



Research and
Development Center

我国高端古法金龙头，引领黄金消费新潮流

—老铺黄金(6181.HK)港股深度报告

2024年08月30日

蔡昕好
商贸零售分析师
S1500523060001
caixinyu@cindasc.com

证券研究报告

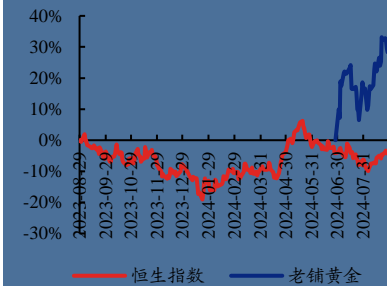
公司研究

港股深度报告

老铺黄金(6181.HK)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(港元)	89.80
52 周内股价波动区间(港元)	95.20-60.95
最近一月涨跌幅(%)	20.54
总股本(亿股)	1.68
流通H股比例(%)	56.41
总市值(亿港元)	151.19

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
 B座

邮编: 100031

老铺黄金深度报告: 我国高端古法金龙头, 引领黄金消费新潮流

2024年08月30日

本期内容提要:

- ◆我国高端古法金品牌龙头, 中国前十大购物中心门店覆盖率排名黄金珠宝品牌第一。老铺黄金创立于2009年, 是经中国黄金协会认证的我国古法手工金器专业第一品牌。根据弗若斯特沙利文, 2023年老铺黄金在我国古法金珠宝市场收入排名第七, 规模32亿元, 是前十名中唯一专注于古法黄金珠宝产品的品牌。公司门店主要覆盖高线城市核心商圈, 据弗若斯特沙利文, 截至2024年4月老铺黄金在中国十大购物中心的覆盖率达到80%, 在中国黄金珠宝品牌中排名第一。明确的门店选址标准对于品牌定位的确立及客群的筛选起到至关重要的作用。截至2024.6.11公司共拥有33家门店, 覆盖全国14个城市, 均为自营店, 其中4家位于SKP系商场、10家位于万象城系商场。
- ◆2023年同店增长成为业绩核心驱动要素, 头部门店表现更优。2023年公司收入规模31.8亿元, 同比大幅增长146%, 远超历史年度水平。其中中国大陆线下门店营收26.63亿元, 同增141%, 2021-2023年收入CAGR2为54%, 期末门店数CAGR2为15%; 中国港澳2023年收入1.55亿元, 贡献总收入的4.9%, 低基数高增长, 2023年同增584%, 2021-2023年收入CAGR2为239%, 门店数在2023年新增1家至2家。前五大门店表现好于平均水平, 2023年合计收入同增158%, 占总收入的比重达到39.1%。
- ◆直营模式下单店利润弹性可观, 2023年盈利水平提升显著。2023年公司实现净利润4.16亿元, 同增340%, 远超2017-2022历年年度净利润水平。2023年净利率为13.09%, 较历史年度有显著提升。公司预计2024H1将实现净利润5.5-6亿元, 同比增幅达到180%-205%。我们认为这主要得益于公司全直营门店的经营模式下, 同店增长带来的可观利润弹性。拆分盈利指标来看, 2021年以来公司毛利率总体平稳, 净利率的大幅提升主要得益于费用率的下降。2023年销售/管理/研发费用率分别为18.2%/5.3%/0.3%, 同比下降4.7/2.0/0.3PCT。其中销售费用分项的购物中心及平台佣金费、租金开支, 以及管理费用分项的银行手续费随收入增长而同比增长, 为可变成本, 而员工成本、折旧摊销、广告及推广开支等与收入规模扩张无直接关联, 属于相对固定的成本项, 其占收入的比例随规模扩张而逐渐下降, 为费用率改善的主要原因。
- ◆同店增长驱动力: 品牌&工艺&材质赋予了老铺产品投资与传承价值。24H1国内消费力走弱、线下零售业态承压, 我们认为老铺黄金实现业绩逆势高增主要与其品牌定位、产品差异化、定价模式有关。1) 高净值人群投资理念变化, 黄金成为首选。据胡润百富, 2023年老铺黄金在中国高净值人群最青睐的珠宝品牌排名中首次进入前十, 成为继周大福之后第二个上榜的中国黄金珠宝品牌。老铺黄金作为稀缺的以黄金为主要原材料、定位高端的品牌, 充分承接了高净值人群对黄金投资&收藏的需求增量。2) 先后推出古法金、黄金镶钻等系列引领行业潮流, 品牌影响力大幅提升。公司所有产品均为自主设计研发, 并能够持续迭代优化, 保持核心大单品竞争力的同时高效推新及迭代, 2021年以来每年百余款产品的迭代、百余款新品的更新频率, 迭代产品及新品在2021-2023年每年各稳定贡献中高个位数的收入占比。3) 公司所有产品均为按件计价, 定价逻辑更类似奢侈品珠宝, 区别于主流黄金珠宝品牌按克计价的模式, 在金

价较快上涨时老铺产品均价涨幅或慢于金价涨幅，具备一定价格优势。

- ◆**未来空间：以大中华区的奢侈品牌为参考，开店仍有可观空间。**考虑老铺黄金的品牌调性及目标客群，我们认为其开店空间可以对标大中华区的海外顶奢爱马仕、LV，以及高端珠宝品牌宝格丽、卡地亚、梵克雅宝、蒂芙尼等。中国大陆来看，老铺黄金门店数与爱马仕、梵克雅宝、宝格丽等接近，少于LV、卡地亚、蒂芙尼等，未来公司有望与华润万象、太古地产等旗下高端项目加强合作，同时开设二店等。中国港澳台及海外层面，老铺目前布局尚较少，对标奢侈品牌仍有较大拓展空间。店均收入层面，得益于2023年同店的大幅增长，我们预估老铺黄金已接近海外一线奢侈品珠宝在大中华区的单店水平。
- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预计2024-2026年归母净利润分别为10.47/13.33/16.79亿元，同增152%/27%/26%。公司为稀缺的高端古法金品牌，有望在未来3年兑现显著快于同业的业绩增长，享受一定估值溢价，给予2025年目标PE 15X，目标市值219亿港元，给予“买入”评级。
- ◆**股价催化剂：**同店增长超预期、开店超预期。
- ◆**风险因素：**金价剧烈波动；拓店不及预期；消费需求疲软；跨市场选取可比公司风险。

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3180	6080	7512	9194
(+/-)(%)	146%	91%	24%	22%
归母净利润（百万元）	416	1047	1333	1679
(+/-)(%)	340%	152%	27%	26%
EPS	-	6.22	7.92	9.97
P/E	-	13.32	10.46	8.31

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年8月29日收盘价

目录

投资聚焦	6
1、我国“古法金”概念第一品牌	6
2、品牌定位高端，门店选址精确筛选目标客群	8
3、开店及同店共同驱动业绩增长，直营模式下单店利润弹性可观	10
3.1、2023 年同店增长成为业绩核心驱动要素，头部门店表现更优	10
3.2、直营模式下同店增长将带来可观利润弹性	13
4、同店增长驱动力：品牌&工艺&材质赋予了老铺产品投资与传承价值	16
4.1、24H1 国内消费力走弱、线下零售业态承压，老铺黄金销售逆势高增	16
4.2、行业层面：古法金赛道在珠宝细分品类中景气度领跑	17
4.3、品牌层面：中国高净值人群投资理念变化，老铺兼具“高端”+“黄金”两大特性	20
4.3.1、产品迭代及推新高效，较高自产比例强化设计&工艺壁垒	22
4.3.2、定价逻辑更类似奢侈品珠宝，在金价较快上涨的背景下更具“质价比”	24
5、未来空间：以大中华区的奢侈品牌为参考	25
5.1、开店：中国大陆进一步布局高端商场&开设二店，大中华区尚处起步阶段、空间广阔	25
5.2、店均收入：2023 年同比翻倍以上增长，预计已接近一线奢侈品珠宝水平	26
6、盈利预测、估值与投资评级	27
6.1、盈利预测及假设	27
6.2、估值与投资建议	29
7、风险因素	30

表目录

表 1: 老铺黄金历史门店数量及区域分布	10
表 2: 老铺黄金 2023 年收入前五的购物中心门店	12
表 3: 老铺黄金会员等级及权益	21
表 4: 老铺黄金岳阳工厂产能情况	23
表 5: 黄金珠宝主要公司的生产模式及自产占比	24
表 6: 主要奢侈品牌&高端珠宝品牌在大中华区及新加坡的门店数量	26
表 7: 蒂芙尼 FY2017-FY2019 大中华区店均收入测算	26
表 8: 公司收入预测 (百万元)	28
表 9: 公司盈利预测 (百万元)	29
表 10: 可比公司估值表	29

图目录

图 1: 老铺黄金发展历程	7
图 2: 老铺黄金主要产品	7
图 3: 控股股东合计持股老铺黄金 66.30% 股权	8
图 4: 老铺黄金中国大陆门店分布以一线及新一线为主	8
图 5: 老铺黄金门店分布 (2024.6.11)	8
图 6: 老铺黄金“情景化”店铺形象	9
图 7: 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	9
图 8: 老铺黄金历年营收及门店数增长 (百万元, %)	10
图 9: 老铺黄金分渠道营收结构	11
图 10: 老铺黄金中国大陆分城市营收结构	11
图 11: 老铺黄金分渠道营收增速	11
图 12: 老铺黄金中国大陆分城市门店数量增速	12
图 13: 老铺黄金分城市营收增速	12
图 14: 老铺黄金前五大门店收入增速	13
图 15: 老铺黄金前五大门店收入合计占比及增速	13
图 16: 老铺黄金历年净利润及同比 (百万元, %)	13
图 17: 老铺黄金历年毛利率和净利率	13
图 18: 老铺黄金三项费用率	14
图 19: 老铺黄金销售及分销开支拆分	14
图 20: 老铺黄金主要销售及分销开支分项占收入的比 (%)	14
图 21: 老铺黄金行政开支拆分	15
图 22: 老铺黄金主要行政开支分项占收入的比 (%)	15
图 23: 老铺黄金研发开支拆分	15
图 24: 老铺黄金主要研发开支分项占收入的比 (%)	15
图 25: 老铺黄金存货周转天数	16

图 26:	恒隆地产于中国大陆主要商场项目 24H1 收入承压	16
图 27:	太古地产于中国大陆主要零售物业项目 24H1 零售额增速承压	16
图 28:	金银珠宝零售 2024 年 4 月开始走弱 (同比, %)	17
图 29:	2024 年 3 月末以来金价波动较大	17
图 30:	中国珠宝市场规模	17
图 31:	2023 年黄金占我国珠宝市场销售规模的 63%	18
图 32:	中国珠宝市场分材质规模增速, 黄金、玉石景气度领先	18
图 33:	中国黄金珠宝市场主要由足金珠宝构成, 2023 年规模 5049 亿元	18
图 34:	古法金占足金市场规模的比从 2017 年的 1% 提升至 2023 年的 31%	19
图 35:	2023 年我国古法金市场规模 1573 亿元, 18-23 年 CAGR 64.6%	19
图 36:	2023 年我国古法金市场主要参与者	19
图 37:	老铺黄金 2022-2023 年在古法金及黄金珠宝市场市占率提升	20
图 38:	古法金珠宝主要品牌的古法金销售占珠宝总收入比重	20
图 39:	2023 年老铺黄金在中国高净值人群最青睐珠宝品牌中排名第 10	21
图 40:	老铺黄金按收入贡献划分的忠诚会员人数	21
图 41:	老铺黄金忠诚会员年销售额结构	21
图 42:	老铺黄金迭代及新品对收入的贡献	22
图 43:	老铺黄金历年产品迭代、推新数量	22
图 44:	足金黄金和足金镶嵌为主要产品系列	22
图 45:	足金镶嵌收入增速快于足金黄金	22
图 46:	老铺黄金分产品价格带 (2023 年)	23
图 47:	老铺黄金分产品销量及同比 (吨)	23
图 48:	主流黄金珠宝品牌零售金价与国内金价高频同向变动 (元/克)	25
图 49:	公司足金黄金、足金镶嵌产品销售均价 2021-2023 年以稳定的幅度提升 (元/克)	25
图 50:	老铺黄金中国大陆店均收入及同比 (万元, %)	27
图 51:	老铺黄金中国港澳店均收入及同比 (万元, %)	27

投资聚焦

公司为我国古法金概念第一品牌，定位高端、专注古法金、且全直营。据公司招股书及24H1业绩预告，2023-24H1取得了靓丽的业绩增长，我们认为这核心来源于：1) 中国高净值人群的投资&消费理念变化，更青睐黄金产品，同时又追求品牌溢价，这使得兼具“黄金”+“高端”两大属性的老铺黄金充分受益，带动2023-24H1同店销售的大幅增长；2) 契合品牌高端的调性，公司自身对产品设计研发及工艺生产的重视程度高，所有产品均为自主研发设计并布局了较高比例的自主生产产能，在黄金珠宝赛道较为激烈的同质化竞争当中保障了设计的独创性、工艺的壁垒，使得其产品更具投资及收藏的价值。3) 全直营的模式下，单个门店的成本相对固定，例如人工、租金、折旧摊销等，因而在品牌美誉度大幅提升驱动的单店销售增长之下，公司盈利水平获得较大提升空间，带动了利润的大幅增长。

展望未来公司成长性，我们认为其对标海外高奢珠宝仍有较大的开店空间，包括但不限于中国大陆持续进驻高端/次高端商场、开设二店、加速大中华区渠道扩张等。长期来看，基于国内消费者&海外华人群体对黄金的喜爱、对老铺品牌的认知度持续加强，公司成长为亚太区域甚至全球性的古法金高端品牌龙头值得期待。

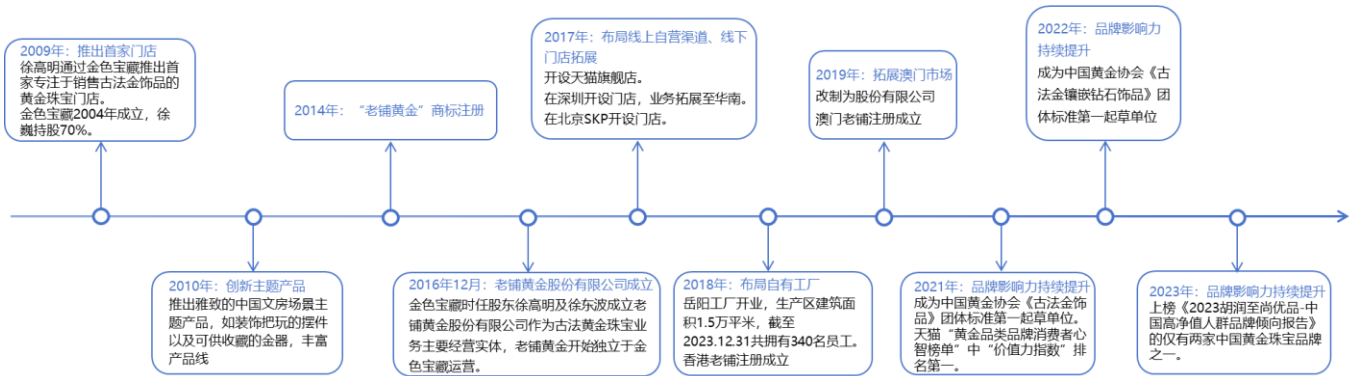
我们预计2024-2026年归母净利润分别为10.47/13.33/16.79亿元，同增152%/27%/26%。公司为稀缺的高端古法金品牌，有望在未来3年兑现显著快于同业的业绩增长，享受一定估值溢价，给予2025年目标PE 15X，目标市值219亿港元，给予“买入”评级。

1、我国“古法金”概念第一品牌

老铺黄金创立于2009年，是我国率先推广“古法金”概念的品牌，经中国黄金协会认证的我国古法手工金器专业第一品牌。根据弗若斯特沙利文，2023年老铺黄金在我国古法金珠宝市场收入排名第七，规模32亿元。公司是前十大市场参与者中唯一专注于古法黄金珠宝产品的品牌和唯三采用全自营模式经营线下门店的品牌。

2021年3月、2022年6月，中国黄金协会分别发布中国首部《古法金饰品》、《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准，公司为两部团体标准起草单位。

品牌古法钻饰金器以足金黄金为底材，手工镶嵌钻石，完全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。

图1：老铺黄金发展历程


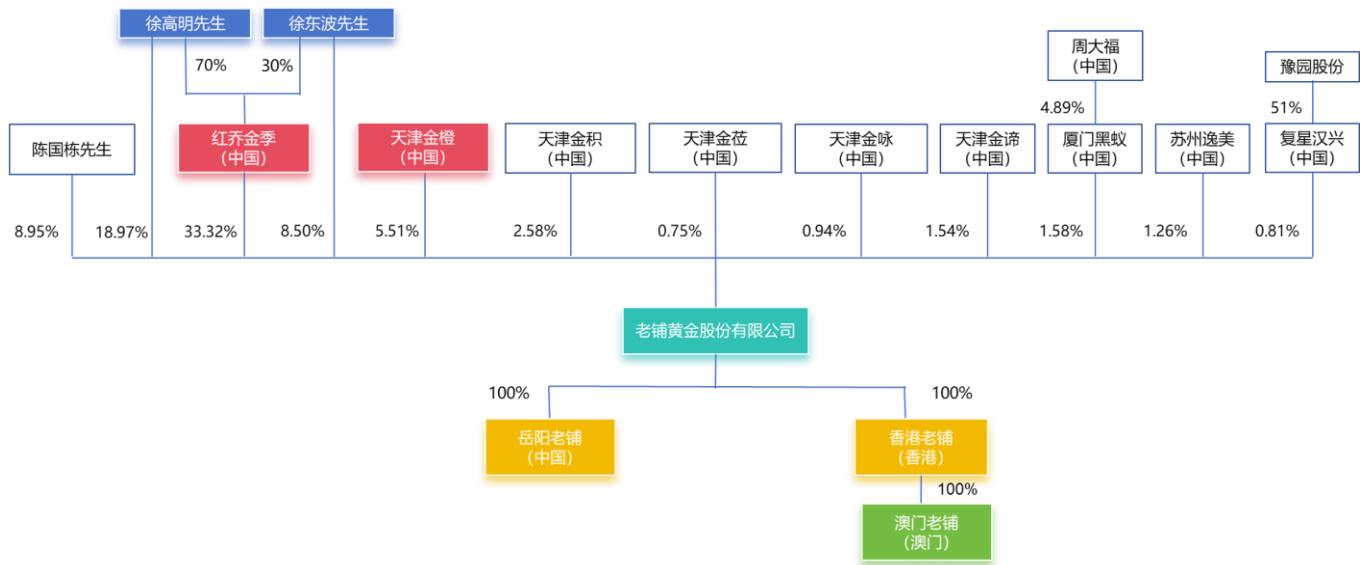
资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图2：老铺黄金主要产品


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

股权结构方面，截至 2024. 7. 25，徐高明、徐东波、红乔金季、天津金橙作为共同控股股东合计持股老铺黄金 66. 30% 股权。创始人徐高明和徐东波父子分别直接持股上市公司 18. 97%、8. 50%，并通过红乔金季（由徐高明和徐东波父子分别持股 70% 和 30%）间接持股 33. 32%，同时红乔金季为天津金橙的普通合伙人持股 5. 51%，徐高明、徐东波、红乔金季、天津金橙作为共同控股股东合计持股 66. 30%，徐高明和徐东波为一致行动人。天津金橙、天津金积、天津金咏、天津金荏、天津金谛为公司股权激励平台。

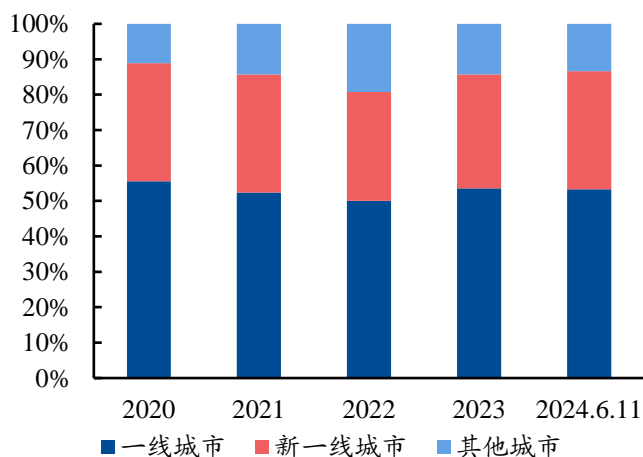
此外，公司股东还包含了同处黄金珠宝零售赛道的周大福（中国）和豫园股份。周大福（中国）有限公司通过持股厦门黑蚁 4. 89%、豫园股份通过控股复星汉兴 51%，间接持股老铺黄金。

图3：共同控股股东合计持股老铺黄金 66.30%股权


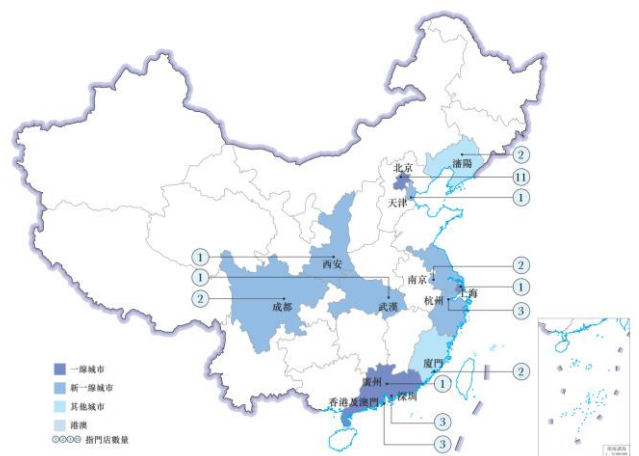
资料来源：老铺黄金招股书、公司公告，iFind，企查查，信达证券研究开发中心
 注：该图为自行测算超额配售后的股权结构，存在时滞、偏差等，可能与实际持股比例略有差异

2、品牌定位高端，门店选址精确筛选目标客群

老铺黄金品牌定位高端，门店主要覆盖高线城市核心商圈，明确的门店选址标准对于品牌定位的确立及客群的筛选起到至关重要的作用。截至 2024.6.11，公司共拥有 33 家门店，覆盖全国 14 个城市，均为自营店。门店分布于北京、上海、深圳、南京、杭州、沈阳、西安、天津、澳门、香港，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。

图4：老铺黄金中国大陆门店分布以一线及新一线为主


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图5：老铺黄金门店分布 (2024.6.11)


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

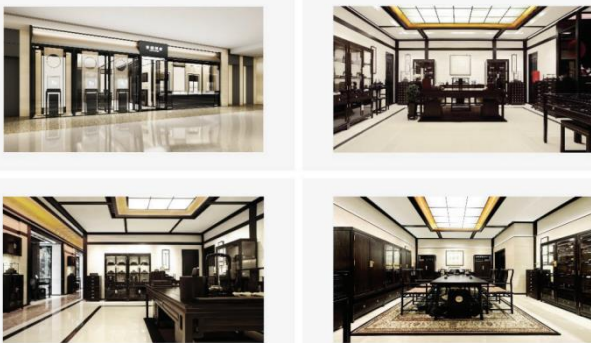
据弗若斯特沙利文，截至 2024 年 4 月老铺黄金在中国十大购物中心的覆盖率达到 80%，与

周大福、蒂芙尼、Chaumet 一致，在中国黄金珠宝品牌中排名第一。2023 年中国前十大购物中心分别为北京 SKP、南京德基广场、北京国贸商城、上海国金中心、上海恒隆广场、杭州大厦、杭州万象城、西安 SKP、广州太古汇、成都国际金融中心。

门店选址上，公司近年来新开店大多位于高端购物中心一楼或二楼，即购物中心最佳位置，该位置通常主要开设国际高奢品牌，老铺黄金的选址有利于吸引更多高净值客群，提高购买转换率及达到更好的品宣效果。据公司统计，老铺黄金品牌的用户画像具备以下特征：1) 追求质量及工艺、愿意为此支付高溢价，这使得公司毛利率能够达到 40% 以上，而古法黄金珠宝平均毛利率约 35%，普通黄金珠宝平均毛利率为 25%；2) 年龄 25-45 岁女性及年龄 30-55 岁男性；3) 购买力强、年收入达到 10 万元以上。

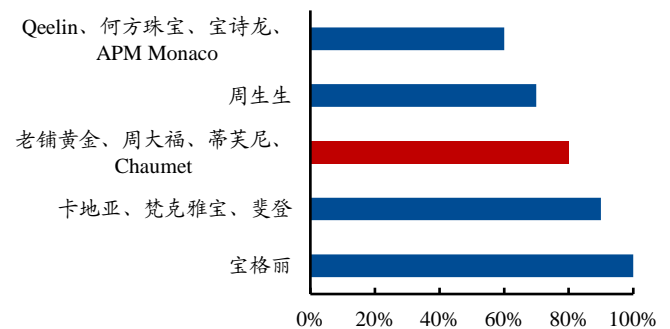
门店装修以经典、雅致的中国文房场景为主题，为高端品牌调性做背书，提升客户消费体验。

图6：老铺黄金“情景化”店铺形象



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图7：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：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

2017 年 7 月，公司首次合作 SKP，在北京项目开设门店。SKP 作为高端购物中心集团，目前在中国大陆开设的项目包括北京 SKP、成都 SKP 和西安 SKP，24 年 7 月武汉 SKP 开业试营。SKP 是全球最具标志性的高端百货之一。根据弗若斯特沙利文的资料，按每平方米销售额计算，北京 SKP 是全球最具生产力的购物中心之一，2023 年实现每平方米每月销售额 1.774 万元。老铺黄金 2023 年在北京 SKP 的两家门店合计收入为 3.358 亿元，实现每平方米每月收入 44.06 万元，2021-2023 年保持公司单店销售规模第一的成绩。凭借在北京 SKP 的优异销售表现，公司进一步与西安 SKP、成都 SKP 等进行了合作。2018 年 5 月开业的西安 SKP 店同样在 2021-2023 年保持着公司单店销售前五的成绩，2023 年西安 SKP 门店实现收入 1.897 亿元，每平方米每月收入 25.88 万元。

2017 年 6 月，老铺黄金首次入驻万象城项目，首店选在深圳万象城。万象城是华润集团旗下的高端购物中心，覆盖全国 30 多个城市。2023 年，华润万象生活全国在营购物中心 101 座，其中 82 个项目零售额排名在当地市场前三，合计零售额达 1812 亿元，商业会员人数超 4500 万。老铺黄金与万象城项目合作的门店中，沈阳万象城店销售额最高，2023 年销售额为 2.325 亿元，每平方米每月收入 15.79 万元。

从历史门店扩张节奏来看，2017-2019 年门店增长较快，2020 年开始开店节奏较为稳健，公司更注重门店经营质量及其选址与品牌调性、目标人群的适配度。2023 年开始，新开店更为集中于中国大陆一线及新一线城市，以及中国港澳市场，中国大陆二线及以下城市门

店数由 2022 年末的 5 家调整并维持在 4 家。截至 2024. 6. 11，公司历史上共计开设的 37 家线下门店中，除福州万象城店经营期间未实现净利润以外，其余 36 家店均在开业后实现盈亏平衡，公司开店成功率高。

表 1: 老铺黄金历史门店数量及区域分布

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.6.11
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
香港及澳门				1	1	1	2	3
总计	8	15	18	19	22	27	30	33

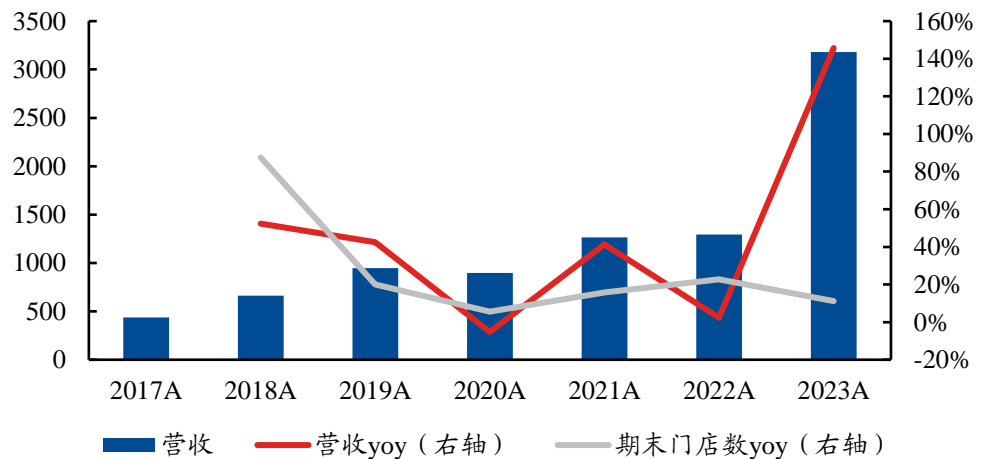
资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

3、开店及同店共同驱动业绩增长，直营模式下单店利润弹性可观

3.1、2023 年同店增长成为业绩核心驱动要素，头部门店表现更优

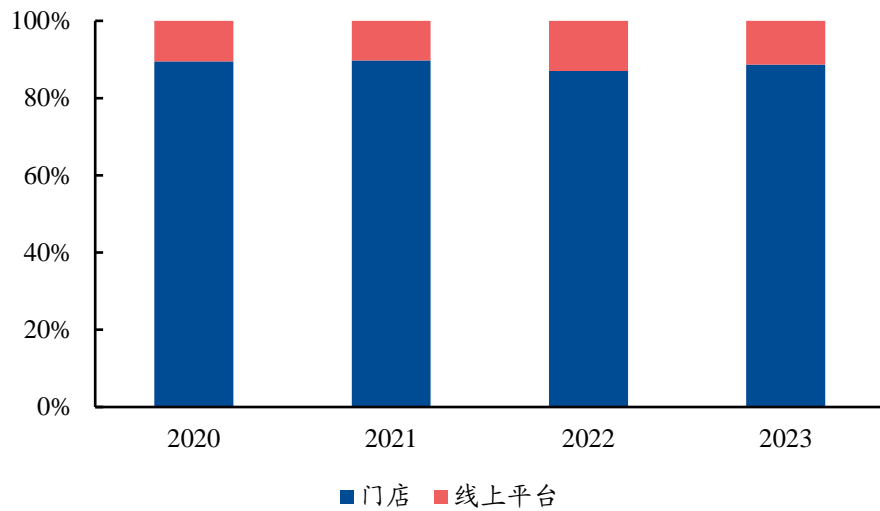
2023 年公司收入规模 31.8 亿元，同比大幅增长 146%，远超历史年度水平，收入规模的突破性增长由门店扩张和同店增长共同贡献，2023 年同店增长成为核心驱动要素。

图 8: 老铺黄金历年营收及门店数增长 (百万元, %)



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

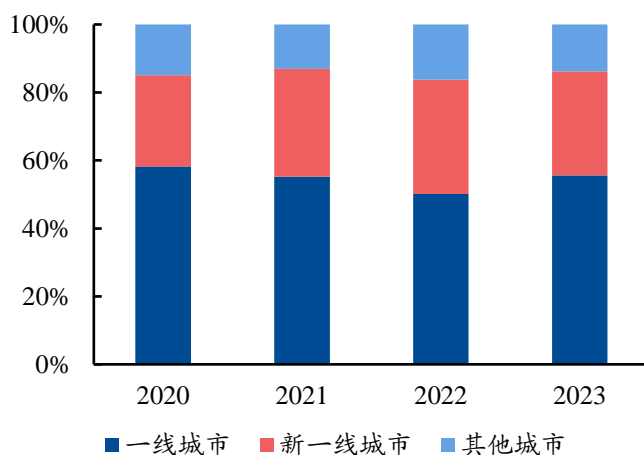
从渠道拆分，线下为公司业绩基本盘，历年占到总收入的近 90%。2023 年公司线上平台收入 3.61 亿元，同比增长 115%，占总收入的 11.4%，2020 年以来线上占比维持在 10%+。公司线上主要为直营旗舰店天猫和京东，以及微信小程序。

图9：老铺黄金分渠道营收结构


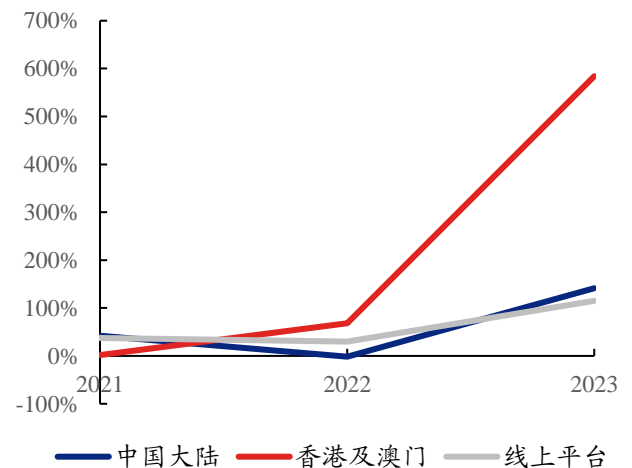
资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

进一步拆分线下渠道，中国大陆一线城市贡献总收入的近一半。2023年中国大陆一线、新一线、其他城市分别贡献总收入的46.6%、25.6%、11.6%。2023年中国大陆线下门店实现营收26.63亿元，同增141%，剔除2022年疫情影响，2021-2023年中国大陆线下渠道收入复合增速54%，其中一线、新一线、其他城市收入CAGR2分别为55%、51%、59%，2021-2023年期末门店数CAGR2分别为17%、13%、15%，因此中国大陆线下渠道的收入增长主要由开店及同店增长共同驱动，特别是2023年同店增长为主要贡献。

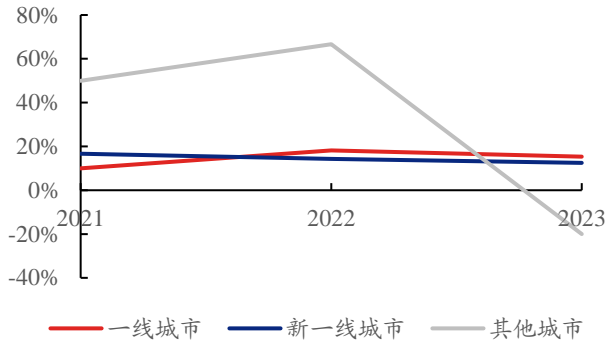
中国港澳2023年实现收入1.55亿元，贡献总收入的4.9%，低基数高增长，2023年同比增长584%，2021-2023年收入复合增速为239%，门店数在2023年新增1家至2家，中国港澳的收入增长同样主要由同店增长贡献。

图10：老铺黄金中国大陆分城市营收结构


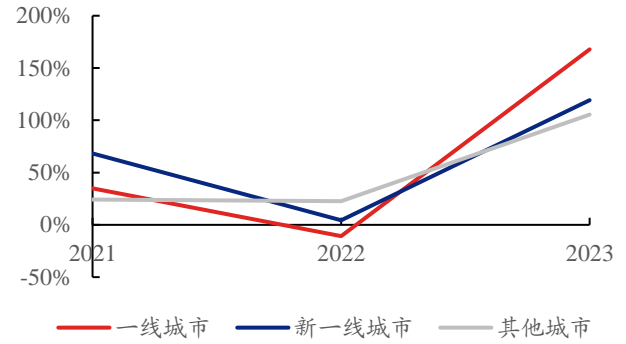
资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图11：老铺黄金分渠道营收增速


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图12：老铺黄金中国大陆分城市门店数量增速


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图13：老铺黄金分城市营收增速


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

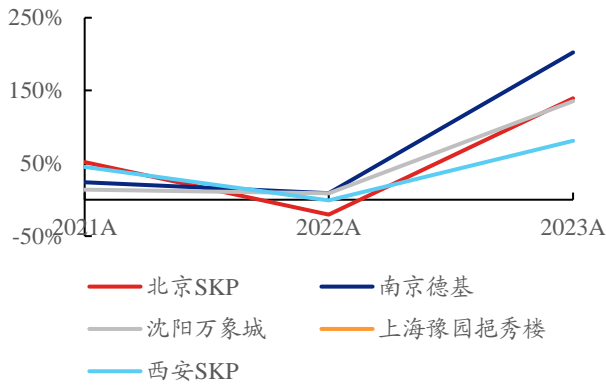
前五大门店表现好于平均水平，头部门店体现出更强的规模效应及品牌影响力。2023 年公司收入排名前五的门店分别为北京 SKP 店、南京德基店、沈阳万象城店、上海豫园店、西安 SKP 店，单店收入规模均突破亿元，且同店取得可观增长。2023 年前五大门店合计收入同增 158%，占总收入的比重达到 39.1%，2021-2023 年前五大门店收入占比持续提升，表现好于所有门店平均水平，且前五大门店分布于华东、华北、东北、西北地区核心城市，说明老铺黄金品牌已经实现较为均衡的全国核心区位覆盖。

对标国内最头部商场之一的北京 SKP 于 2023 年每平方米年销售额 21.29 万元，老铺黄金核心门店每平方米年销售水平显著高于头部商场门店的平均水平。

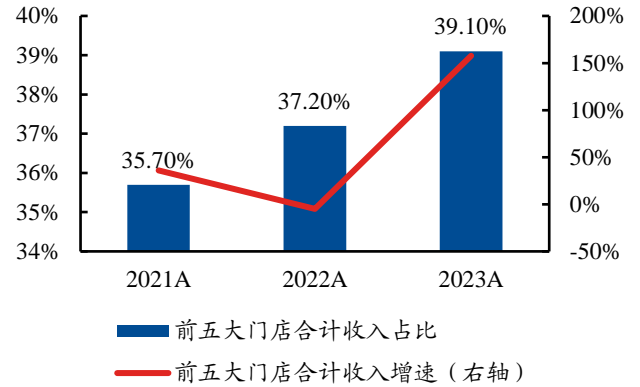
表 2：老铺黄金 2023 年收入前五的购物中心门店

	开业日期	销售收入 (亿元)				每平米收入 (万元)
		2020	2021	2022	2023	2023
北京 SKP	2017.07	1.16	1.76	1.40	3.35	528.7
南京德基	2018.08	0.63	0.78	0.85	2.57	238.9
沈阳万象城	2019.05	0.80	0.91	0.99	2.33	189.5
上海豫园挹秀楼	2022.01	-	-	0.53	2.27	140.4
西安 SKP	2018.05	0.73	1.06	1.05	1.90	310.6

资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图14：老铺黄金前五大门店收入增速


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

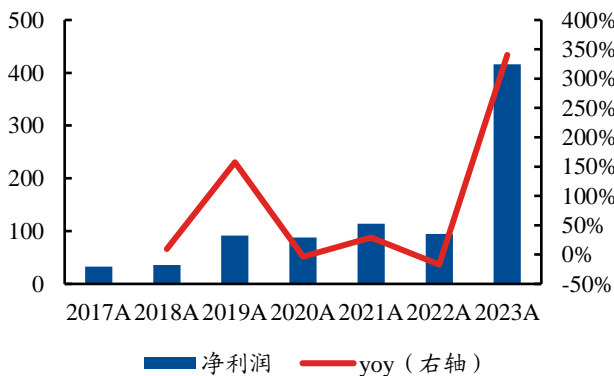
图15：老铺黄金前五大门店收入合计占比及增速


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

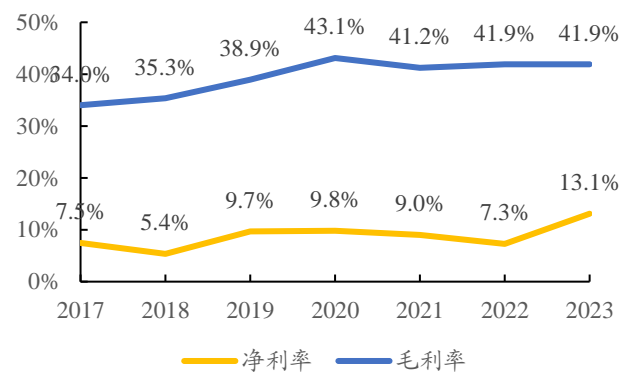
注：考虑到上海豫园挹秀楼店于2022年1月开业，在计算前五大门店收入增速时仅在2023年纳入，2021-2022年同比增速指其余四家门店的合计收入增速。

3.2、直营模式下同店增长将带来可观利润弹性

2023年公司实现净利润4.16亿元，同比增长340%，远超2017-2022历年年度净利润水平。2023年净利率为13.09%，较历史年度有显著提升。2024年7月30日公司公告，预计2024H1将实现净利润5.5-6亿元，同比增幅达到180%-205%。我们认为这主要得益于公司全直营门店的经营模式下，同店增长带来的可观利润弹性。

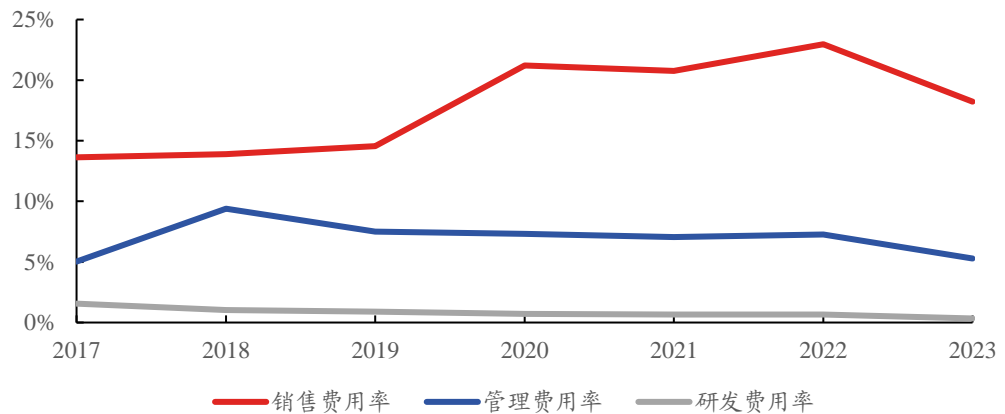
图16：老铺黄金历年净利润及同比（百万元，%）


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图17：老铺黄金历年毛利率和净利率


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

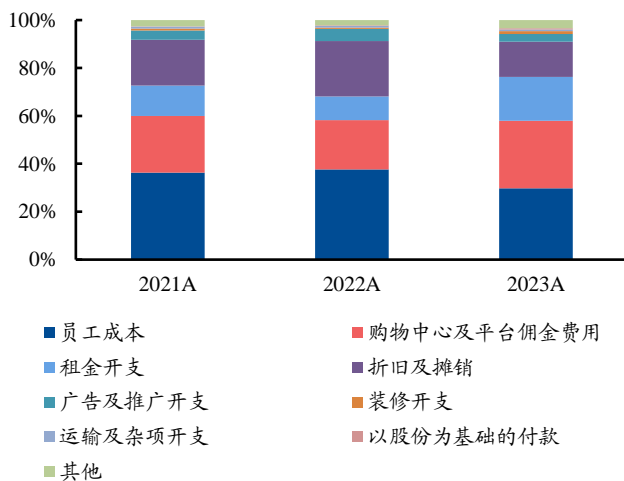
2021年以来公司毛利率总体平稳，2023年净利率的大幅提升主要得益于费用率的下降。2023年销售、管理、研发费用率分别为18.2%、5.3%、0.3%，同比下降4.7PCT、2.0PCT、0.3PCT。

图18：老铺黄金三项费用率


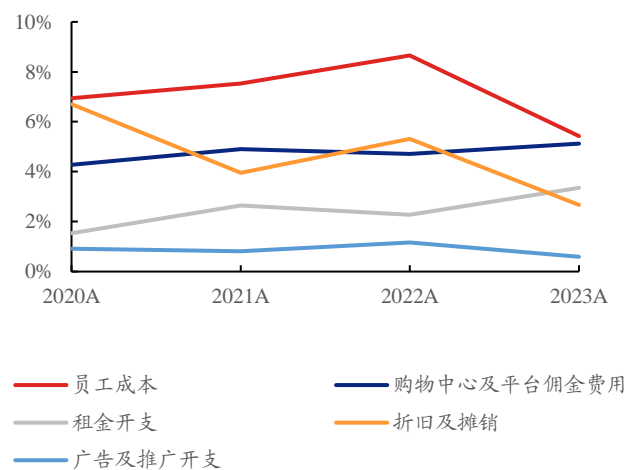
资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

细拆销售、管理、研发费用分项可以发现，同店的高增长主要对员工成本、折旧摊销等相对固定的费用项有明显的摊薄，为2023年三项费用率下降的主要原因。

销售及分销开支主要由员工成本、购物中心及平台佣金费用、租金开支、折旧及摊销费用、广告及推广开支构成，2023年占销售及分销开支的比分别为30%、28%、18%、15%、3%。其中相对为固定费用的员工成本、折旧及摊销、广告及推广开支在2023年分别占销售总收入的5.4%、2.7%、0.6%，分别同比下降3.2、2.6、0.6pct。购物中心及平台佣金费用、租金开支占销售总收入的比重在2020-2023年总体平稳，2023年分别为5.1%、3.4%。公司向购物中心支付租金或联营费用金额主要采取两种计算方式：1) 固定金额，2) 最低月租金或门店月销售额的固定百分比取其高。根据公司招股书披露，目前在营的33家门店中采取可变租金方式的有29家，且2023年占总收入39%的前五大门店均采取了可变租金方式，这使得公司的租金&联营费开支与当期收入的增幅一致性高。

图19：老铺黄金销售及分销开支拆分


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

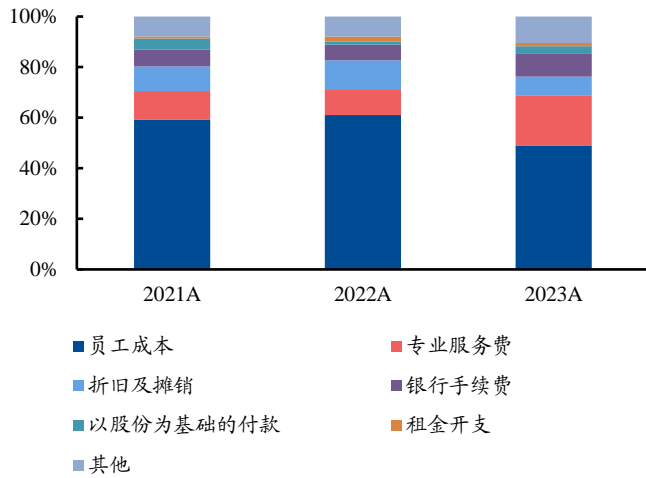
图20：老铺黄金主要销售及分销开支分项占收入的比 (%)


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

行政开支主要由员工成本、专业服务费、折旧及摊销、银行手续费等构成，2023年占行政开支的比例为49%、20%、8%、9%。其中，相对为固定费用的员工成本、折旧及摊销2023年占销售总收入的比重下降明显，2023年分别占收入的2.6%、0.4%，同比下降1.9、0.4pct。银行手续费占收入的比在2020-2023年保持稳定，2023年为0.5%，主要为销售收

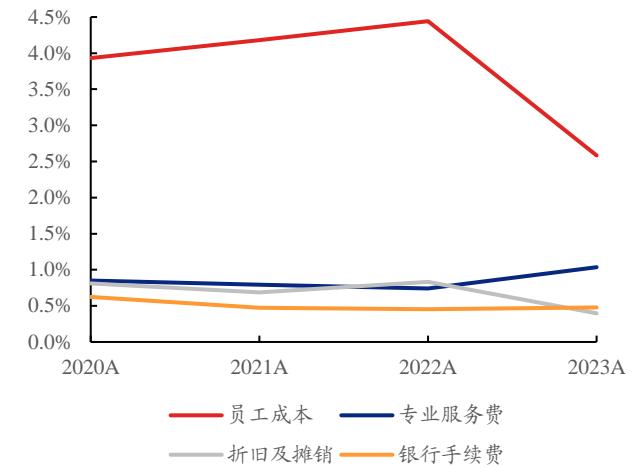
入的增加导致与客户结算银行卡相关的手续费增加。专业服务费占收入的比于 2023 年提升主要来自上市相关的法律及会计服务费支出。

图21：老铺黄金行政开支拆分



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

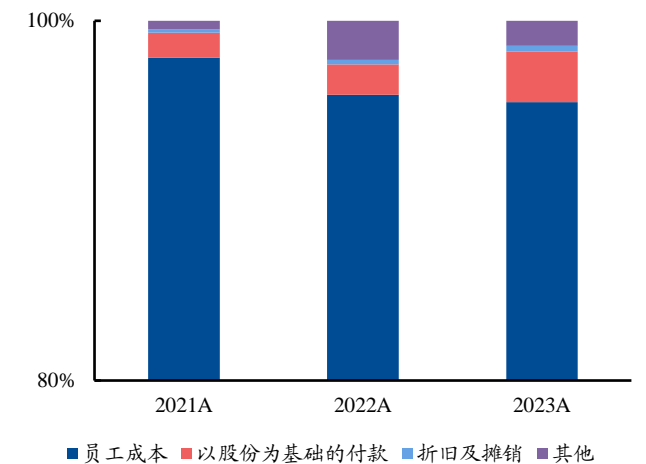
图22：老铺黄金主要行政开支分项占收入的比（%）



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

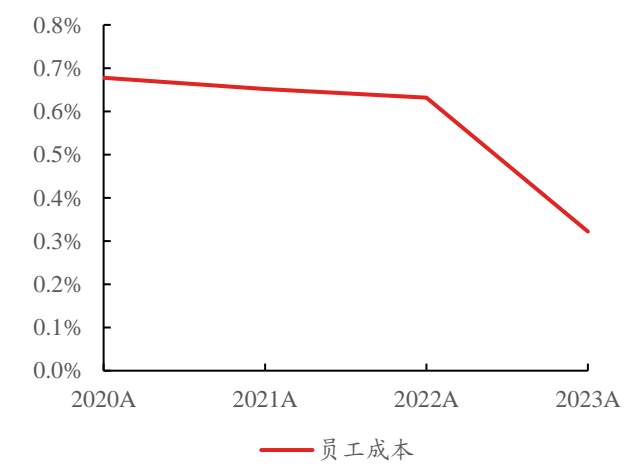
研发开支主要由员工成本、以股份为基础的付款等项目构成，其中员工成本占 2023 年研发开支的 95%，作为相对固定的成本项，研发开支中的员工成本支出占 2023 年总收入的比为 0.3%，同比下降 0.3pct。

图23：老铺黄金研发开支拆分



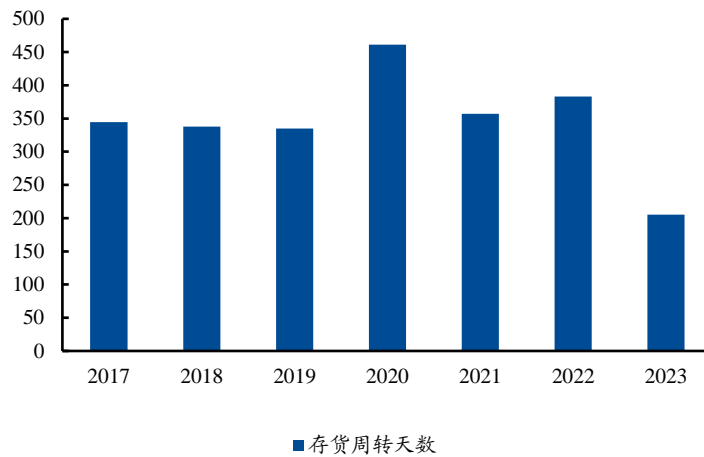
资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图24：老铺黄金主要研发开支分项占收入的比（%）



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

同店的增长同样带动直营模式下门店存货周转效率的提升。2023 年期末公司存货周转天数为 205 天，同比加快 178 天。

图25：老铺黄金存货周转天数


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

4、同店增长驱动力：品牌&工艺&材质赋予了老铺产品投资与传承价值

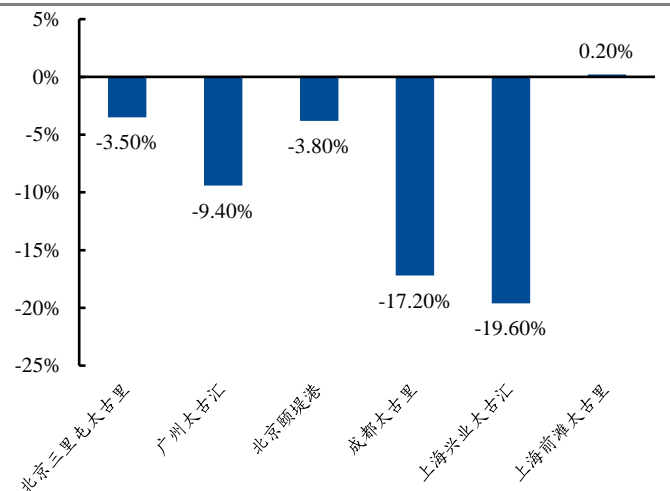
4.1、24H1 国内消费力走弱、线下零售业态承压，老铺黄金销售逆势高增

24H1 国内消费力走弱，线下零售业态零售额普遍出现下滑。高端商业物业代表性的如恒隆地产、太古地产旗下大部分项目在 24H1 出现不同程度零售额同比下滑。重庆区域零售龙头重庆百货披露的 24H1 业绩快报显示收入、净利润（扣除非经常性损益和马上消费投资收益后）分别同比下滑 11.56%、4.52%。

图26：恒隆地产于中国大陆主要商场项目 24H1 收入承压

所在城市商場名稱	收入 (人民幣百萬元)			期末租出率		
	2024	2023	變動	2024年 6月	2023年 12月	2023年 6月
高端商場						
上海恒隆廣場	819	891	-8%	100%	100%	100%
上海港匯恒隆廣場	589	613	-4%	97%	99%	98%
瀋陽市府恒隆廣場	43	50	-14%	82%	81%	84%
無錫恒隆廣場	226	226	-	99%	98%	99%
大連恒隆廣場	144	133	8%	93%	90%	89%
昆明恒隆廣場	152	154	-1%	98%	98%	97%
武漢恒隆廣場	119	122	-2%	83%	82%	81%
	2,092	2,189	-4%			
次高端商場						
瀋陽皇城恒隆廣場	80	78	3%	92%	90%	86%
濟南恒隆廣場	158	156	1%	92%	93%	89%
天津恒隆廣場	84	73	15%	94%	90%	80%
	322	307	5%			
總額	2,414	2,496	-3%			

资料来源：恒隆地产公司公告，信达证券研究开发中心

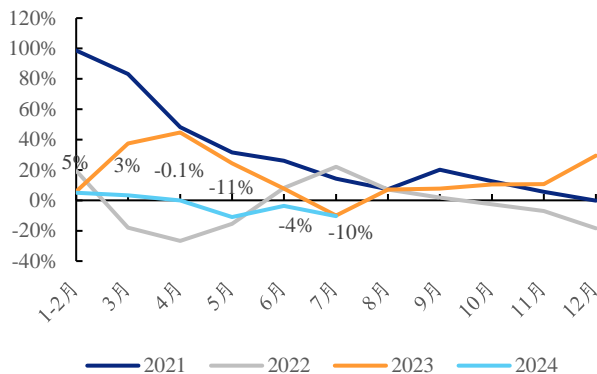
图27：太古地产于中国大陆主要零售物业项目 24H1 零售额增速承压


资料来源：太古地产公司公告，信达证券研究开发中心

黄金珠宝零售方面，由于 24 年 3 月末以来金价的大幅波动，消费者对于黄金首饰类消费采取观望态度，据国家统计局统计的金银珠宝零售情况，24 年 4 月开始零售额月度同比持续为负增长。

在线下零售、黄金珠宝消费双双承压的背景下，老铺黄金 24H1 业绩表现逆势高增，我们认为核心与其品牌定位、产品差异化、定价模式有关。

图28：金银珠宝零售 2024 年 4 月开始走弱（同比，%）



资料来源：国家统计局，iFind，信达证券研究开发中心

图29：2024 年 3 月末以来金价波动较大

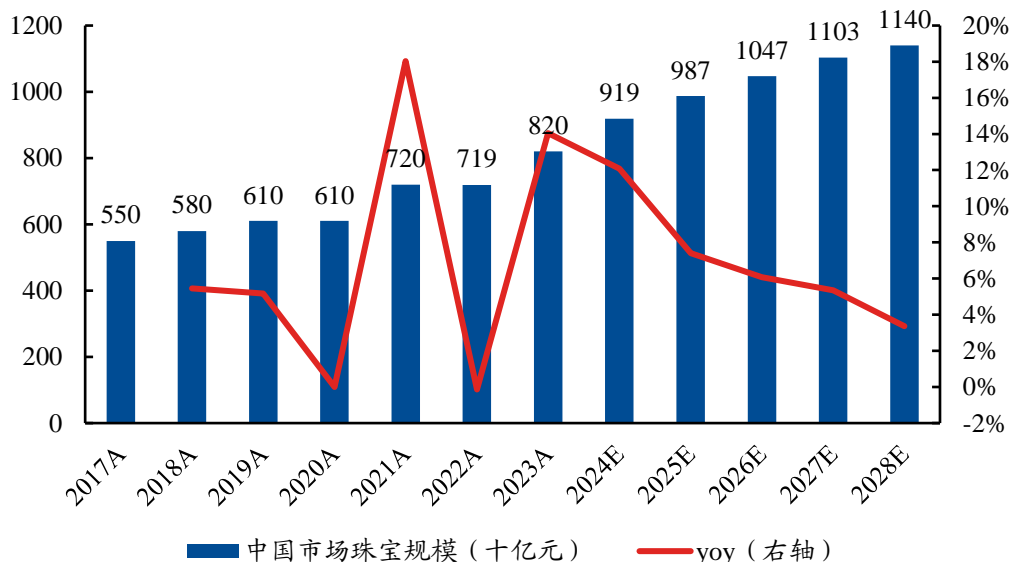


资料来源：iFind，信达证券研究开发中心

4.2、行业层面：古法金赛道在珠宝细分品类中景气度领跑

根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，2023 年我国珠宝市场销售收入规模 8200 亿元，18-23 年复合增速为 7.2%，预计至 2028 年规模达到 11400 亿元，23-28 年复合增速预测为 6.8%，维持稳定增长。

图30：中国珠宝市场规模



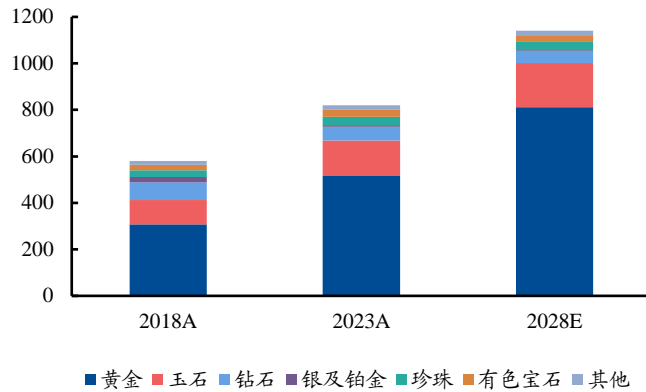
资料来源：弗若斯特沙利文，中国珠宝玉石首饰行业协会，老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

分材质来看，排名前三的分别为黄金、玉石、钻石。其中黄金规模领先且占比持续提升，2023 年规模 5180 亿元，占比从 2018 年的 53%提至 2023 年的 63%，弗若斯特沙利文预计 2028 年黄金占比将进一步提升至 71%，18-23 年规模复合增速为 11.0%，预计 23-28 年为

9.4%，贡献行业规模主要增长。

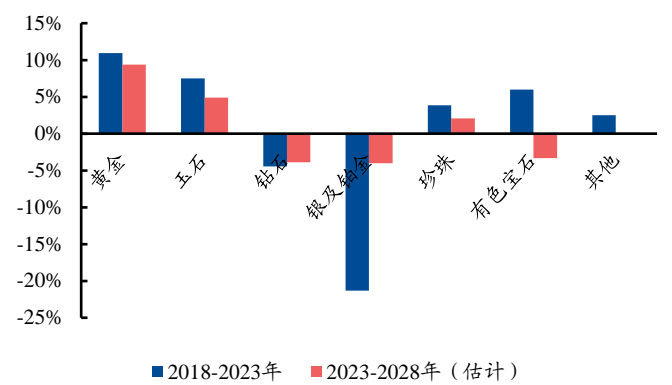
钻石规模 2023 年为 600 亿元，占比从 2018 年的 13% 下降至 2023 年的 7%，弗若斯特沙利文预计其占比至 2028 年将进一步下降至 4%，18-23 年规模复合增速-4.5%，预计 23-28 年为-3.9%。

图31：2023 年黄金占我国珠宝市场销售规模的 63%



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，弗若斯特沙利文，老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图32：中国珠宝市场分材质规模增速，黄金、玉石景气度领先

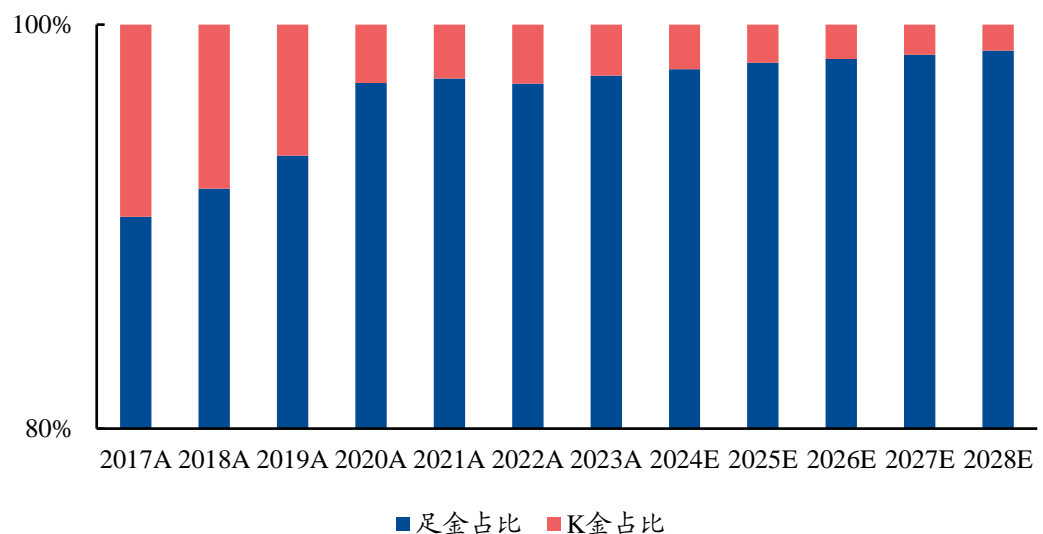


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

根据中国珠宝玉石首饰行业协会，我国黄金珠宝市场按材质进一步划分为足金珠宝和 K 金珠宝。其中足金珠宝为主要构成，2023 年足金珠宝规模 5049 亿元，占黄金珠宝的 98%，K 金占 2%。中国珠宝玉石首饰行业协会预计 2028 年足金珠宝规模 8005 亿元，23-28 年 CAGR 为 9.7%，占黄金珠宝的 99%，而 K 金 23-28 年预计 CAGR-4.3%，占比降至 1%。

我国珠宝市场角度看，足金珠宝占比达到 62%，K 金占 2%。中国珠宝玉石首饰行业协会预计至 2028 年足金珠宝占珠宝市场增至 70%，而 K 金珠宝占比降至 0.9%。

图33：中国黄金珠宝市场主要由足金珠宝构成，2023 年规模 5049 亿元



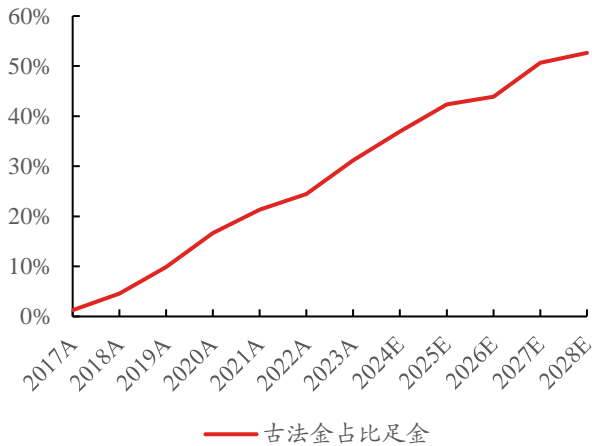
资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

足金珠宝按照加工工艺划分为普通黄金珠宝、硬金珠宝、古法黄金珠宝。2023 年市场规模

分别为 2879、597、1573 亿元，其中古法金占足金市场的 31%。

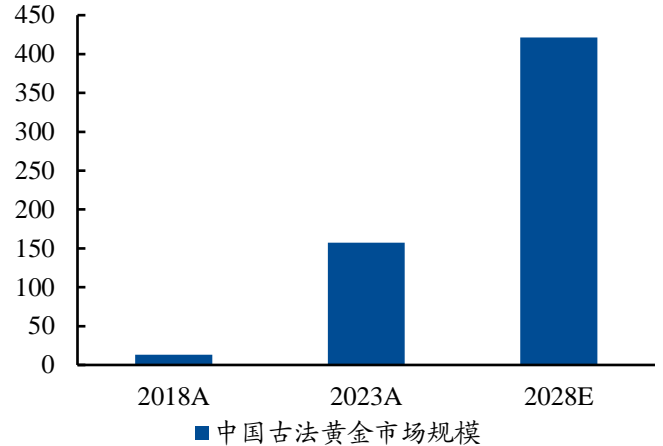
中国珠宝首饰行业协会预测硬金和古法金将贡献足金市场的主要增长，23-28 年预测 CAGR 分别为 13.3%、21.8%，而普通足金则为-1.4%。预计至 2028 年古法金占足金市场规模的比将提升至 53%，市场规模达到 4214 亿元。

图34：古法金占足金市场规模的比从 2017 年的 1%提升至 2023 年的 31%



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

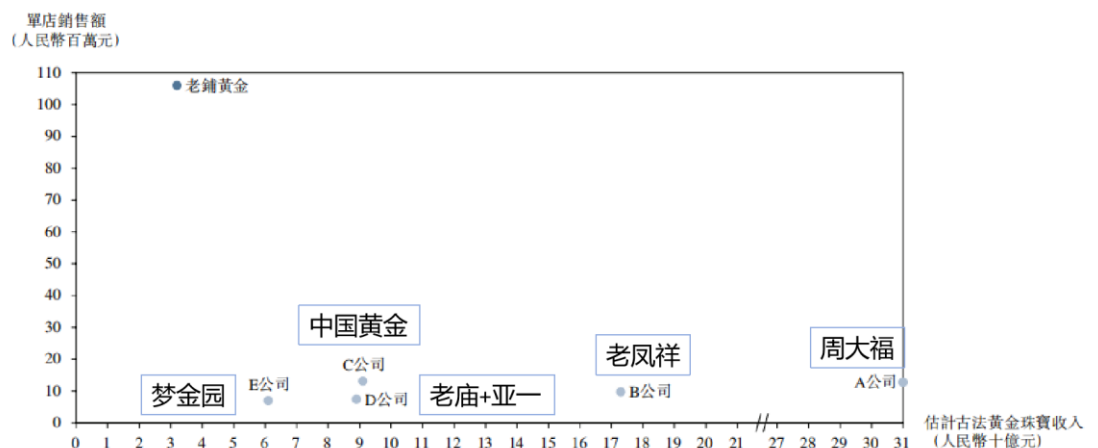
图35：2023 年我国古法金市场规模 1573 亿元，18-23 年 CAGR 64.6%



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

古法金市场集中度高于黄金珠宝总体。据弗若斯特沙利文，2023 年我国古法金市场规模 1573 亿元，前五大品牌古法金产品收入规模 724 亿元，占比 46.1%。欧睿统计的 2022 年我国珠宝市场前五大公司份额为 28%，古法金市场集中度高于黄金珠宝总体。老铺黄金于 2023 年在我国古法金市场销售规模排名第 7，市场份额为 2.0%，2022 年排名第 10，市场份额为 1.3%。

图36：2023 年我国古法金市场主要参与者

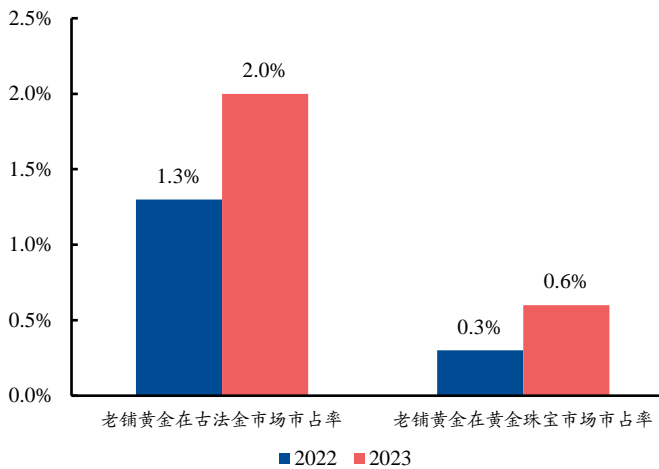


资料来源：弗若斯特沙利文，老铺黄金招股书，梦金园招股书，中国黄金、豫园股份、老凤祥、周大福公司公告，信达证券研究开发中心

老铺黄金为收入规模前十大公司中唯一专注于古法金的品牌。其他主要古法金头部品牌中，周大福 FY2024H1 财报显示中国大陆“传承”系列古法金零售值占比为 37%，老凤祥、

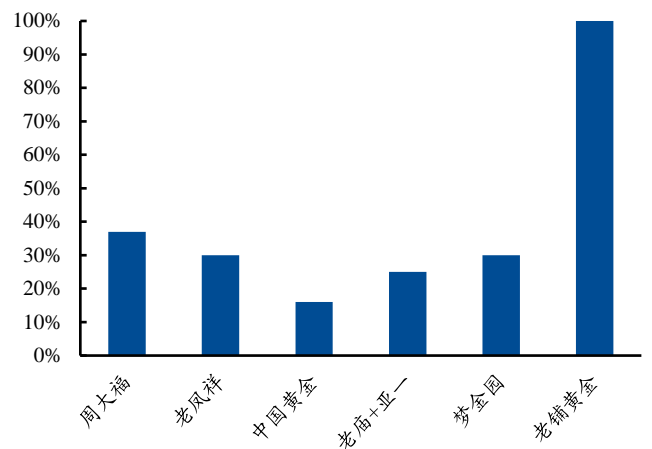
梦金园、老庙+亚一、中国黄金的古法金收入占珠宝收入比重在 30%及以下，老铺黄金则为接近 100%。

图37：老铺黄金 2022-2023 年在古法金及黄金珠宝市场市占率提升



资料来源：弗若斯特沙利文，老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图38：古法金珠宝主要品牌的古法金销售占珠宝总收入比重



资料来源：老铺黄金招股书，梦金园招股书，中国黄金、豫园股份、老凤祥、周大福公司公告，信达证券研究开发中心

注：周大福为 FY2024H1 财报数据，对应自然年的 2023.4.1-2023.9.30；老凤祥、中国黄金、豫园股份（老庙+亚一）、梦金园、老铺黄金为 2023 年度数据

4.3、品牌层面：中国高净值人群投资理念变化，老铺兼具“高端”+“黄金”两大特性

中国高净值人群投资理念变化，黄金成为投资首选。据胡润百富发布的《2023 中国高净值人群品牌倾向报告》，针对 750 位千万资产的中国高净值人士的调研结果显示，近 3 年高净值人群投资理念发生较大变化，对住宅的投资热度持续收缩，对比三年前下滑 12 个百分点，而银行存款、黄金成为首选的投资方式，我们认为 2023 年初以来的国内金价持续上涨并创新高更进一步强化了国内消费者对黄金的购买热情。

老铺黄金作为稀缺的以黄金为主要原材料、定位高端的品牌，受到高净值人群青睐。据胡润百富，2023 年老铺黄金在中国高净值人群最青睐的珠宝品牌排名中首次进入前十，成为继周大福之后第二个上榜的中国黄金珠宝品牌。

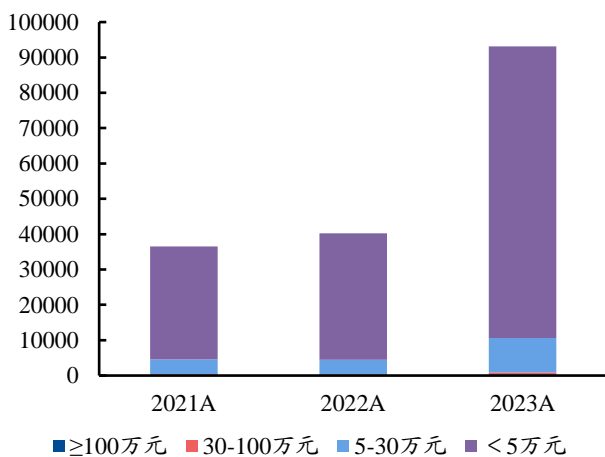
图39：2023年老铺黄金在中国高净值人群最青睐珠宝品牌中排名第10

最青睐的珠宝		Best Jewelry
1	—	Bvlgari
2	—	Cartier
3	—	Van Cleef & Arpels
4	—	Tiffany & Co.
5	↑	Chow Tai Fook
6	↓	Chanel
7	*	Boucheron
8	↓	Piaget
9	↓	Chaumet
10	*	老铺黄金

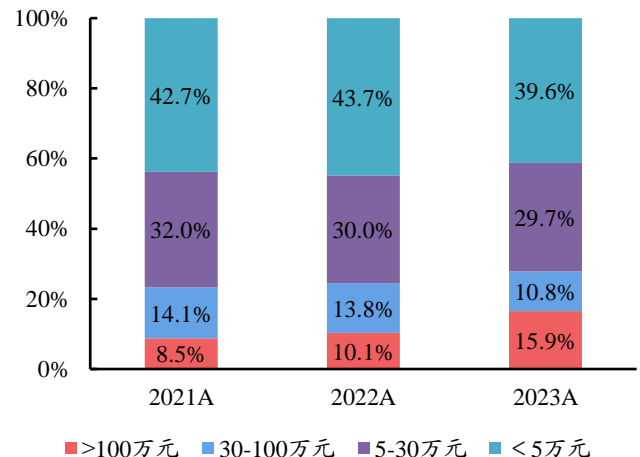
来源：2023胡润至尚优品

资料来源：胡润百富，老铺黄金微信公众号，信达证券研究开发中心

忠诚会员人数快速增长，高级别会员销售贡献持续提升。2023年，在老铺黄金购买至少一次的忠诚会员人数翻倍以上增长，达到9.3万人，同比增幅131%。其中，年消费额100万元及以上的忠诚会员贡献了公司15.9%的收入，这一比例从2021年的8.5%逐年提升至2023年的15.9%，显示高净增人群对品牌的认可度、用户粘性持续增强。

图40：老铺黄金按收入贡献划分的忠诚会员人数


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图41：老铺黄金忠诚会员年销售额结构


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

公司会员分为四大等级，任意消费即可成为忠诚会员，累计正价商品消费金额达到30万元即为高级忠诚会员，可享受官方购买渠道95折的优惠权益。

表3：老铺黄金会员等级及权益

会员等级	有效期	入会条件	会员分类	会员权益
注册会员	终身	注册成功		
普卡会员	终身	任意消费	忠诚会员	
金卡会员	终身	正价商品累计消费满30万元	高级忠诚会员	在老铺黄金直营门店或官方线上渠道（天猫旗舰店、京东旗舰店、微信精品店）购物享95折优惠
黑金卡会员	终身	正价商品累计消费满50万元		

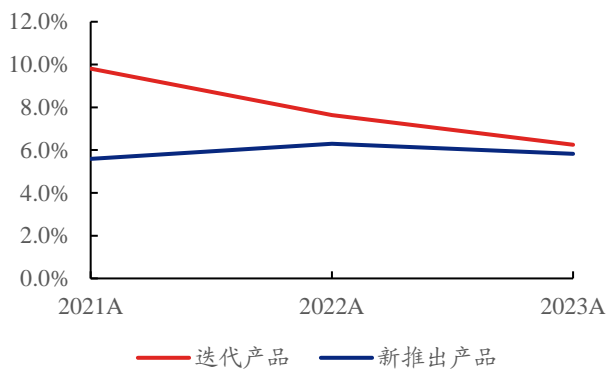
资料来源：老铺黄金招股书，老铺黄金会员中心微信小程序，信达证券研究开发中心

4.3.1、产品迭代及推新高效，较高自产比例强化设计&工艺壁垒

公司所有产品均为自主设计研发，并能够持续迭代优化，保持核心大单品竞争力的同时高效推新及迭代，打造以中国古法手工金器为主题的产品体系，引领行业趋势。例如，公司2019年推出“足金镶钻”系列产品，突破了足金材质较为柔软而难以镶嵌住钻石的工艺瓶颈，颠覆了“钻石饰品以K金为底材”的传统行业标准，当前足金镶钻产品已发展成为古法金行业的人气品类。此外公司还推出了足金烧蓝等其他核心产品系列。截至2023年末，公司拥有超千种原创设计的产品款式，作品著作权1073项，境外专利164项。

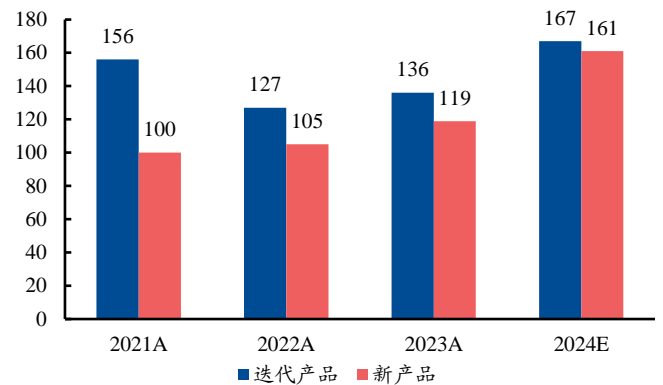
2021年以来，公司保持每年百余款产品的迭代、百余款新品的更新频率，迭代产品及新品在2021-2023年每年各稳定贡献中高个位数的收入占比。2024年公司共计划迭代167款产品、推出161款新品。截至2024年6月11日，老铺黄金品牌名下拥有超2700款产品。

图42：老铺黄金迭代及新品对收入的贡献



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

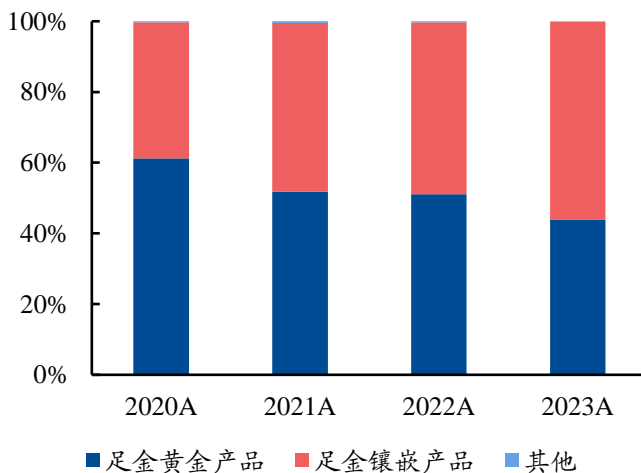
图43：老铺黄金历年产品迭代、推新数量



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

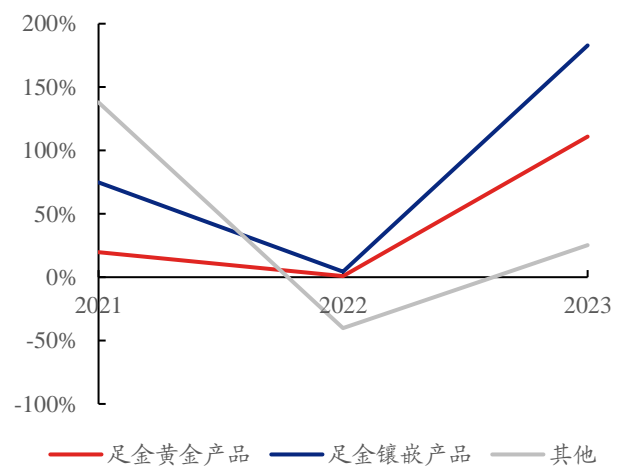
公司产品主要分为足金黄金和足金镶嵌两大类，2023年营收占比分别为43.9%/56.0%，其中足金镶嵌品类得益于2019年公司首度推出的黄金镶钻产品系列表现亮眼，收入占比从2020年的38.5%持续提升至2023年的56.0%、占比过半。2021-2023年收入增速持续快于足金黄金类产品。

图44：足金黄金和足金镶嵌为主要产品系列



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图45：足金镶嵌收入增速快于足金黄金

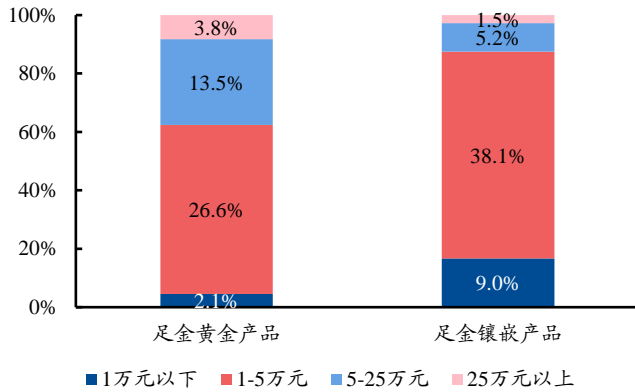


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

2023年公司足金产品、足金镶嵌产品客单价集中在1-5万元区间，相较足金镶嵌，足金黄金产品在5万元及以上高单价的比例更高。

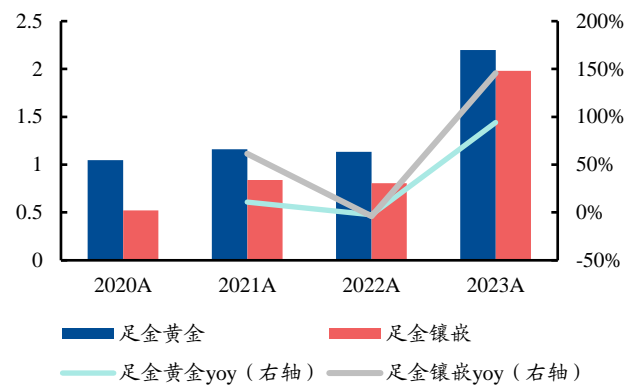
2023年足金黄金、足金镶嵌产品销量分别为2.20、1.98吨，分别同比增长94%、146%，量价共同贡献了产品销售收入的增长，其中量增为主要贡献。

图46：老铺黄金分产品价格带（2023年）



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图47：老铺黄金分产品销量及同比（吨）



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

除自主研发设计之外，公司还较早布局自主产能且有行业内较高的自产比例，保障了产品设计的原创性和工艺壁垒。2018年公司岳阳工厂开业，生产区总建筑面积1.5万平方米，2023年实现产量2.75吨，产能利用率111.7%。2021-2023年，公司自主生产量占总产量的64%、68%、59%，相较于主流的黄金珠宝头部品牌，老铺黄金自产比例较高。

表4：老铺黄金岳阳工厂产能情况

	2020	2021	2022	2023
最高产能 (吨)	1.269	1.465	1.487	2.466
实际产量 (吨)	1.032	1.465	1.373	2.754
产能利用率	81.3%	100%	92.4%	111.7%
生产工人数	104	128	146	232

产能利用率=实际产量/产能

最高产能根据：1) 期间平均生产工人数，2) 生产工人每天工作8小时，每年工作250天，3) 生产线每天一班制运作。

资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

表 5: 黄金珠宝主要公司的生产模式及自产占比

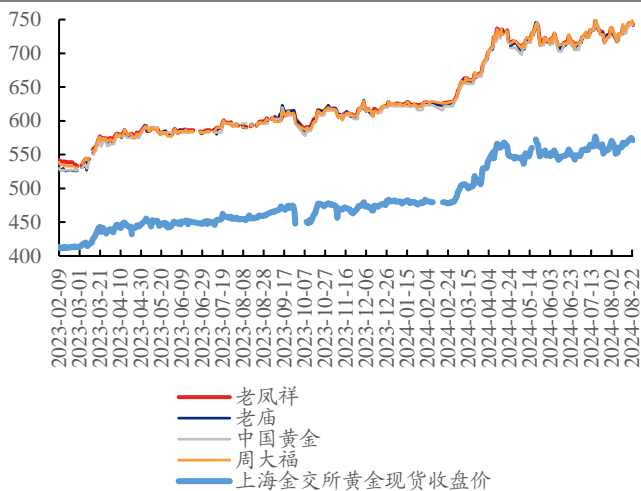
	生产模式	自产比例
老凤祥	自行生产、委外加工	2017-2019 年量占比在 30%+~40%+
中国黄金	金条产品采用自行生产模式 黄金首饰及部分黄金制品委外加工	黄金饰品以委外加工为主，自产比例较低
菜百股份	委外加工	无
周大生	委外加工、指定供应商 其中加盟渠道素金产品主要来自指定供应商	无
潮宏基	自行生产、委外加工、指定供应商 其中时尚珠宝类目下的素金产品主要为自行生产， 传统黄金首饰主要为委外加工或指定供应商	2023 年自产的金额占比在 30%
曼卡龙	委外加工	无
周大福	自行生产、委外加工 聘用外部生产商生产简单或较低价值的珠宝首饰	约 50%

资料来源：老凤祥、中国黄金、菜百股份、周大生、潮宏基、曼卡龙、周大福公司公告，信达证券研究开发中心

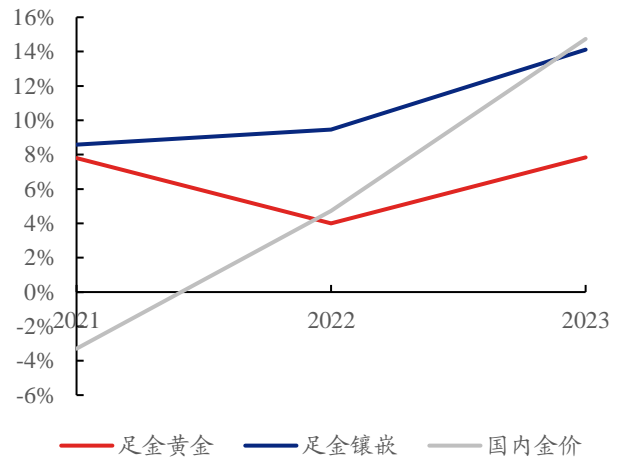
4.3.2、定价逻辑更类似奢侈品珠宝，在金价较快上涨的背景下更具“质价比”

区别于黄金按克计价+加工费的传统定价模式，老铺黄金的足金黄金、足金镶嵌产品全部采用按件计价方式。公司定价策略主要参考黄金价格、所用黄金克重、设计与工艺的精细复杂程度，以及其他材料如钻石等的克重和价格，同一产品的价格相对固定，不会像主流黄金珠宝品牌一样以日度的频率对零售金价进行调整。

老铺黄金的足金黄金、足金镶嵌产品销售均价 2021-2023 年以稳定的幅度提升。2021-2023 年老铺黄金的足金黄金产品单位销售均价分别为 650、676、729 元/克，同比涨幅分别为 8%、4%、8%，足金镶嵌产品单位销售均价分别为 835、914、1043 元/克，同比涨幅分别为 9%、9%、14%，同期国内金价的年度平均涨幅为-3%、5%、15%。若某一时期金价上涨较快，老铺产品的提价幅度可能慢于金价涨幅，相对主流的黄金珠宝定价模式，本身定位就更为高端的老铺黄金“质价比”优势凸显。我们认为老铺黄金更类似奢侈品珠宝的定价策略也是其在 2024 年以来金价大幅波动背景下更受消费者青睐的原因之一。

图48：主流黄金珠宝品牌零售金价与国内金价高频同向变动（元/克）


资料来源：上海黄金饰品行业协会公众号，上海黄金交易所，iFind，信达证券研究开发中心

图49：公司足金黄金、足金镶嵌产品销售均价 2021-2023 年以稳定的幅度提升（元/克）


资料来源：老铺黄金招股书，上海黄金交易所，iFind，信达证券研究开发中心

5、未来空间：以大中华区的奢侈品牌为参考

考虑老铺黄金的品牌调性及目标客群，我们认为其开店空间可以对标大中华区的海外顶奢爱马仕、LV，以及高端珠宝品牌宝格丽、卡地亚、梵克雅宝、蒂芙尼等。

5.1、开店：中国大陆进一步布局高端商场&开设二店，大中华区尚处起步阶段、空间广阔

从渠道拓展情况来看，截至 2024. 6. 11 老铺黄金已布局中国大陆、中国香港、中国澳门，并计划在未来两年内新增布局新加坡。公司规划未来两年在中国大陆新开 8 家门店，在中国港澳及新加坡开设 5 家门店。中长期公司也在考虑进驻日本等国家。

对标海外主要奢侈品牌，老铺黄金在中国大陆的门店数量与爱马仕、梵克雅宝、宝格丽等接近，少于 LV、卡地亚、蒂芙尼等。我们认为基于我国消费者对黄金的喜爱度，老铺黄金对标高端品牌在中国大陆仍有翻倍以上的开店空间，主要来自进驻新的高端/次高端商场，开设二店等。例如：

1) 在全国 13 个重奢万象城项目中，目前老铺黄金覆盖了其中 5 家——深圳、杭州、沈阳、厦门、天津，其中深圳、杭州、厦门、沈阳万象城老铺于 2017-2019 年间开出首店之后，又于 2021-2023 年间分别开了二店，公司与华润万象合作加深，有望陆续进驻其他重奢万象城项目并拓展二店。

2) 全国 4 个 SKP 项目中，目前老铺黄金已全部进驻，其中最早合作的北京 SKP 于 2020 年 9 月开设了二店。

3) 太古地产于中国香港及大陆的 9 个零售物业项目中，老铺黄金目前仅合作了广州太古汇一家。

4) 截至 2024. 6. 30, 恒隆地产在中国大陆共有 7 家高端商场, 老铺黄金尚未进驻。

5) 除了布局高端商场, 公司还有望在未来选择性进驻部分轻奢/次高端商场, 例如于 2021 年 12 月进驻的深圳万象天地项目, 为公司与华润万象合作的首个非重奢项目。

老铺黄金在中国港澳台, 以及新加坡等华裔较多的市场门店布局尚较少。海外奢侈品牌在中国港澳台及新加坡合计门店数平均在 20 家以上, 而老铺黄金目前仅在中国港澳布局 3 家。我们认为中长期来看, 随着老铺品牌力的不断提升, 在中国大陆以外的大中华区以及华语区国家仍有较大的开店及销售增长空间。

表 6: 主要奢侈品牌&高端珠宝品牌在大中华区及新加坡的门店数量

	中国大陆	中国香港	中国澳门	中国台湾	新加坡
爱马仕	33	7	4	10	6
LV	69	7	8	10	7
宝格丽	33	6	5	3	4
卡地亚	51	8	6	7	4
梵克雅宝	33	6	5	3	4
蒂芙尼	42	8	5	7	5
宝诗龙	16	3	2	4	1
伯爵	72	5	7	15	5
老铺黄金	30	2	1	0	0

资料来源: 老铺黄金招股书, 宝格丽官网, 宝诗龙官网, 伯爵官网, 卡地亚官网, 蒂芙尼官网, 梵克雅宝官网, LV 官网, 爱马仕官网, 大众点评, 信达证券研究开发中心

注: 部分门店数量为官网披露信息, 可能存在时滞或偏差

5.2、店均收入: 2023 年同比翻倍以上增长, 预计已接近一线奢侈品珠宝水平

我们测算蒂芙尼 FY2017-FY2019 大中华区门店店均收入分别为人民币 0.85、0.91、0.95 亿元。

表 7: 蒂芙尼 FY2017-FY2019 大中华区店均收入测算

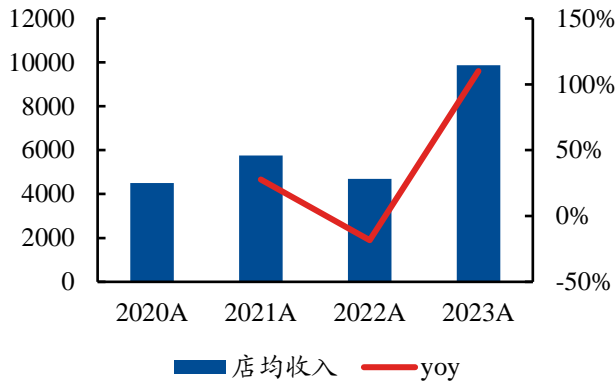
	FY2017	FY2018	FY2019
亚太地区收入 (百万美元)	1095	1239	1258.2
大中华区收入占比	60%	60%	60%
大中华区收入 (百万美元)	657	743.4	754.92
大中华区门店数 (家)	52	54	55
其中: 中国大陆	31	33	34
中国香港	10	10	10
中国澳门	4	4	4
中国台湾	7	7	7
大中华区店均收入 (万美元)	1263	1377	1373
大中华区店均收入 (万人民币)	8535	9094	9479

资料来源: 蒂芙尼公司公告, iFind, 信达证券研究开发中心 (注: FY2019 财年截至 2020.1.31)

注: 以中国大陆及中国港澳台作为大中华区进行计算

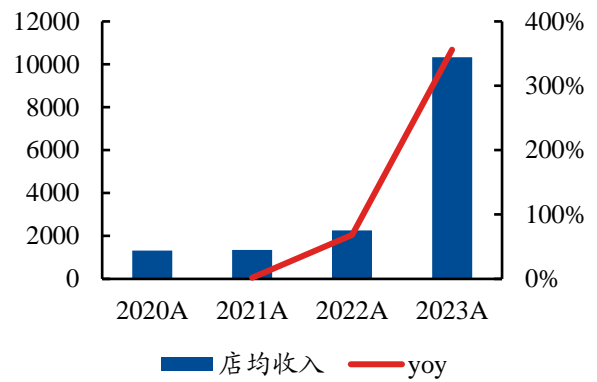
根据我们测算，老铺黄金中国大陆、中国港澳的 2023 年店均收入分别为 0.99、1.03 亿元，分别同比增长 110%、356%，均取得翻倍以上增长，且已超过 FY2019 蒂芙尼在大中华区的店均收入水平。我们预估从单店店效来看，老铺黄金已接近海外一线奢侈品珠宝的水平。

图50：老铺黄金中国大陆店均收入及同比（万元，%）



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图51：老铺黄金中国港澳店均收入及同比（万元，%）



资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

6、盈利预测、估值与投资评级

6.1、盈利预测及假设

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 60.80/75.12/91.94 亿元，同增 91%/24%/22%，归母净利润分别为 10.47/13.33/16.79 亿元，同增 152%/27%/26%。分渠道来看：

预计线下门店在 2024-2026 年分别实现营收 53.58/65.74/81.14 亿元，同增 90%/23%/23%，线下渠道的收入增长主要可以拆分为店均收入的增长及门店数量的增长，我们预计 2024 年店均收入的快速增长为收入增长的主要贡献，2025-2026 年则主要由门店扩张贡献收入增长。其中，中国大陆预计实现收入 48.93/56.70/65.22 亿元，同增 84%/16%/15%，根据公司计划，未来两年在中国大陆将新开 8 家门店，我们预计 2024-2026 年分别净开店 4/4/5 家，店均收入增速 55%/3%/1%；中国港澳及海外预计实现收入 4.65/9.04/15.93 亿元，同增 200%/94%/76%，公司计划未来两年在中国港澳及新加坡开设 5 家门店，考虑中国港澳及海外市场布局尚处早期、空间较大，我们预计 2024-2026 年分别净开店 2/3/5 家，开店逐步提速，店均收入增速 50%/6%/2%。

线上平台得益于公司品牌力的提升和运营优化，有望保持较快增长，我们预计 2024-2026 年线上平台收入 7.22/9.39/10.80 亿元，同增 100%/30%/15%。

表 8: 公司收入预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
线下门店	1126	2818	5358	6574	8114
yoy	-1%	150%	90%	23%	23%
中国大陆	1104	2663	4893	5670	6522
yoy	-2%	141%	84%	16%	15%
期末门店数	26	28	32	36	41
净开店	5	2	4	4	5
店均收入 (万元)	4696	9865	15290	15749	15906
yoy	-18%	110%	55%	3%	1%
中国港澳及海外	23	155	465	904	1593
yoy	68%	584%	200%	94%	76%
期末门店数	1	2	4	7	12
净开店	0	1	2	3	5
店均收入 (万元)	2267	10337	15506	16437	16765
yoy	68%	356%	50%	6%	2%
线上平台	168	361	722	939	1080
yoy	30%	115%	100%	30%	15%
总营收	1294	3180	6080	7512	9194
yoy	2%	146%	91%	24%	22%

资料来源:老铺黄金招股书,信达证券研究开发中心

我们预测公司 2024-2026 年毛利率分别为 41.5%/41.7%/41.8%，2024 年同比小幅下滑，2025-2026 年小幅提升，主要考虑公司产品为按件计价，2024 年以来金价累计涨幅较大或使得原料采购成本上涨，2025-2026 年预计毛利率小幅提升主要考虑毛利率相对更高的黄金镶嵌类产品收入占比提升。

盈利能力方面，我们预计三项费用率 2024-2026 年总体呈下降趋势，其中从费用拆分来看，预计销售费用分项中的购物中心及平台佣金费、租金开支，以及管理费用分项中的银行手续费占收入的比例相对固定，其增幅与收入增幅保持一致；其他主要费用分项如员工成本、折旧摊销、广告及推广开支等预计增速慢于收入增速。由此预计 2024-2026 年销售费用率分别为 14.71%/14.43%/14.12%，管理费用率分别为 3.44%/3.22%/2.99%，研发费用率分别为 0.21%/0.20%/0.19%。

综上，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 10.47/13.33/16.79 亿元，同增 152%/27%/26%，归母净利率分别为 17.2%/17.7%/18.3%。

表 9: 公司盈利预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	1294	3180	6080	7512	9194
yoy	2%	146%	91%	24%	22%
综合毛利率	41.9%	41.9%	41.5%	41.7%	41.8%
销售费用	297	579	894	1084	1298
销售费用率	22.96%	18.22%	14.71%	14.43%	14.12%
管理费用	94	168	209	242	275
管理费用率	7.27%	5.27%	3.44%	3.22%	2.99%
研发费用	9	11	13	15	18
研发费用率	0.66%	0.34%	0.21%	0.20%	0.19%
归母净利润	95	416	1,047	1,333	1,679
yoy	-17%	340%	152%	27%	26%
归母净利率	7.3%	13.1%	17.2%	17.7%	18.3%

资料来源:老铺黄金招股书,信达证券研究开发中心

6.2、估值与投资建议

我们选取 A 股黄金珠宝相关标的中国黄金、菜百股份、老凤祥、潮宏基、周大生、曼卡龙,以及港股相关标的周大福、六福集团为可比公司。以 2024 年 8 月 29 日收盘价计算,2024-2026 年 A 股可比公司平均 PE 分别为 13/11/10X, 港股可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 7/7/7X。公司为稀缺的高端古法金品牌,有望在未来 3 年兑现显著快于同业的业绩增长,享受一定估值溢价,给予 2025 年目标 PE 15X,目标市值 219 亿港元,给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值表

公司	代码	股价 (元)	EPS (元/股)				PE				2023-2026 利润复合 增速	
			2024/8/29	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E		2026E
中国黄金	600916.SH	8.76	0.58	0.67	0.76	0.85	15	13	12	10	21%	
菜百股份	605599.SH	11.17	0.91	0.99	1.08	1.16	12	11	10	10	13%	
潮宏基	002345.SZ	4.47	0.38	0.43	0.49	0.54	12	10	9	8	21%	
A 股	老凤祥	600612.SH	49.33	4.23	4.51	4.72	4.98	12	11	10	10	8%
	周大生	002867.SZ	10.61	1.20	1.16	1.32	1.46	9	9	8	7	10%
	曼卡龙	300945.SZ	8.33	0.31	0.39	0.45	0.51	27	22	19	16	28%
	平均						14	13	11	10		
港股	周大福	1929.HK	6.60	0.65	0.69	0.71	0.73	10	10	9	9	6%
	六福集团	0590.HK	14.28	3.01	2.92	3.27	3.51	5	5	4	4	8%
	平均						7	7	7	7		
	老铺黄金	6181.HK	89.80	-	6.22	7.92	9.97	-	13	10	8	59%

资料来源:Wind,信达证券研发中心

注:中国黄金、菜百股份、周大生、潮宏基、周大福、老凤祥、曼卡龙 EPS 为信达证券研发中心预测,六福集团为 Wind 一致预期;周大福、六福集团的股价、EPS 均为港元,且 2024 财年时间范围为 2023.4.1-2024.3.31,与 A 股公司及老铺黄金 2023 年报数据进行对应,依此类推。

7、风险因素

金价剧烈波动：公司以黄金首饰的销售为主营业务，金价剧烈波动可能对公司收入、毛利率产生影响。

拓店不及预期：门店增长未来将是公司业绩增长的主要来源，拓店不及预期可能影响公司业绩兑现。

消费需求疲软：公司主要产品属于高端&可选消费品，若我国居民消费意愿走弱，更偏向于提升储蓄率规避风险，则对公司销售有不利影响。

跨市场选取可比公司风险：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,776	3,078	4,473	6,300
现金	70	438	1,319	2,471
应收账款及票据	376	559	597	717
存货	1,268	1,966	2,414	2,937
其他	62	116	143	175
非流动资产	383	460	526	583
固定资产	58	109	155	196
无形资产	255	281	301	317
其他	70	70	70	70
资产总计	2,159	3,538	4,999	6,883
流动负债	474	780	908	1,114
短期借款	128	133	138	143
应付账款及票据	58	100	94	144
其他	289	547	676	827
非流动负债	169	169	169	169
长期债务	0	0	0	0
其他	169	169	169	169
负债合计	643	949	1,077	1,283
普通股股本	143	168	168	168
储备	1,371	2,418	3,751	5,430
归属母公司股东权益	1,515	2,588	3,921	5,600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,515	2,588	3,921	5,600
负债和股东权益	2,159	3,538	4,999	6,883
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-29	498	1,044	1,320
净利润	416	1,047	1,333	1,679
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	120	78	94	108
营运资金变动及其他	-565	-627	-383	-466
投资活动现金流	-59	-149	-156	-161
资本支出	-60	-155	-160	-165
其他投资	0	6	4	4
筹资活动现金流	99	19	-7	-7
借款增加	-8	5	5	5
普通股增加	222	26	0	0
已付股利	0	-12	-12	-12
其他	-114	0	0	0
现金净增加额	10	368	882	1,152

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,180	6,080	7,512	9,194
其他收入	1	0	0	0
营业成本	1,848	3,557	4,380	5,351
销售费用	579	894	1,084	1,298
管理费用	168	209	242	275
研发费用	11	13	15	18
财务费用	18	11	11	11
除税前溢利	553	1,392	1,773	2,232
所得税	137	345	440	554
净利润	416	1,047	1,333	1,679
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	416	1,047	1,333	1,679
EBIT	575	1,407	1,791	2,252
EBITDA	695	1,485	1,885	2,360
EPS (元)	—	6.22	7.92	9.97

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	145.67%	91.23%	23.56%	22.38%
归属母公司净利润	340.40%	151.51%	27.34%	25.90%
获利能力				
毛利率	41.89%	41.50%	41.70%	41.80%
销售净利率	13.09%	17.22%	17.75%	18.26%
ROE	27.47%	40.45%	34.00%	29.97%
ROIC	26.32%	38.89%	33.19%	29.49%
偿债能力				
资产负债率	29.79%	26.84%	21.55%	18.64%
净负债比率	3.82%	-11.78%	-30.13%	-41.58%
流动比率	3.75	3.94	4.93	5.66
速动比率	1.07	1.43	2.27	3.02
营运能力				
总资产周转率	1.84	2.13	1.76	1.55
应收账款周转率	13.34	13.00	13.00	14.00
应付账款周转率	58.87	45.00	45.00	45.00
每股指标 (元)				
每股收益	—	6.22	7.92	9.97
每股经营现金流	—	2.96	6.20	7.84
每股净资产	—	15.37	23.29	33.26
估值比率				
P/E	—	13.32	10.46	8.31
P/B	—	5.39	3.56	2.49
EV/EBITDA	0.08	9.19	6.77	4.93

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。