

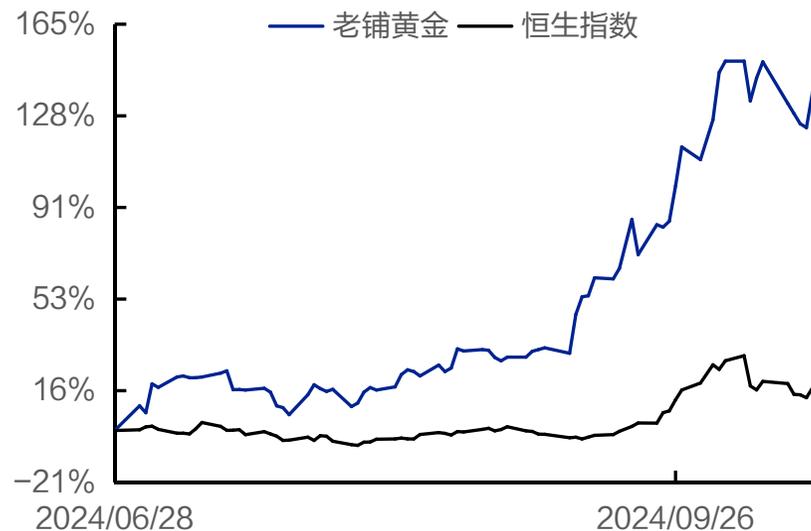
老铺黄金 (06181. HK) 公司深度报告：古法经典，匠心独运

评级：增持(首次覆盖)

马川琪(证券分析师)
S0350523050001
macq@ghzq.com.cn

廖小慧(证券分析师)
S0350524080002
liaoxh@ghzq.com.cn

最近市场走势



相对恒生指数表现

表现	1M
老铺黄金	43.2%
恒生指数	17.8%

市场数据

2024/10/18

当前价格 (港元)	166.30
52周价格区间 (港元)	60.95-181.50
总市值 (百万港元)	27,999.38
流通市值 (百万港元)	15,761.06
总股本 (万股)	16,836.67
流通股本 (万股)	9,477.49
日均成交额 (百万港元)	65.54
换手率 (%)	0.41

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元人民币）	3179.6	6432.2	8752.6	10613.7
增长率(%)	145.7	102.3	36.1	21.3
归母净利润（百万元人民币）	416.3	1031.5	1422.9	1742.3
增长率(%)	340.4	147.8	37.9	22.5
摊薄每股收益（元人民币）	2.5	6.1	8.5	10.3
ROE(%)	27.5	40.1	35.6	30.4
P/E	-	24.9	18.0	14.7
P/B	-	10.0	6.4	4.5
P/S	-	4.0	2.9	2.4
EV/EBITDA	-	18.1	12.8	10.1

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

◆ 老铺黄金：古法黄金龙头，营收利润快速增长

- **专注古法黄金，定位高端珠宝品牌。**老铺黄金成立于2009年，主营黄金、珠宝等创意加工，且加工工艺多为手工古法制作，产品涉及首饰、日用金器、摆件等，是中国第一家推广古法黄金概念、推出足金镶嵌钻石产品及推出金胎烧蓝产品的品牌。根据胡润研究院于2023年发布的《2023胡润至尚优品 - 中国高净值人群品牌倾向报告》，老铺黄金品牌与众多一线珠宝品牌一同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。
- **品牌营收主要来源于线下门店，2023年占比为88.6%。**截至2024H1，公司的自营门店数量为33家，覆盖全国14个城市，其中大部分为一线和新一线城市，重点布局核心商圈奢侈百货销售区。公司门店一直采用自营模式经营且从未达成任何加盟安排，这种自营模式让公司能够严格控制服务质量，对销售及客户服务进行严格管理，有力树立及维护品牌形象。根据弗若斯特沙利文的数据，截至2024年4月，老铺黄金涵盖了全国十大高端购物中心中的八家，在国内黄金珠宝品牌中排名第一。
- **营收利润快速增长，扩店步伐稳健。**2021-2023年老铺黄金营业收入分别为12.65亿元、12.94亿元和31.8亿元，CAGR为58.6%；归母净利润分别为1.14亿元、0.95亿元和4.16亿元，CAGR为91%；毛利率分别为41.2%、41.9%和41.9%；净利率分别为9%、7.3%和13.1%。扩张开店为老铺黄金上市的首要目标，据募集资金用途显示，将会有约73.3%的资金用于扩展销售网络，约11.3%的资金用作维持品牌定位以及提高品牌知名度。根据招股书，公司计划于未来三年在中国内地开设约十家新门店，并在中国内地以外地区（包括中国香港、中国澳门、东京及新加坡）开设约五家新店。

◆ 黄金行业：古法金赛道增速亮眼，渗透率仍有较大提升空间

- **古法黄金品类市场规模增长率显著高于普通黄金珠宝。**据弗若斯特沙利文，古法黄金珠宝按销售收入计的市场规模由2018年的人民币130亿元提升至2023年的人民币1,573亿元，规模CAGR高达64.6%，而普通黄金珠宝品类行业在2018-2023年市场规模CAGR仅12%。
- **古法金品类渗透率仍有提升空间，头部企业行业集中度较低。**据弗若斯特沙利文，2018年古法黄金渗透率仅4.6%，之后逐年快速增长，2023年渗透率达到31.2%。2023年前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人民币724亿元，合计占有市场份额46.1%，其中老铺黄金市场份额为2.0%，仍有较大提升空间。
- **黄金价格上行，保值性凸显，古法黄金兼具工艺价值与投资价值。**中国足金黄金的市场价格从2018年的人民币271.1元/克上涨到2023年的人民币449.9元/克，黄金需求强劲价格上升受到投资者的欢迎。古法黄金依旧具备避险保值的属性，同时包含了奢侈品属性，可以给消费者带来的精美工艺以及文化内涵。

◆ 核心优势：品牌溢价&产品差异化&渠道扩张驱动成长

- ◆ **高端定位：**定位高奢黄金首饰，门店多位于高端商场。2023年，老铺黄金1-5万单价产品占比为65%，购买金额高于100万的客户在2021-2023年对销售额的贡献从8.5%增加到15.9%，客群消费能力强。同时，老铺黄金位于北京SKP的两家门店总计营收可达3.36亿元，经过与北京SKP的成功合作后，公司在西安SKP、成都SKP、DT51等同系其他中心均拓展了门店。这种与顶级商业中心的双赢合作实现了一个良性循环，不断推动公司的增长。根据弗若斯特沙利文的资料，在中国所有黄金珠宝品牌中，老铺黄金的单店收入已连续两年排名第一（2022年、2023年）。
- ◆ **产品差异化：**古法黄金制作工艺水平突出，不同于销售传统金饰的港资四大品牌采用机械化打模作业流程，老铺黄金的生产线需要雇佣手工经验丰富的工匠设计工艺品造型，手工铸造模具，通过锤揲、篆刻、花丝、镶嵌、烧蓝等古法手工工艺对产品进行细节处理，制作品质显著高于其他传统金饰品。老铺黄金工匠保留率和利用率高，熟练工匠均具备10年以上古法黄金制作的工作经验，2023年末留存率达94.7%。
- ◆ **渠道扩张：**线下门店拓展空间广阔。2023年老铺黄金前五大门店销售额同比增速157.9%，近5年新开门店多为高端商圈直营门店，不断拓展高净值客户人群。根据万商俱乐部公众号2023年度排行榜数据，全国Top40最具影响力高端商圈中老铺黄金仅在其中12家商场运营线下门店，覆盖率为30%，2024-2026年新增15家门店仍有充足高端商场提供空间。截至2024年7月29日，对比国际一线奢侈珠宝品牌如宝格丽、卡地亚等在中国内地分别有61、50家门店，老铺黄金目前中国内地门店数仅30家，或有1倍拓展空间。
- ◆ **店效提升：**单店收入提升显著，仍有提升空间。老铺黄金单店收入从2018年的5258万元增加到2023年的9889万元，单店销售额CAGR为13.47%，高于历峰集团珠宝业务和LVMH集团珠宝及手表业务的单店销售额复合增长率，参考奢侈品牌珠宝门店店效，老铺黄金未来店效或有翻倍空间。
- ◆ **投资建议与评级：**我们预计公司2024-2026年实现收入64.3/87.5/106.1亿元人民币，同比+102.3%/36.1%/21.3%，归母净利润10.3/14.2/17.4亿元人民币，同比+147.8%/+37.9%/+22.5%，2024年10月18日收盘价166.3港元，对应2024-2026年PE为25/18/15X。我们继续看好公司的品牌知名度提升及古法黄金市场渗透率增长、线下门店数量继续扩张贡献业绩收入，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；供应链风险；市场开拓及产品推广风险；渠道扩张风险；经营风险；原材料价格风险；不同公司不同市场不具有可比性；国际地缘政治形势的不确定性。

一、黄金行业：需求高涨，古法黄金市场增速领先

- 1.1 中国黄金珠宝：黄金消费占比扩大，线上金银珠宝零售增速较快
- 1.2 古法黄金品类：销量位居首位，市场规模增长率显著高于普通黄金珠宝
- 1.3 古法黄金赛道头部企业行业集中度较低，2023年老铺黄金排名第七
- 1.4 黄金原材料价格持续上行，黄金产品保值性提升

二、老铺黄金：品牌定位高端，古法金带来差异化

- 2.1 发展历程：专注古法黄金，高端珠宝第一品牌
- 2.2 股权结构：创始人对公司掌控力度较强，结构多样化
- 2.3 创始人：辞去公职并创业，在旅游和文化产品领域进行传承创新
- 2.4 管理层情况：管理结构稳定，董事会成员经验丰富、能力强劲
- 2.5 盈利对比：品牌溢价及直营模式保证高利润率，规模效应下费用率下降
- 2.6 营运对比：周转次数持续提升，存货账龄结构改善
 - 2.7.1 产品拆分：1-5万单价产品为主，足金镶嵌产品利润空间大
 - 2.7.2 产品拆分：老铺足金镶嵌产品毛利率相比更高，且占比提升明显
- 2.8 客群拆分：2023年年消费100万元以上的客户贡献占比显著增长
 - 2.8.1 客群分析：老铺黄金小红书粉丝年龄结构中45岁以上占比相对较高
 - 2.8.2 客群分析：老铺黄金小红书粉丝群体评论口碑好，消费者满意度高

- 2.9 产品工艺：产品设计精美，定价对标奢侈品
- 2.10 生产流程：手工古法铸型，工匠平均经验10年以上
- 2.11 产品定价：产品工艺带来溢价，聚焦奢侈品消费的文化内涵
- 2.12 渠道拆分：以线下店销售模式为主，定位高端商场贵妇客群
 - 2.12.1 线下渠道：门店多位于高端商场，且位置较同业更好
 - 2.12.2 线下门店：设计典雅，营造中国文房经典场景
- 2.13 会员体系：针对金卡及以上会员可提供购物优惠待遇
- 2.14 扩店空间：高端商场扩店仍有充足空间，2023年覆盖率为30%
- 2.15 店效空间：参考奢侈品牌珠宝门店店效，或有翻倍空间

三、盈利预测与投资评级

- 3.1 盈利预测与估值
- 3.2 老铺黄金盈利预测表

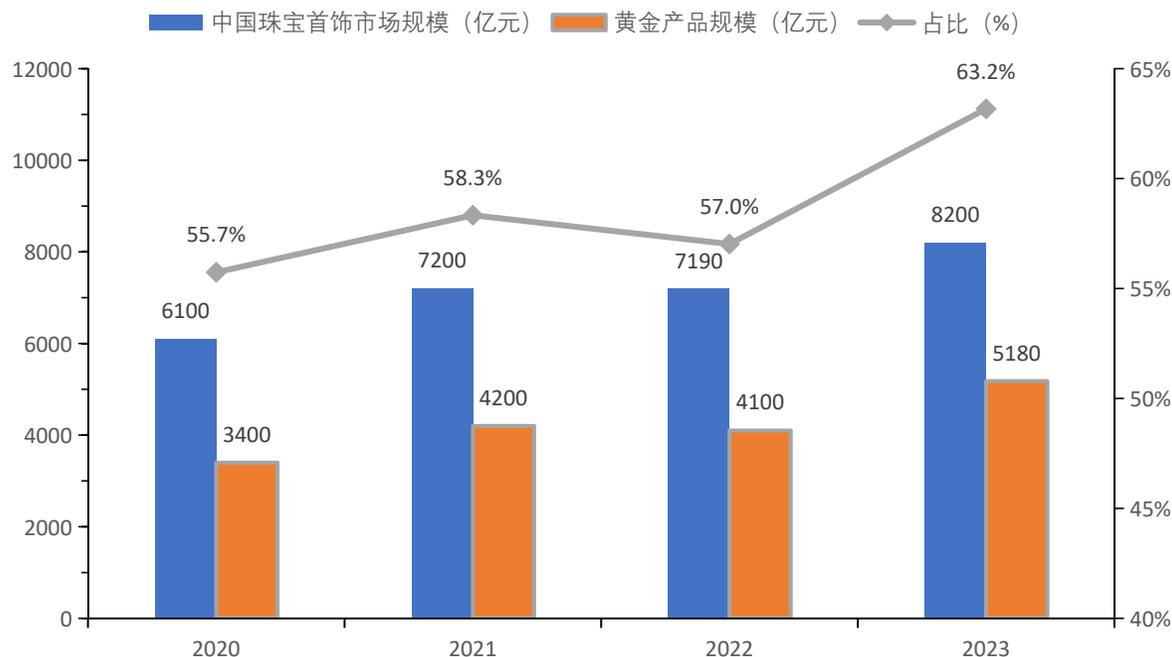
四、风险提示

一、黄金行业：需求高涨，古法黄金市场增速领先

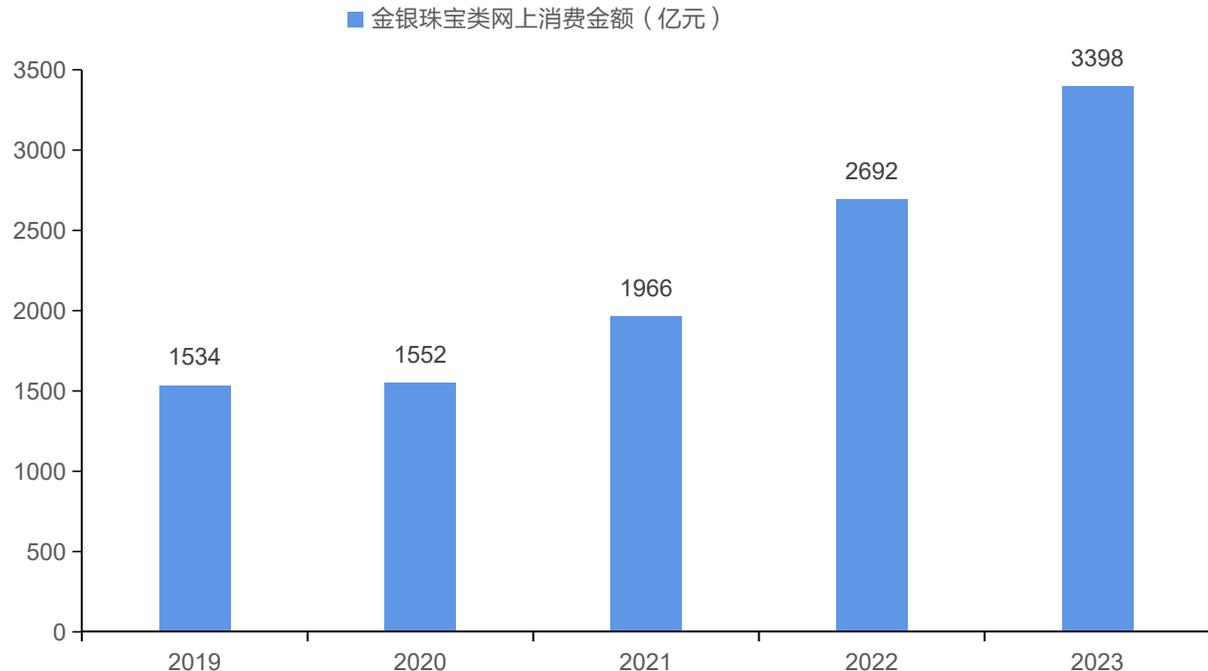
1.1 中国黄金珠宝：黄金消费占比扩大，线上金银珠宝零售增速较快

- **黄金消费需求高，行业规模持续增长。**根据中国黄金珠宝公众号统计，2023年全国黄金消费量1089.69吨，与2022年同期相比增长8.78%，其中黄金首饰706.48吨，同比增长7.97%。
- **线上电商金银珠宝销售增长势头强劲。**根据中国珠宝玉石首饰行业协会《2023年中国珠宝行业发展报告》的统计，2019年至2023年间金银珠宝类商品线上零售额CAGR达22%，远高于线下实体店的增速，成为驱动珠宝行业近几年持续增长的重要引擎。

中国黄金珠宝消费占比持续增长：2023年中国珠宝首饰市场规模达8200亿元，同比增长14%，其中黄金产品销售额规模约5180亿元占比整个珠宝市场63%

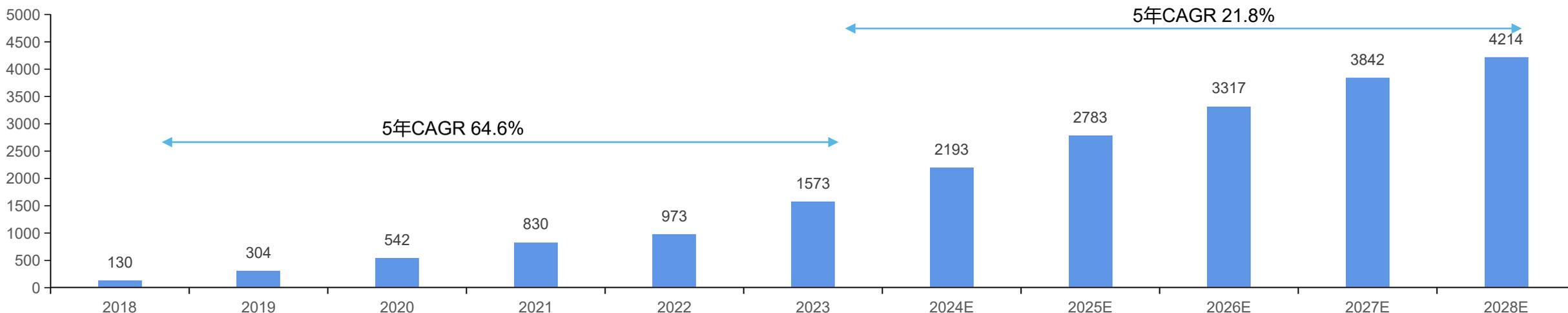


线上电商金银珠宝销售统计：2023年金银珠宝类商品在网络上的零售额为3398亿元，2019-2023年CAGR为22%

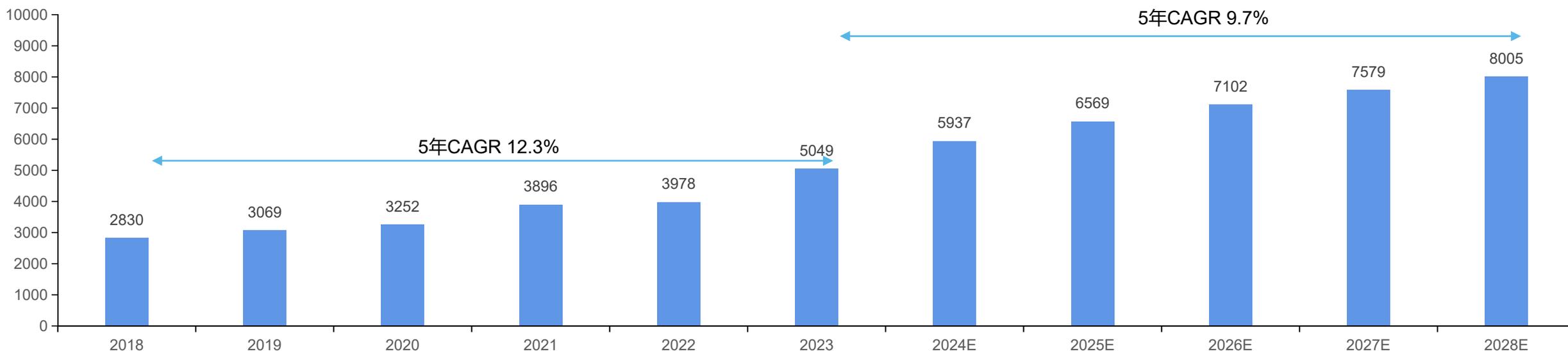


1.2 古法黄金：销量居首位，中国市场规模增长率显著高于普通黄金珠宝

我国古法黄金按销售额计算的市场规模：古法黄金销售额从2018年的130亿元快速增长到2023年的1573亿元，5年CAGR高达64.6%，预计2028年将达到4214亿元



我国黄金珠宝市场规模对比：2018-2023年普通黄金珠宝销售额5年CAGR仅12.3%，预计2023-2028年CAGR为9.7%，远低于古法黄金销售额21.8%的CAGR预计值

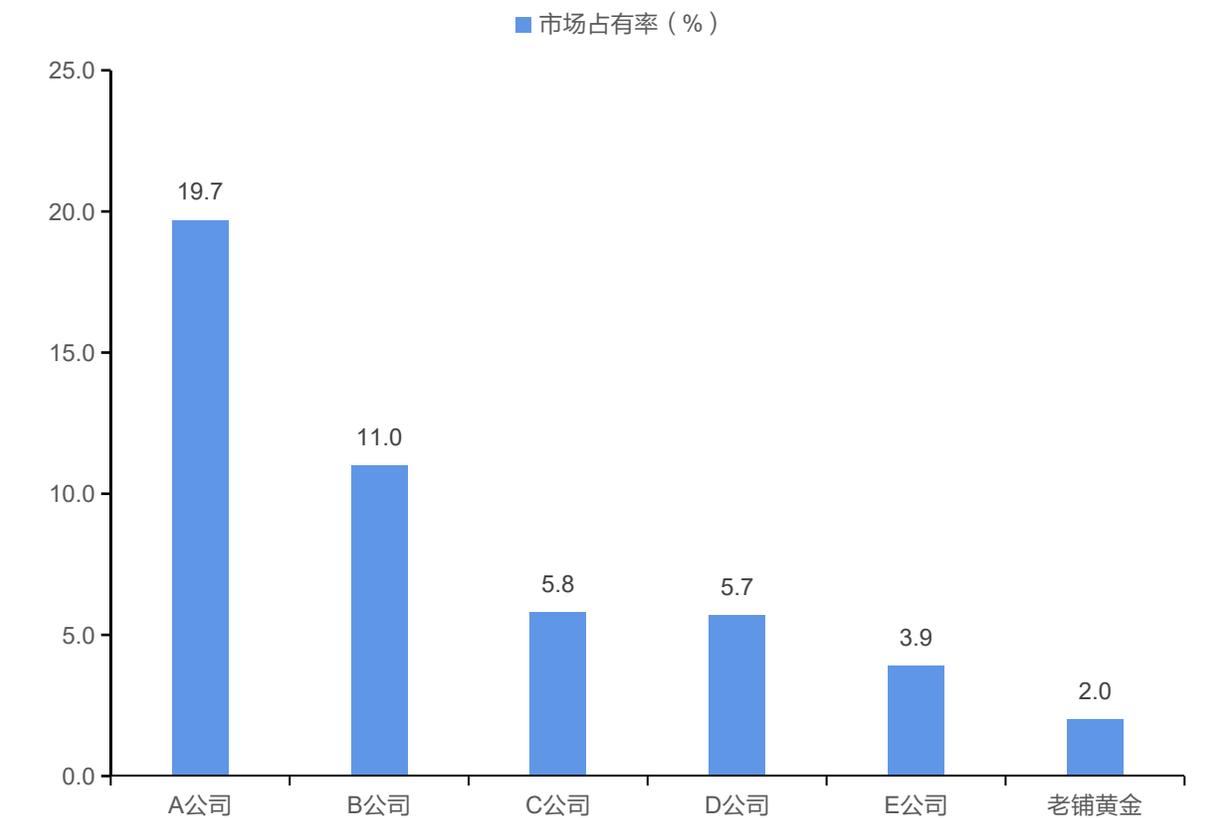
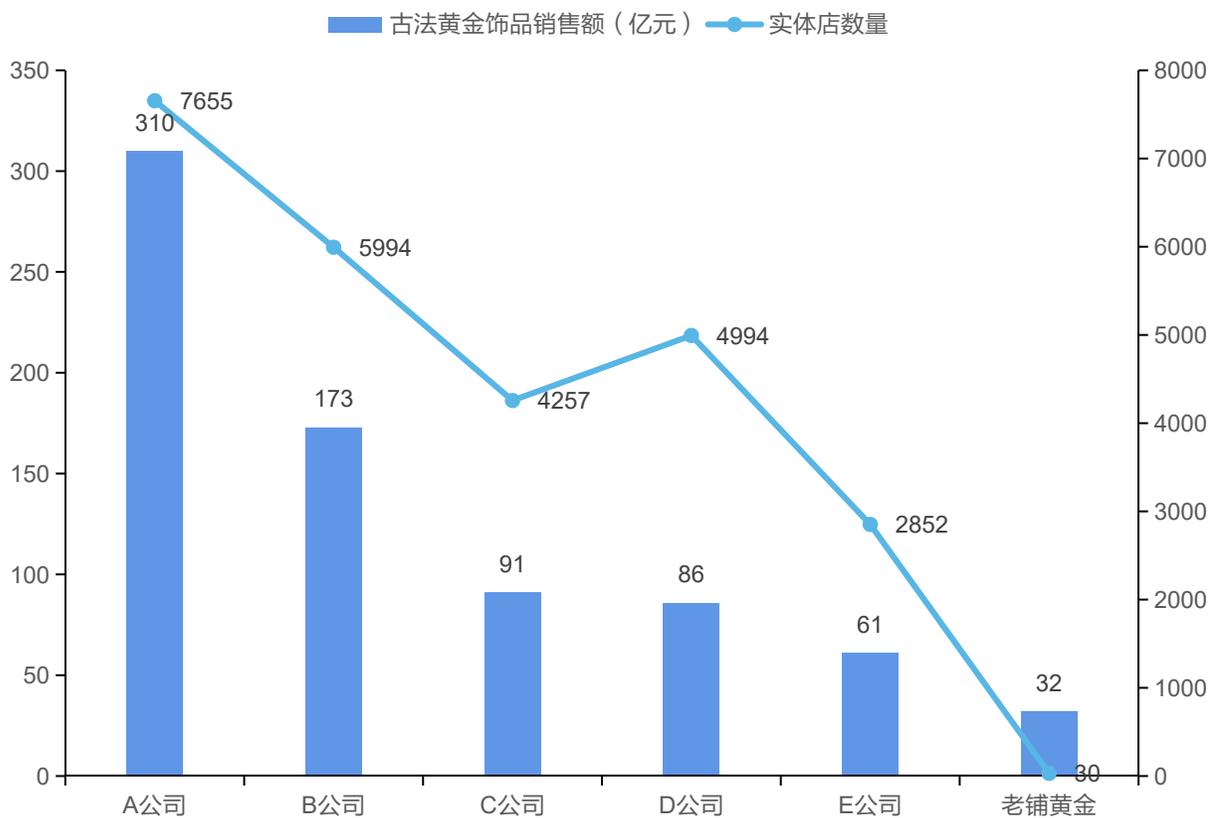


1.3 中国古法黄金赛道头部企业行业集中度较低，2023年老铺黄金排名第七

➤ 根据老铺黄金招股说明书数据，2023年中国古法黄金珠宝的市场规模为人民币1,573亿元，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人民币724亿元占有 46.1%份额，头部企业行业集中度较低。

老铺黄金主要经营销售古法黄金饰品，截止2023年底线下实体店数量(家)仅为30家

2023年老铺黄金在中国古法黄金珠宝产品市场中占有 2.0%份额



注：A公司门店数据为2022年，其余均为2023年数据

1.4 黄金原材料价格持续上行，黄金产品保值性提升

- 中国9999金的年均现货价格呈总体上升趋势，由2018年的人民币271.1元/克上涨到2023年的人民币449.9元/克。2022年以来美联储持续上调联邦储备基金利率，美元加息后导致美元货币的升值，而以人民币计价的中国国内黄金价格比国际金价相应上涨的更多。
- 全球政治及经济环境的波动，使得各国央行相应增加黄金储备应对潜在风险，黄金需求强劲价格上升受到投资者的欢迎。而对黄金珠宝公司而言，金价上涨表明黄金珠宝公司的存货相应升值，进一步增加黄金饰品销售行业的毛利润水平。在客户对黄金买涨不买跌和投资保值增值的理念推动下，黄金珠宝的需求很可能会随着金价上涨而增加。

国内9999金价格表现：我国央行加大黄金购入量，中国黄金价格持续上升

国际黄金期货价格表现：伦敦金主力期货过去5年价格从1400美元/盎司上涨至2300美元/盎司



二、老铺黄金：品牌定位高端，古法金带来差异化

2.1 发展历程：专注古法黄金，高端珠宝第一品牌

专注古法黄金

- **2009年**北京推出首家专注于销售古法金饰品的门店
- **2010年**推出中国文房场景主题产品，丰富产品线
- **2014年**老铺黄金商标注册
- **2016年**公司成为从事古法金饰品业务的主要经营实体



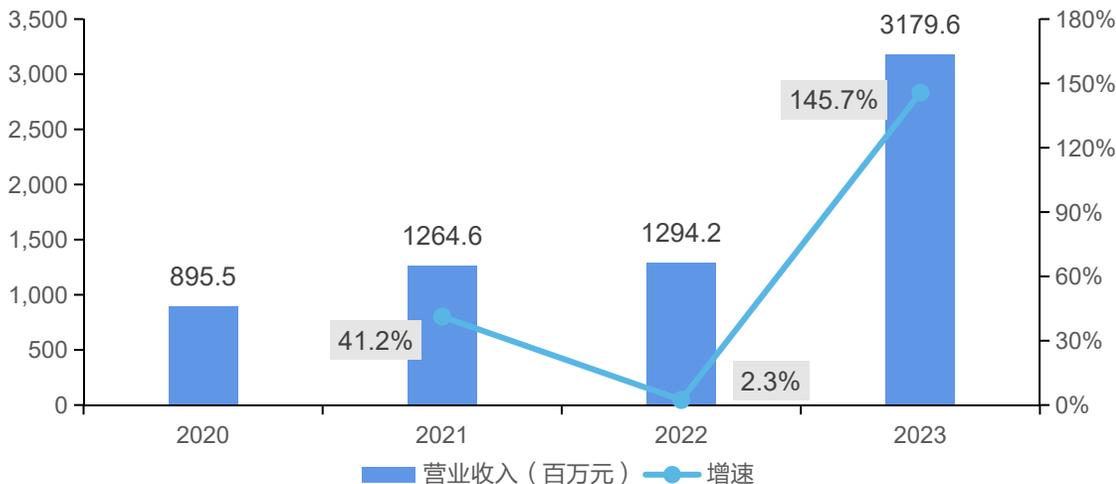
线上线下齐发力、版图扩大

- **2017年**推出自营线上销售渠道，在天猫设有旗舰店；在**深圳**开设门店，业务拓展至华南；在**北京SKP**高级时尚购物中心开设门店
- **2018年**香港老铺注册成立
- **2019年**公司改制为中国公司法项下的股份有限公司；成立**澳门老铺黄金**



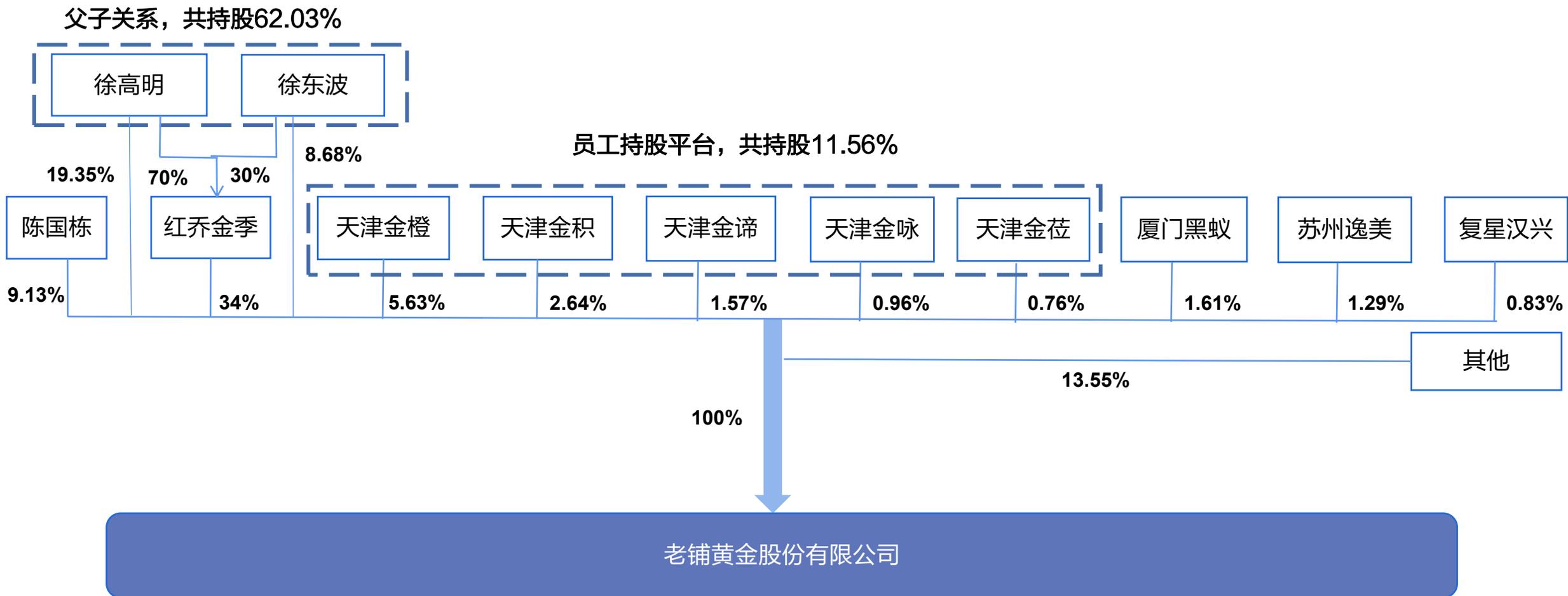
业界影响力逐步变大

- **2021年**成为中国黄金协会发布的《古法金饰品》团体标准的**起草单位**；在天猫公布的“天猫黄金品类品牌人群心智榜单”中，“价值力指数”方面名列第一
- **2022年**成为中国黄金协会发布的《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准的**起草单位**
- **2023年**上榜《2023 胡润至尚优品 ——中国高净值人群品牌倾向报告》的仅有的两家中国黄金珠宝品牌之一
- 2021-2023年老铺黄金主营业务收入CAGR为58.6%；归母净利润CAGR为91.2%



2.2 股权结构：创始人对公司掌控力度较强，结构多样化

- 创始人父子持股**62.03%**+员工持股**11.56%**+陈国栋**9.13%**。公司董事长徐高明先生与徐东波先生为父子关系，截至2024年6月28日，直接及间接合计持有股份62.03%，成为公司持股占比最高的最终控股股东。其中，徐高明先生直接持有股份19.35%，徐东波先生直接持有股份8.68%，员工股份激励平台共持股11.56%。



2.3 创始人：辞去公职并创业，在旅游和文化产品领域进行传承创新

徐高明：59岁，目前任董事长、执行董事、总经理兼商品研发总监

1964

- 出生于湖南岳阳

1984-1991

- 岳阳市畜牧局水产科员

1988

- 通过函授课程毕业于华中农业大学，取得淡水鱼专业专科学位

1992-1993

- 担任岳阳市畜牧水产局水产大楼经理

1995-2007

- 担任岳阳市红乔旅游投资管理有限公司总经理

2004

- 创立金色宝藏，担任总经理并领导产品研发
- 主要从事景区旅游商品、文化产品及旅游纪念品业务

2009-2014

- 推出专注于销售古法金饰品的“老铺黄金”，中国首个推广古金工艺概念的品牌
- 以独特工艺、宫廷图案及中国文化元素为卖点

2012

- 创立文房文化，于2012年7月-2017年9月担任总经理并领导研发活动
- 专注于家具、文房四宝以及书画销售业务

2016

- 老铺黄金进行业务重组，开始独立经营，成为从事古法金饰业务的主要经营主体
- 担任公司董事、总经理及商品研发总监



2.4 管理层情况：管理结构稳定，董事会成员经验丰富、能力强劲

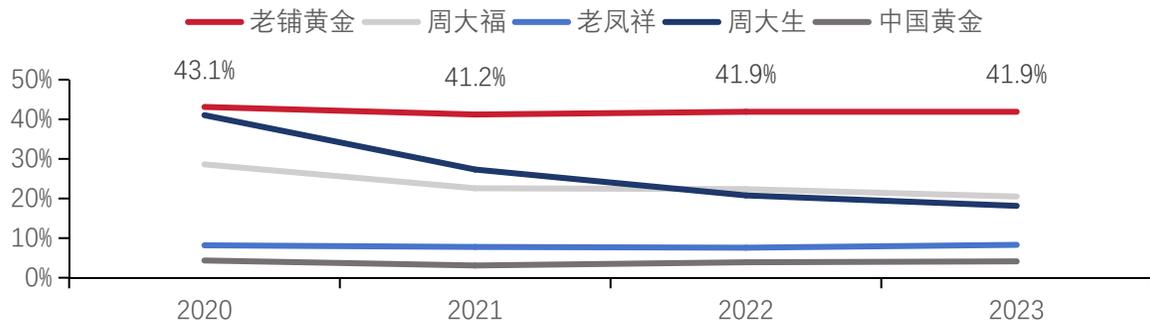
姓名	任职时间	职务	负责工作	其他履历
徐高明（高级管理层）	2016-12-05	董事长、执行董事、总经理兼商品研发总监	主持公司经营管理全面工作、负责董事会相关工作，主持商品研发工作	曾分别于2004和2012年创立金色宝藏和文房文化公司并领导产品研发。1995年7月加入岳阳市红乔旅游投资管理有限公司担任总经理至2017年7月。
冯建军（高级管理层）	2019-11-20	执行董事兼副总经理	负责市场拓展工作	湘潭大学企业管理学位，曾担任金色宝藏和岳阳红乔的企业管管理相关工作。
李佳（高级管理层）	2019-11-20	首席财务官、副总经理兼董事会秘书	负责财务管理、投融资管理及投资者关系管理	丰富的财务管理经验，曾先后任职多家会计事务所及咨询公司，曾任上海德勤税务师事务所有限公司北京分所税务及商务咨询部总监。
徐锐	2019-11-20	执行董事兼营业部总经理	主持公司营业部全面管理工作	2009年12月-2016年12月担任金色宝藏的业务运营工作，2004年3月-2009年11月担任岳阳红乔的业务运营相关工作。
蒋霞	2023-11-09	执行董事、质检部总监及岳阳老铺监事	主持公司质检部全面管理工作	自2021年6月起被国检珠宝培训中心认证为贵金属首饰和宝石检验师以及钻石分级师。2005年8月至2018年2月担任金色宝藏产品管理及品质检验相关工作。
孙亦军	2023-10-16	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	清华大学工商管理硕士学位，于电子行业研究、销售及客户管理方面拥有逾20年经验。
何玉润	2023-10-30	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	现任北京市海淀区第十七届人大代表，中国注册会计师协会资深会员，历任北京工商大学计划财务处处长和商学院院长，在会计、内部控制及公司治理方面拥有逾19年经验。
施德华	2023-11-09	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	香港会计师公会会员和香港董事学会资深会员，丰富的财务及综合管理经验，同时担任多家上市公司的独立非执行董事。
彭柳华	2019-11-20	监事会主席及职工代表监事	负责主持监事会工作，监察董事会并向其提供独立意见	2005年1月加入金色宝藏，并担任金色宝藏行政经理至2011年12月。其后于2012年1月至2018年1月担任文房文化的行政经理。

2.5 盈利对比：品牌溢价及直营模式保证高利润率，规模效应下费用率下降

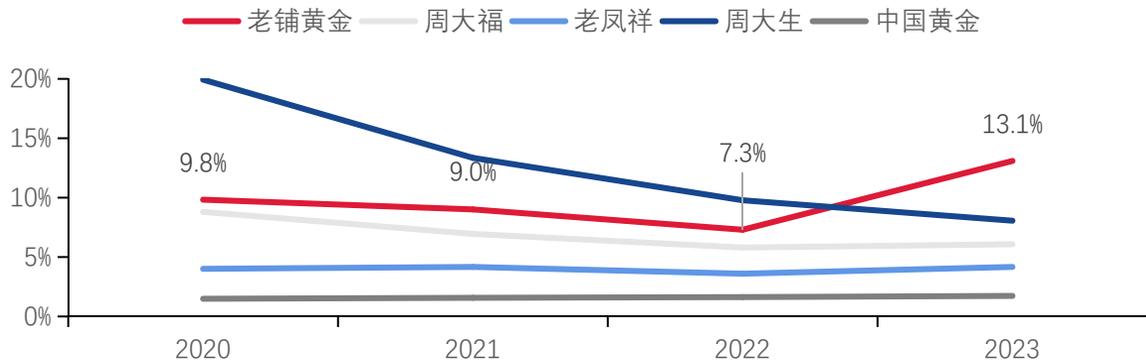
- 公司近四年毛利率稳定在40%以上：2023年毛利率为41.9%，处于可比公司较高水平，2023年受益于收入规模快速增长下各项费用率下降，净利率提升至13.1%，处于可比公司中的较高水平。
- ROE提升明显，成本管控较好：公司ROE在2023年达到34.9%，远超出其他可比公司，主要受益于公司净利润的快速增长。

盈利对比：毛利率较为稳定，2023年净利率快速提升

2020-2023年毛利率对比

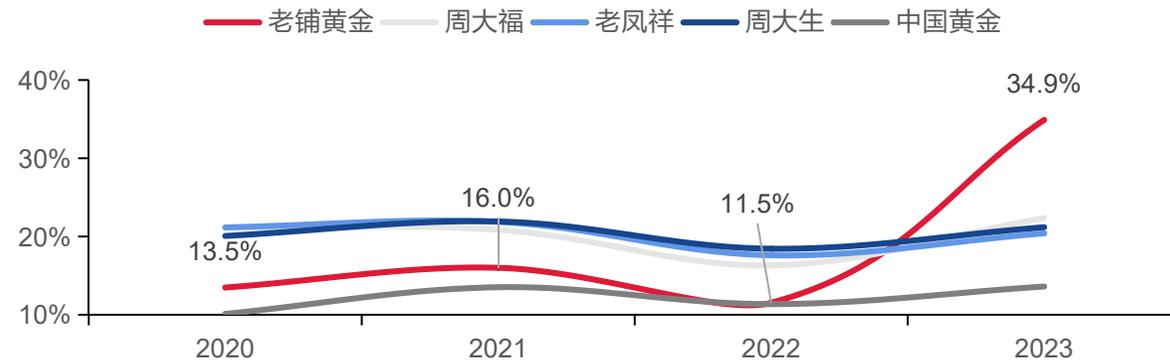


2020-2023年净利率对比

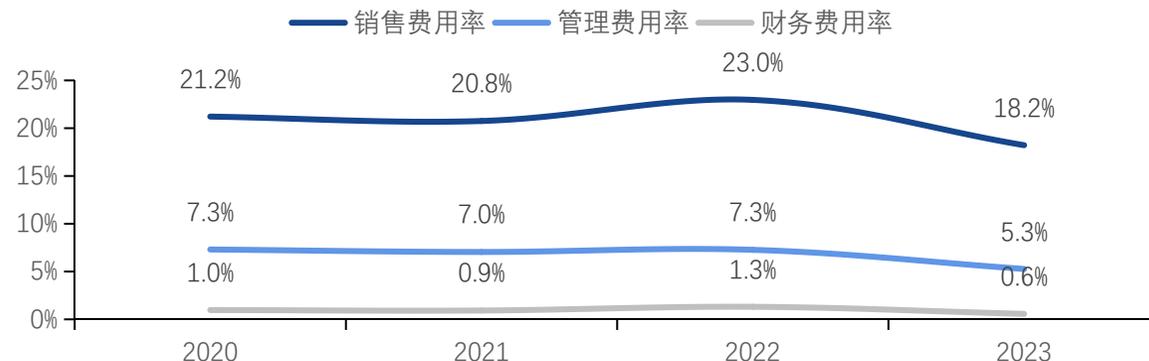


盈利对比：ROE大幅提升，2023年费用率改善

2020-2023年ROE对比



2020-2023年老铺黄金三项费用率对比

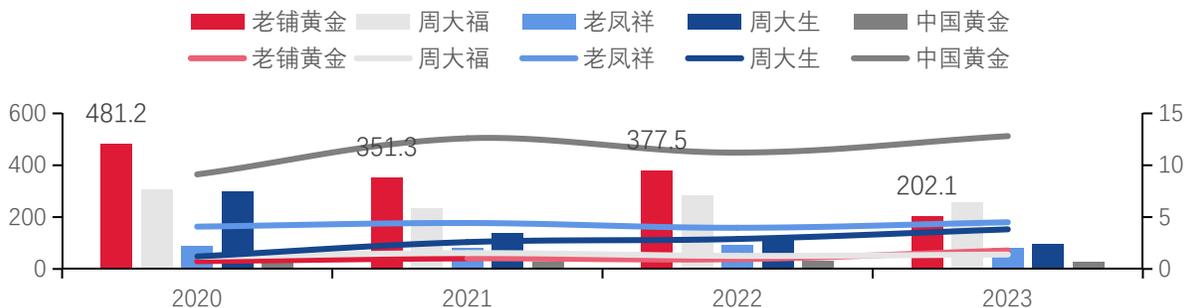


2.6 营运对比：周转次数持续提升，存货账龄结构改善

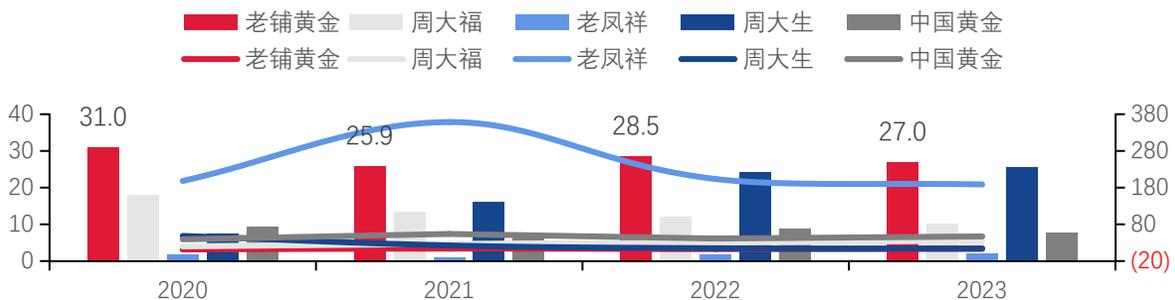
- **存货及应收账款周转天数高，但有下降趋势：**2020-2022年，老铺黄金存货周转天数处于可比公司最高水平，但在2023年有下降趋势，为202.13天，同时存货周转速度低，这与公司黄金产品种类有关，高比重黄金产品销售速度慢。应收账款周转天数仍处于可比公司较高水平，原因在于老铺黄金应收账款收取方式是按月从购物中心收取，因此应收账款周转天数较高。
- **存货账龄结构改善，现金流量波动较大：**老铺黄金存货账龄主要集中在1年以内，2023年占比提升至88.8%，账龄结构改善。经营活动现金流量净额自2021年逐渐上升，但在2023年跌破零点，为-2920万元；融资活动现金流量净额在2023年急剧上升，达到9897万元。

营运对比：周转次数总体较低，但有提升趋势

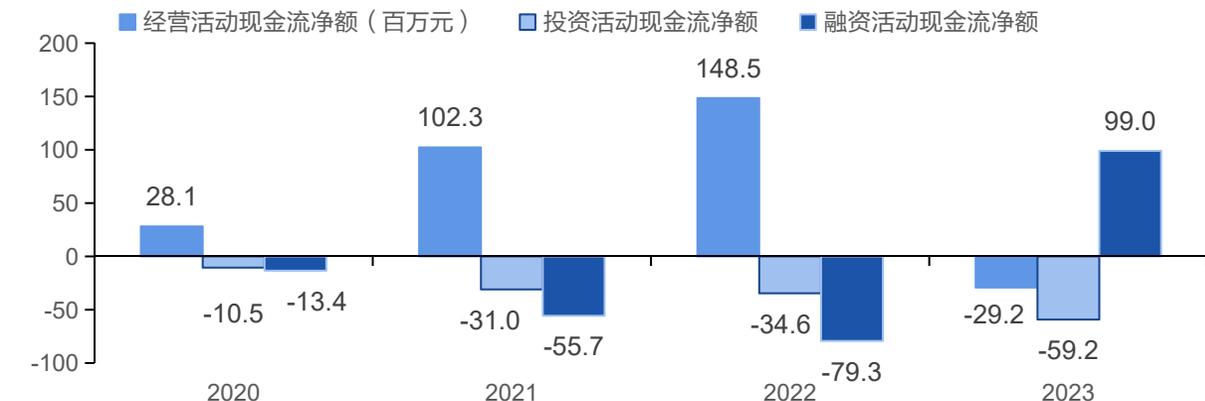
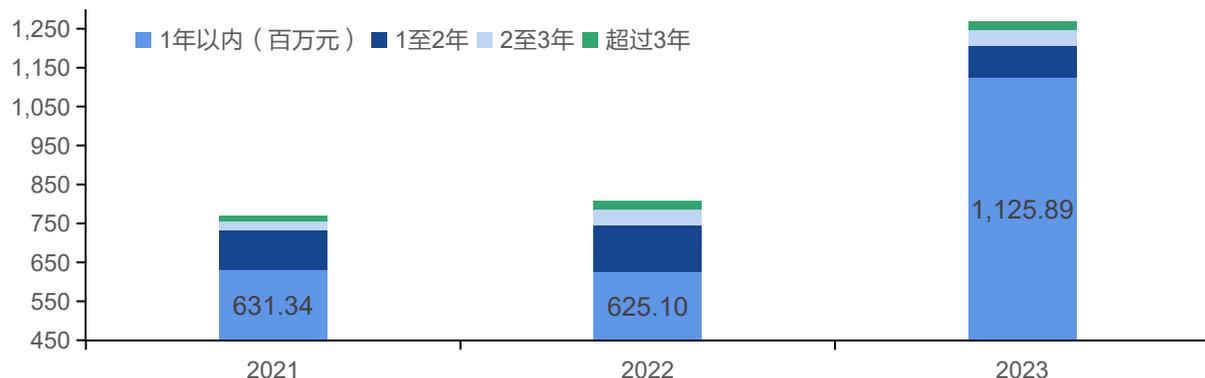
2020-2023年存货周转天数（左轴柱状图）及次数（右轴）对比



2020-2023年应收账款周转天数（左轴柱状图）及次数（右轴）对比

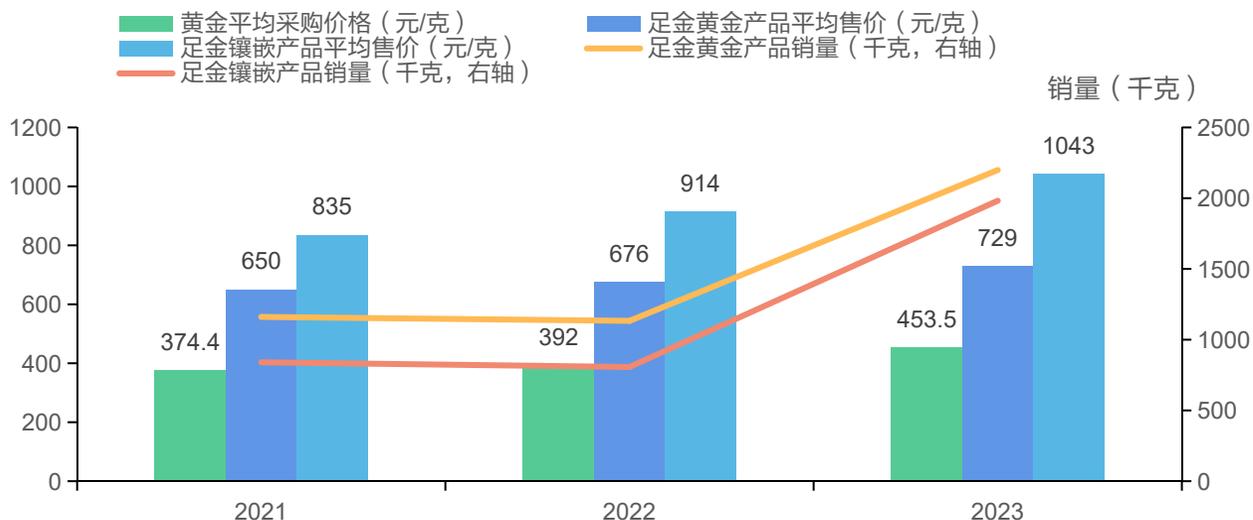


老铺黄金存货账龄主要集中在1年以内，2023年现金流量净额波动较大

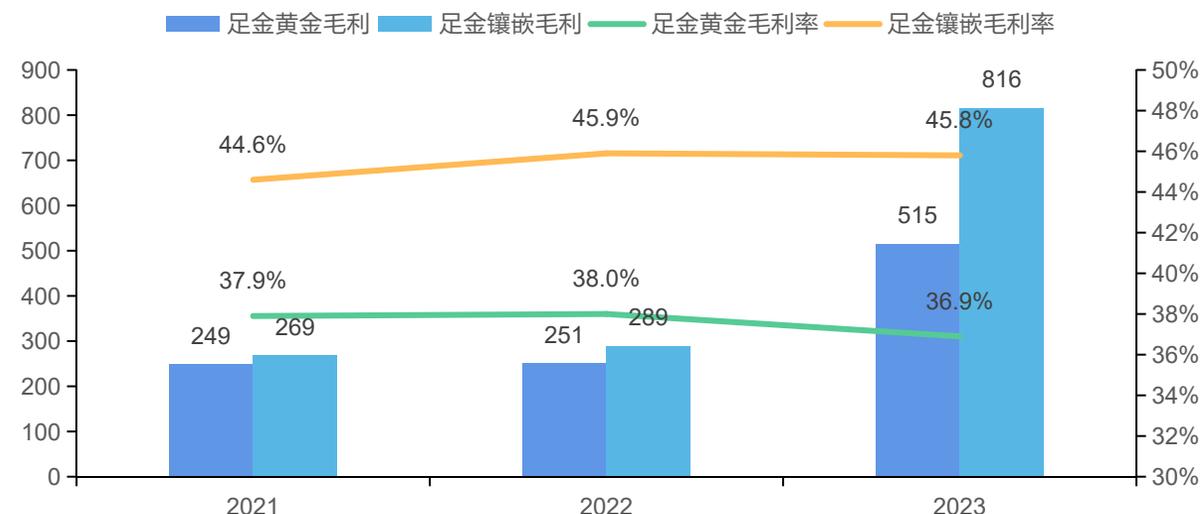


2.7.1 产品拆分：1-5万单价产品为主，足金镶嵌产品利润空间大

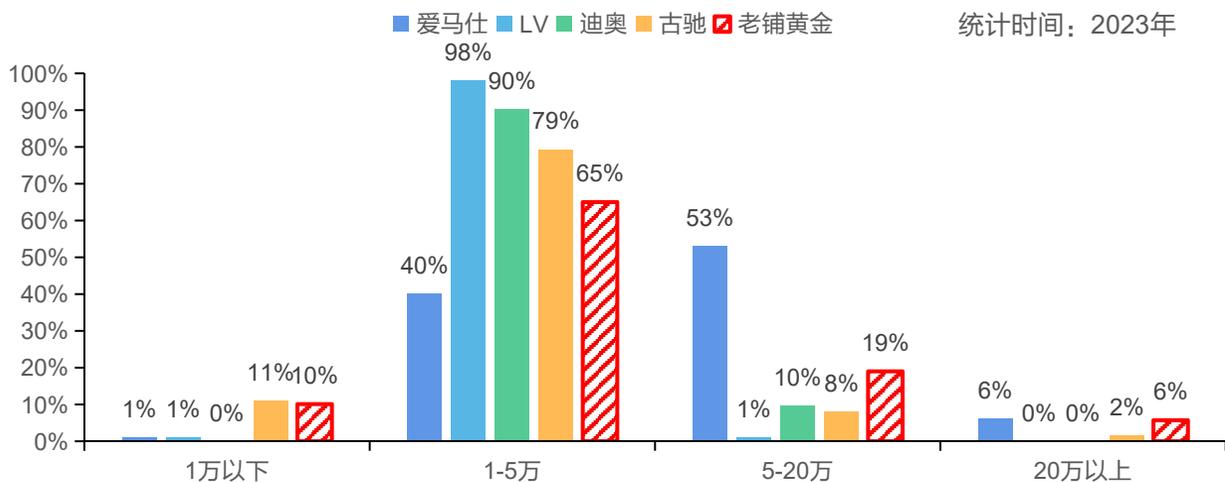
老铺黄金产品溢价高：足金黄金产品和足金镶嵌产品单克售价显著高于成本



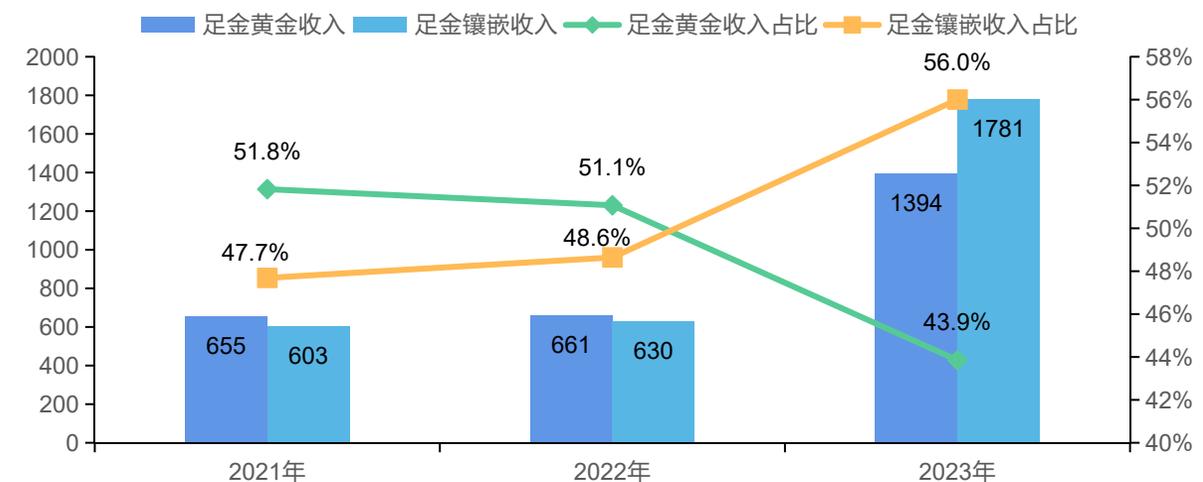
产品毛利 (百万元) 高：2023年足金镶嵌产品毛利率45.8%，高于足金黄金产品



老铺黄金和其他奢侈品牌按售价范围划分的销售额占比：老铺黄金1-5万单价产品占比为65%

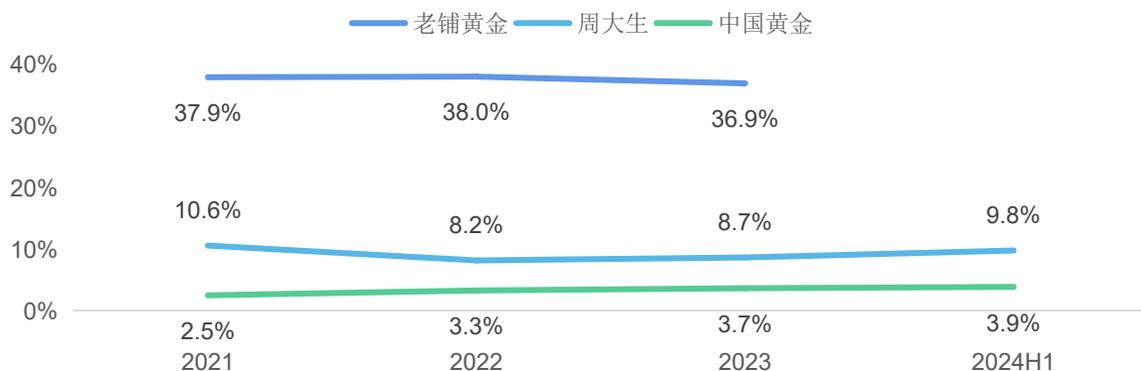


产品收入 (百万元)：足金镶嵌产品收入2023年占比56%，增速快于足金黄金产品

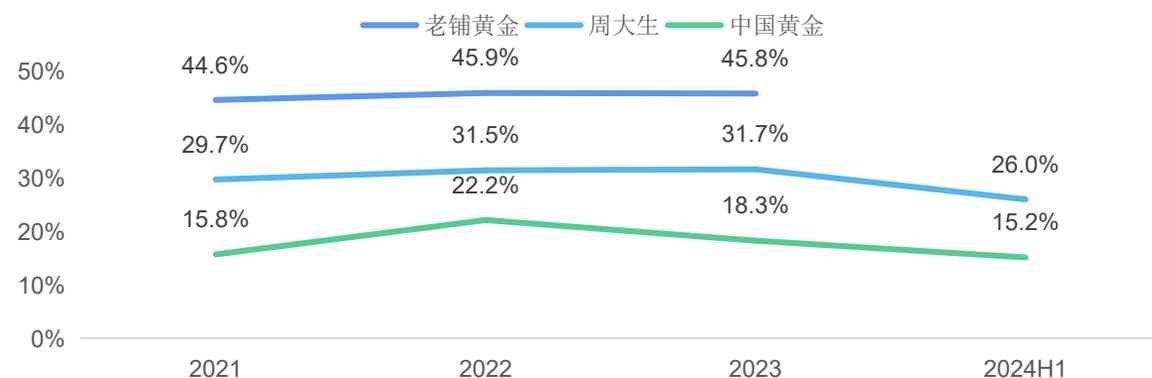


2.7.2 产品拆分：老铺足金镶嵌产品毛利率相比更高，且占比提升明显

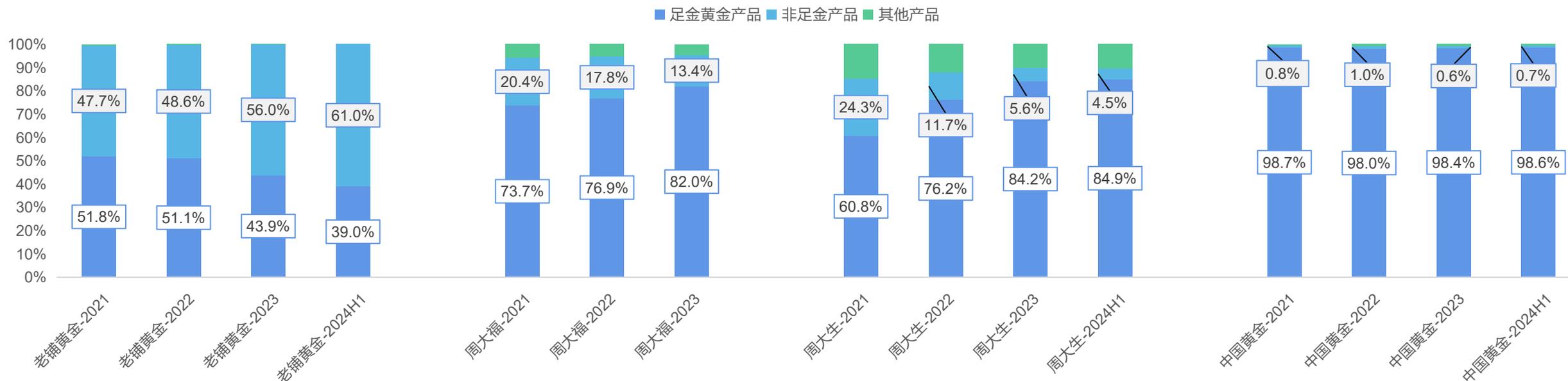
足金黄金产品毛利率情况



非足金产品毛利率情况



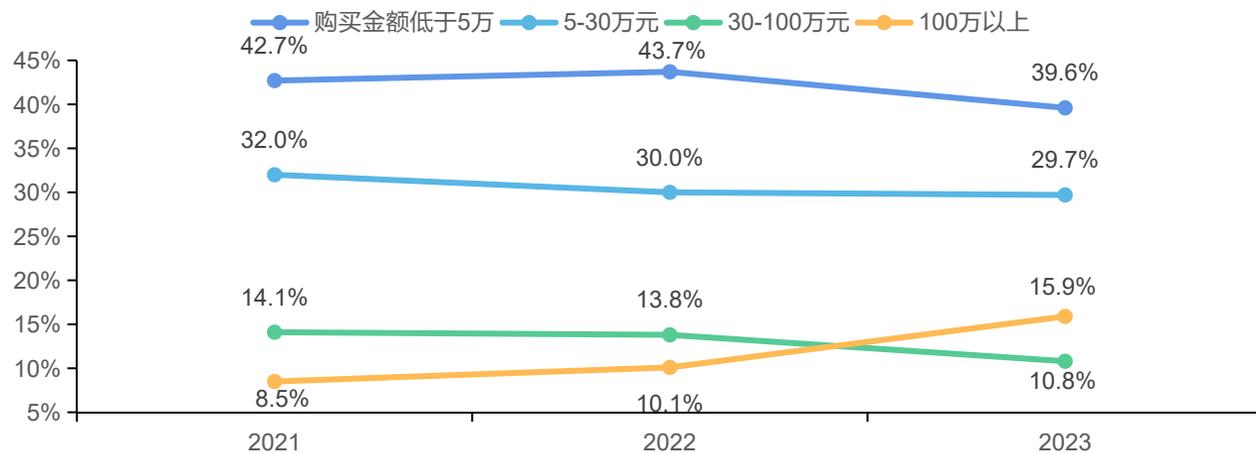
品牌产品收入结构对比：区别于其他公司，2021-2024H1老铺黄金非足金（镶嵌）产品占比持续提升



2.8 客群拆分：2023年年消费100万元以上的客户贡献占比显著增长

- 据老铺黄金招股说明书，老铺黄金产品销售额贡献最大的客户是年消费金额5万元以下的部分。从人数上来分析，2023年购买金额低于5万元的人数占比88.6%，对2023年老铺黄金销售额的贡献为39.6%。
- 2023年年消费100万元以上的客户对老铺黄金销售额的贡献显著增长。购买金额高于100万元的客户在2021-2023年对销售额的贡献从8.5%增加到15.9%，2023年年消费额高于100万元的人数仅占比0.1%。

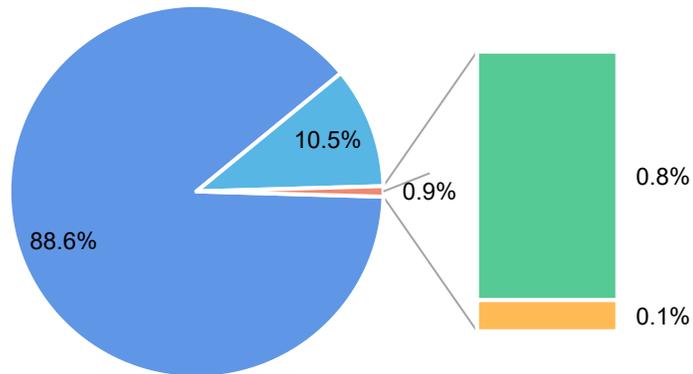
忠诚会员收入贡献：年消费100万元以上客户对销售额贡献从8.5%增加到15.9%



忠诚会员数量构成：2023年年消费100万以上为138人，占比0.1%

按消费额划分的客群画像（人数）

■ 购买金额低于5万 ■ 5-30万元 ■ 30-100万元 ■ 100万以上

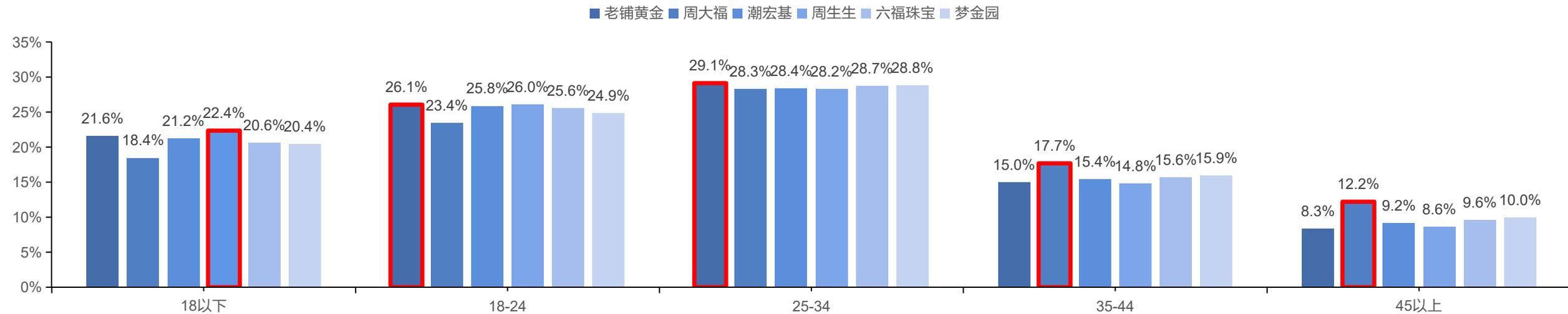


三种常见的老铺黄金消费动机：传统工艺，保值增值以及悦己消费

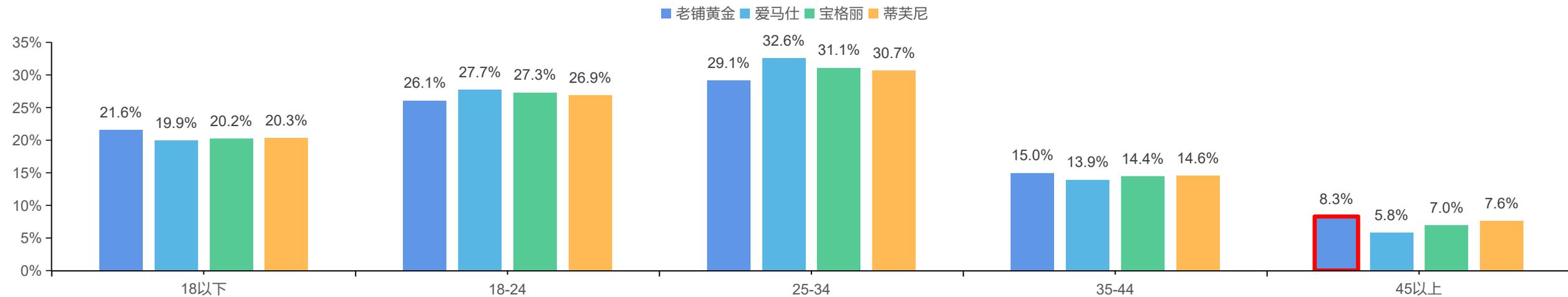
消费人群	消费动向	核心利益点	核心需求
黄金爱好者	消费升级	工艺升级	彰显个人品味
珠宝爱好者	消费平移	避险保值	安心，无负担
奢侈品爱好者	消费内移	文化内涵	彰显社会地位

2.8.1 客群分析：老铺黄金小红书粉丝年龄结构中45岁以上占比相对较高

老铺黄金在小红书的关注人群相对其他黄金珠宝品牌更年轻：18-24岁和25-34岁区间关注人群占比相对其他品牌均排名第一

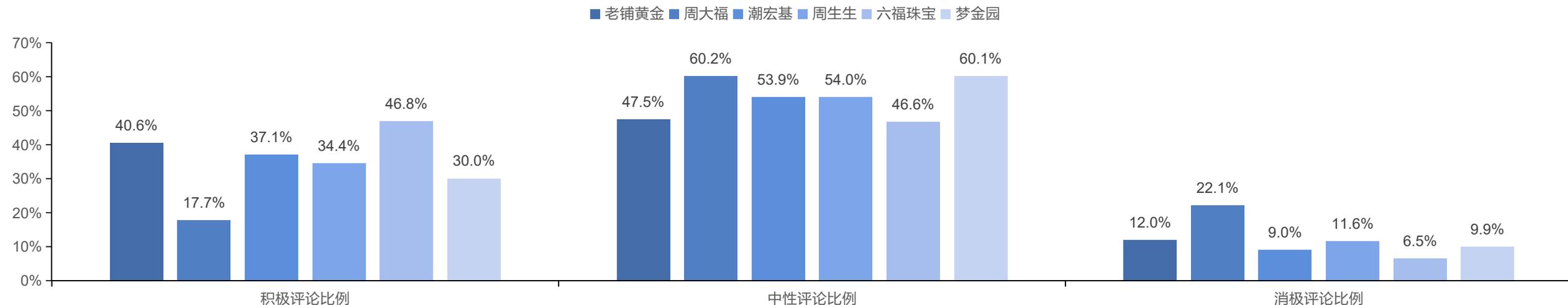


老铺黄金小红书粉丝45岁以上年龄区间相对其他奢侈品牌占比最高：粉丝年龄画像可对标蒂芙尼，宝格丽相对老铺黄金粉丝年龄更低

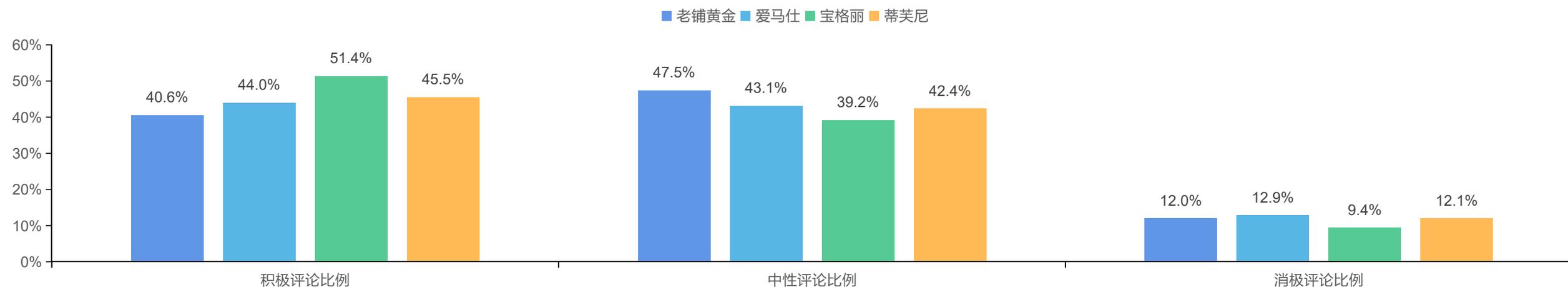


2.8.2 客群分析：老铺黄金小红书粉丝群体评论口碑好，消费者满意度高

老铺黄金在小红书平台积极评论占比40.6%：从小红书粉丝积极评论比例来看，老铺黄金客户群体的体验感和满意度较高，用户评价排名第二



老铺黄金在小红书平台中性评论占比最高：老铺黄金品牌在小红书用户评价满意度更接近爱马仕和蒂芙尼，但与宝格丽在用户积极评论比例上仍有差距

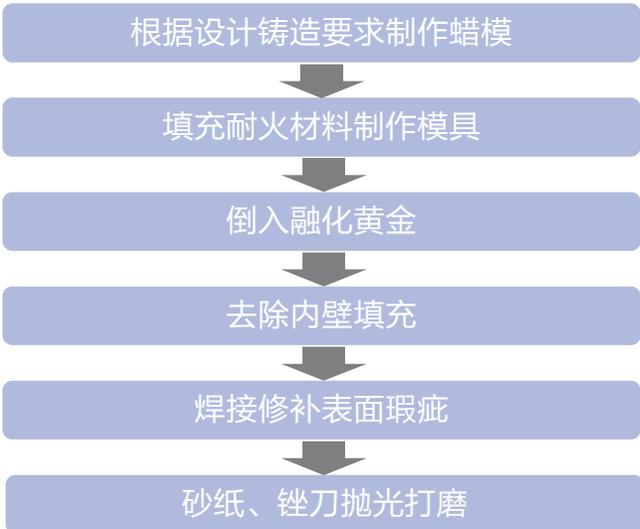


2.9 产品工艺：产品设计精美，定价对标奢侈品

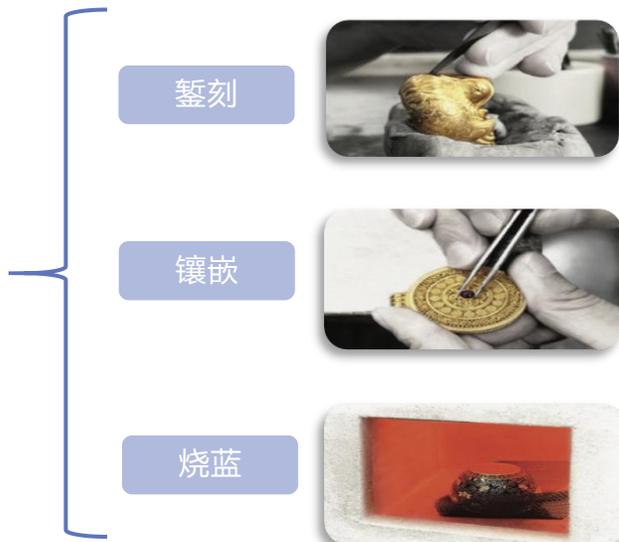
古法工艺	工艺图片	代表产品名称	产品价格	产品克重	工艺介绍	产品图片
锤揲		古法手工摆件一张打孟臣金壶	218000元	定制款以实际为准	利用黄金极富延展性的特点用锤敲打金块，使之延伸展开呈片状，再按要求造成各种器形和纹饰。	
镂刻		古法手工足金九色鹿摆件	196000元	定制款以实际为准	使用各种篆刻工具将工件固定在橡胶板上，用锤子敲打凿子，并通过不同的篆刻技巧在黄金表面雕刻出各种图案。	
花丝		古法手工足金摆件花丝福禄万代	316000元	定制款以实际为准	花丝工艺利用足金原材料的延展性，将其拉成细腻的丝线，并将其制成繁复华美的形状和装饰。	
镶嵌		古法手工足金玫瑰花窗吊坠含项链（钻石款）	10460元起	7.1克起	镶嵌工艺是一种装饰技艺，将钻石或其他宝石完美地嵌入黄金制品中。	
烧蓝		古法手工足金花丝蓝翅蝴蝶锁骨链含项链（1号珐琅钻石款）	12000元	8.3克	烧蓝工艺是一种装饰工艺，是在金胎表面涂上彩色珐琅釉，经烧制从而呈现出鲜艳多彩的外观。	

2.10 生产流程：手工古法铸型，工匠平均经验10年以上

1. 基本工艺：手工古法铸型



2. 古法手工细金工艺



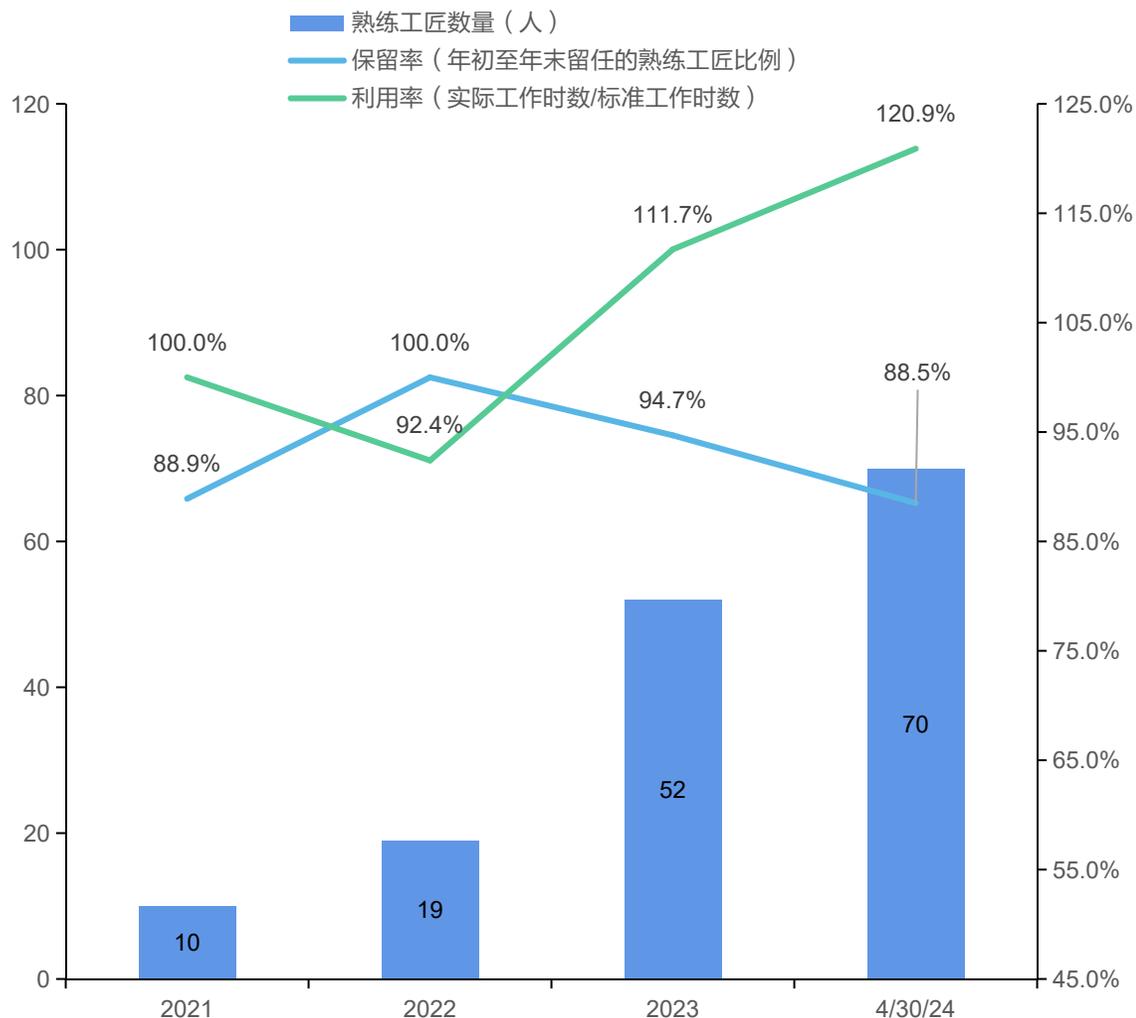
3. 表面处理，增加色泽和光洁度



4. 后续产品处理



报告期熟练工匠人数迅速增长：工匠保留率和利用率高，平均工作经验10年以上（熟练工匠指公司所有的技师和总监，参与产品设计研发和生产管理和工人培训）



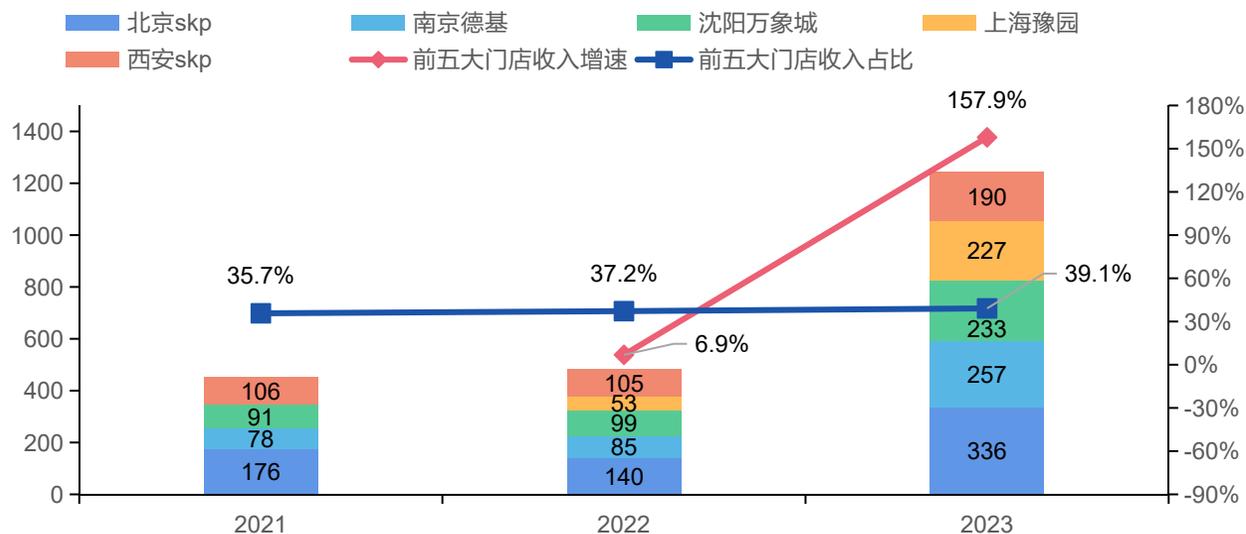
2.11 产品定价：产品工艺带来溢价，聚焦奢侈品消费的文化内涵

公司名称	天猫旗舰店销量最高产品	产品价格	产品克重	工艺&材料	销量（件）	产品图片
老铺黄金	古法手工足金葫芦1号吊坠含项链（钻石款）	11800元起	7.5克起	古法足金+钻石，吊坠	3000+	
周生生	三丽鸥家族Hello Kitty凯蒂猫黄金足金转运珠	1290元起	0.8克起	3D硬金足金，手链金珠	1万+	
周大福	小金豆足金黄金豆投资金	648元	1克	未镶嵌素金，投资金豆	6万+	
潮宏基	第1桶金小金豆黄金足金	747元起	1克起	未镶嵌素金，投资金豆金条	2万+	
梦金园	梦金园黄金项链素链	2153元起	以实际克重为准	足金，项链	2万+	

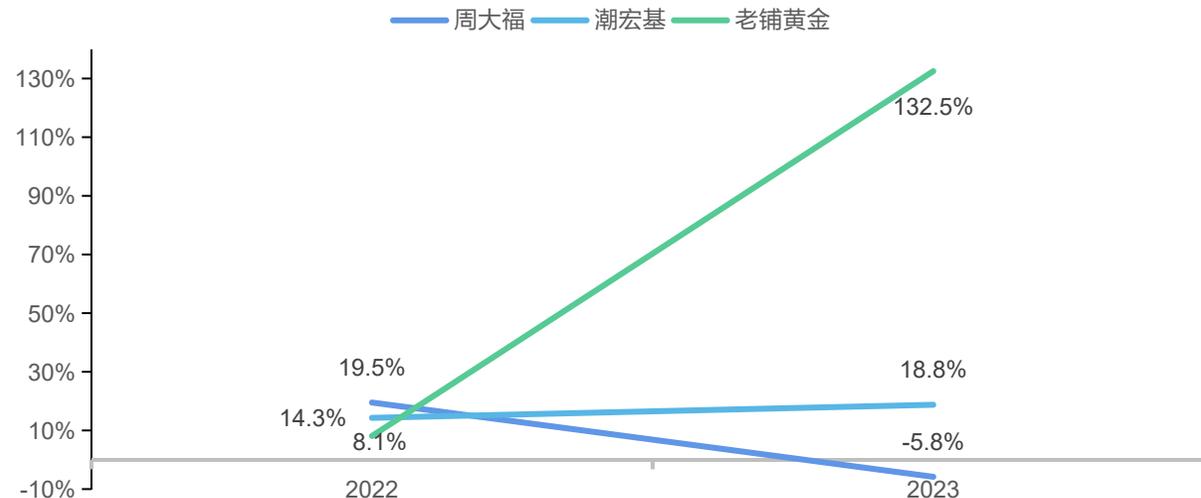
公司名称	天猫旗舰店销量第二产品	产品价格	产品克重	材料&类别	销量（件）	产品图片
老铺黄金	古法手工足金项链十字金刚杵吊坠（钻石款）	9180元起	7.0克起	古法足金+钻石，项链吊坠	1000+	
周生生	幸福花语玫瑰花黄金吊坠	2540元起	3.24克起	足金，吊坠	1万+	
周大福	黄金福牌吊坠	2234.7元起	2.85克起	未镶嵌素金，吊坠	4000+	
潮宏基	珠宝小圆珠黄金耳钉耳坠	740.1元起	0.9克起	未镶嵌素金，耳环	3000+	
梦金园	儿童黄金手镯宝宝光面素圈足金镯子手环	4782元起	6.78克起	足金，手镯	6000+	

2.12 渠道拆分：以线下店销售模式为主，定位高端商场贵妇客群

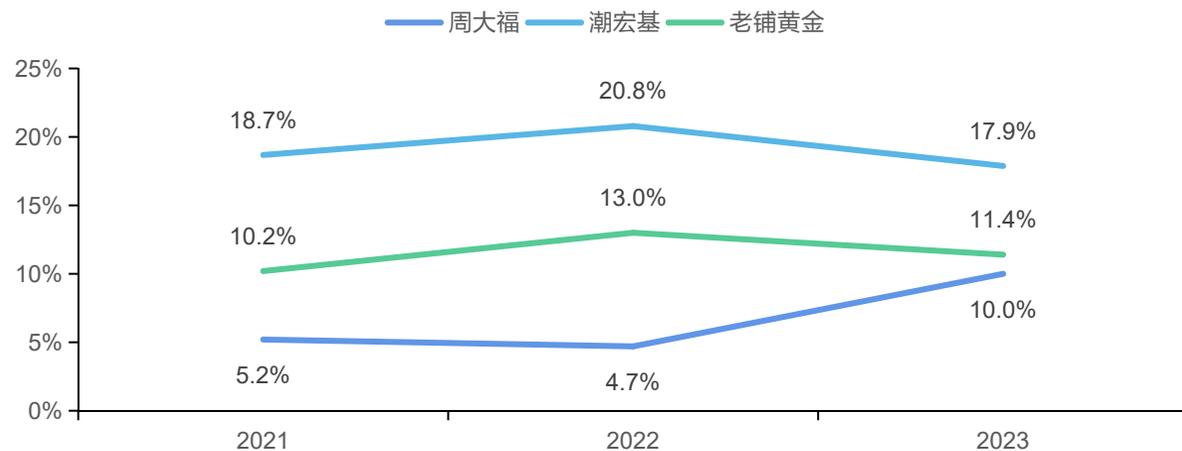
前五大门店均分布于高端商场：2023年前五大门店销售额同比增速为157.9%



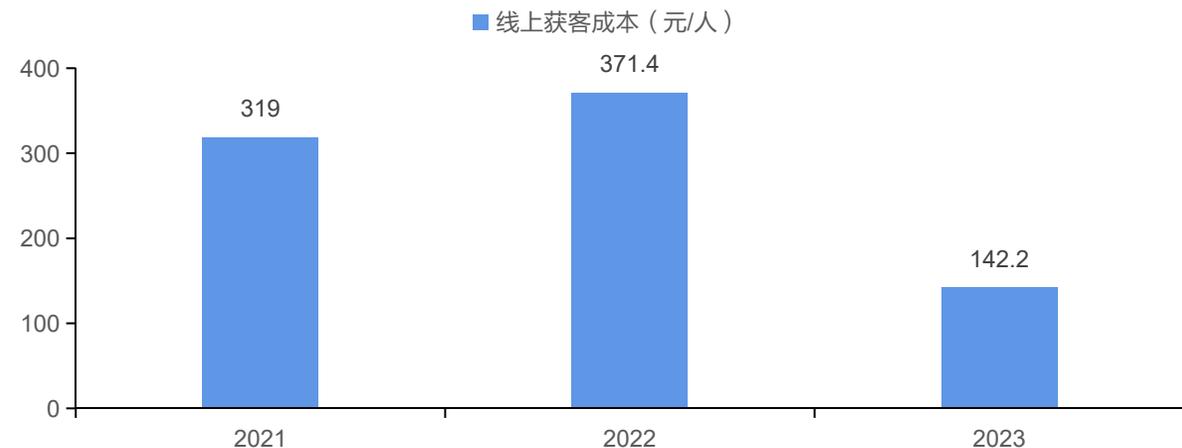
会员增长：2023年老铺黄金忠诚会员同比增长132.5%，人数增至9万



渠道分析：2023年老铺黄金线上销售额比例11.4%，占比偏低



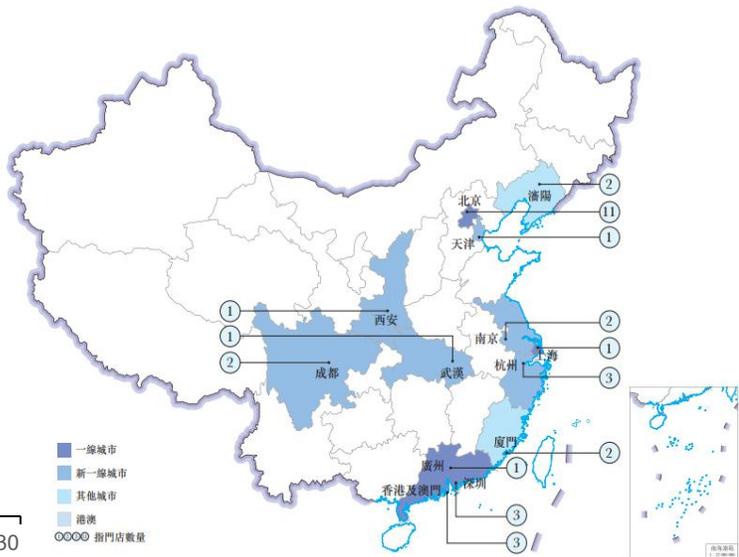
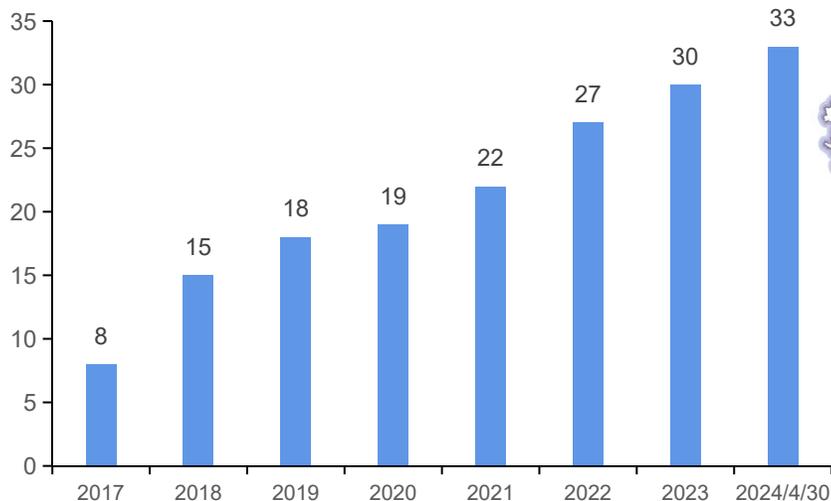
获客成本：2023年老铺黄金线上获客成本降至142.2元/人，自行开发使用微信小程序无需向平台缴纳年费使获客成本降低，可以保持和客户长久联系并增加客户体验



2.12.1 线下渠道：门店多位于高端商场，且位置较同业更好

近5年新开门店多数为高端商场直营：在skp、万象城等商圈不断新增门店拓展客户

老铺黄金历年年末门店数量



2019	2020	2021	2022	2023
北京东方新天地店	北京skp B1店	厦门万象城3F店	上海豫园店	北京DT51
厦门万象城B1店	北京王府中环店	深圳万象天地店	深圳万象城2店	南京德基二店
沈阳万象城B1店	成都国金店	澳门威尼斯人3F店	沈阳万象城2F店	杭州万象城2F店
杭州大厦店			成都skp店	澳门威尼斯人1F店
				广州太古汇店

城市	商圈	品牌	品牌入驻	店铺位置
北京	SKP	老铺黄金	是	一层、负一层
		老凤祥	否	
		周生生	是	负一层
		周大福	是	一层
	王府井 (百货大楼)	老铺黄金	是	一层
		老凤祥	否	
		周生生	是	一层
		周大福	是	一层
	王府井 (东方新天地)	老铺黄金	是	UG层
		老凤祥	否	
		周生生	否	
		周大福	是	LG层
	王府井 (王府中环)	老铺黄金	是	二层
		老凤祥	否	
		周生生	是	负一层
		周大福	否	
	国贸	老铺黄金	是	一层
		老凤祥	否	
		周生生	是	一层
		周大福	是	二层
中国大饭店	老铺黄金	是	大堂层	
	老凤祥	否		
	周生生	否		
	周大福	否		
工美大厦 (王府井)	老铺黄金	是	一层	
	老凤祥	否		
	周生生	是	五层	
	周大福	否		
DT51	老铺黄金	是	一层	
	老凤祥	否		
	周生生	否		
	周大福	否		

2.12.2 线下门店：设计典雅，营造中国文房经典场景

- **品牌定位为文化价值工艺奢侈品。**超脱普通黄金首饰的品牌定位，不按克价销售，一口价直营。品牌核心客群锚定清晰。面向高购买力、注重文化底蕴与消费体验人群，发挥黄金的避险价值、品牌特色文化吸引彩宝购买者、奢侈品消费者、黄金爱好者等开辟金饰消费新体验。
- **门店设计与服务对标奢侈品牌。**门店装修采用国风设计创新，营造“宫廷书房”体验。设置专门茶室陈列黄金艺术品，提供一对一服务。会员享对标奢侈品店铺的伴手礼、休息室等服务，营造高端俱乐部氛围与文化体验。
- **产品独具特色匠心独运，打造古典宫廷级体验。**老铺黄金制金工艺传承自清宫廷造办处金匠，精美品相是吸引客群的最大抓手。非大批量生产的产品限量供应营造稀缺感，服务客户双重需求。

门店形象：国风设计，营造中国文房经典场景



产品包装：采用“爱马仕橙”，设计典雅



2.13 会员体系：针对金卡及以上会员可提供购物优惠待遇

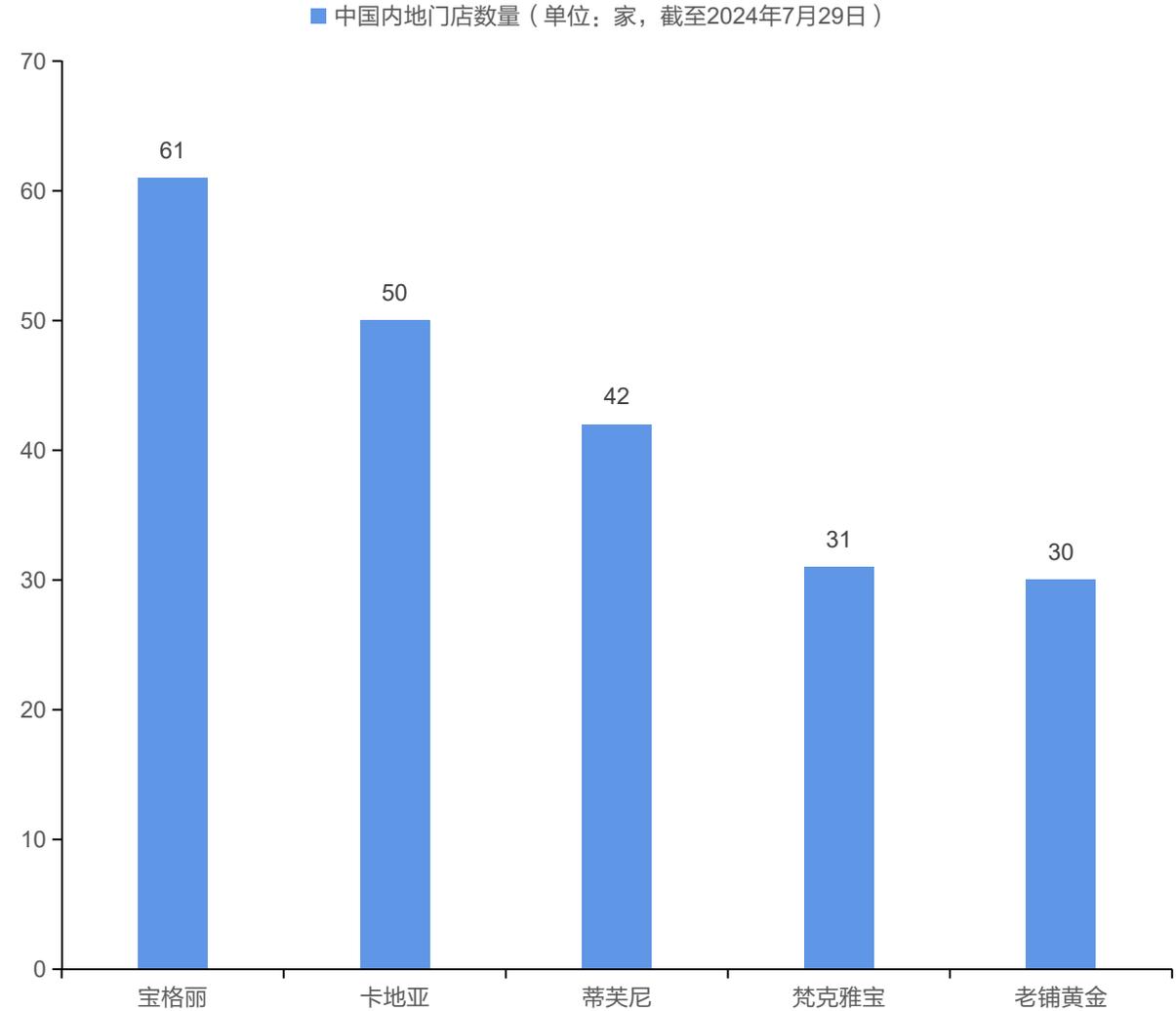
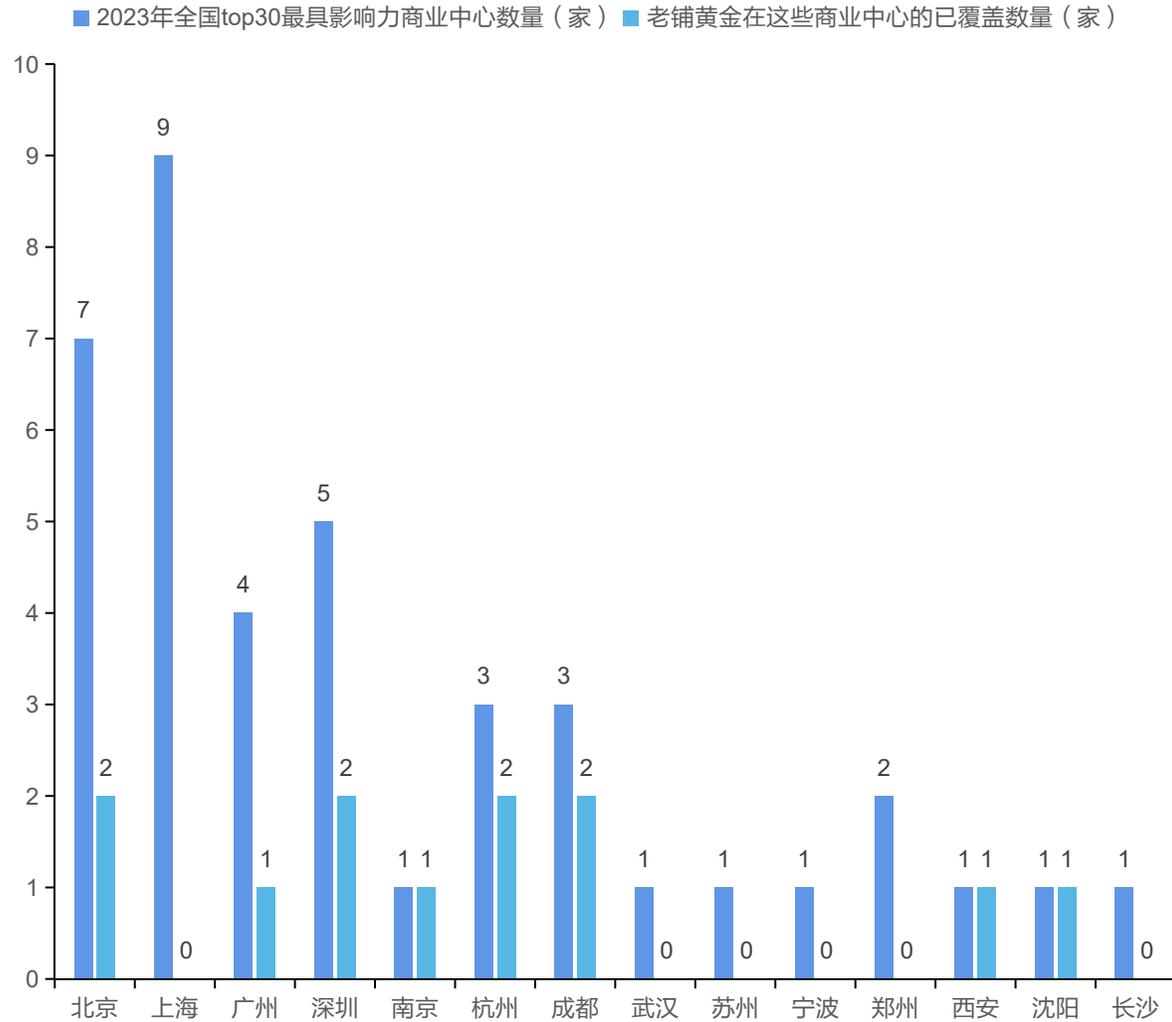
- ◆ 会员等级明显，按不同等级提供个性化服务。在老铺黄金直营门店或官方线上天猫旗舰店、京东旗舰店、微信精品店内购物时，金卡及黑金卡会员均可享受95折优惠。
- ◆ 会员可享受商品基础护理及免费换绳服务，完善消费者售后服务体验。①会员凭销售凭证，可在实体店享受终身免费基础护理服务；②会员凭老铺黄金销售凭证，可在实体店享受商品终身免费换绳穿配服务。

品牌	会员层级	条件	有效期	基础权益	不定期活动
老铺黄金	注册会员	注册成功	终身	购物优惠待遇、商品基础护理及免费换绳服务、会员特别待遇	会员商城
	普卡会员	任意消费	终身		尊享古法金饰金条
	金卡会员	正价商品累计消费满30w	终身		高端超市图书代金券、巧克力等小礼品
	黑金卡会员	正价商品累计消费满50w	终身		消费券
周生生	基本会员	无需购物，登记成为会员即可	/	会员可按其会籍层级享有以下服务及优惠:获邀参与尊贵活动 特选顾客生日优惠 最新珠宝首饰信息获邀参与尊贵活动 特选顾客生日优惠 最新珠宝首饰信息	珠宝品鉴活动
	高级会员	非会员/基本会员任何购物合格消费额低于港币/人民币/澳门币10,000元或台币40,000元但多于零	最长两年		品牌发售商品优先体验
	尊享会员	非会员/基本会员单次购物或高级会员于会籍层级有效期内累积购物合格消费额满港币/人民币/澳门币10,000元或台币40,000元	最长两年		购物折扣优惠(只限尊享会员) 会员推荐计划(只限尊享会员) 只限周生生不时指定之会籍层级之会员
周大福	fansmember	注册成功	永久有效	积分抵现兑礼	积分兑换线下活动名额
	白银会员	累计消费满1w	两年	消费积分	会员体验公益活动
	黄金会员	累计消费满8w	两年	生日惊喜活动、积分翻倍	积分兑换团体短途游名额
	铂金会员	累计消费满20w	两年	节日尊享活动、珠宝品鉴活动：会员尊享权益，优先参与线下高端会员体验活动，更有机会受邀参加高端珠宝拍卖活动	
	钻石会员	累计消费满40w	两年		
老凤祥	尊崇卡会员	注册成功	会员卡积分有效期三年	私人定制服务、线下门店会员服务、积分兑换商品、会员商城	部分商品限时65折积分兑换

2.14 扩店空间：2023年老铺黄金高端商场覆盖率为30%，扩店仍有充足空间

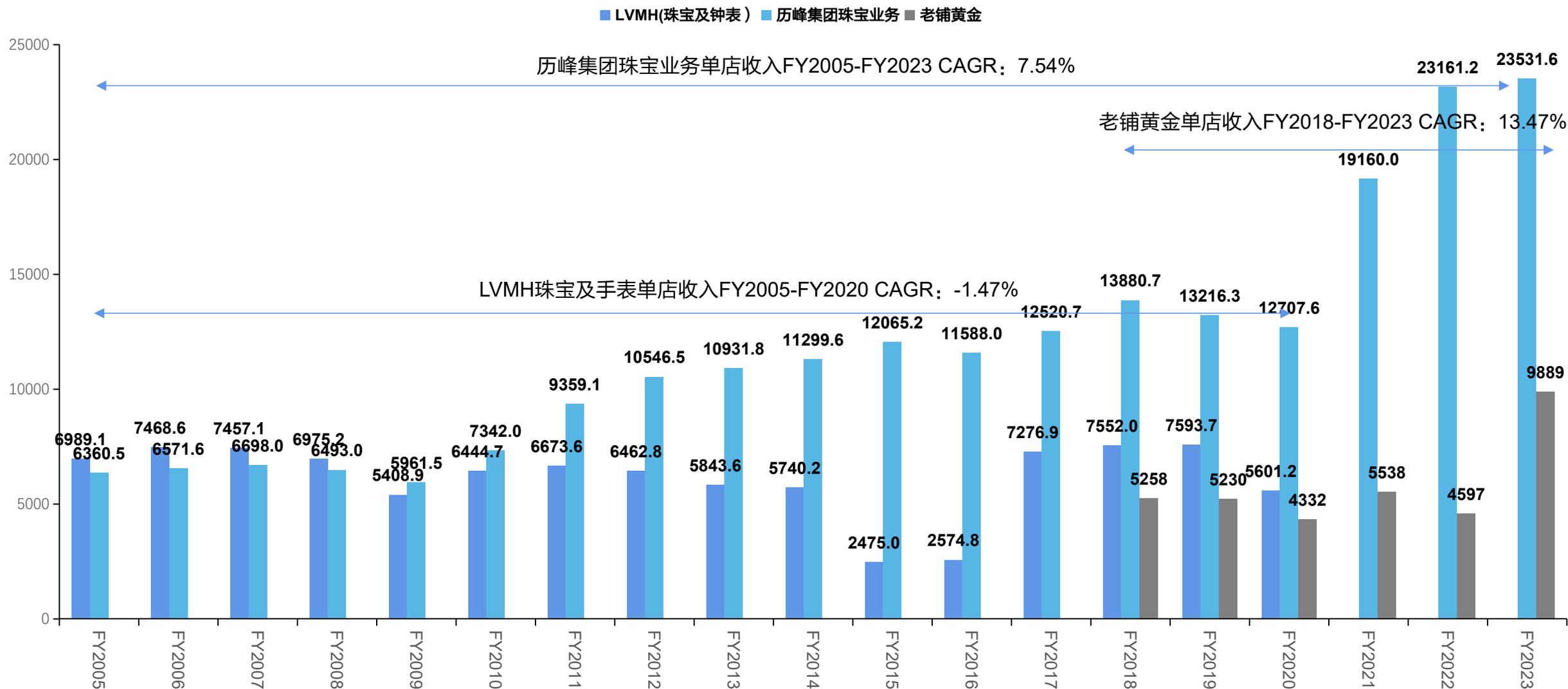
老铺黄金拓店：全国top30最具影响商业中心（含并列）共计40家中覆盖率为30%，2024-2026年计划新增15家门店，仍有充足的高端商场提供空间

门店扩张空间：对比国际一线奢侈珠宝品牌截至2024年7月29日的中国内地门店数量，老铺黄金在中国内地或有1倍拓展空间



2.15 店效空间：参考奢侈品牌珠宝门店店效，或有翻倍空间

历峰集团珠宝业务单店收入(万元人民币), LVMH珠宝业务单店收入(万元人民币)和老铺黄金单店收入(万元人民币)比较：老铺黄金单店收入5年CAGR快于LVMH珠宝及手表单店收入和历峰集团珠宝业务单店收入



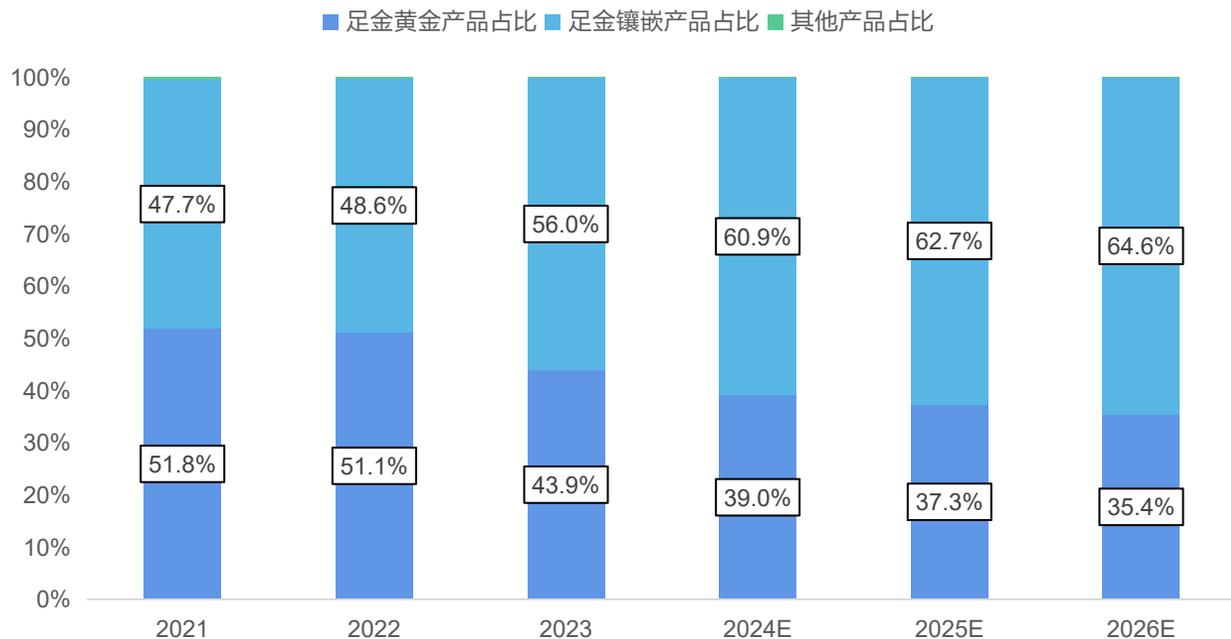
三、盈利预测与投资评级

3.1 盈利预测与估值

- **投资建议及评级：**我们预计公司2024-2026年实现收入64.3/87.5/106.1亿元人民币，同比+102.3%/+36.1%/+21.3%，归母净利润10.3/14.2/17.4亿元人民币，同比+147.8%/+37.9%/+22.5%，2024年10月18日收盘价166.3港元，对应2024-2026年PE为25/18/15X。我们继续看好公司的品牌知名度提升及古法黄金市场渗透率增长、线下门店数量继续扩张贡献业绩收入，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ✓ **足金黄金产品：**我们预计足金黄金业务 2024-2026 年营收同比+80%/+30%/+15%至25.1/32.6/37.5亿元，目前足金黄金原材料价格仍保持稳步上升，进一步发挥了黄金产品的避险价值。新布局门店定位一线城市高端商场，营造“宫廷书房”体验，吸引高购买力和注重产品文化底蕴的人群，品牌影响力提升有望驱动未来销售量价齐升。
- ✓ **足金镶嵌产品：**我们预计足金镶嵌业务 2024-2026 年营收同比+120%/+40%/+25%至39.2/54.8/68.6亿元。足金镶嵌产品收入2023年占比56%，增速快于足金黄金产品，线上获客成本的快速降低带来年轻高净值会员数量的快速增加，体现年轻化设计、古法黄金手工工艺制作的足金镶嵌产品使消费者愿意支付更高溢价。

公司代码	公司名称	PE (X)			市值(亿元)	财务单位
		2024E	2025E	2026E		
MC FP	LVMH	21	19	17	3,113	EUR
RMS FP	爱马仕国际	48	43	38	2,205	EUR
KER FP	开云集团	24	19	16	419	EUR
CFR SW	瑞士历峰集团	18	16	15	730	EUR
RACE US	法拉利	75	69	62	1,083	EUR
1913 HK	PRADA	21	18	17	168	EUR
BRBY LN	Burberry	26	14	12	25	GBP
1929.HK	周大福	10	9	8	655	CNY
600612.SH	老凤祥	11	10	9	293	CNY
6181.HK	老铺黄金	25	18	15	257	CNY
平均PE		28	24	21		

预计足金镶嵌产品业务营收占比进一步提升



资料来源：老铺黄金招股说明书，彭博，同花顺ifind，Wind，国海证券研究所（可比公司盈利预测来源为wind及彭博一致预期，老铺黄金为国海证券预测，估值统计时间：2024年10月18日）

3.2 老铺黄金盈利预测表

证券代码： 06181.HK

股价： 166.30港元

投资评级： 增持(首次覆盖)

日期： 20241018

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	70	51	670	1474	营业收入	3180	6432	8753	10614	每股指标				
应收款项	376	768	1045	1268	营业成本	1848	3724	5020	6048	EPS	3.03	6.13	8.45	10.35
存货净额	1268	2172	2859	3696	营业税金及附加					BVPS	9.00	15.28	23.73	34.07
其他流动资产	62	129	175	212	销售费用	579	1016	1399	1697	估值				
流动资产合计	1776	3121	4750	6650	管理费用	168	270	368	467	P/E	-	24.9	18.0	14.7
固定资产	58	61	65	68	财务费用	18	28	48	53	P/B	-	10.0	6.4	4.5
在建工程					其他费用/(-收入)	5	8	14	15	P/S	-	4.0	2.9	2.4
无形资产及其他	255	301	344	386	营业利润	570	1396	1928	2355	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	0	0	0	0	利润总额	553	1375	1897	2323	盈利能力				
资产总计	2159	3545	5221	7165	所得税费用	137	344	474	581	ROE	27%	40%	36%	30%
短期借款	128	128	128	128	净利润	416	1032	1423	1742	毛利率	42%	42%	43%	43%
应付款项	58	114	153	185	少数股东损益	0	0	0	0	期间费率	24%	20%	20%	21%
合同负债					归属于母公司净利润	416	1032	1423	1742	销售净利率	13%	16%	16%	16%
其他流动负债	289	592	805	976	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	成长能力				
流动负债合计	474	833	1086	1289	经营活动现金流	-29	70	721	919	收入增长率	146%	102%	36%	21%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	净利润	416	1032	1423	1742	利润增长率	340%	148%	38%	22%
其他长期负债	169	165	165	165	少数股东权益	0	0	0	0	营运能力				
长期负债合计	169	165	165	165	折旧摊销	120	21	23	26	总资产周转率	1.84	2.26	2.00	1.71
负债合计	643	973	1226	1428	公允价值变动	43	22	32	45	应收账款周转率	13.34	11.24	9.65	9.18
股本	143	168	168	168	营运资金变动	-609	-1004	-757	-894	存货周转率	1.78	2.16	2.00	1.85
股东权益	1515	2572	3995	5737	投资活动现金流	-59	-58	-52	-49	偿债能力				
负债和股东权益总计	2159	3545	5221	7165	资本支出	-60	-70	-70	-70	资产负债率	30%	27%	23%	20%
					长期投资	0	0	0	0	流动比	3.75	3.75	4.37	5.16
					其他	0	12	18	21	速动比	1.07	1.14	1.74	2.29
					筹资活动现金流	99	-30	-49	-66					
					债务融资	-11	0	0	0					
					权益融资	222	0	0	0					
					其它	-112	-30	-49	-66					
					现金净增加额	10	-18	619	803					

四、风险提示

- 宏观经济风险：需求复苏不及预期，线下销售受影响风险；
- 行业竞争风险：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- 供应链风险：受突发事件影响，上游工厂关闭影响供应链带来的风险；
- 市场开拓及产品推广风险：开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险；
- 渠道扩张风险：门店扩张不及预期风险；
- 经营风险：运营效率提升不及预期风险；
- 原材料价格风险：黄金价格大幅下行带来的风险；
- 不同公司不同市场不具有可比性；
- 国际地缘政治形势的不确定性。

海外消费&纺织服装小组介绍

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

分析师承诺

马川琪, 廖小慧, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外消费&纺织服装研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597