



老铺黄金 (06181.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

产品驱动型古法黄金引领者，高定位、

高盈利、强品牌

投资逻辑

- **产品品牌驱动型公司，具备高毛利、高净利特性。** 盈利模式更接近国际高端珠宝公司，ROE 主要受净利率驱动。专注古法黄金，高端定位+差异化产品+品牌势能释放，23 年收入/归母净利润同比+146%/+340%，同店同比+115.4%，毛利率 40%+，净利率同比+5.8PCT 至 13.1%，ROE 提升至 27.5%。公司预告 1H24 净利润 5.5-6 亿元、同比增 180%-205%。全球经济不确定性+避险需求+美联储降息预期支撑，H1 金价累计涨 16%+。
- **乘古法黄金风潮，品牌印记类产品打造差异化。** 1) 古法黄金凭借吉祥文化意义和美学设计持续景气，据沙利文，23 年我国市场规模 1573 亿元，18-23 年 CAGR 64.6%，预计 23-28 年 CAGR 21.8% (显著高于普通/硬金)；2) 高工艺/优设计的品牌印记类点钻、金胎烧蓝等产品持续出圈，拉动同店高增。
- **高端渠道匹配品牌调性，单店提效&拓店具备空间。** 1) 主要进驻一线/新一线城市高端购物中心，23 年底门店 30 家，计划 24-26 年新开 15 家 (其中港澳及海外 5 家)；2) 单店靓丽：23 年店均年收入近亿元、高于同业 (周大福/周生生/老凤祥直营店店均年收入在 1500-2200 万元)，低于蒂芙尼 (2019 年中国区店均年收入约 1.6 亿元)；3) 拓店有空间，参考国际奢牌宝格丽/卡地亚/蒂芙尼大陆及港澳开店 85/64/56 家。
- **品牌认知度迅速提升，长期势能犹可期。** 高端客群占主导，会员迅速扩张驱动增长，据招股书，23 年客单 5-30 万收入占比 30%、忠诚会员 9.3 万人 (同比+131%)。公司产品兼备保值&高端消费属性，望持续承接高端客群悦己&送礼&收藏需求。
- 公司 6.28 日登陆港交所，发行价为每股 40.5 港元，募集资金净额约为 8.27 亿港元，用途主要围绕拓展销售网络、强化营销、提升自动化及信息化、加强研发能力等方面展开。

盈利预测、估值和评级

- 预计 24-26 年公司归母净利润 9.64/12.54/15.53 亿元、同比 +132%/+30%/+24%，对应 PE 13/10/8 倍，考虑高端属性+更优成长性，给予公司 24 年 15 倍 PE，目标价 93.44 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

金价大幅波动；开店/同店动销不及预期；行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师：罗晓婷 (执业 S1130520120001)

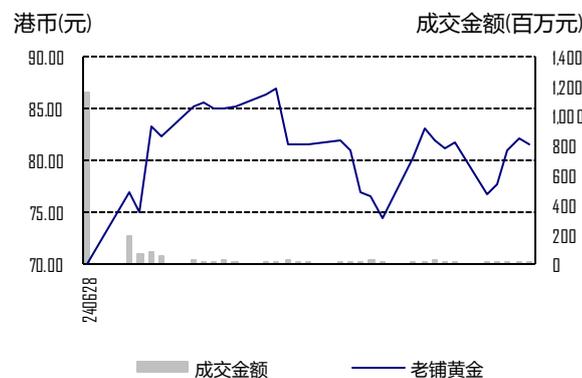
luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (港币)：81.500 元

目标价 (港币)：93.44 元



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,294	3,180	6,261	8,166	9,972
营业收入增长率	2.34%	145.67%	96.91%	30.43%	22.12%
归母净利润(百万元)	95	416	964	1,254	1,553
归母净利润增长率	-16.99%	340.40%	131.58%	30.04%	23.85%
摊薄每股收益(元)	0.56	2.47	5.73	7.45	9.22
每股经营性现金流净额	0.88	-0.17	-0.29	3.24	5.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.87%	27.47%	29.68%	27.86%	25.65%
P/E	-	-	13.08	10.06	8.12
P/B	-	-	4.22	3.05	2.27

来源：公司年报、国金证券研究所 (注：1) 股价更新至 2023 年 8 月 10 日；2) 汇率取 1 港币=0.9192 人民币)



内容目录

1、产品品牌驱动型公司，具备高毛利、高净利特性.....	4
1.1、从 ROE 角度拆解盈利模式.....	4
1.2、聚焦高景气古法黄金赛道，高端定位+差异化产品+品牌势能释放 23 年来跑出业绩 α	5
1.3、一口价模式溢价更优，调价+产品结构优化平滑金价上涨影响.....	6
1.4、募集资金用途及股权结构.....	9
2、乘古法黄金风潮，品牌印记类产品打造差异化.....	10
2.1、产品根植古法黄金工艺，兼备文化内涵、设计感和差异化.....	10
2.2、品牌印记类产品逐步出圈.....	13
3、高端渠道匹配品牌调性，店效及拓店具备空间.....	13
3.1、全自营模式、只进驻高端商场，单店靓丽.....	13
3.2、对标国际珠宝奢牌、拓店仍有翻倍空间.....	15
4、品牌认知度迅速提升，长期势能犹可期.....	16
5、盈利预测与估值.....	17
5.1、盈利预测.....	17
5.2、可比公司估值.....	19
6、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：公司系产品品牌驱动型.....	4
图表 2：不同类型公司财务表现及产品结构.....	4
图表 3：老铺黄金 23 年 ROE 显著提升至 27.5%、领跑行业.....	4
图表 4：公司存货周转 23 年明显加快.....	5
图表 5：公司 20-23 年权益乘数稳定在 1.5 左右.....	5
图表 6：受益古法黄金产品高景气+规模效应，23 年公司净利率显著提升.....	5
图表 7：23 年公司总资产周转率加快.....	5
图表 8：蒂芙尼 ROE 长期在 15%-20% 区间波动.....	5
图表 9：2023 年公司营收同比+146%、领跑行业.....	6
图表 10：2023 年公司归母净利润同比+340%、领跑行业.....	6
图表 11：23 年业绩主要受同店增长驱动.....	6
图表 12：公司 2018 和 2022 年开店速度较快（单位：家）.....	6
图表 13：黄金珠宝公司综合毛利率高低取决于产品定位、渠道结构、产品结构.....	6
图表 14：老铺黄金毛利率高于同业.....	7
图表 15：国际高端珠宝公司蒂芙尼毛利率长期在 55%-65%.....	7



图表 16:	一口价模式是国际高端珠宝普遍采用的定价模式	8
图表 17:	21-23 年公司毛利率对金价波动敏感度较小	8
图表 18:	产品结构优化, 高毛利足金镶嵌产品占比提升	8
图表 19:	公司足金镶嵌产品毛利率更高	8
图表 20:	公司足金镶嵌产品溢价更高 (单位: 元/g)	8
图表 21:	15 年至今金价走势	9
图表 22:	募集资金用途	9
图表 23:	公司限售股解禁计划	10
图表 24:	中国古法金工艺发展历史	11
图表 25:	2023 年我国古法黄金珠宝市场规模 1573 亿元、18-23 年复合增速 64.6%	11
图表 26:	古法黄金珠宝增速领跑足金珠宝市场, 预计 2028 年市场规模增长至 4214 亿元、23-28 年复合增速 22%	11
图表 27:	2023 年老铺黄金在中国古法黄金珠宝市场及黄金珠宝市场的份额分别为 2.0%	12
图表 28:	公司足金镶嵌产品增速高于足金黄金产品	12
图表 29:	公司足金黄金产品	12
图表 30:	公司足金镶嵌产品	12
图表 31:	定价范围在 1-5 万元产品贡献 55%+收入	13
图表 32:	公司点钻、金胎烧蓝等产品具有一定差异化, 单克溢价更高	13
图表 33:	公司门店主要覆盖一线&新一线城市高端购物中心 (单位: 家)	14
图表 34:	公司门店在中国十大高端购物中心的覆盖率为 80%	14
图表 35:	公司店均收入优于同业直营店	14
图表 36:	蒂芙尼 2019 年中国区店均收入	14
图表 37:	2023 年按公司于各购物中心的门店收入计的五大购物中心收入及占总收入百分比、每平方米收入	15
图表 38:	高端珠宝品牌在中国线下门店	15
图表 39:	公司未来 3 年计划开设的门店数量	15
图表 40:	20-23 年开店 18 家店、关店 6 家、净开店 12 家	15
图表 41:	投资回报周期短	15
图表 42:	高净值人群收入贡献占比高	16
图表 43:	公司 23 年忠诚会员数提升至 9.3 万人、同比+131%	16
图表 44:	2024 年高净值女性群体赠送礼物的首选品类为珠宝	16
图表 45:	2023 年、2024 年连续 2 年进入胡润榜——中国高净值人群最青睐珠宝品牌 TOP10	17
图表 46:	公司盈利预测 (单位: 百万元)	18
图表 47:	公司销售费用率预测	19
图表 48:	可比公司估值	20

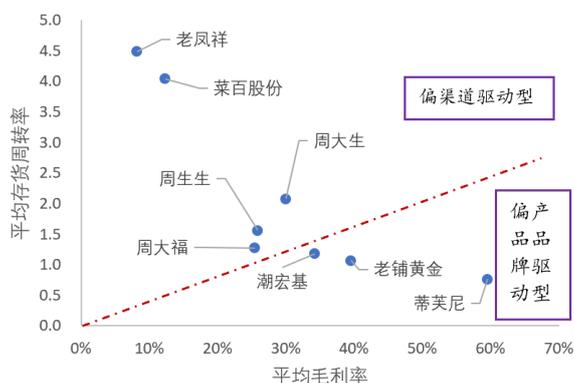


1、产品品牌驱动型公司，具备高毛利、高净利特性

1.1、从 ROE 角度拆解盈利模式

黄金珠宝公司大致可分为偏渠道驱动型和偏产品品牌驱动型两类，偏渠道驱动型公司高 ROE 核心来自高周转，产品差异化不强，受行业 β 影响较大；偏产品品牌驱动型公司高 ROE 核心来自高产品附加值（往往具备高毛利特性），更注重品牌印记类产品打造，有望跑出 α 。

图表1：公司系产品品牌驱动型



图表2：不同类型公司财务表现及产品结构

公司类型	财务表现		产品结构
	毛利率	存货周转率	
偏渠道驱动型公司	相对较低	相对较快	投资类黄金、普货产品占比较高
偏产品品牌驱动型公司	相对较高	相对较慢	差异化、设计感产品占比较高

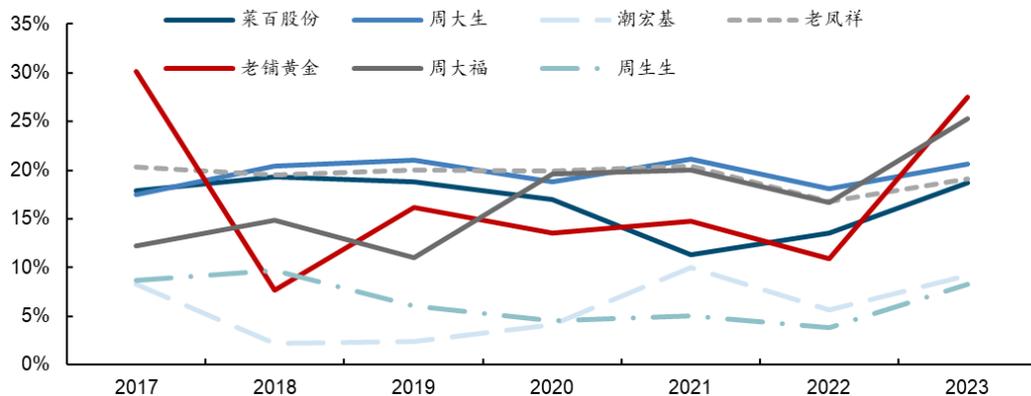
来源：同花顺，国金证券研究所（注：蒂芙尼平均毛利率与平均存货周转率取 FY2008-FY2020 均值，周大福取 FY2018-FY2024 均值，其他公司取 2017-2023 年均值）

来源：国金证券研究所

公司 18-22 年 ROE 在 10%-20% 区间波动，位于行业中段；23 年 ROE 显著提升至 27.5%、领跑同业，核心原因是古法黄金产品高景气叠加规模效应带来净利率提升、存货周转加快。

- 销售净利率：高端定位带来高溢价和高盈利，表现为高毛利率、高净利率。古法黄金产品高景气拉动收入高速增长、规模效应显现摊薄销售及管理费用，23 年净利率同比 +5.8PCT 至 13.1%。
- 总资产周转率：全自营运营线下门店，更加受益黄金产品景气度提升。23 年终端销售旺盛、周转速度加快，存货周转率由 22 年的 0.95 提升至 1.78（高于潮宏基/周大福/周大生），总资产周转率由 22 年的 1.05 提升至 1.84。
- 权益乘数：20-23 年稳定在 1.5 左右，低于同业。

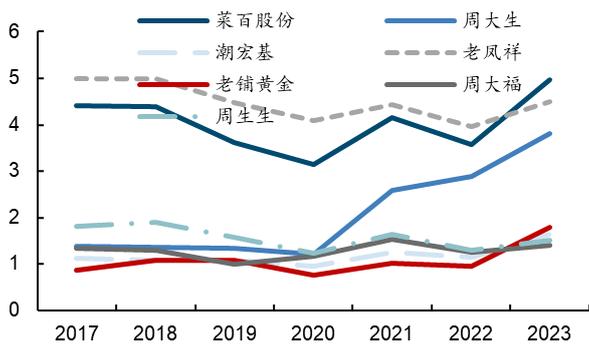
图表3：老铺黄金 23 年 ROE 显著提升至 27.5%、领跑行业



来源：同花顺，国金证券研究所（注：周大福取财年数据，如 2023 年取 FY24 财年数据，下同）

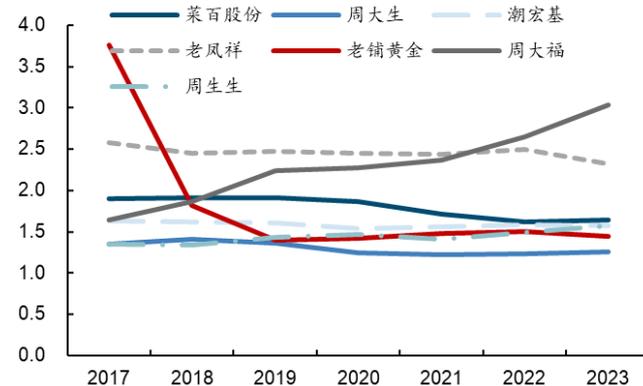


图表4: 公司存货周转 23 年明显加快



来源: 同花顺, 国金证券研究所

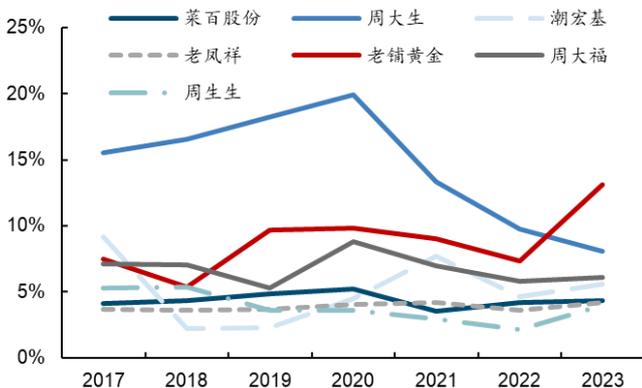
图表5: 公司 20-23 年权益乘数稳定在 1.5 左右



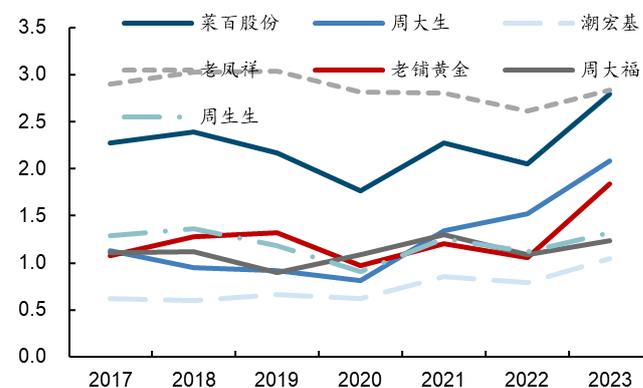
来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表6: 受益古法黄金产品高景气+规模效应, 23 年公司净利率显著提升

图表7: 23 年公司总资产周转率加快



来源: 同花顺, 国金证券研究所



来源: 同花顺, 国金证券研究所

公司盈利模式更接近国际高端珠宝公司, ROE 主要受净利率驱动。以蒂芙尼为例, 2008-2020 财年 ROE 稳定在 15%-20% 区间, 总资产周转率在 0.8-0.9, 权益乘数在 1.6-2.0, 净利率普遍在 10%+, 但个别年份有所波动。

图表8: 蒂芙尼 ROE 长期在 15%-20% 区间波动

指标	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
ROE	17.7%	13.3%	15.3%	18.1%	19.4%	16.8%	6.8%	17.4%	16.2%	15.1%	11.9%	18.5%	16.8%
销售净利率	10.3%	7.7%	9.8%	11.9%	12.1%	11.0%	4.5%	11.4%	11.3%	11.2%	8.9%	13.2%	12.2%
总资产周转率(次)	1.02	0.94	0.82	0.85	0.92	0.86	0.86	0.86	0.8	0.78	0.79	0.82	0.74
权益乘数	1.68	1.85	1.9	1.78	1.74	1.78	1.76	1.79	1.79	1.72	1.69	1.7	1.86

来源: 同花顺, 国金证券研究所

1.2、聚焦高景气古法黄金赛道, 高端定位+差异化产品+品牌势能释放 23 年来跑出业绩 a

老铺黄金品牌最早可追溯到 2009 年, 2016 年正式独立于金色宝藏公司、聚焦古法黄金赛道, 2017 年门店数量 8 家, 2018-2023 年收入增速基本位于行业前列。

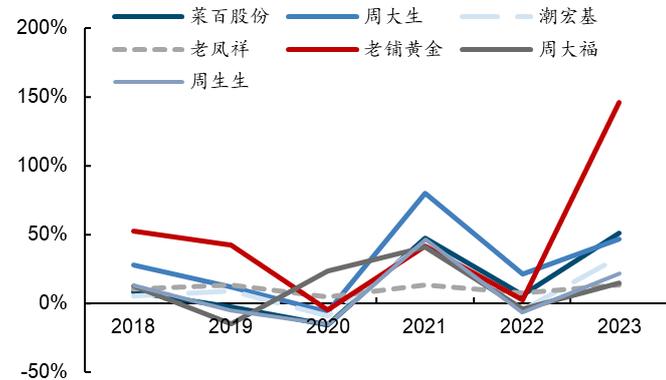
23 年营收同比+146%/归母净利润同比+340%、同店增长驱动业绩爆发, 我们认为主要系 1) 卡位高景气古法黄金赛道: 23 年金价上行(据上海黄金交易所 9999 金价格同比+15%)驱动黄金产品消费旺盛, 其中兼具文化内涵&现代审美的古法金增速尤为亮眼(据沙利文数据 2023 年我国古法黄金珠宝市场规模同增 62%、而同期金银珠宝类社零增速 13.3%); 2) 坚持高端定位、打造差异化产品, 23 年品牌势能释放, 同店高增(同比+115.4%); 3) 全自营模式下规模效应显现: 23 年销售费用率同比-4.7PCT, 管理费用率同比-2PCT, 带动净利率提升 5.8PCT 至 13.1%。

公司预告 1H24 净利润 5.5-6 亿元、同比增 180%-205%, 主要系 1) 新增 6 家门店, 扩容 1

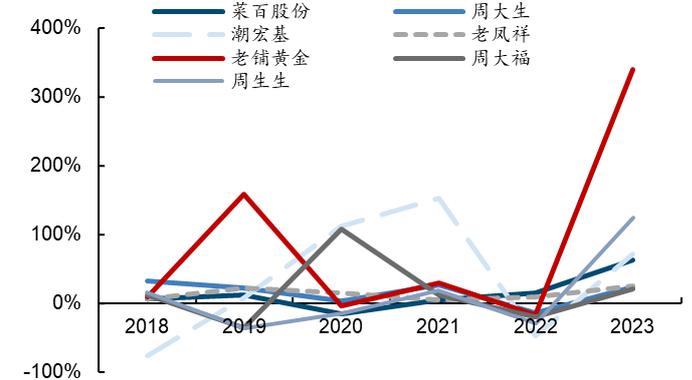


家；2) 随品牌影响力持续扩大，同店继续高增；3) 产品不断优化升级、推陈出新；4) 上海黄金交易所 Au9999 收盘价均价 1H24 同比+20%。

图表9: 2023 年公司营收同比+146%、领跑行业



图表10: 2023 年公司归母净利润同比+340%、领跑行业



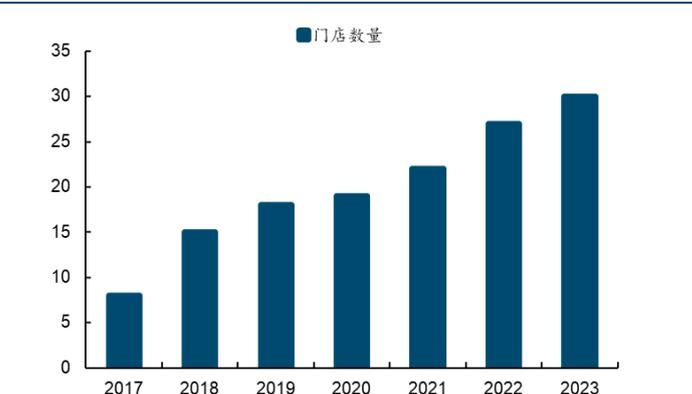
来源: 同花顺, 国金证券研究所

来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表11: 23 年业绩主要受同店增长驱动

年度	20	21	21	22	22	23
同店数量		15		18		21
同店销售 额增长率		30%		-17.6%		115.4%

图表12: 公司 2018 和 2022 年开店速度较快 (单位: 家)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.3、一口价模式溢价更优，调价+产品结构优化平滑金价上涨影响

黄金珠宝公司综合毛利率高低取决于产品定位、渠道结构、产品结构。自营模式毛利率高于经销模式，工艺更为精密复杂、设计更为精美的古法黄金毛利率高于其他黄金产品，高端定位往往带来高溢价、毛利率通常更高。

图表13: 黄金珠宝公司综合毛利率高低取决于产品定位、渠道结构、产品结构

公司	渠道结构		产品结构 (23 年)	生产模式
	门店 (23 年底)	收入占比 (23 年)		
菜百股份	直营门店: 87 家	直销模式占比 100%	黄金饰品占比 37.24% 贵金属投资产品占比 53.71% 贵金属文化产品占比 6.71% 钻石珠宝饰品占比 1.30%	委外加工
周大生	加盟门店: 4775 家 自营门店: 331 家	自营 (线下) 占比 9.93% 加盟占比 73.49%	素金首饰占比 84.22% 镶嵌首饰占比 5.63%	委外、指定供应商
潮宏基	自营门店: 274 家 加盟代理门店: 1125 家	自营占比 31.67% 加盟代理占比 19.8%	时尚珠宝产品占比 50.66% 传统黄金产品占比 38.39% 皮具占比 6.29%	自产+外协生产+指定供应商

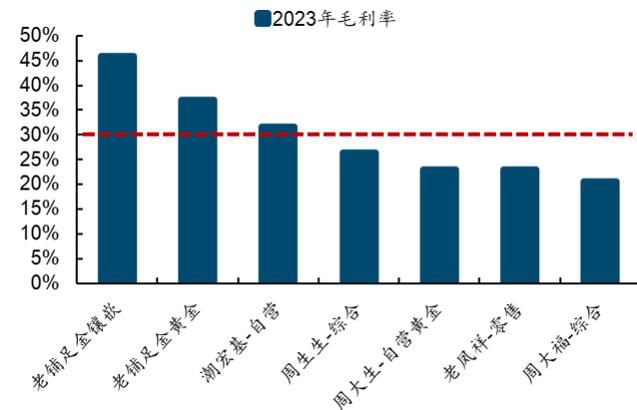


老凤祥	自营银楼网点: 187 家 连锁加盟店: 5807 家	批发占比 76.23% 零售占比 5.78%	笔类占比 0.32% 珠宝首饰占比 81.61% 黄金交易占比 17.90% 工艺品销售占比 0.08%	自产+部分委外
老铺黄金	全自营 30 家	自营占比 100%	足金镶嵌占比 56.0% 足金黄金占比 43.9%	自产+部分委外生产
周大福	直营零售点占比 23.3% 加盟零售点占比 76.7%	直营零售值占比 30.4% 加盟零售值占比 69.6%	珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰零售值占比 18.3% 黄金首饰及产品零售值占比 77.6% 钟表零售值 4.1%	自产为主
周生生	全自营	直营占比 100%	中国大陆地区: 黄金饰品及产品占比 79% 镶嵌珠宝占比 9% 钟表占比 9% 铂金/K 金饰品占比 3%	-

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

公司高端定位+卡位工艺精密复杂的古法黄金+全自营运营模式带来高毛利率(40%+), 显著高于港资、内资黄金珠宝公司(港资高端品牌周大福毛利率在 20%-30%, 老凤祥零售业务毛利率 20%+, 潮宏基自营毛利率 30%+, 周大生线下自营门店黄金产品毛利率 20%+), 低于国际高端珠宝公司 50%-65%毛利率(以蒂芙尼为例毛利率长期在 55%-65%区间)。

图表14: 老铺黄金毛利率高于同业



来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 周大福毛利率取 FY24 财年)

图表15: 国际高端珠宝公司蒂芙尼毛利率长期在 55%-65%



来源: 同花顺, 国金证券研究所

黄金珠宝品牌定价模式通常有两种, 一是克重+工费模式, 另一种是一口价模式。一口价模式是国际高端珠宝采用的定价模式, 消费者更看重珠宝的文化内涵、设计工艺、社交符号等品牌价值, 更容易接受溢价。



图表16：一口价模式是国际高端珠宝普遍采用的定价模式

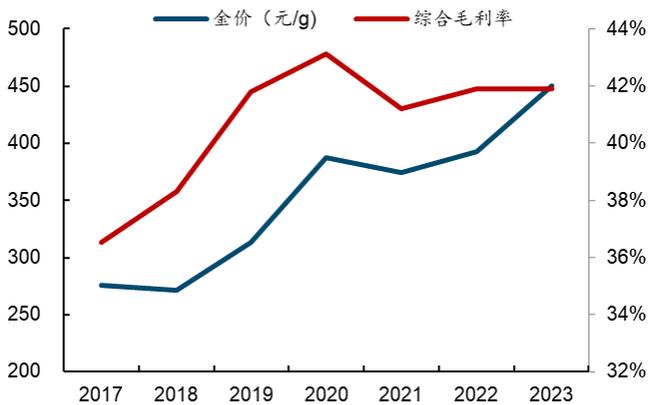
	梵克雅宝	宝格丽	斐登	伯爵	蒂芙尼	老铺黄金	周大福
设计	四叶草	扇形	马蹄	玫瑰	微笑	葫芦	小方糖
材质	18K黄金+红玉髓	18K玫瑰金+钻石+珍珠贝母	18K黄金+钻石	18K玫瑰金+钻石	18K玫瑰金+钻石	足金+钻石	足金
尺寸	15mm+42cm链条	15mm+ 41-43cm链条	12.5mm+40cm链条	10mm+42cm链条	40.6cm项链	13.5*9mm+45cm链条	1.13*3.65cm+ 43.75cm链条
设计图							
克重	-	-	2.86克	4.1克	-	7.5克	4克
售价	25200	28600	14400	19300	24500	11180	3280

来源：各品牌天猫官方旗舰店，国金证券研究所

公司采用一口价定价模式，初使定价基于原料成本（黄金、钻石等）+工艺、设计、品牌价值等带来的溢价，同时定期综合考虑原料及生产成本、工艺技巧难度以及品牌的市场定位与市场需求等各因素后作出必要的价格调整。

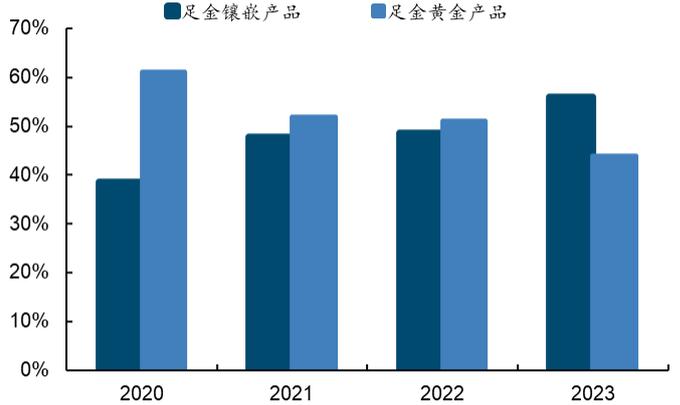
随品牌认可度逐年提升，高端门店数量逐年增加，叠加产品结构优化（高毛利足金镶嵌产品占比提升），公司综合毛利率 17-20 年持续提升、21-23 年控制在 41%-42% 区间。其中，23 年足金黄金产品毛利率下降至 36.9%，主要系 22 年底推出毛利率较低的金条产品。

图表17：21-23 年公司毛利率对金价波动敏感度较小



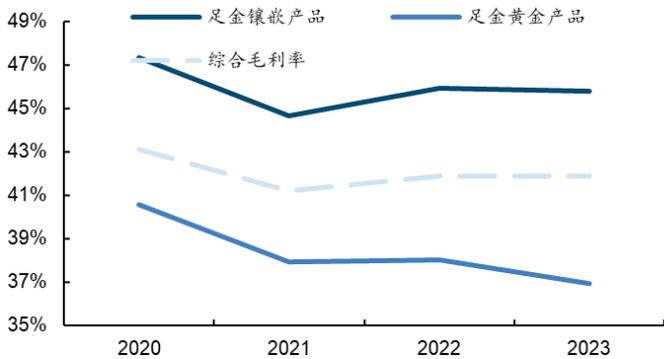
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表18：产品结构优化，高毛利足金镶嵌产品占比提升



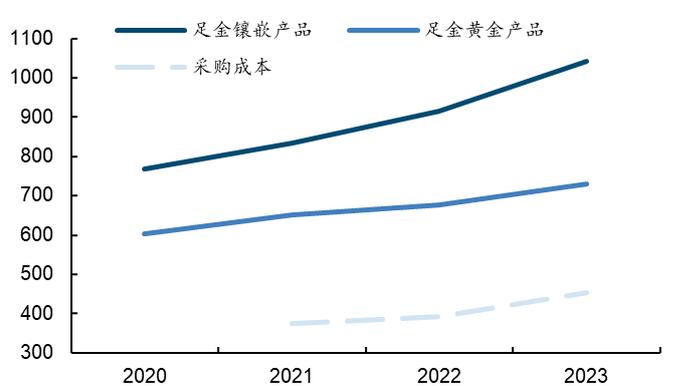
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表19：公司足金镶嵌产品毛利率更高



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表20：公司足金镶嵌产品溢价更高 (单位：元/g)



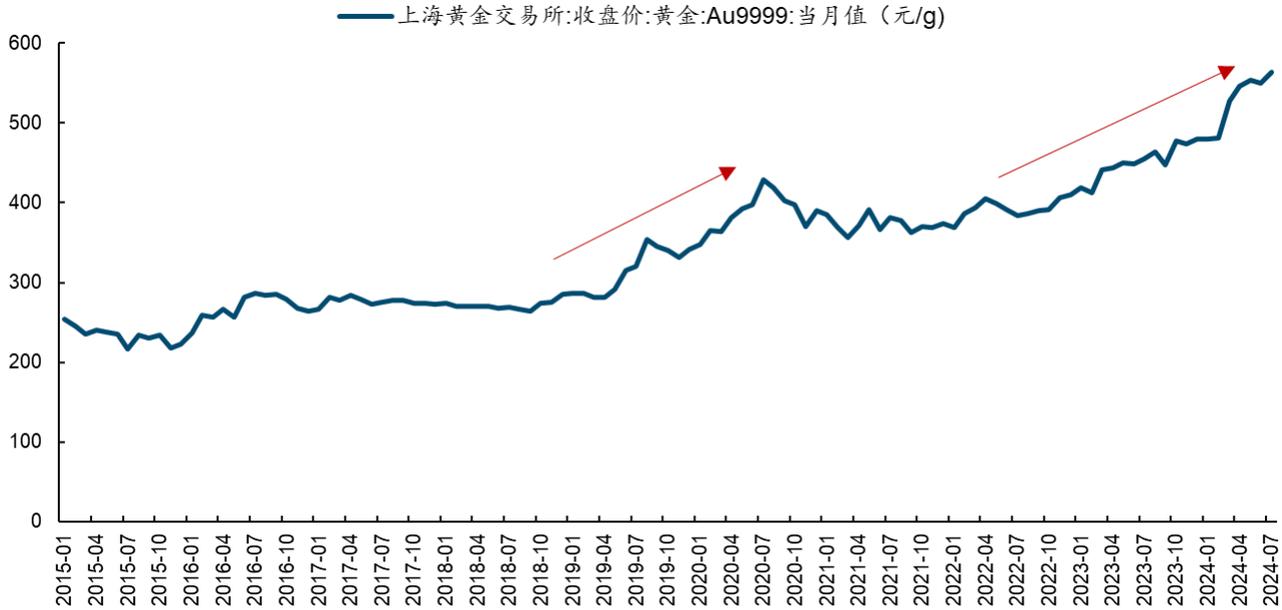
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

19-20 年、23 年至今金价走出较长时间的持续上涨行情。2019-2020 年先后受英国无序脱欧、全球经贸摩擦加剧、美联储降息预期、特殊事件冲击等一系列事件影响，金价持续上涨；2021 年，市场多空方向受到美国通胀预期、美国经济复苏、美联储货币政策走向以及疫苗推广和病毒变异等各种消息的冲击而不断切换，全年呈现阶段性行情特征，总体趋



势性较弱；1Q22 受俄乌冲突影响再次冲高，2Q22 受美联储鹰派货币政策推动美元指数和美债收益率上涨影响金价回落，4Q22 美联储加息周期放缓、金价再度反弹；2023 年在世界经济复苏乏力、地缘政治冲突加剧等外部因素影响下，黄金价格持续上涨；24 年来美联储降息预期、各经济体央行持续购金等，金价多次创历史新高。

图表21：2015 年至今金价走势



来源：同花顺，上海黄金交易所，国金证券研究所

1.4、募集资金用途及股权结构

公司 6.28 日登陆港交所，发行价为每股 40.50 港元，募集资金净额约为 8.27 亿港元。募集资金用途主要围绕拓展销售网络促进品牌国际化、强化营销提高品牌知名度、提升自动化及信息化以改善运营效率、加强研发能力等方面展开。

图表22：募集资金用途

用途	占比
拓展销售网络、促进品牌国际化 44.4%内地开设门店，24-26 年分别开店 4/4/2 家； 28.9%内地以外地区开店，24/25 年分别开店 1 家/4 家	73.30%
维持品牌定位、提高品牌知名度	11.30%
提升自动化及信息化水平，改善运营效率	2.70%
加强研发能力	2.70%
一般运营资金	10%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

股权结构集中，截至 24 年 6 月 28 日，创始人徐高明直接持有公司 19.35% 股份，其儿子徐东波直接持有 8.68% 股份，二者为公司控股股东及一致行动人，同时二人通过控股红乔金季间接持有公司 34% 股份，共持有公司 62% 的股份。2024 年 12 月 28 日解禁股数 1080.16 万股、占总股本的 6.4%，2025 年 6 月 28 日解禁股数 6905 万股、占总股本的 41%。


图表23: 公司限售股解禁计划

股东	解禁股数 (万股)	占总股本比例	解禁日期
基石投资者			
Huang River Investment Limited	675.10	4.01%	2024 年 12 月 28 日
南方基金	202.53	1.20%	
CPE Greater China Enterprises Growth Fund	202.53	1.20%	
合计	1080.16	6.4%	
现有股东			
北京红乔金季咨询顾问有限公司	2,244.05	13.3%	2025 年 6 月 28 日
徐高明	1,277.38	7.6%	
陈国栋	753.65	4.5%	
徐东波	572.77	3.4%	
天津金橙企业管理咨询合伙企业	464.25	2.8%	
天津金积企业管理咨询合伙企业	435.1	2.6%	
厦门黑蚁三号股权投资合伙企业	265.58	1.6%	
天津金谛企业管理咨询合伙企业	259.25	1.5%	
苏州逸美创业投资合伙企业	212.17	1.3%	
天津金咏企业管理咨询合伙企业	158.77	0.9%	
复星汉兴(杭州)股权投资基金合伙企业	136.5	0.8%	
天津金莅企业管理咨询合伙企业	125.61	0.7%	
合计	6,905.08	41.0%	

来源: 同花顺, 国金证券研究所

2、乘古法黄金风潮，品牌印记类产品打造差异化

2.1、产品根植古法黄金工艺，兼备文化内涵、设计感和差异化

古法黄金工艺繁复，发展历史悠久。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。古法黄金珠宝为设计富蕴文化内涵的足金，经特殊的中国传统技术（包括锤揲、镌刻、镂空、花丝、镶嵌及烧蓝）加工而成，由于所有的古法黄金珠宝均需要手工制作，部分加工步骤需要熟练工匠手工制作，古法黄金珠宝的生产通常较普通黄金珠宝更为昂贵及耗时。



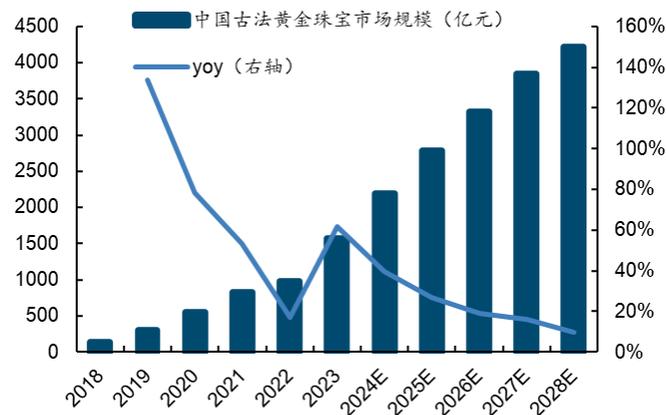
图表24：中国古法金工艺发展历史

<p>夏代：古代先民已经开始利用黄金做饰品</p>	<p>西周至春秋：西周早期出现鎏金器物，春秋时期有了错金铭文铸器，器物类型更扩展至器皿、车马器、货币等。</p> 	<p>唐代：金银器在历代积累的传统工艺基础上，兼容并蓄地吸收外来文化所带来的金银器制作风格与技术，创造出空前辉煌的黄金艺术。</p> 	<p>明清时期：黄金饰品的制作工艺达到顶峰，出现了许多做工精湛考究的黄金饰品。明朝万历皇帝的纯金皇冠是这一时期的代表作。</p> 	<p>2021：3月，中国黄金协会正式发布国内首部《古法金饰品》团体标准，老铺黄金是这部团体标准的起草单位。</p>
<p>商周时期：金器大多制作成各种形状的金箔片或小型饰件，用在人体或其他材质的物件上做装饰，产生了锤揲、模压等工艺。</p> 	<p>秦汉时期：金器工艺越来越细化和成熟，包括范铸、锤揲、掐丝、篆刻、错金银、鎏金等，基本囊括了中国古代金银器制作工艺之范畴。</p> 	<p>宋朝：黄金首饰进入了一个新的时代，这一时期的黄金饰品造型多样、题材世俗化，并且体现出文人的旨趣追求。</p> 	<p>2019：老铺黄金首饰首发“老铺点钻”系列，以足金黄金为底材，用古法手工镶嵌天然钻石，颠覆了世界钻石饰品以K金为底材的行业传统标准。</p> 	<p>2022：老铺黄金以传统铜胎烧蓝技法为基础，锻造出足金烧蓝产品，引发行业古法黄金的新产品热潮。6月，中国黄金协会正式发布《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准，老铺黄金是这部团体标准的起草单位。</p> 

来源：央视网，国金证券研究所

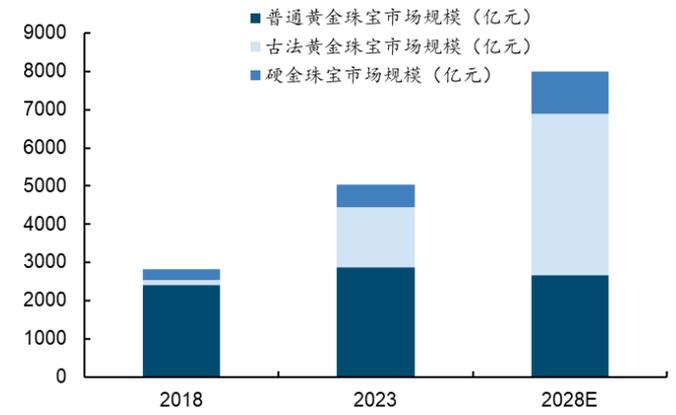
主流消费群体年轻化&消费者偏好升级，古法黄金凭借吉祥文化意义和美学设计备受青睐、销售持续高景气。据沙利文数据，我国古法黄金珠宝市场规模由2018年的130亿元大幅增长至2023年的1573亿元，复合增速为64.6%，显著优于其他足金珠宝（同期普通黄金珠宝、硬金珠宝复合增速分别为3.6%/15.5%）。同时，预计2023-2028年古法黄金市场景气度延续、复合增速21.8%（同期普通黄金珠宝、硬金珠宝复合增速预计分别为-1.4%/13.3%），至2028年市场规模增至4214亿元。

图表25：2023年我国古法黄金珠宝市场规模1573亿元、18-23年复合增速64.6%



来源：沙利文，公司招股说明书，国金证券研究所

图表26：古法黄金珠宝增速领跑足金珠宝市场，预计2028年市场规模增长至4214亿元、23-28年复合增速22%



来源：沙利文，公司招股说明书，国金证券研究所

2023年中国古法黄金珠宝的市场规模为1573亿元，来自五大黄金珠宝品牌所产生的古法黄金珠宝产品总收入约为724亿元，在整个市场中占有46.1%份额。

老铺黄金以差异化策略占领消费者心智，深耕品牌定位、产品主题和销售网络，成功建立“古法黄金→老铺黄金=高端古法黄金”链路。据沙利文，老铺黄金是中国黄金珠宝市场主要品牌中唯一专注设计、生产加工和销售古法黄金产品的品牌，也是第一家推出足金镶嵌钻石产品的品牌，以及第一家推出足金烧蓝产品的品牌。按2023年收入计，老铺黄金在中国古法黄金珠宝市场及黄金珠宝市场的份额分别为2.0%及0.6%。



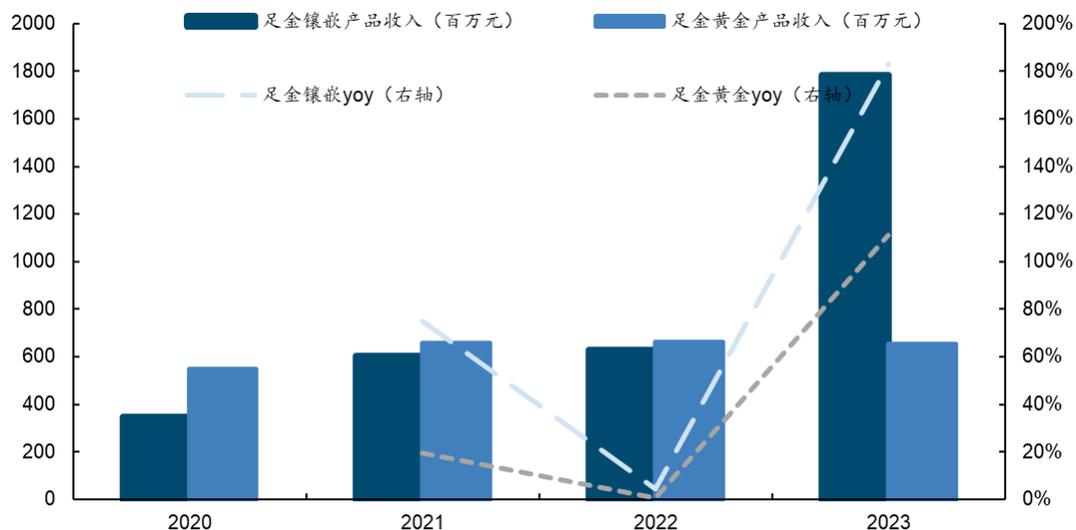
图表27: 2023年老铺黄金在中国古法黄金珠宝市场及黄金珠宝市场的份额分别为2.0%

排名	公司	预计23年古法黄金珠宝收入	市场份额
1	周大福	310	19.70%
2	老凤祥	173	11%
3	中国黄金	91	5.80%
4	豫园股份	86	5.70%
5	梦金园	61	3.90%
7	老铺黄金	32	2%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

产品工艺根植中国古法黄金制作传统, 产品设计兼具传统经典制式&现代审美。公司的黄金产品主要包括足金黄金产品和足金镶嵌产品, 设计工艺植根于中国古法黄金制作传统, 主要包括花丝、篆刻、镶嵌与烧蓝四项工艺, 为公司产品注入深厚的历史感。公司的产品设计坚持原创, 截至目前已推出超过1800项原创设计, 兼备文化与时尚属性的产品设计满足消费者对黄金产品不断升级的消费和审美需求。

图表28: 公司足金镶嵌产品增速高于足金黄金产品



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表29: 公司足金黄金产品



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表30: 公司足金镶嵌产品



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司产品定位高端, 2021-2023年公司收入大部分由定价范围在1-5万元的产品贡献, 产



品平均售价逐年上升，其中足金镶嵌产品结合黄金的贵气与宝石的魅力使消费者愿意为其支付结构溢价。

图表31：定价范围在 1-5 万元产品贡献 55%+收入

	每件售价范围	收入占总收入百分比		
		2021	2022	2023
足金黄金产品	低于 1 万元	3.7%	3.5%	1.9%
	1 万-5 万元	26.9%	26.5%	24.3%
	5 万-25 万元	15.2%	15.6%	13.4%
	25 万元以上	6.0%	5.6%	4.2%
足金镶嵌产品	低于 1 万元	6.6%	8.5%	8.2%
	1 万-5 万元	32.6%	31.8%	40.7%
	5 万-25 万元	6.2%	5.7%	5.6%
	25 万元以上	2.2%	2.7%	1.5%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.2、品牌印记类产品逐步出圈

参考国际珠宝奢牌均具有强辨识度的产品设计，如梵克雅宝的四叶草，蒂芙尼的六爪钻戒，宝格丽的 B. zero1 系列。公司点钻、金胎烧蓝等品牌印记类产品持续出圈，蝴蝶、金刚杵、葫芦、花窗等系列产品具有一定差异化。选择蝴蝶、葫芦、古法手镯三个代表性产品，以样本产品价格对比看，公司足金产品单克售价更高，且点钻、金胎烧蓝产品更具备溢价能力。

图表32：公司点钻、金胎烧蓝等产品具有一定差异化，单克溢价更高

	老铺黄金	周大福	周生生	老铺黄金	周大福	周生生	老铺黄金	周大福	周生生
设计									
材质	足金+钻石珐琅	足金	足金	足金+钻石（素面钻石款）	足金	足金	足金	足金	足金
克重	8.3g（项链+吊坠）	5.65g（项链+吊坠）	8.2g（项链+吊坠）	7.8g（项链+吊坠）	9.55g（项链+吊坠）	13.97g（项链+吊坠）	40g	35.33g	23.72g
售价（元）	12000	4716	5990	8080	7977	11101	39460	27389	20105
单克售价（元）	1445.8	834.7	730.5	1036	835	795	987	775	848

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

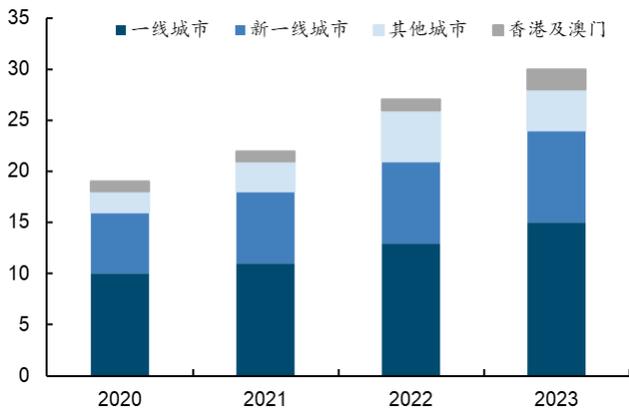
3、高端渠道匹配品牌调性，店效及拓店具备空间

3.1、全自营模式、只进驻高端商场，单店靓丽

门店主要覆盖一线&新一线城市高端购物中心。2020-2023 年公司门店在一线&新一线城市的覆盖率在 50%左右，截至 2024 年 4 月在中国十大高端购物中心的覆盖率为 80%、在中国黄金珠宝品牌中排名第一，共开店 33 家（其中一线城市、新一线城市、港澳地区分别开店 16 家、10 家、3 家）。



图表33: 公司门店主要覆盖一线&新一线城市高端购物中心 (单位: 家)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

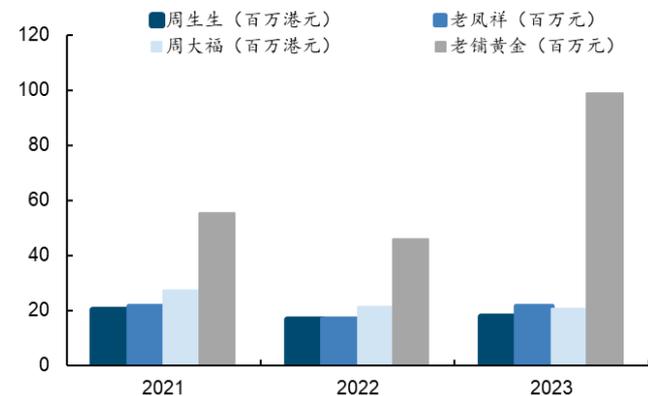
图表34: 公司门店在中国十大高端购物中心的覆盖率为80%

排名	珠宝品牌	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
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%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

品牌印记类产品逐步出圈、聚焦高端渠道, 23年店均收入近亿元、远高于同业(周大福、周生生、老凤祥直营门店店均年收入在1500-2200万元区间), 低于国际奢牌蒂芙尼(2019年中国区店均收入2220万美元、约1.6亿元人民币)。其中, 国内五大购物中心北京SKP、南京德基、沈阳万象城、上海豫园挹秀楼、西安SKP 23年单店收入可达3.4、2.6、2.3、2.2、1.9亿元。

图表35: 公司店均收入优于同业直营店



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 1) 周生生单店收入=内地收入/(年初+年末)门店数*2; 2) 老凤祥单店收入=零售收入/平均自营点; 3) 周大福单店收入=内地零售收入/内地平均直营点, 2023年取FY2024数据; 4) 老铺黄金单店收入=线下收入/平均门店数

图表36: 蒂芙尼2019年中国区店均收入

	2019年蒂芙尼
①亚太地区销售额 (百万美元)	1258.2
②中国区占比	60%
③中国区门店 (家)	34
④店均收入 (百万美元) = ①*②/③	22.20

来源: 蒂芙尼2019年公司公告, 国金证券研究所



图表37: 2023年按公司于各购物中心的门店收入计的五大购物中心收入及占总收入百分比、每平方米收入

序号	购物中心名称	开始日期	位置	收入(万元)及占总收入的百分比						每平方米收入(万元)
				2021		2022		2023		2023
1	北京 SKP	2017年7月	北京	17608.7	13.9%	14011.1	10.8%	33582.7	10.6%	528.7
2	南京德基	2018年8月	南京	7767.9	6.1%	8458.5	6.5%	25733.5	8.1%	238.9
3	沈阳万象城	2019年5月	沈阳	9122.7	7.2%	9879.1	7.6%	23254.0	7.3%	189.5
4	上海豫园挹秀楼	2022年1月	上海	-	-	5309.6	4.1%	22724.0	7.1%	140.4
5	西安 SKP	2018年5月	西安	10616.3	8.4%	10528.2	8.1%	18974.7	6.0%	310.6

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

3.2、对标国际珠宝奢牌、拓店仍有翻倍空间

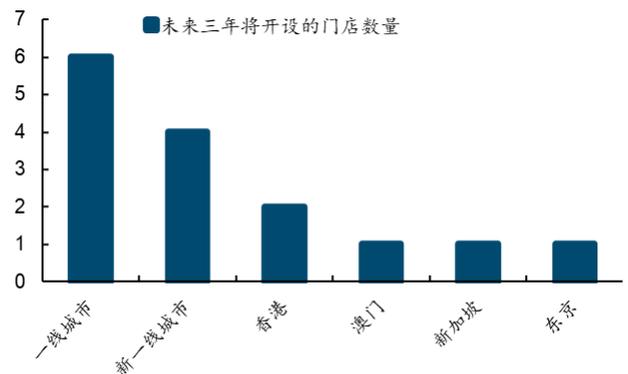
拓店有空间, 投资回报周期短。公司坚持高端定位、只进驻高端渠道, 我们认为其开店空间可参考国际珠宝奢牌, 宝格丽、卡地亚、梵克雅宝分别为中国大陆开设 62、50、31 家, 港澳地区开店 23、14、11 家, 公司截至目前大陆及港澳地区门店数量 33 家, 拓店空间仍充足。同时, 公司现有 33 家门店(除北京工美大厦店及北京东方新天地店外) 平均初始盈亏平衡期约为一个月, 20-23 年开店 18 家店、关店 6 家、净开店 12 家。据募集资金用途, 计划 24-26 年内地分别开店 4/4/2 家, 内地以外 24/25 年分别开店 1 家/4 家。

图表38: 高端珠宝品牌在中国线下门店

品牌	中国大陆	中国香港	中国澳门	总计
宝格丽	62	16	7	85
卡地亚	50	8	6	64
梵克雅宝	31	6	5	42
蒂芙尼	42	8	6	56
宝诗龙	16	3	2	21
伯爵	72	5	7	84
戴比尔斯	16	4	3	23
老铺黄金	28	2		30

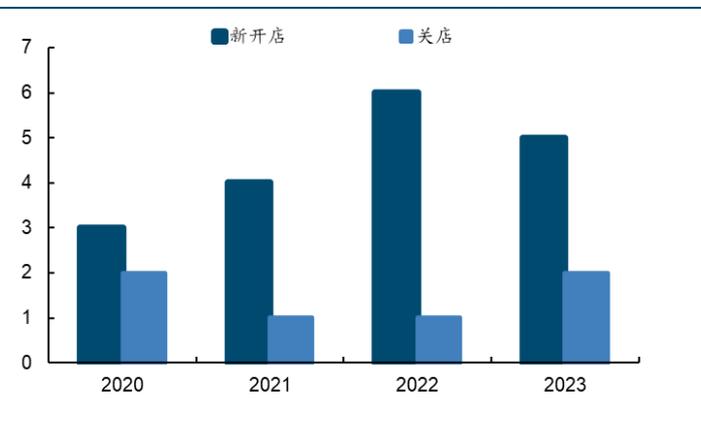
来源: 各品牌官网, 国金证券研究所(注: 老铺黄金门店数截至 23 年底, 其他品牌根据官网统计、统计时间为 2024 年 6 月 29 日)

图表39: 公司未来 3 年计划开设的门店数量



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表40: 20-23 年开店 18 家店、关店 6 家、净开店 12 家



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表41: 投资回报周期短

门店	平均初始盈亏平衡期	平均现金投资回收期
现有 33 家门店 (除北京工美大厦店及北京东方新天地店外)	1 个月	6 个月
往期关闭的 4 家 门店(除福州万象城店外)	1 个月	11 个月

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所



4、品牌认知度迅速提升，长期势能犹可期

高端客群贡献主要收入，忠诚会员快速扩张驱动增长。2021-2023 年来自忠诚会员的收入贡献在 5-30 万区间的占比稳定在 30%左右，忠诚会员数 3.65/4.03/9.31 万人、22/23 年同比+10%/+131%，客单 3.37/3.13/3.28 万元、22/23 年同比-7%/+5%。23 年每年购买 1-5 次忠诚会员数占比 98.4%、收入占比 71.9%，每年购买 6-30 次忠诚会员数占比 1.5%、收入占比 12.1%。高端客群渗透空间仍足，据招行 2022 年可投资资产在 1000 万人民币以上的中国高净值人群数量达 316 万人，23 年公司忠诚会员 9.3 万人、渗透率仍较低。

图表42：高净值人群收入贡献占比高

		2021		2022		2023	
		收入（百万元）	占总收入的百分比	收入（百万元）	占总收入的百分比	收入（百万元）	占总收入的百分比
收入贡献	高于 1 百万	108	8.5%	130	10.1%	505	15.9%
	0.3-1 百万	179	14.1%	179	13.8%	344	10.8%
	5-30 万	405	32.0%	388	30.0%	945	29.7%
	低于 5 万	540	42.7%	565	43.7%	1259	39.6%
来自忠诚会员的总收入		1232	97.3%	1262	97.6%	3054	96.0%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所（注：在微信小程序注册并输入必要信息的消费者将成为公司会员，其后至少购买一次产品将成为忠诚会员）。

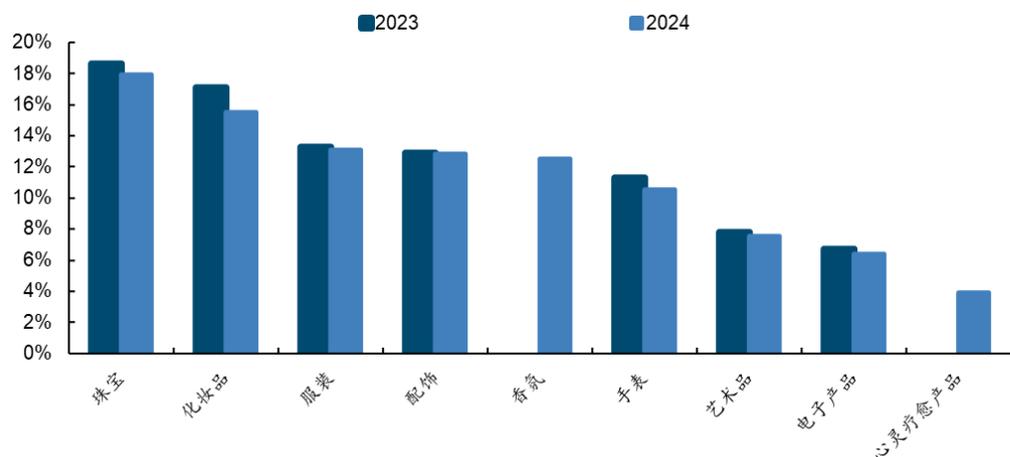
图表43：公司 23 年忠诚会员数提升至 9.3 万人、同比+131%

每名忠诚会员的购买金额		数量			占比		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
忠诚会员数量（人）	≥1 百万	53	57	138	0%	0%	0%
	0.3-1 百万	365	350	720	1%	1%	1%
	5-30 万	4145	4028	9769	11%	10%	10%
	<5 万	31949	35831	82469	88%	89%	89%
	总计	36512	40266	93096	100%	100%	100%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

珠宝仍为 2024 年高净值女性群体赠送礼物的首选品类，公司高端定位逐步占领消费者心智，看好品牌势能持续释放。根据胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告，高净值女性群体赠送礼物的首选品类为珠宝，在珠宝品牌中，公司于 2023 年进入“胡润榜——中国高净值人群最青睐珠宝品牌 TOP10”，2023、2024 年为该榜单中仅有的两个中国珠宝品牌之一。

图表44：2024 年高净值女性群体赠送礼物的首选品类为珠宝



来源：2024 胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告，国金证券研究所



图表45：2023年、2024年连续2年进入胡润榜——中国高净值人群最青睐珠宝品牌TOP10

	2020	2021	2022	2023	2024
1	宝格丽	宝格丽	宝格丽	宝格丽	宝格丽
2	卡地亚	卡地亚	卡地亚	卡地亚	卡地亚
3	梵克雅宝	梵克雅宝	梵克雅宝	梵克雅宝	梵克雅宝
4	蒂芙尼	蒂芙尼	蒂芙尼	蒂芙尼	蒂芙尼
5	香奈儿	香奈儿	香奈儿	周大福	周大福
6	尚美巴黎	尚美巴黎、周大福	周大福	香奈儿	香奈儿
7	伯爵		伯爵	宝诗龙	宝诗龙
8	周大福	海瑞温斯顿	尚美巴黎	伯爵	伯爵
9	万宝龙	万宝龙	海瑞温斯顿	尚美巴黎	戴比尔斯
10	海瑞温斯顿	伯爵	萧邦	老铺黄金	老铺黄金

来源：胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告，国金证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

■ 收入及毛利率预测

✓ 收入预测

我们预计公司 2024-2026 年收入 62.61/81.66/99.72 亿元、同比+97%/30%/+22%，具体看：分渠道，参考募集资金用途，结合 1H24 业绩预告，假设 24-26 年分别开店 6/7/2 家。高端黄金珠宝仍是高净值客户收藏和送礼的首选，古法黄金凭借吉祥文化意义和美学设计持续高景气；公司产品聚焦古法黄金，高端定位+高端渠道+高净值客户，产品销售受金价影响较小，且产品兼具文化内涵、现代审美，工艺精美、品牌印记类差异化产品持续出圈，品牌势能持续释放，预计 24 年仍延续 23 年强爆发力、店均同比+72%，25-26 年回归相对稳健增速线下店均同比+9%/+9%。随品牌知名度持续提高，线上预计维持快速增长，预计 24-26 年收入同比+80%/+30%/+25%。

✓ 毛利率预测

公司足金镶嵌类产品设计感更强（点钻、金胎烧蓝等产品备受青睐）且具备高溢价（22/23 年毛利率 45.9%/45.8%），预计收入增速更快、毛利率稳中有升、收入占比提升，假设 24-26 年足金镶嵌类产品毛利率分别为 45.9%/46%/46.1%；22 年底推出古法金条产品（毛利率较低），预计足金黄金类产品毛利率有所下降，假设 24-26 年毛利率分别为 36.8%/36.6%/36.5%。综合毛利率受益产品结构优化，稳中有升，预计 24-26 年分别为 42.96%、43.14%、43.34%。

■ 期间费用率预测

✓ 销售费用率：公司收入规模持续快速扩大、摊薄效应仍存，其中员工成本/折旧与摊销等占比下降，考虑到 24/25 年开店速度有所加快且强化营销、提升品牌知名度，租金开支、广告与推广开支增加，假设 24-26 年销售费用率 17.5%/17.4%/17.2%。

✓ 管理费用率：募集资金用途之一是提升信息化和自动化水平，同时收入规模快速增长具备摊薄效应，预计管理费用率稳中有降，假设 24-26 年管理费用率 4.85%/4.78%/4.78%。

✓ 研发费用率：公司坚持高端品牌定位，优势壁垒之一在于精美、创新的产品设计和细腻复杂的工艺，同时考虑到收入持续增长，预计研发费用率保持稳健，假设 24-26 年研发费用率 0.3%/0.35%/0.35%。

综上，预计 24-26 年公司归母净利润 9.64/12.54/15.53 亿元、同比+132%/+30%/+24%。



图表46: 公司盈利预测 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	1265	1294	3180	6261	8166	9972
yoy	41%	2%	146%	97%	30%	22%
毛利	521	542	1332	2690	3523	4322
毛利率	41.2%	42%	42%	42.96%	43.14%	43.34%
销售费用	262	297	579	1096	1421	1715
销售费用率	20.8%	23.0%	18.2%	17.5%	17.4%	17.2%
管理费用	89.1	94.1	167.6	304	390	477
管理费用率	7.0%	7.3%	5.3%	4.9%	4.8%	4.8%
研发费用	8.4	8.5	10.7	18.8	28.6	34.9
研发费用率	0.7%	0.7%	0.3%	0.30%	0.35%	0.35%
归母净利润	114	95	416	964	1254	1553
yoy	29%	-17%	340%	132%	30%	24%
归母净利率	9.0%	7.3%	13.1%	15.4%	15.4%	15.6%
分渠道						
线下	1135	1126	2818	5611	7321	8916
yoy	42%	-1%	150%	99%	30%	22%
占比	89.8%	87.0%	88.6%	89.6%	89.7%	89.4%
门店数量	22	27	30	36	43	45
店均	55.4	46.0	98.9	170.0	185.3	202.6
yoy		-17%	115%	72%	9%	9%
一线城市	620	553	1481	3212	4366	5516
yoy	35%	-11%	168%	117%	36%	26%
占比	49.0%	42.7%	46.6%	51.3%	53.5%	55.3%
门店数量	11	13	15	18	21	23
店均	59.0	46.1	105.8	195	224	251
yoy		-22%	130%	84%	15%	12%
新一线城市	356	371	814	1628	2005	2206
yoy	68%	4%	119%	100%	23%	10%
占比	28.1%	28.7%	25.6%	26.0%	24.6%	22.1%
门店数量	7	8	9	11	11	11
店均	54.7	49.5	95.7	163	182	201
yoy		-10%	93%	70%	12%	10%
其他城市	146	179	368	491	550	594
yoy	24%	23%	105%	33%	12%	8%
占比	11.6%	13.9%	11.6%	7.8%	6.7%	6.0%
门店数量	3	5	4	4	4	4
店均	58.5	44.8	81.9	123	138	149
yoy		-23%	83%	50%	12%	8%
港澳台及其他	13	23	155	280	400	600
yoy	2%	68%	584%	81%	43%	50%
占比	1.1%	1.8%	4.9%	4.5%	4.9%	6.0%
门店数量	1	1	2	3	7	7



店均	13.5	22.7	103.4	112.0	80.0	85.7
yoy		68.3%	356.0%	8%	-29%	7%
线上	129	168	361	650	845	1056
yoy	37%	30%	115%	80%	30%	25%
分产品						
足金镶嵌	603	630	1781	4238	5679	7099
yoy	74.80%	4.39%	182.86%	138%	34%	25%
占比	47.7%	48.6%	56.0%	67.7%	69.5%	71.2%
毛利	269	289	816	1945	2612	3272
毛利率	44.6%	45.9%	45.8%	45.9%	46.0%	46.1%
足金黄金	655	661	1394	2018	2481	2868
yoy	51.82%	51.07%	43.85%	45%	23%	16%
占比	51.82%	51.07%	43.85%	32.23%	30.39%	28.76%
毛利	249	251	515	743	908	1047
毛利率	38%	38%	36.9%	36.80%	36.60%	36.50%
其他产品	6	4	5	5	6	6
yoy	138%	-40%	25%	10%	10%	10%
占比	0.49%	0.29%	0.15%	0.08%	0.07%	0.06%
毛利	3	2	2	2	2	2
毛利率	50%	49%	40%	40%	40%	40%

来源：同花顺，公司招股说明书，国金证券研究所

图表47：公司销售费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	20.8%	23.0%	18.2%	17.5%	17.4%	17.2%
员工成本占比	7.5%	8.7%	5.4%	4.5%	4.4%	4.3%
购物中心及平台佣金费用占比	4.9%	4.7%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
租金开支占比	2.6%	2.3%	3.4%	3.8%	4.0%	4.1%
折旧及摊销占比	4.0%	5.3%	2.7%	2.5%	2.3%	2.1%
广告及推广开支占比	0.8%	1.2%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
装修开支占比	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
运输及杂项开支占比	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
以股份为基础的付款占比	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他占比	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

5.2、可比公司估值

我们选取 A 股市场黄金珠宝公司老凤祥、周大生、菜百股份、潮宏基，港股市场周大福作为可比公司，24/25 年 A 股可比公司 PE 均值为 9、8 倍，周大福 PE 为 9.6、8.6。考虑到公司系产品品牌驱动型，聚焦高景气古法金赛道，差异化产品+高端定位+高端渠道+高净值人群具备高溢价，有望跑出 α ，23-26E 复合增速显著高于同业，给予一定估值溢价，给予公司 24 年 15 倍 PE，目标价 93.44 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。


图表48：可比公司估值

市场	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				23-26年 CAGR
			23	24E	25E	26E	23	2024E	2025E	2026E	
A股	老凤祥	213	22.1	26.1	29.7	33.6	10	8	7	6	15%
	周大生	124	13.2	14.9	16.9	19.1	9	8	7	7	13%
	菜百股份	88	7.1	8.2	9.4	10.4	12	11	9	8	14%
	潮宏基	39	3.3	4.4	5.3	6.2	12	9	7	6	23%
	均值	-	-	-	-	-	11	9	8	7	-
港股	周大福	662	65.0	68.9	76.9	81.3	10	10	9	8	8%
	老铺黄金	126	4.2	9.6	12.5	15.5	30	13	10	8	55%

来源：同花顺，国金证券研究所（注：1）周大生、潮宏基取国金证券预测，其他公司取同花顺一致预期；2）周大福市值及归母净利润为港元；3）汇率取 1 港币=0.9192 人民币；4）股价更新至 2024 年 8 月 10 日）

6、风险提示

行业竞争加剧：黄金珠宝行业内部竞争激烈，若公司无法有效应对市场趋势及客户偏好变化，市场份额及经营业绩或将受到不利影响。

金价大幅波动：虽然公司采用一口价定价模式，但原料成本仍是营业成本中主要成本（占比 90%+），若金价大幅上涨，价格未及时调整，或将影响公司盈利能力。

同店动销不及预期：公司主流客群为高净值客群，其购买产品主要用于悦己、收藏、送礼，若消费信心不足，或将影响同店动销，对业绩造成影响。

开店不及预期：公司未来成长一部分来自新开门店，若开店投资回报期不及预期，将对业绩造成不利影响。

限售股解禁风险：2024 年 12 月 28 日解禁股数 1080.16 万股、占总股本的 6.4%，2025 年 6 月 28 日解禁股数 6905 万股、占总股本的 41%。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,265	1,294	3,180	6,261	8,166	9,972
增长率	41.2%	2.3%	145.7%	96.9%	30.4%	22.1%
主营业务成本	744	752	1,848	3,571	4,643	5,651
%销售收入	58.8%	58.1%	58.1%	57.0%	56.9%	56.7%
毛利	521	542	1,332	2,690	3,523	4,322
%销售收入	41.2%	41.9%	41.9%	43.0%	43.1%	43.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	262	297	579	1,096	1,421	1,715
%销售收入	20.8%	23.0%	18.2%	17.5%	17.4%	17.2%
管理费用	89	94	168	304	390	477
%销售收入	7.0%	7.3%	5.3%	4.9%	4.8%	4.8%
研发费用	8	9	11	19	29	35
%销售收入	0.7%	0.7%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	166	143	571	1,268	1,664	2,072
%销售收入	13.1%	11.1%	18.0%	20.3%	20.4%	20.8%
财务费用	11	17	18	-1	-7	-13
%销售收入	0.9%	1.3%	0.6%	0.0%	-0.1%	-0.1%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	161	140	570	1,266	1,663	2,070
营业利润率	12.7%	10.8%	17.9%	20.2%	20.4%	20.8%
营业外收支						
税前利润	154	127	553	1,269	1,672	2,084
利润率	12.2%	9.8%	17.4%	20.3%	20.5%	20.9%
所得税	40	32	137	304	418	531
所得税率	26.2%	25.4%	24.8%	24.0%	25.0%	25.5%
净利润	114	95	416	964	1,254	1,553
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	114	95	416	964	1,254	1,553
净利率	9.0%	7.3%	13.1%	15.4%	15.4%	15.6%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	114	95	416	964	1,254	1,553
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	18	43	-2	-1	-1
非经营收益						
营运资金变动	-82	-47	-609	-1,016	-714	-672
经营活动现金净流	102	148	-29	-48	545	886
资本开支	-31	-35	-60	-55	-25	-25
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	2	1	1
投资活动现金净流	-31	-35	-59	-53	-24	-24
股权募资	0	0	222	769	0	0
债权募资	0	-2	-11	0	0	0
其他	-56	-77	-112	0	0	0
筹资活动现金净流	-56	-79	99	769	0	0
现金净流量	15	35	10	667	520	861

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	25	60	70	736	1,256	2,118
应收款项	127	138	438	790	1,030	1,258
存货	770	807	1,268	2,282	2,966	3,610
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
流动资产	923	1,005	1,776	3,808	5,253	6,986
%总资产	78.9%	77.8%	82.3%	89.8%	92.1%	93.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	47	53	58	62	66	70
%总资产	4.1%	4.1%	2.7%	1.5%	1.2%	0.9%
无形资产	176	199	255	300	315	330
非流动资产	246	286	383	432	451	469
%总资产	21.1%	22.2%	17.7%	10.2%	7.9%	6.3%
资产总计	1,169	1,291	2,159	4,240	5,703	7,455
短期借款	137	136	128	128	128	128
应付款项	7	5	58	119	155	188
其他流动负债	124	150	289	576	751	917
流动负债	267	291	474	823	1,034	1,234
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	131	130	169	169	169	169
负债	399	422	643	992	1,203	1,403
普通股股东权益	770	870	1,515	3,248	4,501	6,052
其中：股本	137	137	143	165	165	165
未分配利润	634	731	1,371	3,081	4,334	5,886
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,169	1,291	2,159	4,240	5,703	7,455

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.83	0.69	3.03	5.73	7.45	9.22
每股净资产	4.58	5.16	9.00	19.29	26.73	35.95
每股经营现金净流	0.61	0.88	-0.17	-0.29	3.24	5.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	14.78%	10.87%	27.47%	29.68%	27.86%	25.65%
总资产收益率	9.74%	7.32%	19.29%	22.74%	21.98%	20.83%
投入资本收益率	13.49%	10.64%	26.15%	28.55%	26.97%	24.97%
增长率						
主营业务收入增长率	41.21%	2.34%	145.67%	96.91%	30.43%	22.12%
EBIT 增长率	28.75%	-13.39%	298.08%	121.96%	31.27%	24.47%
净利润增长率	29.37%	-16.99%	340.40%	131.58%	30.04%	23.85%
总资产增长率	25.86%	10.46%	67.17%	96.41%	34.53%	30.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.9	28.5	27.0	30.8	35.3	36.4
存货周转天数	351.3	377.5	202.1	178.9	203.4	209.5
应付账款周转天数	5.1	2.9	6.1	8.9	10.6	10.9
固定资产周转天数	11.9	13.9	6.2	3.4	2.8	2.4
偿债能力						
净负债/股东权益	31.52%	23.71%	14.97%	-13.54%	-21.32%	-30.09%
EBIT 利息保障倍数	14.3	8.5	31.6	—	—	—
资产负债率	34.10%	32.65%	29.79%	23.39%	21.09%	18.81%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究