中等偏上水平。且公司门店均为自营经营，相对加盟模式资产周转率相对较低，负债水平不高，综合而言 2017-2022 年公司 ROE 相对可比同业处于居中水平。2023 年线下消费场景恢复、黄金价格上涨叠加公司产品迭代升级、品牌知名度提升，公司营收同比增长 145.7%至 31.8 亿，归母净利润同比增长 340.4%至 4.16 亿。2024H1 公司品牌持续扩圈，营收与归母净利润高增长延续，同比分别增长 148.3%/198.8%，归母净利润率与 ROE 提升至行业领先水平。

图表5：2024H1 归母净利润同比增长 198.8%至 5.88 亿



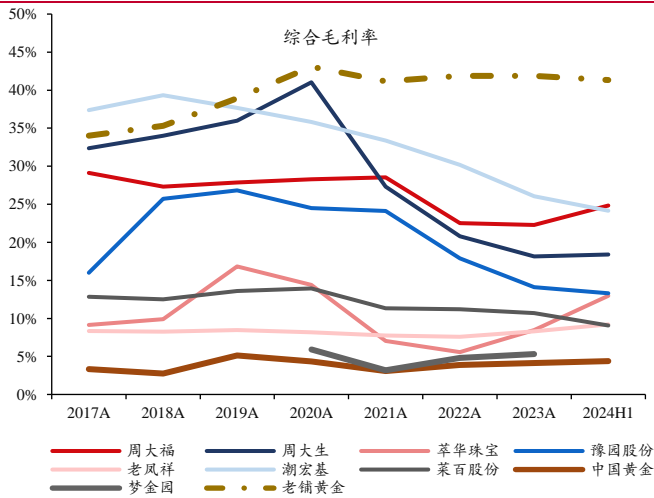
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：高毛利足金镶嵌产品占比提升



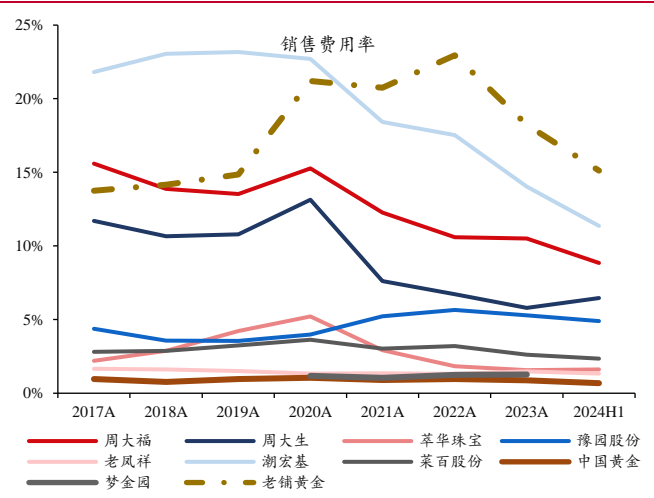
资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表7：老铺黄金综合毛利率高于可比同业



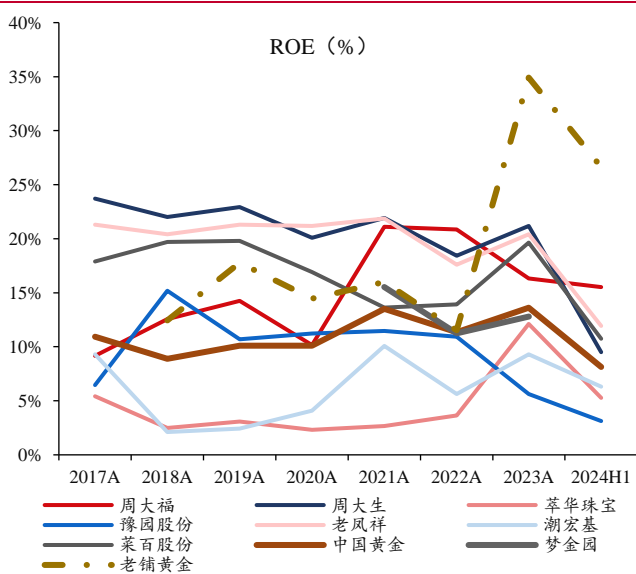
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：老铺黄金销售费用率亦高于可比同业



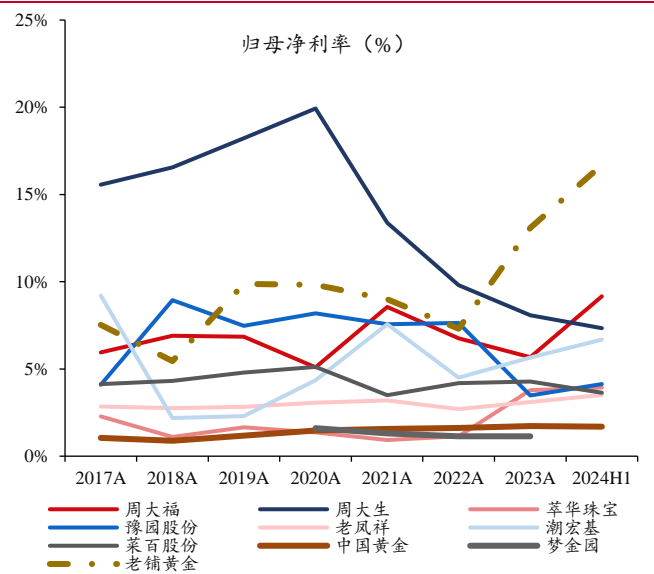
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：2017-2022年老铺黄金ROE处行业居中等水平



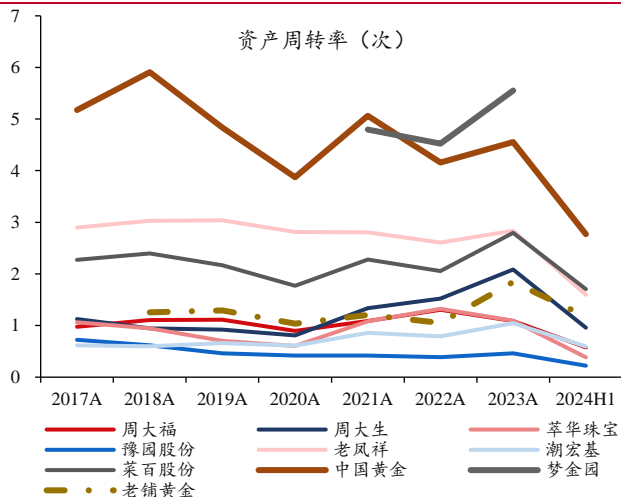
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：老铺黄金归母净利润率居行业中等偏上水平



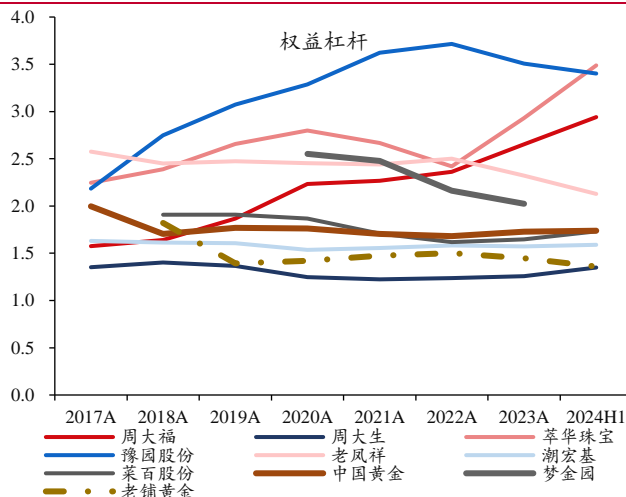
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11: 老铺黄金资产周转率处行业偏低水平



注: 周大福数据为财年口径
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 老铺黄金权益杠杆处行业偏低水平



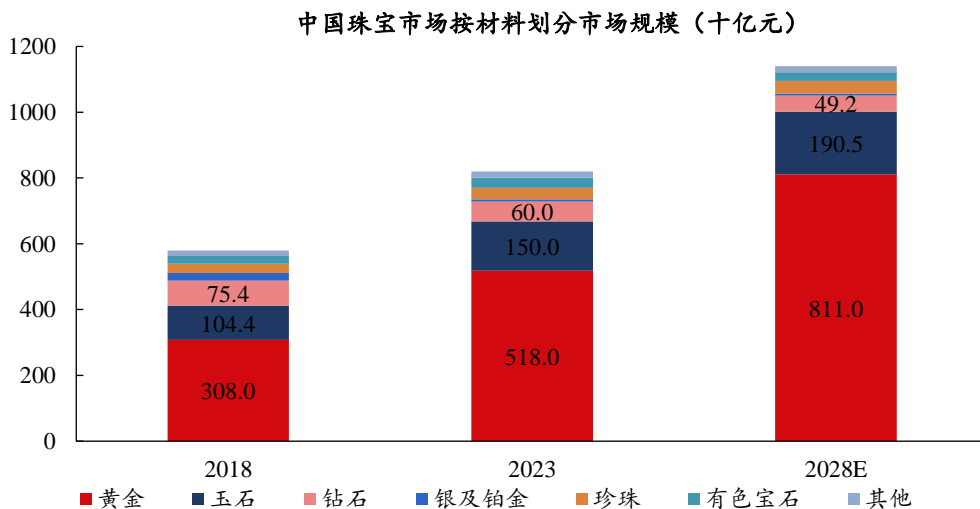
注: 周大福数据为财年口径
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 黄金工艺升级, 古法金市场高速扩张

2.1 黄金占据中国珠宝市场主体地位

黄金占据中国珠宝市场主体地位。自古以来, 黄金象征家庭繁荣、财富和地位, 同时作为贵金属, 其避险属性赋予黄金投资价值。随着年轻一代对黄金首饰的偏好, 市场呈现出年轻化趋势, 黄金产品市场份额不断扩大。根据弗若斯特沙利文数据, 受益于居民购买力增强与日常佩戴的需求多样化, 2018-2023 年中国珠宝市场规模以 7.2% 的复合增速由 5,800 亿增长至 8,200 亿, 其中黄金珠宝以 11.0% 的复合增速由 3,080 亿增长至 5,180 亿, 至 2023 年黄金占据珠宝市场份额达 63.2%。

图表13: 黄金占据中国珠宝市场主体地位



资料来源: 老铺黄金招股书, 弗若斯特沙利文, 中国珠宝玉石首饰行业协会, 国联证券研究所

2.2 古法黄金市场高速扩张

古法黄金珠宝市场高速扩张。根据弗若斯特沙利文数据，2018-2023 年中国古法金市场实现了由 130 亿元到 1573 亿元的增长，年复合增长率达 64.6%。背后主要驱动因素有：**1) 消费群体年轻化：**古法黄金珠宝以其精美的外观、吉祥的寓意和丰富的文化内涵，且同时满足 20 至 30 岁年轻人的审美及保值需求。**2) 对多元化、个性化珠宝产品追求：**伴随着黄金市场消费升级，款式新颖、文化内涵独特的珠宝产品更受消费者欢迎。**3) 对黄金与其他珍贵材料融合需求增加：**随着技术的进步，黄金珠宝品牌创新推出与其他珍贵材料（如钻石、绿松石、珍珠及有色宝石）相结合的古法黄金产品，而古法金的技术提升能满足这一镶嵌需求；**4) 「国潮」日渐流行：**近年来，随着「国潮」在年轻人中日渐流行，年轻一代更多人开始注意传统中华品牌，古法黄金珠宝设计精美，文化内涵丰富且工艺精致，因此被视为中国传统文化的代表之一。

古法金在不同级别城市渗透率持续提升。伴随着居民可支配收入上升，古法金市场由一线城市拓展至新一线城市和其他省会城市。根据弗若斯特沙利文数据，一线城市作为古法金目标客流的主要所在地，其市场规模由 2018 年的 51 亿元增至 2023 年的 251 亿元，复合年增长率达 37.8%；新一线城市古法金市场规模由 2018 年的 23 亿元增至 2023 年的 340 亿元，复合年增长率达 72.0%。

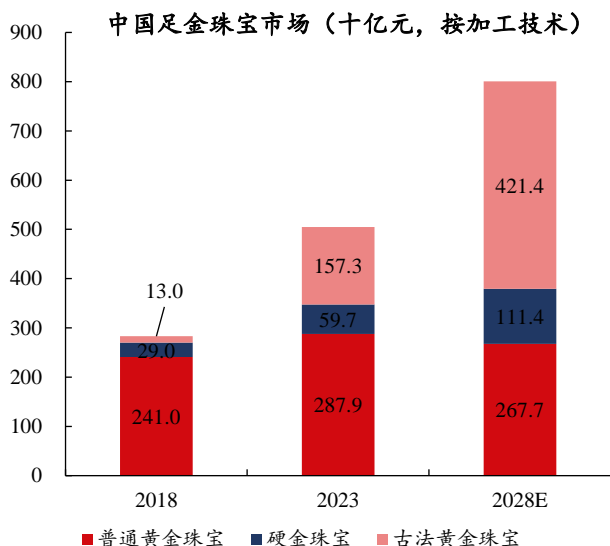
图表14：不同黄金珠宝制作工艺比较

维度	传统足金	3D 硬金	5D 硬金	5G 硬金	古法金
黄金纯度	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
制作工艺	熔炼、酸溶或电解法	电铸法（含氩）	电铸法（不含氩，以亚硫酸盐铸液为主）	熔铸法（加入硬金粉，以石墨烯和稀有元素为主）	水磨、镂胎、花丝、篆刻、锉型、锤揲、镶嵌、修金八大工艺
维氏硬度值	30-40HV	70-120HV	80-130HV	90-110HV	-
特点	较软，不耐磨	硬度高、耐磨性强，有效克服传统足金首饰硬度低、易磨损、不易保持细致花纹的缺点	相比 3D 硬金更硬，更轻、无污染	同时具备足金高成色高保值与 k 金款式多样时尚的双重优点	哑光质感，不易留下划痕、汗渍
优点	<ul style="list-style-type: none"> □ 延展性强，保值性较高； □ 工费相对较低。 	<ul style="list-style-type: none"> □ 同体积大小的饰品重量仅为普通千足金的 30%，更加轻巧，更加实惠； □ 3D 硬千足金硬度是传统千足金的 4 倍，具有高耐磨性，精致轻巧，佩戴舒适特点； □ 3D 硬千足金饰品采用可以更加精雕的蜡模型来倒模，使黄金极具立体感，表面形态更流畅。 	<ul style="list-style-type: none"> □ 更轻：一样大小的产品，5D 硬金能够做成比 3D 硬金轻三分之一； □ 更硬更韧：5D 硬金硬度高，韧性好，不易磨损、刮花，变形； □ 更亮：表面光滑如镜面，整体更亮； □ 更纯：纯度超过 999，经得起火烧考验。 	<ul style="list-style-type: none"> □ 5G 黄金韧性好，不容易断裂； □ 重量轻、硬度高； □ 工艺先进、款式时尚； □ 永不褪色； □ 纯度足金 999 	<ul style="list-style-type: none"> □ 哑光质感更显高级，更能满足年轻一代的时尚需求； □ 手工制作，精细琢磨，更显古色古香； □ 工艺更精湛，视觉效果更好； □ 耐脏耐看
缺点	<ul style="list-style-type: none"> □ 外力作用下可能会出现变形、磨损； □ 硬度限制，无法制作工艺设计相对复杂的款式 	<ul style="list-style-type: none"> □ 质地虽硬但很脆，需避免碰撞 	<ul style="list-style-type: none"> □ 工艺复杂，工费相对普通黄金高一些。 	<ul style="list-style-type: none"> □ 工艺复杂，工费相对普通黄金要高一些。 	<ul style="list-style-type: none"> □ 工艺复杂，需要技巧熟练的匠人投入大量精力才能制成，制作时间通常是普通金饰的几十倍。

主要消费群体 消费群体覆盖广泛，整体年龄偏高，消费地域主要在三四线城市 以年轻时尚消费人群为主 以年轻时尚消费人群为主 以年轻时尚消费人群为主 消费群体覆盖广泛，但由于平均客单价较高，主力消费人群为消费能力较强的30-45岁人群

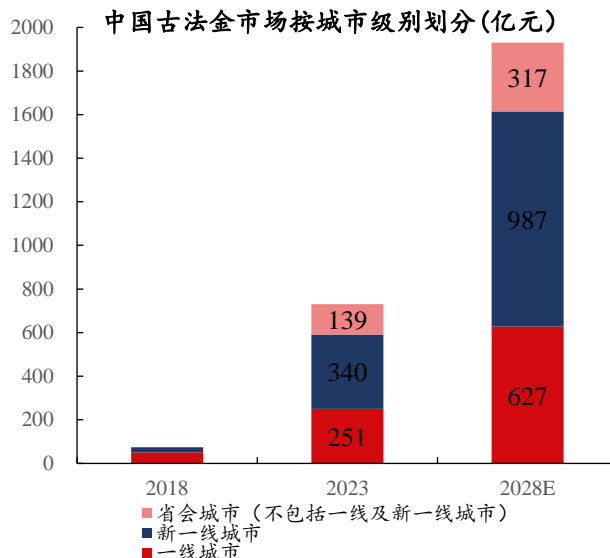
资料来源：黄金珠宝知识公众号，珠宝商平台公众号，JFJewel 公众号，智研咨询，国联证券研究所

图表15：中国古法黄金珠宝市场高速扩张



资料来源：老铺黄金招股书，弗若斯特沙利文，中国珠宝玉石首饰行业协会，中国黄金协会，国联证券研究所

图表16：新一线城市古法金市场增长较快



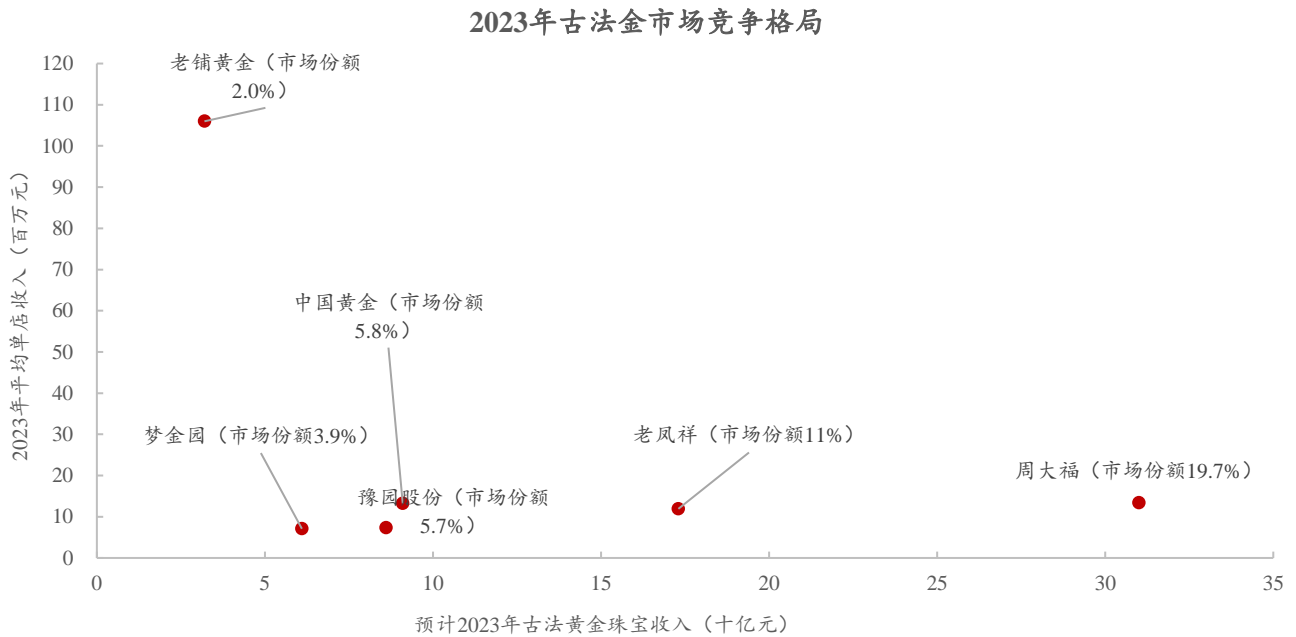
注：省会城市（不包括一线及新一线城市）包括沈阳、石家庄、太原、长春、哈尔滨、福州、南昌、济南、海口、贵阳、兰州、西宁、呼和浩特、南宁、拉萨、银川及乌鲁木齐。

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

2.3老铺黄金单店销售额领先

古法金市场集中度高，老铺黄金差异化定位高端市场。根据弗若斯特沙利文数据，2023年中国古法黄金市场规模为1573亿元，其中来自前五大黄金珠宝品牌的产品总收入为724亿元，占46.1%的市场份额。老铺黄金通过实施差异化业务策略，在品牌定位、产品主题和销售网络方面领先行业。按收入计，2023年老铺黄金在古法黄金珠宝市场占2.0%的份额，在中国古法黄金珠宝市场排名第七。按单店销售额计，2022年与2023年老铺黄金在中国主要黄金珠宝品牌中位居首位。

图表17：2023年老铺在中国古法金市场份额约2%，单店平均收入行业领先



注：平均单店收入为珠宝业务收入除以珠宝门店数
资料来源：老铺黄金招股书，弗若斯特沙利文，Wind，国联证券研究所

3.初具奢侈品品牌基因，开店/提价/出海空间广阔

3.1制作工艺独特，设计坚持原创

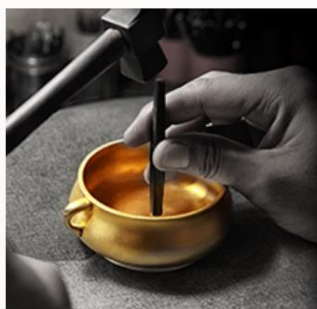
坚持手工制作、工艺独特繁复。公司秉持精益求精、追求极致的工匠精神，坚持古法手工制金工艺，古法黄金产品形状饱满，细节丰富，表面纹理均匀平整富层次感。例如，镌刻和镂空工艺形成凹凸有致的浮雕式纹样，装饰在金银器物表面，可创造出更加丰富多彩的艺术效果；花丝镶嵌工艺以黄金作为依托，利用宝石和烧蓝等新颜色的加入更添金饰的华贵和精致，色彩展示更丰富，给予消费者更强的心理满足感、品牌认同感。公司充分发挥古法黄金将艺术想象具体呈现到产品中的工艺优势，通过失蜡成型、捶胎、锤揲、镌刻、镂空、花丝、镶嵌及烧蓝等工艺设计，使得产品文化和时尚属性兼备。

图表18：公司植根于古法黄金制作传统，核心工艺独特繁复



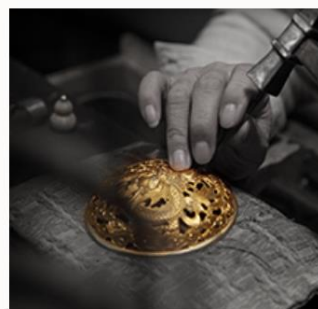
接胎

『眼、手、心』配合，全神贯注，用锤具手工敲击金片成型，敲成形制标准，器型规整，薄厚均匀。



锤揲

又称『打作法』、『金属敲花法』。锤揲修饰金器细节造型与图案，使金器肌理朴实，质感浑厚，精美细腻，灵气饱满。



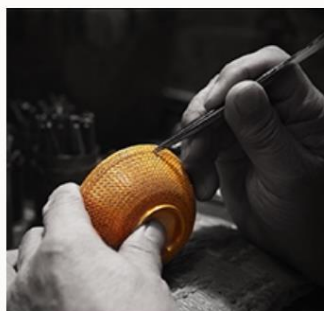
錾刻

以『摆、悬、捻、摊』等整法，配合『敲、点、打、斩』的锤技，在金胚表面手工錾出图案或纹饰。



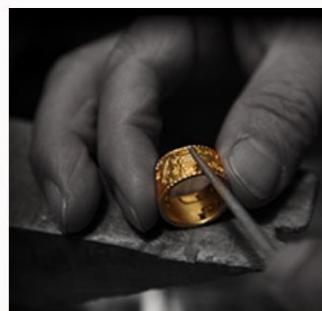
镶嵌

包括『镶宝石』和『嵌素金丝』，以『锉、接、闷、打、崩、挤』等纯手工技法，将金丝、金片或珊瑚等珠宝嵌入凹槽内，最后打磨平整。2008年被列入国家非物质文化遗产名录。



花丝

纯手工将黄金抽成极细丝状，通过『堆、垒、编、织、掐、填、攒、焊』八大手工技法完成。编丝成器，美轮美奂，宛若天工。2008年被列入国家非物质文化遗产名录。



修金

用专用工具，纯手工打磨、抛光金器表面，使金器表层平整，质感纯厚静美，呈现熠熠生辉的光泽效果。

资料来源：老铺黄金公司官网，国联证券研究所

内部生产为主、外包生产为辅，2018年自有工厂投产后外包成本降低。公司自有工厂岳阳工厂于2018年投产，公司产能与工厂生产人力与工作时间有关，生产周期因产品而异，2023年公司自有工厂生产的产品75%以上生产周期在26-50天。伴随终端需求向好，2020年以来公司产能增加且产能利用率处于高位，委外成本自2018年自有工厂投产后占比整体下降，2023年产能利用率达112%，委外成本相较2022年环比略有提升。

图表19：公司生产模式以内部生产为主，外包生产为辅

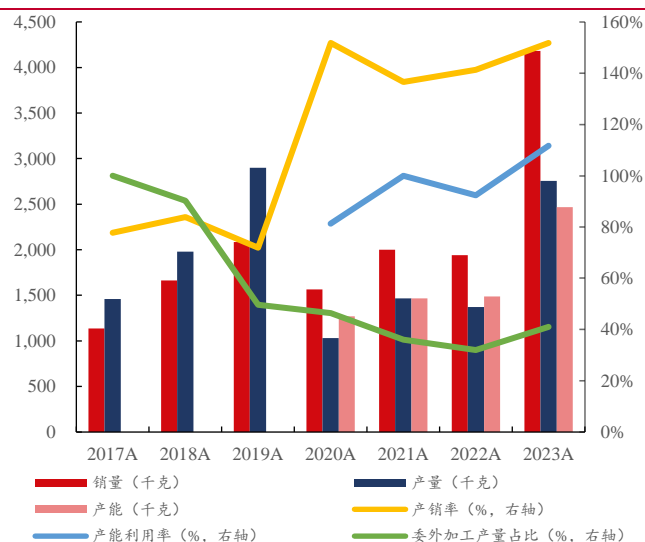
	2017A	2018A	2019A	2020CQ3
自行生产				
金额（万元）	-	255.18	2,351.18	1,051.83
产量（kg）	-	193.72	1,459.91	521.22
单位成本合计（元/g）	-	254.71	292.27	352.20

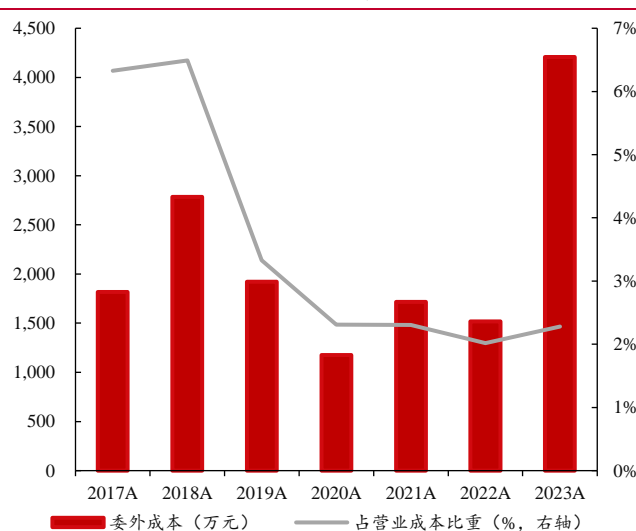
单位材料成本 (元/g)	-	241.54	276.17	332.02
单位人工 (元/g)	-	4.37	4.94	7.57
单位制造费用 (元/g)	-	8.80	11.17	12.61

委外加工

金额 (万元)	-	3,366.01	2,649.50	1,107.69
产量 (kg)	1,460.76	1,787.19	1,438.72	451.10
单位成本合计 (元/g)	246.13	260.42	294.56	356.75
单位材料成本 (元/g)	230.37	241.59	276.15	332.20
单位加工费用 (元/g)	15.75	18.83	18.42	24.56

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

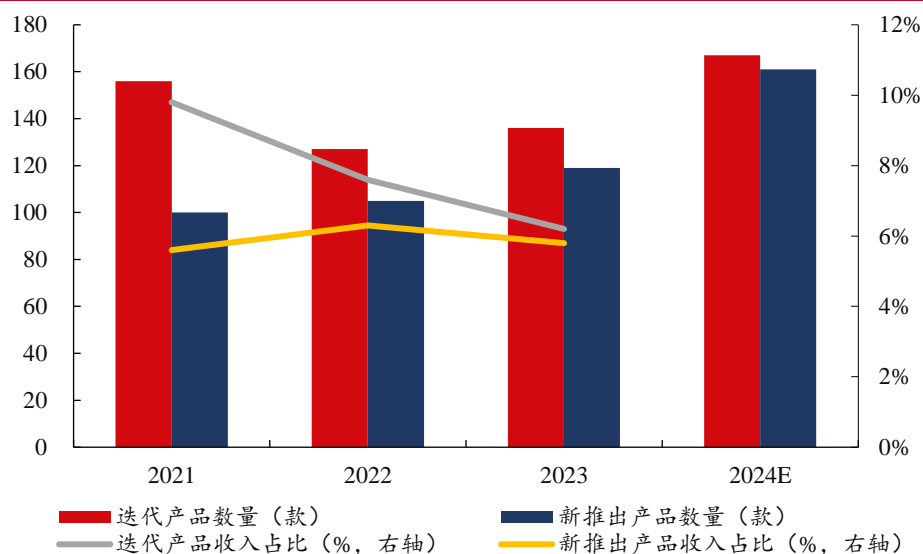
图表20：2020年以来产能利用率与产销率处高位

 注：2020年委外加工产量占比数据为2020年前3季度口径
 资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表21：2018年岳阳工厂投产，委外成本占比降低


资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

设计坚持原创，且对时代时尚品味保持高度敏感。公司研发团队中大部分成员在珠宝设计方面拥有超过10年的经验，创始人徐高明先生领导研发团队并监督主要产品的创作过程，以保持产品的高端定位及高级感调性，研发人员根据品牌定位/产品调性/主题不断调整研发计划。截至2023年12月，公司拥有逾千种原创设计的产品款式，拥有境内专利229项及作品著作权1,073项，以及境外专利164项。**公司产品创新能力引领行业发展**，如2019年末业内率先推出足金镶钻产品，颠覆了钻石珠宝以K金为底材的行业传统标准；如2022年以传统铜胎烧蓝技法为基础所锻造的足金烧蓝产品引发行业古法黄金的新产品热潮。公司在原创基础上，不断改进产品设计与开发能力，进行产品端更新迭代，2021-2023年新品与迭代品对当期收入贡献比重在10%以上。

图表22：2021-2023 年新品与迭代品对当期收入贡献比重在 10% 以上



资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

历经十余年积累，公司已形成丰富完整的差异化产品组合。公司产品既包含供日常佩戴的饰品，亦包含供装饰把玩的摆件以及可供收藏和使用的金器，可全面覆盖不同年龄和消费需求的消费者群体。同时，把玩金器、日用金器和摆件金器等高克重产品工艺复杂度更高，深度融合和体现文化元素及审美趣味，进一步强化品牌差异定位，大大满足消费者的消费心理需求，相对国内和国际珠宝首饰品牌具备显著的产品结构差异优势。

图表23：历经十余年积累公司已形成丰富完整的差异化产品组合





资料来源：老铺黄金官网，国联证券研究所

3.2 自营模式经营，选址聚焦高端商业

门店自营模式经营，选址聚焦高端商业中心。与加盟形式相比，自营模式使公司保留在零售专柜销售的产品所有权，以及自行招聘及管理销售人员及其他人员的权利，有利于品牌方严格控制产品及服务质量，对销售及客户服务进行精细管理，树立及维护品牌形象。截至2024年6月，公司共开设33家门店，分布于北京、上海、深圳、南京、杭州、沈阳、西安、澳门，主要位于中国一线和新一线城市的黄金地段商业中心，其中4家位于SKP系商场、10家位于万象城系商场，其余门店也均分布于南京德基广场、北京东方新天地广场、北京王府中环、成都国际金融中心、杭州大厦、澳门威尼斯人、新港中心等知名高端商业中心，高端的门店选址天然地筛选出一批与品牌定位相符的高端消费者客流。

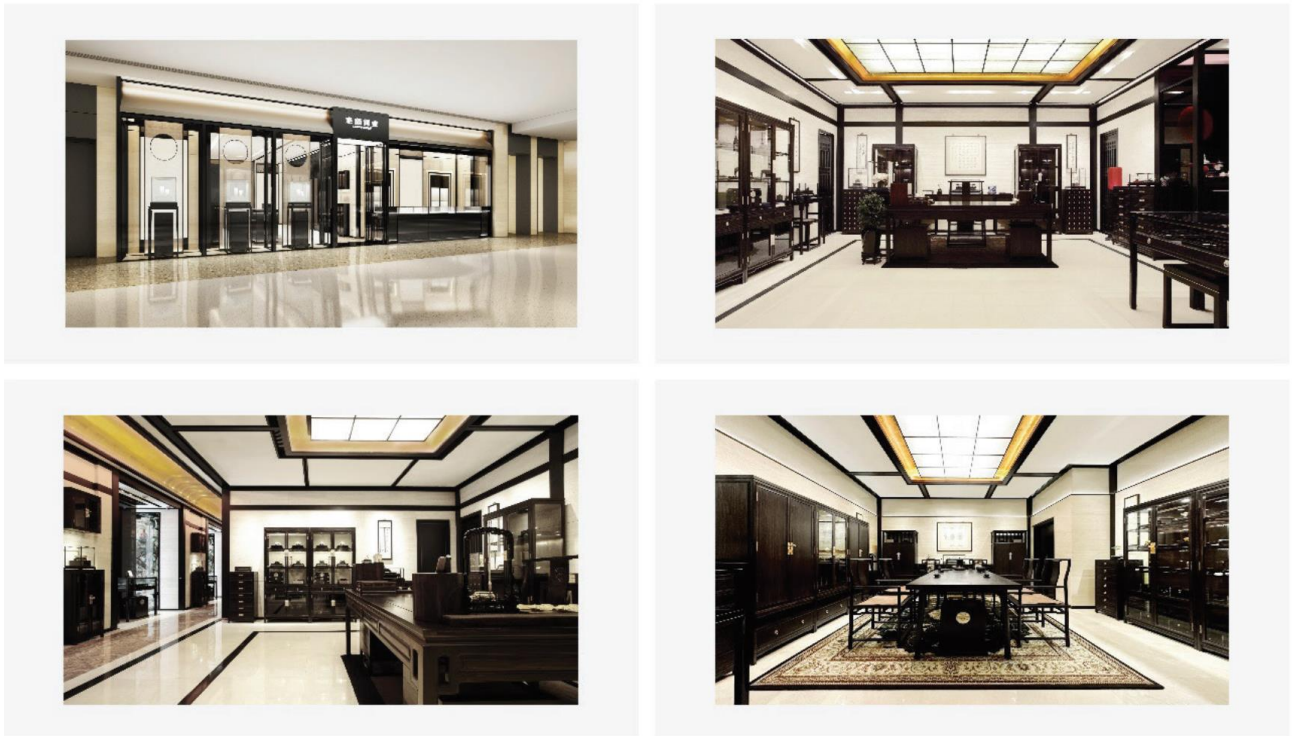
图表24：老铺黄金门店主要分布于中国一线与新一线城市

北京		北京东方新天地店 地址 北京王府井东方新天地UG层 AA02&EE01F 电话 010-8518-6686		老铺点钻·东方新天地店 老铺钻石黄金独立门店 地址 北京王府井东方新天地UG层 AA01&EE01G 电话 010-8518-8268
上海				
天津				
广州				
深圳				
杭州				
南京		北京东方新天地·会员中心 地址 北京王府井东方新天地UG层 AA06A&B 电话 010-8518-6650		北京王府中环店 地址 北京王府井步行街王府中环东座 2层T0221号 电话 010-6526-6832
成都				
西安				
郑州				
沈阳		北京SKP店 SKP一层店 地址 北京朝阳区大望路SKP 1层D1129号 电话 010-6500-1838		北京SKP店 SKP负一层店 地址 北京朝阳区大望路SKP B1层6113号 电话 010-6500-0268
武汉				
厦门				
香港				
澳门		北京国贸商城店 地址 北京建国门外大街1号国贸商城一层F1-1号 电话 010-8518-8851		北京中国大饭店店 地址 北京建国门外大街1号中国大饭店大堂层东侧 电话 010-6505-9668

资料来源：老铺黄金公司官网，国联证券研究所

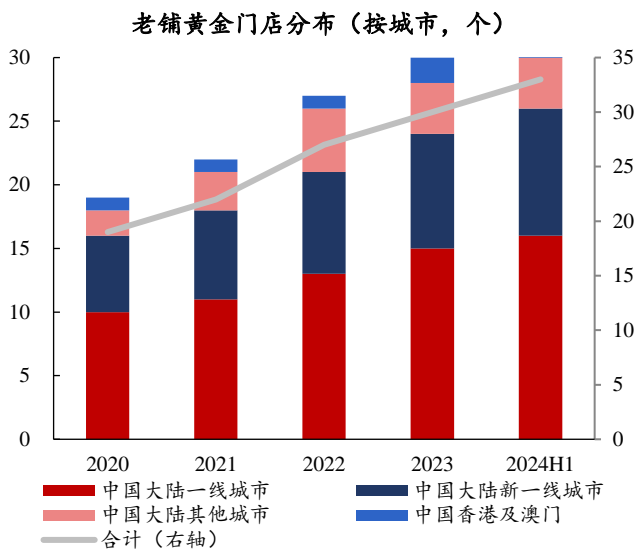
开创情景化店铺契合产品形象。公司在业内开创情景化店铺模式，通过中国经典书房主题场景，融合专业客户服务，展示经典工艺、经典产品和品牌主题文化，为消费者提供沉浸式消费体验。门店从空间设计到家具陈设，从灯光效果、背景音乐、香氛到花草布置到商品布局，从店员形象到门店客服形象，均经过精心规划规范，呈现出中国传统经典文化意境与强烈的感染力，高度契合中国古法手工黄金的产品定位与产品形象，让老铺黄金古法手工金器能成为「有文化、有厚度、有质量、有温度」的产品。在客户消费体验上，强化人力资源管理和机制建设，组建形象好、素质高、亲和力强、不功利的客服队伍，带给客户愉悦的消费服务体验。

图表25：公司搭建古典书房风格消费场景深化品牌形象



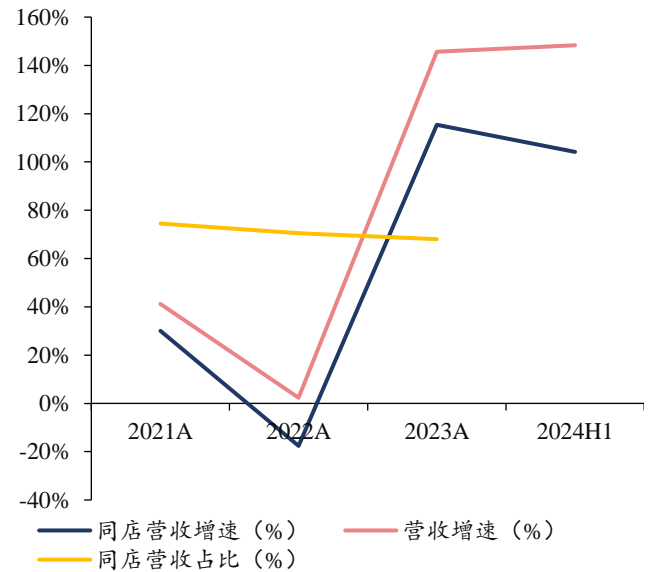
资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

自营拓店节奏平稳，同店盈利相对健康。1) **拓店节奏平稳**：2020-2023 年公司线下门店数量由 19 家增长到 30 家，旗下门店大多位于中国内地一线城市和新一线城市，与品牌高端定位相适配。2) **同店盈利相对健康**：门店初始平均投入约 3000 万，除北京工美大厦店、北京东方新天地店及香港广东道店外，旗下门店平均首次盈亏平衡期约 1 个月，平均现金投资回收期约 6 个月；2021A/2022A/2023A/2024H1 同店增速分别为 30%/-17.6%/115.4%/104.2%，2022 年同店下滑主要受部分门店暂停营业影响；伴随门店数量增加，2021-2023 年同店营收占当期收入比重由 74%下降至 68%。3) **高端商场覆盖率高**：截至 2024 年 4 月，全国排名前十的高端百货商场中，公司覆盖其中 8 家，覆盖率在国内黄金珠宝品牌中排名第一且销售业绩较为出色，如 2023 年公司位于北京 SKP 的两家门店收入 3.36 亿元，实现每平方米每月收入约 44.1 万元。

图表26：自营模式拓店节奏平稳


注：一线城市指北京、上海、广州及深圳，新一线城市指成都、重庆、杭州、武汉、苏州、西安、南京、长沙、天津、郑州、东莞、青岛、昆明、宁波及合肥

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表27：同店盈利相对健康


注：同店指进行对比的两个年度内营业日数均超过300天的门店

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表28：老铺黄金在中国十大高端购物中心的覆盖率高达80%

珠宝品牌	主要珠宝品牌在中国十大高端购物中心的覆盖率（截止2024/04）
宝格丽	100%
卡地亚、梵克雅宝、斐登	90%
老铺黄金、周大福、蒂芙尼、Chaumet	80%
周大生	70%
Qeelin、何方珠宝、宝诗龙、APM Monaco	60%

注：根据弗若斯特沙利文资料，中国十大高端购物中心为北京SKP、南京德基广场、北京国贸商城、上海国金中心商场、上海恒隆广场、杭州大厦、杭州万象城、西安SKP、广州太古汇及成都国际金融中心

资料来源：老铺黄金招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

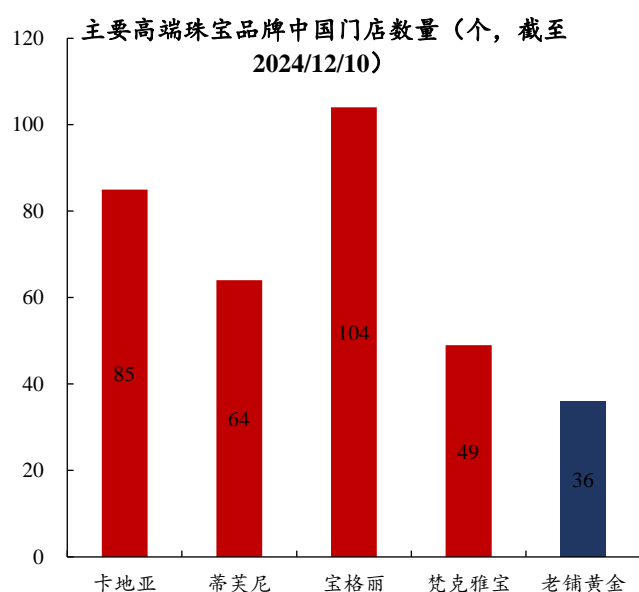
图表29：高端购物中心门店取得出色的销售业绩

购物中心名称	开业日期	前5大购物中心收入 (按门店计，百万元)				前5大购物中心收入占比 (按门店计，%)				每平方米收入 (万元)
		2020A	2021A	2022A	2023A	2020A	2021A	2022A	2023A	
北京SKP	2017年7月	116	176	140	336	13.0%	13.9%	10.8%	10.6%	529
南京德基	2018年8月	63	78	85	257	7.0%	6.1%	6.5%	8.1%	239
沈阳万象城	2019年5月	80	91	99	233	8.9%	7.2%	7.6%	7.3%	190
上海豫园挹秀楼	2022年1月	-	-	53	227	-	-	4.1%	7.1%	140
西安SKP	2018年5月	73	106	105	190	8.2%	8.4%	8.1%	6.0%	311
合计		332	451	482	1,243	37.1%	35.7%	37.2%	39.1%	-

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

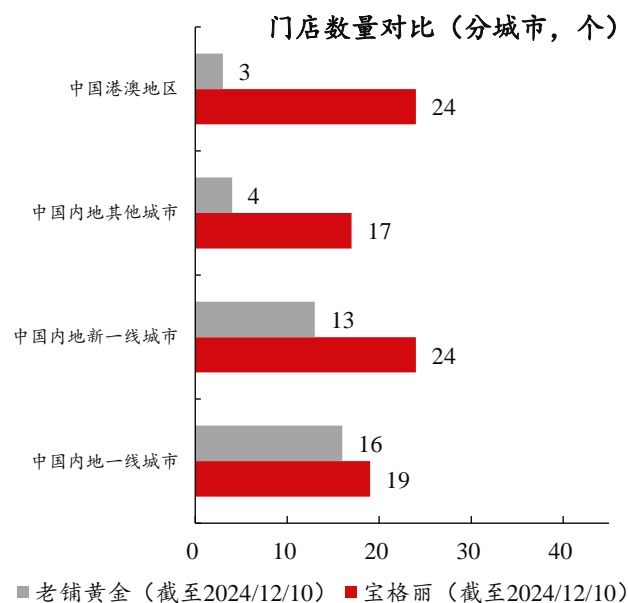
对标国际高端珠宝品牌，老铺黄金门店扩张空间较大。根据老铺黄金招股书，公司规划 2024-2026 年在中国内地开设 10 家门店，在中国内地以外（中国香港/中国澳门/新加坡/东京等）地区开设约 5 家新门店。截至 2024 年 12 月 10 日，卡地亚/蒂芙尼/宝格丽/梵克雅宝等国际高端珠宝品牌在中国门店数量分别为 85/64/104/49 家，而老铺黄金门店数量为 36 家。分城市看，相对宝格丽，老铺黄金在中国内地一线城市/新一线城市/二线及以下城市/中国香港澳门地区的门店拓展空间均较大。

图表30：对标高端珠宝品牌，老铺黄金拓展空间仍较大



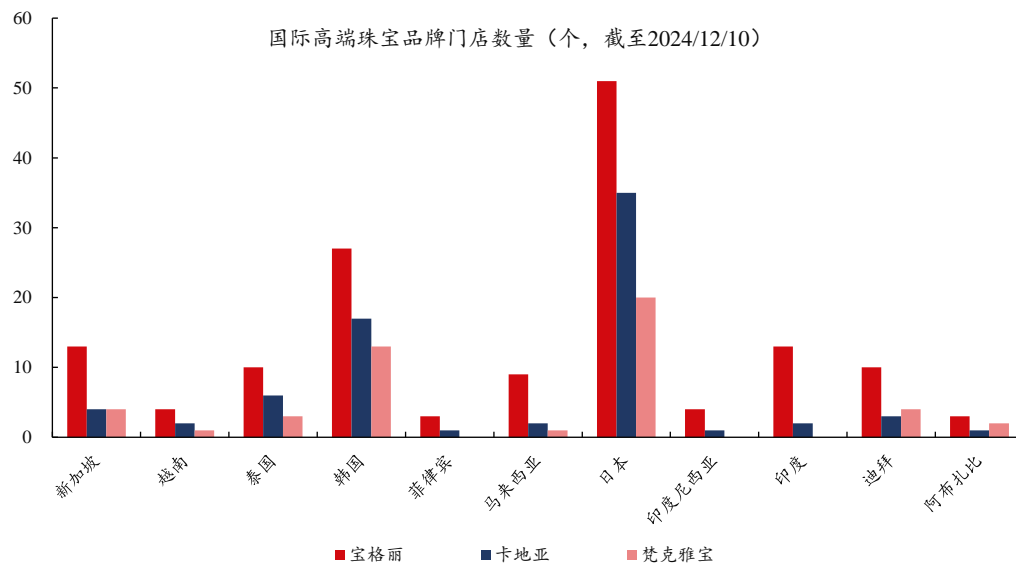
资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表31：对标宝格丽，老铺黄金各级城市均有拓店空间



注：一线城市指北京、上海、广州及深圳，新一线城市指成都、重庆、杭州、武汉、苏州、西安、南京、长沙、天津、郑州、东莞、青岛、昆明、宁波及合肥

资料来源：宝格丽官网，老铺黄金官网，国联证券研究所

图表32：对标国际珠宝品牌，老铺黄金海外开店空间较大


资料来源：各品牌官网，国联证券研究所

图表33：老铺黄金募集资金用途

资金用途	规划	细节	金额 (百万港元)	占比
扩展销售网络，品牌国际化	在中国内地开设 10 家新门店，主要针对一线城市及新一线城市，2024 年-2026 年分别开设 4 家/4 家/2 家新门店。	<ul style="list-style-type: none"> 每家新门店的预期建筑面积约为 80 至 100 平方米。一线城市每家门店的月租金预计为 40 万港元至 50 万港元，新一线城市的每家门店的月租金预计为 32 万港元。 预期开设上述新门店将产生总资本开支约 322.4 百万港元，主要包括开设期间的租金开支、设计及装修开支、存货成本以及新开门店所需的员工招聘及培训费用。 根据现有门店的实际初始盈亏平衡期及现金投资回收期，预计将于 2024 年在中国内地开设的门店平均初始盈亏平衡期约为 1 个月，于 2024 年在中国内地开设的门店的平均现金投资回收期约为 4 个月。 	317	44.40%
	在中国内地以外地区(中国港澳、新加坡、东京等地区)开设约 5 家新门店，2024 年开设 1 家、2025 年开设 4 家。	<ul style="list-style-type: none"> 每家新开设门店的预期建筑面积约为 80 平方米，预计每家门店的月租金预计介乎 64 万港元至 80 万港元。 预期开设上述新门店将产生总资本开支约 206.3 百万港元，主要包括开设期间的租金开支、设计及装修开支、存货成本以及新开门店所需的员工招聘及培训费用。 预计将于 2024 年在中国内地境外开设的门店平均初始盈亏平衡期约为 1 个月，于 2024 年在中国内地境外开设的门店的平均现金投资回收期约为 7 个月。 	206.3	28.90%
提高品牌知名度	增强品牌影响力	<ul style="list-style-type: none"> 例如在社交媒体及和其他数字平台投放广告及加强线下营销，包括于门店举办推广活动 	46.3	6.5%
	投资品牌 CI 建设	<ul style="list-style-type: none"> 委聘品牌宣传团队，预期将包括一名副总裁负责品牌打造，一名高级品牌设计师及一名品牌推广人员，以在未来两年开发一系列国际化品牌形象展示解决方案； 委聘资深的品牌建立团队于未来两年进行长远品牌升级，包括整体品牌形象规划、内容制作（如文案及图示设计、设立全媒体矩阵、营销展览策划及公共关系维护等） 	18.5	2.6%
	门店装修及形象升级	<ul style="list-style-type: none"> 计划在未来几年内重新设计及翻新约 11 家门店以转换形象，包括 2024 年 10 家门店及 2025 年 1 家门店，每家门店的平均成本约为 1.7 百万港元。 	15.6	2.2%
提升自动化及信息化水平	购买软件	<ul style="list-style-type: none"> 例如计划于 2024 年购买及开始升级数字化办公平台及门店检测系统，同时优化微信小程序 	11.8	1.6%
	建设数据处理平台	<ul style="list-style-type: none"> 预计将于 2025 年开始投入运作，统筹前端数据的分类、整合、分析及应用，分配相关数据至相应内部部门作进一步处理，以优化本公司内各部门协同及促进改善经营效率，并聘请 IT 人员运营及维护相关平台。 	4.8	0.7%
	购买及升级硬件	<ul style="list-style-type: none"> 	2.5	0.4%

加强研发能力	加强研发团队以营运研发中心	■ 实施有关黄金产品制造技术及技术工艺的研发项目，如纯金硬化技术、镶嵌技术、锤揲技术及烧蓝材料配方等。	14.1	2.0%
		■ 在现有研发团队基础上计划于未来两年每年招聘两名新的研发设计工程师		
	设立研发中心	■ 研发中心的预期总建筑面积约为 200 平方米，月租金预计约为 35,000 港元，计划在两年内完成设立	4.0	0.6%
	购置高精度研发设备		1.0	0.1%
营运资金与一般用途			71.3	10%
合计			713.2	100%

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

3.3初具奢侈品基因，品牌投入力度有望加大

秉持高端品牌定位，对标国际高端珠宝品牌，高净值客群渗透率有望进一步提升。1)

目标客群：追求质量及审美，年龄 25 至 45 岁的女士及 30 至 55 岁的男士，拥有强大的购买力及年收入超过 10 万元；目标客群主要因为经典的工艺、高级感调性与高品质而购买产品，通过针对高净值客户推出差异化产品，而规避低价黄金产品市场的同质化竞争。**2) 消费习惯：**客群相对分散，2023 年约 90% 的客户购买金额在 5 万及以下，约 70% 的收入由每年购买金额在 30 万以下的客户贡献，70% 以上的客户一年购买 1-5 次，2021-2023 年客户平均消费金额均在 3 万元以上，2023 年年消费 5 万以上客户对公司收入贡献同比提升。**3) 价格带：**产品价格带集中于 1 万-5 万元区间，符合高端定位的品牌形象，但对标梵克雅宝、宝格丽、卡地亚、蒂芙尼等国际知名高端珠宝品牌，公司产品价格带较窄，未来在高净值客户群中品牌渗透率与品牌认可度有望进一步提升。

图表34：2023 年年消费 5 万以上客户对老铺黄金收入贡献同比提升

项目	每名忠诚会员的 购买金额(元)	2021A		2022A		2023A	
		数量	占比(%)	数量	占比(%)	数量	占比(%)
忠诚会员数量 (个)	≥1 百万	53.0	0.1	57.0	0.1	138.0	0.1
	0.3-1 百万	365.0	1.0	350.0	0.9	720.0	0.8
	5 万-30 万	4145.0	11.4	4028.0	10.0	9769.0	10.5
	<5 万	31949.0	87.5	35831.0	89.0	82469.0	88.6
	合计	36,512	100	40,266	100	93,096	100
忠诚会员收入贡献 (百万元)	≥1 百万	108	8.5	130	10.1	505	15.9
	0.3-1 百万	179	14.1	179	13.8	344	10.8
	5 万-30 万	405	32.0	388	30.0	945	29.7
	<5 万	540	42.7	565	43.7	1,259	39.6
	合计	1,232	97	1,262	98	3,054	96
忠诚会员平均消费 金额(万元)	≥1 百万	203.77		228.07		365.94	
	0.3-1 百万	49.04		51.14		47.78	
	5 万-30 万	9.77		9.63		9.67	
	<5 万	1.69		1.58		1.53	
	合计	3.37		3.13		3.28	

注：老铺黄金忠诚会员指在其小程序注册并输入必要信息，且其后至少购买一次公司产品的会员

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表35：截至2023年，老铺黄金70%+忠诚会员一年购买1-5次

每年购 买次数	2021A (个, 百万元, %)				2022A (个, 百万元, %)				2023A (个, 百万元, %)			
	忠诚会员数量	占比	收入贡献	占比	忠诚会员数量	占比	收入贡献	占比	忠诚会员数量	占比	收入贡献	占比
1-5次	35,906	98.3	1,045	82.6	39,638	98.4	1,045	80.7	91,602	98.4	2,286	71.9
6-30次	598	1.6	160	12.6	607	1.5	156	12.1	1,415	1.5	386	12.1
30-100次	3	0.0	2	0.1	14	0.0	11	0.9	55	0.1	72	2.3
>100次	5	0.0	26	2.0	7	0.0	50	3.8	24	0.0	310	9.7
其他	-	-	33	2.6	-	-	32	2.5	-	-	126	4
总计	36,512	100	1,265	100	40,266	100	1,294	100	93,096	100	3,180	100

注：老铺黄金忠诚会员指在其小程序注册并输入必要信息，且其后至少购买一次公司产品的会员




资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表36：产品价格带集中于1万-5万区间，符合高端定位的品牌形象

产品类型	每件售价范围 (人民币)	收入占比-2021A	收入占比-2022A	收入占比-2023A
足金黄金产品	<1万元	3.7%	3.5%	1.9%
	1万-5万元	26.9%	26.5%	24.3%
	5万-25万元	15.2%	15.6%	13.4%
	>25万元	6.0%	5.6%	4.2%
足金镶嵌产品	<1万元	6.6%	8.5%	8.2%
	1万-5万元	32.6%	31.8%	40.7%
	5万-25万元	6.2%	5.7%	5.6%
	>25万元	2.2%	2.7%	1.5%

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表37：对标国际知名高端珠宝品牌，老铺黄金产品价格带相对较窄

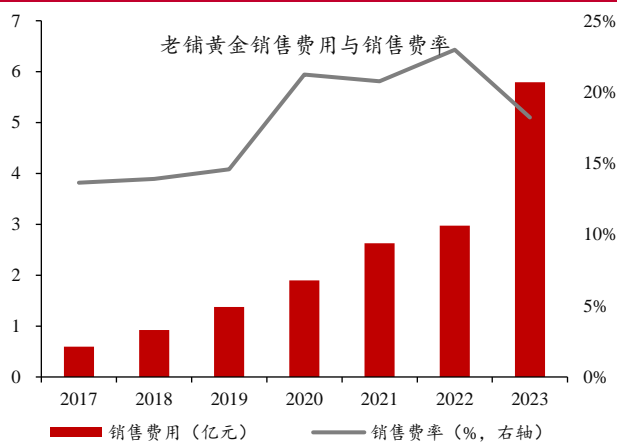
品牌	产品系列	产品	价格带 (元)
梵克雅宝	Alhambra 四叶幸运系列	手链/手镯 	11,000-47,500
		项链 	12,200-1,460,000
宝格丽	DIVAS'DREAM 系列	手链/手镯 	12,900-57,700

		项链		18,400-444,000
		手链/手镯		4,000-700,000
蒂芙尼	T 系列	项链		9,400-2,100,000
卡地亚	LOVE 系列	手链/手镯		6,100-445,000
		项链		7,100-74,000
老铺黄金	点钻系列	手链/手镯		18,980-59,300
		项链		9,600-45,460

资料来源：各品牌官网，卡地亚天猫旗舰店，老铺黄金天猫旗舰店，国联证券研究所

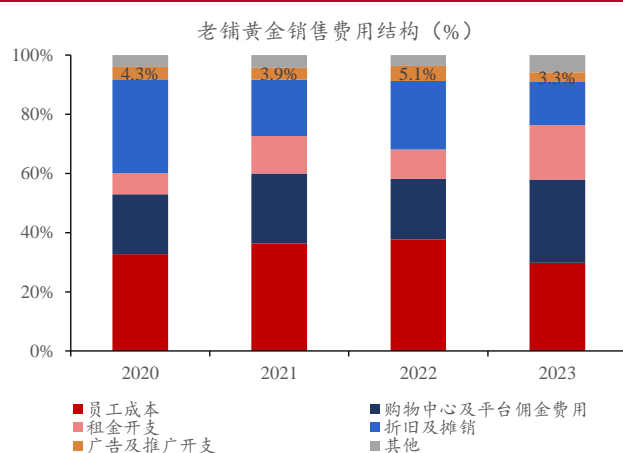
初具奢侈品品牌基因，未来品牌建设投入有望加大。参照奢侈品品牌内涵，老铺黄金在关联文化内涵、极致的产品体验、较高产品溢价等维度上已经初具奢侈品品牌基因。但由于品牌诞生的时间尚短，经典产品的长久流行性、关联文化内涵的持续深化仍需要公司在品牌打造上持续投入。受疫情对收入端的影响，2020-2022 年公司销售费用率提升至 20% 以上，2023 年伴随线下消费复苏及公司产品力凸显带来收入大幅恢复，销售费用率下降至 18.2%。但从销售费用结构看，公司主要销售费用为直营模式下的人员及房租费用，而用于品牌建设的广告及推广开支在 5% 左右。公司募集资金用途之一在于增加社交媒体广告投放与线下营销，未来品牌建设投入力度有望加大。

图表38：2020-2023年老铺黄金销售费率在20%左右



资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表39：但销售费用结构中品牌建设支出占比降低



资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

分业务对老铺黄金进行盈利预测，核心假设如下：

业务：1) 足金镶嵌产品：考虑到公司产品端持续推陈出新、品牌人群持续扩大，以及公司根据金价每年对产品价格进行调整，预计2024-2026年公司足金镶嵌产品营收增速分别为153%/54%/30.7%，毛利率水平稳定在44%-45%区间。**2) 足金黄金产品：**消费者对镶嵌产品偏好度更高，预计2024-2026年足金黄金产品营收增速分别为93.6%/44.5%/23.9%，毛利率水平边际小幅下行。

门店：1) 数量：根据招股说明书规划，公司计划2025-2026年在中国内地分别新增4家/2家门店，计划2025年在中国内地以外地区新增4家门店，预计2024-2026年底公司门店数量分别为36家/44家/46家。**2) 收入：**基于业务端预测，预计2024-2026年公司单店平均收入分别为2亿/2.46亿/3.02亿元。

综合上述假设，我们预计公司2024-2026年收入分别为72.09/108.43/139.04亿元，对应增速分别为126.7%/50.4%/28.2%；归母净利润分别为12.07/18.10/23.08亿元，对应增速分别为190.0%/49.9%/27.5%；EPS分别为7.17/10.75/13.71元/股，对应3年复合增速为77.0%。

图表40：老铺黄金盈利预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,264.6	1,294.2	3,179.6	3,520.2	7,209.5	10,842.6	13,903.6
yoy	41.2%	2.3%	145.7%	148.3%	126.7%	50.4%	28.2%
门店数量 (个)	22	27	30	33	36	44	46
中国大陆	21	26	28	30	33	37	39
一线城市	11	13	15	16	16		
新一线城市	7	8	9	10	12		
其他城市	3	5	4	4	4		
中国香港及澳门	1	1	2	3	3	7	7
单店平均收入 (百万元/个)	57.48	47.93	105.99	106.67	200.26	246.42	302.25
分产品							
足金黄金产品	655.4	661.0	1,394.3	1,372.1	2,699.3	3,899.2	4,831.1
yoy	19.6%	0.9%	110.9%	110.1%	93.6%	44.5%	23.9%
占比	51.8%	51.1%	43.9%	39.0%	37.4%	36.0%	34.7%
毛利率	37.9%	38.0%	36.9%	36.0%	35.0%	34.5%	34.0%
销量 (千克)	1,161	1,133	2,199	2,006	3,870	5,225	6,165
yoy	11.0%	-2.4%	94.1%	87.6%	76.0%	35.0%	18.0%
单价 (元/克)	650	676	729	786	802	858	901
yoy	7.8%	4.0%	7.8%	12.0%	10.0%	7.0%	5.0%
与收入拟合差值	0.87	0.86	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
足金镶嵌产品	603.1	629.5	1,780.7	2,146.7	4,505.1	6,937.8	9,066.3
yoy	74.8%	4.4%	182.9%	182.1%	153.0%	54.0%	30.7%
占比	47.7%	48.6%	56.0%	61.0%	62.5%	64.0%	65.2%
毛利率	44.6%	45.9%	45.8%	44.7%	44.5%	44.5%	44.5%
销量 (千克)	840	807	1,982	2,181	4,360	6,105	7,387
yoy	61.5%	-3.9%	145.6%	145.3%	120.0%	40.0%	21.0%
单价 (元/克)	835	914	1,043	1,144	1,199	1,319	1,425
yoy	8.6%	9.5%	14.1%	15.0%	15.0%	10.0%	8.0%
与收入拟合差值	0.86	0.85	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
其他	6.2	3.7	4.6	1.4	5.1	5.6	6.2
yoy	137.9%	-40.2%	25.3%	-63.2%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	0.5%	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
毛利率	50.4%	49.3%	39.9%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
营业成本	743.6	752.1	1,847.6	2,065.2	4,258.0	6,407.9	8,224.1
yoy	46.0%	1.1%	145.7%	149.7%	130.5%	50.5%	28.3%
占比	58.8%	58.1%	58.1%	58.7%	59.1%	59.1%	59.2%
毛利	521.0	542.1	1,332.0	1,455.0	2,951.5	4,434.7	5,679.5
yoy	34.9%	4.1%	145.7%	146.4%	121.6%	50.3%	28.1%
毛利率	41.2%	41.9%	41.9%	41.33%	40.9%	40.9%	40.8%
销售费率	20.8%	23.0%	18.2%	15.12%	15.0%	15.1%	15.2%
管理费	7.0%	7.3%	5.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%

资料来源：Wind，老铺黄金招股书，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

➤ 绝对估值法

参考十年期国债收益率给予 1.72% 的无风险利率，给予 6.5% 的市场预期收益，给予公司 1.14 的贝塔系数，资本加权平均成本将达 7.17%；假设第二阶段复合增长率为 10%、第三阶段永续增长率为 1%；DCF 估值模型显示公司合理估值为每股 232.29 元人民币/250.85 港元，汇率按 0.9260 换算。

图表41：DCF 估值核心假设

指标	数值
无风险利率 Rf	1.72%
市场预期回报率 Rm	6.5%
β 系数 (参考值)	1.14

图表42：DCF 估值结果

DCF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,922.89	5%
第二阶段	13,599.64	35%
第三阶段 (终值)	23,714.62	60%

第二阶段年数 (年)	10
第二阶段增长率	10%
永续增长率	1%
债务成本 Kd	2.25%
债务资本比重 Wd	0.33%
股权成本 Ke	7.18%
资本加权平均成本 (WACC)	7.17%

资料来源: Wind, iFind, 国联证券研究所

企业价值 AEV	39,237.15
加: 非核心资产	0.00
减: 带息债务	127.75
减: 少数股东权益	0.00
股权价值	39,109.40
除: 总股本 (股)	168,366,700.00
每股价值 (元)	232.29

资料来源: iFind, 国联证券研究所

➤ 相对估值法

选取黄金珠宝以及奢侈品企业与公司进行对比,可比企业 2025 年 PE 平均水平达 13x, 考虑到公司当前发展阶段与成长性领先可比同业,且品牌定位在黄金珠宝行业具备独特性,给予公司 2025 年 22x PE 目标估值。

图表43: 可比公司估值

代码	简称	市值 (亿元)	口径	EPS (元)				PE (x)				EPS 三年 CAGR
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002345.SZ	潮宏基	52	人民币, 自然年	0.38	0.41	0.49	0.56	15	14	12	10	14.5%
600612.SH	老凤祥	225	人民币, 自然年	4.23	4.03	4.46	4.90	10	11	10	9	5.0%
002867.SZ	周大生	159	人民币, 自然年	1.20	1.05	1.20	1.35	12	14	12	11	3.9%
1913.HK	普拉达	189	欧元, 自然年	0.26	0.32	0.37	0.43	28	23	20	17	17.7%
1929.HK	周大福	672	港元, 财年	0.65	0.56	0.66	0.73	10	12	10	9	3.7%
	平均值							15	15	13	12	
6181.HK	老铺黄金	376	人民币, 自然年	2.47	7.17	10.75	13.71	90	31	21	16	77.0%

注: 可比公司盈利预测数据来自 Wind 一致预期, 周大福财报口径为财年, 2024-2026 年预测实际对应 2025 财年-2027 财年

资料来源: iFind, Wind, 国联证券研究所整理, 股价取 2024 年 12 月 31 日收盘价

➤ 投资建议

绝对估值法测得公司每股价值为 232.29 元人民币,可比公司 2025 年平均 PE 为 13x。考虑到公司发展阶段与成长性领先可比同业,且品牌定位在黄金珠宝行业具备独特性,给予公司 2025 年 22x PE 目标估值,目标价 236.46 元人民币/255.34 港元 (港元兑人民币汇率按 0.9260 计)。首次覆盖,给予“增持”评级。

5.风险提示

原材料价格波动风险。公司产品主要原材料为黄金和铂金等,国内黄金、铂金价格受国内外经济形势、通货膨胀、供求变化、地缘政治、国际金价等复杂因素影响,珠宝上市公司产品价格与上金所黄金、铂金价格具有高度相关性。若黄金、铂金等原材料价格下跌,公司直接面临着产品销售价格下降,给经营业绩带来压力。

存货管理风险。公司存货主要为黄金、铂金、白银、钻石、翡翠、白玉等原材料,以及镶嵌首饰、贵金属首饰等库存商品,黄金原材料及库存商品随着国际金价和珠宝原料价格的大幅波动,将带来存货管理上的风险。

宏观经济环境的不确定性影响。珠宝行业具备一定的消费属性，若宏观经济下行幅度超预期，将对行业景气度与公司业绩带来不确定性。

委托生产商产品质量控制风险。当内部产能不足时，公司将部分产品生产外包予加工商，依靠加工商确保产品供应。若公司无法维持与加工商的关系以及加工商无法按时交付遵循质量标准的产品，公司的品牌形象及业务可能受到不利影响。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	60	70	2,080	3,331	5,302
应收账款+票据	100	376	395	594	762
预付账款	35	52	141	211	271
存货	807	1,268	1,750	2,458	2,929
其他	2	9	19	29	38
流动资产合计	1,005	1,776	4,385	6,623	9,302
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	53	58	53	51	48
在建工程	0	0	5	5	5
无形资产	199	255	217	182	145
其他非流动资产	35	70	75	75	75
非流动资产合计	286	383	350	313	274
资产总计	1,291	2,159	4,735	6,936	9,575
短期借款	136	128	128	128	128
应付账款+票据	5	58	133	200	257
其他	150	289	644	970	1,244
流动负债合计	291	474	905	1,297	1,628
长期带息负债	0	0	0	0	0
长期应付款	-	-	-	-	-
其他	130	169	169	169	169
非流动负债合计	130	169	169	169	169
负债合计	422	643	1,074	1,466	1,797
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	137	143	168	168	168
储备	733	1,373	2,285	2,285	2,285
留存收益	0	0	1,207	3,017	5,325
股东权益合计	870	1,515	3,660	5,470	7,778
负债和股东权益总计	1,291	2,159	4,735	6,936	9,575

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	95	416	1,207	1,810	2,308
折旧摊销	83	120	53	56	60
财务费用	17	18	2	-4	-10
其它	-46	-583	-168	-596	-376
经营活动现金流	148	-29	1,094	1,267	1,982
投资活动现金流	-35	-59	-20	-20	-20
筹资活动现金流	-79	99	936	4	10
现金净增加额	35	11	2,010	1,250	1,971

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,294	3,180	7,209	10,843	13,904
营业成本	752	1,848	4,258	6,408	8,224
税金及附加	-	-	-	-	-
销售费用	297	579	1,081	1,637	2,113
管理与研发费用	103	178	252	379	487
财务费用	17	18	2	-4	-10
营业利润	122	551	1,605	2,406	3,068
营业外净收益	4	3	4	4	4
利润总额	127	553	1,609	2,410	3,073
所得税	32	137	402	600	765
净利润	95	416	1,207	1,810	2,308
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	95	416	1,207	1,810	2,308

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	2.3%	145.7%	126.7%	50.4%	28.2%
EBIT	-13.3%	297.7%	181.9%	49.3%	27.3%
EBITDA	-0.2%	204.6%	140.7%	48.0%	26.8%
归属于母公司净利润	-17.0%	340.4%	190.0%	49.9%	27.5%
获利能力					
毛利率	41.89%	41.89%	40.94%	40.90%	40.85%
净利率	7.30%	13.09%	16.75%	16.69%	16.60%
ROE	10.87%	27.47%	32.99%	33.08%	29.67%
ROIC	11.47%	42.55%	73.37%	57.25%	51.80%
偿债能力					
资产负债率	32.7%	29.8%	22.7%	21.1%	18.8%
流动比率	3.45	3.75	4.84	5.11	5.71
速动比率	0.67	1.05	2.89	3.19	3.89
营运能力					
应收账款周转率	12.91	8.45	18.25	18.25	18.25
存货周转率	0.93	1.46	2.43	2.61	2.81
总资产周转率	1.00	1.47	1.52	1.56	1.45
每股指标 (元)					
每股收益	0.56	2.47	7.17	10.75	13.71
每股经营现金流	0.88	-0.17	6.50	7.52	11.77
每股净资产	5.16	9.00	21.74	32.49	46.20
估值比率					
市盈率	397.8	90.3	31.1	20.8	16.3
市净率	43.2	24.8	10.3	6.9	4.8
EV/EBITDA	134.9	46.3	22.3	14.9	11.3
EV/EBIT	213.1	56.0	23.0	15.2	11.5

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 12 月 31 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，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。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。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼