

商贸零售行业双周报

老铺黄金招股书梳理，古法黄金珠宝龙头

优于大市

核心观点

老铺黄金：自营销售的黄金珠宝龙头，布局中高端。公司2009年创立于北京，已发展成多产品线运营、全渠道销售的黄金珠宝品牌企业。2023年受益消费复苏及公司产品和渠道扩张，收入增长145.6%至31.8亿元，归母净利润增长340.4%至4.16亿元。2023年足金黄金产品收入占比43.9%，足金镶嵌产品收入占比56%。截至2024年6月11日，公司在全国14个城市拥有33家门店，均为自营销售，主要开设在SKP、万象城、南京德基等高端商场。

中国珠宝市场规模超8000亿元，古法黄金规模快速增长。2023年中国珠宝行业规模达到8200亿元，同比增长14.05%，受益婚嫁等刚性需求的释放，以及保值避险和个性配饰的双重需求共振等因素共振，未来预计进一步增长至2025年的9870亿元。其中古法黄金经过中国传统技术加工而成，以历史文化内涵和精巧的设计而受到消费者欢迎，2023年市场规模1573亿元，2018-2023年收入复合增速达到64.6%。

公司重视研发设计带来高毛利率，渠道自营布局中高端。公司产品根植于中国古法黄金制作传统，持续重视产品研发和创新，2023年单店销售额9390万元，行业排名第一。2023年足金黄金/足金镶嵌产品毛利率分别36.9%/45.8%，在行业处于较高水平。渠道端坚持自营以把控品牌力，33家门店开设在高端商场，中国十大购物中心的覆盖率为80%。此次全球发行募集资金将进一步拓展门店网络、加强研发能力、同于信息技术系统升级等。

投资建议：黄金珠宝一方面受益金价中长期稳步上行，从而激发居民保值性消费需求。此外产品本身不断创新升级，以保值+时尚属性进一步吸引年轻消费者。其中龙头企业在渠道布局和产品力方面更具竞争优势，行业竞争加剧下更强的品牌力和精细化经营能力也有助于分享集中度提升机遇。推荐关注黄金业务占比高，套保机制灵活，具备强品牌知名度的国企老字号品牌龙头：老凤祥、菜百股份、中国黄金等。此外，建议关注周大生及潮宏基，两者近几年不断加大黄金产品布局，同时渠道扩张推动业绩持续增长。

风险提示：黄金珠宝消费不及预期；金价大幅波动；门店扩张不及预期

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600612	老凤祥	优于大市	54.75	22,567	5.03	5.72	10.88	9.57
605599	菜百股份	优于大市	12.35	9,606	1.05	1.21	11.76	10.21
002867	周大生	优于大市	12.73	13,951	1.41	1.63	9.03	7.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

商贸零售·专业连锁 II

优于大市·维持

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

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

- 《黄金珠宝行业点评-金价稳步上行催化板块行情，两会提案关注黄金珠宝消费税》——2024-03-11
- 《商贸零售行业双周报-迎接双节消费旺季，关注黄金珠宝板块投资机遇》——2023-09-27
- 《黄金珠宝行业点评-金价走强与产品力提升共振，黄金珠宝消费需求持续向好》——2023-03-22
- 《商贸零售行业2024年中期投资策略-把握结构性投资机遇，长线布局国货崛起与出海主线》——2024-07-14
- 《商贸零售行业7月投资策略-线下零售积极求变，胖东来调改为传统商超注入活力》——2024-07-04

内容目录

公司概况.....	4
公司历史沿革.....	4
主要经营概况.....	4
股权结构：创始人持续比例高，股权激励助力长期发展.....	6
行业简析：珠宝市场规模超 8000 亿元，古法黄金规模快速增长.....	7
行业概况及规模结构.....	7
古法黄金市场竞争格局.....	8
公司简析.....	9
重视研发及产品设计，毛利率水平较高.....	9
渠道布局中高端商场，全直营模式强化品牌建设.....	10
重视客户服务及购物体验，忠诚会员数量超 20 万.....	11
募投项目.....	11
投资建议.....	13

图表目录

图 1: 老铺黄金历史沿革.....	4
图 2: 老铺黄金营业收入及增速 (亿元、%)	4
图 3: 老铺黄金归母净利润及增速 (亿元、%)	4
图 4: 老铺黄金门店数量变化 (家)	5
图 5: 老铺黄金门店的城市分布.....	5
图 6: 老铺黄金股权结构 (紧随公司全球发售完成后)	6
图 7: 中国珠宝市场行业规模 (亿元、%)	7
图 8: 中国珠宝市场行业规模按品类划分的占比 (%)	7
图 9: 中国黄金珠宝市场规模按纯度划分的占比 (%)	8
图 10: 中国足金珠宝市场按加工工艺划分的市场规模 (亿元)	8
图 11: 老铺黄金研发费用投入 (万元、%)	9
图 12: 老铺黄金迭代产品和新推出产品收入及占比 (%)	9
图 13: 老铺黄金足金黄金产品不同售价范围的收入占比 (%)	10
图 14: 老铺黄金分品类毛利率情况 (%)	10
图 15: 老铺黄金 2024-2026 年开店计划.....	12
表 1: 老铺黄金营业收入分品类情况 (百万元、%)	5
表 2: 老铺黄金营业收入分渠道情况 (百万元、%)	6
表 3: 老铺黄金旗下股份激励平台介绍.....	7
表 4: 中国古法黄金市场按收入计前五大企业.....	8
表 5: 老铺黄金珠宝加工主要采取的工艺.....	9
表 6: 中国黄金珠宝企业自营和加盟模式的对比.....	10
表 7: 老铺黄金前五大购物中心的门店收入情况 (按 2023 年收入排序)	11
表 8: 老铺黄金忠诚会员的收入贡献.....	11
表 9: 老铺黄金未来计划及上市所得款项用途.....	12
表 10: 重点公司盈利预测及估值.....	13

公司概况

公司历史沿革

公司 2009 年创立于北京，彼时推出首家专注销售古法金饰的门店，逐步发展成多产品线运营、线上线下一体化销售的黄金珠宝品牌零售企业。截至 2024 年 6 月 11 日，公司在全国 14 个城市拥有 33 家门店，均为自营销售，其中大部分为一线和新一线城市，主要开设在 SKP、万象城、南京德基等高端商场，全国前十大高端购物中心的覆盖率达到 80%。线上渠道布局天猫和京东自营旗舰店，2021 年在天猫公布的黄金品类品牌人群心智榜单中，价值力指数排名第一。

图1：老铺黄金历史沿革

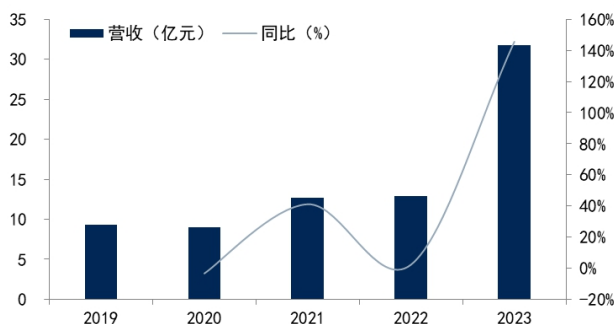


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

主要经营概况

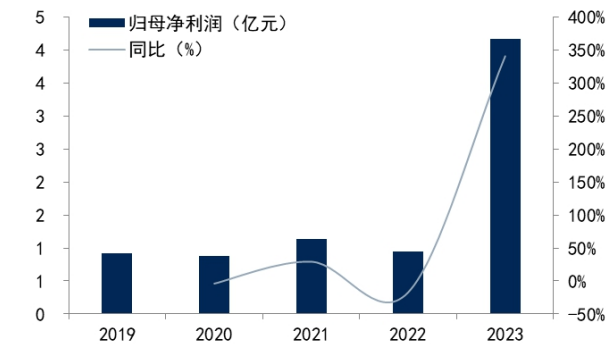
整体业绩看，公司 2023 年营收 31.8 亿元，同比增长 145.6%，归母净利润 4.16 亿元，同比增长 340.4%，受益疫情后的消费复苏、金价上行及公司门店扩张等多重利好。2020-2022 年收入复合增速 20.2%，归母净利润复合增速 3.63%，在疫情影响收入表现及成本费用较为刚性下，仍实现了正向增长。

图2：老铺黄金营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图3：老铺黄金归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

◆ 收入分品类：专注销售黄金材质产品，足金镶嵌产品占比提升

公司在售产品主要包括足金黄金产品及足金镶嵌产品（镶嵌钻石或其他宝石），以及极少量非黄金产品。足金黄金产品 2021-2023 年收入占比分别为 51.8%/51.1%/43.9%，2022 年/2023 年收入增速分别为 0.86%/110.93%。足金镶嵌产品 2021-2023 年收入占比分别为 47.7%/48.6%/56%，2022/2023 年收入增速分别为 4.39%/182.86%，受益消费复苏及产品力提升，该品类整体毛利率超过 45%，有助于进一步提升公司毛利率表现。

表1：老铺黄金营业收入分品类情况（百万元、%）

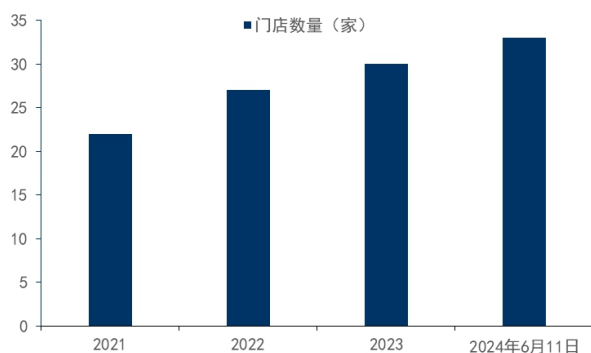
	2021	2022	2023
足金黄金产品	655.38	661.00	1394.28
增速（%）		0.9%	110.9%
占总收入比重（%）	51.8%	51.1%	43.9%
足金镶嵌产品	603.06	629.53	1780.66
增速（%）		4.4%	182.9%
占总收入比重（%）	47.7%	48.6%	56.0%
其他	6.17	3.69	4.62
增速（%）		-40.2%	25.3%
占总收入比重（%）	0.5%	0.3%	0.1%

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

◆ 收入分渠道：全自营模式，以一二线城市的线下销售为主

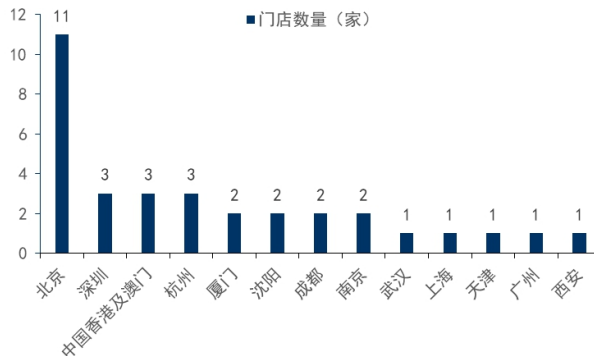
公司拥有线下+线上的全渠道销售体系，其中以线下销售为主，2021-2023 年门店数量分别为 22/27/30 家，截至 2024 年 6 月 11 日，进一步增加至 33 家，主要分布在北京、深圳、上海、杭州、南京等城市，均为自营销售。

图4：老铺黄金门店数量变化（家）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图5：老铺黄金门店的城市分布



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

收入占比看，线下渠道 2021-2023 年收入占比已分别为 89.8%/87%/88.6%，2022/2023 年收入增速分别为-0.8%/+150.24%。线上平台 2021-2023 年收入占比已分别为 10.2%/13%/11.4%，2022/2023 年收入增速分别为 29.92%/115.04%。

表2: 老铺黄金营业收入分渠道情况 (百万元、%)

	2021	2022	2023
线下门店	1135.36	1126.31	2818.48
增速 (%)		-0.80%	150.24%
占总收入比重 (%)	89.80%	87%	88.60%
线上平台	129.25	167.91	361.08
增速 (%)		29.92%	115.04%
占总收入比重 (%)	10.20%	13%	11.40%

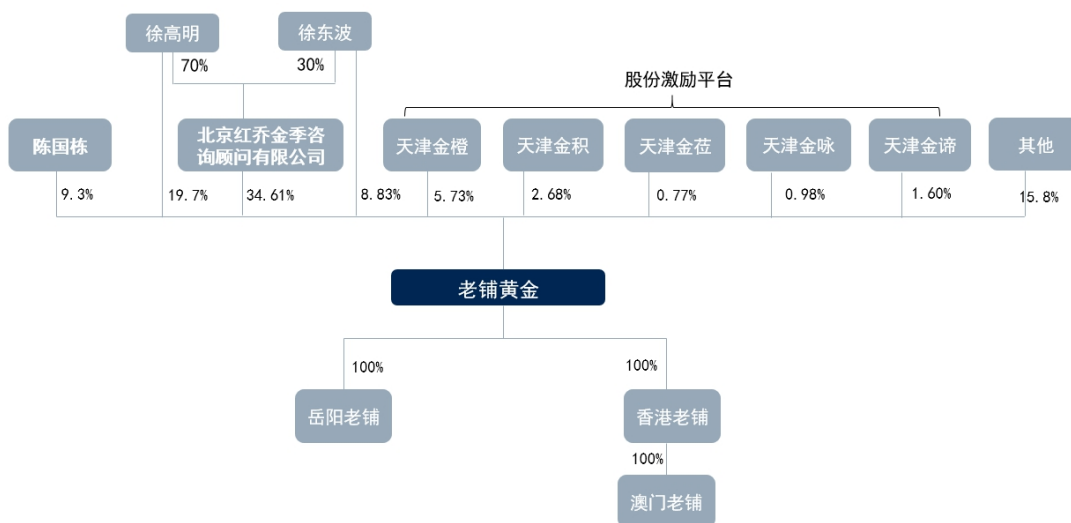
资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

股权结构: 创始人持续比例高, 股权激励助力长期发展

紧随公司全球发售完成后 (假设发行量调整权及超额配售权未行使), 公司创始人徐高明及其儿子徐东波直接持有公司 28.53% 股份, 并通过红乔金季 (中国) 间接持有公司 34.61% 股份。个人投资者陈国栋直接持有公司 9.3% 股份, 其曾任深圳市联想科技园有限公司董事兼总经理一职。

此外, 公司为激励员工积极性, 2018 年 10 月 11 日股东大会批准采纳股份激励计划, 先后成立了天津金橙、天津金积等 5 个股份激励平台, 绑定了主要管理层级核心骨干成员, 如华中区销售总监、供应链管理高级经理、文房文化经理、客户服务总监等。5 大股份激励平台合计持有公司 11.76% 股份。

图6: 老铺黄金股权结构 (紧随公司全球发售完成后)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表3: 老铺黄金旗下股份激励平台介绍

平台名称	成立时间	占公司总股本比例	有限合伙人人数	主要成员及有限合伙权益比例	普通合伙人
天津金橙	2018年8月22日	5.73%	40	执行董事兼副总经理冯建军持有6.6% 执行董事兼营业部总经理徐锐持有5.38% 执行董事兼岳阳老铺监事蒋霞持有6.45% 监事会主席兼职工代表监事彭柳华持有4.3% 监事肖艳辉持有4.3% 监事隋武持有1.32% 岳阳老铺董事兼总经理周应年持有6.45%，其两名紧密联系人分别持有2.76%/4.84%	红乔金季
天津金积	2018年8月22日	2.68%	36	余斌（华中区销售总监）、张有开（招聘总监）及方仕强（行政总监）各自拥有10%或以上的有限合伙权益	客户服务总监及独立第三方刘琼
天津金咏	2019年4月22日	0.98%	36		供应链管理高级经理及独立第三方马乐
天津金苕	2018年12月11日	0.77%	1		财务经理及独立第三方刘志
天津金谛	2018年8月22日	1.60%	24	徐巍（文房文化经理）拥有10%或以上的有限合伙权益	文房文化审计经理及独立第三方王建明

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

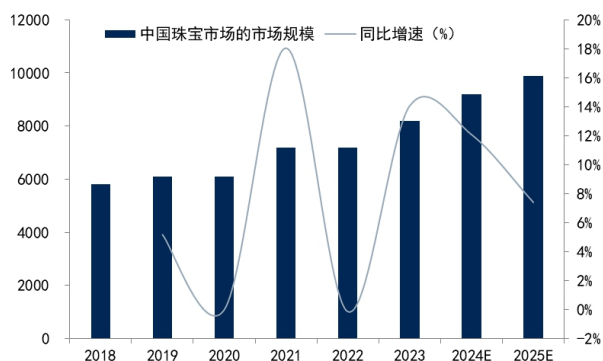
行业简析：珠宝市场规模超 8000 亿元，古法黄金规模快速增长

行业概况及规模结构

珠宝品类包括黄金珠宝、玉石、钻石、铂金、有色珠宝和珍珠等多种类型，2023年行业规模达到8200亿元，同比增长14.05%。疫情后实现了较好的复苏表现，受益婚嫁等刚性需求的释放，以及保值避险和个性配饰的双重需求共振等因素共振，未来预计进一步增长至2025年的9870亿元。

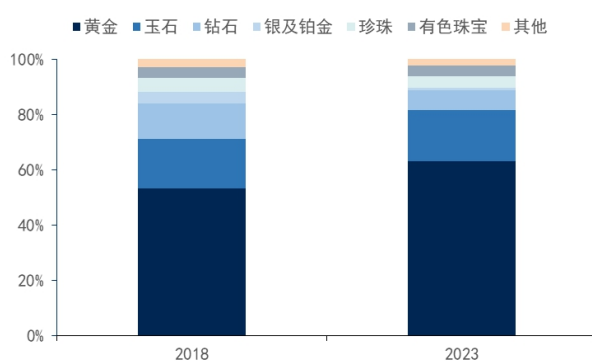
具体结构看，在金价上行及消费者追求保值增值的需求推动下，黄金产品占比进一步提升。2023年黄金珠宝市场规模5180亿元，在整体珠宝市场中的占比为63.2%，为第一大品类。

图7: 中国珠宝市场行业规模（亿元、%）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、弗若斯特沙利文、公司招股书、国信证券经济研究所整理

图8: 中国珠宝市场行业规模按品类划分的占比（%）

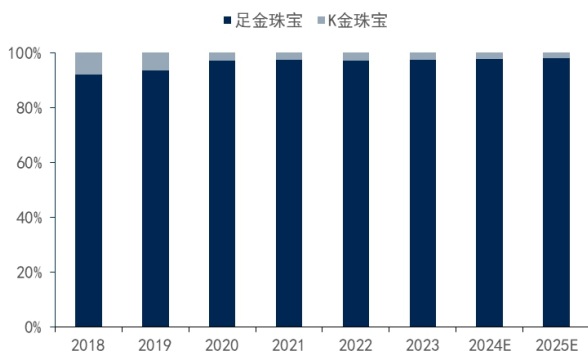


资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、弗若斯特沙利文、公司招股书、国信证券经济研究所整理

进一步细分至黄金产品看，按照黄金纯度可分为足金（黄金纯度达 99.0%及以上）及 K 金（通常指由黄金和其他金属混合制成的合金，其含金量相等于或低于 22K (91.6%) 或 18K (75.0%)）。市场以足金产品为主，2023 年足金市场规模 5049 亿元，占整体黄金产品市场的比重达到 97.5%。

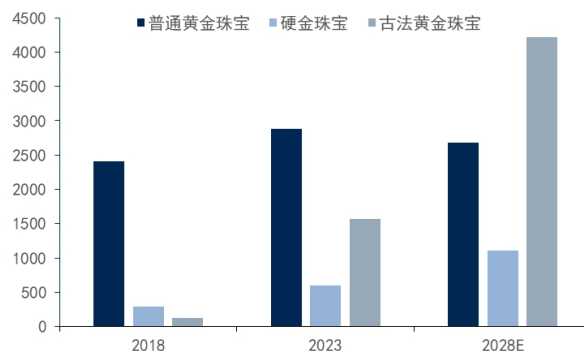
足金按照制作工艺进一步分为普通黄金珠宝、硬金珠宝和古法黄金珠宝，其中古法黄金经过中国传统技术（包括锤揲、镌刻、镂空、花丝、镶嵌及烧蓝）加工而成，以历史文化内涵和精巧的设计而受到消费者欢迎。2023 年古法黄金珠宝市场规模 1573 亿元，在足金珠宝中占比 31.15%，较 2018 年大幅提升 26.56pct。

图9：中国黄金珠宝市场规模按纯度划分的占比（%）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文、公司招股书、国信证券经济研究所整理

图10：中国足金珠宝市场按加工工艺划分的市场规模（亿元）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文、公司招股书、国信证券经济研究所整理

古法黄金市场竞争格局

2023 年中国古法黄金市场规模 1573 亿元，其中老铺黄金古法金收入 32 亿元，市场份额 2%，在中国古法黄金珠宝市场排名第七。其他市场参与者看，第一大公司 2023 年古法黄金收入 310 亿元，市场份额 19.7%，第二名、第三名 2023 年古法黄金收入分别为 173/91 亿元，市场份额分别为 11%/5.8%。

表4：中国古法黄金市场按收入计前五大企业

排序	公司	预计古法黄金珠宝收入（亿元）	市场份额	公司介绍
1	A	310	19.70%	成立于 1929 年，于 2022 年拥有 7655 间线下门店，主要从事销售镶嵌宝石珠宝、铂金/K 金产品、黄金产品及手表。港交所上市，2023 年总收入约 1055 亿元
2	B	173	11%	成立于 1848 年，于 2023 年拥有 5994 间线下门店，主要从事珠宝及黄金业务、文房及工艺品。上交所上市，2023 年总收入 714 亿元
3	C	91	5.80%	成立于 2010 年，于 2023 年拥有 4257 家线下门店，主要从事黄金珠宝的销售及金条加工。上交所上市，2023 年总收入 564 亿元
4	D	86	5.70%	成立于 1987 年，于 2023 年拥有 4994 家线下门店，经营珠宝时尚、食品饮料、美容保健、钟表及百货等业务。上交所上市，2023 年总收入 581 亿元
5	E	61	3.90%	成立于 2000 年，于 2023 年拥有 2852 家线下门店，主要从事黄金珠宝的加工、零售和回收等业务。非上市公司

资料来源：各公司年报、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股书、国信证券经济研究所整理

公司简介

重视研发及产品设计，毛利率水平较高

从行业竞争角度看，黄金产品的品类丰富度和设计感提升日益重要：一方面，黄金产品近年来消费属性日益凸显，新一代消费者对于工艺设计感有了更高的期待。另一方面，企业自身财务而言，优异的产品力将助力品牌获得更高周转+高毛利。

老铺黄金的产品工艺根植于中国古法黄金制作传统，并与现代时尚相结合，核心工艺包括花丝、篆刻、镶嵌、烧蓝等。

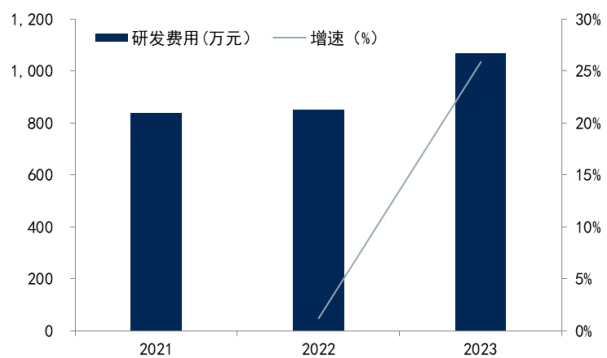
表5: 老铺黄金珠宝加工主要采取的工艺

工艺	具体内容
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	篆刻工艺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

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

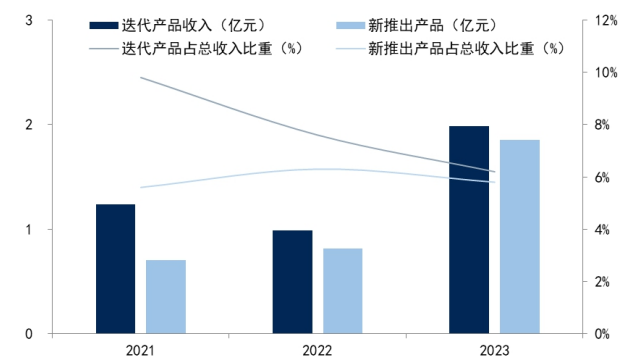
研发设计流程方面，公司拥有从研发规划（一般 30-90 天）、产品设计及打样（一般 45-75 天）、样本验收（一般 15-20 天）到产品迭代（一般 30-90 天）的完整流程。2020-2023 年公司研发费用投入分别为 840/850/1070 万元，保持稳步提升的研发投入，以提升产品工艺和设计。公司成立以来共创造了 1800 项原厂设计，目前产品超过 2700 款，其中经典款贡献核心收入，同时迭代产品和新推出产品贡献有效增量。2021-2023 年，公司迭代产品分别实现营收 1.24/0.99/1.99 亿元，占总收入的比重分别为 9.8%/7.6%/6.2%；新推出产品分别实现营收 0.71/0.81/1.85 亿元，占总收入的比重分别为 5.6%/6.3%/5.8%。

图11: 老铺黄金研发费用投入（万元、%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图12: 老铺黄金迭代产品和新推出产品收入及占比（%）

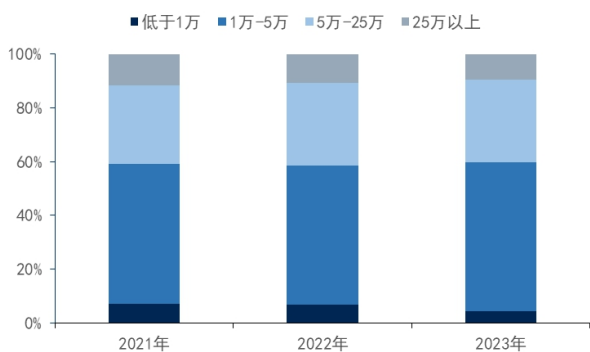


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

持续的研发和产品创新助力公司在黄金饰品行业获得了较高的单店收入和毛利率表现。据弗若斯特沙利文数据（转引自老铺黄金招股书），公司单店销售额2022/2023年在中国黄金珠宝品牌中连续两年排名第一，其中2023年店均收入达到9390万元。具体到件单价看，2023年公司足金黄金产品每件售价范围在人民币1万-5万元、5万-25万元的收入占比分别为24.3%/13.4%，以平均售价729元/克计算，每件商品的克重范围为13.7-342.9克。

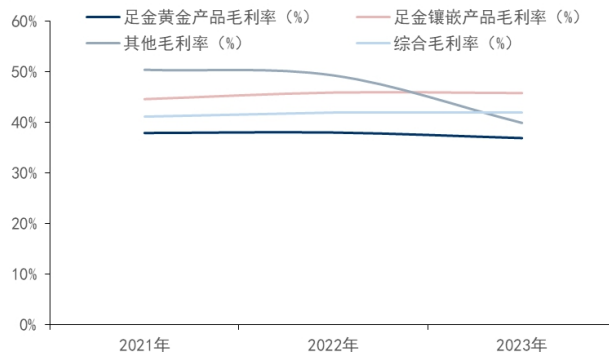
反映在毛利率方面看，公司 2021-2023 年综合毛利率分别为 41.2%/41.9%/41.9%，其中足金黄金产品毛利率分别 37.9%/38%/36.9%，在行业内处于较高水平。据弗若斯特沙利文数据（转引自老铺黄金招股书），古法黄金珠宝的平均毛利率约为 35%，而普通黄金珠宝的平均毛利率约为 25%。

图13: 老铺黄金足金黄金产品不同售价范围的收入占比 (%)



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图14: 老铺黄金分品类毛利率情况 (%)



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

渠道布局中高端商场，全直营模式强化品牌建设

公司主攻中高端黄金珠宝市场，在研发设计打造产品力的基础上，渠道模式坚持自营，优势在于可在产品质量、服务质量等方面实现良好控制，使消费者在公司全销售渠道得到一致性的良好购物体验。截至 2024 年 6 月 11 日，公司在全国 14 个城市拥有 33 家门店，其中大部分为一线和新一线城市。

表6: 中国黄金珠宝企业自营和加盟模式的对比

销售模式	简介	优劣势	盈利模式	代表企业
自营渠道	公司以设立商场专柜、旗舰店或专卖店的方式进行铺货销售	方便质量管控,有利于打造品牌形象,但资金实力和扁平式渠道管理能力要求较高	产品零售	Tiffany、Cartier、菜百股份、周大福、老铺黄金等
加盟渠道	加盟商在品牌方授权下开设加有利于品牌迅速扩张、获取市场份额,盟店,品牌方根据协议提供指但同时要求企业具有较好的加盟商管导、培训、装修等服务	理能力和品牌维护能力	产品批发收入、收取加盟费	周大生、老凤祥等

资料来源：周大生公司公告、国信证券经济研究所整理

此外，门店的位置对于品牌定位较为重要。公司门店主要开在高端购物中心，截至 2024 年 4 月，公司在中国十大购物中心的覆盖率为 80%，包括 SKP、万象城、南京德基等，且取得较好的坪效表现。2023 年位于北京 SKP 的两家店铺产生总收入 3.36 亿元，每平方米月收入 44 万元。

表7: 老铺黄金前五大购物中心的门店收入情况 (按 2023 年收入排序)

序号	购物中心	首次开店日期	收入及占总收入比重 (亿元、%)				每平方米收入 (千元)		
			2021 年		2022 年		2023 年		
1	北京 SKP	2017 年 7 月	1.76	13.90%	1.40	10.80%	3.36	10.60%	5,287
2	南京德基	2018 年 8 月	0.78	6.10%	0.85	6.50%	2.57	8.10%	2,389
3	沈阳万象城	2019 年 5 月	0.91	7.20%	0.99	7.60%	2.33	7.30%	1,895
4	上海豫园挹秀楼	2022 年 1 月			0.53	4.10%	2.27	7.10%	1,404
5	西安 SKP	2018 年 5 月	1.06	8.40%	1.05	8.10%	1.90	6.00%	3,106

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

公司亦构建了线上销售渠道, 公司同样开展直营销售, 拥有两家旗舰店, 分别在天猫和京东, 同时开发小程序, 沉淀私域流量。2021-2023 年新客户获客成本分别为 319/371.4/142.2 元, 在较为高效的营销及品牌效应下, 获客费用逐步优化。

重视客户服务及购物体验, 忠诚会员数量超 20 万

公司中高端品牌定位下, 品牌会员及购物体验是成功的重要因素。公司建立了完善的客户服务体系, 包括设立了会员中心, 通过中国经典书房特色主题场景, 融合专业客户服务, 更充分地展示我们的经典工艺、经典产品和品牌主题文化, 为其提供沉浸式消费体验。各大线下门店设立了专门的客服, 负责回应和处理客户的服务及产品反馈。在产品保养和售后维护方面, 公司为会员提供终身免费的基本护理服务, 包括简单清洁和细微调整。

为进一步绑定优质会员, 公司设立了客户忠诚计划, 客户购买最少一次即可成为忠诚会员, 享受免费的清洁和基本维护服务。2021-2023 年, 公司忠诚会员人数分别达到 9.78 万人/12.66 万人/20.26 万人。其中会员累计消费达到 30 万元升级为金卡会员, 累计消费达到 50 万元升级为黑金卡会员, 两类会员在未来购买还可享受 5% 的折扣。

从收入贡献看, 2021-2023 年, 忠诚会员收入占总收入的比重分别为 97.3%/97.6%/96%, 其中年消费 30 万以上的忠诚会员对总收入的贡献比例分别为 22.6%/23.9%/26.7%。

表8: 老铺黄金忠诚会员的收入贡献

年消费金额	收入及占总收入比重 (亿元、%)					
	2021		2022 年		2023 年	
>1 百万	1.08	8.50%	1.30	10.10%	5.05	15.90%
30 万-100 万	1.79	14.10%	1.79	13.80%	3.44	10.80%
5 万-30 万	4.05	32%	3.88	30%	9.45	29.70%
<5 万	5.40	42.70%	5.65	43.70%	12.59	39.60%

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

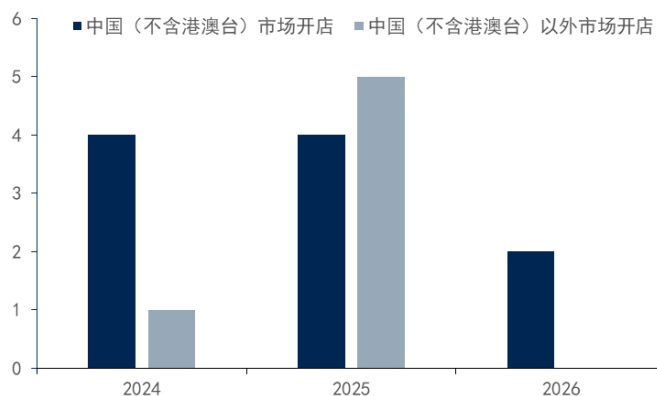
募投项目

根据老铺黄金全球发售招股书, 公司发行募集资金主要用于拓展销售网络、提升品牌知名度、信息技术系统升级及提升自动化和信息化水平、加强研发能力和一般营运资金和企业用途。

1、73.3% (约 5.23 亿港元) 用于拓展销售网络, 并通过未来数年在海内外市场开设新店以促进品牌国际化。其中 44.4% 将分配至在中国 (不含港澳台) 开设 10 家

新门店，主要聚焦一线和新一线城市，2024 年开设 4 家门店、2025 年开设 4 家门店，2026 年开设 2 家门店。28.9%将分配至中国香港、中国澳门、新加坡及东京等其他亚洲城市开设 5 家门店，以提升在全球市场的知名度，2024 年开设 1 家，2025 年开设 4 家门店。

图15: 老铺黄金 2024-2026 年开店计划



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

2、11.3%（约 8040 万港元）将用作维持公司品牌定位及提高品牌知名度，其中 6.5%用于在未来两年将分配至以不同渠道及方法推广品牌及产品，如社媒广告、电商广告等。2.6%用于品牌 CI 建设，主要系建设品牌宣传和建设团队。2.2%将分配至对已开业五年以上的线下门店进行装修及形象升级，共计 11 家门店。

3、2.7%（约 1910 万港元）将用作优化内部信息技术系统及提升自动化及信息化水平；2.7%（约 1910 万港元）将用作加强公司的研发能力；10%（约 7130 万港元）将用作一般营运资金及一般企业用途。

表9: 老铺黄金未来计划及上市所得款项用途

项目	投入资金	具体内容
1、拓展销售网络	约 5.23 亿港元	
1) 在中国（不含港澳台）开设 10 家门店	约 3.17 亿港元	主要开设在一线、新一线城市，2024/2025/2026 年分别开设 4 家/4 家/2 家
2) 在中国（不含港澳台）以外开设 5 家门店	约 2.06 亿港元	2024/2025 年分别开设 1 家/4 家，在中国香港、中国澳门、新加坡、东京等
2、维持品牌定位及提高品牌知名度	约 8040 万港元	
1) 广告及营销活动	约 4630 万港元	在社交媒体和其他数字平台投放广告及加强线下营销
2) 投资品牌 CI 建设	约 1850 万港元	委聘品牌宣传团队；委聘资深品牌建立团队
3) 门店装修和形象升级	约 1560 万港元	对已开业 5 年以上的线下门店进行装修和形象升级
3、信息化系统升级	约 1910 万港元	
1) 内部信息技术系统建设和优化	约 1180 万港元	2024 年购买及升级数字化办公和门店检测系统，同时优化微信小程序线上门店
2) 建设数据处理平台	约 480 万港元	预计 2025 年投入运作，统筹前段数据的分类、整合、分析及应用，分配相关数据至相应部门做进一步处理
3) 购买及升级硬件	约 250 万港元	如工厂安全服务器、工厂安全核心路由器、监控及警报系统等
4、加强研发能力	约 1910 万港元	
1) 加强研发团队以运营研发中心	约 1410 万港元	包括未来两年每年招聘两名研发设计工程师，人均月薪 8.3 万港元
2) 设立一座研发中心	约 400 万港元	预期建筑面积 200 平方米，两年内完成设立研发中心，月租金预计 3.5 万港元
3) 购买设备	约 100 万港元	高精度研发设备、购买办公设施及相关软件系统
5、一般营运资金及一般企业用途	约 7130 万港元	

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

投资建议

黄金珠宝一方面受益金价中长期稳步上行，从而激发居民保值性消费需求。此外产品本身不断创新升级，以保值+时尚属性进一步吸引年轻消费者。其中龙头企业在渠道布局和产品力方面更具竞争优势，行业竞争加剧下更强的品牌力和精细化经营能力也有助于分享集中度提升机遇。推荐关注黄金业务占比高，套保机制灵活，具备强品牌知名度的国企老字号品牌龙头：老凤祥、菜百股份、中国黄金等。此外，建议关注周大生及潮宏基，两者近几年不断加大黄金产品布局，同时渠道扩张推动业绩持续增长。

表10: 重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价总市值(亿元)		EPS				PE			投资评级	
				23A	24A	25E	26E	23A	24A	25E		26E
600612.SH	老凤祥	54.75	225.67	4.23	5.03	5.72	6.39	16.30	10.88	9.57	8.57	优于大市
605599.SH	菜百股份	12.35	96.06	0.91	1.05	1.21	1.39	16.39	11.76	10.21	8.88	优于大市
600916.SH	中国黄金	9.38	157.58	0.58	0.71	0.84	0.96	17.03	13.12	11.18	9.74	暂无
002867.SZ	周大生	12.73	139.51	1.20	1.41	1.63	1.89	12.64	9.03	7.81	6.74	优于大市
002345.SZ	潮宏基	4.55	40.43	0.38	0.51	0.60	0.70	18.15	8.92	7.58	6.50	优于大市
6181.HK	老铺黄金	85.20	140.59	3.03	4.52	5.67	6.77	-	17.20	13.73	11.50	暂无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 中国黄金、老铺黄金为wind一致预测, 老铺黄金股价及市值为港币

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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