

老铺黄金 (06181.HK)

定位高净值客户盈利能力强，古法黄金奢侈品代表

投资评级 (暂无)

2024年06月26日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书: S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,294.22	3,179.56	5,681.56	7,068.42	8,453.67
同比 (%)	2.34	145.67	78.69	24.41	19.60
归母净利润 (百万元)	94.53	416.30	784.04	1,007.78	1,228.95
同比 (%)	-16.99	340.40	88.34	28.54	21.95
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.58	2.57	4.84	6.22	7.58
P/E (现价&最新摊薄)	64.59	14.67	7.79	6.06	4.97

投资要点

- **古法黄金特色品牌，定位高净值客户盈利能力强：**老铺黄金成立于2009年，是我国定位高端客群的黄金珠宝品牌，具备奢侈品属性，公司凭借着兼具文化、时尚属性和高级感调性的古法黄金产品和优质的客户服务吸引了高净值客户的青睐，同店保持了高速增长，截至2023年底，公司门店总数30家，且均为直营门店，2023年共计实现收入31.8亿元，同比+146%，实现归母净利润4.2亿元，同比大幅提升。
- **古法黄金市场规模仍在保持高速增长：**我国黄金珠宝市场整体规模趋于稳定，但古法黄金品类属于黄金产品中近年来比例持续提升的品种，据行业协会统计，我国古法黄金珠宝按销售收入计的市场规模由2018年的130亿元飙升至2023年的1573亿元，复合年增长率为64.6%，且根据弗若斯特沙利文预计，2024-2028年，古法黄金市场规模还将保持平均20%以上的增速。而老铺作为古法黄金的引领者，2023年单店销售额破1亿元，远高于同行单店销售额。
- **全直营模式覆盖了较多高端购物中心，已经形成了较好的品牌展示：**公司目前的渠道主要在一线和新一线城市的高端购物中心中，截至2024年4月，老铺黄金在中国十大高端购物中心（包括北京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、广州太古汇和成都国际金融中心）的覆盖率为80%，在中国黄金珠宝品牌中排名第一。公司作为高端品牌，尤其在高净值人群中，公司已具备与国际一线珠宝品牌相媲美的知名度和市场认可度。2024-2026年，公司还将计划在内地新增自营门店10家，在境外如中国香港，中国澳门和新加坡等地新开门店5家。
- **盈利预测与投资评级：**老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2024年以来金价上涨较为明显，但公司依然能保持在较高定价，盈利能力维持在高位，我们预计公司2024-2026年归母净利润7.8/10/12.3亿元，同比增速为88%/29%/22%。IPO发行价格为40.5港币，发行价格对应2024-2026年PE为8/6/5倍。
- **风险提示：**消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，古法黄金品类拓展不及预期，开店不及预期

基础数据

发行价格(港元)	40.5
资产负债率(%)	20.89
上市后总股本(百万股)	162.09
上市后流通股本(百万股)	19.45

内容目录

1. 首创古法金，高端黄金的先行者和领导者	5
1.1. 发展历程：古法黄金龙头企业，定位高净值客户稳打稳扎.....	5
1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3. 业绩增长迅速，一线和新一线城市营收贡献高.....	7
2. 行业分析：黄金消费景气度高，古法黄金受市场青睐	9
2.1. 黄金兼具投资和消费属性，需求旺盛.....	9
2.2. 工艺进步，国潮兴起，古法黄金市场高速增长.....	11
2.2.1. 国潮兴起，古法黄金市场景气度高.....	11
2.2.2. 古法黄金行业准入壁垒较高.....	13
3. 老铺黄金：古法黄金第一品牌，定位高端，奢侈品属性凸显	15
3.1. 定位高端珠宝品牌，打造品牌力护城河.....	15
3.2. 专注古法黄金工艺，注重产品创新和品质管控.....	16
3.3. 线下全自营场景化门店，定位高净值客户群体.....	20
4. 募集资金用途：扩大销售网络，提升品牌力，助力长期发展	23
5. 财务：毛利率优势显著，费用率逐步优化	25
5.1. 毛利率具备同业优势，盈利能力稳定.....	25
5.2. 费用端逐步优化，存货周转效率提升.....	25
6. 盈利预测与投资评级	26
6.1. 盈利预测.....	26
6.2. 投资建议.....	27
7. 风险提示	27

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构图（截至 2023 年 11 月 9 日）.....	6
图 3:	2020-2023 年公司营业收入及增速.....	7
图 4:	2020-2023 年公司归母净利润及增速.....	7
图 5:	2020-2023 年分产品营业收入占比.....	8
图 6:	2020-2023 年分地区营业收入占比.....	8
图 7:	2020-2023 年公司毛利率和净利率情况.....	8
图 8:	2007-2023 年我国黄金消费量及增速.....	9
图 9:	2011-2023 年我国黄金消费结构（消费量口径）.....	9
图 10:	2018-2028 年我国珠宝市场规模及增速.....	9
图 11:	2015-2024M5 限额以上黄金珠宝类零售额及增速.....	10
图 12:	2018-2028 年按珠宝材料划分的市场规模（亿元）.....	10
图 13:	2018-28 年分产品划分的市场规模及增速（亿元）.....	10
图 14:	2018-2028 年我国黄金珠宝消费量及增速.....	11
图 15:	2018-2028 年中国足金珠宝市场按工艺划分的市场规模（亿元）.....	12
图 16:	2018-2028 年中国古法黄金市场规模及增速（销售入口口径）.....	12
图 17:	2021 年我国各类黄金产品库存占比（按价值计算）.....	13
图 18:	2023 年我国各类黄金产品库存占比（按价值计算）.....	13
图 19:	2023 年中国古法黄金珠宝市场主要参与者的竞争格局.....	13
图 20:	2023 年按古法黄金珠宝销售收入计市场份额占比.....	14
图 21:	主要品牌推出古法黄金时间线及主要产品系列.....	14
图 22:	公司足金黄金产品.....	16
图 23:	公司足金镶嵌产品.....	16
图 24:	2023 年按不同售价范围划分的黄金产品收入占比.....	16
图 25:	2020-2023 年按产品类型划分销量（千克）.....	17
图 26:	2020-2023 年按产品类型划分平均售价（人民币元/克）.....	17
图 27:	2020-2023 年按产品类型划分销量增速.....	17
图 28:	2020-2023 年按产品类型划分平均售价增速.....	17
图 29:	2020-2023 年按产品类型划分的收入占比.....	18
图 30:	2020-2023 年按产品类型划分的毛利率情况.....	18
图 31:	2020-2023 年按渠道划分的收入占比.....	20
图 32:	2020-2023 年门店和线上收入及增速.....	20
图 33:	2020-2023 年门店和线上毛利率情况.....	20
图 34:	2020-2023 年同店销售额增长率.....	20
图 35:	老铺黄金北京王府中环店.....	21
图 36:	老铺黄金成都 IFS 店.....	21
图 37:	2020-2023 年线下渠道按地理划分的收入占比.....	22
图 38:	公司门店网络分布.....	22
图 39:	2020-2023 年线下渠道按地理划分的门店数量.....	23
图 40:	公司股权结构图（紧随全球发售完成后）.....	23
图 41:	2018-2023 年公司与同行业公司毛利率.....	25
图 42:	2018-2023 年公司与同行业公司净利率.....	25

图 43:	2018-2023 年公司与同行业公司销售费用率	25
图 44:	2018-2023 年公司与同行业公司管理费用率	25
图 45:	2018-2023 年公司与同行业公司存货周转天数对比 (天)	26
表 1:	公司核心管理层简介	7
表 2:	黄金品类呈现多样化, 工艺持续更新	11
表 3:	公司品牌力里程碑	15
表 4:	主要珠宝品牌在中国十大高端购物中心的覆盖率 (截至 2024 年 4 月)	15
表 5:	公司产品矩阵	18
表 6:	公司主要工艺类型	19
表 7:	门店初始盈亏平衡期及现金投资回收期情况	21
表 8:	2020-2023 年线下渠道按地理划分的门店数量	22
表 9:	未来 3 年新门店开设计划	23
表 10:	募集资金分配概况	24
表 11:	黄金珠宝行业估值表	27

1. 首创古法金，高端黄金的先行者和领导者

兼具文化价值和时尚品味，专注高品质古法黄金珠宝。老铺黄金于2009年成立，坚持高端定位，通过研发创新持续推出兼具文化、时尚属性和高级感调性的古法黄金产品。根据弗若斯特沙利文，公司是中国黄金珠宝品牌中唯一专注设计、生产加工和销售古法黄金产品的品牌。

高端定位下，公司毛利率显著优于同行。2021-2023年公司分别实现营业收入12.65/12.94/31.8亿元，2022-2023年收入同比+2.3%/+145.7%，2021-2023年公司分别实现净利润1.14/0.95/4.16亿元，公司渠道主要开在国内一线城市，截止2023年底，公司门店总数为30家，且均为直营门店，2021-2023年公司毛利率均保持在40%以上，显著优于同行。

1.1. 发展历程：古法黄金龙头企业，定位高净值客户稳打稳扎

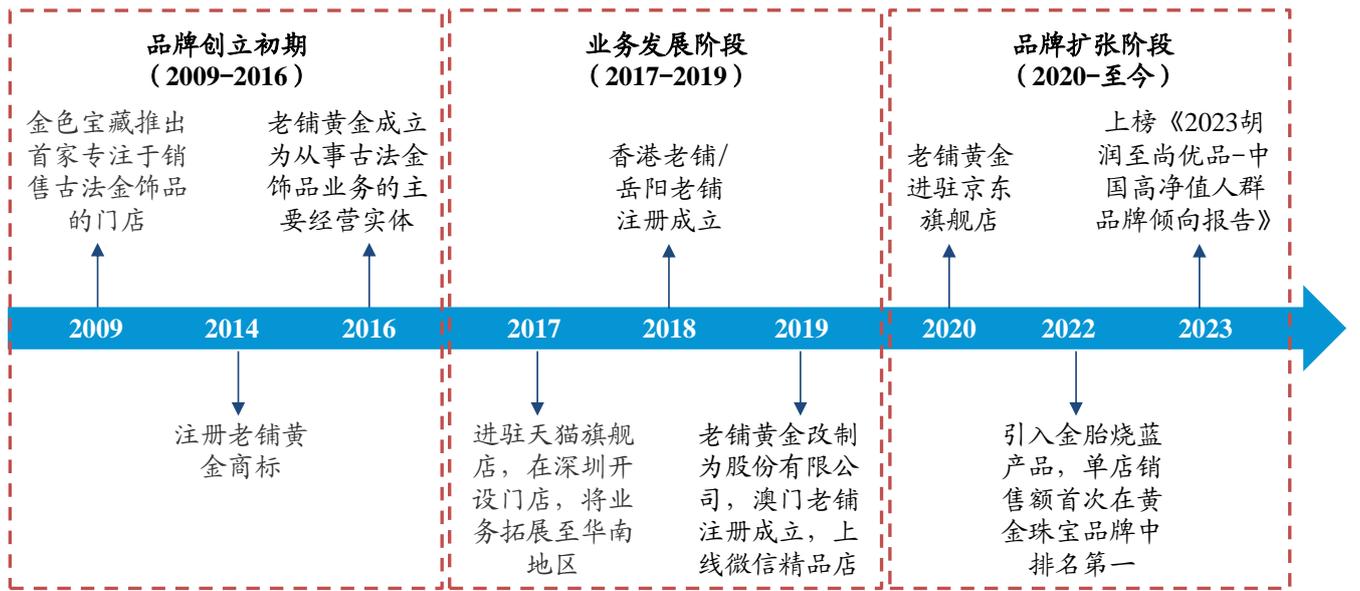
纵观老铺黄金的发展历史，大致可以分为以下三个阶段：

品牌创立初期（2009-2016年）：专注古法黄金，实现独立经营。公司的起源可追溯至2009年，创始人徐高明先生透过金色宝藏推出首家专注于销售古法金饰品的黄金珠宝门店。2016年12月，为寻求从金色宝藏的其他业务中独立发展传统古法黄金业务，徐高明先生成立老铺黄金作为传统古法黄金珠宝业务的主要经营实体，并开始金色宝藏的一系列业务重组，此后，老铺黄金独立经营并独立于金色宝藏。

业务发展阶段（2017-2020年）：门店区域逐步扩张，推出线上销售渠道。2017年公司推出自营线上销售渠道，并且在深圳地区和北京SKP高级时尚购物中心开设门店，将业务拓展至华南地区。2018年，香港老铺/岳阳老铺相继注册成立，从事珠宝首饰销售/珠宝首饰生产加工及销售。2019年澳门老铺注册成立，从事珠宝首饰销售。

品牌扩张阶段（2020年-至今）：不断扩大品牌影响，维持高端品牌定位。2020年，公司进驻京东旗舰店。2022年，引入金胎烧蓝产品，进一步增加公司产品独特性和丰富度。同年，公司门店单店销售额首次在黄金珠宝品牌中排名第一。2023年，公司是上榜《2023胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》的仅有的两家中国黄金珠宝品牌之一。

图1：公司发展历程

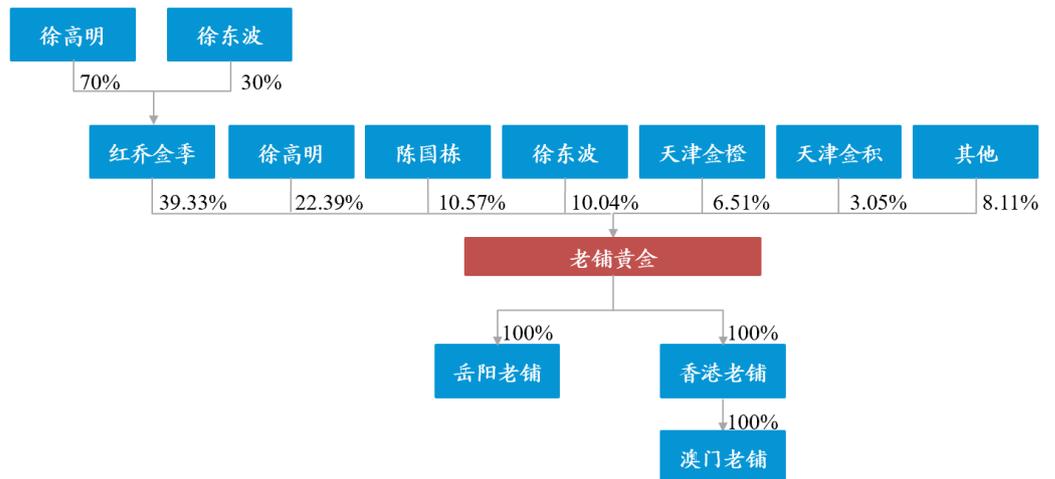


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富

截止 2023 年 11 月 9 日，公司创始人徐高明先生为公司大股东，通过直接和间接的方式共持有 49.92% 的股份，徐高明先生和徐东波先生为一致行动方，共同控制公司的管理及经营。公司通过成立天津金橙、天津金积、天津金谛、天津金咏和天津金荏为股份激励平台，股份激励平台共持有公司 13.37% 的股份。

图2：公司股权结构图（截至 2023 年 11 月 9 日）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司核心管理层经验丰富。目前徐高明先生为公司的董事长、总经理兼商品研发部总监，作为金色宝藏和老铺黄金的创始人，在珠宝首饰领域深耕多年，具备丰富的行业见解和管理经验。公司核心管理层均有十余年黄金珠宝行业的任职经历，工作经验丰富，公司的治理结构成熟完善。

表1: 公司核心管理层简介

姓名	职位	年龄	任职日期	简介
徐高明	董事长、总经理兼商品研发部总监	58	2016年12月	2004年6月创立金色宝藏，2004年6月至2018年12月担任金色宝藏总经理，2012年7月创立文房文化，2012年7月至2017年9月担任文房文化总经理。为老铺黄金的创始人、执行董事、董事长、总经理兼研发部总监，主持公司经营、管理全面工作，负责董事会相关工作，主持公司商品研发工作。
冯建军	副总经理	54	2019年11月	企业管理学士。早年曾任职于岳阳中湘康神药业集团有限公司，1998年10月至2005年12月担任岳阳红乔的企业管理相关工作，2006年1月至2016年12月担任金色宝藏的企业管理相关工作，现任老铺黄金董事兼副总经理，负责市场拓展。
徐锐	营业部总经理	42	2019年11月	国际贸易专科学位。2004年3月至2009年11月担任岳阳红乔的业务营运相关工作，2009年12月至2016年12月担任金色宝藏的业务营运相关工作，现任老铺黄金董事兼营业部总经理，主持公司营业部全面管理工作。
蒋霞	质检部总监及岳阳老铺监事	46	2023年11月	贵金属首饰和宝石检验师，国检珠宝培训中心钻石分级师。1995年8月至2005年7月担任岳阳红乔的采购相关工作，2005年8月至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相关工作，现任岳阳老铺的监事和老铺黄金的董事兼质检部总监，主持老铺黄金质检部全面管理工作

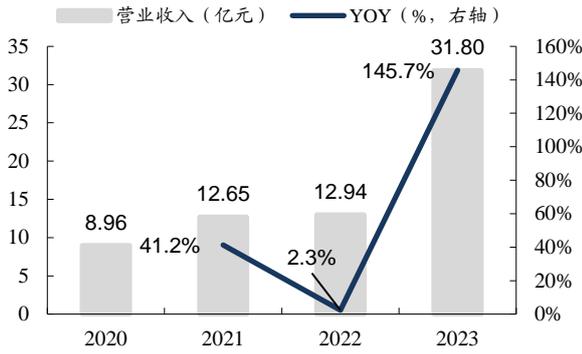
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 业绩增长迅速，一线和新一线城市营收贡献高

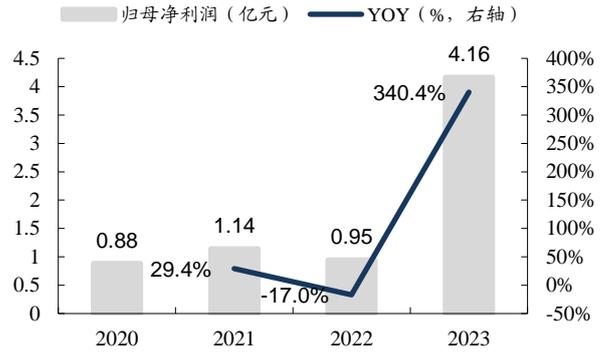
营业收入和净利润整体稳步上升，2023年公司业绩实现大幅增长。2020-2023年，即使受到疫情影响，公司营业收入仍实现增长。2023年公司实现营业收入31.8亿元，同比+145.7%，主要得益于同店效益的大幅提升，2023年公司实现归母净利润4.16亿元，同比+340.1%。

图3: 2020-2023年公司营业收入及增速

图4: 2020-2023年公司归母净利润及增速



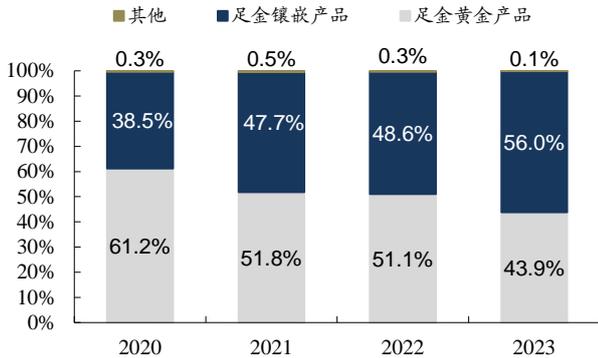
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

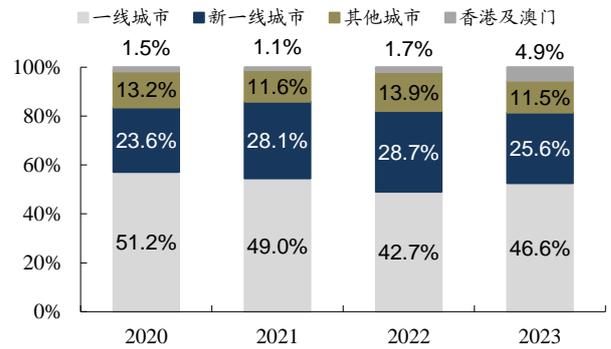
足金镶嵌类产品占比逐年提升，一线城市和新一线城市贡献大部分营业收入。2020-2023年，足金镶嵌产品的营业收入占比不断提高，从2020年的38.5%上升至2023年的56%。公司定位高端黄金珠宝品牌，目标顾客为高净值人群，门店网络主要布局于一线城市和新一线城市，一线和新一线城市营业收入贡献超过70%。2020-2023年公司毛利率始终维持在40%以上，显著领先于同业。

图5: 2020-2023年分产品营业收入占比



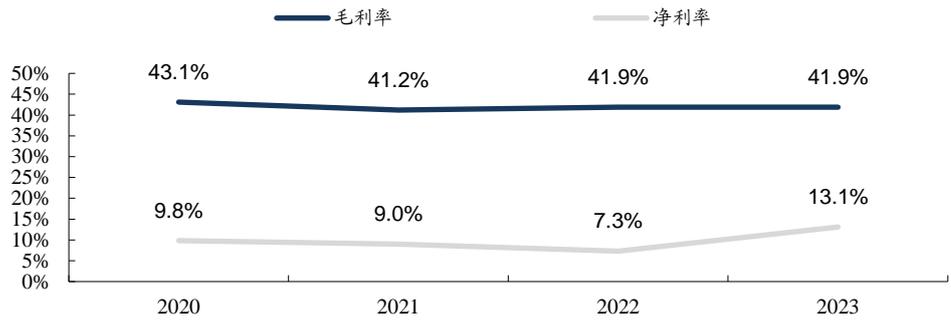
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图6: 2020-2023年分地区营业收入占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图7: 2020-2023年公司毛利率和净利率情况



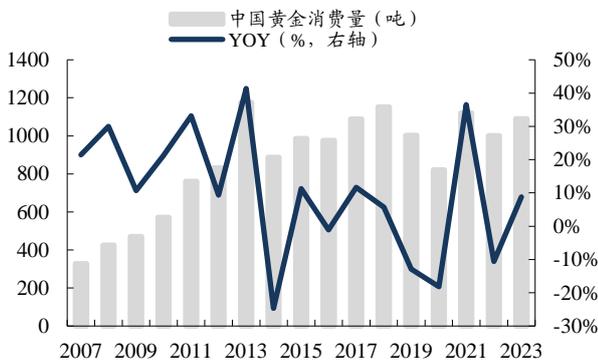
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 行业分析：黄金消费景气度高，古法黄金受市场青睐

2.1. 黄金兼具投资和消费属性，需求旺盛

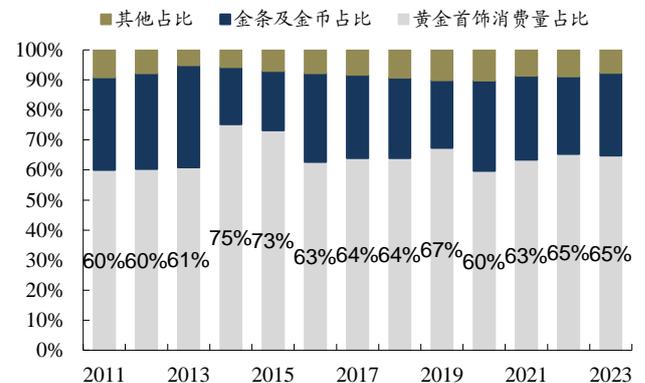
黄金消费需求景气度高，抗周期性强，黄金首饰占据黄金消费主导地位。金价稳步上涨，线下消费场景恢复，消费需求得到回补，全国黄金消费总体呈现较快恢复态势。黄金首饰为黄金大品类中的主要消费品类，消费量占比稳定在60%以上，保持主导地位。黄金首饰兼具保值与消费两种属性，受到消费者的青睐。

图8：2007-2023年我国黄金消费需求及增速



数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

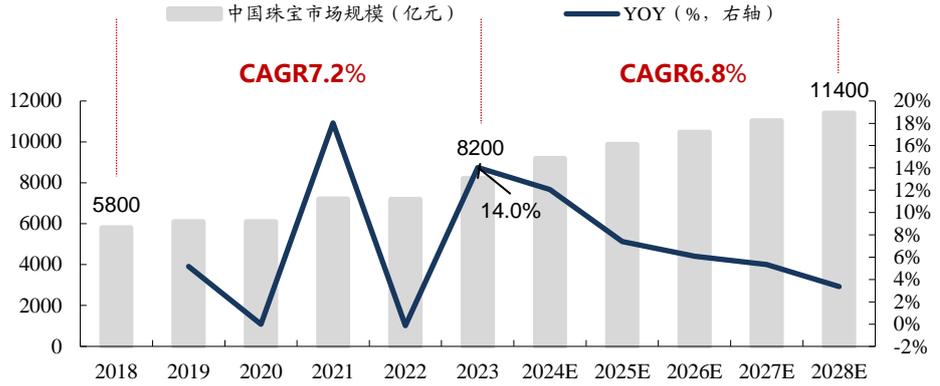
图9：2011-2023年我国黄金消费结构（消费量口径）



数据来源：中国黄金协会，东吴证券研究所

2023年国内珠宝行业规模为8200亿元，同比增长14%。珠宝行业的景气度与宏观经济、消费水平息息相关。根据招股书披露，中国珠宝市场规模由2018年的5800亿元稳步增长至2023年的8200亿元，复合年增长率为7.2%。展望未来，由于群众购买力不断提高，根据弗若斯特沙利文预测，2023-2028年中国珠宝市场将以6.8%的复合年增长率持续增长，并于2028年达到11400亿元的销售规模。

图10：2018-2028年我国珠宝市场规模及增速



数据来源：中国珠宝玉石行业协会，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图11: 2015-2024M5 限额以上黄金珠宝类零售额及增速

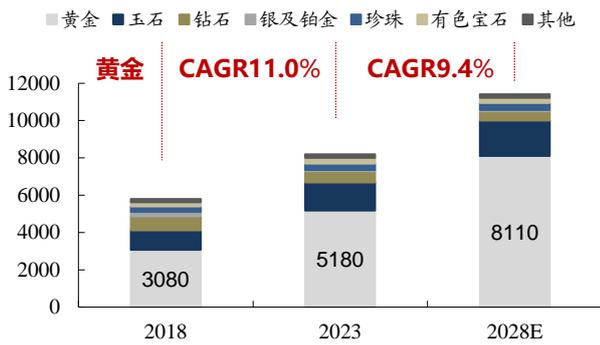


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

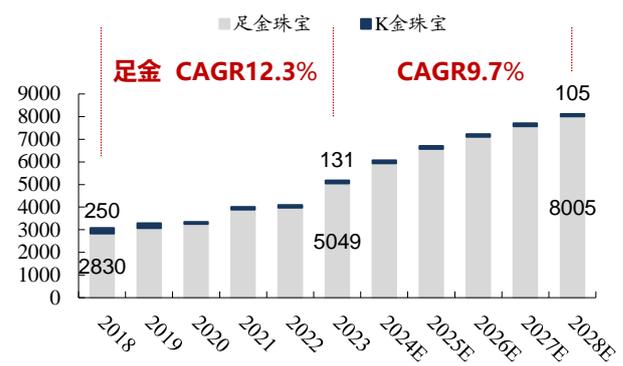
足金首饰是我国珠宝市场的主要消费品。按材料分类，珠宝可分为黄金、玉石、钻石、银及铂金、有色宝石、珍珠和其他。2023年黄金在国内珠宝材料市场中占比达63%，是我国珠宝市场的主要消费品，根据弗若斯特沙利文预测，其市场规模预计将从2023年的5180亿元增长至2028年的8110亿元。就黄金纯度而言，黄金珠宝又分为足金和K金，其中，足金珠宝占据主要市场份额，根据弗若斯特沙利文预测，其市场规模预计将从2023年的5049亿元增长至2028年的8005亿元。

图12: 2018-2028年按珠宝材料划分的市场规模(亿元)

图13: 2018-28年分产品划分的市场规模及增速(亿元)



数据来源：中国珠宝玉石行业协会，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所



数据来源：中国珠宝玉石行业协会，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

根据弗若斯特沙利文预测，2024-2028 年我国黄金珠宝的消费量整体将保持小幅稳定增长。

图14：2018-2028 年我国黄金珠宝消费量及增速



数据来源：中国珠宝玉石行业协会，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

2.2. 工艺进步，国潮兴起，古法黄金市场高速增长

2.2.1. 国潮兴起，古法黄金市场景气度高

消费者目前更关注饰品本身的工艺、特性、文化，更加多元化的需求带动珠宝品牌持续更新黄金工艺。足金珠宝按加工技术可分为古法黄金珠宝、硬金珠宝和普通黄金珠宝。普通黄金珠宝是指通过常规加工技术而制成的纯金，由于足金较软，容易变形，无法进行复杂的设计。硬金珠宝具有高强度、轻巧的特点，主要采用电铸方式生产。古法黄金珠宝借助浇铸、锻打、雕刻、打磨等加工手法后进行手工精雕细琢，生产更为昂贵和耗时。

表2：黄金品类呈现多样化，工艺持续更新

传统足金	3D/5D 硬金	古法黄金
------	----------	------

示意图



工艺	基础工艺	电铸法硬化工艺，5D 采用无氟电铸	纯手工黄金锻造工艺
品质	硬度较低，易磨损，不易保持花纹	高硬度（为普通足金 4 倍），耐磨，易断	黄金用料密实，不易出现划痕
造型	造型传统、单一	造型丰富，艺术性强	哑光质感，多与传统元素结合
价格	以克计价	以件计价，较强溢价能力	以克计价，工艺设计费用高
适宜人群	以保值为目的	以造型时尚，多变，饰品化为目的	以外观优雅及厚重感强为目的

数据来源：中国珠宝玉石行业协会，东吴证券研究所

国潮兴起，消费者追求高品质、个性化、文化内涵独特的珠宝产品，古法黄金珠宝受到市场青睐。古法黄金珠宝指一种将现代设计与中国古典文化相结合，并应用至少两种及以上中国黄金协会发布的团体标准中规定的中国传统手工黄金制造工艺的纯金珠宝，以其精美的外观、吉祥的寓意和丰富的文化内涵，在珠宝市场上掀起一股时尚热潮。古法黄金珠宝满足年轻人的审美及保值需求，同时高净值人群对定制古法黄金珠宝的需求也在增长。

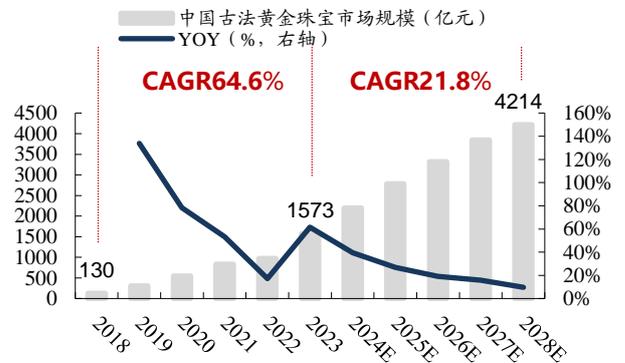
国内古法黄金珠宝市场规模增长迅速，预计 2028 年将达 4214 亿元。我国古法黄金珠宝按销售收入计的市场规模由 2018 年的 130 亿元飙升至 2023 年的 1573 亿元，复合年增长率为 64.6%。疫情期间古法黄金珠宝市场仍保持增长，且疫情后恢复迅速。近年来，古法黄金珠宝凭借吉祥文化意义和美学设计吸引了年轻消费者的目光。由于主流消费群体转向年轻一代和消费者偏好升级，我国古法黄金珠宝市场预期将于 2028 年达到 4214 亿元的市场规模。

图 15: 2018-2028 年中国足金珠宝市场按工艺划分的市场规模 (亿元)



数据来源：中国珠宝玉石行业协会，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

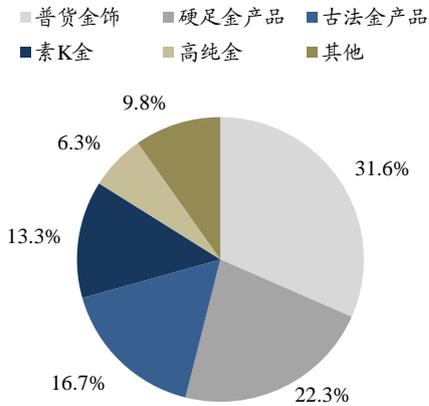
图 16: 2018-2028 年中国古法黄金市场规模及增速 (销售收入口径)



数据来源：中国珠宝玉石行业协会，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

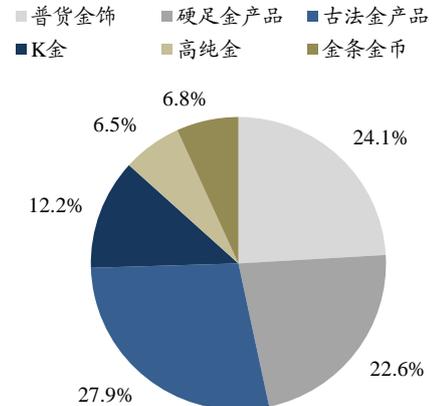
2023 年古法黄金的库存占比进一步提升，达到 27.9%。2021-2023 年古法黄金库存占比大幅攀升，2021 年古法黄金库存占比为 16.7%，2023 年古法黄金产品库存超越普货黄金和硬足金达到第一，2023 年古法黄金占比为 27.9%。

图17: 2021 年我国各类黄金产品库存占比（按价值计算）



数据来源：中国黄金报社，世界黄金协会，东吴证券研究所

图18: 2023 年我国各类黄金产品库存占比（按价值计算）



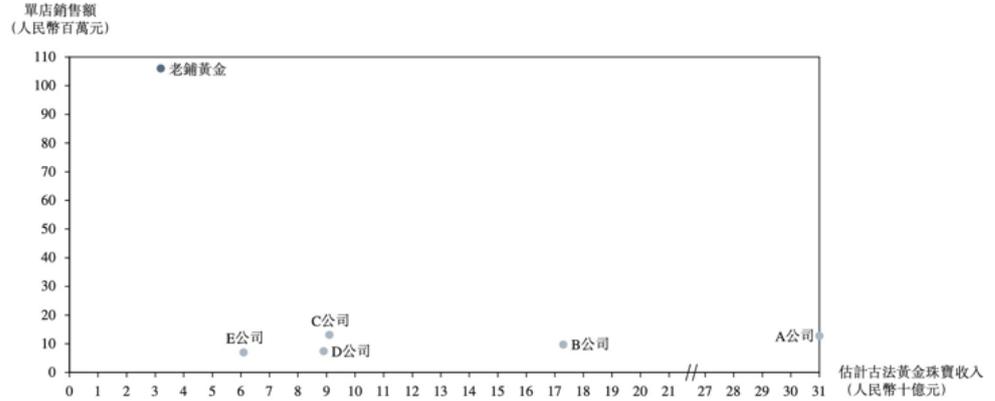
数据来源：世界黄金协会《2023 中国金饰零售市场洞察》，东吴证券研究所

2.2.2. 古法黄金行业准入壁垒较高

古法黄金由于对品牌知名度、产品设计、销售渠道等要求较高，行业准入壁垒较高。品牌知名度及品牌规模是消费者对产品质量及相关服务信心的保证，对于定位高端的古法黄金珠宝品牌而言品牌知名度尤为重要。中国消费者越发重视古法黄金珠宝产品的质量、设计及文化内涵，黄金珠宝品牌需要迅速洞察市场趋势并推出新产品线。

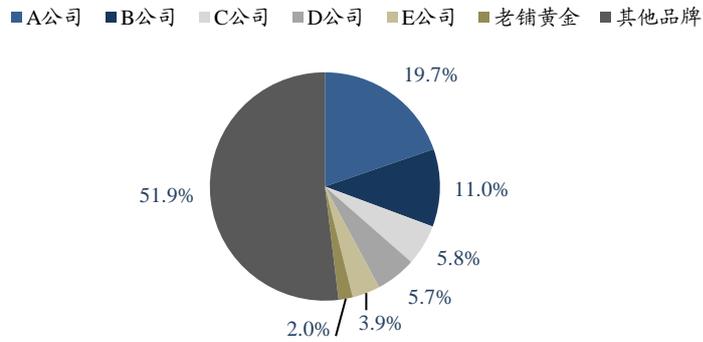
古法黄金珠宝市场竞争表现不一，老铺黄金利用先发优势，高举高打，在品牌定位、产品主题和渠道质量方面领先于行业。作为中国黄金珠宝品牌中唯一专注设计、生产加工和销售古法黄金产品的品牌，老铺黄金的单店收入远高于古法黄金珠宝市场的其他五大参与者。2023 年，老铺黄金按古法黄金珠宝销售收入计占有 2.0% 份额，较 2022 年增加 0.7pct，在中国古法黄金珠宝市场排名第七。

图19: 2023 年中国古法黄金珠宝市场主要参与者的竞争格局



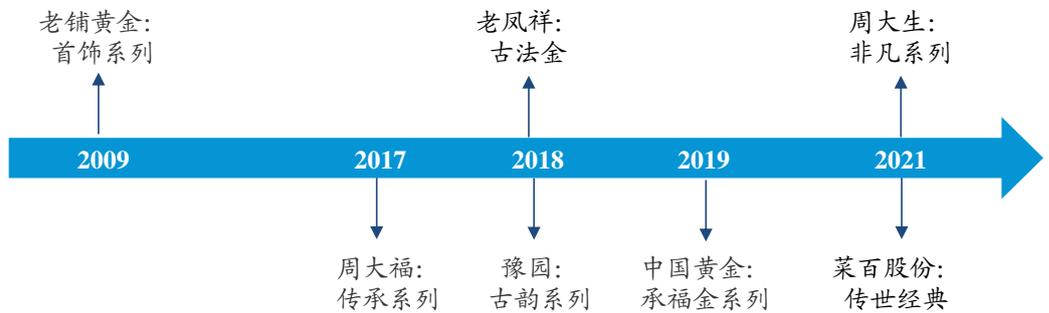
数据来源：上市公司年报，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图20: 2023年按古法黄金珠宝销售收入计市场份额占比



数据来源：上市公司年报，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图21: 主要品牌推出古法黄金时间线及主要产品系列



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

3. 老铺黄金：古法黄金第一品牌，定位高端，奢侈品属性凸显

3.1. 定位高端珠宝品牌，打造品牌力护城河

老铺黄金是经中国黄金协会认证的**中国古法手工金器专业第一品牌**，兼具中国非遗文化价值和显著产品差异。公司坚持高端定位，通过研发创新持续推出兼具文化、时尚属性和高级感调性的古法黄金产品。根据弗若斯特沙利文，公司是中国黄金珠宝主要品牌中唯一专注设计、生产加工和销售古法黄金产品的品牌。

凭借先发优势打造品牌优势，引领行业潮流和趋势。中国黄金珠宝市场广阔，市场主体众多，但珠宝行业中仅少数参与者专注于古法黄金。老铺黄金早在 2009 年就推出“古法黄金”的概念，领先于其他各品牌至少近十年。凭借公司在中国古法黄金珠宝市场的先发优势，老铺黄金一直致力于古法黄金的设计与开发，凭借多年的积累，坚持聚焦目标市场的差异化经营战略，在古法黄金产品领域已形成较强的品牌渗透力、传播力和影响力。

表3：公司品牌力里程碑

时间	事件
2009 年	中国第一家推广“古法黄金”概念的品牌
2016 年	最早从事中国古法手工金器品牌化运营的黄金品牌之一
2019 年	行业内第一家推出足金镶嵌产品的品牌
2021 年	中国黄金协会发布的《古法金饰品》团体标准的第一起草单位
	位列天猫 2021 年的“天猫黄金品类品牌人群心智榜单”的“价值力指数”榜首
2022 年	中国黄金协会发布的《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准的第一起草单位
	2022 年单店平均收入在中国黄金珠宝市场排名第一
2023 年	截至 2023 年 10 月于全国排名前十高端百货商场的入驻覆盖率在国产黄金珠宝品牌中排名第一
	上榜《2023 胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》的仅有的两家中国黄金珠宝品牌之一

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

在中国十大高端购物中心的覆盖率为 80%，高净值人群中认可度高。根据弗若斯特沙利文数据，截至 2024 年 4 月，老铺黄金在中国十大高端购物中心（包括北京 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、广州太古汇和成都国际金融中心）的覆盖率为 80%，在中国黄金珠宝品牌中排名第一。公司作为高端品牌，尤其在高净值人群中，公司已具备与国际一线珠宝品牌相媲美的知名度和市场认可度。

表4：主要珠宝品牌在中国十大高端购物中心的覆盖率（截至 2024 年 4 月）

珠宝品牌	在中国十大高端购物中心的覆盖率
------	-----------------

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%
周生生	70%
Qeelin、何方珠宝、宝诗龙、APM Monaco	60%

数据来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，东吴证券研究所

注：覆盖率=品牌覆盖商场数量÷10（总商场数量）

3.2. 专注古法黄金工艺，注重产品创新和品质管控

老铺黄金主要设计、生产加工及销售融合了古代智慧和现代时尚的高端古法黄金产品。公司的黄金产品主要包括足金黄金产品及足金镶嵌产品（足金镶嵌钻石或其他宝石），利用中国古法工艺打造黄金产品，产品体现了经典优雅和极致，巧妙地反映了品牌的核心价值观和理念。按照产品类型划分，足金黄金产品/足金镶嵌产品分别占总营业收入的43.9%/56%。

图22：公司足金黄金产品



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

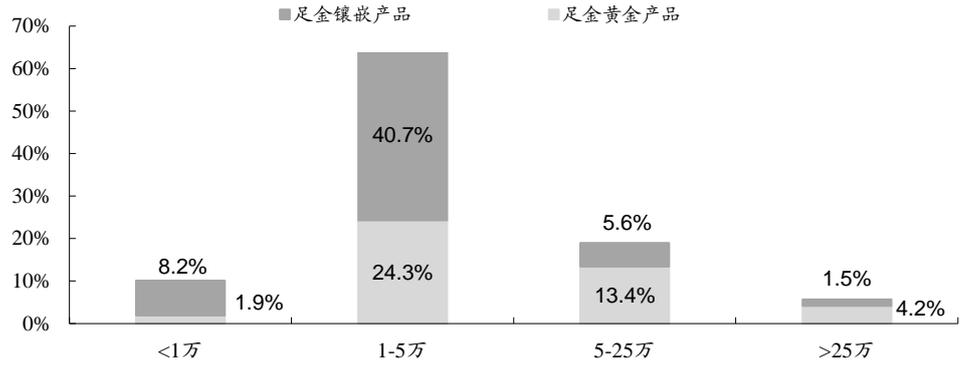
图23：公司足金镶嵌产品



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

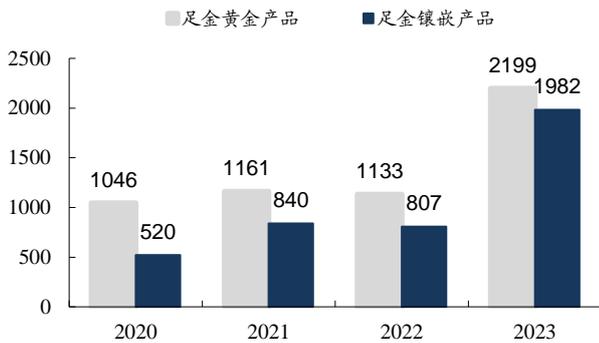
产品定位高端黄金珠宝，高售价带来高毛利。公司产品主要分为足金黄金产品和足金镶嵌产品两类，定位高端黄金珠宝品牌，目标顾客为高净值人群。售价范围在1-5万元的产品贡献大部分收入。其镶嵌类和黄金类产品毛利率均处于行业较高的水平。

图24：2023年按不同售价范围划分的黄金产品收入占比



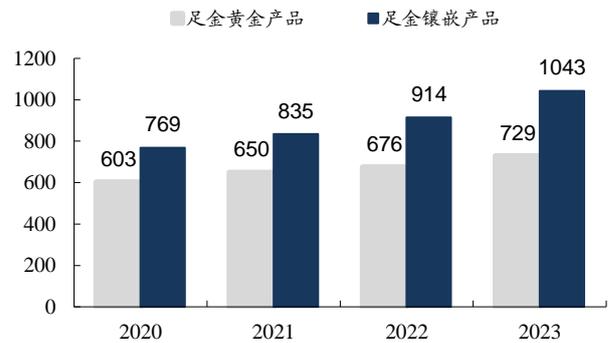
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图25: 2020-2023 年按产品类型划分销量 (千克)



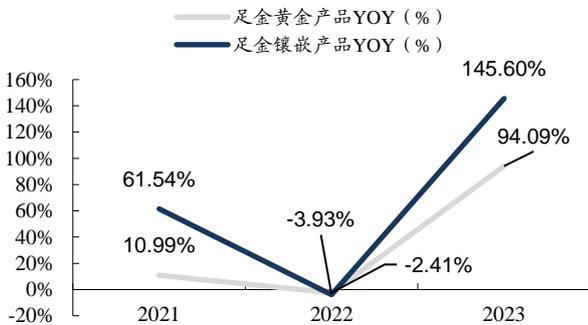
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图26: 2020-2023 年按产品类型划分平均售价 (人民币元/克)



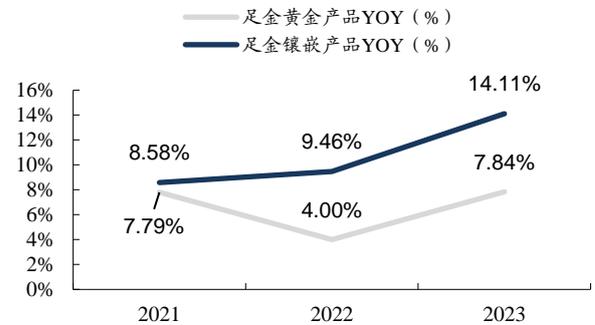
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图27: 2020-2023 年按产品类型划分销量增速



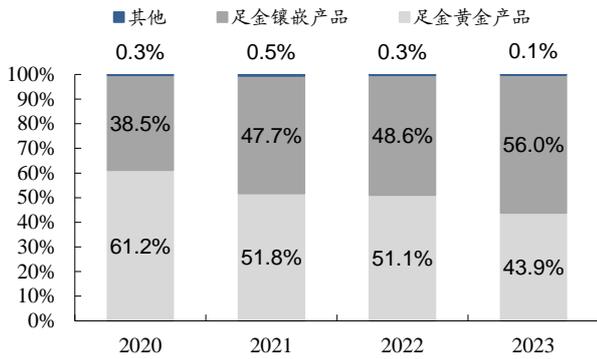
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图28: 2020-2023 年按产品类型划分平均售价增速



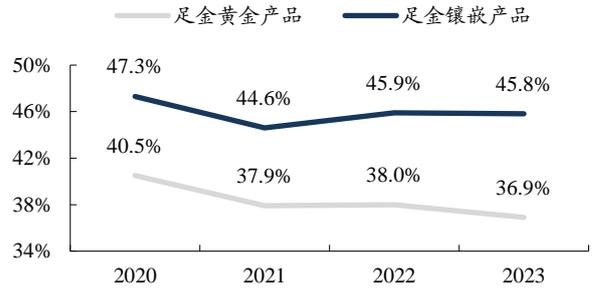
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图29: 2020-2023 年按产品类型划分的收入占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图30: 2020-2023 年按产品类型划分的毛利率情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

坚持差异化经营战略, 具备丰富完整的差异化产品组合。老铺黄金的产品组合除首饰之外, 还包括把玩金器、日用金器和摆件金器等高克重产品, 此类产品工艺复杂度更高, 深入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, 满足消费者的消费心理需求。对比国内和国际珠宝首饰品牌, 老铺黄金具有显著的产品结构差异优势。

表5: 公司产品矩阵

产品系列	产品图示			价格区间
吊坠系列				6680-64900 元
手镯系列				17300-73380 元
戒指系列				2580-26300 元
耳钉系列				6680-30200 元
宝宝系列				6680-47900 元
文玩系列				12580-254500 元

典藏系列



8780-700000 元

数据来源：公司官网，公司天猫旗舰店，东吴证券研究所

在坚持传统工艺的基础上大胆创新，带动黄金珠宝行业整体发展。老铺黄金秉持“经典”、“极致”和“传世”的核心价值，用传统的手工方法制作珠宝，坚持精益求精、追求极致的工匠精神，部分工艺如“花丝镶嵌”、“金银错”技艺为国家级非物质文化遗产。在此基础上，老铺黄金创新产品设计，引领行业潮流。2019 年末，老铺黄金在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；2022 年，老铺黄金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。

表6：公司主要工艺类型

工艺	技法	图示
花丝	花丝工艺利用足金原材料的延展性，将其拉成细腻的丝线，并将其制成繁复华美的形状和装饰	
篆刻	篆刻包括使用各种篆刻工具将工件固定在橡胶板上，用锤子敲打凿子，并通过不同的篆刻技巧在黄金表面雕刻出各种图案	
镶嵌	镶嵌工艺是一种装饰技艺，将钻石或其他宝石完美地嵌入黄金制品中	
烧蓝	烧蓝工艺是一种装饰工艺，是在金胎表面涂上彩色珐琅釉，经烧制从而呈现出鲜艳多彩的外观	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

专业的研发团队和严格的品质管控保障产品高端定位。自成立以来，老铺黄金坚持原创，重视产品研发创新和升级，已累计创造出超过 1800 项原创设计，拥有超过一千项作品著作权。同时，公司严格的产品控制管理和持续的产品迭代，保证了产品持久的竞争力。

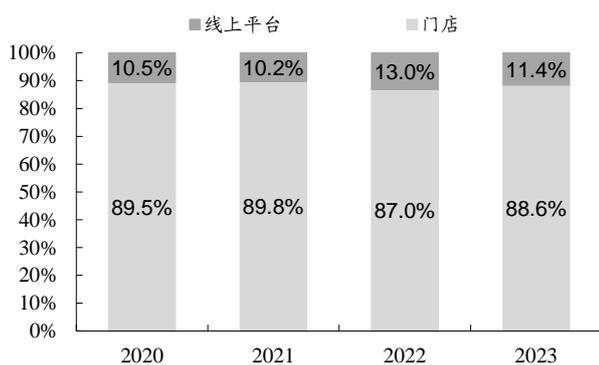
3.3. 线下全自营场景化门店，定位高净值客户群体

老铺黄金通过线下和线上多渠道销售产品。截至 2024 年 4 月，全国排名前十的高端百货商场中，老铺黄金覆盖了其中 8 家，老铺黄金与顶级商业中心的双赢合作创造了良性循环，不断推动公司进行渠道拓展和发展。老铺黄金也通过第三方线上平台天猫、京东和微信小程序等在线渠道对全国范围内的消费者进行覆盖。

公司主要营业收入来自线下自营门店，门店毛利率水平维持在 40%以上。公司门店销售渠道贡献主要营业收入，线下/线上渠道营业收入增速在 2023 年分别达 150.2%/115%。线上平台销售毛利率在 2020-2023 年期间整体呈现上升趋势，2023 年线上销售毛利率为 40.6%，接近门店销售毛利率水平。

单店销售额连续两年排名行业第一。根据弗若斯特沙利文，2022-2023 年在中国所有的黄金珠宝品牌中，老铺黄金的单店销售额连续两年排名第一。2023 年店均收入为 0.939 亿元，同比增长超过 100%。同店销售受疫情影响增速放缓，但恢复迅速。2023 年同店销售增长达 115.4%。

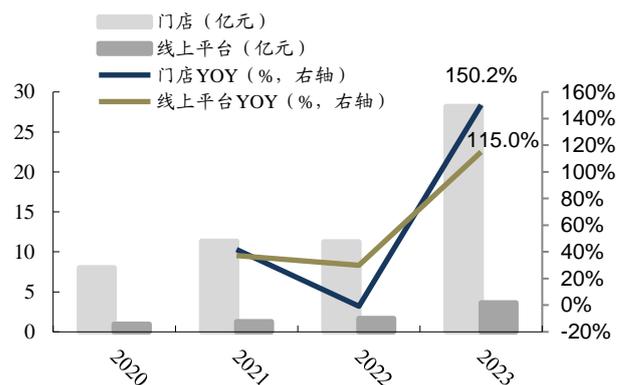
图31：2020-2023 年按渠道划分的收入占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

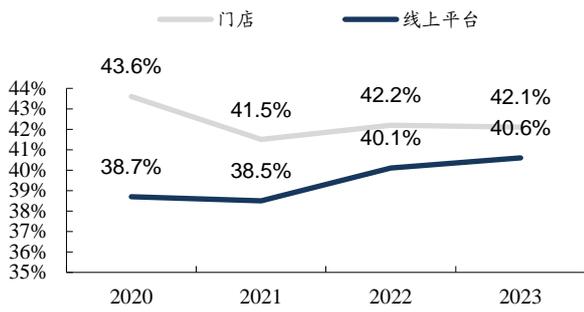
图33：2020-2023 年门店和线上毛利率情况

图32：2020-2023 年门店和线上收入及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图34：2020-2023 年同店销售额增长率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

现有门店平均初始盈亏平衡期及同店平均现金投资回收期分别约为 1 个月/6 个月。由于老铺黄金门店毛利率水平高，盈利能力强，盈亏平衡期和现金投资回收期均十分可观。统计公司现有的 33 家门店，其中 29 家录得数据的门店平均初始盈亏平衡期及同店平均现金投资回收期分别约为 1 个月/6 个月。

表7：门店初始盈亏平衡期及现金投资回收期情况

门店	平均初始盈亏平衡期 (月)	平均现金投资回收期 (月)
现有门店 (除北京工美大厦店/北京东方新天地店)	1	6
已关闭门店 (除福州万象城店)	1	11
新设立门店 (除福州万象城店)	1-2	5

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司的线下门店采取全自营模式。鉴于公司品牌定位在高净值人群，因此产品的品质，服务等尤为重要，公司因此也主要以直营为主，公司能够严格控制产品和服务质量，并对销售和客户服务进行严格管理，有利于建立和维护品牌高端形象。

开创珠宝门店场景化营业模式。公司高端的门店选址吸引与品牌定位相符的高端消费者，环境优质的门店为品牌调性背书。门店经典温馨，体现公司的核心价值，采用“场景化模式”来布置门店，展示品牌的经典工艺和珠宝产品的文化内涵，为顾客提供沉浸式的消费体验。借鉴中国古典书房的风格来布置门店场景，以展现中国古典文化的审美情趣，彰显门店古朴典雅的气质。

图35：老铺黄金北京王府中环店

图36：老铺黄金成都 IFS 店



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

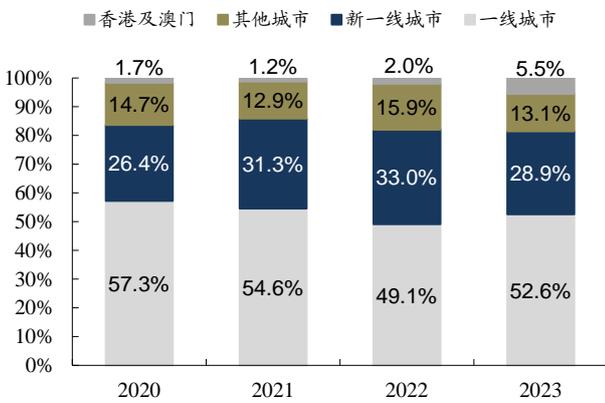


数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

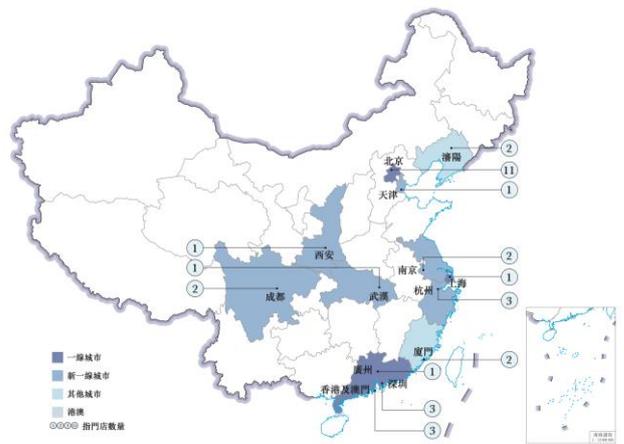
夯实国内市场，拓展海外市场。截至2024年6月20日，老铺黄金在中国内地共开设33家门店，覆盖14个城市，其中大部分为一线和新一线城市。其中，一线城市的销售收入贡献最高，收入贡献占比达42~52%，新一线城市收入贡献占比在23~29%。公司预计于未来三年内在中国内地开设10家新的自营门店，主要针对一线及新一线城市。在中国内地以外地区预计开设5家门店，包括中国香港、中国澳门及新加坡，并逐步扩大至东京等其他亚洲地区城市，提高品牌海外知名度。

图37：2020-2023年线下渠道按地理划分的收入占比

图38：公司门店网络分布



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

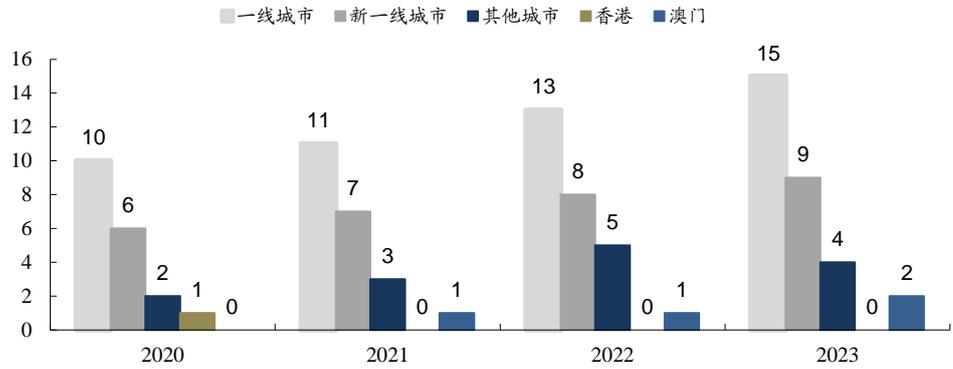
表8：2020-2023年线下渠道按地理划分的门店数量

	2020	2021	2022	2023
一线城市	10	11	13	15
新一线城市	6	7	8	9
其他城市	2	3	5	4
中国内地总计	18	21	26	28
中国香港	1	-	-	-

中国澳门	-	1	1	2
总计	19	22	27	30

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图39：2020-2023年线下渠道按地理划分的门店数量



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表9：未来3年新门店开设计划

位置	截止最后实际可行日期 期现有门店数量	未来三年将开设的 门店数量
中国大陆	一线城市	16
	新一线城市	10
	中国香港	1
境外市场	中国澳门	2
	新加坡	-
	东京	-
总计	33	15

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 募集资金用途：扩大销售网络，提升品牌力，助力长期发展

本次 IPO 发行价格为 40.5 港币/每股，发行拟募集 7.132 亿港元，主要用于开展公司未来战略。共计发行公众股份 1945.13 万股，占发售完成后所有股权的 12%。

图40：公司股权结构图（紧随全球发售完成后）

运营及维护相关平台，购买及升级硬件。

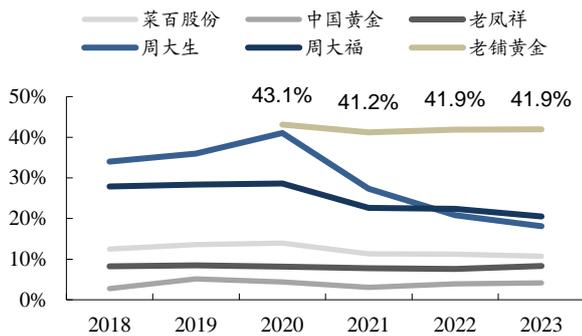
加强研发能力。公司拟建设产品研发中心，招募及培训更多研发人才，加强研发团队以运营研发中心，购买高精度研发设备，以及购买办公设施及相关软件系统。

5. 财务：毛利率优势显著，费用率逐步优化

5.1. 毛利率具备同业优势，盈利能力稳定

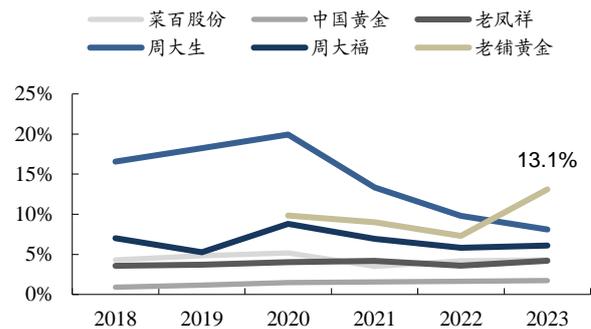
具备毛利率和净利率优势。由于高端的品牌定位、古法黄金较高的定价以及全自营的门店经营模式，老铺黄金的毛利率维持在40%以上，2023年的销售毛利率为41.9%，与2022年持平，远领先于同业可比公司。2023年公司销售净利率达到13.1%，显著领先于同业。同时，高毛利率和高净利率反映了公司良好的盈利能力，因此门店呈现出较短的盈亏平衡期和投资回收期。

图41：2018-2023年公司与同业公司毛利率



数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所；注：周大福2021年数据为FY2022数据，其他年份类推。

图42：2018-2023年公司与同业公司净利率



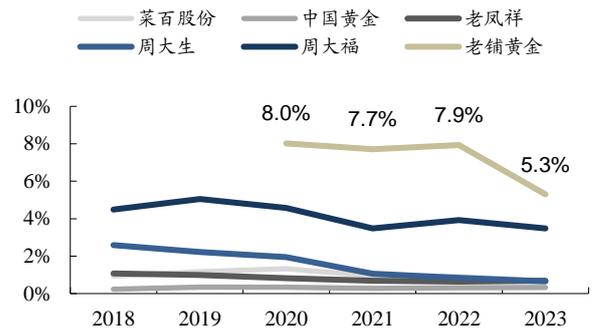
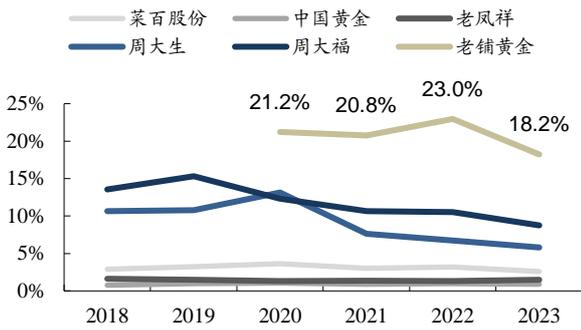
数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所；注：周大福2021年数据为FY2022数据，其他年份类推。

5.2. 费用端逐步优化，存货周转效率提升

公司销售费用率和管理费用率高于同业，但整体呈下降趋势。与同业可比公司相比，公司销售费用率和管理费用率较高，2023年销售费用率为18.2%，主要由销售团队扩张和门店网络扩张等原因导致；2023年管理费用率为5.3%，与公司2020-2022年8%左右的管理费用率水平相比大幅下降。

图43：2018-2023年公司与同业公司销售费用率

图44：2018-2023年公司与同业公司管理费用率

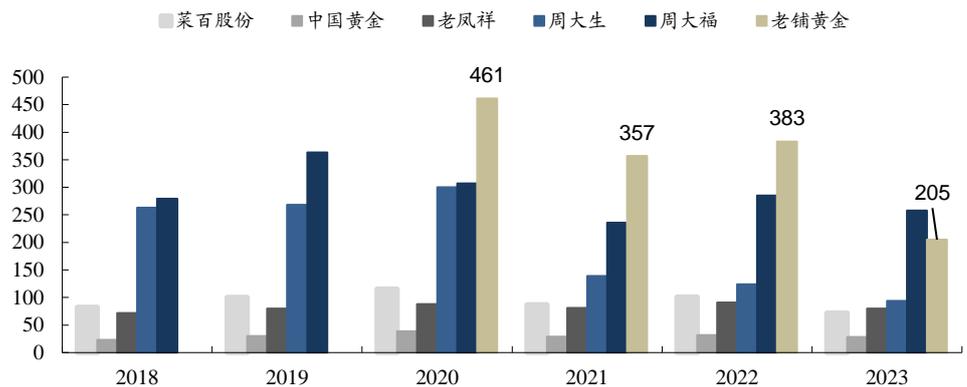


数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所；注：周大福 2021 年数据为 FY2022 数据，其他年份类推。

数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所；注：周大福 2021 年数据为 FY2022 数据，其他年份类推。

公司存货周转天数整体呈现下降趋势。疫情后随着公司门店规模和经营效率的提升，公司销售迅速增长，供应链管理效率有所提升，存货周转天数于 2023 年大幅减少至 205 天。

图45：2018-2023 年公司与众公司存货周转天数对比（天）



数据来源：招股说明书，各公司公告，东吴证券研究所；注：周大福 2021 年数据为 FY2022 数据，其他年份类推。

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年同店增速保持 60%/5%/5%，假设公司 2024-2026 年净增门店分别为 6 家/5 家/5 家。

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 56.82/70.68/84.54 亿元，同比增速分别为 78.7%/24.4%/19.6%，随着规模和单店效益的提升，我们预计公司费用率将保持小幅下降，预计公司 2024-2026 年归母净利润 7.8/10/12.3 亿元，同比增速为 88%/28%/22%。

6.2. 投资建议

老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2024 年以来金价上涨较为明显，但公司依然能保持在较高定价，盈利能力维持在高位，预计公司 2024-2026 年归母净利润 7.8/10/12.3 亿元，同比增速为 88%/28%/22%。IPO 发行价格为 40.5 港币，发行价格对应 2024-2026 年 PE 为 8/6/5 倍，目前黄金珠宝行业 2024 年平均 PE 为 11 倍，老铺黄金作为有一定溢价的高端品牌，我们认为可享受更高的估值水平。

表11: 黄金珠宝行业估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600612.SH	老凤祥	309	59.04	22.14	26.01	30.76	14	12	10
002867.SZ	周大生	147	13.38	13.16	15.29	18.15	11	10	8
1929.HK	周大福	868	8.69	64.99	89.89	106.87	13	10	8
002345.SZ	潮宏基	44	4.91	3.33	3.83	4.54	13	11	10
600916.SH	中国黄金	163	9.70	9.73	12.20	14.46	17	13	11
平均 PE							14	11	9

数据来源: wind, 盈利预测均来自东吴证券研究所预测, 其中周大福 2023 年归母净利润对应为 FY2024 数据, 其他年份以此类推, 周大福市场数据和财务数据均为港币, 最新港币兑人民币汇率为 0.93。

7. 风险提示

消费降级下终端消费疲软: 国内整体消费环境仍面临较大的压力, 消费降级趋势下, 公司的高端定位可能会面临一定的压力, 扩张天花板也需要不断验证。

金价波动风险: 公司产品价格与金价高度相关, 若出现国际政治经济形势动荡引发金价剧烈波动, 或对终端动销造成一定影响。

古法黄金品类拓展不及预期: 古法黄金占比近年来已经在持续提升中, 古法黄金本身售价更高, 在金价高位震荡下, 其渗透率天花板也有待验证。

开店不及预期: 公司新开门店对渠道的要求较高, 可能会存在好的商铺资源有限, 使得公司渠道拓展不及预期的风险。

老铺黄金三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,775.84	3,243.50	3,922.33	4,722.08	营业总收入	3,179.56	5,681.56	7,068.42	8,453.67
现金及现金等价物	69.84	459.54	572.68	852.18	营业成本	1,847.61	3,295.31	4,099.69	4,903.13
应收账款及票据	376.33	473.46	589.04	704.47	销售费用	579.35	1,022.68	1,236.97	1,437.12
存货	1,267.93	2,196.87	2,619.24	2,996.36	管理费用	167.57	284.08	353.42	422.68
其他流动资产	61.74	113.63	141.37	169.07	研发费用	10.72	22.73	28.27	33.81
非流动资产	382.71	418.50	453.99	490.46	其他费用	5.32	11.36	14.14	16.91
固定资产	57.55	50.68	43.16	36.26	经营利润	569.60	1,045.41	1,335.93	1,640.01
商誉及无形资产	255.10	297.75	340.77	384.14	利息收入	0.35	1.40	9.19	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	18.08	2.56	2.56	2.56
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	1.60	1.14	1.14	1.14
其他非流动资产	70.07	70.07	70.07	70.07	利润总额	553.47	1,045.39	1,343.71	1,638.60
资产总计	2,158.55	3,662.00	4,376.32	5,212.54	所得税	137.17	261.35	335.93	409.65
流动负债	474.14	751.15	903.32	1,055.31	净利润	416.30	784.04	1,007.78	1,228.95
短期借款	127.75	127.75	127.75	127.75	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	57.66	100.69	125.27	149.82	归属母公司净利润	416.30	784.04	1,007.78	1,228.95
其他	288.73	522.70	650.30	777.74	EBIT	571.20	1,046.55	1,337.07	1,641.15
非流动负债	168.99	177.44	186.31	195.62	EBITDA	654.42	1,065.76	1,356.58	1,659.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	168.99	177.44	186.31	195.62					
负债合计	643.13	928.58	1,089.63	1,250.93					
股本	142.64	162.09	162.09	162.09	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	2.57	4.84	6.22	7.58
归属母公司股东权益	1,515.42	2,733.41	3,286.69	3,961.61	每股净资产(元)	9.35	16.86	20.28	24.44
负债和股东权益	2,158.55	3,662.00	4,376.32	5,212.54	发行在外股份(百万股)	162.09	162.09	162.09	162.09
					ROIC(%)	32.44	34.85	31.96	32.81
					ROE(%)	27.47	28.68	30.66	31.02
					毛利率(%)	41.89	42.00	42.00	42.00
					销售净利率(%)	13.09	13.80	14.26	14.54
					资产负债率(%)	29.79	25.36	24.90	24.00
					收入增长率(%)	145.67	78.69	24.41	19.60
					净利润增长率(%)	340.40	88.34	28.54	21.95
					P/E	14.67	7.79	6.06	4.97
					P/B	4.03	2.23	1.86	1.54
					EV/EBITDA	0.09	5.42	4.17	3.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年6月25日的0.93,其中PE中股价选用的是IPO价格,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>