



买入（首次）

所属行业：钟表珠宝

当前价格（港元）：74.50

证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

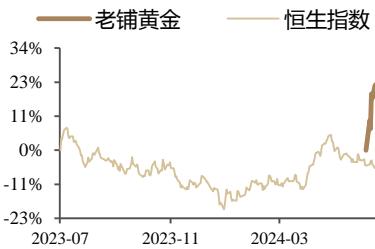
张望

资格编号：S0120524010002

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	99.75	99.75	99.75
相对涨幅(%)	102.85	107.17	95.95

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

老铺黄金（6181.HK）： 古法传承，奢品营运

投资要点

- 古法黄金领军品牌，港股上市再出发。**老铺黄金品牌成立于2009年，专注于古法黄金珠宝生产与销售，曾推出业界首例足金镶嵌钻石珠宝，为中国黄金协会古法金及古法金镶嵌饰品团体标准的制定者之一。至2024年6月公司已于全国高线城市的尖端商圈合计开设33家自营主题门店，并已入驻天猫、京东等电商平台。2023年公司实现营收31.8亿元，归母净利润4.16亿元，同增145.7%/340.4%。
- 国潮文化的发扬，古典工艺的创新。**传统文化引领与投资需求催化下，2023年我国黄金珠宝消费规模已达5180亿元，占比珠宝份额的63.2%。其中古法黄金饰品采取工艺创新，具备独特的美学观感与耐用性，近年在国潮趋势下更受消费者青睐。至2023年古法金市场规模已达1573亿元，占足金市场份额达31%，据弗若斯特沙利文预计至2028年有望以21.8%的复合增速成长至4214亿元的体量。
- 匠心独运，打造高奢黄金品牌。**老铺黄金以高端定位差异化切入古法黄金赛道，至2023年以2.0%的市场份额位居古法金竞争第7位。品牌溢价支撑下，老铺具备强提价能力，至2023年65%单件产品定价在1-5万元区间，平均单克足金镶嵌/黄金产品定价达1043元/729元，对应毛利率高达45.8%/36.9%。同时品牌私域化运营沉淀优质客户，2023年已有忠诚会员9.31万人，同增131.2%，其中年消费超30万元的会员数稳定于1%左右，收入贡献比高达26.7%。
- 纯直营高效管理，精品商圈持续拓店。**老铺黄金采取全直营模式建设渠道，严格管理品牌形象与服务质量。1)线上：于天猫、抖音开设旗舰店，2023年线上合计收入达3.6亿元，其中24年3月天猫单月收入达1.27亿；2)线下：至2023年线下合计收入28.2亿元，其中高线城市收入占比达72%，平均单店收入已超9000万元，同店业绩实现翻倍增长。自营门店具备极强盈利与扩张力，15家新设门店平均初始盈亏平衡期约为1个月，平均现金流投资回收期约为5个月。未来两年，老铺黄金计划在国内/境外分别新开8家/5家门店，进一步推动品牌国际化和市场渗透。
- 盈利预测与投资建议：**老铺黄金为我国高端珠宝品牌，以古法黄金工艺与高端品牌定位建立独特的竞争优势。通过低负债、低杠杆的模式稳健扩张，以优质的品牌资产构建优秀的ROE水平。预计公司2024-2026年实现收入54.4/68.5/82.2亿元，同增71.0%/26.0%/20.0%，归母净利润7.8/9.7/11.4亿元，同增87.2%/24.8%/17.7%，对应2024年PE15倍，首次覆盖并给予“买入”评级。
- 风险提示：**金价波动风险、终端需求疲软、门店扩张风险、行业竞争加剧

股票数据

主要财务数据及预测

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	165.01					
流通港股(百万股):	91.42	营业收入(百万元)	1294	3180	5436	6850
52周内股价区间(港元):	70.000-86.950	(+/-)YOY(%)	2.34%	145.67%	70.96%	26.02%
总市值(百万港元):	12,291.24	净利润(百万元)	95	416	779	972
总资产(百万港元):	2,381.92	(+/-)YOY(%)	-16.99%	340.40%	87.15%	24.78%
每股净资产(港元):	11.72	全面摊薄EPS(元)	0.57	2.52	4.72	5.89
资料来源：公司公告		毛利率(%)	41.89%	41.89%	42.24%	42.28%
		净资产收益率(%)	10.87%	27.47%	25.25%	23.96%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 古法黄金领军品牌，港股上市再出发	5
1.1. 收入突破 30 亿，高奢定位稳健扩张	5
1.2. 创业型家族企业，管理结构资深稳定	6
1.3. 以足金镶嵌为特色，品牌构建护城河	7
1.4. 募资 9.1 亿港元，港股 IPO 再出发	9
2. 古法黄金：国潮文化的发扬，古典工艺的创新	10
2.1. 行业规模：黄金消费超 5000 亿元，古法金占比 31%	10
2.2. 格局&趋势：古法黄金 CR5 达 46%，老铺黄金名列第 7	11
3. 匠心独运，打造高奢黄金品牌	13
3.1. 品牌定位经典永恒，心智强化提升粘性	13
3.2. 珠宝大师荟聚，以设计构建产品溢价	15
3.3. 内外互补饱和生产，联营合作关系稳固	16
4. 纯直营高效管理，精品商圈持续展店	17
4.1. 尖端商圈全直营，定位高端消费群体	17
4.2. 高线城市渠道加密，同店销售业绩翻倍	18
5. 盈利预测与投资建议	21
5.1. 盈利预测	21
5.2. 投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 发展历程.....	6
图 2: 股权结构（截至 2024 年 6 月）.....	6
图 3: 2020-2023 年分产品营业收入（百万元）.....	7
图 4: 2020-2023 年分产品收入占比（%）.....	7
图 5: 2020-2023 年营业收入、净利润及各自增速.....	8
图 6: 2020-2023 年毛净利率水平（%）.....	8
图 7: 2020-2023 年费用率.....	8
图 8: 2020-2023 年现金流（百万元）.....	8
图 9: 可比同业 ROE 水平.....	9
图 10: 可比同业资产周转率（次）.....	9
图 11: 可比同业资产负债率.....	9
图 12: 可比同业权益乘数.....	9
图 13: 中国珠宝市场规模（十亿人民币）与增速（%）.....	10
图 14: 中国珠宝市场按材料划分（十亿人民币）与增速（%）.....	10
图 15: 中国黄金珠宝消费量（吨）及增速（%）.....	11
图 16: 中国古法黄金珠宝市场规模（亿元）及增速（%）.....	11
图 17: 黄金珠宝规模按黄金纯度划分（十亿元）与增速（%）.....	11
图 18: 黄金珠宝规模按加工技术划分（十亿元）与增速（%）.....	11
图 19: 2023 年古法金市场预计收入及市场份额（右轴）.....	12
图 20: 前十商场入驻率.....	12
图 21: 黄金珠宝品牌于一线/新一线城市高端购物中心覆盖率.....	12
图 22: 2023 年古法黄金竞争格局.....	12
图 23: 中国黄金价格走势（人民币/克）.....	13
图 24: 全球钻石价格指数.....	13
图 25: 销售费用（百万元）及销售费用率.....	13
图 26: 销售费用率同业对比.....	13
图 27: 老铺黄金迭代产品&新推产品数量（个）.....	15
图 28: 老铺黄金古法工艺流程.....	15
图 29: 老铺黄金产品各定价区间产品收入占比.....	15
图 30: 分产品收入及增速（百万元）.....	16
图 31: 分产品销量（千克）及增速.....	16
图 32: 分产品毛利率（%）.....	16

图 33: 分产品销售均价 (元/克)	16
图 34: 公司产能、产量、利用率千克	17
图 35: 公司产量、销量、产销率情况	17
图 36: 第一大供应商采购金额及占比 (%)	17
图 37: 2023 前五大供应商采购情况 (百万元)	17
图 38: 分渠道收入 (百万元)	18
图 39: 分渠道收入占比 (%)	18
图 40: 线上平台销售 (百万元)	18
图 41: 老铺黄金全国门店渠道网络	18
图 42: 老铺黄金场景化模式布局线下门店	18
图 43: 分线级城市收入 (百万元)	19
图 44: 不同线级城市平均单店收入 (百万元)	19
图 45: 同店增长情况	19
图 46: 店均销售额&同店店均销售额 (百万元)	19
图 47: 头部门店销售额 (百万元)	20
图 48: 头部门店营运坪效 (万元/平米)	20
图 49: 按线级城市门店数量 (家)	20
图 50: 老铺黄金门店数量 (家)	20
表 1: 核心高管简历一览	7
表 2: 所得款项净额按用途分配情况	10
表 3: 忠诚会员数量 (个) 及购买金额 (万元)	14
表 4: 忠诚会员购买金额对收入贡献	14
表 5: 忠诚会员数量 (个) 、购买次数对收入贡献 (百万元)	14
表 6: 老铺黄金未来两年开店计划	20
表 7: 老铺黄金盈利预测	21
表 8: 老铺黄金可比同业估值一览 (截至 2024 年 7 月 24 日)	22

1. 古法黄金领军品牌，港股上市再出发

1.1. 收入突破 30 亿，高奢定位稳健扩张

锁定高端市场，定位古法黄金奢侈品牌。老铺黄金前身为始创于 2004 年的黄金珠宝公司“金色宝藏”，2014 年调整业务线，正式注册“老铺黄金”商标，2016 年成立公司，于次年在深圳、北京等地开设门店。历经 3 年发展，公司在业内推出首例足金镶嵌钻石产品，引领珠宝产业发展趋势，并于香港、澳门等地设立子公司，并陆续作为第一起草单位参与中国黄金协会发布的《古法金饰品》与《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准。至 2024 年 6 月 12 日公司于全国已开设门店 33 家，实现营业收入 31.8 亿元，净利润 4.16 亿元，上榜《2023 年胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》仅有的两家中国黄金珠宝品牌之一。

回顾公司发展历程，可依据战略定位划分为三大阶段：

品牌探索期（2004 年-2016 年）：2004 年由徐高明先生创办金色宝藏，主要从事黄金珠宝及把玩业务，2009 年金色宝藏于北京推出首家专注销售古法金饰品的门店，同年创立经营销售黄金产品的品牌老铺黄金。期间由于金色宝藏与老铺黄金存在业务定位与产品结构重叠等影响，公司进行重组与调整，并于 2016 年剥离老铺黄金品牌，并保留文房文化从事家具、文房四宝及书画销售业务，金色宝藏从事销售佛教文化主题旅游纪念品。至此，老铺黄金正式成为专注古法金销售的独立经营实体。

品牌成长期（2017 年-2020 年）：2017 年始公司以自营模式推广线上销售渠道，逐步开启渠道与品类的双向扩张。并相继进驻北京 SKP 与深圳等地，业务辐射至华南地区。2018 年公司收购因经营不善而终止运营的金色宝藏的相关经营资产，并相继注册香港老铺与岳阳老铺，进一步完善业务线条。2019 年公司首度推出足金镶嵌钻石类产品，确定产品结构与基本框架，至 2020 年末于全国高线城市扩张至 19 家门店。

品牌红利期（2021 年-至今）：公司品牌传承经典文化与非遗工艺，高端化定位逐步获得市场认可，2021 年-2022 年作为第一起草单位参与制定中国黄金协会对于古法饰品的团体标准，并以“价值力指数”第一上榜“天猫黄金品类品牌人群心智榜单”。2023 年成为上榜《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。并在品牌效应释放与优质客流积攒下，同店销售同比增长 110%+，至 2024 年 6 月公司于全国已有门店 33 家，正式 IPO 登陆港交所。

图 1：发展历程



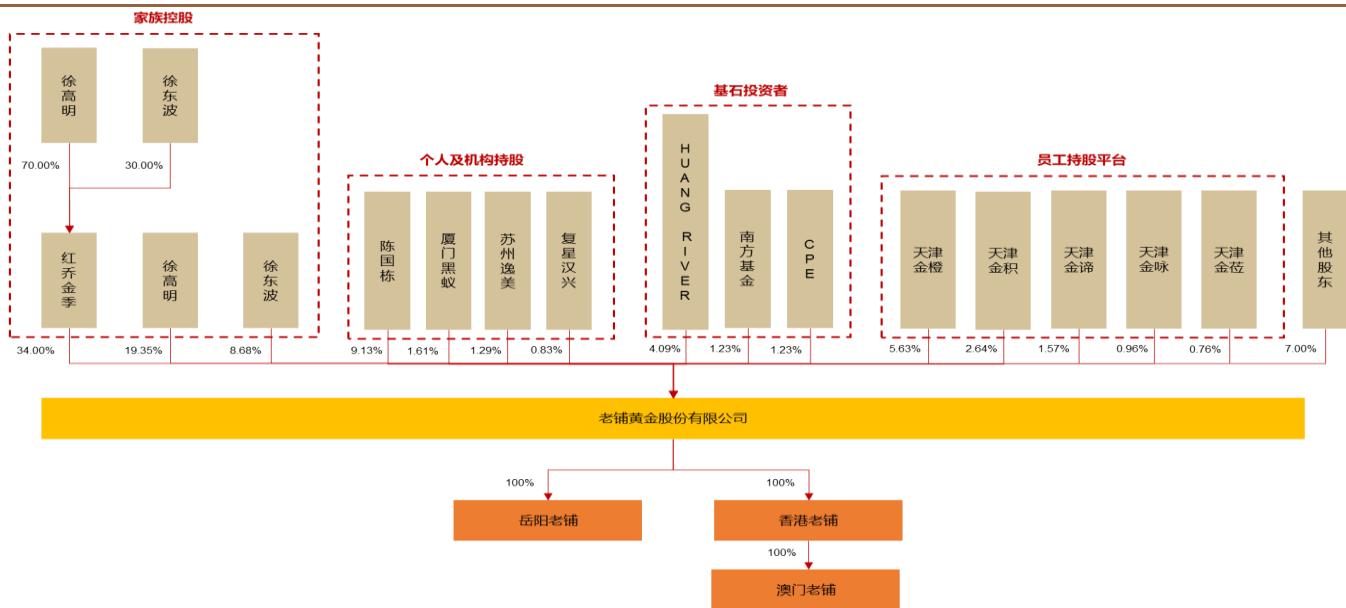
资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

1.2. 创业型家族企业，管理结构资深稳定

一致行动人持股超 62%，深受外部股东青睐。公司实控人与第一大股东为徐高明及其子徐东波先生（于 2023 年签署一致行动人协议），二人通过直接与红乔金季间接合计持有公司股份 62.03%。公司历经 6 次增资、2 次股转与 1 次股改后，外部股东结构多元丰富。2023 年公司增资由厦门黑蚁（前称苏州黑蚁）、苏州逸美和复星汉兴认购，其中厦门黑蚁与苏州逸美由何愚先生控制，其于消费行业拥有丰富的股权投资经验，曾带领投资泡泡玛特、巨子生物等多家消费品公司。复星汉兴专注于消费科技领域的股权投资。

下设 3 家全资附属公司，员工持股平台共享成长价值。公司旗下拥有岳阳老铺、香港老铺和澳门老铺三家全资附属子公司，其中香港老铺与澳门老铺分别创立于 2018 和 2019 年，分别于港澳地区从事珠宝首饰销售，岳阳老铺则主要从事珠宝首饰加工及销售。为鼓励员工与公司共同成长，公司自 2018 年以来陆续设立天津金橙、天津金谛、天津金咏和天津金积等五家员工持股平台，已分四次向核心员工授予成长激励，当前员工激励平台合计持股比例达 11.56%。

图 2：股权结构（截至 2024 年 6 月）



资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

创始团队再续辉煌，家族管理掌控核心。公司核心管理层多数出自岳阳红乔及金色宝藏创始团队，管理层共事基础稳固，管理与运营经验丰富。公司创始人徐高明先生担任老铺黄金董事长、总经理兼研发总监，深谙古法黄金工艺与传统珠宝文化的结合，曾任岳阳红乔总经理并负责珠宝业务条线，创立金色宝藏与文房文化等公司。徐锐先生为徐高明先生的侄子，自 2017 年起担任老铺黄金营业部总经理。蒋霞先生为徐高明先生的外甥，国检珠宝培训中心钻石分级师、贵金属首饰和宝石检验师，自 2018 年起担任老铺黄金质检部总监。

表 1：核心高管简历一览

姓名	职位	人物简介
徐高明	董事长、总经理、商品研发总监	公司创始人，毕业于华中农业大学，于 2004 年创立金色宝藏、2012 年创立文房文化，曾在岳阳红乔担任总经理职务
冯建军	执行董事、副总经理	中国湘潭大学企业管理学士，曾任职于岳阳红乔、金色宝藏，2017 年起担任老铺黄金副总经理，现主要负责老铺黄金的市场拓展工作
徐锐	执行董事、营业部总经理	毕业于长沙电力学院，早年曾在岳阳红乔和金色宝藏负责业务营运工作，2017 年起担任老铺黄金营业部总经理
蒋霞	执行董事、质检部总监	毕业于武汉化工学院，国检珠宝培训中心钻石分级师、贵金属首饰和宝石检验师，2018 年起担任老铺黄金质检部总监
孙亦军	独立非执行董事	清华大学工商管理硕士，深耕电子行业研究、销售及客户管理超 20 年，2010 年和 2015 年起于唯捷创芯电子技术股份有限公司分别担任总经理和董事
何玉润	独立非执行董事	中国人民大学管理学博士，中国注册会计师协会资深会员，北京工商大学商学院教授，2021 年起任保龄宝生物股份有限公司独立董事
施德华	独立非执行董事	新西兰怀卡托大学管理学学士，新西兰特许会计师公会会员，香港董事学会资深会员，2017 年和 2019 年起分别任天臣控股有限公司和利华控股集团独立非执行董事

资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

1.3. 以足金镶嵌为特色，品牌构建护城河

产品结构：足金镶嵌占比 56%，23 年收入 17.8 亿元。公司主要销售产品为足金黄金和足金镶嵌产品（足金镶嵌钻石或其他宝石），近年来销售业绩表现优异。公司为我国足金镶嵌钻石产品的首推者，颠覆了钻石饰品以 K 金为底材的行业传统标准，其 1) 足金镶嵌产品在国潮设计与工艺创新下发展迅速，2023 年实现收入 17.81 亿元，占总营收比重由 20 年的 38.5% 提升至 56.0%，已成为公司第一大主力产品。2) 足金黄金类产品：为吊坠、手镯等高纯度的黄金饰品，采取古法工艺，2023 年实现收入 13.94 亿元，占总营收比重达 43.9%。3) 其他业务：公司提供珠宝售后及维修服务与非黄金产品销售，23 年合计收入达 0.05 亿元。

图 3：2020-2023 年分产品营业收入（百万元）

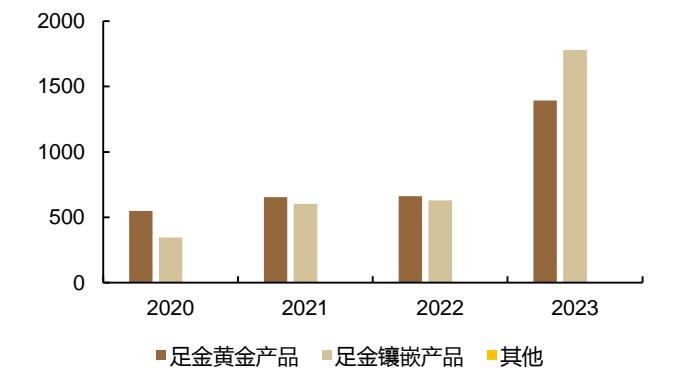
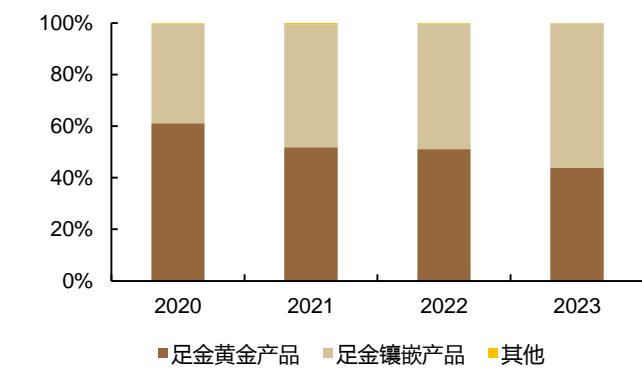


图 4：2020-2023 年分产品收入占比 (%)



资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

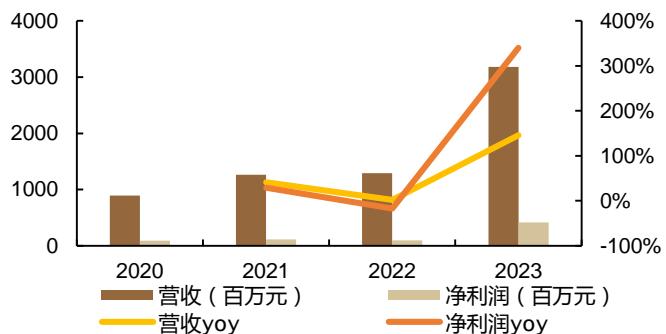
资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

同店客流复苏，收入与净利润实现翻倍增长。公司收入整体呈现稳健增长趋势，2021-2023 年间 CAGR 达 58.6%。其中 2022 年受疫情影响，部分门店暂停营业致总收入增速明显放缓，期间门店网络扩张带来的销售费用增加致使净利润同比下滑 17.0%。2023 年疫后经济复苏与金价上行等因素推动店效明显改善，同店业绩同比增长 115.4%，公司实现总营收 31.8 亿元，同增 145.7%，净利润 4.2 亿元，同增 340.4%。

毛利率稳定于 42%，费控优化下盈利能力显著提升。从盈利能力看，高毛利率的足金镶嵌类产品占比提升冲抵了足金黄金产品毛利率的下滑影响，近年公司毛利率基本稳定在 42% 左右。期间费用管控能力显著提升，整体费用率明显优化。其中销售费用率为第一大开支，销售费用主要由员工成本、购物中心及平台佣金费用、租金开支等构成，2023 年以来受店铺效益的显著提升与公司运营效率优化等影响，销售费用率由 2022 年的 23.0% 下降至 18.2%，并带动整体净利率创下近四年新高，由 2020 年的 9.83% 上升至 2023 年的 13.09%。

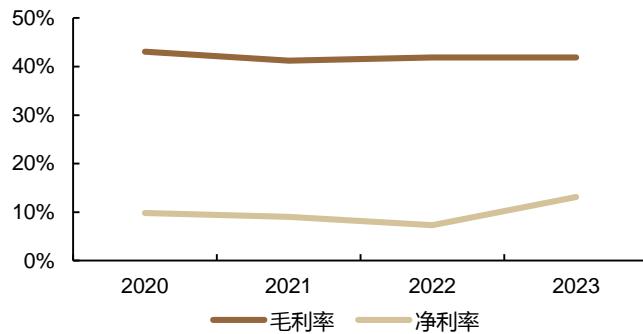
重资产模式下，存货增加致经营活动现金净流出。公司以纯直营模式进行线下门店扩张，相比传统珠宝品牌的加盟体系而言，资产模式较重，现金流易出现明显波动。随着疫后经济复苏与线下渠道扩张加重现金流压力，2023 年公司大笔买入黄金原料致存货增加 4.62 亿元，同期贸易应收款增加 2.80 亿元致当年经营活动净现金流流出 0.292 亿元。同时投资活动现金流由于购买物业、厂房及设备等资产净流出 0.59 亿元，融资活动现金流受发行普通股与银行借款影响净流入 0.99 亿元。

图 5：2020-2023 年营业收入、净利润及各自增速



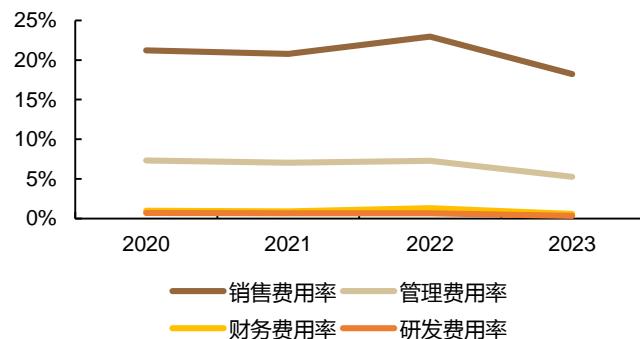
资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

图 6：2020-2023 年毛净利率水平 (%)



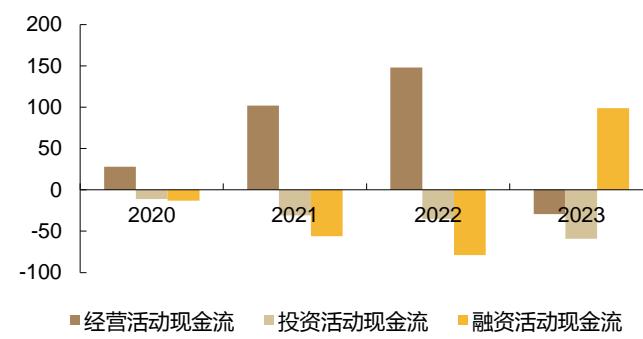
资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

图 7：2020-2023 年费用率



资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

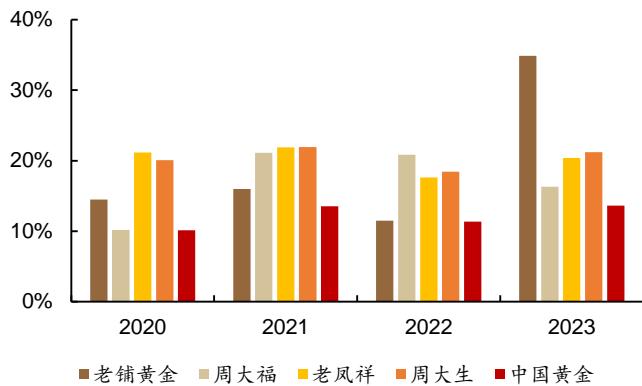
图 8：2020-2023 年现金流 (百万元)



资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

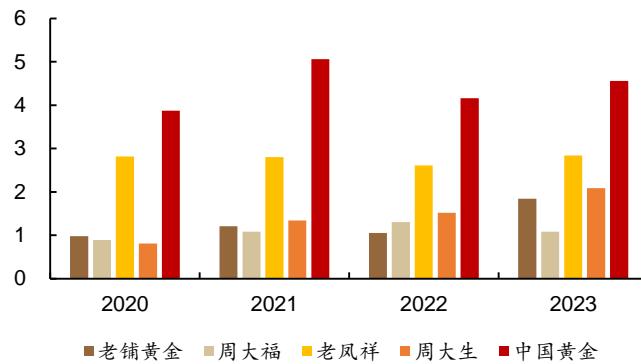
品牌溢价加持, ROE 表现优异。老铺黄金商业模式具备优秀的盈利能力, 2023 年 ROE 达 34.9%, 显著领先同业珠宝品牌。从 ROE 拆分而言, 公司扩张模式具备低杠杆、低负债, 中周转等特点, 主要系老铺采取纯直营模式, 以自有资产进行展店。同时老铺已构建优质的品牌资产, 吸引高端客群, 以产品的独特性和溢价能力建立较好的利润率水平与资产周转率。

图 9: 可比同业 ROE 水平



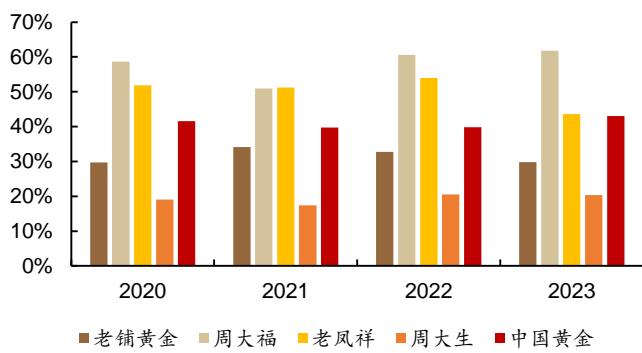
资料来源: iFind、各公司公告、老铺黄金招股说明书、德邦研究所
注: 周大福为财年数据, 其他均为自然年

图 10: 可比同业资产周转率 (次)



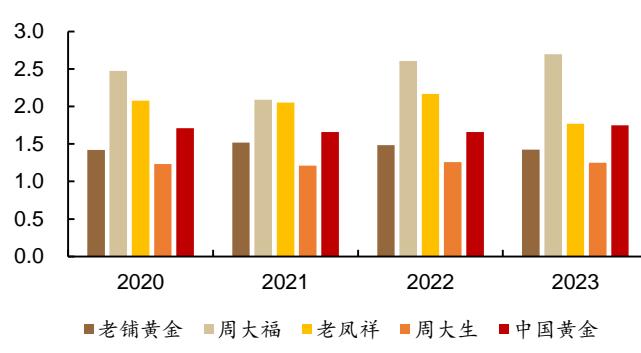
资料来源: iFind、各公司公告、老铺黄金招股说明书、德邦研究所
注: 周大福为财年数据, 其他均为自然年

图 11: 可比同业资产负债率



资料来源: iFind、各公司公告、老铺黄金招股说明书、德邦研究所
注: 周大福为财年数据, 其他均为自然年

图 12: 可比同业权益乘数



资料来源: iFind、各公司公告、老铺黄金招股说明书、德邦研究所
注: 周大福为财年数据, 其他均为自然年

1.4. 募资 9.1 亿港元, 港股 IPO 再出发

老铺黄金于 2024 年 6 月 28 日登陆港交所上市, 以 40.5 港元的发行价正式发行 1945.13 万股股票, 当日实际发行 2236.89 万股, 实际募资 9.06 亿港元, 所得款项净额为 8.27 亿港元计划用于以下项目:

- 海内外门店扩张与品牌国际化: 拟投入 3.17 亿港元用于在中国内地新开 10 家门店, 2024-2026 年计划于一线城市高端购物中心分别开设 4/4/2 家, 以进一步巩固线下销售网络。拟投入 2.06 亿港元用于中国内地以外的地区门店扩张, 计划 2024-2025 年于港澳、新加坡、东京等地共分别开设 1/4 家。
- 维持品牌定位, 提高品牌知名度。聘请专业团队, 开发国际化品牌形象展示解决方案, 并于未来两年进行长远品牌升级; 加强渠道营销, 线下

于门店举办推广活动，线上于社交媒体等平台投放广告；未来两年在中国内地及内地以外地区分别开设 8 家与 5 家新门店，主要针对客户消费能力较强的地区。

- **优化内部信息技术系统，改善营运效率。**在未来两年购买对内部信息技术系统建设和优化至关重要的软件；聘请 IT 人员建设数据处理平台，优化各部门协同，改善经营效率；在未来两年购买及升级硬件。
- **加强研发能力。**设立研发中心；聘请研发设计工程师，未来两年内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；购置高精度研发设备等配套基础设施。

表 2：所得款项净额按用途分配情况

用途	数额（百万港元）	占所得款项净额比例
扩展销售网络，在国内及海外开设新门店，促进品牌国际化	约 523.3	73.3%
维持品牌定位，提高品牌知名度	约 80.4	11.3%
优化内部信息技术系统，提升自动化及信息化水平，改善营运效率	约 19.1	2.7%
加强研发能力	约 19.1	2.7%
一般营运资金及一般企业用途	约 71.3	10%

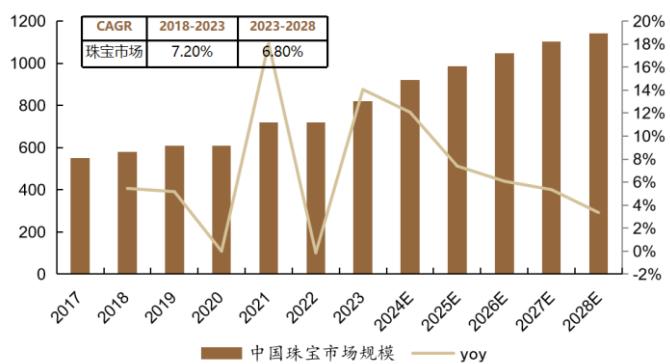
资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

2. 古法黄金：国潮文化的发扬，古典工艺的创新

2.1. 行业规模：黄金消费超 5000 亿元，古法金占比 31%

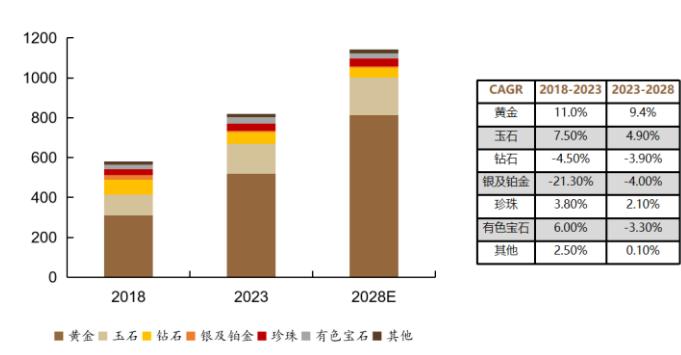
千年文化传承，黄金为珠宝消费主流。珠宝首饰作为社会文明的重要载体，其消费市场也因不断丰富的产品设计与创新工艺而经久不衰。据弗若斯特沙利文与中国珠宝玉石首饰行业协会数据统计，伴随人均可支配收入增长与消费趋势的升级，至 2023 年我国珠宝市场规模已达 8200 亿元，过去 5 年 CAGR 达 7.2%。其中黄金作为中华民族的重要文化象征，长期在珠宝市场中占据主导地位，至 2023 年消费规模达 5180 亿元，占比珠宝市场规模比重高达 63.2%。近年来投资保值需求增长催化黄金饰品的购买需求，国潮风的兴起再度激发珠宝首饰的消费热情，据弗若斯特沙利文预计未来 5 年黄金珠宝市场规模有望以 9.4% 的 CAGR 成长至 2028 年的 8110 亿元。

图 13：中国珠宝市场规模（十亿人民币）与增速（%）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

图 14：中国珠宝市场按材料划分（十亿人民币）与增速（%）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

高纯度足金占比 97.5%，古法黄金规模突破 1500 亿元。黄金首饰可根据纯度细分为足金（黄金纯度达 99%以上）与 K 金（合金），当前消费趋势更青睐于高纯度的足金，至 2023 年的足金黄金消费占比高达 97.5%。足金产品可根据工艺再分为普通黄金、硬足金、古法黄金等。其中古法黄金采取纯手工工艺打磨，具备独特的美学观感与耐用性。较传统的提纯熔铸、电铸等工艺相比，古法黄金工艺通过复杂的镂空、锤揲、镶嵌等工艺打造哑光质感与稳定的产品结构特性，可用于钻石、彩宝等镶嵌制作。至 2023 年古法金市场规模已达 1573 亿元，占足金市场占比达 31%，据弗若斯特沙利文预计至 2028 年有望以 21.8% 的 CAGR 成长至 4214 亿元的体量，届时在足金市场中的占比预计将提升至 52.6%。

图 15：中国黄金珠宝消费量（吨）及增速（%）



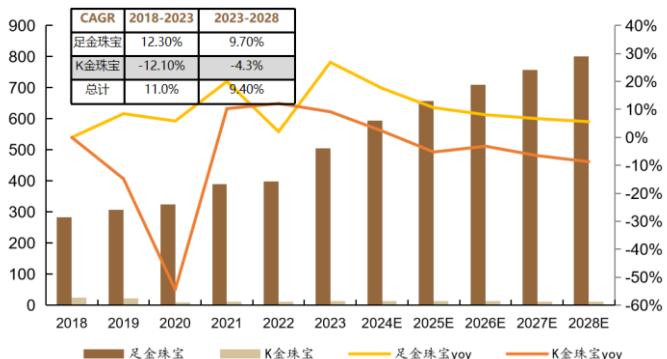
资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

图 16：中国古法黄金珠宝市场规模（亿元）及增速（%）



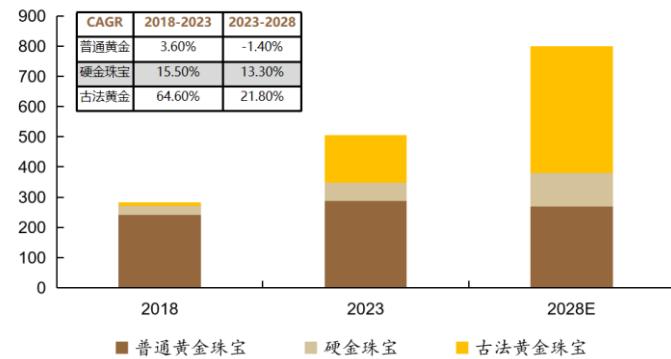
资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

图 17：黄金珠宝规模按黄金纯度划分（十亿元）与增速（%）



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、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

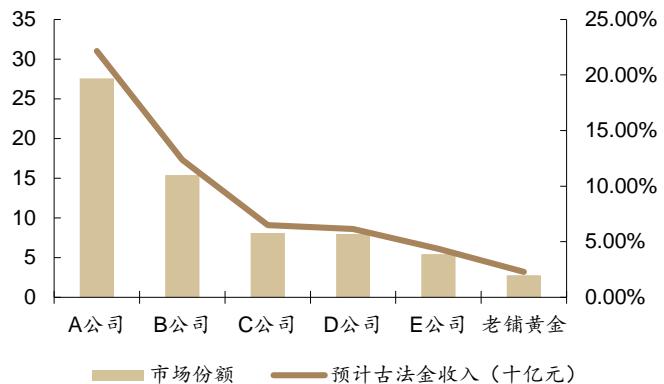
图 18：黄金珠宝规模按加工技术划分（十亿元）与增速（%）



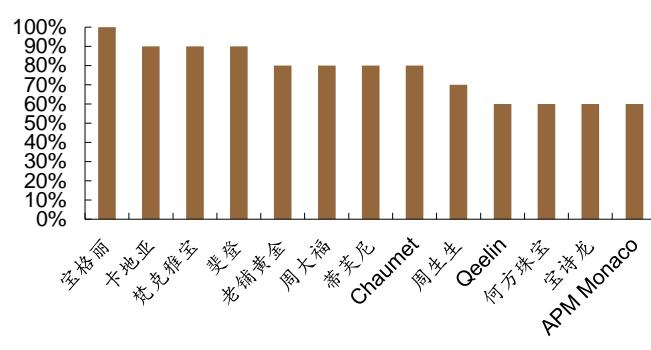
资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

2.2. 格局&趋势：古法黄金 CR5 达 46%，老铺黄金名列第 7

古法黄金格局高度集中，老铺差异化竞争入局。古法黄金对于加工工艺、产品品质与品牌形象具备较高的要求，行业整体呈现相对集中的竞争格局。据弗若斯特沙利文数据和公司招股说明书：2023 年，古法黄金市场规模达 1573 亿元，其中前五大品牌古法产品预计总收入约 724 亿元，CR5 合计占比达 46.1%。老铺黄金以独特的品牌定位、产品主题和销售网络成功塑造高端奢华的品牌形象与市场地位，于古法黄金珠宝赛道中，2023 年老铺黄金以 2.0% 的市占率排名份额第七。

图 19: 2023 年古法金市场预计收入及市场份额 (右轴)


资料来源：各公司年报、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

图 20: 前十商场入驻率


■ 截至 2024 年 4 月主要珠宝品牌在中国十大高端购物中心的覆盖率

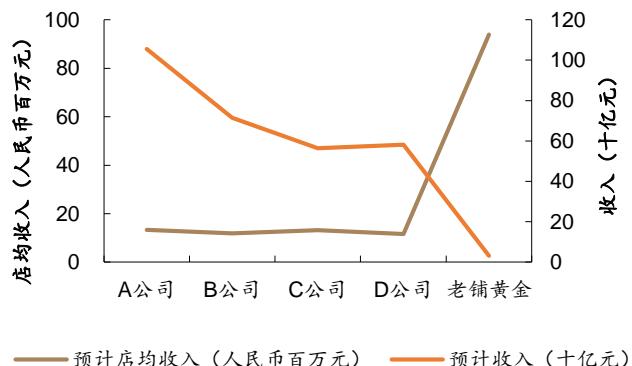
资料来源：各公司公开数据、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

前十大高端商圈入驻率达 80%，店效显著领跑同业。在古法黄金头部品牌中，老铺黄金是唯一专注于古法黄金珠宝的品牌，以其独特性脱颖而出。截至 2024 年 4 月，老铺黄金于中国前十大高端购物中心的覆盖率已达 80%，在国内黄金珠宝品牌中排名第一，2023 年店均年收入超 93.9 百万元，位居珠宝品牌首位。

图 21: 黄金珠宝品牌于一线/新一线城市高端购物中心覆盖率

黄金珠宝品牌	在一线城市高端购物中心的覆盖率	在新一线城市高端购物中心的覆盖率
周大福	100%	67%
周生生	100%	60%
老铺黄金	50%	33%
菜百	25%	\

资料来源：弗若斯特沙利文、各品牌官网、老铺黄金招股说明书、德邦研究所；
注：截至 2024 年 4 月

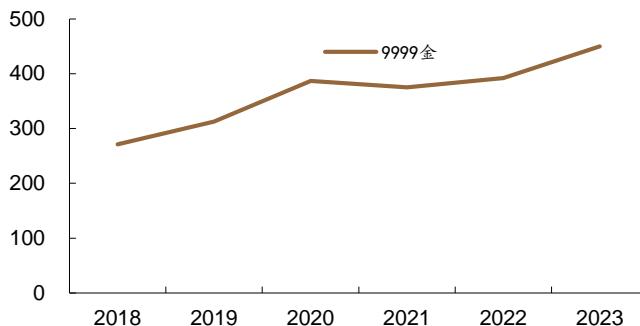
图 22: 2023 年古法黄金竞争格局


资料来源：各公司年报、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

行业趋势：迎合年轻审美，融合创新与投资价值。古法黄金珠宝行业正经历深刻的变革，向以下趋势进行发展。1) 饰品化&年轻化消费：国潮风兴起与民族底蕴融合下，年轻消费者对黄金珠宝的接受度有所提升，消费场景也由婚庆、赠礼等传统需求逐渐转向日常佩戴与悦己需求；2) 工艺创新：古法黄金工艺的升级突破传统熔炼技术的限制，硬度与结构的优化可用于镶嵌钻石彩宝，开发出金镶钻、金镶玉等产品，通过融合传统手工技艺和现代设计理念增强产品的独特性和艺术价值，形成新的消费趋势；3) 投资保值性：在全球政治经济环境不稳定的背景下，黄金作为传统避险资产仍具备丰厚的投资吸引力。

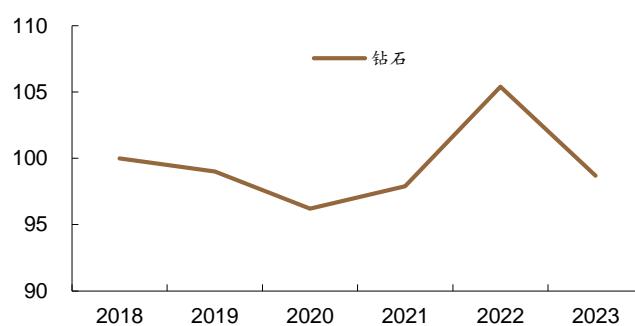
行业壁垒：品牌定位与渠道建设是关键。1) 品牌影响力与定位：珠宝企业的品牌知名度是长期建设塑造的结果，是渠道体系、产品设计、营销模式等多维度竞争力的共同体现。2) 销售渠道建设：门店的复制扩张能力与核心商圈地段的拿店能力是珠宝品牌在渠道方面的实力体现，合理的门店选址与具备高盈利能力的门店经营模式有望加速市场的覆盖与品牌收入的扩张。3) 财务资金壁垒：珠宝首饰的原料为贵金属与珍稀宝石，线下开店与品牌营运要求高额的资金门槛与持续的现金流支持，对于库存管理与成本控制能力具备较高的要求。

图 23：中国黄金价格走势（元/克）



资料来源：上海黄金交易所、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所

图 24：全球钻石价格指数



资料来源：Diamond Search Engine、弗若斯特沙利文、老铺黄金招股说明书、德邦研究所；注：2018 年=100

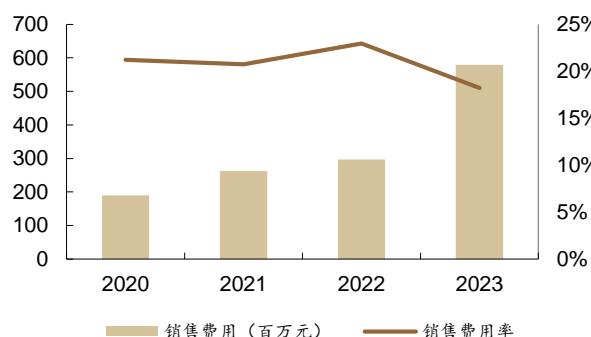
3. 匠心独运，打造高奢黄金品牌

3.1. 品牌定位经典永恒，心智强化提升粘性

差异化品牌策略，进军高端黄金珠宝蓝海。当前我国珠宝市场竞争格局丰富，高端奢侈品牌多为梵克雅宝、尚美巴黎、卡地亚、宝格丽等外资品牌所占据，且外资品牌多以钻石、K 金、彩宝镶嵌为主要品类。内地的老凤祥、周大生等黄金珠宝品牌则多定位于大众及中高端消费，缺少顶奢线子品类。老铺黄金则秉持“经典、极致、传世”的核心品牌价值，以顶奢古法黄金的差异化特色顺利切入高端市场。据胡润至尚优品《2023 年中国高净值人群品牌倾向报告》，老铺黄金上榜高净值人群最青睐的十大珠宝品牌，是仅有的两家中国珠宝品牌之一。

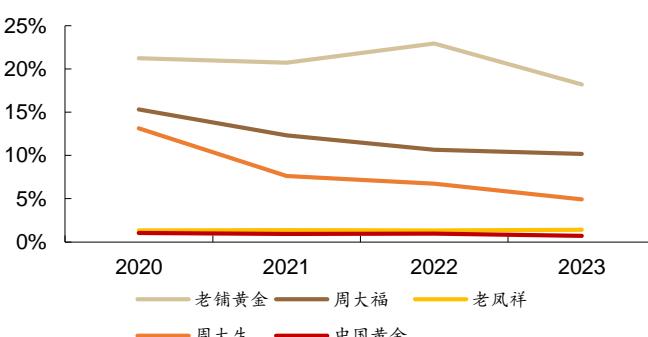
重视品牌投入，销售费用远超同业。为维持高端品牌定位，提高品牌知名度，老铺黄金高度重视销售团队与门店网络扩张，持续增加广告投放。至 2023 年销售费用高达 5.8 亿元，同比增长 95%，其中员工成本/购物中心平台佣金/租金为前三大费用，高达 1.72/1.63/1.07 亿元，全年整体销售费用率达 18.2%，显著高于其他黄金珠宝品牌同业。

图 25：销售费用（百万元）及销售费用率



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

图 26：销售费用率同业对比



资料来源：iFind、各公司公告、老铺黄金招股书、德邦研究所

推出客户忠诚度计划，提升品牌复购与粘性。为沉淀私域流量与强化品牌形象，公司建立客户忠诚度计划，将至少购买一次产品的消费者纳入忠诚会员，由微信小程序注册进行信息管理，至 2023 年忠诚会员总数达 9.31 万人，同比增长 131.2%。分类别看：

- **购买金额：**忠诚会员年消费中枢略有上移，年消费金额小于5万元的忠诚会员数占比基本稳定在88%-89%左右，至2023年年消费5万元以上的忠诚会员数量达1.06万名，占比为10.5%，其中年消费5-30万元的会员占据主导，会员数量达9769名，同比增长142.5%，年消费30-100万和100万元以上的会员各有720/138名。
- **消费频次：**忠诚会员消费频次相对稳定，年消费5次以下的会员仍为主流，2021-2023年期间的数量占比均稳定在98.3%-98.4%左右，年消费6-30次会员数量占比约1.5%-1.6%左右。其中至2023年购买次数小于5次的会员数量达9.16万人，消费6-30次的会员数量达1415人，同比分别增长131.1%/133.1%。

表3：忠诚会员数量（个）及购买金额（万元）

每名忠诚会员购买金额	2021年		2022年		2023年		
	数量	占比（%）	数量	占比（%）	数量	占比（%）	
忠诚会员数	≥100万元	53	0.1	57	0.1	138	0.1
	30-100万元	365	1	350	0.9	720	0.8
	5-30万元	4145	11.4	4028	10	9769	10.5
	<5万元	31949	87.5	35831	89	82469	88.6
合计							

资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

表4：忠诚会员购买金额对收入贡献

每名忠诚会员购买金额	2021年		2022年		2023年		
	收入（百万元）	占总收入比	收入（百万元）	占总收入比	收入（百万元）	占总收入比	
收入贡献	≥100万元	108.0	8.5%	130.2	10.1%	505.4	15.9%
	30-100万元	178.6	14.1%	178.5	13.8%	344.2	10.8%
	5-30万元	405.2	32%	387.7	30%	945.4	29.7%
	<5万元	540.1	42.7%	565.4	43.7%	1258.7	39.6%
来自忠诚会员的总收入		1231.8	97.3%	1261.8	97.6%	3053.7	96%

资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

强购买力支撑，高净值用户消费占比提升。老铺黄金忠诚会员整体消费频次与用户结构维持稳定，从收入拆分结构而言，我们认为高净值客户近年消费显著提升，具备更强的品牌粘性与购买力，为老铺黄金创造丰厚的增量收入贡献。2021年以来年消费超100万元的会员数量占比均稳定于0.1%左右，但合计收入占总营收比重由8.5%提升至2023年的15.9%。年消费5次以上的用户数量不足万人，但除此之外的其他合计收入贡献比重由2021年的14.7%提升至2023年的24.1%。

表5：忠诚会员数量（个）、每年购买次数对收入贡献（百万元）

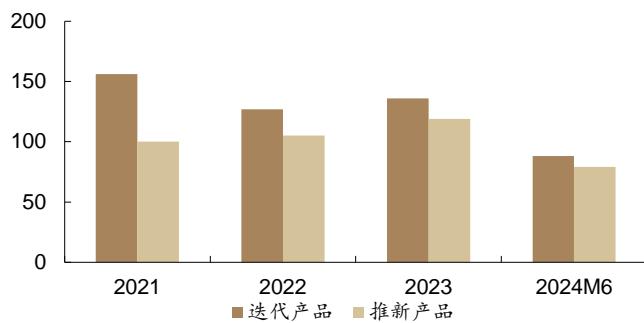
购买次数	2021年			2022年			2023年					
	会员数	百分比	收入	百分比	会员数	百分比	收入	百分比	会员数	百分比	收入	百分比
1-5	35906	98.3%	1044.9	82.6%	39638	98.4%	1044.8	80.7%	91602	98.4%	2286.4	71.9%
6-30	598	1.6%	159.7	12.6%	607	1.5%	156.2	12.1%	1415	1.5%	385.9	12.1%
30-100	3	0%	1.5	0.1%	14	0%	11.3	0.9%	55	0.1%	72.0	2.3%
>100	5	0%	25.8	2%	7	0%	49.5	3.8%	24	0%	309.5	9.7%
其他	/	/	32.8	2.7%	/	/	32.4	2.5%	/	/	125.9	4%
总计	36512	100	1264.6	100	40266	100	1294.2	100	93096	100	3179.6	100

资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

3.2. 珠宝大师荟聚，以设计构建产品溢价

大师荟萃，以原创古法工艺铸造千款精品。老铺黄金高度重视产品研发与设计投入，至2023年投入产品研发费用1070万元，研发费用率达0.34%，已建成系统化、完善的设计与研发体系，由研发规划、产品设计及打样、样品验收、产品迭代四个主要阶段构成。公司汇聚12名专业级珠宝大师进行产品原创设计，其中多数有超过10年的珠宝设计经验，负责自主产品研发、展示和包装设计、组装及穿配规则。至2023年末，公司已拥有境内专利229项及作品著作权1,073项，境外专利164项，名下品牌有累计超2700款产品，同时计划于2024年更新迭代79款产品并推出82款新产品。

图 27：老铺黄金迭代产品&新推产品数量（个）



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

图 28：老铺黄金古法工艺流程



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

高端化定位独树一帜，65%产品定价达1-5万元区间。老铺黄金工艺植根于中国古法黄金制作传统，通过花丝、錾刻、镶嵌、烧蓝等复杂工艺完美展示足金原料的延展性，配合钻石彩宝等镶嵌工艺与珐琅烧制技术制成精美繁复的高端饰品。工艺溢价与品牌加持下，老铺黄金产品以高定价凸显品牌调性。至2023年单件定价在1-5万元的产品收入占比达65%，其中镶嵌占40.7%，足金占24.3%。2021年以来产品价格带出现上移，小于一万元的产品收入占比有所下滑，1-5万元定价的产品收入占比有所提升。

图 29：老铺黄金产品各定价区间产品收入占比

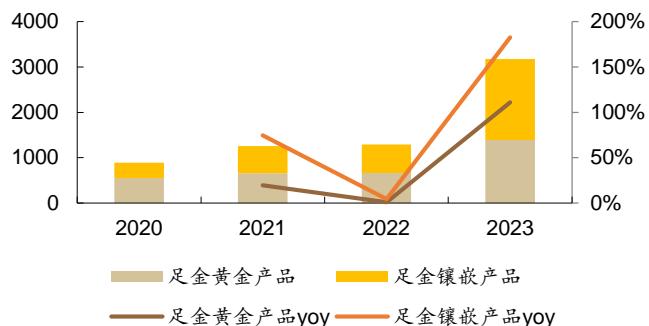
足金黄金	2021	2022	2023
低于1万元	3.70%	3.50%	1.90%
1-5万元	26.90%	26.50%	24.30%
5-25万元	15.20%	15.60%	13.40%
25万元以上	6.00%	5.60%	4.20%

足金镶嵌	2021	2022	2023
低于1万元	6.60%	8.50%	8.20%
1-5万元	32.60%	31.80%	40.70%
5-25万元	6.20%	5.70%	5.60%
25万元以上	2.20%	2.70%	1.50%

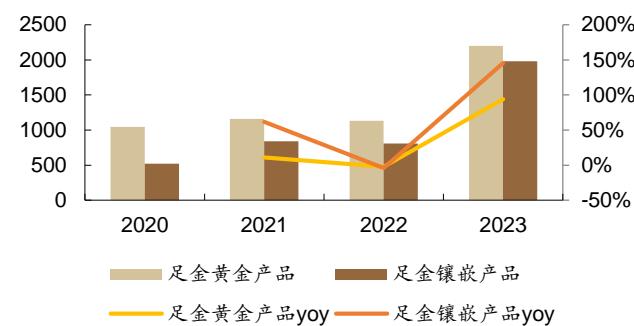
资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

定价年均提升7-8%，品牌力支撑高利润率水平。老铺黄金的足金镶嵌工艺复杂，极具美感与艺术设计的成品具备极高的品牌溢价，旗下产品每年仍维持一定幅度的涨价。参考公司招股说明书披露，2021年以来单克镶嵌类与黄金类产品定价年均上涨7-8%，至2023年公司单克足金镶嵌产品平均定价已达1043元，单克黄金产品平均定价为729元，远超出同期金交所金价加权平均数的449元/克。镶嵌类产品工艺更

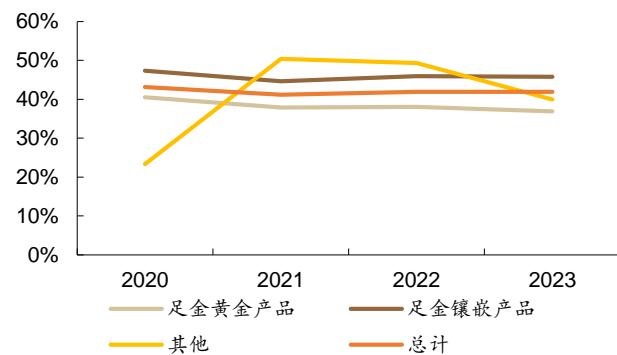
为复杂，款式更为丰富，在高定价支撑下，盈利能力强于足金品类。至 2023 年足金镶嵌产品毛利率为 45.8%，足金镶嵌产品销量同比增长 145.6% 至 1982 千克，同期黄金产品毛利率为 36.9%，销量达 2199 千克。

图 30：分产品收入及增速（百万元）


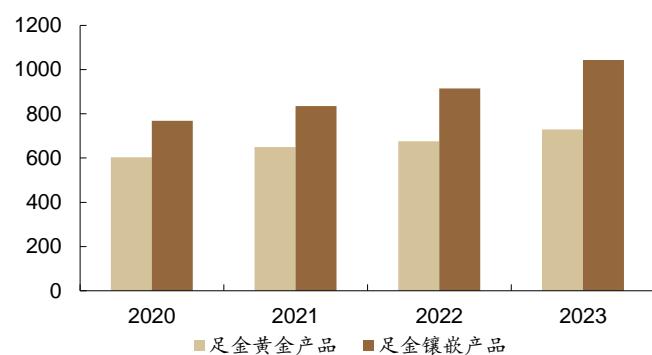
资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

图 31：分产品销量（千克）及增速


资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

图 32：分产品毛利率（%）


资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

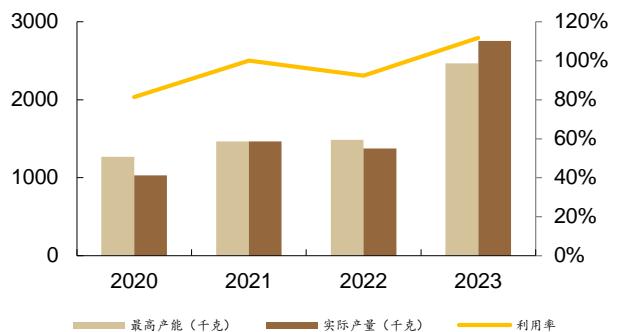
图 33：分产品销售均价（元/克）


资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

3.3. 内外互补饱和生产，联营合作关系稳固

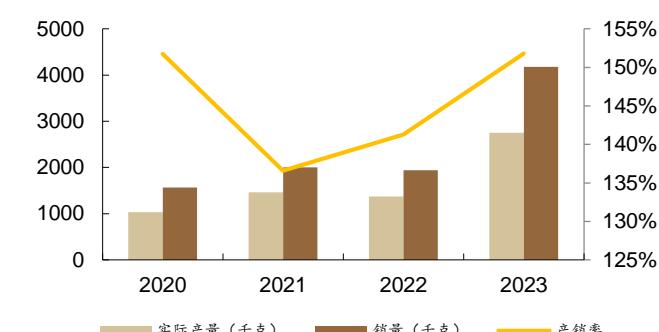
自建工厂独立制造，内外协同满产满销。老铺黄金自 2018 年起即于湖南岳阳自建厂房用于古法黄金生产，至 2023 年厂房面积超 1.5 万平方米，配有员工 340 名（同 2023 年上半年比增加 122 人），已建立一套包含排产、组织生产、验收质检、组装穿配及第三方检测等完整的生产流程。平均单批产品生产时间在 30-90 天内，其中 69.1% 的产品于 35 天内完成生产，97.0% 的产品于 50 天内完成生产。由于下游需求反响热烈，公司自有厂房长期处于满产满销状态，目前公司自有工厂最高产能达 2466 千克，2023 年实际产量达 2754 千克（含第三方加工），销量 4181 千克，超出部分由外包加工商进行生产，外包生产量占总产量比重达 41%，加工费用占总销售成本约 2.3%。

图 34：公司产能、产量、利用率千克



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

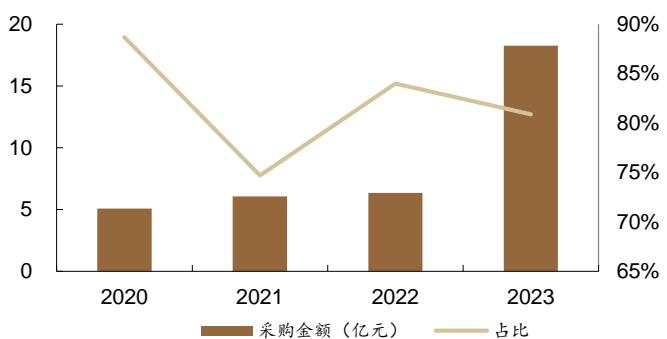
图 35：公司产量、销量、产销率情况



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

供应商合作历史悠久，采买联营合作关系稳定。至 2023 年公司前五大供应商采购金额合计占比达 95%，其中第一大供应商工美集团占比 81%，主要采购黄金原料价值达 18.26 亿元。北京工美集团受北京市经济和信息化委员会监督，是中国合格的黄金供应商及上海黄金交易所会员。老铺黄金与工美集团已建立 8 年的稳定合作关系，主要通过工美集团黄金交易会员资格向上海金交所采购黄金，同时公司与工美集团旗下工美大厦购物中心签订联营协议，已运营一家于 2009 年开业的门店，2023 年向工美集团支付联营费用达 350 万元。

图 36：第一大供应商采购金额及占比 (%)



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

图 37：2023 前五大供应商采购情况 (百万元)

供应商	所供应产品或服务	采购金额 (百万元)	占总采购额百分比	关系年限
供应商A	黄金	1826	80.90%	8
供应商B	黄金	150.7	6.70%	3
供应商C	钻石	76.3	3.40%	3
供应商D	钻石	52.8	2.30%	5
供应商E	外包生产	38.8	1.70%	7

资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

4. 纯直营高效管理，精品商圈持续展店

4.1. 尖端商圈全直营，定位高端消费群体

采取全渠道纯自营策略，线下收入占比 89%。老铺黄金高度重视品牌形象与渠道管理，于线上线下营运中均采取纯直营体系管理。线下门店以品牌触达与购物转化，线上渠道用于增加品牌曝光与营销展示。2023 年线下门店合计销售收入达 28.2 亿元，占总收入的 88.6%。在线上，老铺黄金开设了天猫、京东、微信小程序等电商平台的旗舰店，其中天猫旗舰店销售收入占线上收入的大部分。据久谦咨询数据显示，老铺黄金天猫旗舰店 2024 年 3 月单月收入达 1.27 亿元，比去年销售额最高的 11 月增长 15%，近一年销售额为 4.85 亿元；京东旗舰店 2024 年 3 月单月收入达 480 万元，比去年销售额最高的 6 月下降 45%，近一年销售额为 4480 万元。

图 38：分渠道收入（百万元）

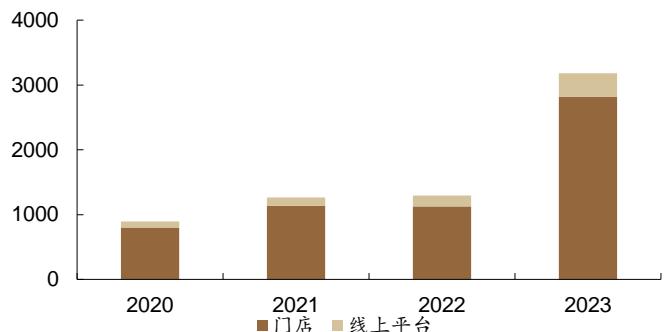
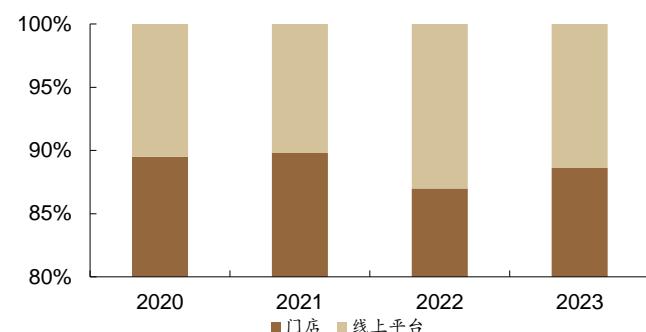


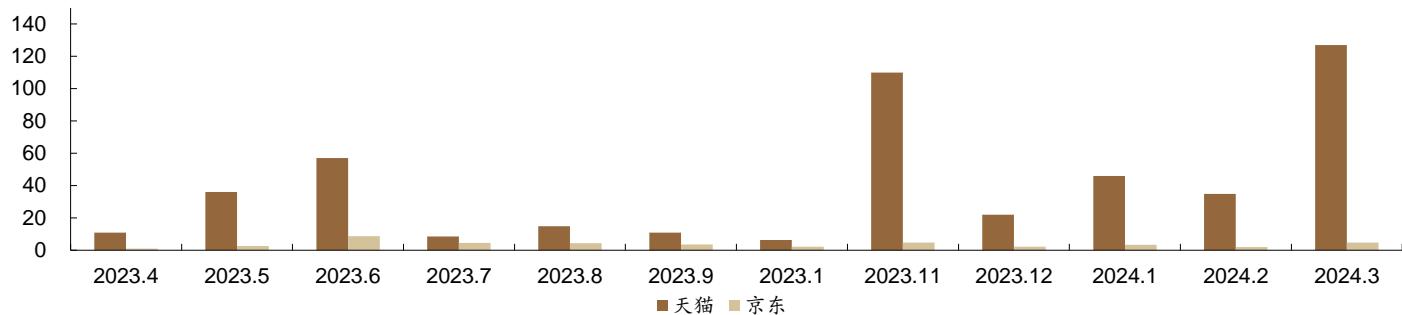
图 39：分渠道收入占比 (%)



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

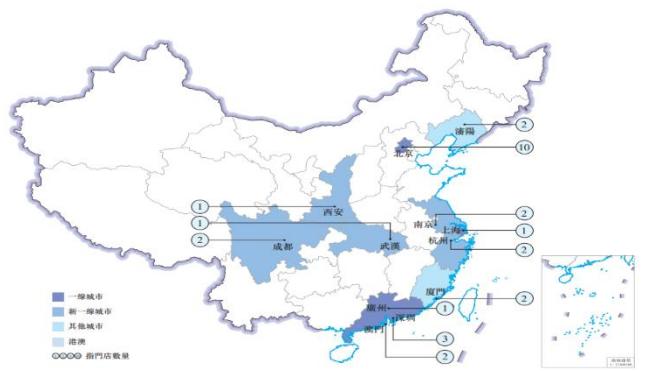
图 40：线上平台销售（百万元）



资料来源：久谦咨询、德邦研究所

选址锁定一线城市尖端商圈，场景化门店提升消费体验。老铺黄金门店采用纯直营模式，定位高端，大多在国内一线及新一线城市的高端购物中心开设门店。老铺黄金采用“场景化模式”布置门店，借鉴经典书房特色主题，从灯光、音乐、香氛、花草等方面都精心规划，为消费者提供沉浸式消费体验，展示品牌的经典工艺、产品和主题文化。至2024年6月，老铺黄金共开设门店33家，门店多位于国内一线及新一线城市的高端商业中心奢侈品区。

图 41：老铺黄金全国门店渠道网络



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

图 42：老铺黄金场景化模式布局线下门店



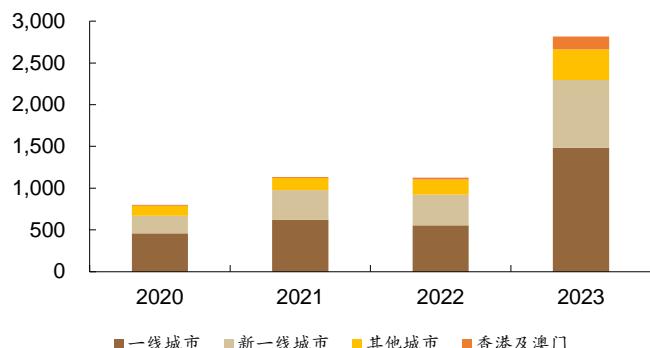
资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

4.2. 高线城市渠道加密，同店销售业绩翻倍

高线城市收入占比72%，平均单店店效近亿元。为符合品牌的高端定位，老铺黄金门店大部分开设在一线及新一线城市的高端精品购物中心。至2023年末，公司在

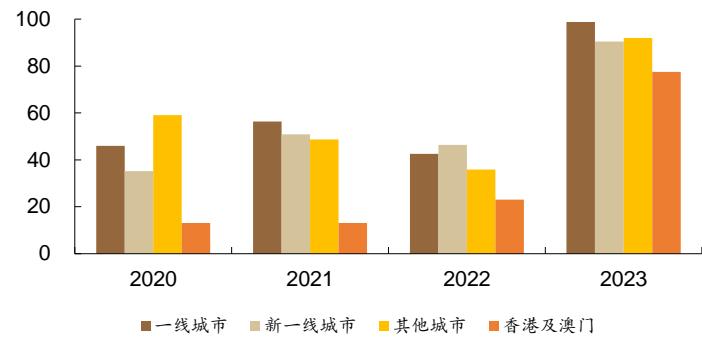
国内一线及新一线城市分别收入 14.8/8.1 亿元，共占总收入的 72.2%。从店效来看，一线及新一线城市的单店收入远超其他城市。至 2023 年末，一线及新一线城市的平均单店收入分别为 9873 万元和 9044 万元，比 2022 年分别增长 132.1% 和 95.0%。港澳地区的平均单店收入达 7750 万元，比 2022 年增长 237%。

图 43：分线级城市收入（百万元）



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

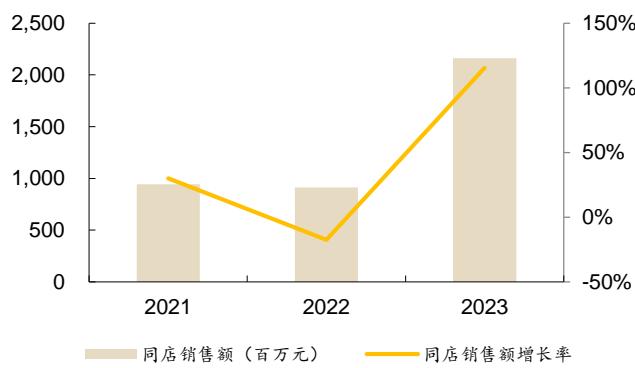
图 44：不同线级城市平均单店收入（百万元）



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

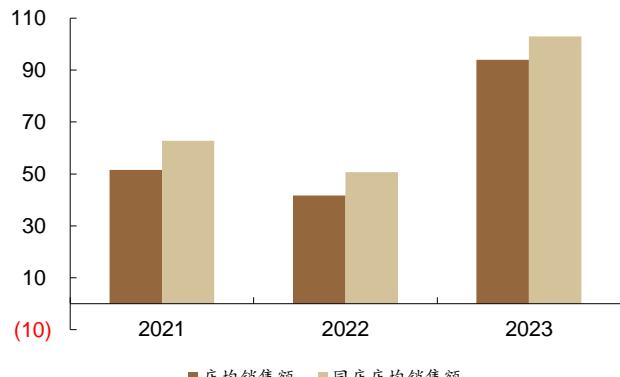
高端商圈客流优质，23 年同店销售翻倍。得益于高端地段门店带来的优质客流和优秀的门店营运能力，老铺黄金至 2023 年末 21 家同店销售额合计达 21.6 亿元，比 2022 年同期增长 115.4%，平均店均销售额达 93.9 百万元，平均同店销售额达 103 百万元。至 2023 年末，老铺黄金的前五大门店合计收入占总收入的 39%，第一大门店（北京 SKP 店）年均销售额为 3.4 亿元，占总收入 10.6%，运营坪效为 528.7 万元每平方米。其他大店如南京德基、沈阳万象城、上海豫园等年单店销售额均超 2 亿元，西安 SKP 店年销售额为 1.9 亿元。

图 45：同店增长情况

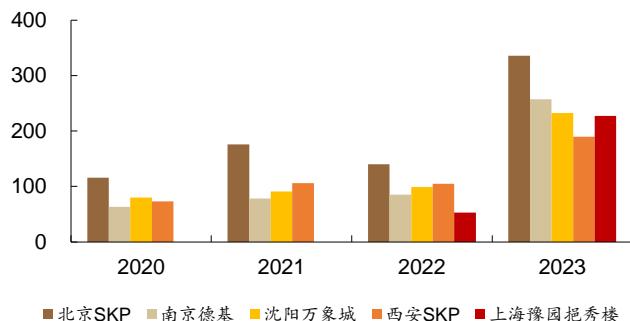


资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

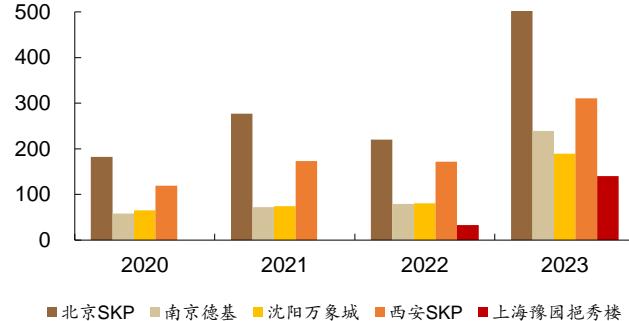
图 46：店均销售额&同店店均销售额（百万元）



资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

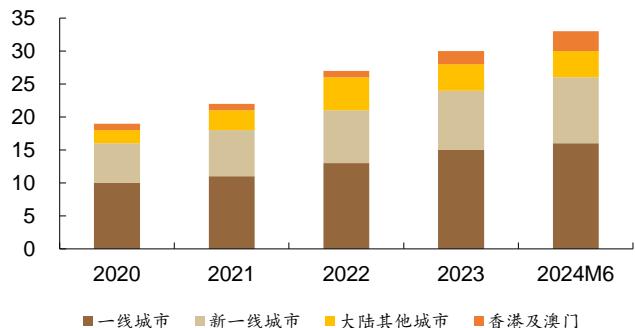
图 47：头部门店销售额（百万元）


资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

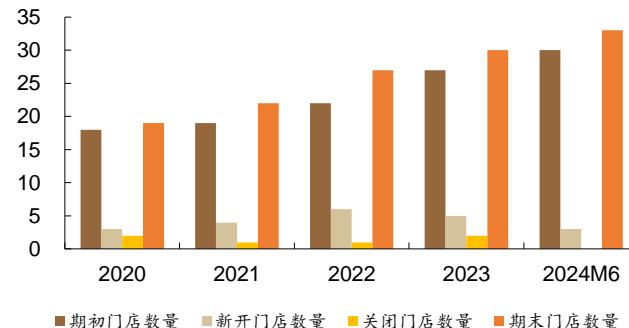
图 48：头部门店营运坪效（万元/平米）


资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

渠道扩张稳健，未来两年计划于海内外共设门店 46 家。至 2024 年 M6，老铺黄金已有一线及新一线城市拥有共 26 家门店，占门店总数的 79%。在拓店方面，老铺黄金选择稳健平缓的拓店方式，近三年平均年新开店数量为 2-3 家。未来两年计划在国内一线及新一线城市新开 8 家门店，在境外市场新开 5 家门店；品牌同时计划在海内外新开 13 家门店。根据公司披露的数据，在新设的 15 家门店中，14 家门店平均初始盈亏平衡期约为 1 个月，平均现金流投资回收期约为 5 个月。

图 49：按线级城市门店数量（家）


资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所；注：最新门店数至 6 月 12 日

图 50：老铺黄金门店数量（家）


资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所；注：最新门店数至 6 月 12 日

表 6：老铺黄金未来两年开店计划

	位置	截至 2024 年 6 月 12 日的门店数量	未来两年将开设门店数量
中国市场	一线城市	16	6
	新一线城市	10	2
海外市场	香港	1	2
	澳门	2	1
	新加坡	-	1
总计	东京	-	1
		33	13

资料来源：老铺黄金招股说明书、德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

按照产品类别划分，我们分别对黄金、镶嵌类业务量价进行假设

销量：受益于门店扩张与品牌曝光度提升，饰品需求仍有较好表现，尖端商圈的优质客流营运下同店效率仍有望提升，镶嵌产品作为主导品类预计 24-26 年销量有望提升 59%/20%/17%，黄金产品有望受益于金价上行趋势与需求持续增长，预计 24-26 年销量增速达 54%/17%/11%。

均价：老铺黄金已建立较强的品牌护城河，对于终端具备较高定价能力，同时或以提价方式转移原料价格上行的压力，预计 24-26 年镶嵌品类平均定价同增 10%-5%，黄金品类定价同增 8%-4%。

毛利率：镶嵌类产品毛利率在新款式、新工艺的持续迭代下仍稳中有升，预计 24-26 年毛利率达 46.3%/46.4%/46.6%，黄金品类由于推出金条等产品与金价上涨影响，整体毛利率略有下滑，预计 24-26 年达 36.8%/36.5%/36.2%。

综上假设，我们预计公司 2024-2026 年有望实现收入 54.4/68.5/82.2 亿元，同增 71.0%/26.0%/20.0%，归母净利润 7.79/9.72/11.44 亿元，同增 87.2%/24.8%/17.7%。

表 7：老铺黄金盈利预测

百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	895.5	1264.6	1294.2	3179.6	5435.7	6850.1	8220.4
_{yoY}		41.2%	2.3%	145.7%	71.0%	26.0%	20.0%
毛利率	43.10%	41.20%	41.90%	41.90%	42.2%	42.3%	42.3%
镶嵌类收入	345	603	630	1781	3108	3994	4918
_{yoY}		74.8%	4.4%	182.9%	74.5%	28.5%	23.1%
平均售价（元）	663	718	780	898	988	1057	1110
_{yoY}		8.2%	8.7%	15.2%	10.0%	7.0%	5.0%
销量（千克）	520	840	807	1982	3145	3777	4429
_{yoY}		61.5%	-3.9%	145.6%	58.7%	20.1%	17.3%
毛利率	47.30%	44.60%	45.90%	45.80%	46.3%	46.4%	46.6%
黄金类收入	548	655	661	1394	2321	2847	3289
_{yoY}		19.6%	0.9%	110.9%	66.5%	22.7%	15.5%
平均售价（元）	524	564	583	634	685	719	748
_{yoY}		7.8%	3.4%	8.7%	8.0%	5.0%	4.0%
销量（千克）	1046	1161	1133	2199	3389	3960	4399
_{yoY}		11.0%	-2.4%	94.1%	54.1%	16.8%	11.1%
毛利率	40.50%	37.90%	38%	36.90%	36.8%	36.5%	36.2%
其他产品	2.6	6.2	3.7	4.6	6.9	9.0	13.4
_{yoY}		137.9%	-40.2%	25.3%	49.1%	31.0%	48.1%
毛利率	23.30%	50.40%	49.30%	39.90%	42.0%	42.0%	42.0%

资料来源：老铺黄金招股书、德邦研究所

5.2. 投资建议

老铺黄金为我国高端珠宝品牌，以古法黄金工艺与高端品牌定位建立独特的竞争优势。通过低负债、低杠杆的模式稳健扩张，以优质的品牌资产构建优秀的 ROE 水平。此次 IPO 上市有望助力公司于海内外城市进一步扩张，背靠高线城市与优质商圈可充分发挥客流优势带动同店业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年有望实现收入 54.4/68.5/82.2 亿元，同增 71.0%/26.0%/20.0%，归母净利润 7.79/9.72/11.44 亿元，同增 87.2%/24.8%/17.7%。对比珠宝同业，老铺黄金具备更强的品牌溢价与成长增速，当前对应 2024 年 PE15 倍，首次覆盖并给予“买入”评级。

表 8：老铺黄金可比同业估值一览（截至 2024 年 7 月 25 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600612.SH	老凤祥	275	26.1	29.7	33.6	10.6	9.3	8.2
002345.SZ	潮宏基	37	4.2	5.0	5.8	8.8	7.4	6.4
1929.HK	周大福	668	63.6	69.3	75.8	10.5	9.6	8.8
002867.SZ	周大生	131	15.32	17.23	19.3	8.5	7.6	6.8
605599.SH	菜百股份	88	8.3	9.4	10.4	10.6	9.4	8.5
600612.SH	中国黄金	275	26.1	29.7	33.6	10.6	9.3	8.2
行业平均						9.9	8.8	7.8
6181.HK	老铺黄金	112	7.79	9.72	11.44	14.5	11.6	9.9

资料来源：ifind、德邦研究所；注：老凤祥、潮宏基、周大福盈利预测选择 FY2025-F2027 的 ifind 一致预期，周大生盈利预测来自德邦商社团队

6. 风险提示

➤ 金价波动风险

黄金价格大幅波动或影响终端消费预期，且易导致存货账面价值变化，或对公司经营业绩及财务状况造成重大影响。

➤ 终端需求疲软

老铺黄金定位高端消费，产品需求取决于现有及潜在客户的收入及消费能力，区域经济发展不利因素或导致终端需求下滑与公司收入与销售增速放缓。

➤ 门店扩张风险

公司采取纯直营模式，扩张成本较高，且新设网点可能导致已有门店客流分散，影响同店业绩增速与盈利能力。

➤ 行业竞争加剧

珠宝饰品市场竞争激烈，格局恶化或导致渠道库存积压与存货风险，致使公司盈利能力下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.03	4.72	5.89	6.93
每股净资产	9.18	18.70	24.59	31.52
每股经营现金流	-0.18	7.25	5.69	6.43
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	22.62	14.52	11.63	9.88
P/B	7.46	3.66	2.79	2.17
P/S	3.56	2.08	1.65	1.38
EV/EBITDA	16.45	8.96	6.92	5.44
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	41.89%	42.24%	42.28%	42.43%
净利润率	13.09%	14.33%	14.19%	13.92%
净资产收益率	27.47%	25.25%	23.96%	22.00%
资产回报率	19.29%	19.69%	19.11%	18.04%
投资回报率	26.15%	24.37%	22.42%	20.56%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	145.67%	70.96%	26.02%	20.00%
EBIT 增长率	298.08%	80.45%	20.96%	16.38%
净利润增长率	340.40%	87.15%	24.78%	17.70%
偿债能力指标				
资产负债率	29.8%	22.0%	20.2%	18.0%
流动比率	3.7	4.7	4.9	5.4
速动比率	1.1	3.4	3.8	4.3
现金比率	0.1	2.5	2.8	3.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	27.0	29.2	30.6	32.9
存货周转天数	202.1	127.1	89.0	79.2
总资产周转率	1.8	1.8	1.5	1.4
固定资产周转率	57.7	49.0	31.9	26.2

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	416	779	972	1144
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	120	50	58	66
非经营收益	43	6	6	6
营运资金变动	-609	361	-97	-155
经营活动现金流	-29	1197	940	1061
资产	-60	-270	-247	-247
投资	0	-30	-30	-30
其他	0	1	2	2
投资活动现金流	-59	-299	-276	-275
债权募资	-11	0	0	0
股权募资	222	793	0	0
其他	-112	-8	-8	-8
融资活动现金流	99	785	-8	-8
现金净流量	10	1682	655	777

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3180	5436	6850	8220
营业成本	1848	3140	3954	4732
毛利率%	41.89%	42.24%	42.28%	42.43%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	579	978	1267	1562
营业费用率%	18.22%	18.00%	18.50%	19.00%
管理费用	168	272	363	452
管理费用率%	5.27%	5.00%	5.30%	5.50%
研发费用	11	16	21	25
研发费用率%	0.34%	0.30%	0.30%	0.30%
EBIT	571	1031	1247	1451
财务费用	18	6	-45	-65
财务费用率%	0.56%	0.10%	-0.66%	-0.79%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	570	1029	1245	1449
营业外收支				
利润总额	553	1025	1292	1516
EBITDA	691	1081	1305	1517
所得税	137	246	320	371
有效所得税率%	24.78%	24.00%	24.74%	24.51%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	416	779	972	1144

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	70	1752	2407	3184
应收账款及应收票据	376	504	659	842
存货	1268	948	1008	1075
其它流动资产	62	121	161	179
流动资产合计	1776	3325	4235	5279
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	58	164	266	362
在建工程				
无形资产	255	368	456	541
非流动资产合计	383	633	852	1063
资产总计	2159	3958	5086	6342
短期借款	128	128	128	128
应付票据及应付账款	58	23	29	37
预收账款				
其它流动负债	289	552	704	808
流动负债合计	474	703	860	973
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	169	169	169	169
非流动负债合计	169	169	169	169
负债总计	643	872	1029	1142
实收资本	143	162	162	162
普通股股东权益	1515	3086	4057	5200
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2159	3958	5086	6342

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 25 日

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：		类 别	评 级	说 明		
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨幅：	股票投资评级	买入		相对强于市场表现20%以上；		
		增持		相对强于市场表现5%~20%；		
		中性		相对市场表现在-5%~-+5%之间波动；		
		减持		相对弱于市场表现5%以下。		
2. 市场基准指数的比较标准：		行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；		
A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。			中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；		
			弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。		

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。