

➤ **老铺黄金：传承中国古法黄金技艺，古法金产品标准制定者。** 创立于2009年，是中国第一家推广古法黄金概念的品牌；2019年，推出足金镶嵌钻石产品；2022年，推出金胎烧蓝产品。老铺黄金凭借精湛古法金工艺、专业的创新设计水平和成熟的规模加工生产能力，积淀品牌势能，带动收入快速增长。2021-2023年，营收从12.65亿元增至31.80亿元，GAGR为58.6%；归母净利润从1.14亿增至4.16亿，CAGR为91.0%。

➤ **行业分析：黄金珠宝需求稳健，古法黄金珠宝市场增速领先。** 据弗若斯特沙利文，2018-2023年，古法黄金珠宝市场规模增长迅速，由130亿元增至1573亿元，CAGR达64.6%。随主流消费群体转向年轻一代和消费者偏好升级，预计2023-2028年，我国古法黄金珠宝市场规模CAGR为21.8%，将于2028年达4214亿元。2023年，我国古法黄金珠宝的市场规模为1573亿元，老铺黄金按古法黄金珠宝销售收入计占有2.0%份额。

➤ **核心竞争力：匠心铸就，全方位构筑核心竞争壁垒。** 1) **生产研发端：专业研发团队保障产品的高端定位与竞争力。** 2018年岳阳工厂建立后，自产数量比例提升到50%以上。2) **高工艺促升级迭代，差异化产品矩阵优势凸显。** 国家级非物质文化遗产加持，传承宫廷古法制金工艺；老铺黄金主打古法金工艺，具备较强设计感的同时，开发出以足金黄金为基底，具备更强保值属性的产品。3) **渠道端：全自营场景式门店，定位高净值客户群体。** 线下门店采取全自营模式进行精细化管理，利于把控产品及服务质量。截至24年6月，共有33家门店，覆盖全国14个城市，大部分为一线和新一线城市的高端商圈。4) **品牌影响力：保持高端定位，追求经典珠宝的永恒魅力。** 老铺黄金入驻8家年销售额超百亿商场，高端商圈布局强化其市场地位。据《2023胡润至尚优品 - 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。

➤ **未来看点：古法金市场份额提升，凭产品与渠道优势吸引高净值人群。** 1) **乘古法黄金行业东风快速发展，凭自身影响力有望获取更多份额；** 2) **产品与渠道优势及品牌定位吸引高净值人群，凭借高复购频次把握老客强消费力。** 2021-2023年，年购买金额超过1百万元的忠诚会员贡献收入由8.5%提至15.9%；每年购买次数大于五次的消费者贡献收入占比由14.7%提至24.1%，公司在维护老客户和促进复购率提升方面卓有成效；考虑高净值群体具备较强消费韧性，增长空间值得期待。3) **展望未来增量空间：高端商圈布局，单店具备较高的销售额天花板，对标海外奢侈品珠宝布局，开店数量仍有空间。** 老铺黄金作为国内高端黄金珠宝品牌，其渠道布局与海外奢侈珠宝品牌相仿，展现门店数量精简与产品定位高端特点。1) 与宝格丽、卡地亚现有渠道覆盖城市相比，国内多个一线及新一线城市尚未覆盖，且高端商圈发展潜力亟待挖掘。2) 老铺黄金单店销售额逐年增长，与国际知名珠宝品牌相比仍有增长空间。2023年，老铺黄金店均收入达0.94亿元，超过2022年的两倍(0.40亿元)。对比来看，历峰集团(珠宝分部)的单店收入由2021年的1.23亿元增至2023年的2.21亿元，老铺黄金的单店销售额仍存增长空间。

➤ **投资建议：**老铺黄金产品定位高端，吸引高净值人群消费且复购率存在提升趋势，在高端商圈布局，单店销售额与开店数量仍有增长空间，预计24-26年实现营收58.49、72.85与85.63亿元，同比+84.0%、+24.5%、+17.5%，实现归母净利润10.01、12.59与14.84亿元，同比+140.5%、+25.7%与+17.9%，8月6日收盘价对应PE分别为12、10与8x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧、黄金价格波动或供应短缺、募投项目进展不及预期、股价大幅波动的风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,180	5,849	7,285	8,563
增长率 (%)	145.7	84.0	24.5	17.5
归母净利润	416	1,001	1,259	1,484
增长率 (%)	340.4	140.5	25.7	17.9
EPS	2.47	5.95	7.48	8.81
P/E	29	12	10	8
P/B	8.0	3.4	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年8月6日收盘价，汇率1HKD=0.92RMB)

推荐
首次评级
当前价格：
77.80 港元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

目录

1 老铺黄金：传承中国古法黄金技艺，古法金产品标准制定者	3
1.1 发展历程：深耕古法金领域，树立行业标杆	3
1.2 组织架构：股权结构集中稳定，股权激励绑定员工利益	4
1.3 财务分析：利润增长迅速，毛利率在国内珠宝行业领先	5
1.4 经营模式：全产业链生产与研发，全自营销售模式	9
1.5 募集资金用途：扩展销售网络，综合提升品牌形象	12
2 行业分析：黄金珠宝需求稳健，古法黄金珠宝市场规模增速领先	14
2.1 珠宝行业：市场规模增速稳健，黄金产品占据主要份额	14
2.2 古法黄金珠宝行业：多方位因素驱动发展，行业增速领先珠宝整体	15
3 核心竞争力：匠心铸就，全方位构筑核心竞争壁垒	17
3.1 生产研发端：持续推动产品创新，严格把控产品品质	17
3.2 产品端：高工艺促升级迭代，差异化产品矩阵优势凸显	19
3.3 渠道端：全自营场景式门店，定位高净值客户群体	22
3.4 品牌影响力：保持高端定位，追求经典珠宝的永恒魅力	25
4 未来看点：产品与渠道优势吸引高净值人群，探索古法金高奢品牌成长空间	29
4.1 古法金市场增速快，老铺黄金市场份额有望持续提升	29
4.2 产品端：定位高净值人群，凭高复购频次把握强消费力	29
4.3 渠道端：对标海外奢侈品珠宝品牌，单店销售额与门店数量仍有增长空间	30
5 盈利预测与估值分析	32
5.1 收入拆分与盈利预测	32
5.2 估值分析与投资建议	34
6 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	37

1 老铺黄金：传承中国古法黄金技艺，古法金产品标准制定者

1.1 发展历程：深耕古法金领域，树立行业标杆

老铺黄金创立于2009年，是中国第一家推广古法黄金概念的品牌；2019年，推出足金镶嵌钻石产品；2022年，推出金胎烧蓝产品。老铺黄金作为古法黄金行业的先行者与领导者，秉持高端品牌定位，持续自主研发有奢华质感、兼具文化和时尚属性的古法黄金产品，其独特的品牌魅力在高净值人群中赢得了与国际一线珠宝品牌相媲美的知名度和市场认可度。公司凭精湛的古法金工艺、专业的创新设计水平和成熟的规模加工生产能力，积淀品牌势能，带动收入快速增长。2021-2023年，营收从12.65亿元增至31.80亿元，GAGR为58.6%；归母净利润从1.14亿增至4.16亿，CAGR为91.0%。

初创与起步阶段 (2009-2016年)：金色宝藏成立于2004年，主要经营佛教文化产品及旅游纪念品，老铺黄金作为金色宝藏子品牌运营，主要经营古法金产品。2009年，老铺黄金首家门店在北京王府井工美大厦开业，随后在2014年于北京东方新天地开设第二家门店。截至2016年底，仅拥有两家门店；与此同时，我国黄金珠宝行业正在经历快速的渠道扩张。2016年12月，老铺黄金品牌从金色宝藏中剥离进行独立运营。

产品创新与渠道拓展阶段 (2017-2020年)：1) 产品端的深耕与创新：自老铺黄金独立经营以来，其精准把握古法金行业的发展趋势，聚焦于古法黄金领域，通过精细的工艺制造和独特的设计思路，实现市场快速扩张。2019年，老铺黄金推出了足金镶嵌产品，颠覆了钻石珠宝以K金为底材的行业传统标准；2022年，老铺黄金再次创新，推出了足金烧蓝产品。在保持传统古法金工艺精髓的基础上，不断寻求产品创新，逐步打造出细分领域的差异化竞争优势。2) 高端商圈的渠道拓展与锁定高消费群体的定位：2017年4月，老铺黄金进驻天猫旗舰店，开始了线上销售渠道的布局。同年，老铺黄金入驻高端商圈北京SKP，锁定高消费人群，提升品牌形象。随后，老铺黄金逐渐拓展至上海、深圳、杭州、南京等一线及新一线城市的高端商圈，通过精细的店铺选址和装修风格，进一步巩固高端品牌的定位。2019年，老铺有限整体变更为老铺黄金股份有限公司，同年微信精品店正式上线，进一步完善了线上销售渠道。

品牌深化与快速扩张期 (2021年至今)：2021年3月和2022年6月，中国黄金协会分别发布中国首部《古法金饰品》和《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准，老铺黄金作为两部团体标准的起草单位，彰显了其在行业内的领导地位。截至24年6月，老铺黄金已进驻全国多个城市，包括北京、上海、深圳、杭州、南京等，并拥有天猫旗舰店、京东旗舰店、微信精品店等线上销售渠道，形成了覆盖全国的销售网络。2024年6月28日，老铺黄金在港交所主板成功上市。

图1：公司发展历程

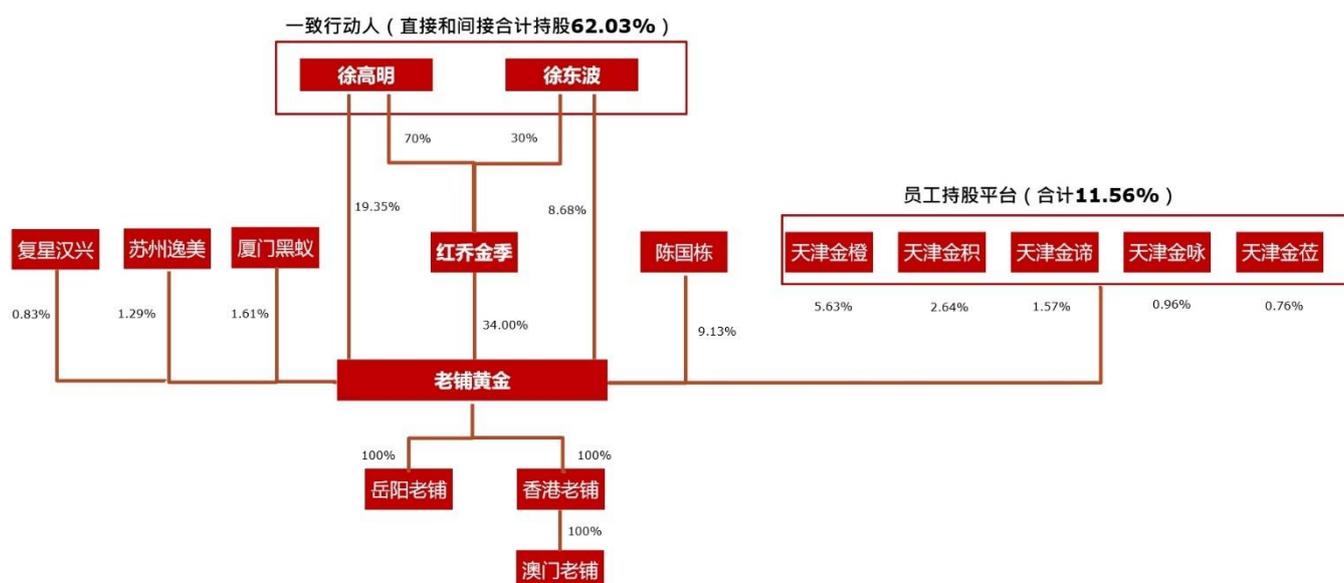


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院绘制

1.2 组织架构：股权结构集中稳定，股权激励绑定员工利益

实控人为徐高明先生和徐东波先生，整体股权结构集中稳定。截至24年6月27日，徐高明先生直接持有公司19.35%的股权，徐东波先生直接持有8.68%的股权，二人通过北京红乔金季咨询顾问有限公司间接持有公司34.00%的股权，合计持有公司62.03%的股权。徐高明先生与徐东波先生系父子关系，二者为公司控股股东及一致行动人。**公司股权结构清晰，核心股东稳定，利于公司长期经营发展。**为激励员工发展，公司自2018年以来相继设立天津金橙、天津金积等五家股权激励平台分四次向参与者授予奖励，**员工持股平台合计持有公司股份比例达11.56%。**

图2：公司股权结构（截至2024年6月27日）



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院；（总股本按照行使超额配股权前总股本1.65亿计算）

创始人自公司成立便参与其中，核心管理团队稳定。创始人徐高明先生自2004年起，便为金色宝藏、文房文化、老铺有限、红乔金季等公司的总经理，2017

年7月至今，任红乔金季执行董事，2019年11月至今，任老铺黄金董事长、总经理以及研发部总监；董事兼质检部总监蒋霞为贵金属首饰和宝石检验师及国检珠宝培训中心钻石分级师，曾在金色宝藏担任产品管理和品质检验相关工作。**公司核心管理团队在行业深耕多年，具有丰富的管理和珠宝从业经验，为公司稳步发展奠定人才储备基础。**

表1：高管团队及简介

姓名	出生年份	职位	履历
徐高明	1964	董事长、总经理	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年-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月至今，任老铺黄金董事长、总经理、研发总监。
冯建军	1968	董事，副总经理	1989年-1997年，任湖南岳阳市制药一厂主管科员、综合科科长；1997年-1998年，任红桃K公司地区营销部经理；1998年-2005年12月，任红乔旅游行政兼营运总监；2006年1月-2016年12月，任金色宝藏营运总监、副总经理；2017年1月-2019年11月，任老铺有限副总经理；2019年11月至今，任老铺黄金董事、副总经理。
徐锐	1980	董事	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；2017年1月-2019年11月，任老铺有限营业部总经理；2019年11月至今，任老铺黄金董事、营业部总经理。
蒋霞	1978	董事、质检部总监、岳阳老铺监事	贵金属首饰和宝石检验师及国检珠宝培训中心钻石分级师。1995年8月-2005年7月，担任岳阳红乔的采购相关工作；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相关工作；2018年3月至今，任岳阳老铺的监事和老铺黄金的董事兼质检部总监。

资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

1.3 财务分析：利润增长迅速，毛利率在国内珠宝行业领先

1.3.1 营收：逐年提升，2023年收入为31.80亿元，同比+145.7%

2020-2023年，公司营业收入稳步提升，2020-2023年收入CAGR达52.6%。据中国黄金协会数据，2023年，国内黄金消费量达1089.69吨，同比+8.78%，其中黄金首饰消费达到706.48吨，同比增长7.97%。受金价持续走高及黄金零售需求的持续增加带动，公司营收快速提升，2023年，公司实现收入31.80亿元，同比+145.7%。

1) 分产品来看：足金黄金产品构成收入主要来源，足金镶嵌产品持续发力，收入占比快速提升。据《2022年中国黄金首饰消费行业消费洞察报告》，2016-2021年，从未买过金饰但具有金饰购买意向的“Z世代”消费者从16%增长至59%，消费群体的年轻化带动了黄金消费市场的审美转型，年轻人更加青睐大气、复古并低调含蓄的古法黄金。此外，据弗若斯特沙利文，2018-2023年，我国古法黄金市场规模从130亿元增至1573亿元，CAGR达64.6%。公司于2019年末推出其创新工艺和全新设计的全新系列足金镶嵌产品，**2023年，公司足金镶嵌产品占营业收入的比例进一步提升至56%。**

2) 分价格区间来看：产品定位高端黄金珠宝，1-5万元区间产品占据主导。公司主要产品为足金黄金和足金镶嵌产品，定位高端黄金珠宝品牌，目标顾客为高

净值人群。2023年，销售产品中，单价大多都在1万元以上，其中1-5万元区间的产品贡献销售收入比例达65%。

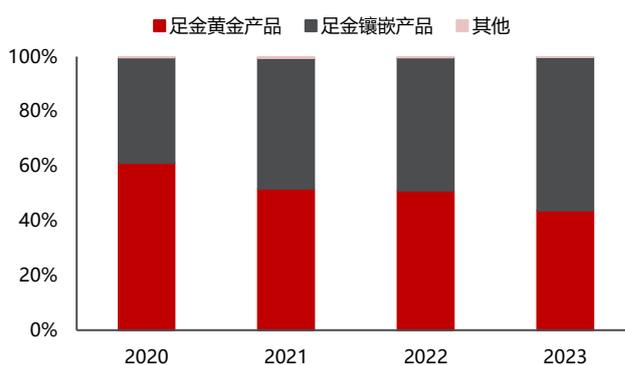
3) 分渠道来看：门店重点布局黄金地段商业中心，线下收入占比稳定。与其他黄金珠宝公司积极布局下沉市场不同，老铺黄金的门店主要布局于国内一线和新一线城市的黄金地段商业中心，重点瞄准高净值人群，2020-2023年，公司线上收入占比维持在10%~13%区间范围。

图3：2017-2023年公司营业收入（亿元）及yoy



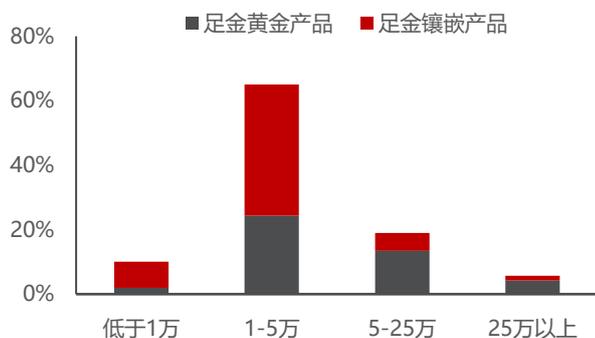
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图4：2020-2023年各产品占营业收入比例



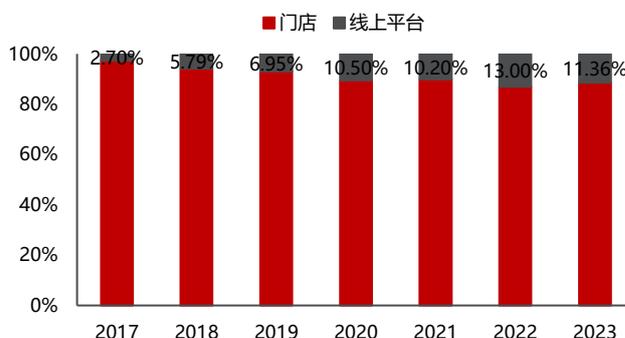
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院；（注：公司2020年开始划分足金类产品与足金镶嵌产品，此前为花丝类金器、镶嵌类金器、篆刻类金器与素面类金器）

图5：2023年不同售价范围划分的黄金产品收入占比



资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图6：2017-2023年公司各渠道占营业收入比例



资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

1.3.2 毛利率：产品结构优质+自营模式，毛利率、净利率行业领先

毛利率稳步提升，2020-2023年均保持在40%以上，领先国内珠宝行业。

2020-2023年，公司毛利率分别为43.1%、41.2%、41.9%、41.9%，稳定在40%以上，主要与产品结构中高附加值产品占比高且采取全直营模式毛利率较高有关。

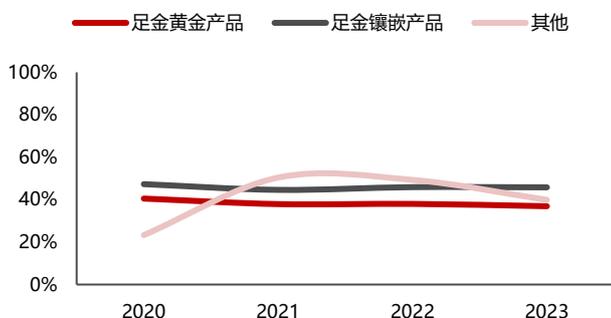
1) 从产品层面，老铺黄金主打的古法金产品系列有更复杂的工艺以及足金镶钻等特点利润率更高，其古法黄金产品一般按件售卖，附加费用较高。2020-2023年，足金黄金产品毛利率在35%~41%之间；足金镶嵌产品毛利率维持在44%~48%区间内。公司在2019年底推出足金镶嵌钻石产品，以及随黄金原料价格上涨及公

司品牌认可度提升，及 2020 年公司对全系列产品进行提价策略带动毛利率提升。

2) 从渠道层面，老铺黄金毛利率远超行业，主要因其高端品牌定位形成较高定价且纯自营模式保留管理销售权利。公司瞄准高端市场，精选线下渠道，保证其门店的高毛利率水平。2017-2023 年，线下门店渠道毛利率由 34.0%提升至 42.1%；线上平台毛利率由 33.5%提升至 40.6%，因线上存在引流款的低价产品，毛利率略低于线下门店。

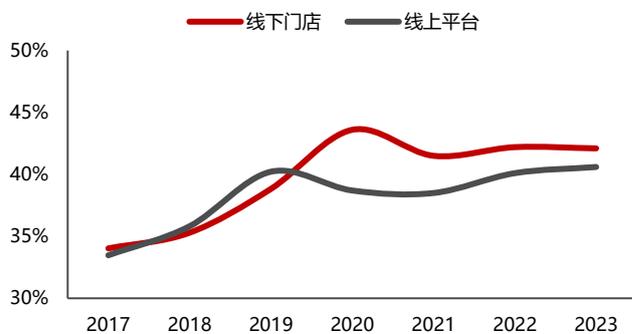
净利率波动提升，2023 年达 13.1%，领先珠宝行业。公司净利率从 2017 年的 7.5%增至 2023 年的 13.1%，相较于行业其它可比公司近两年普遍低于 10% 的净利率水平，老铺黄金净利率表现优秀。

图7：2020-2023 年公司分产品毛利率



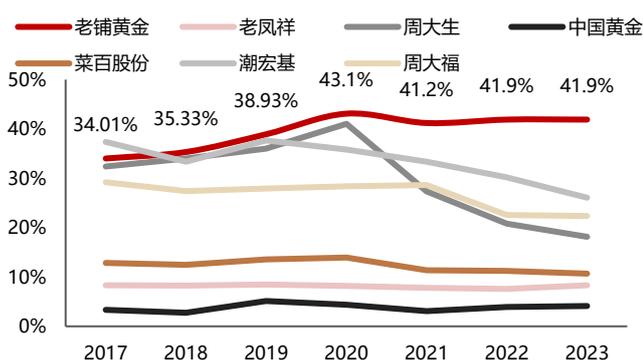
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图8：2017-2023 年公司分渠道毛利率



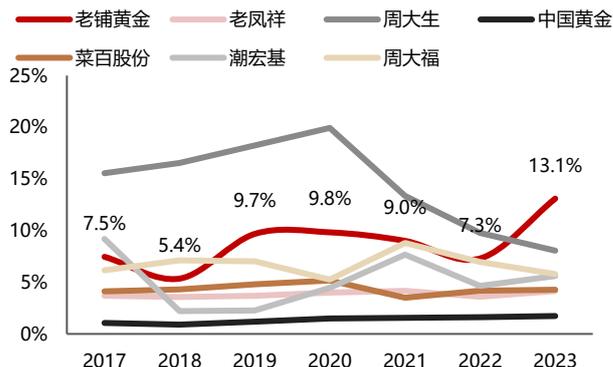
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图9：2017-2023 年公司与同业公司毛利率



资料来源：iFinD，老铺黄金公司招股书，民生证券研究院；(其中，周大福为财年数据)

图10：2017-2023 年公司与同业公司净利率

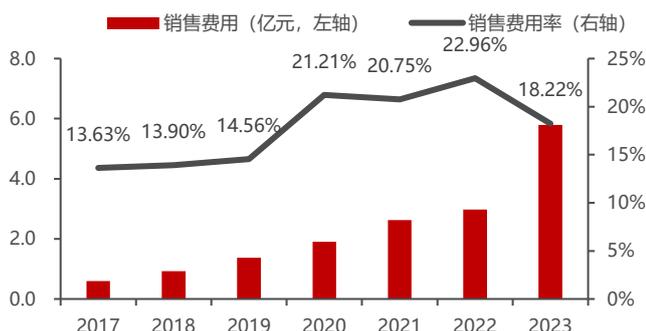


资料来源：iFinD，老铺黄金公司招股书，民生证券研究院；(其中，周大福为财年数据)

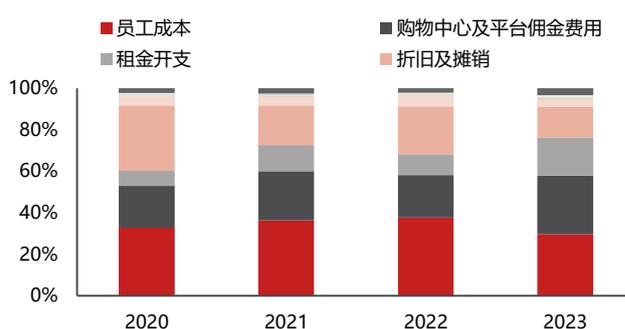
1.3.3 费率端：销售与管理费率相对稳定，研发费率持续稳健

1) 销售费用：随收入规模增长，销售费用率相对稳定。2020-2022 年，公司的销售费用率始终维持在 20%~23%左右，总体表现稳定，2023 年下降至 18.22%。随线下自营新开门店和关闭门店的调整，线下店铺数量从 2020 年末的 19 家增至

2024年6月的33家，且集中布局在一线和新一线城市的高端购物中心内，因此近年来销售费用中租金和佣金投入比例增加。**销售费用结构不断调整，佣金费用及租金开支占比提升。**近三年公司销售费用结构有所调整，但员工成本始终占比最大，2023年占比为29.77%。折旧及摊销占比明显减小，由2020年的31.61%下降至2023年的14.65%。由于线下门店的布局及线上平台的拓宽，佣金费用和租金开支提升，2023年占比达46.54%。

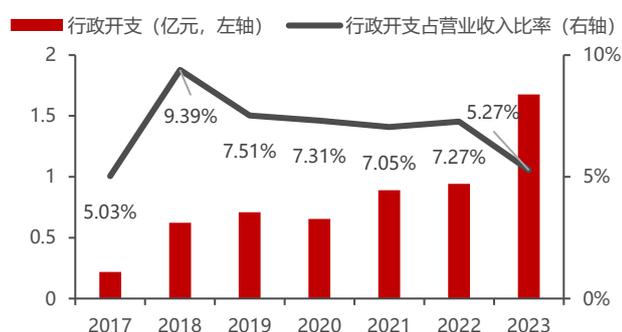
图11：2017-2023年公司销售费用及销售费用率


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

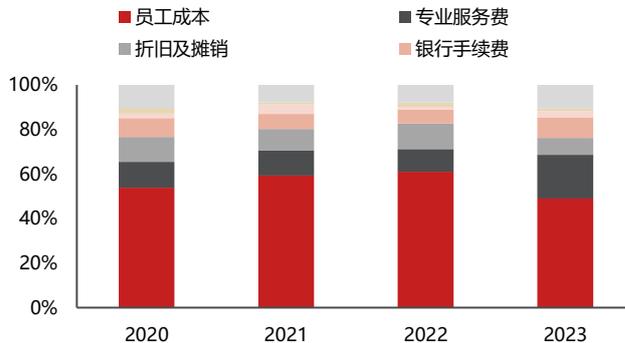
图12：2020-2023年公司销售费用结构


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

2) 管理费用：占收入比重不断优化，2023年为5.27%。近年来，管理费用有所增加，2020-2023年，管理费用分别为0.65、0.89、0.94亿、1.68亿元，主要是由于行政员工的数量及薪酬增加、与上市相关的服务费增加和折旧摊销增加。2023年，公司管理费用率明显下降，由2020年的7.31%下降至2023年的5.27%。**公司行政开支结构稳定，以员工成本为主（占比49%~61%）、专业服务费次之（占比10%~19%）。**

图13：2017-2023年管理费用及其占营业收入比率


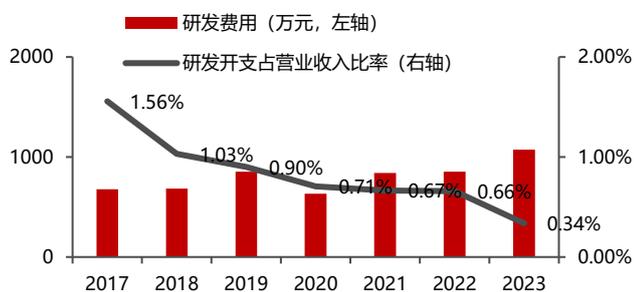
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图14：2020-2023年公司管理费用结构


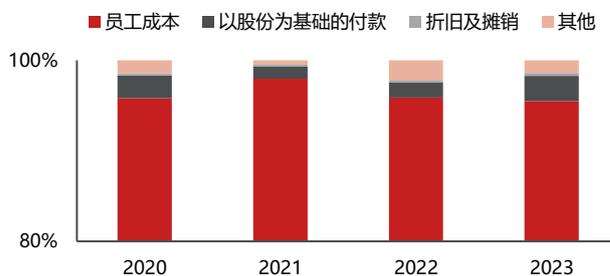
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

3) 研发费用：稳步提升，占营业收入比重相对稳定。2020-2023年，公司的研发费用分别为633、841、853、1072万元，主要因研发人数增加及薪酬提高导致的员工成本增加，与公司业务增长匹配。2020-2023年，研发费用占营业收入比率维持在1%以下，相对稳定，2023年略有下滑至0.34%。**公司研发开支结构相对稳定，员工成本占比最大。**公司研发开支主要由四个部分组成，其中，员工成

本占比近年来始终维持在 95%以上，2023 年在研发费用中占比 95.48%。

图15：2017-2023 年公司研发费用及占营业收入比率


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

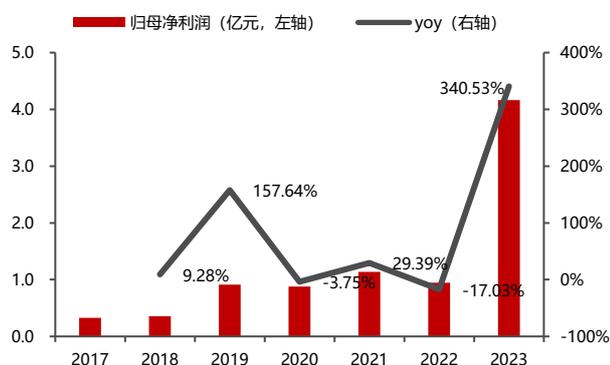
图16：2020-2023 年公司研发费用结构


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

1.3.4 净利率：归母净利润稳步增长，2023 年归母净利率达 13.09%

归母净利润稳步增长，2023 年公司归母净利润达 4.16 亿元。2017-2023 年，公司归母净利润由 0.33 亿元增长至 4.16 亿元，2017-2023 年，公司归母净利润的复合年增长率为 52.6%。

公司归母净利率波动上行。2017-2023 年，公司归母净利率分别为 7.46%、5.35%、9.68%、9.83%、9.01%、7.30%与 13.09%，整体稳中有升。受毛利率下滑影响，归母净利率由 2020 年的 9.83%略降为 2021 年的 9.01%；而归母净利率由 2021 年的 9.01%下滑至 2022 年的 7.30%，主要系收入同比微增 2.3%，而销售及分销开支大幅增长所致；**2023 年，公司归母净利率提升至 13.09%，主要系收入大幅增长而费用支出控制良好。**

图17：2017-2023 年公司归母净利润（亿元）及同比增速


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图18：2017-2023 年公司归母净利率


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

1.4 经营模式：全产业链生产与研发，全自营销售模式

1.4.1 核心业务：古法手工金器研发设计、生产加工与多渠道零售

老铺黄金是国内最早从事中国古法手工金器品牌化运营的专业公司之一。产品按工艺类别分为花丝类、镶嵌类、錾刻类和素面类金器。1) 花丝类，使用足金原料，拉成细丝，通过“堆、垒、编、织、掐、填、攒、焊”等技法，做成各种繁复华美造型和装饰。2) 镶嵌类，手工镶嵌，是以“锉、接、闷、打、崩、挤”等技法，将宝石嵌入金器的装饰工艺。3) 錾刻类，又称錾花，按照设计图纸要求，采用不同錾刻工具，以“摆、悬、捻、摊”等錾法，配合“敲、点、打、斩”锤技，在金器表面进行不同力度的錾刻，在金器表面錾出各式图案。4) 素面类，利用专用工具，手工打磨、抛光金器表面，整体颜色一致，表面纹理均匀一致。产品按品类分为饰品类、把件类、挂件类及摆件类金器。

表2：公司主要产品

按工艺分类	产品类别	代表产品	产品展示	按工艺分类	产品类别	代表产品	产品展示
花丝类金器	饰品	花丝平安扣		素面类金器	饰品	富贵圆满金环	
	摆件	福禄万代葫芦			摆件	福葵壶	
	把件	如意金蝉			把件	福财貔貅	
	挂件	吉祥八宝球式香薰			挂件	足金吊坠素面葫芦	
镶嵌类金器	饰品	玫瑰花窗宝符		錾刻类金器	饰品	青铜纹祥瑞金环	
	摆件	富贵绵长宝莲宝盒			摆件	螭龙蒲叶纹酒觚	
	把件	鸳鸯和合摆件			把件	八宝鼻烟壶	
	挂件	福瑞呈祥金牌			挂件	雀鸟纹香囊	

资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

1.4.2 生产研发：重视原创设计与款式开发，建立全产业链体系

公司重视原创设计与款式开发，建立产品设计到零售的全产业链体系。1) **研发模式**：公司以自主研发为主，拥有由董事长兼总经理徐高明任研发总监的研发设计团队。截至 2023 年末，公司拥有 229 项境内专利及 164 项境外专利，作品著作权 1073 项。2) **采购模式**：公司供应链管理部结合销售情况、库存状况及市场行情判断，制定采购计划，公司有稳定的供应商，2021-2023 年，向前五大供应商的采购总额占比分别为 95.1%、93.3%、95.0%；3) **生产模式**：公司生产以内部生产为主，外包生产为辅。自 2018 年岳阳工厂建成后，自产数量占比逐步提升至 50%以上；且公司产能利用率高，并保持增长趋势；4) **销售模式**：公司全部线下门店均为自营模式，采用线下与线上渠道相结合的方式，为顾客提供完美一致的购物体验（2021-2023 年，线上收入占比 10%~13%）。

表3：2020-2023 年产能（千克）及产能利用率

	2020	2021	2022	2023
最高产能	1269.0	1465.0	1487.0	2466.0
实际产量	1031.7	1464.9	1373.3	2754.3
利用率	81.30%	100%	92.40%	121.10%

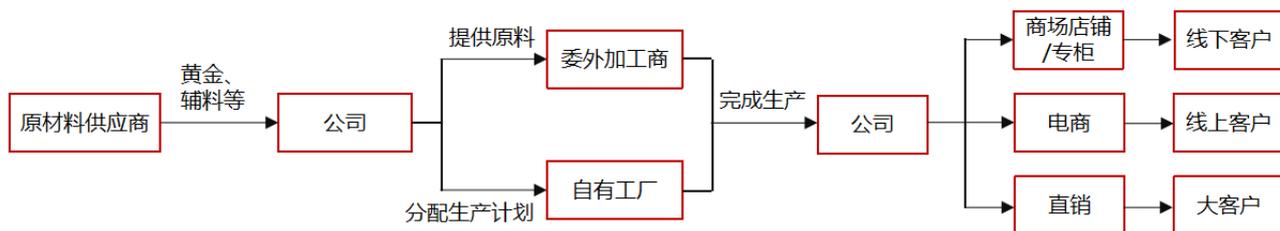
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

表4：2017-2023 年自产数量及委外数量占比

	2017	2018	2019	2020Q1-Q3	2021	2022	2023
自产数量 (kg)	-	193.7	1459.9	521.2	937.5	933.8	1624.5
占比	0.00%	9.80%	50.40%	53.60%	64.00%	68.00%	59.00%
委外数量 (kg)	1460.8	1787.2	1438.7	451.1	527.4	439.5	1128.9
占比	100.00%	90.20%	49.60%	46.40%	36.00%	32.00%	41.00%

资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图19：主营业务经营模式



资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

1.4.3 销售模式：一二线城市核心商圈线下自营为主，结合线上渠道

公司主要通过在一二线城市核心商圈商场渠道开设店铺/专柜方式进行销售，同时也包括线上销售渠道等。

1) **线下渠道**：截至 24 年 6 月，公司共有 33 家线下门店，覆盖全国 14 个城

市,其中大部分为一线和新一线城市(覆盖全国十大高端购物中心的8家),所有门店均为自营模式。自营模式具有可控性强,毛利率高,便于维护品牌形象等特点。2020年至今,公司的线下自营门店逐年呈现稳定扩张趋势。**计划在未来三年开设15家自营门店,其中中国内地市场10家(一线城市6家、新一线城市4家),中国香港、中国澳门等其他市场5家门店。**

2) 电商渠道:随着电子商务市场的快速发展,公司建立自营线上销售平台,设立天猫旗舰店、京东旗舰店及微信精品店,面向终端消费者销售。2020-2023年,公司线上销售收入占比维持在稳定区间,线上渠道产生的收入占比分别为10.5%、10.2%、13.0%与11.4%,由2020年的0.94亿元增长至2023年的3.61亿元,CAGR为56.6%。随着公司继续扩张线上业务,有望继续拓宽消费者覆盖范围,在品牌与消费者间建立长久联系。

表5: 2020-2023年按渠道划分的收入结构(百万元)

渠道	2020		2021		2022		2023			
	收入	占比	收入	yoy	占比	收入	yoy	占比	收入	占比
线下	801.41	89.5%	1135.36	41.7%	89.8%	1126.31	-0.8%	87.0%	2818.48	88.64%
线上	94.12	10.5%	129.25	37.3%	10.2%	167.91	29.9%	13.0%	361.08	11.36%
合计	895.53	100%	1264.60	41.2%	100%	1294.22	2.3%	100%	3179.56	100%

资料来源:老铺黄金公司招股书,民生证券研究院

表6: 2020年-2024年6月门店总数及开闭店情况(家)

	2020	2021	2022	2023	截至24.6
期初门店数量	18	19	22	27	30
新开门店数量	3	4	6	5	3
关闭门店数量	2	1	1	2	-
期末门店数量	19	22	27	30	33

资料来源:老铺黄金公司招股书,民生证券研究院

1.5 募集资金用途: 扩展销售网络, 综合提升品牌形象

募集资金主要用于销售网络的扩展以及品牌形象的现代化升级, 强化零售综合实力。根据老铺黄金公司招股书,本次募集资金计划用于:**1) 扩展销售网络:**公司拟投入募集资金5.233亿港元,占募集资金总额的73.3%,其中3.17亿港元将分配至中国内地开设十家新门店(2024年开设4家;2025年开设4家;2026年开设2家),2.063亿港元将分配至中国内地以外地区开设约5家门店,包括中国香港、中国澳门及新加坡,并逐步扩大公司于东京等亚洲市场其他城市,提升品牌的海外知名度;**2) 维持品牌定位及提升品牌知名度:**拟投入募集资金0.804亿港元,占募集资金总额的11.3%,其中0.463亿港元在未来两年将分配至不同渠道及推广品牌及产品,0.185亿港元将分配至投资品牌CI建设,0.156亿港元将分

配至对已开业五年以上的线下门店进行装修及形象升级；**3) 优化内部信息技术系统：**公司拟使用募集资金 0.191 亿港元优化技术系统，提升自动化、信息化水平，具体包括购买软件及支付软件服务费、建设数据处理平台和购买及升级硬件；**4) 加强研发能力：**公司拟使用募集资金 0.191 亿港元加强研发团队，实施有关黄金产品制造技术及技术工艺的研发项目并设立研发中心。

表7：募资用途及资金投入（百万港元）

款项用途	募集资金投入（百万港元）	占比
在中国内地开设十家新门店	317.00	44.4%
在中国内地以外地区开设约五家新门店	206.30	28.9%
维持老铺黄金品牌地位及提升品牌知名度	80.40	11.3%
优化内部信息技术系统及提升自动化、信息化水平	19.10	2.7%
加强研发能力	19.10	2.7%
一般运营资金及一般企业用途	71.3	10.0%
合计	713.2	100.0%

资料来源：老铺黄金招股说明书，民生证券研究院

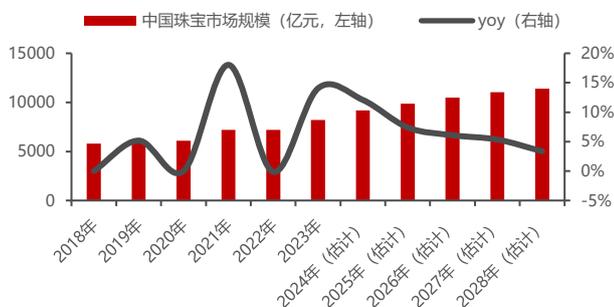
2 行业分析: 黄金珠宝需求稳健, 古法黄金珠宝市场规模增速领先

2.1 珠宝行业: 市场规模增速稳健, 黄金产品占据主要份额

2018-2023 年, 我国珠宝市场规模呈稳定增长态势, 黄金产品占据主要市场。据弗若斯特沙利文, 中国珠宝市场由 2018 年的 5800 亿元稳步增至 2023 年的 8200 亿元, 复合年增长率为 7.2%, 主要驱动力为消费者的购买力提升及对日常佩戴的需求多样化。据弗若斯特沙利文, 预计 2023-2028 年, 我国珠宝市场将以 6.8% 的复合年增长率增长, 于 2028 年底达 11400 亿元。

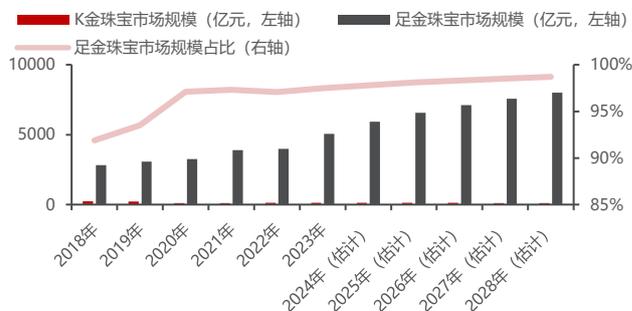
黄金产品兼具投资与消费属性, 广受消费者喜爱, 据弗若斯特沙利文, 18-23 年我国黄金珠宝中黄金产品市场规模 CAGR 为 11.0%。2018-2023 年, 我国黄金珠宝市场中黄金产品的市场规模(按销售收入计)由 3080 亿元增至 5180 亿元, 复合年增长率达 11.0%, 黄金产品的市场份额占比由 2018 年的 53% 提升至 2023 年的 63%; 据弗若斯特沙利文, 预计随着消费升级与年轻化消费群体的兴起, 23-28 年, 黄金产品市场将以复合年增长率 9.4% 增长, 28 年市场规模达 8110 亿元。

图20: 2018-2028E 中国珠宝市场按销售收入划分的市场规模



资料来源: 老铺黄金公司招股书, 中国珠宝玉石首饰行业协会, 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

图21: 中国黄金珠宝市场按黄金纯度划分的市场规模及足金珠宝市场规模占比



资料来源: 老铺黄金公司招股书, 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, 民生证券研究院

表8: 中国珠宝市场按材料划分的市场规模及复合年增长率 (单位: 亿元)

单位: 亿元	2018年	2023年	2028年 (估计)	2018-2023年复合年增长率	2023-2028E 复合年增长率
黄金	3080	5180	8110	11.0%	9.4%
玉石	1044	1500	1905	7.5%	4.9%
钻石	754	600	492	-4.5%	-3.9%
银及铂金	232	70	57	-21.3%	-4.0%
珍珠	290	350	388	3.8%	2.1%
有色宝石	232	310	262	6.0%	-3.3%
其他	168	190	191	2.5%	0.1%
合计	5800	8200	11405	7.2%	6.8%

资料来源: 老铺黄金公司招股书, 中国珠宝玉石首饰行业协会, 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

2.2 古法黄金珠宝行业: 多方位因素驱动发展, 行业增速领先

先珠宝整体

2.2.1 需求高增+技术进步+定位多元与个性化驱动成长

我国古法黄金珠宝发展迅速, 增幅在足金珠宝市场领先, 硬金珠宝增速次之。

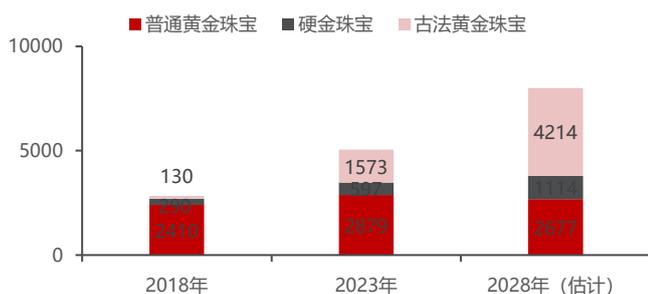
足金珠宝按加工技术可分为古法黄金珠宝、硬金珠宝及普通黄金珠宝。其中, 古法黄金珠宝产品为设计富有文化内涵的足金, 经特殊的中国传统技术加工而成。2018-2023 年, 古法黄金珠宝市场规模增长迅速, 由 130 亿元增至 1573 亿元, 复合年增长率达 64.6%。因主流消费群体转向年轻一代和消费者偏好升级, **据弗若斯特沙利文, 预计 2023-2028 年, 我国古法黄金珠宝市场规模 CAGR 为 21.8%, 将于 2028 年达 4214 亿元, 在足金珠宝市场中的占比进一步提升至 52.6%。**

古法黄金珠宝市场的市场趋势及驱动因素:

- 1) 年轻化的消费群体:** 古法黄金珠宝满足年轻人的审美及保值需求, 以精美的外观、吉祥的寓意和丰富的文化内涵, 吸引很多年轻消费群体的热情。
- 2) 更多元化和个性化的珠宝产品:** 款式新颖、文化内涵独特的珠宝产品将更受消费者欢迎, 珠宝品牌继续创新、打造产品差异化; 高净值人群等对定制古法黄金珠宝的需求也在快速增长。
- 3) 黄金投资需求增加:** 作为传统避险资产, 在全球通胀及地缘政治冲突风险下, 受到消费者青睐; 由足金制成的古法黄金产品具有更好的投资价值。
- 4) 黄金与其他珍贵材料的融合:** 随着技术的进步, 黄金珠宝品牌将不断创新更多与其他珍贵材料(如钻石、绿松石、珍珠及有色宝石)相结合的古法黄金产品, 抢占更多消费者的心智。

老铺黄金作为古法金代表企业, 其跑赢行业其他珠宝品牌及行业增速主要来源于黄金产品高景气度下, 老铺黄金作为内资高端品牌中专注于黄金产品的品牌, 吸引偏爱黄金产品的高消费群体, 且产品除了满足佩戴需求的金饰品, 还有满足收藏传承、家庭陈列、保值增值及送礼需求的金器类产品, 其定价高并处于高端商圈, 对比海外奢侈品品牌多用 18K 金材质镶嵌钻石及彩宝, 老铺黄金以足金黄金为基底镶嵌钻石及彩宝具备稀缺性, 故有望抢占更多高端消费群体的份额。

图22: 中国足金珠宝市场按加工技术划分市场规模 (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, 老铺黄金公司招股书, 民生证券研究院

图23: 2018-2028 年我国古法黄金珠宝市场规模及增速



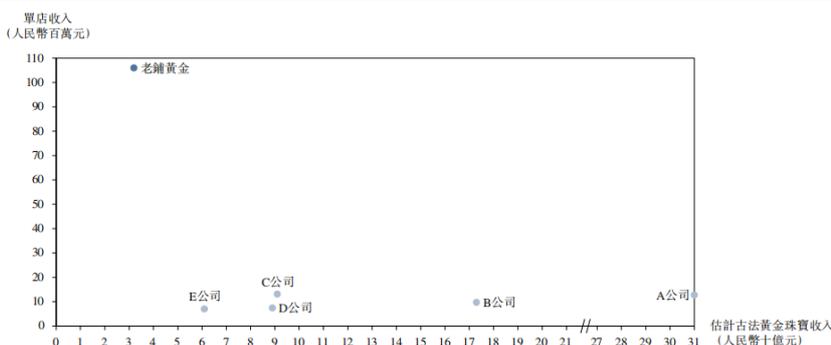
资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 老铺黄金公司招股书, 民生证券研究院

2.2.2 竞争格局：市场竞争激烈，老铺黄金单店收入占优

2023年，我国古法黄金珠宝的市场规模为1573亿元，老铺黄金按古法黄金珠宝销售收入计占有2.0%份额。据弗若斯特沙利文，前五大黄金珠宝品牌的古法黄金产品总收入约为724亿元，占据我国古法黄金市场46.1%的份额，按收入计，老铺黄金在中国古法黄金珠宝市场排名第七。古法黄金珠宝市场竞争激烈，老铺黄金凭借在古法黄金领域持续深耕，并在渠道、品牌等方面差异化定位，在我国古法黄金珠宝市场的前十大参与者中，老铺黄金是唯一专注于古法黄金珠宝产品的品牌和采用严格自营模式经营全部线下门店的仅有三个品牌之一。按2023年中国销售古法黄金珠宝的收入计，前五大珠宝企业的市场份额分别为19.7%、11.0%、5.8%、5.7%、3.9%；老铺黄金在古法黄金珠宝市场占据2.0%的份额，在中国黄金珠宝市场占有0.6%的份额。按单店收入，老铺黄金在我国主要黄金珠宝品牌中排名第一。截至2024年4月，老铺黄金在中国十大高端购物中心的覆盖率为80%，在我国黄金珠宝品牌中排名第一。

古法黄金珠宝市场准入壁垒高：**1) 品牌壁垒**：品牌知名度和品牌形象需长期塑造、管理与投资，尤其对定位高端的古法黄金珠宝品牌；**2) 产品设计壁垒**：洞察市场趋势并推出新产品取决于强大的设计团队及高效的产品设计及生产系统；**3) 销售渠道壁垒**：建立完整的销售网络需要耗费大量时间与资源，通过经验丰富的管理团队在各层面形成长期可靠的合作关系，对于高端品牌而言，进入高端购物中心有较高的准入壁垒；**4) 财务壁垒**：古法黄金珠宝行业需要投入大量资本，包括从上游的原材料采购到中游生产加工再到下游的销售网络建立，初始财务投资巨大。

图24：2023年中国古法黄金珠宝市场主要参与者的竞争格局



资料来源：老铺黄金公司招股书，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

表9：主要珠宝品牌在中国十大高端购物中心的覆盖率（截至24年4月）

排名	珠宝品牌	覆盖率
1	宝格丽	100%
2	卡地亚、梵克雅宝、斐登	90%
3	老铺黄金、周大福、蒂芙尼、Chaumet	80%
4	周生生	70%
5	Qeelin、何方珠宝、宝诗龙、APM Monaco	60%

资料来源：老铺黄金公司招股书，弗若斯特沙利文，民生证券研究院；（注：据弗若斯特沙利文，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、广州太古里及成都国际金融中心。）

3 核心竞争力：匠心铸就，全方位构筑核心竞争壁垒

3.1 生产研发端：持续推动产品创新，严格把控产品品质

3.1.1 专业研发团队保障产品的高端定位与产品竞争力

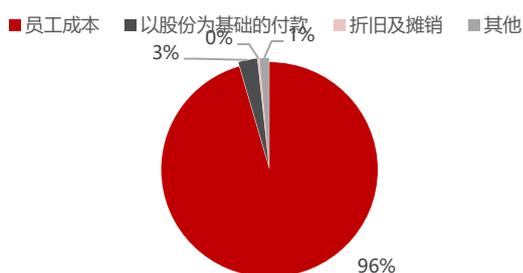
公司研发团队专业，研发流程清晰。经过多年积淀，老铺黄金拥有一支创新能力强、专注且专业的研发团队，在推动产品设计及开发方面发挥着主导作用。研发团队由创始人领导，研发团队主要负责产品开发（含设计新产品和改进现有产品）、展示和包装设计（包括管理如何在门店和在线渠道展示产品）、组装及穿戴规划。截至2023年末，老铺黄金的研发团队拥有12名专业珠宝设计师，来自不同背景，大多数设计师拥有十年以上的珠宝设计经验。专业的研发团队保证老铺黄金产品的高端定位及高级感调性，使其有潜力不断推出具有持久竞争力的特色产品。1) **研发费用逐年增长，研发人员工资占比超过九成。**公司研发支出持续增加，主要因研发人员增加及薪酬提高。2023年，员工成本在公司研发支出中占比约96%。2) **研发团队持续赋能，驱动产品创新与快速迭代。**截至2024年6月，公司累计创造出约1800项原创设计。在原创基础上，公司不断改进产品设计与开发能力，进行产品端的更新迭代，2021-2023年及2024年1-6月，公司分别更新迭代了156、127、136及88款产品，并推出了100、105、119及79款新产品，且2021-2023年新推出产品与迭代产品对当期收入贡献比重在10%以上。截至2024年6月，老铺黄金品牌的产品阵容扩展至超2700款，且计划于2024年进一步更新迭代79款产品并推出82款新产品，彰显了公司具备较强产品创新能力。

图25：公司产品设计及研发流程



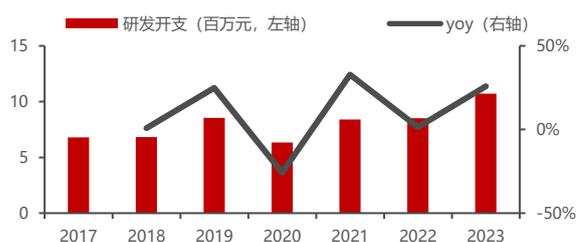
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图27：2023年公司研发支出结构



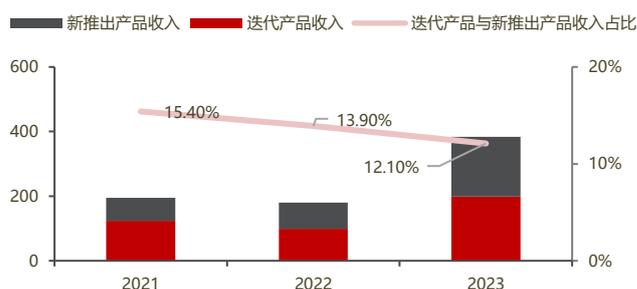
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图26：2017-2023年公司研发支出变化趋势



资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图28：迭代产品及新推出产品的收入变化趋势



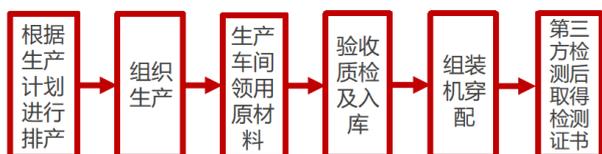
资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

3.1.2 内部生产为主+外包生产为辅，保证产品高品质

公司拥有自家厂房，以内部生产为主，保证产品始终如一的高品质。2018年，公司在湖南岳阳设立岳阳工厂，专门用于生产黄金产品。该工厂生产区总建筑面积约15000平方米，截至2023年年末，员工人数为340人。因公司产品采用中国传统手制黄金工艺，产品的生产加工通常不涉及大量使用机器或设备。岳阳工厂配备精雕机、注/喷蜡机及倒模机等多种机器，以便进行手制程序。2020年、2021年-2023年，公司的实际产量分别为1464.9、1373.3和2754.3kg，产能利用率则分别达到了100.0%、92.4%和111.7%。

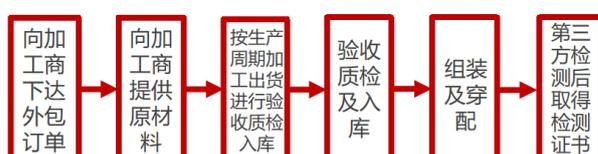
自产之外，公司委聘加工商生产部分足金黄金产品和足金镶嵌产品。公司按生产情况向加工商发出加工订单，并在每项订单中注明将生产的珠宝产品的设计要求、规格及生产时间表，向加工商提供黄金、钻石等主要原材料，并向其支付加工费。2020-2023年，外包生产费用分别占相应年份/期间总销售成本的2.3%、2.3%、2.0%及2.3%，分别委聘总共9名、8名及7名加工商。公司根据详细全面的评价标准挑选加工商并与其建立稳定的合作关系，有效补充了产能并且丰富了公司的产品组合。

图29：老铺黄金产品的内部生产流程



资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图30：老铺黄金产品的外包生产流程

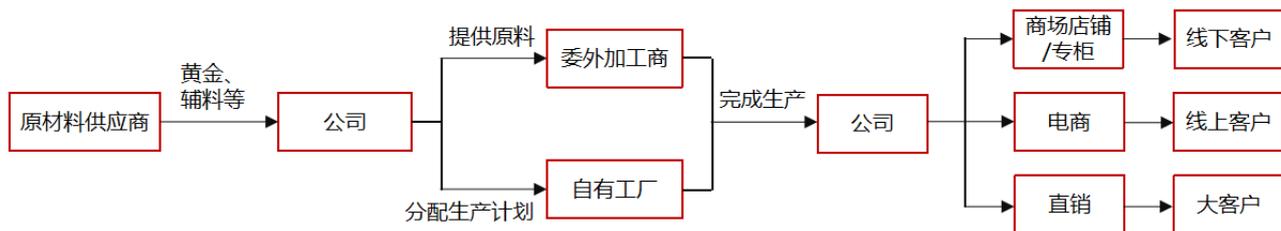


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

3.1.3 全流程一体化管理，构建全产业链优势

公司拥有完整的采购、设计、生产和销售的产业链体系。**1) 在采购端**，公司主要向上海黄金交易所综合类会员工美集团采购金料，同时向合格供应商采购松石等辅料；**2) 在设计端**，公司拥有专业的设计团队和自研能力；**3) 在生产端**，公司目前通过自有工厂和委外加工进行生产；**4) 在销售端**，公司主要通过商场租赁店铺/专柜的方式进行销售，也通过电商渠道进行零售销售。

稳定的优质原料供货商为产品品质提供保证。公司与主要供货商通过多年的合作关系建立了稳定的关系，不会因为依赖有限数量的供应商而无法确保合格原材料的稳定供应。采购团队会根据产品的具体设计和预计销售需求确定所需的原材料数量和类型再进行采购，以销定产，避免了存货的大量堆积。公司黄金产品的原材料主要包括黄金、钻石、其他宝石和包装材料等其他原材料。其中，黄金是最主要原材料，2021-2023年，分别占原材料成本的94.4%、93.6%及92.5%。

图31：公司主营业务经营模式流程图


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

表10：2023年公司五大供应商基本信息

供应商	供应商背景	所供应产品或服务	信用期	采购金额 (百万元)	占采购金额比例 (%)	关系年限 (年)
工美集团	黄金珠宝生产商及黄金交易商,上海黄金交易所普通会员工美集团	黄金	预付款	1826.0	80.9	8
润基金业有限公司	贵金属产品交易商、珠宝批发商以及钻石及珠宝零售商	黄金	预付款	150.7	6.7	3
上海钻丰钻石有限公司	贵金属产品交易商、珠宝批发商以及钻石及首饰零售商	钻石	30-60天	76.3	3.4	3
上海恒新行钻石有限公司	贵金属产品交易商、珠宝批发商以及钻石及珠宝零售商	钻石	30-60天	52.8	2.3	5
深圳市福缘工坊文化发展有限公司	珠宝生产商	外包生产服务	30-60天	38.8	1.7	7

资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

3.2 产品端：高工艺促升级迭代，差异化产品矩阵优势凸显

老铺黄金成立于2009年，率先推广古法金概念，首推手工镶嵌钻石产品，突出产品价值。通过锁定古法金这一细分领域，在硬金技术已逐步普及成为行业禀赋的基础上，将古法工艺的精湛度发挥到极致，延伸黄金的材质优势与文化属性优势，与传统文化深度绑定，充分放大黄金产品作为珠宝的“情感表达”的核心功能，在综合性珠宝品牌竞争较为激烈的行业中，形成了相对凸显、差异化的品牌形象，打造“古法手工金器专业第一品牌”。

3.2.1 传承宫廷古法制金工艺，保障产品不断升级迭代

国家级非物质文化遗产加持，老铺黄金传承宫廷古法制金工艺。公司设计工艺植根于中国古法黄金制作传统，是对世代相传、历史悠久的黄金产品制作方法致敬。秉持经典、极致和传世的核心价值，公司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。

老铺黄金卓有成效的产品加工技术和工艺创新强有力地支持和保障了公司产品的升级迭代。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、搂胎、锤揲、錾刻、缕空、花丝、镶嵌、修金及烧蓝等工艺设计，使产品文化和时尚属性兼备，满足消费者对黄金产品不断升级的消费和审美需求。

图32：老铺黄金生产工艺



资料来源：老铺黄金公司官网，民生证券研究院

3.2.2 坚持原创与差异化定位，工艺经典+风格独特+品质卓越的全产品组合

从中国文化经典元素中汲取灵感，研发的产品经典雅致，兼具中国传统经典制式 and 现代审美。老铺黄金古法钻饰金器，以足金黄金为底材，手工镶嵌钻石，颠覆了钻石饰品行业以 K 金为钻石饰品底材的传统标准，突显出老铺钻饰金器独有的产品个性和产品价值。

坚持原创，持续推出差异化的特色产品。截至 2023 年年末，老铺黄金已推出一系列丰富完整的差异化产品组合，开发逾千种产品，拥有 1073 项作品著作权，既包含供日常佩戴的饰品，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，进一步强化了产品差异定位，全面覆盖不同年龄和消费需求的消费者群体。**对比国内和国际珠宝首饰品牌，公司具有显著的产品结构差异优势。**

图33：老铺黄金产品矩阵

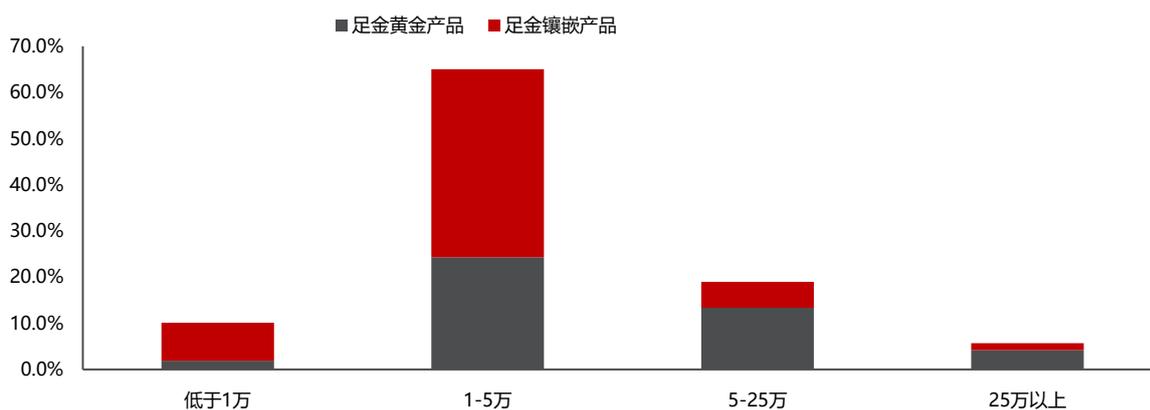


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

3.2.3 传承古法金艺，创新镶嵌美学，打造差异化高端珠宝典范

老铺黄金的产品主要分为足金黄金及足金镶嵌产品两大类，覆盖不同价格带以满足多元化市场需求。足金黄金产品以其纯金材质为核心，平均售价逐年上升，从2021年的650元/克增至2023年的729元/克，主要受黄金价格波动影响。足金镶嵌产品融合了黄金与宝石，平均售价高于足金黄金产品，2023年平均售价达1043元/克。近年来，足金黄金产品毛利率相对稳定，保持在37%-39%之间，2023年毛利率略有下降至36.9%，主要由于新增低毛利率金条产品线及黄金采购成本上升所致。足金镶嵌产品毛利率从2021年的44.6%提升至2022年的45.9%，并保持稳定，2023年为45.8%。**毛利率的增长动力源于新系列产品的推出（如创新设计的吊坠、戒指等），产品工艺复杂、设计新颖，且具有较高的品牌溢价能力。**

图34：2023年不同售价范围划分的黄金产品收入占比



资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

老铺黄金的消费群体集中在一二线城市，锁定人群主要包括对传统文化和工艺有认同感的中高端消费者，以及追求个性化和定制化产品的高净值人群。这部分消费者通常对珠宝的品质、设计和文化内涵有较高要求，愿意为独特产品支付溢价。与 Tiffany、Cartier 等国际珠宝品牌相比，老铺黄金在材质选择上独具特色。老铺黄金主打古法金工艺，具备较强设计感的同时，开发出足金黄金为基底，进行镶嵌钻石与宝石的足金镶嵌产品，区别于海外品牌普遍以 18K 金作为镶嵌工艺基底，足金黄金具备更强的保值属性。在价格定位上，老铺黄金与蒂芙尼等国际品牌存在交集，尤其在高端定制及特色产品领域，均能提供高品质、高设计的珠宝选择，但老铺黄金更加聚焦于中国传统文化元素与现代设计的融合，为消费者提供具有文化认同感及独特个性的珠宝选择。

表11：老铺黄金与蒂芙尼产品对比

产品系列	蒂芙尼产品矩阵			价格区间 (元/件)	老铺黄金产品矩阵			价格区间 (元/件)
	产品图示				产品图示			
项链及吊坠系列				2350-145000				7180-162000
手链/手镯				6250-322000				18680-79600
戒指系列				5900-321000				2580-26680
耳环系列				6300-416000				7460-28680

资料来源：蒂芙尼、老铺黄金公司官网，蒂芙尼天猫旗舰店、老铺黄金天猫旗舰店，民生证券研究院；(截至 24 年 7 月 30 日，统计为产品所处价格带)

3.3 渠道端：全自营场景式门店，定位高净值客户群体

3.3.1 采取全自营门店运营模式，拥有强大的渠道拓展能力

线下门店采取全自营模式进行精细化管理，利于把控产品及服务质量。截至 24 年 6 月，公司共有 33 家门店，覆盖全国 14 个城市，其中大部分为一线和新一线城市，所有的门店均为自营，其中直营门店 22 家，联营门店 11 家。与我国珠宝零售商广泛采用的加盟模式相比，自营模式使企业能够保留在零售专柜销售的产品所有权与自行招聘及管理销售及其他人员的权利。公司门店一直采用自营模式，从未订立任何加盟安排，自营模式使公司能严格控制产品及服务质量，并对销售和客户服务进行严格管理这有利于建立和维护品牌形象。

公司拥有强大的渠道拓展能力，使品牌顺利入驻准入门槛严格的高端商业中心并获得优质铺位。公司门店一般为高端购物中心内的独立店铺，目前开设的 33 家门店分布于北京、上海、深圳、南京、杭州、沈阳、西安、中国澳门，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。据弗若斯特沙利文，截至 2024 年 4 月，公司涵盖了全国十大高端购物中心中的八家，该覆盖率在国内黄金珠宝品牌中排名第一。

表12：2020-2023 年公司按渠道划分收入（亿元）

销售模式	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
自营门店	8.01	89.5%	11.35	89.8%	11.26	87.0%	28.18	88.6%
线上销售渠道	0.94	10.5%	1.29	10.2%	1.68	13.0%	3.61	11.4%

资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

表13：公司按地理位置划分门店明细

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	24 年 6 月
中国大陆	18	21	26	28	30
一线城市	10	11	13	15	16
新一线城市	6	7	8	9	10
其他城市	2	3	5	4	4
中国香港及中国澳门	1	1	1	2	3
总计	19	22	28	30	33

资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

3.3.2 定位高端，连续两年单店收入在黄金珠宝品牌中排名第一

据弗若斯特沙利文，2022-2023 年，在中国所有黄金珠宝品牌中，公司单店收入连续两年排名第一。2020-2021 年，公司有 15 家同店，对应同店销售额由 2020 年的 7.25 亿元增长 30%至 2021 年的 9.42 亿元；2021-2022 年，公司有 18 家同店，对应的同店销售额由 2021 年的 11.07 亿元下滑 17.06%至 9.12 亿元，主要受公共卫生事件影响，公司短暂关闭部分门店；2022-2023 年，公司有 21 家同店，同店销售额由 10.04 亿元同比+115.4%至 21.63 亿元，与整体销售增长及业务表现一致。**2023 年，公司店均收入达 0.94 亿元，超越 2022 年店均收入的两倍。**

高端的门店选址为公司筛选出与品牌定位相符的高端消费者，优质的环境也为品牌调性背书，与顶级商业中心的双赢合作创造良性循环，助推增长。2023 年，公司位于北京 SKP 的两家门店产生的总收入为 3.36 亿元，实现每平方米月均收入 44.1 万元，与之对比，北京 SKP 购物中心在 2023 年每平方米月均销售额约 1.77 万元。公司预计在未来三年在一线及新一线城市开设约 10 家新门店（包括北京、上海、广州及深圳、郑州、西安、杭州及南京等），进一步巩固线下销售网络，提升渗透率，并将覆盖范围扩大到更广泛的客群，此外，计划在中国内地以外地区开设 5 家新门店，提升品牌知名度。

表14：2020-2023 年公司门店同店销售额及增长率

	2020 年	2021 年	2021 年	2022 年	2022 年	2023 年
同店数量 (家)	15			18		21
同店销售额 (亿元)	7.25	9.42	11.07	9.12	10.04	21.63
同店销售额增长率	30.0%			-17.6%		115.4%

资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院（注：同店指的是比较两年内均营业超过 300 天或比较六个月内营业均超 150 天的门店）

表15：公司门店按收入计的五大购物中心详情

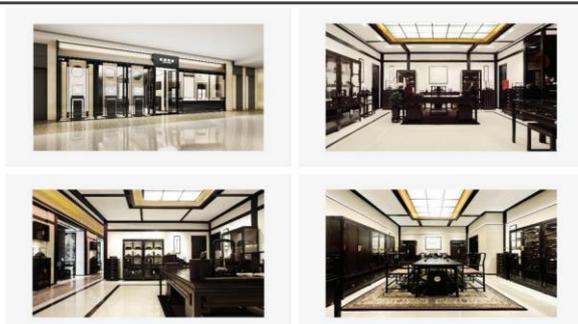
购物中心	开店日期	销售收入 (亿元)			每平方米收入 (万元)	
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年
北京 SKP	2017 年 7 月	1.16	1.76	1.40	3.36	528.7
南京德基	2018 年 8 月	0.63	0.78	0.85	2.57	238.9
沈阳万象城	2019 年 5 月	0.78	0.91	0.09	2.33	189.5
上海豫园挹秀楼	2022 年 1 月	-	-	0.53	2.27	140.4
西安 SKP	2018 年 5 月	0.73	1.06	1.05	1.90	310.6

资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

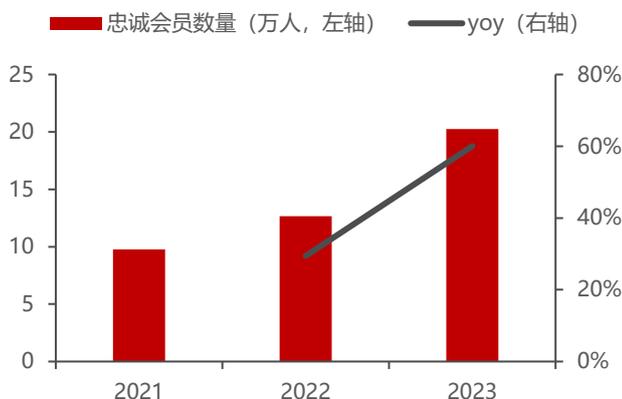
3.3.3 搭建特色主题场景，融合专业服务，建立忠实客户群体

老铺黄金通过线下店铺/专柜的主题化、沉浸式情景,配合相关主题产品,沿着现有“风尚、经典、雅趣”主题不断拓展,完善品牌结构,让消费者消费体验感更强烈、更深刻。经典温馨是核心价值的具体体现,采用“场景化模式”布置门店,展示老铺黄金的经典工艺和珠宝产品的文化内涵,为顾客提供沉浸式消费体验。运用中国古典书房的风格来展现中国古典文化的审美情趣,体现门店古朴典雅的气质,利用灯光、音乐、香味和花草等感官营销来舒缓顾客的情绪。彰显经典工艺和珠宝产品的文化内涵,确保能够向目标顾客传达品牌价值并推广品牌。

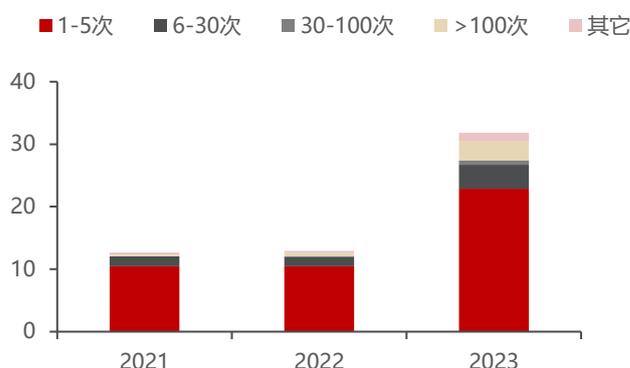
公司特设会员中心,旨在通过专业客户服务构建稳固的忠诚客户基础。顾客注册并完成首次购买后即成为公司的“忠诚会员”,享受包括终身免费基础护理在内的多项专属售后服务。会员折扣力度上,累计消费达人民币 30 万元及以上的会员,将享 5%的购物折扣优惠。截至 2021-2023 年末,公司的忠诚会员人数分别达到约 9.78 万人、12.66 万人及 20.26 万人。

图35：公司门店布置


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图36：2021-2023 年公司忠诚会员数量变化趋势


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图37：忠诚会员按购买频率划分的收入贡献 (亿元)


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院；(注：其他指向公司作出购买但未加入‘忠诚会员计划’的客户)。

3.3.4 线上线下黄金珠宝零售一体化，提供多渠道覆盖网络

公司采用线上线下珠宝零售一体化，结合线下门店和线上销售渠道。与此同时，线上销售渠道亦为顾客提供了通过互联网购买若干产品的便利，为所有线下和线上门店提供相同品质的客户服务，确保无论客户选择何种渠道，均能保证获得与核心品牌价值相同的产品品质和客户服务水平。

通过第三方平台天猫、京东及微信小程序等在线渠道对全国范围的消费者进行覆盖。为使消费者获得更便捷、多渠道的体验，迎合消费者不断变化的消费模式，公司通过在全国领先的电子商务平台（如京东及天猫）出售产品，消费者可以通过线上平台方便购买黄金产品。**2020-2023 年，公司在线上销售渠道产生收入分别占总收入的 10.5%、10.2%、13.0%与 11.4%。**

公司目前拥有两家旗舰店，分别在天猫和京东平台。公司直接经营网上旗舰店，并保留产品的所有权，直至客户确认收货。与此同时，公司还开发了微信小程序，以促进客户体验，提高线上销售额，顾客可在微信小程序即时联系销售人员。**公司通过线上和线下销售渠道提供一致的客户服务，随着线上业务的继续扩张，公司有望拓宽消费者覆盖范围，并在品牌与消费者之间建立长久联系。**

3.4 品牌影响力：保持高端定位，追求经典珠宝的永恒魅力

3.4.1 进驻高端商圈，实现双赢合作

凭借高级感的品牌调性以及现有门店优异的业绩表现，公司拥有强大的渠道拓展能力，使得品牌顺利入驻准入门槛严格的高端商业中心并获得优质铺位。据弗若斯特沙利文，截至 2024 年 4 月，公司涵盖了全国十大高端购物中心中的八家，该覆盖率在国内黄金珠宝品牌中排名第一，与顶级商业中心的共赢合作创造了良

性循环，助力品牌影响力的提升。

老铺黄金布局 SKP 与万象城，核心商圈合作策略强化品牌影响力。 在老铺黄金的店铺布局中，SKP 系商圈拥有 4 家门店（均与高奢珠宝品牌处在同一层），万象城系商圈设有 10 家门店，其中 9 家位于万象城，覆盖深圳、杭州、沈阳、厦门和天津，1 家位于深圳万象天地。老铺黄金在北京 SKP、深圳万象城、杭州万象城、沈阳万象城和厦门万象城五大核心商圈实施双店策略，大店聚焦高端大克重产品，小店则主打配饰与小摆件，形成差异化产品布局，强化品牌影响力与市场渗透力。

老铺黄金入驻 8 家年销售额超百亿商场，高端品牌圈强化其市场地位。 2023 年，已公开的销售超 100 亿的商场共 13 家，老铺黄金所入驻商场占其中 8 家，包括北京 SKP、南京德基广场、武汉武商 MALL 等，商场的业绩背书进一步凸显了老铺黄金的品牌实力与商业价值；并且老铺黄金店铺所处的商圈往往聚集了卡地亚、梵克雅宝、宝格丽、蒂芙尼等国际知名的重奢品牌，高端珠宝品牌的集群效应有利于提升老铺黄金的品牌形象、强化其市场定位的高端属性。

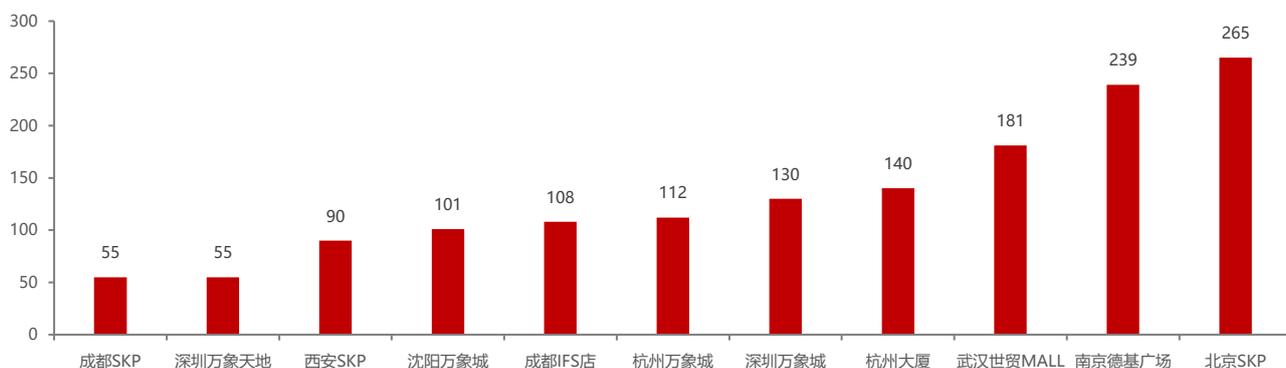
表16：老铺黄金门店信息（截至 24 年 6 月）

城市	店铺	地址	类型	所处商圈其他奢侈品分布
北京	北京 SKP 店	SKP 一层店 (北京朝阳区大望路 SKP 1 层 D1129 号)	联营	梵克雅宝 (1F)、蒂芙尼 (1F)、卡地亚 (1F)、宝格丽 (1F)
	北京 SKP 店	SKP 负一层店 (北京朝阳区大望路 SKP B1 层 B1133 号)	联营	-
	北京工美大厦店	北京王府井工美大厦一层	联营	-
	北京东方新天地店	北京王府井新天地 2 层 AA02&EE01F	直营	
	老铺点钻·东方新天地店	北京王府井新天地 2 层 AA01&EE01G	直营	卡地亚 (1F)
	北京东方新天地·会员中心	北京王府井新天地 2 层 AA06A&B	直营	
	王府井百货大楼店	北京市东城区王府井大街 253 号王府井百货大楼 1F 珠宝区	联营	卡地亚 (1F)
	中国大饭店国贸店	中国大饭店国贸一层	直营	卡地亚 (1F)
	中国大饭店旗舰店	中国大饭店大堂层	直营	-
	北京 DT51 店	北京市朝阳区北苑路 98 号 DT51 一层 A1002 号店铺	联营	梵克雅宝、蒂芙尼、卡地亚、宝格丽
北京王府中环店	北京王府井步行街王府中环 2 层 T0219-220 号	直营	蒂芙尼、宝格丽	
上海	上海豫园店	上海市豫园挹秀楼 1 层 BL3-1、2、3 号店铺	直营	-
广州	广州太古汇店	广州市天河区天河路 383 号广州太古汇商场裙楼地铁层 M24 号商铺	直营	梵克雅宝 (1F)、蒂芙尼 (1F)、卡地亚 (1F)、宝格丽 (1F)
深圳	深圳万象城店	万象城负一层店 (深圳罗湖区桂园街道华润万象城 B1 层 B51 号)	直营	梵克雅宝 (1F)、蒂芙尼 (1F)、卡地亚 (1F)、宝格丽 (1F)
	深圳万象城店	万象城负一层二店 (深圳罗湖区桂园街道华润万象城 B1 层 KB16 号)	直营	
	深圳万象天地店	深圳市南山区华润万象天地 LG 层 LG28 号店铺	直营	梵克雅宝、蒂芙尼、卡地亚、宝格丽

杭州	杭州万象城店	杭州市四季青街道富春路 701 号杭州万象城 B1 层 B125 号	直营	梵克雅宝 (IF)、蒂芙尼 (IF)、卡地亚 (IF)、宝格丽 (IF)
	杭州万象城 L2 层店	杭州市四季青街道富春路 701 号杭州万象城 L2 层 C15 号	直营	
南京	杭州大厦店	杭州市武林广场 1 号杭州大厦购物中心 B 座 4 层 B431	联营	梵克雅宝 (A 座 IF)、蒂芙尼 (B 座 IF)、卡地亚 (B 座 IF)、宝格丽 (B 座 IF)
	南京德基广场一期店	南京市中山路 18 号德基广场一期三层 L303	联营	宝格丽 (IF)
成都	南京德基广场二期店	南京市中山路 18 号德基广场二期三层 F305	联营	梵克雅宝 (IF)、卡地亚 (IF)、蒂芙尼 (IF)
	成都 SKP 店	老铺黄金边店 (成都市高新区天府大道北段 SKP 北馆 2 层 D2004-1 号店铺)	联营	梵克雅宝 (2F)、蒂芙尼 (2F)、卡地亚 (2F)、宝格丽 (2F)
西安	成都 IFS 店	成都市锦江区 IFS (国金中心) B1 层 LG162K	直营	梵克雅宝 (1F)、宝格丽 (1F)
	西安 SKP 店	西安市碑林区长安北路 261 号 SKP A1014-1	联营	梵克雅宝 (IF)、蒂芙尼 (IF)、卡地亚 (3F)、宝格丽 (IF)
沈阳	沈阳万象城店	万象城负一层店 (沈阳市和平区青年大街 288 号沈阳万象城 B1 层 B125)	直营	梵克雅宝(1F)、蒂芙尼(1F)、宝格丽(1F)
	沈阳万象城店	万象城 2F	直营	
武汉	武汉世贸广场店	武汉江汉区解放大道 686 号世贸广场一楼	联营	梵克雅宝(1F)、卡地亚(1F)、宝格丽(1F)
厦门	厦门万象城店	厦门华润中心万象城 3 层 L345 号商铺	直营	蒂芙尼、卡地亚(IF)、宝格丽(IF)
	厦门万象城精品店	厦门华润中心万象城 B1 层 B124 号商铺	直营	
澳门	澳门威尼斯人正门大堂店	澳门氹仔路氹金光大道望德圣母湾大马路威尼斯人购物中心一层 1008、009&1010 号店铺	直营	梵克雅宝、卡地亚、宝格丽
	澳门威尼斯人店	澳门氹仔路氹金光大道望德圣母湾大马路威尼斯人购物中心 3F 脸谱街 30	直营	
香港	香港广东道店	香港九龙尖沙咀广东道 30 号新港中心 G04-G05	直营	梵克雅宝、卡地亚、宝格丽
天津	天津万象城店	天津河西区乐园道天津万象城 L1-046 号	直营	蒂芙尼(IF)、卡地亚(1F)、宝格丽(1F)

资料来源：老铺黄金招股说明书，老铺黄金公司官网，高德地图，民生证券研究院；(其中：加粗为老铺黄金与奢侈品品牌同属一层的门店)

图38：老铺黄金门店所处部分商圈 2023 年销售额 (亿元)



资料来源：联商网，民生证券研究院

3.4.2 秉持高端定位，品牌影响力不断提升

公司基于古法传统工艺发挥创造力，加之高标准的设计和生产加工，使老铺黄金(Laopu Gold)在消费者中成为一个广受高净值人群认可和高度关注的品牌。根据胡润研究院于2023年3月发布的《2023 胡润至尚优品 - 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。

表17：高净值人群最青睐的十大珠宝品牌

最青睐的珠宝	
1	宝格丽
2	卡地亚
3	梵克雅宝
4	蒂芙尼
5	周大福
6	香奈儿
7	宝诗龙
8	伯爵
9	尚美巴黎
10	老铺黄金

资料来源：2023 胡润至尚优品，老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

4 未来看点：产品与渠道优势吸引高净值人群，探索古法金高奢品牌成长空间

我们认为老铺黄金的未来看点主要体现在：1) 乘古法黄金行业东风快速发展，凭自身影响力获取古法金市场更多份额；2) 自身产品与渠道优势吸引高净值人群，凭借高复购频次把握老客的强消费力。3) 展望未来增量空间：在高端商圈布局，单店具备较高的销售额天花板，对标海外奢侈品珠宝布局，开店方面仍有空间。

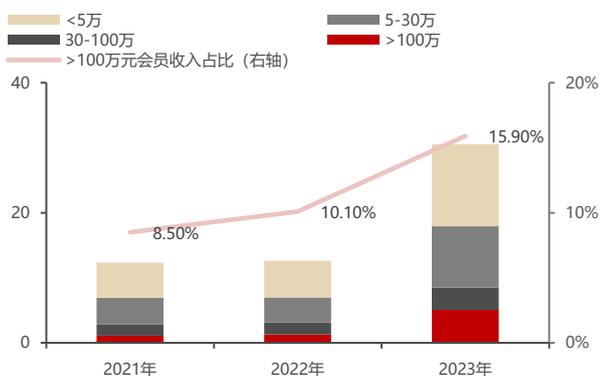
4.1 古法金市场增速快，老铺黄金市场份额有望持续提升

根据弗若斯特沙利文，2018-2023年，我国古法黄金珠宝市场规模增长迅速，由130亿元增至1573亿元，复合年增长率达64.6%，预计2023-2028年CAGR为21.8%，我国古法黄金珠宝市场规模将于2028年达4214亿元，领先于黄金珠宝其他品类增速。我们认为，老铺黄金凭借其产品、渠道优势及精准的品牌定位，在过往年份，拥有跑赢古法黄金珠宝行业的收入增速，实现了市场份额的快速扩张，其收入占我国古法黄金市场份额由2022年的1.3%提升至2023年的2.0%。鉴于老铺黄金在产品端与渠道布局及品牌定位上的显著优势，我们认为未来老铺黄金有望延续快速增长的趋势，进一步提升其在古法黄金领域的市场份额。

4.2 产品端：定位高净值人群，凭高复购频次把握强消费力

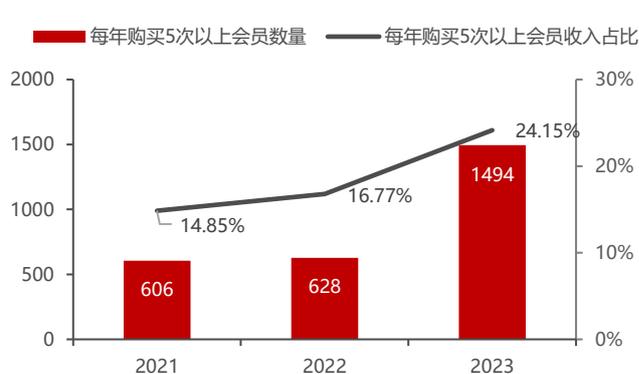
老铺黄金通过精准把握市场趋势，满足高净值消费者对文化、美学、保值增值及奢侈品属性的多元化需求，凭借高复购频次把握老客强消费力。2021-2023年，个人年购买金额超过100万元的忠诚会员贡献收入由8.5%提升至15.9%；每年购买次数大于五次的人数分别为606人、628人及1494人，且贡献收入占比由14.9%提至24.2%，进一步证明老铺黄金在维护老客户和促进复购率提升方面卓有成效；同时考虑到高净值群体具备较强消费韧性，老铺黄金未来市场增长空间值得期待。

图39：忠诚会员按年消费额划分的收入贡献（亿元）



资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院

图40：每年购买5次以上会员数量及其收入占比

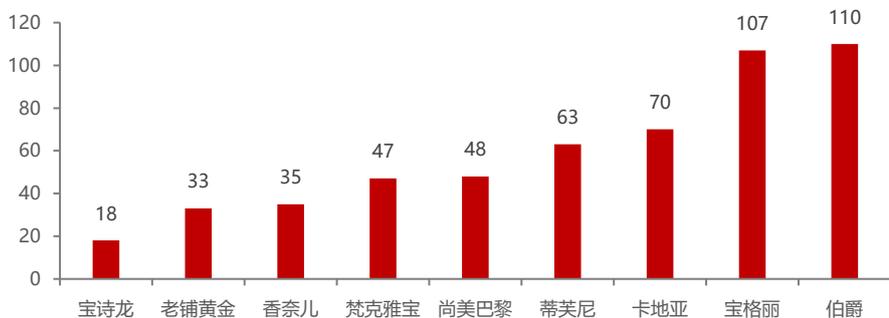


资料来源：老铺黄金公司招股书，民生证券研究院（注：考虑到公司目标客户通常具有较强的购买力，选择5次作为门槛，以反映大多数客户的整体消费习惯）

4.3 渠道端：对标海外奢侈品珠宝品牌，单店销售额与门店数量仍有增长空间

老铺黄金作为国内高端黄金珠宝品牌，其渠道布局与海外奢侈珠宝品牌相仿，均展现出门店数量精简与产品定价高端的特点。2023 年胡润榜单中高净值人群青睐的顶级珠宝品牌在中国市场的门店数量一般不超过一百家，且多采取自营模式开店。截至 2024 年 6 月，老铺黄金在中国拥有 33 家门店，产品主要定价范围在 1 至 25 万元之间，渠道布局和价格定位与海外奢侈珠宝品牌相似，高端定位凸显。

图41：2023 年胡润榜单高净值人群青睐的顶级珠宝品牌在中国地区门店数量



资料来源：各公司官网，公司公告，民生证券研究院；(统计时间截至 24 年 7 月；周大福为加盟及直营的模式，故未计入)

与宝格丽、卡地亚的现有渠道覆盖城市相比，老铺黄金门店数量仍有增长空间，国内多个一线及新一线城市尚未覆盖，且高端商圈发展潜力亟待挖掘。目前老铺黄金的自营门店已覆盖北京、上海、广州、深圳等 12 个一线及新一线城市，但在多个高端商圈仍存在市场空白。对比来看，与卡地亚、宝格丽相比，老铺黄金尚未覆盖的高端商圈涵盖我国新一线城市 8 个（如重庆、苏州、长沙、合肥等）、二线城市 11 个（如大连、长春、济南、贵阳、哈尔滨等）以及三线城市 3 个（乌鲁木齐、三亚、海口），总计 22 个城市。**覆盖城市及潜在高端商圈发展空间广阔，为老铺黄金进一步拓展市场、提升品牌影响力提供了契机。**

表18：与宝格丽、卡地亚相比，老铺黄金店铺尚未覆盖的城市

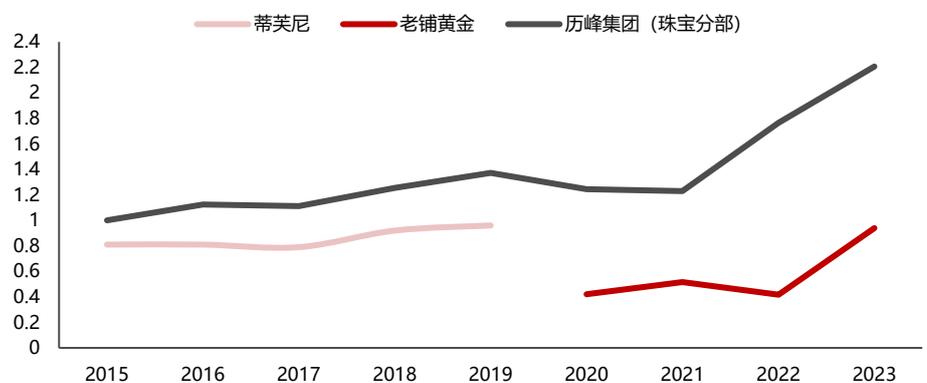
老铺黄金尚未覆盖的城市	
新一线城市	重庆、苏州、青岛、合肥、无锡、郑州、宁波、长沙
二线城市	大连、长春、济南、贵阳、石家庄、哈尔滨、太原、昆明、福州、南宁、南昌
三线城市	乌鲁木齐、三亚、海口

资料来源：宝格丽、卡地亚公司官网，老铺黄金招股说明书，民生证券研究院；(截至 24 年 6 月)

老铺黄金单店销售额逐年增长，但与国际知名珠宝品牌相比仍有增长空间。2023 年，老铺黄金的店均收入达 9390 万元，超过 2022 年的两倍（4023 万元），其位于北京 SKP 的两家门店总营收达 3.36 亿元，月坪效达 44 万元/㎡。一方面，

单店销售额领先于我国黄金珠宝品牌，据弗若斯特沙利文，2022-2023年，在我国所有黄金珠宝品牌中，老铺黄金连续两年单店营收排名第一；另一方面，与国际奢侈品品牌对比，老铺黄金的单店销售额仍存发展空间。其中，蒂芙尼的单店销售额由2015年的0.81亿元增至2019年的0.96亿元（其后并入LVMH集团，不单独披露数据），历峰集团（珠宝分部）的单店收入由2021年的1.23亿元增至2023年的2.21亿元，对比来看，老铺黄金23年单店销售额为0.94亿元，仍有增长空间。考虑到老铺黄金与蒂芙尼、梵克雅宝、卡地亚、宝格丽（其中，卡地亚和梵克雅宝属于历峰集团，蒂芙尼和宝格丽属于LVMH）等同属高端商圈布局，这些区域通常具有较高的消费能力和客户购买力，老铺黄金的门店创收能力有望通过品牌影响力深化及市场营销策略增强进一步提升。

图42：蒂芙尼、老铺黄金、历峰集团（珠宝分部）单店收入（亿元/店）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院；（注：自蒂芙尼2021年加入LVMH集团后，未再单独公布营收数据；汇率按照年度汇率换算）

5 盈利预测与估值分析

5.1 收入拆分与盈利预测

将公司的业务按产品分为足金黄金产品、足金镶嵌产品及其他产品(非黄金产品及售后服务)进行拆分,核心假设如下:

1) 足金黄金产品: 销量方面, 受益于黄金产品的高景气度与品牌知名度提升, 足金黄金产品的单店销量持续提升; 据公司招股书披露的门店扩张计划, 预计在未来三年在中国内地开设约 10 家自营门店, 其他地区开设约 5 家门店, 随单店销售额提升与门店数量扩张, 足金黄金产品销量有望维持较快增速, 预计 24-26 年, 足金黄金产品销量同比+58.4%、+18.4%、+13.0%。**单价方面,** 公司产品为按件计价, 但足金黄金产品整体价格变动幅度与国内金价变动趋同, 据上金所金价, 24H1, 沪金均价对比 23H1 同比增长约 20%, 受益于黄金价格增长, 24 年足金黄金产品单价提价趋势明显, 之后恢复稳定提价速度, 因此预计 24-26 年, 足金黄金产品单价分别同比+12.0%、+4.0%、+4.0%。综上, 预计 24-26 年, 足金黄金产品实现收入 24.74、30.47 与 35.82 亿元, 分别同比+77.4%、+23.2%与 +17.6%。**毛利率方面,** 23 年, 公司存货周转天数为 205 天, 存货以黄金原材料为主, 因此在今年上半年金价快速增长下, 存货存在增值预期, 对毛利率有一定增益作用, 预计 24-26 年, 足金黄金产品毛利率为 38.0%、38.1%、38.1%。

2) 足金镶嵌产品: 销量方面, 自公司 19Q4 推出金镶钻产品后, 足金镶嵌产品不断迭代创新, 在消费者中获得较大认可度, 以玫瑰花窗、太阳花等为代表的足金镶嵌产品销售情况较好, 热销产品带动销量持续提升, 因此预计随渠道扩张与知名度提升, 公司足金镶嵌产品有望维持较快增速, 预计 24-26 年, 足金镶嵌产品销量分别同比+63.2%、+19.6%、+12.0%。**单价方面,** 从过往年份公司足金镶嵌产品的价格走势看, 其较国内金价增幅更快, 且存在稳定的产品提价逻辑, 故我们给予其单价较金价增幅更快的提升速度, 预计 24-26 年, 足金镶嵌产品单价分别同比+16.0%、+5.0%、+5.0%。预计 24-26 年, 公司足金镶嵌产品实现营收 33.71、42.32、49.76 亿元, 分别同比+89.3%、+25.6%、+17.5%。**毛利率方面,** 公司的足金镶嵌产品毛利率整体呈提升趋势, 主要受益于品牌知名度提升、足金镶嵌产品凭工艺与产品创新等能力存在更多溢价, 预计 24-26 年, 毛利率为 46.0%、46.3%与 46.4%。

3) 其他: 其他收入主要为非黄金产品及售后服务的相关收入, 预计收入增速保持稳定在 5%, 24-26 年实现收入 0.05、0.05 与 0.05 亿元; 毛利率维持在 40%。

综上所述, 预计 24-26 年, 公司实现营收 58.49、72.85、85.63 亿元, 分别同比+84.0%、+24.5%、+17.5%, 毛利率分别为 42.6%、42.9%与 42.9%。

表19：收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1264.60	1294.22	3179.56	5849.42	7284.80	8563.23
yoy	41.2%	2.3%	145.7%	84.0%	24.5%	17.5%
毛利率	41.2%	41.9%	41.9%	42.6%	42.9%	42.9%
足金黄金产品						
营业收入	655.38	661.00	1394.28	2473.57	3047.00	3582.38
yoy	19.6%	0.9%	110.9%	77.4%	23.2%	17.6%
销量 (kg)	1161.00	1133.00	2199.00	3483.22	4125.68	4664.03
yoy	-	-2.4%	94.1%	58.4%	18.4%	13.0%
单价 (元/克)	564	583	634	710	739	768
yoy	-	3.4%	8.7%	12.0%	4.0%	4.0%
毛利率	37.9%	38.0%	36.9%	38.0%	38.1%	38.1%
足金镶嵌产品						
营业收入	603.06	629.53	1780.66	3371.00	4232.71	4975.50
yoy	74.8%	4.4%	182.9%	89.3%	25.6%	17.5%
销量 (kg)	840.00	807.00	1982.00	3234.62	3868.07	4330.35
yoy	-	-3.9%	145.6%	63.2%	19.6%	12.0%
单价 (元/克)	718	780	898	1042	1094	1149
yoy	-	8.66%	15.17%	16.00%	5.00%	5.00%
毛利率	44.6%	45.9%	45.8%	46.0%	46.3%	46.4%
其他						
营业收入	6.62	3.69	4.62	4.86	5.10	5.35
yoy	155.3%	-44.2%	25.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	47.0%	49.3%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：老铺黄金招股说明书，民生证券研究院预测

费用率假设：

1) 销售费率：公司的销售及分销开支中主要构成为员工成本、购物中心及平台佣金费用、折旧及摊销，随新开门店数量增加，整体保持逐年提升趋势，随销售收入快速增长，销售费率存在摊薄，预计 24-26 年销售费率保持逐年递减趋势，分别为 14.51%、14.48%、14.47%。

2) 管理费率：行政开支主要由员工成本、专业服务费等构成，随收入提升对费用的摊薄以及公司管理效率持续提升带动费率下行，预计 24-26 年，公司管理费率分别为 5.03%、5.00%与 4.95%。

3) 研发费率：2021-2022 年，公司研发费率保持在 0.66%-0.67%，公司注重生产研发，保持对研发的稳定投入，预计 24-26 年，研发费率分别为 0.50%/0.60%/0.60%。

4) 财务费率：因募集资金的利息收入，预计 24-26 年，财务费率分别为 0.15%、-0.09%与-0.13%。

表20：公司费用率水平

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费率	20.75%	22.96%	18.29%	14.51%	14.48%	14.47%
管理费率	7.05%	7.27%	5.29%	5.03%	5.00%	4.95%
研发费率	0.67%	0.66%	0.34%	0.50%	0.60%	0.60%
财务费率	0.92%	1.31%	0.57%	0.15%	-0.09%	-0.13%

资料来源：老铺黄金招股说明书，iFinD，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

5.2.1 估值分析

在可比公司的选择上，考虑同为黄金珠宝相关企业，我们选取港股及 A 股上市的我国黄金珠宝企业周大福、老凤祥、中国黄金，产品结构均以黄金产品与镶嵌产品为主，且受到黄金的景气度影响较大，产品结构与老铺黄金具备较大相似性，8月6日收盘价对应可比公司 25 年 PEG 均值为 0.79x，老铺黄金为 0.44x，公司估值低于可比公司均值，老铺黄金仍处在门店扩张期，且产品定位高端，具备较快成长性，从渠道和产品方面，具备估值优势。

表21：可比公司 PEG 数据对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)			PE (倍)			24-26 年 CAGR	PEG 25E
			24E	25E	26E	24E	25E	26E		
1929.HK	周大福	6.59	0.65	0.71	0.78	9	9	8	9.5%	0.89
600612.SH	老凤祥	49.84	4.94	5.66	6.36	10	9	8	13.5%	0.65
600916.SH	中国黄金	8.78	0.69	0.79	0.89	13	11	10	13.6%	0.82
可比公司均值						11	9	8	-	0.79
6181.HK	老铺黄金	77.80	5.95	7.48	8.81	12	10	8	21.7%	0.44

资料来源：iFinD，Wind，民生证券研究院预测；(其中，可比公司 EPS 为 Wind 一致预期；周大福为 FY25-FY27 财年数据；周大福、老铺黄金收盘价为港元，汇率为 1HKD=0.92RMB，收盘价为 2024 年 8 月 6 日)

5.2.2 投资建议

老铺黄金产品定位高端，吸引高净值人群消费且复购率存在提升趋势，在高端商圈布局，单店销售额与开店数量仍有增长空间，预计 24-26 年实现营收 58.49、72.85 与 85.63 亿元，分别同比+84.0%、+24.5%、+17.5%，实现归母净利润 10.01、12.59 与 14.84 亿元，分别同比+140.5%、+25.7%与+17.9%，8月6日收盘价对应 PE 分别为 12、10 与 8x，**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

6 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险: 公司经营所在行业竞争十分激烈, 倘无法有效竞争, 公司的销售额、盈利能力及增长前景可能受到重大不利影响。竞争对手可能拥有更高品牌知名度或更多财务资源, 且可能更快地对新兴市场趋势做出反应。在市场中与其他珠宝首饰品牌竞争可能会导致资本投资、营销及其他支出增加, 或妨碍公司提高价格以收回增加的成本, 导致利润下降或失去市场份额。若公司无法有效地与竞争对手竞争, 则业务、经营业绩、财务状况及增长前景可能会受到重大不利影响。

2) 黄金价格波动或供应短缺的风险: 公司产品以黄金为原材料, 采购额构成销售成本最大的份额, 且原材料 (主要包括黄金) 价格倘有大幅波动, 可能对公司的业务、经营业绩及财务状况造成重大影响。公司的绝大多数原材料为可通过不同的渠道获取的商品, 倘若产品所需之若干原材料的 (i) 供应; (ii) 采购渠道; 或 (iii) 采购成本受到不利影响 (如由于有关原材料的供应商数目减少, 或不因供应短缺、失去供应合约、竞争对手的需求增加或全球市价波动所导致之有关原材料的整体供应减少), 公司的采购价或会增加, 亦可能无法购得有关原材料。

3) 募投项目进展不及预期的风险: 公司募集资金主要用于老铺黄金实体店营销网络建设项目, 线上营销与信息化系统建设项目以及品牌形象升级项目。若募投项目进展不及预期, 则市场份额、销售额及盈利能力可能受到不利影响。

4) 股价大幅波动的风险: 公司自 24 年 6 月 28 日上市, 存在新股上市效应, 如业绩不及投资者预期等, 或存在流动性较弱或者股价大幅度波动的风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)					利润表 (百万人民币)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,776	3,980	4,886	5,883	营业收入	3,180	5,849	7,285	8,563
现金及现金等价物	70	1,308	1,713	2,324	其他收入	1	15	12	5
应收账款及票据	376	422	506	571	营业成本	1,848	3,357	4,162	4,888
存货	1,268	2,145	2,544	2,851	销售费用	579	849	1,055	1,239
其他	62	105	124	137	管理费用	168	294	364	424
非流动资产合计	383	407	427	445	研发费用	11	26	44	51
固定资产	58	62	67	75	财务费用	18	9	-6	-11
商誉及无形资产	255	275	290	300	权益性投资损益	0	0	0	0
其他	70	70	70	70	其他损益	-4	-4	-11	-12
资产合计	2,159	4,387	5,313	6,328	除税前利润	553	1,326	1,667	1,965
流动负债合计	474	671	790	888	所得税	137	325	408	482
短期借贷	128	128	128	128	净利润	416	1,001	1,259	1,484
应付账款及票据	58	23	28	33	少数股东损益	0	0	0	0
其他	289	521	634	728	归属母公司净利润	416	1,001	1,259	1,484
非流动负债合计	169	169	169	169	EBIT	571	1,335	1,661	1,954
长期借贷	0	0	0	0	EBITDA	691	1,461	1,796	2,096
其他	169	169	169	169	EPS (元)	2.47	5.95	7.48	8.81
负债合计	643	840	958	1,057					
普通股股本	143	168	168	168	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	1,373	3,379	4,186	5,102	成长能力(%)				
归属母公司股东权益	1,515	3,547	4,354	5,271	营业收入	145.67	83.97	24.54	17.55
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	340.40	140.50	25.72	17.89
股东权益合计	1,515	3,547	4,354	5,271	盈利能力(%)				
负债和股东权益合计	2,159	4,387	5,313	6,328	毛利率	41.89	42.61	42.87	42.92
					净利率	13.09	17.12	17.28	17.33
					ROE	27.47	28.23	28.91	28.15
					ROIC	26.15	27.42	27.98	27.33
					偿债能力				
					资产负债率(%)	29.79	19.15	18.04	16.71
					净负债比率(%)	3.82	-33.27	-36.40	-41.67
					流动比率	3.75	5.93	6.19	6.62
					速动比率	1.07	2.74	2.97	3.41
					营运能力				
					总资产周转率	1.84	1.79	1.50	1.47
					应收账款周转率	13.34	14.65	15.69	15.91
					应付账款周转率	58.87	83.59	164.39	161.04
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.47	5.95	7.48	8.81
					每股经营现金流	-0.17	2.18	6.06	8.01
					每股净资产	9.00	21.07	25.86	31.30
					估值比率				
					P/E	29	12	10	8
					P/B	8.0	3.4	2.8	2.3
					EV/EBITDA	17.52	8.29	6.74	5.78

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 27 日)	4
图 3: 2017-2023 年公司营业收入 (亿元) 及 yoy	6
图 4: 2020 -2023 年各产品占营业收入比例	6
图 5: 2023 年不同售价范围划分的黄金产品收入占比	6
图 6: 2017-2023 年公司各渠道占营业收入比例	6
图 7: 2020-2023 年公司分产品毛利率	7
图 8: 2017-2023 年公司分渠道毛利率	7
图 9: 2017-2023 年公司与同行业公司毛利率	7
图 10: 2017-2023 年公司与同行业公司净利率	7
图 11: 2017-2023 年公司销售费用及销售费用率	8
图 12: 2020-2023 年公司销售费用结构	8
图 13: 2017-2023 年管理费用及其占营业收入比率	8
图 14: 2020-2023 年公司管理费用结构	8
图 15: 2017-2023 年公司研发费用及占营业收入比率	9
图 16: 2020-2023 年公司研发费用结构	9
图 17: 2017-2023 年公司归母净利润 (亿元) 及同比增速	9
图 18: 2017-2023 年公司归母净利率	9
图 19: 主营业务经营模式	11
图 20: 2018-2028E 中国珠宝市场按销售收入划分的市场规模	14
图 21: 中国黄金珠宝市场按黄金纯度划分的市场规模及足金珠宝市场规模占比	14
图 22: 中国足金珠宝市场按加工技术划分市场规模 (亿元)	15
图 23: 2018-2028 年我国古法黄金珠宝市场规模及增速	15
图 24: 2023 年中国古法黄金珠宝市场主要参与者的竞争格局	16
图 25: 公司产品设计及研发流程	17
图 26: 2017-2023 年公司研发支出变化趋势	17
图 27: 2023 年公司研发支出结构	17
图 28: 迭代产品及新推出产品的收入变化趋势	17
图 29: 老铺黄金产品的内部生产流程	18
图 30: 老铺黄金产品的外包生产流程	18
图 31: 公司主营业务经营模式流程图	19
图 32: 老铺黄金生产工艺	20
图 33: 老铺黄金产品矩阵	20
图 34: 2023 年不同售价范围划分的黄金产品收入占比	21
图 35: 公司门店布置	24
图 36: 2021-2023 年公司忠诚会员数量变化趋势	25
图 37: 忠诚会员按购买频率划分的收入贡献 (亿元)	25
图 38: 老铺黄金门店所处部分商圈 2023 年销售额 (亿元)	27
图 39: 忠诚会员按年消费额划分的收入贡献 (亿元)	29
图 40: 每年购买 5 次以上会员数量及其收入占比	29
图 41: 2023 年胡润榜单高净值人群青睐的顶级珠宝品牌在中国地区门店数量	30
图 42: 蒂芙尼、老铺黄金、历峰集团 (珠宝分部) 单店收入 (亿元/店)	31

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 高管团队及简介	5
表 2: 公司主要产品	10
表 3: 2020-2023 年产能 (千克) 及产能利用率	11
表 4: 2017-2023 年自产数量及委外数量占比	11

表 5: 2020-2023 年按渠道划分的收入结构 (百万元)	12
表 6: 2020 年-2024 年 6 月门店总数及开闭店情况 (家)	12
表 7: 募资用途及资金投入 (百万港元)	13
表 8: 中国珠宝市场按材料划分的市场规模及复合年增长率 (单位: 亿元)	14
表 9: 主要珠宝品牌在中国十大高端购物中心的覆盖率 (截至 24 年 4 月)	16
表 10: 2023 年公司五大供应商基本信息.....	19
表 11: 老铺黄金与蒂芙尼产品对比	22
表 12: 2020-2023 年公司按渠道划分收入 (亿元)	23
表 13: 公司按地理位置划分门店明细	23
表 14: 2020-2023 年公司门店同店销售额及增长率.....	24
表 15: 公司门店按收入计的五大购物中心详情.....	24
表 16: 老铺黄金门店信息 (截至 24 年 6 月)	26
表 17: 高净值人群最青睐的十大珠宝品牌	28
表 18: 与宝格丽、卡地亚相比, 老铺黄金店铺尚未覆盖的城市	30
表 19: 收入拆分与盈利预测	33
表 20: 公司费用率水平	34
表 21: 可比公司 PEG 数据对比	34
公司财务报表数据预测汇总	36

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026