

2024年11月27日
老铺黄金 (6181.HK)

公司首次覆盖

证券研究报告

古法黄金开创者，定位高端，增长可期

老铺黄金是一家加工和销售黄金珠宝的连锁企业，以“老铺黄金”为品牌，推广古法黄金概念。公司在全国14个城市设有33家门店。23年全年和24年上半年，公司收入分别为人民币32.8亿元和35.2亿元，分别同比增长145%和148%，净利润分别为4.16亿元和5.87亿元，分别同比增长342%和198%，增长态势非常强劲。首次覆盖给与目标价235港元，给与“买入”评级。我们认为老铺黄金打造了独特的竞争优势，国内高端黄金珠宝领域具有良好的发展潜力，当前体量尚小，未来发展可期。我们预期24/25/26年净利润为11.2/14.5/17.8亿元，对应每EPS收益为7.1/9.3/11.3港元。

报告摘要

产品定位高端。老铺黄金创立于2009年，是中国第一家推广「古法黄金」概念的品牌，古法黄金的特点在于利用复杂的工艺技术，用足金制作花样繁复的黄金首饰。公司不断地推出高质量产品，使老铺黄金在消费者中，成为一个广受高净值人群认可和高度关注的品牌。根据《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。我们认为老铺黄金具备做成奢侈品的潜质。如果可以做成一家奢侈品品牌，那么无论从市场空间还是提价空间来看，都有很大的想象空间。

走高端定价策略的路线。公司10000元以上的产品销售额约占整体收入的90%，而其他同类品牌中，10000元以上产品的占比没有高于20%的。老铺黄金在定价策略上明确了自己的高端市场定位。**门店布局聚焦高端商场。**与同行通过加盟形式大量扩张，以及致力于进入下沉市场不同，公司在开店节奏和选址上始终比较克制，并且仅以自营模式拓店。公司目前拥有33家门店，大多位于中国一线和新一线城市的奢侈品区，例如SKP、万象城等准入门槛较高的商场。在全国十大高端购物中心中公司已经进入了其中八家，该覆盖率在国内黄金珠宝品牌中排名第一。**发展空间巨大。**老铺黄金目前的门店数量较少，仅有33家，相比之下，其他国内同行的门店数量多在3000家以上。即使参考头部奢侈品品牌在中国的门店数量在30-70家不等，还有拓展的空间。除此以外，海外如日韩、新加坡等亚洲地区也有发展机会。

金价持续上行支撑黄金需求。今年以来金价上涨较快，以上金所SEG黄金9999为例，目前已达到623元/克，较年初已经上涨28.9%。黄金在过去十年年化收益率为5.68%，所以目前正处于涨幅相对比较快的阶段。从长期来看，金价作为抗通胀的资产，向上的走势是不会变的。这也是支撑黄金消费的背后逻辑。同时中国本身的结婚、送礼风俗带来持续的黄金消费需求。此外我们认为公司的高端定位令其业绩受到金价短期波动的影响较小。

行业健康增长，古法黄金市场增长快速。中国珠宝市场规模由2018年的人民币5,800亿元稳步增长至2023年的人民币8,200亿元，复合年增长率为7.2%，其中2023年黄金产品占据了63.2%的最大份额。古法黄金市场在2018年至2023年期间以64.6%的复合年增长率进行高速增长，达到了1573亿元。古法黄金珠宝市场相对集中在头部企业，前五大品牌市场份额合计46.1%。排名依次为周大福、老凤祥、中国黄金、豫园股份、梦金园。老铺黄金在行业中排名第七，占2.0%的市场份额，但是唯一专注于古法黄金的珠宝品牌。

首次覆盖给与目标价235港元，“买入”评级。我们认为老铺黄金打造了独特的竞争优势，国内高端黄金珠宝领域具有良好的发展潜力，当前体量尚小，未来发展可期。我们预期24/25/26年净利润为11.2/14.5/17.8亿元，对应每EPS收益为7.1/9.3/11.3港元。

风险提示：金价波动、行业竞争加剧、消费者需求不及预期、股东持股解禁。

(转下页...)

珠宝

投资评级： 买入

6个月目标价 235 港元

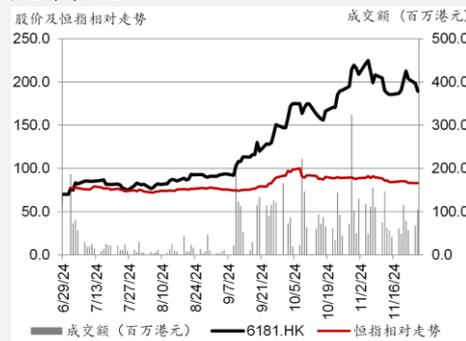
股价 2024-11-26 189.4 港元

总市值(亿港元)	318.89
H股市值(亿港元)	179.50
总股本(亿股)	1.68
H股股本(亿股)	0.95
12个月低/高(港元)	61/232.2
平均成交(亿港元)	0.85

股东结构 (截止 2024-06-30)

徐氏父子	67.6%
陈国栋	9.1%
股权激励平台	6.0%
黑蚁资本	3.0%
其他股东	14.3%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.37	96.91	N/A
绝对收益	-0.58	104.09	N/A

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 CFA 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

杨怡然 CFA 消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万人民币)	1,264.6	1,294.2	3,179.6	7,379.3	9,131.9	11,161.2
增长率(%)		2.34%	145.67%	132.09%	23.75%	22.22%
净利润(百万人民币)	113.9	94.5	416.3	1,120.3	1,454.4	1,777.0
增长率(%)		-16.99%	340.40%	169.12%	29.81%	22.19%
毛利率	41.2%	41.9%	41.9%	40.0%	41.0%	41.0%
净利润率(%)	9.0%	7.3%	13.1%	15.2%	15.9%	15.9%
每股收益(港元)				7.15	9.28	11.33
每股净资产(港元)				22.14	31.44	42.81
市盈率				26.88	20.71	16.95
市净率				8.68	6.11	4.49
净资产收益率(%)		11.53%	34.91%	45.01%	34.71%	30.61%
股息收益率				0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：公司资料，国证国际预测

目录

1. 老铺黄金：古法黄金先行者	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 股权结构	4
1.3. 历史发展	5
1.4. 管理层简介	5
1.5. 经营概况	6
2. 公司投资亮点	7
2.1. 首推古法黄金，定位高端金饰，进行差异化竞争	7
2.2. 黄金消费因需求变化有波动，长期呈增长态势	11
2.3. 渗透率低，发展空间广阔	12
3. 行业：珠宝行业仍具发展空间	13
3.1. 中国珠宝行业	13
3.2. 中国黄金珠宝市场	14
3.3. 行业竞争格局	16
4. 财务分析	17
5. 盈利预测及估值	19
5.1. 财务报表预测	19
5.2. 估值分析	20
6. 风险提示	21

1. 老铺黄金：古法黄金先行者

1.1. 公司简介

主推古法黄金，近年增速迅猛。老铺黄金是一家加工和销售黄金珠宝的连锁企业，以“老铺黄金”为品牌，推广古法黄金概念。公司聚焦非遗文化价值与产品差异化，在古法黄金珠宝市场份额达 2.0%，整体黄金珠宝市场占 0.6%。依托自营模式，老铺黄金在全国 14 个城市设有 33 家门店。23 年全年和 24 年上半年，公司收入分别为人民币 32.8 亿元和 35.2 亿元，分别同比增长 145% 和 148%，净利润分别为 4.16 亿元和 5.87 亿元，分别同比增长 342% 和 198%，增长态势非常强劲。

图表 1：老铺黄金门店



资料来源：网络资料，国证国际研究

1.2. 股权结构

公司股权比较集中。公司的大股东为徐高明和徐东波父子，合计控股 67.6%。这其中包括了徐高明及其子徐东波直接持有的股份，和通过红乔金季（由徐高明持股 70%，徐东波 30%）间接持有的股份，以及由红乔金季担当普通合伙人的天津金橙持有的股份。徐氏父子拥有天津金橙的表决权，但是没有在天津金橙持股。所以徐氏父子实际持有公司股份 62%，拥有表决权占 67.6%。

股权激励平台：包括天津金橙、天津金积、天津金谛、天津金咏、天津金莅，其中天津金橙因为由红乔金季担任普通合伙人，所以其股份被计入徐氏父子控股范围，其余四个持股平台共计持有公司股份 6%。股权激励的范围主要是公司中高层管理人员，以及文房文化的前员工。

陈国栋、黑蚁资本、复星创富、腾讯均为财务投资人。其中陈先生为个人投资者，曾任融科智地控股有限公司董事及深圳市联想科技园有限公司董事兼总经理，两家公司均为联想控股子公司。黑蚁资本、复星创富为投资基金。腾讯则是通过上市时作为基石投资人成为股东。

H股全流通：公司已经申请了H股全流通，目前H股占总股本的 42.6%。非H股均由以上几位上市前股东所有。

图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司资料，国证国际研究

1.3. 历史发展

初始发展阶段：创始人徐高明先生早年从事旅游纪念品相关业务，于2009年公司开设了第一家专注于古法黄金的门店。此时公司业务还比较庞杂，除了黄金业务以外，还包括文房金器、旅游纪念品等业务。2014年【老铺黄金】的品牌正式注册，公司也将主业逐渐聚焦到古法黄金业务上。旅游纪念品和文房古玩等业务被转移到文房文化、金色宝藏两个主体下，并于2018年先后从公司剥离。

业务扩张阶段：2017年开始，公司逐渐加快了开店节奏，当年新开门店4家，并进入了深圳、武汉两个市场。之后几年又陆续进入到香港、杭州、上海、南京等市场，目前共计进入14个城市，已经基本覆盖了一线和强二线城市。截止到2024年6月，公司门店数量达到33家，平均每年开3-4家门店。

图表 3：公司发展历程

年份	里程碑
2009年	在北京推出首家专注于销售古法金饰品的门店
2010年	推出雅致的中国文房场景主题产品，如装饰把玩的摆件以及可供收藏的金器，丰富了产品线
2014年	「老铺黄金」商标注册
2016年	聚焦古法黄金珠宝业务，将其他业务转移到文房文化、金色宝藏两个主体下
2017年	推出自营在线销售渠道，在天猫设有旗舰店 在深圳开设门店，将业务拓展至华南；在北京SKP高级时尚购物中心开设门店
2018年	剥离文房文化及金色宝藏业务 进入武汉、西安、香港、杭州、南京市场
2024年	目前拥有33家门店

资料来源：公司招股书、年报，国证国际研究

1.4. 管理层简介

公司管理层具有丰富的行业经验，徐先生有多名家族成员担任公司重要岗位。

徐高明先生，59岁，为公司的创始人、执行董事、董事长、总经理兼研发部总监。主要主持公司经营、管理全面工作，负责董事会相关工作，主持公司商品研发工作。在创办老铺黄金之前，徐先生曾于1992年1月至1993年12月担任岳阳市畜牧水产局水产大楼总经理。从1984年8月至1991年12月担任岳阳市畜牧水产局科员。徐先生于1988年6月通过函授课程毕业于华中农业大学，取得淡水渔业专业专科学位。

冯建军先生，55岁，为公司执行董事兼副总经理，主要负责公司的市场拓展。冯先生于2006年加入集团，17年担任副总经理，19年升任董事。冯先生于1989年6月取得中国湘潭大学企业管理学士学位。

徐锐先生，43岁，为公司的执行董事兼营业部总经理，主要主持公司营业部全面管理工作。徐先生自2004年起与徐高明先生一起从事各项业务经营。徐先生于2002年6月毕业于长沙电力学院（现称长沙理工大学），取得国际贸易专科学历。徐锐先生为徐高明先生的侄子，蒋霞先生的表弟。

蒋霞先生，47岁，为公司的执行董事，主要主持公司质检部全面管理工作。自1995年起与徐高明先生一起从事各项业务经营。蒋先生于2002年7月通过函授课程毕业于武汉化工学院（现称武汉工程大学）工商管理专业。其自2021年3月起获北京市成人教育学会培训中心认可为标准化管理工程师。蒋先生被国检珠宝培训中心认可为贵金属首饰和宝石检验师及国检珠宝培训中心钻石分级师。蒋霞先生为徐高明先生的外甥，徐锐先生的表兄。

李佳女士，45岁，自2019年11月起担任集团首席财务官、副总经理兼董事会秘书。李女士于2017年5月加入集团，负责集团的财务管理、投融资管理及投资者关系管理职能。李女士此

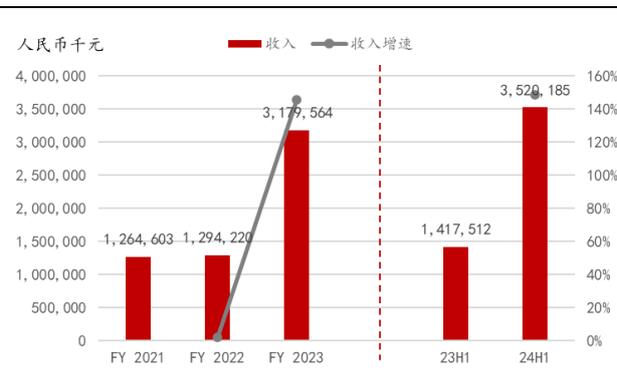
前在多家会计师事务所就职。李女士于2001年7月获得对外经济贸易大学国际经济学学士学位。

1.5. 经营概况

收入快速增长，毛利率保持稳定：2021/2022/2023 公司收入为 12.65/12.94/31.80 亿元，年复合增长率达 58.6%，24H1 实现收入 35.20 亿元，同比增长 1.48 倍。2021/2022/2023 公司毛利率为 41.2%/41.9%/41.9%，24H1 毛利率为 41.3%，相对稳定。公司产品的主要原材料是黄金，占原材料成本比起 9 成。

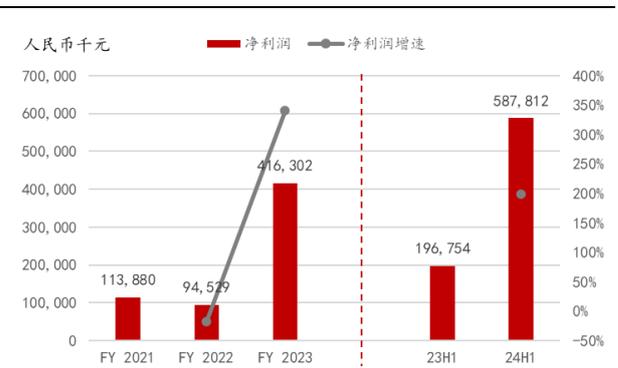
利润强劲增长：2021/2022/2023/24H1 净利润分别为 1.13/0.95/4.16/5.87 亿元，24H1 实现了同比 198% 的增长，平均单店收入实现了 113% 的增长。公司的强劲增长一方面来源于品牌知名度提升带来的销售增长，另一方面来源于黄金价格上涨带来的需求增加。

图表 4：收入及增速



资料来源：公司资料，国证国际研究

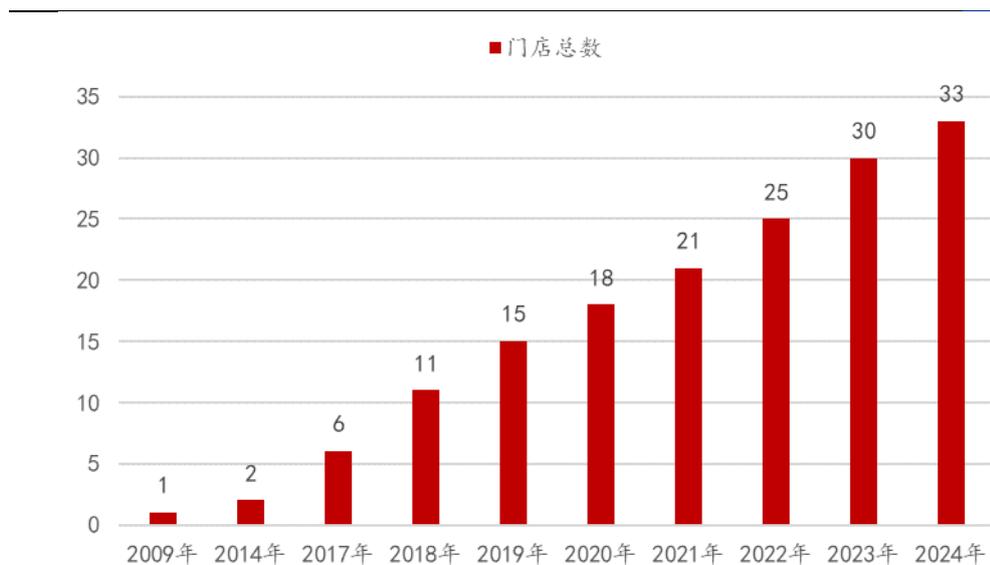
图表 5：净利润及增速



资料来源：公司资料，国证国际研究

目前门店数量 33 家。公司自 2017 年业务完成后，开始稳步的扩张，保持每年新开 3-4 家门店的节奏，覆盖了主要的一二线城市，包括北上广深、香港、澳门、杭州、西安等城市，共计进入了 14 个城市。

图表 6：公司门店数量



资料来源：公司资料，国证国际研究

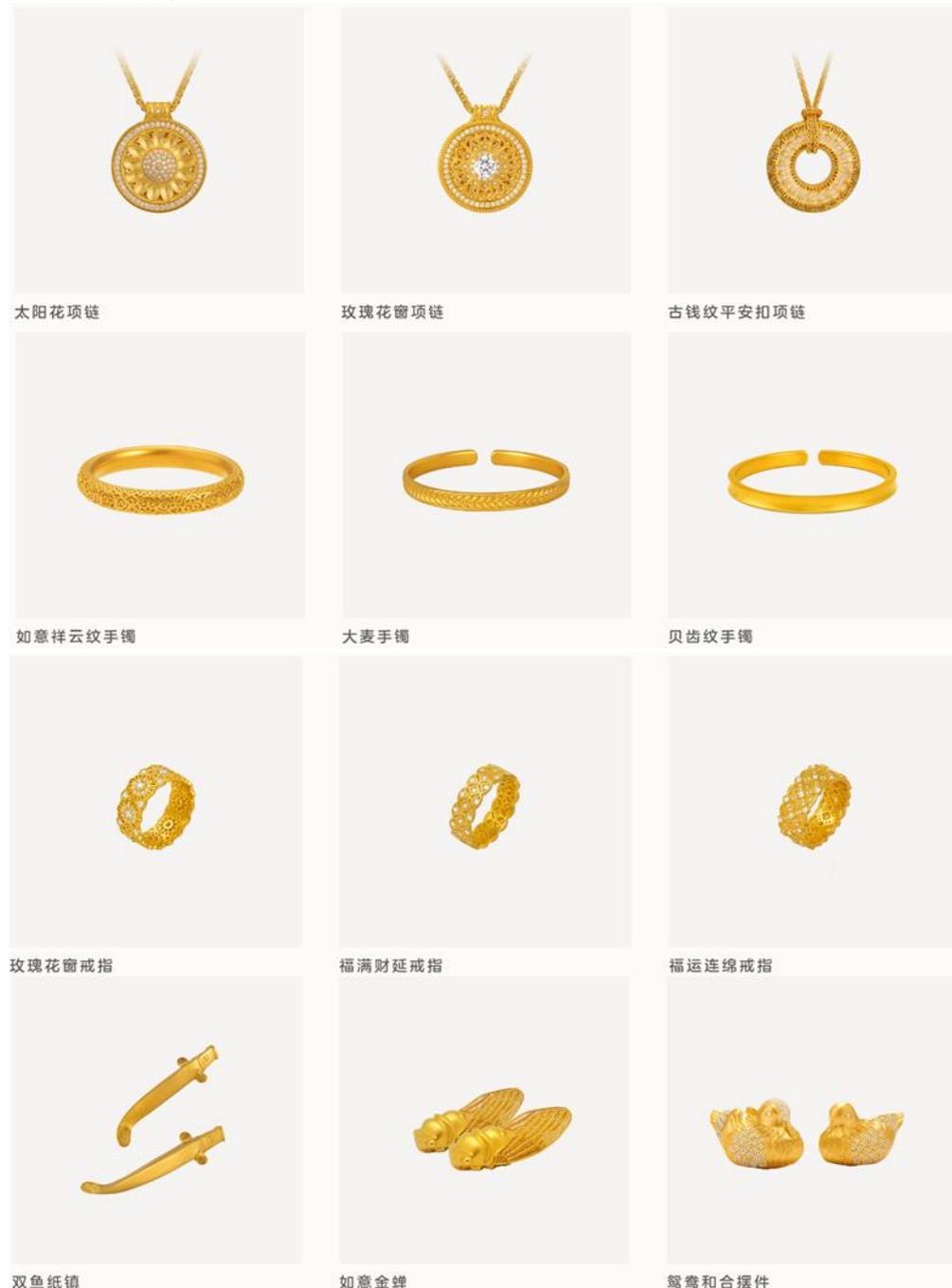
2. 公司投资亮点

2.1. 首推古法黄金，定位高端金饰，进行差异化竞争

老铺黄金创立于 2009 年，是中国第一家推广「古法黄金」概念的品牌，第一家推出「足金镶嵌钻石」产品的品牌，第一家推出「金胎烧蓝」产品的品牌。

古法黄金的特点在于利用复杂的工艺技术，用足金制作花样繁复的黄金首饰。因为足金偏软，所以制作的难度较大。公司秉持「经典」、「极致」和「传世」的核心价值，用传统的手工方法制作珠宝。部分传统工艺如「花丝镶嵌」、「金银错」技艺为国家级非物质文化遗产。2019 年末公司在业内率先推出足金镶钻产品，颠覆了钻石珠宝以 K 金为底材的行业传统标准；2022 年，公司以传统铜胎烧蓝技法为基础锻造「金胎烧蓝」产品。

图表 7：公司部分产品介绍



资料来源：公司官网，国证国际研究

公司坚持产品原创，引领了行业的潮流，更重要的是打造产品的差异化。产品组合除了首饰之外，还包括把玩金器、日用金器和摆件金器等高克重产品，此类产品工艺复杂度更高，深入融合和体现文化元素及审美趣味，进一步强化了品牌差异定位，大大满足消费者的消费心理需求。未来公司还将精简 SKU，努力打造更具有辨识度的产品。

公司品牌定位高端。公司不断地推出高质量产品，使老铺黄金(Laopu Gold)在消费者中，成为一个广受高净值人群认可和高度关注的品牌。根据胡润研究院于2023年3月发布的《2023胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，老铺黄金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。这是公司首次登上前十大品牌，可见老铺黄金的品牌在不断上升。从这个维度来说，我们认为**老铺黄金具备做成奢侈品的潜质。如果可以做成一家奢侈品品牌，那么无论从市场空间还是提价空间来看，都有很大的想象空间。**

图表 8：中国高净值人群最青睐的珠宝

中国高净值人群最青睐的珠宝	
1	宝格丽 Bvlgari
2	卡地亚 Cartier
3	梵克雅宝 Van Cleef & Arpels
4	蒂芙尼 Tiffany & Co.
5	周大福 Chow Tai Fook
6	香奈儿 Chanel
7	宝诗龙 Boucheron
8	伯爵 Piaget
9	尚美巴黎 Chaumet
10	老铺黄金 Laopu Gold

资料来源：《2023 胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，国证国际研究

老铺黄金门店的高价产品占比远远高于同行，走高端定价策略的路线。根据招股书披露，公司 10000 元以下的产品销售额约占整体收入的 10%，10000-50000 的产品销售额达到 65%，是公司的核心价格带。我们在“老铺黄金”的天猫旗舰店看到，门店所有产品共计 231 件，其中价格低于 10000 元的产品大概有 46 件，占比 20%。而其他同类品牌中，10000 元以下产品的占比基本在 80% 以上。**老铺黄金在定价策略上明确了自己的高端市场定位。**

图表 9：老铺黄金不同价位产品销售额分布

	2021年	2022年	2023年
足金黄金产品			
低于人民币10,000元	3.70%	3.50%	1.90%
人民币10,000元至人民币50,000元	26.90%	26.50%	24.30%
人民币50,000元至人民币250,000元	15.20%	15.60%	13.40%
人民币250,000元以上	6.00%	5.60%	4.20%
足金镶嵌产品			
低于人民币10,000元	6.60%	8.50%	8.20%
人民币10,000元至人民币50,000元	32.60%	31.80%	40.70%
人民币50,000元至人民币250,000元	6.20%	5.70%	5.60%
人民币250,000元以上	2.20%	2.70%	1.50%

资料来源：招股书，国证国际研究

图表 10: 淘宝旗舰店 1000 元以下产品 SKU 占比

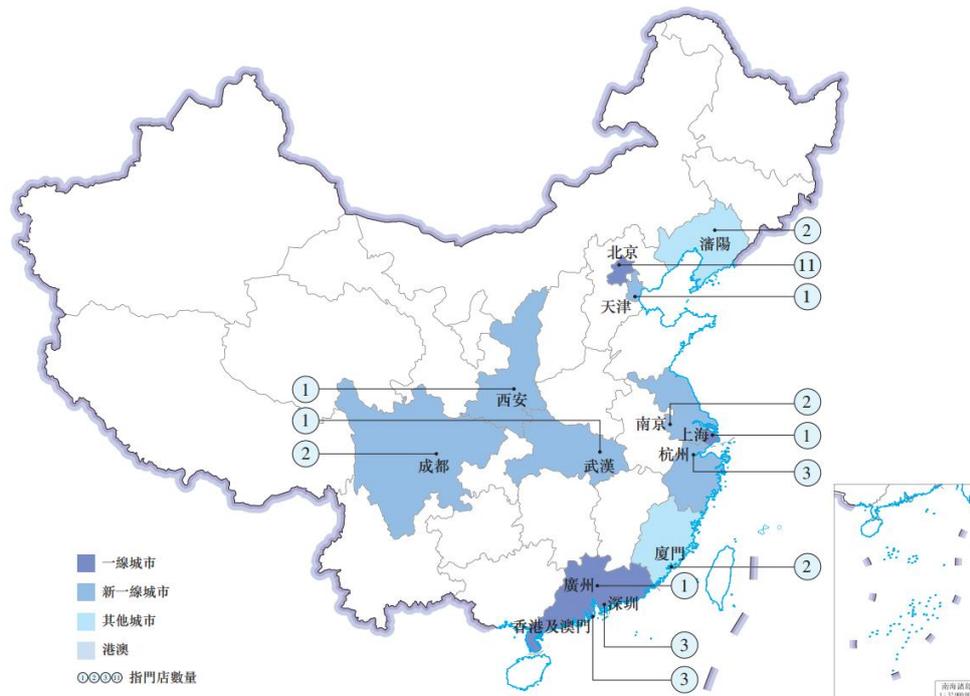
	总SKU	10000元以下产品占比
老铺黄金	231	20%
周大福	2600	86%
中国黄金	652	96%
周生生	2052	80%
菜百	1200	90%

资料来源: 淘宝, 国证国际研究

此外, 老铺的产品均为一口价, 不与金价直接挂钩, 并且保持了每年低频次的涨价, 这与奢侈品永远涨价, 从不降价的策略一致, 也展现了老铺要在高端金饰领域做大做强的决心。

从门店布局上也可以看到公司将**高端策略进行到底**。与同行通过加盟形式大量扩张, 以及致力于进入下沉市场不同, 公司在开店节奏和选址上始终比较克制, 并且仅以自营模式拓店。公司目前拥有 33 家门店, 均为自营门店。自营模式让公司能够严格控制产品及服务质量, 对销售及客户服务进行精细管理, 有利树立及维护公司的品牌形象。公司的门店大多位于中国一线和新一线城市的奢侈品区, 例如 SKP、万象城等准入门槛较高的商场。在全国十大高端购物中心中公司已经进入了其中八家, 该覆盖率在国内黄金珠宝品牌中排名第一。未来三年公司仍将保持目前的开店节奏, 计划公开开设新店 15 家, 其中 10 家位于大陆的一二线城市, 5 家位于香港、澳门、新加坡、东京等经济较为发达的城市。选址也依旧聚焦高端商场和知名商业中心。

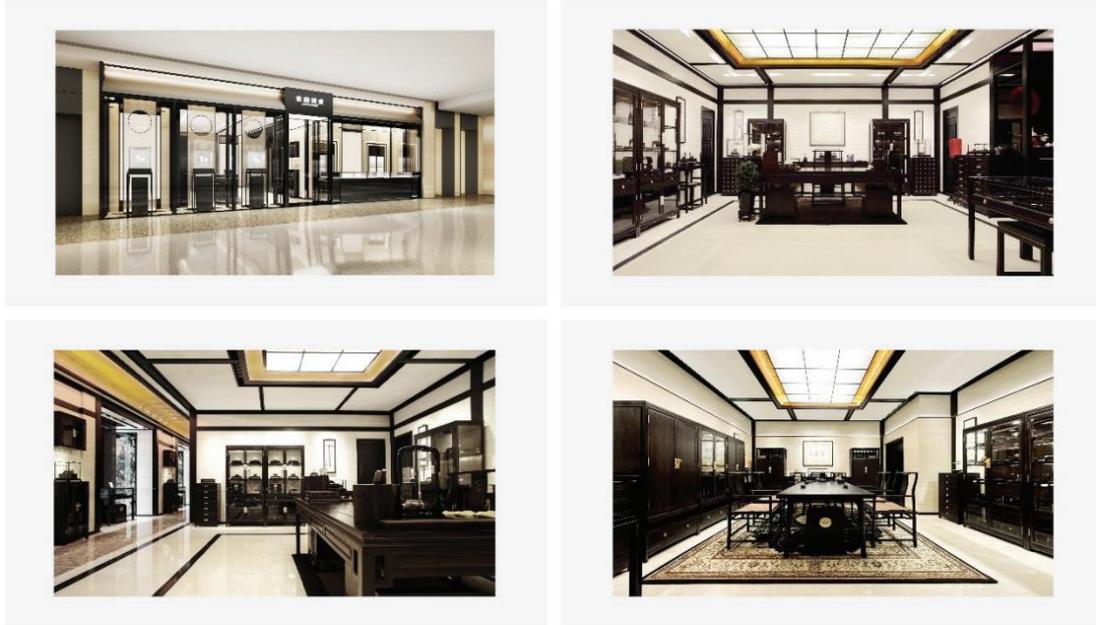
与商场的合作模式: 租金/联营费为 (1) 固定金额或 (2) (a) 最低月租金/联营费及 (b) 相关门店月销售额的固定百分比之间的较高者。支付租金的模式下, 公司直接向客户收款, 向商场支付租金。在联营模式下, 由商场向消费者统一收款, 每月扣除联营费用后支付给公司。在现有的 33 家门店中, 有 29 家为浮动租金/联营费, 4 家为固定费用。我们认为虽然浮动费用相比于固定费用, 在公司单店收入较高时会分掉更多收入, 但是在销售不旺的时期也减少了固定开支, 有助于公司增强抗风险能力。

图表 11: 老铺黄金门店布局


资料来源: 招股书, 国证国际研究

门店的装修风格也采用了奢华的中式“老钱风”。公司采用「场景化模式」来布置门店, 展示公司的经典产品和品牌文化特征, 为消费者提供沉浸式消费体验。借鉴经典书房特色主题, 融合专业客户服务, 更充分地展示经典工艺、经典产品和品牌主题文化。

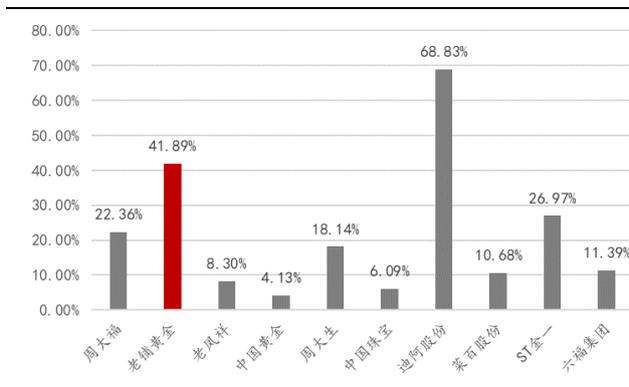
图表 12: 老铺黄金门店装修



资料来源: 招股书, 国证国际研究

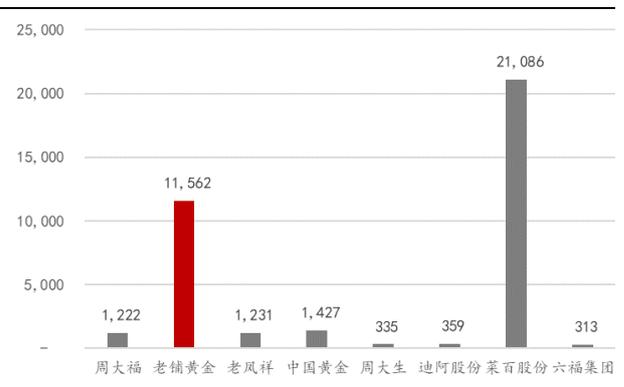
由于 1) 公司多数产品的定价较高, 2) 古法黄金饰品的毛利率显著高于普通黄金饰品, 3) 公司采取自营模式而同行多以加盟模式为主, 老铺黄金的毛利率、单店营收和净利率在同行中都处于较优水平。我们认为老铺在产品定位上拥有向奢侈品发展的潜力。

图表 13: 2023 年各公司毛利率



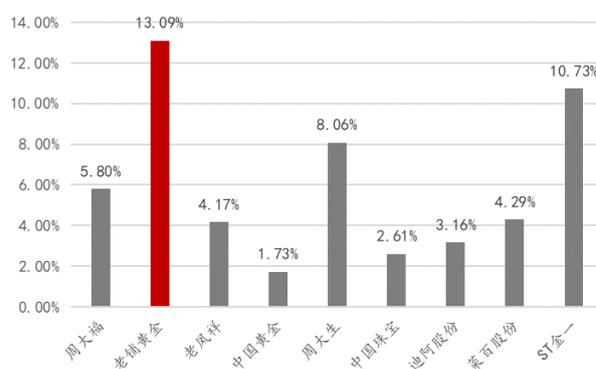
资料来源: 公司资料, 国证国际研究

图表 14: 2023 年各公司单店收入 (万元)



资料来源: 公司资料, 国证国际研究

图表 15: 2023 年各公司净利率



资料来源: 公司资料, 国证国际研究

2.2. 黄金消费因需求变化有波动，长期呈增长态势

金价持续上行。近年来，受到地缘政治、美联储降息、人民币贬值等多重因素的影响，金价持续稳步上涨，以上金所 SEG 黄金 9999 为例，目前已达到 623 元/克，较年初已经上涨 28.9%。黄金在过去十年年化收益率为 5.68%，所以目前正处于涨幅相对比较快的阶段。从长期来看，金价向上的走势是不会变的。

金价上涨，产业链多环节受益。黄金饰品的生产制作和销售过程经过多个环节，包括生产商、品牌商、加盟商，最后到消费者，在每个环节都会有一定比例的加价。当金价上涨的时候，从黄金原材料价格到消费终端的零售标价都会大致同比例上涨，不同品牌可能会因为成本加成或固定单克使用费的模式的不同而有所差别。因此，虽然短期终端零售价格会受到金价急速上涨的扰动，但长期来看，随着金价的上涨，黄金珠宝产业链上的每个环节都会有所受益。

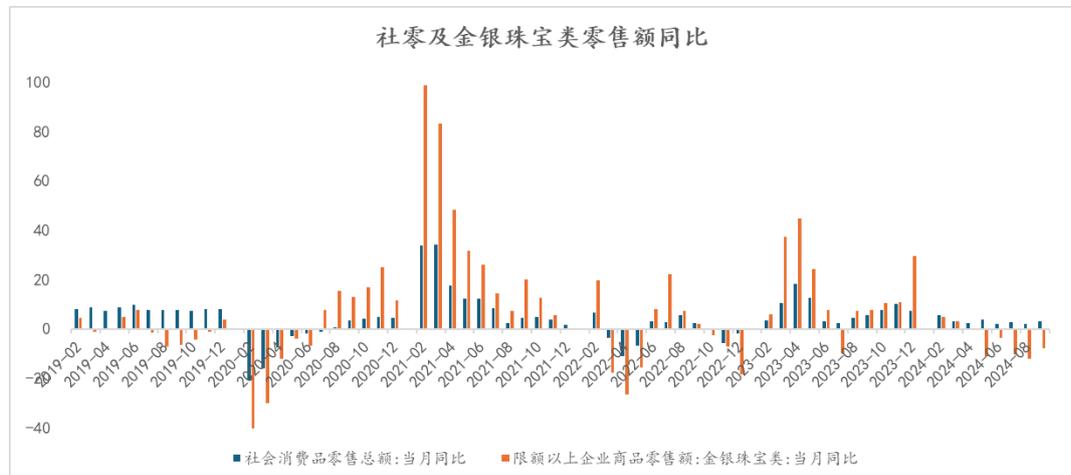
图表 16：上金所 SGE 黄金 9999 价格变动



资料来源：Wind，国证国际研究

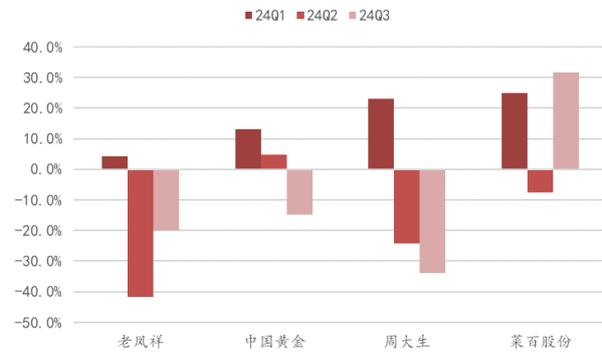
高端定位有助于减少金价波动带来的影响。我们观察到金银珠宝的消费和社会零售的整体情况相比，波动更为剧烈。消费较为火爆的时候，金银珠宝的增速更高，当消费比较疲软的时候，金银珠宝的消费需求则更为低迷。由于今年以来黄金价格的快速上升，叠加本身消费需求环境的疲软，金银珠宝消费出现比较明显的下滑。24 年 1-3 月规模以上金银珠宝企业零售额同比增长 4.5%，但是进入 4 月，同比开始出现比较明显的下降，我们 4-9 月累积销售额的同比降幅达到 7.2%。

图表 17：社零及金银珠宝类零售额同比表现

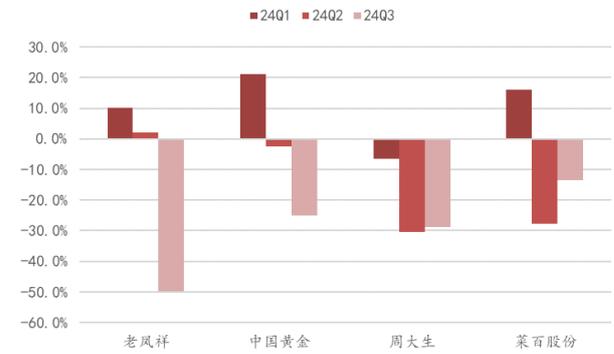


资料来源：Wind，国证国际研究

与之对应的，我们观察到上市同行的业绩在二季度和三季度出现不同程度的下滑。一方面金价的上涨导致公司毛利率下降，另一方面，需求不振也对业绩产生了负面影响。相比之下，老铺黄金 24 年上半年依然实现了强劲增长，收入增长 148%，净利润增长 198%。我们认为一方面是公司体量较小，知名度提升后增速显著提升，另一方面是公司定位高端，公司的产品不与金价直接挂钩，而是采用一口价的形式，坚持不降价、并且每年低频次提价，因此抗波动能力相对较强。

图表 18：24 年 1-3 季度收入同比增速


资料来源：公司资料，国证国际研究

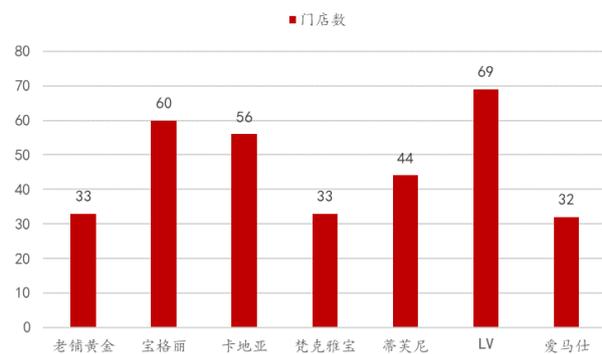
图表 19：24 年 1-3 季度净利润同比增速


资料来源：公司资料，国证国际研究

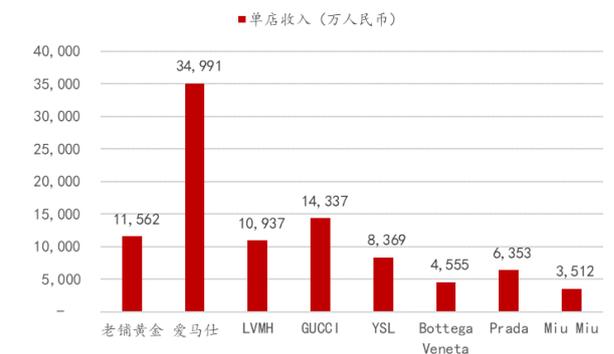
2.3. 渗透率低，发展空间广阔

老铺黄金目前的门店数量较少，仅有 33 家，未来拓展的空间巨大。相比之下，其他同行的门店数量多得多，表明在中国仍旧有大量的点位可以布局。但是考虑到公司本身的品牌定位，我们认为完全参考同行也并未可取，参考一些奢侈品品牌，以及高端商场的点位布局更为有参考价值。

从同行中我们可以看到，头部奢侈品品牌在中国的门店数量在 30-70 家不等，老铺相比之下门店数量还有拓展的空间。和同行相比，除了爱马仕一枝独秀外，老铺黄金的单店收入已经接近或者赶超，表明公司强大的吸金能力。

图表 20：各品牌在中国内地门店数量


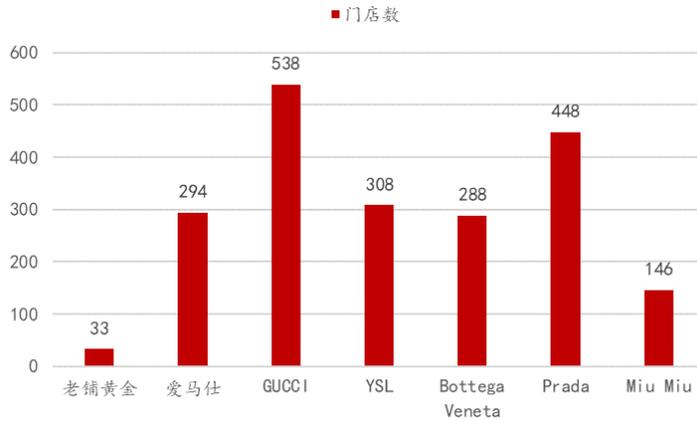
资料来源：公司官网，国证国际研究

图表 21：各品牌 23 年在中国内地的单店营收


资料来源：公司资料，国证国际研究，数据根据 23 年财报计算

从全球门店的布局来看，参考一些头部奢侈品同行，都在 100 家以上，意味着老铺黄金在全球的门店布局的上限还有很高。当然考虑到文化差异，在亚洲地区的发展潜力更大一些。综合来看，我们认为老铺的门店数量可能还有翻倍的空间。

图表 22：各品牌在全球的门店数量（2023 年）



资料来源：公司财报，国证国际研究

3. 行业：珠宝行业仍具发展空间

3.1. 中国珠宝行业

中国珠宝市场的需求持续旺盛。珠宝作为一种贵重的天然或人造材料，经加工后用于佩戴装饰。实际上珠宝产品并非一般商品，除了作为饰品佩戴外，还可以看作是一种特殊的财产。珠宝具备着存量少、价值高、增值快等属性，被视为利润空间较大的投资工具。中国的珠宝来源丰富，种类繁多，珠宝消费和收藏的历史悠久，因此中国珠宝市场的需求一直较为旺盛。根据中国珠宝玉石首饰行业协会的数据，中国珠宝市场规模由 2018 年的人民币 5,800 亿元稳步增长至 2023 年的人民币 8,200 亿元，复合年增长率为 7.2%，主要是由于居民购买力不断提高及对日常佩戴的需求多样化。未来随着中国公民购买力的持续提高，珠宝产品需求持续旺盛，预计中国珠宝市场于 2023 年至 2028 年将以 6.8% 的复合年增长率进行增长，并于 2028 年底前达到总销售收入人民币 11,400 亿元。

图表 23：中国珠宝市场规模及增速

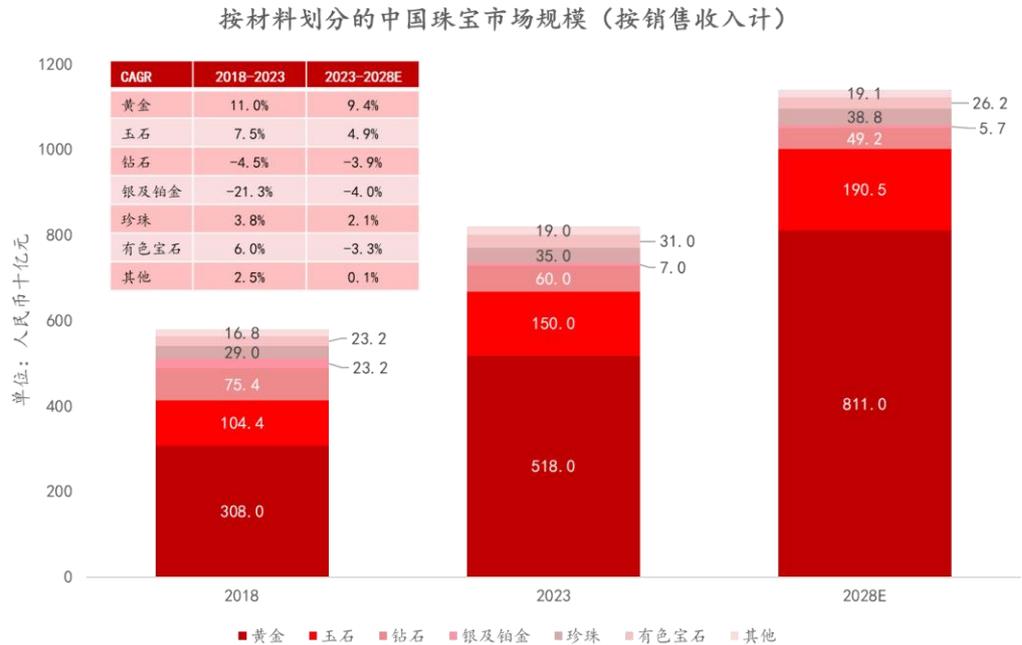


资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国证国际研究

黄金的投资属性使得黄金产品成为最受中国消费者欢迎的品类。按材料分类，珠宝可分为黄金珠宝、玉石珠宝、钻石珠宝、银及铂金珠宝、有色宝石珠宝、珍珠珠宝及其他。其中，黄金珠宝增速领先于其他品类。黄金产品在中国已经流行了数千年，除了具有家庭繁荣的吉祥含义外，黄金作为贵金属的性质也使其具备了较高的投资价值，因此成为了中国消费者最受欢迎的珠宝品类，2023 年黄金产品在中国珠宝市场占据了 63.2% 的最大份额。根据中国珠宝

玉石首饰行业协会的数据, 2023 年黄金珠宝市场的销售收入为人民币 5,180 亿元, 预计 2028 年将达到人民币 8,110 亿元, 按 9.4% 的复合年增长率增长。

图表 24: 按材料划分的中国珠宝市场规模及增速



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 国证国际研究

3.2. 中国黄金珠宝市场

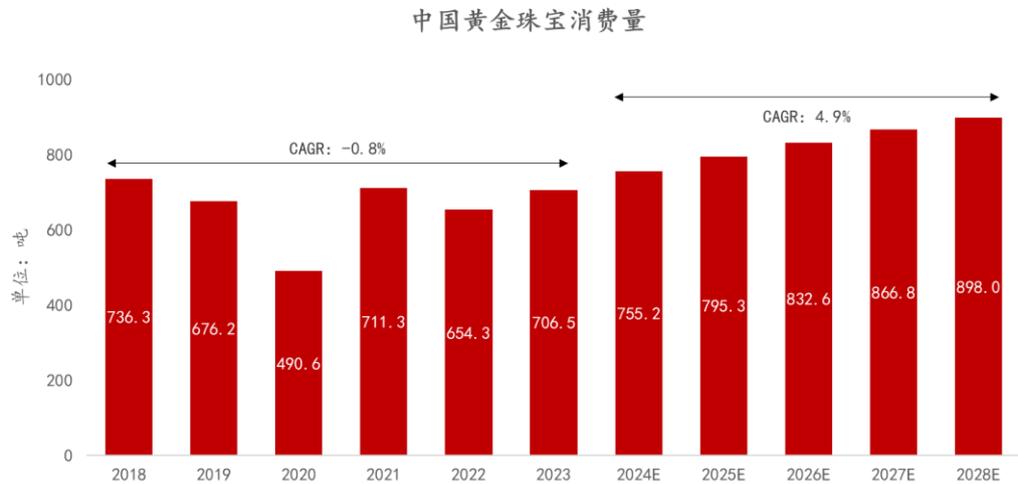
黄金珠宝市场规模快速增长。黄金珠宝以黄金为主要原材料。按销售收入计, 黄金珠宝的市场规模由 2018 年的人民币 3,080 亿元整体增长至 2023 年的人民币 5,180 亿元, 复合年增长率为 11.0%。2020 年由于受到疫情的影响, 线下销售受阻, 黄金珠宝销售有所下滑。随着消费升级及年轻化消费群体的兴起, 黄金珠宝市场预计将继续以复合年增长率 9.4% 的速度增长, 于 2028 年达到人民币 8,110 亿元。

足金珠宝是最主要的黄金珠宝制品。根据黄金的纯度, 可把黄金珠宝分为足金 (黄金纯度达 99.0% 及以上) 及 K 金 (通常指由黄金和其他金属混合制成的合金, 其含金量相等于或低于 22K (91.6%) 或甚至 18K (75.0%))。2023 年足金珠宝市场规模为 5,049 亿元, 占黄金珠宝市场的 97.5%。随着消费升级及对高质量黄金珠宝制品的需求不断增加, 预计 2028 年足金珠宝市场规模将进一步增长至 8,005 亿元, 占黄金珠宝市场的 98.7%, 复合年增长率为 9.7%。

图表 25：中国黄金珠宝市场的规模及增速

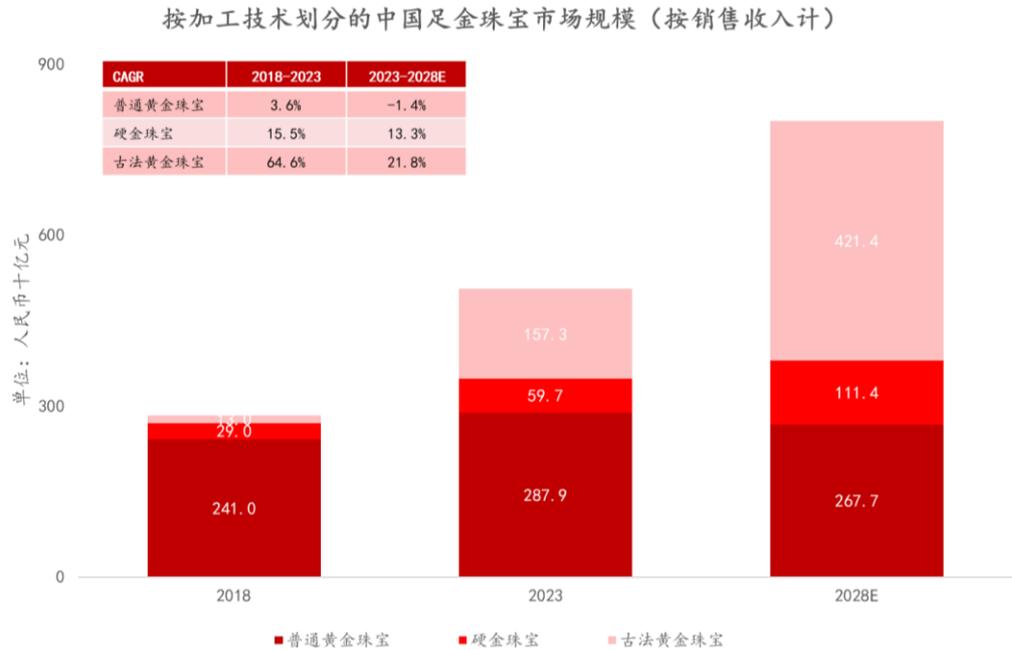

资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国证国际研究

未来黄金珠宝消费量将稳步增长。从消费量角度来看，中国黄金珠宝消费量较为波动，由2018年的736.3吨波动下滑至2023年的706.5吨，2018年至2023年期间的复合年增长率为-0.8%，主要是由于2019年经济下行压力导致整体消费量下降，同时2020年及2022年受到疫情管控的负面影响，消费量也有所下滑。但考虑到消费者对黄金珠宝的偏好日益增加，预计黄金珠宝的消费量将稳步增长，到2028年将达到898.0吨，2023年至2028年的复合年增长率为4.9%。

图表 26：中国黄金珠宝消费量


资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国证国际研究

古法黄金市场增速遥遥领先。足金珠宝按加工技术可分为普通黄金珠宝、硬金珠宝及古法黄金珠宝。其中，目前在足金市场上销售收入规模最大的是普通黄金珠宝，指的是通过常规加工技术（包括冲压、车花、抛光等）而成的纯金，目前制作工序可完全由自动机器完成，通常容易变形且产品类型单一；硬金珠宝具有高强度、轻巧的特点，主要采用电铸方式生产，通过提高金含量、pH值、工作温度、有机发光剂含量、电铸溶液搅拌速度等方式可提高黄金的硬度和耐磨性；古法黄金珠宝是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、篆刻、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，因此生产通常较普通黄金珠宝更为昂贵及耗时。古法黄金的设计性和工艺性使其深受消费者青睐，在2018年至2023年期间以64.6%的复合年增长率进行高速增长，预计到2028年古法黄金珠宝的销售收入将达到人民币4,214亿元，2023年至2028年预计复合年增长率达21.8%，未来古法黄金的市场规模将远超硬金和普通黄金珠宝。

图表27：中国足金珠宝市场的规模及增速


资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国证国际研究

古法黄金增速快、受消费者青睐的原因：1) 古法黄金制作精美，设计也相对时尚，符合年轻消费者的审美，且具备保值属性；2) 古法黄金的工艺相较普通黄金更复杂，产品更多元化和定制化，吸引高净值消费人群；3) 国潮之风兴起，古法黄金融合中国传统文化和现代设计，在精致的工艺外也有更多的文化内涵，在黄金之上赋予更多文化价值。

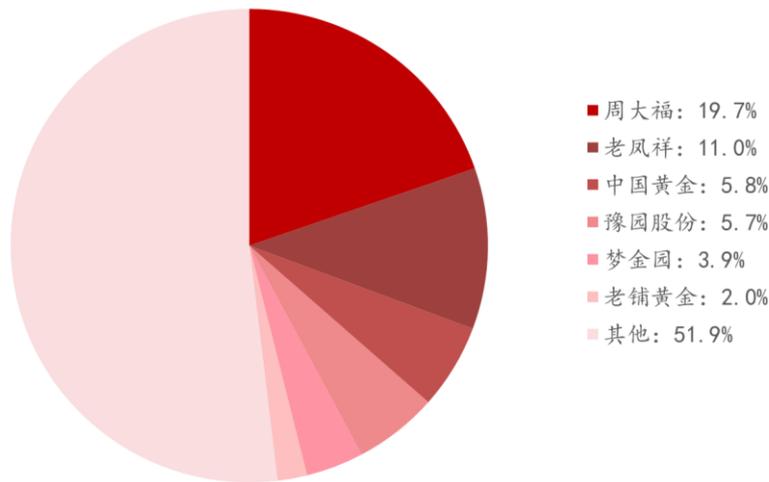
老铺黄金在古法黄金的设计和工艺方面领先行业，奠定了其在高端黄金市场的品牌影响力。未来公司有望通过推出爆款产品、拓展门店、提高店效等方式进一步提升核心竞争力。

3.3.行业竞争格局

古法黄金市场竞争相对激烈，老铺黄金有其独特优势。中国古法黄金珠宝市场份额相对集中在头部企业，按照2023年中国古法黄金珠宝销售收入计的前五大品牌市场份额合计46.1%。其中，排名第一的品牌是周大福，主要销售镶宝石珠宝、铂金/K金产品、黄金产品及手表，2023年古法黄金珠宝收入预计约310亿元，占19.7%的市场份额；排名第二的品牌是老凤祥，主要从事珠宝及黄金、文房及工艺品的销售，2023年古法黄金珠宝收入预计约173亿元，占11.0%的市场份额；排名第三的品牌是中国黄金，主要从事黄金珠宝销售及金条加工，2023年古法黄金珠宝收入预计约91亿元，占5.8%的市场份额；排名第四的品牌是豫园股份，主要经营珠宝时尚、食品饮料、美容保健、钟表、百货等业务，2023年古法黄金珠宝收入预计约86亿元，占5.7%的市场份额；排名第五的品牌是梦金园，主要从事黄金珠宝的加工、零售、回收等业务，2023年古法黄金珠宝收入预计约61亿元，占3.9%的市场份额。除了前五大品牌外，老铺黄金在行业中排名第七，2023年古法黄金珠宝收入预计约32亿元，占2.0%的市场份额。在古法黄金珠宝市场的前十大参与者中，老铺黄金是唯一专注于古法黄金珠宝产品的品牌和采用自营模式经营全部线下门店的三个品牌之一。根据上市公司资料，前五大竞争者的线下门店数量在2800到6900家不等，而老铺黄金截至2024年上半年的线下门店数量仅有33家，已能跻身行业前列，因此我们相信老铺黄金的运营优势将随着规模的扩张而持续显现。

图表 28：按 2023 年销售收入计的中国古法黄金珠宝市场份额

2023 年中国古法黄金珠宝品牌市场份额

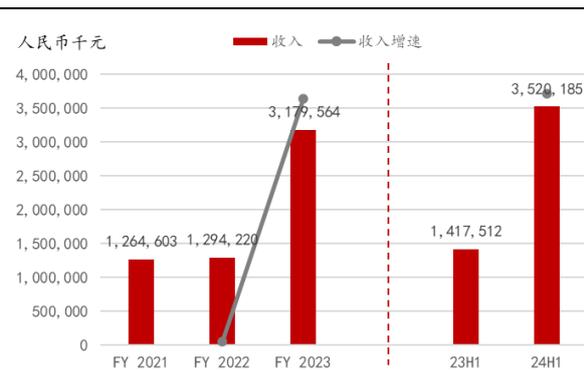


资料来源：招股书，上市公司资料，国证国际研究

4. 财务分析

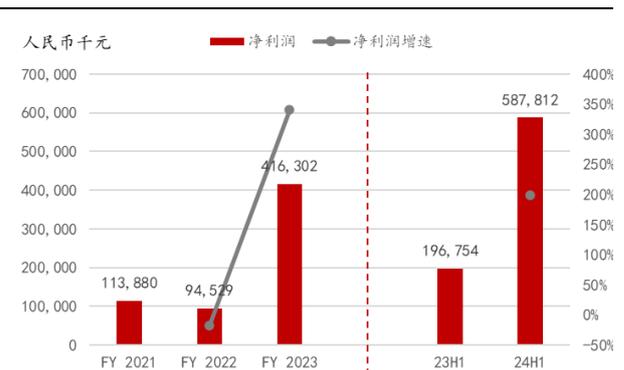
多方面因素驱动收入实现高速增长。近年来随着业务和门店网络的持续扩张，老铺黄金的收入规模也实现了快速增长，从 2021 年的 12.65 亿元增长至 2023 年的 31.80 亿元，CAGR 为 58.6%；2024 年上半年，公司更是录得超过去年全年的收入规模，达到 35.20 亿元，同比增长 148.3%。公司收入的快速增长主要受到以下几个方面的因素驱动：1) 经济复苏带动消费恢复，从而影响零售端表现；2) 随着门店网络持续扩张，以及品牌影响力的持续提升，公司得以覆盖更多消费者；3) 消费升级的大趋势以及黄金价格的上涨带动了消费者对于古法黄金的购买意愿提升；4) 黄金珠宝兼具消费和投资属性，在全球政治及经济环境波动的背景下也被看作是避险资产，从而带动公司产品价格的提升。

图表 29：收入及增速



资料来源：公司资料，国证国际研究

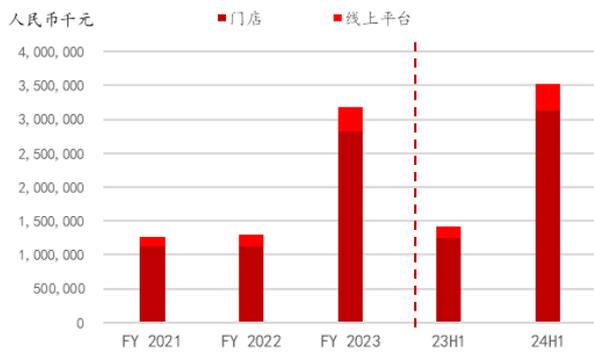
图表 30：净利润及增速



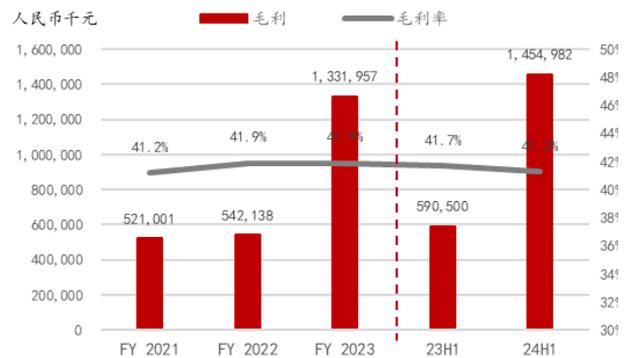
资料来源：公司资料，国证国际研究

线下门店是主要销售渠道，线上渠道作为补充。分渠道来看，线下门店销售贡献了大部分收入，2021/2022/2023 年收入占比分别为 89.8%/87.0%/88.6%，2024 年上半年收入占比为 88.9%。老铺黄金的线下门店以经典、雅致的中国文房场景为主题，结合高端的选址，奠定了品牌调性，从而吸引了一批高净值消费客流。同时，公司也利用线上购物平台作为消费场景的有力补充，扩大消费群体的覆盖面。未来线下门店网络也将继续成为公司的主要销售渠道，并随着业务拓展持续扩张。

公司毛利率水平维持稳定。古法黄金工艺更为精密复杂，毛利率较普通珠宝产品更高，根据弗若斯特沙利文，古法黄金珠宝的平均毛利率约为 35%，普通黄金珠宝的平均毛利率约为 25%。同时，由于公司采取自营模式，因此与采取加盟经营的同行相比能够录得更高的毛利率水平。公司 2021/2022/2023 年毛利率为 41.2%/41.9%/41.9%，2023 及 2024 年上半年毛利率分别为 41.7%/41.3%，毛利率轻微波动的原因主要是产品组合发生变化。虽然原材料黄金的采购成本波动也会影响毛利率，但由于公司的产品设计和工艺相对复杂，具有较高的定价空间，因此毛利率能够基本维持在稳定水平。

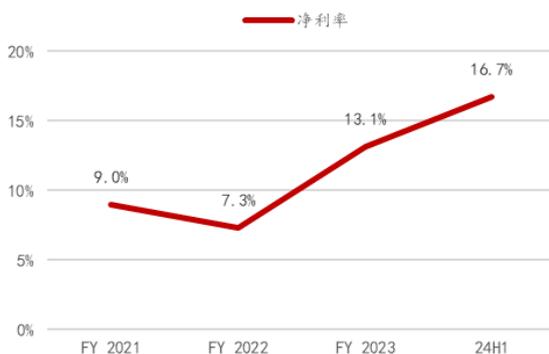
图表 31：各渠道占比


资料来源：公司资料，国证国际研究

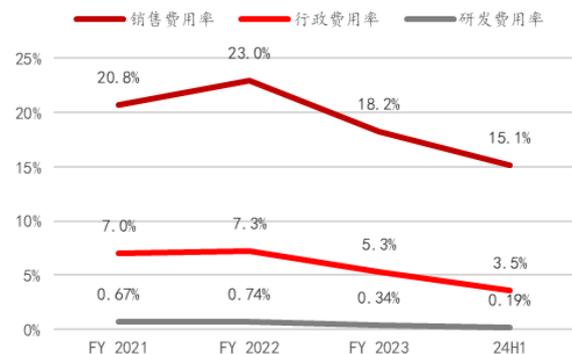
图表 32：毛利及毛利率


资料来源：公司资料，国证国际研究

净利率持续提升，费用率下降，规模效应显现。虽然从绝对值水平来看，公司的收入和利润均快速提升，但从盈利能力上来看，公司的表现也有过短期波动。虽然业务规模的提升也会带来费用的增加，但由于费用构成中有固定和非固定的部分，因此费用不完全等比例随收入变化。公司 2021/2022/2023 年净利率分别为 9.0%/7.3%/13.1%，2024 年上半年净利率为 16.7%，2022 年净利率下降主要是由于业务扩张带来费用增加快于收入，导致费用率有所提升，2023 年及 2024 年上半年净利率稳步上升，主要是收入大幅增长，使得费用率水平下行，从而带动净利率提升。随着业务扩张，规模效应也逐渐显现。

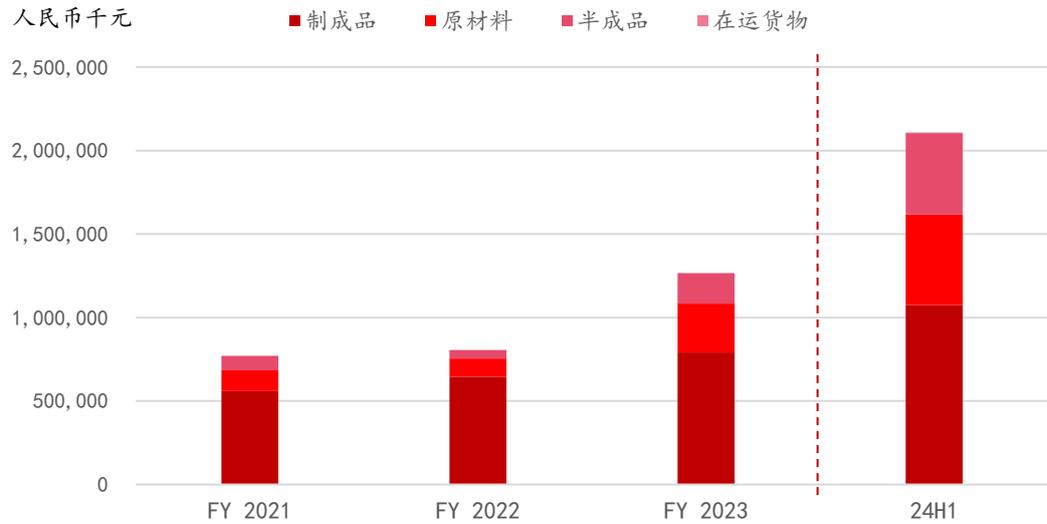
图表 33：净利率水平


资料来源：公司资料，国证国际研究

图表 34：费用率水平


资料来源：公司资料，国证国际研究

存货变动趋势与业务发展相符。公司的存货是取成本和可变现净值中的较低值来进行入账，其中大部分存货是黄金，因此存货波动主要受到黄金采购价和黄金存货量的双重影响。2021/2022/2023 年存货水平分别为 7.70/8.07/12.68 亿元，2024 年上半年存货水平为 21.08 亿元。公司的存货占流动资产比重维持在 7-8 成的水平，主要是由于业务仍处于快速发展阶段，需要有充足的制成品及原材料存货以满足销售需求，因此其存货变动也基本符合业务发展趋势。

图表 35: 公司存货及构成


资料来源: 公司财报, 国证国际研究

5. 盈利预测及估值

5.1. 财务报表预测

老铺黄金在 24 年上半年实现了强劲的业绩增长, 虽然下半年行业因为金价的快速上涨承受一些压力, 但是我们认为老铺的高端定位使得它的业绩收到金价波动的影响较小, 我们依旧预期今年整体实现强劲的增长。

我们预期 24/25/26 年门店数量将达到 34/38/42 家, 单店收入保持 100%/10%/10% 的增长。综合以上关键假设, 我们预计 24/25/26 年公司收入将达到 73.8/91.3/11.6 亿人民币, 24/25/26 年净利润为 11.2/14.5/17.8 亿元, 对应每 EPS 收益为 7.1/9.3/11.3 港元。

图表 36: 盈利预测

(年结31/12; 百万人民币)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,265	1,294	3,180	7,379	9,132	11,161
销售成本	-744	-752	-1,848	-4,428	-5,388	-6,585
毛利	521	542	1,332	2,952	3,744	4,576
毛利率	41.2%	41.9%	41.9%	40.0%	41.0%	41.0%
其他运营收入	6	4	3	3	3	3
占收入比例	0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	-262	-297	-579	-1,144	-1,415	-1,730
占收入比例	-20.8%	-23.0%	-18.2%	-15.5%	-15.5%	-15.5%
管理费用	-89	-94	-168	-258	-320	-391
占收入比例	-7.0%	-7.3%	-5.3%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
研发开支	-8	-9	-11	-15	-18	-22
占收入比例	-0.7%	-0.7%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
其他开支	-1	-3	-5	-7	-9	-11
占收入比例	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
经营利润	166	144	572	1,531	1,985	2,425
占收入比例	13.1%	11.1%	18.0%	20.7%	21.7%	21.7%
财务费用	-12	-17	-18	-37	-46	-56
占收入比例	-0.9%	-1.3%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
除税前溢利	154	127	553	1,494	1,939	2,369

所得税	-40	-32	-137	-373	-485	-592
所得税率	26.2%	25.4%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	114	95	416	1,120	1,454	1,777
净利率	9.0%	7.3%	13.1%	15.2%	15.9%	15.9%
少数股东损益	-	-	-	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	114	95	416	1,120	1,454	1,777
EPS (港元)				7.15	9.28	11.33
市盈率(倍)				26.9	20.7	16.9

资料来源：公司财报，国证国际研究预测

5.2. 估值分析

我们采用 PE 估值和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了国内上市的黄金珠宝公司以及国外的奢侈品箱包公司进行比较。黄金珠宝企业估值偏低，2025 年预测 PE 的平均值在 15.1x。而海外奢侈品箱包企业估值较为合理，25 年平均预测 PE 为 24.9x。考虑到公司的高端定位和发展阶段，我们给予公司 25 年 PE 倍数 25x。2025 年预测 EPS 为 9.3 港元，对应股价测算为 233 港元。

用 DCF 方式估算时，考虑公司的成长阶段和行业发展空间，我们给予 WACC 为 7.5%，短期增速 15%，长期给予 2% 的增速。合理市值为 401 亿港元，对应股价为 238 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 235 元，较最新收盘价有 22% 的上涨空间。

图表 37: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿元)	货币	归母净利润(亿元)					P/E				
				2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
黄金珠宝企业													
周大福	1929.HK	707	HKD	67.1	53.8	65.0	61.1	69.4	10.5	13.1	10.9	11.6	10.2
yoy				11%	-20%	21%	-6%	13%					
六福集团	0590.HK	87	HKD	13.9	12.8	17.7	16.8	18.5	6.2	6.8	4.9	5.2	4.7
yoy				37%	-8%	38%	-5%	10%					
老凤祥	600612.SH	210	CNY	17.0	22.1	21.1	23.3	25.6	12.3	9.5	9.9	9.0	8.2
yoy				-9%	30%	-5%	11%	10%					
菜百股份	605599.SH	85	CNY	4.6	7.1	7.0	7.9	8.9	18.5	12.0	12.1	10.7	9.6
yoy				26%	54%	-1%	13%	12%					
周大生	002867.SZ	131	CNY	10.9	13.2	11.5	13.1	14.7	12.0	10.0	11.4	10.0	8.9
yoy				-11%	21%	-13%	14%	12%					
中国黄金	600916.SH	147	CNY	7.7	9.7	10.4	11.9	13.4	19.2	15.1	14.1	12.4	11.0
yoy				-4%	27%	7%	14%	12%					
迪阿股份	301177.SZ	98	CNY	7.3	0.7	0.4	2.1	3.4	13.5	142.7	249.5	47.0	29.0
yoy				-44%	-91%	-43%	431%	62%					
平均PE									13.2	29.9	44.7	15.1	11.6
奢侈品箱包企业													
普拉达	1913.HK	1,404	HKD	37.9	54.7	65.8	74.5	83.0	37.0	25.7	21.3	18.9	16.9
yoy				58%	44%	22%	16%	15%					
LVMH集团	ADLMUY.00	3,041	USD	147.5	158.9	141.1	148.7	163.2	20.6	19.1	21.6	20.4	18.6
yoy				17%	8%	-11%	5%	10%					
瑞士历峰集团	CFR.SIX	632	CHF	19.3	2.9	31.0	36.1	40.9	32.8	217.6	20.4	17.5	15.5
yoy				59%	-85%	967%	16%	13%					
爱马仕国际	HESAY.00	2,221	USD	35.3	45.2	46.5	51.8	58.6	63.0	49.2	47.8	42.9	37.9
yoy				38%	28%	3%	11%	13%					
平均PE									38.4	77.9	27.8	24.9	22.2

注：时间截止2024/11/26，黄金珠宝企业预测值为wind一致预测，奢侈品箱包企业预测值为bloomberg一致预期
资料来源：wind, bloomberg, 国证国际研究

图表 38: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS (港元)				
		7.53	8.37	9.30	10.23	11.25
PE	19x	143.1	159.0	176.7	194.4	213.8
	21x	158.2	175.8	195.3	214.8	236.3
	23x	173.3	192.5	213.9	235.3	258.8
	25x	188.3	209.3	232.5	255.8	281.3
	27x	203.4	226.0	251.1	276.2	303.8
	29x	218.5	242.7	269.7	296.7	326.3
	31x	233.5	259.5	288.3	317.1	348.9

资料来源：国证国际研究

图表 39：自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; 百万人民币)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034
	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	1,265	1,294	3,180	7,379	9,132	11,161	12,891							
增长率%		2.3%	145.7%	132.1%	23.8%	22.2%	15.5%							
EBIT	166	144	572	1,531	1,995	2,425	2,901							
增长率%		-13.3%	297.7%	167.8%	29.7%	22.2%	15.5%							
EBIT率%	13.1%	11.1%	18.0%	20.7%	21.7%	21.7%	21.7%							
有效税率%	26.2%	25.4%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%							
EBIT x (1-有效税率)	122	107	430	1,148	1,489	1,819	2,100							
+ 折旧摊销及非现金损益	13	20	26	28	31	34	37							
+ 营运资金变动	-82	-34	-685	-1,331	-644	-792	-675							
- 资本支出	-31	-35	-60	-65	-72	-79	-87							
自由现金流, FCF	22	59	-289	-220	803	982	1,376	1,582	1,820	2,093	2,407	2,768	3,183	3,660
增长率%		167.1%	-591.3%	n.a.	n.a.	22.3%	40.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
折现年份			-	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
折现因子			1.0000	0.9302	0.8653	0.8050	0.7488	0.6966	0.6480	0.6028	0.5607	0.5216	0.4852	0.4513
FCF现值			-289	-205	695	791	1,030	1,102	1,179	1,261	1,349	1,443	1,544	1,652
FY2024-34 FCF现值总额				11,843										
永续期价值现值														
企业价值				42,479										
加: 净现金				702										
减: 少数股东权益				-										
DCF 估值(百万港元)				40,106										
假设:														
WACC				7.5%										
短期增长率				15.0%										
永续增长率				2.0%										

资料来源: 公司年报, 国证国际研究预测

6. 风险提示

- 1) 宏观经济下行影响消费者需求及零售表现;
- 2) 地缘政治因素及金价波动剧烈或使黄金需求有所变化;
- 3) 行业竞争加剧;
- 4) 股东持股解禁或导致股价短期波动异常。

附表：财务报表预测
资产负债表

(年结31/12; 百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等值项目	60	70	830	1,672	2,697
贸易应收款项	100	376	553	684	836
预付、按金及其他应收	38	62	68	75	82
存货	807	1,268	2,486	3,025	3,697
流动资产总额	1,005	1,776	3,937	5,456	7,313
物业、厂房及设备	53	58	95	136	181
预付、按金及其他应收	26	58	58	58	58
无形资产	3	3	3	3	3
使用权资产	196	252	277	305	336
递延税项资产	9	13	13	13	13
非流动资产总额	286	383	445	514	590
总资产	1,291	2,159	4,382	5,970	7,903
贸易应付款项	5	58	121	148	180
其他应付	64	140	325	402	492
短期有息债务	136	128	128	128	128
合约负债	9	28	28	29	29
租赁负债	72	101	112	123	135
应付即期税项	6	19	20	20	21
流动负债总额	291	474	734	850	985
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	127	165	182	200	220
递延收入	1	1	1	1	1
其他应付及应计费用	2	2	2	2	2
非流动负债总额	130	169	186	204	224
总负债	422	643	919	1,053	1,209
股本	137	143	143	143	143
储备	733	1,373	3,320	4,774	6,551
总股东权益	870	1,515	3,463	4,917	6,694

现金流量表

(年结31/12; 百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	127	553	1,494	1,939	2,369
营运资本变动	-34	-685	-1,331	-644	-792
折旧及摊销	20	26	28	31	34
经营性现金流净额	148	-29	36	960	1,160
资本开支	-35	-59	-65	-72	-79
其他	-	-	-	-	-
投资性现金流净额	-35	-59	-65	-72	-79
新发股份	-	222	827	-	-
支付股息	-	-	-	-	-
新增债务	-73	-117	-	-	-
利息支出	-6	-6	-37	-46	-56
其他	-	-	-	-	-
筹资性现金流净额	-79	99	790	-46	-56
现金净变动	35	10	760	842	1,025
现金期初余额	25	60	70	830	1,672
现金期末余额	60	70	830	1,672	2,697

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

利润表

(年结31/12; 百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,294	3,180	7,379	9,132	11,161
销售成本	-752	-1,848	-4,428	-5,388	-6,585
毛利	542	1,332	2,952	3,744	4,576
销售费用	-297	-579	-1,144	-1,415	-1,730
管理费用	-94	-168	-258	-320	-391
其他收入及开支	-7	-13	-19	-24	-30
经营利润	144	572	1,531	1,985	2,425
财务费用	-17	-18	-37	-46	-56
除税前利润	127	553	1,494	1,939	2,369
所得税	-32	-137	-373	-485	-592
净利润	95	416	1,120	1,454	1,777
归属母公司净利润	95	416	1,120	1,454	1,777
EPS (港元)	-	-	7.15	9.28	11.33
EBITDA	164	597	1,559	2,016	2,459

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		145.7%	132.1%	23.8%	22.2%
除税前利润增长率 (%)		336.6%	169.9%	29.8%	22.2%
净利润增长率 (%)		340.4%	169.1%	29.8%	22.2%
盈利能力:					
毛利率 (%)	41.9%	41.9%	40.0%	41.0%	41.0%
净利率 (%)	7.3%	13.1%	15.2%	15.9%	15.9%
ROE (%)	11.5%	34.9%	45.0%	34.7%	30.6%

偿债能力:

资产负债率 (%)	32.7%	29.8%	21.0%	17.6%	15.3%
流动比率 (x)	3.4	3.7	5.4	6.4	7.4
利息覆盖倍数 (x)	8.5	31.4	41.5	43.5	43.5
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

营运能力

存货周转天数	383	205	205	205	205
应收账款周转天数	29	27	27	27	27

每股资料

EPS (港元)			7	9	11
BPS (港元)			22	31	43
每股经营现金 (港元)	1	-0	0	5	6

估值比率

PE			28.5	22.0	18.0
PB			9.2	6.5	4.8

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010