

## 老铺黄金 (06181.HK)

## 高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”

2025年01月09日

### ——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（分析师）

陈思（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

luozheng@kysec.cn

chensi@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524040008

证书编号：S0790124070031

|            |               |
|------------|---------------|
| 日期         | 2025/1/8      |
| 当前股价(港元)   | 269.20        |
| 一年最高最低(港元) | 295.00/60.950 |
| 总市值(亿港元)   | 453.24        |
| 流通市值(亿港元)  | 255.13        |
| 总股本(亿股)    | 1.68          |
| 流通港股(亿股)   | 0.95          |
| 近3个月换手率(%) | 31.76         |

#### ● 古法手工金器专业第一品牌，锚定高端定位，首次覆盖给予“买入”评级

老铺黄金是我国古法金高端品牌，产品兼具文化底蕴与审美价值，渠道全自营模式树立稀缺调性，有望充分受益于国内高端饰品消费的黄金替代和国潮趋势，叠加品牌破圈、客群扩张，门店数量和经营业绩有望持续高增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润为12.81/17.99/23.05亿元，对应EPS为7.61/10.69/13.69元，当前股价对应PE为33.4/23.7/18.5倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 关于老铺黄金，最值得关注的六个问题，以及我们的差异化思考

**(1) 高增长密码？**行业有β：经济大环境下、老钱风起，高端黄金产品成为“中式老钱”的最佳载体，有望持续受益高端饰品消费领域的黄金替代和国潮趋势；老铺有α：在品牌力、产品力、渠道力均满足高阶消费群体要求的稀缺供给方。

**(2) 何为“体验型”生意？**传统品牌“效率型生意”核心是标准化、规模和高周转，老铺黄金“体验型生意”核心是优质产品、高端渠道和深度服务情感链接。生意逻辑上的本质区别，将显著制约前者的模仿动力和威胁，因为客群不匹配。

**(3) “高筑墙、广积粮、缓称王”？**体验型生意本质决定了老铺黄金的发展策略：深耕高端产品、注重长期客户服务“种草积粮”、坚持自营不放开加盟扩张；进一步从门店微观视角验证：老铺的店员不是销售，更像“品牌宣传员+服务员”。

**(4) 行业同质化，老铺如何保持差异化？**工艺不是壁垒，但老铺胜在舍得投入；创始人的超前理念、文化底蕴，以及对高端客群的深度理解，持续赋能产品研发。

**(5) 海外开店，更深层的意义在哪？**除新市场拓展和销售增加外，更重要的是老铺品牌调性和国际化属性提升后，对国内高端商圈区位升级博弈的战略意义。

**(6) 渗透+复购，还有多少增长空间？**我国高奢珠宝市场规模超过600亿元，份额多被外资镶嵌品牌占据，但随着金价上涨叠加中国人“黄金血脉”觉醒，参考大众珠宝市场经验（黄金规模远超镶嵌），高端黄金存在广阔市场空间。优质供给方如老铺黄金等，依托“社交属性”（提升品牌扩圈和客群渗透）与“集邮属性”（提升复购），有望持续提升高端客群渗透率、替代非黄金竞品市场份额。

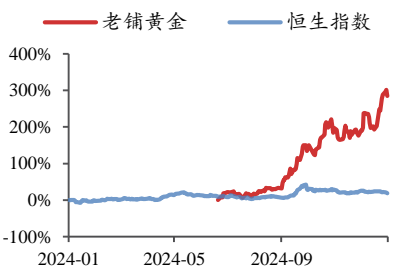
● **风险提示：**消费疲软、市场竞争加剧、渠道扩张不及预期、金价大跌等。

#### 财务摘要和估值指标

| 指标        | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,294  | 3,180 | 7,789 | 10,315 | 12,972 |
| YOY(%)    | 2.3    | 145.6 | 144.9 | 32.4   | 25.8   |
| 净利润(百万元)  | 95     | 416   | 1,281 | 1,799  | 2,305  |
| YOY(%)    | (17.0) | 340.4 | 207.6 | 40.5   | 28.1   |
| 毛利率(%)    | 41.9   | 41.9  | 41.6  | 41.6   | 41.6   |
| 净利率(%)    | 7.3    | 13.1  | 16.4  | 17.4   | 17.8   |
| ROE(%)    | 10.9   | 27.5  | 34.2  | 32.4   | 29.4   |
| EPS(摊薄/元) | 0.66   | 2.92  | 7.61  | 10.69  | 13.69  |
| P/E(倍)    | 382.9  | 86.9  | 33.4  | 23.7   | 18.5   |
| P/B(倍)    | 41.6   | 23.9  | 11.4  | 7.7    | 5.4    |

数据来源：聚源、开源证券研究所

#### 股价走势图



数据来源：聚源

## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、 古法手工金器专业第一品牌，客群扩圈驱动高增长.....        | 5  |
| 1.1、 公司概况：古法黄金头部品牌，秉持高端定位特色鲜明.....    | 5  |
| 1.2、 股权结构：公司股权结构集中，股权激励绑定核心管理层.....   | 6  |
| 1.3、 财务情况：2023 年以来经营业绩高增长，盈利能力优秀..... | 7  |
| 2、 核心竞争力：坚持高端品牌定位，全方位打造差异化优势.....     | 8  |
| 2.1、 产品：传承古法工艺老树发新芽，成体系迭代强化消费者认知..... | 8  |
| 2.2、 渠道：全自营深耕高端商圈，主题情景店沉浸式体验.....     | 14 |
| 2.3、 品牌：锚定高端定位积蓄势能，小红书助力客群破圈.....     | 17 |
| 3、 六问六答：老铺黄金高增长的去、现在与未来.....          | 20 |
| 3.1、 老铺黄金的高增长密码.....                  | 20 |
| 3.2、 从“体验型生意”的商业逻辑差别说开去.....          | 23 |
| 3.3、 发展策略：“高筑墙、广积粮、缓称王”.....          | 24 |
| 3.4、 老铺差异化产品力的来源和延续能力.....            | 25 |
| 3.5、 老铺黄金出海布局更深远的意义.....              | 26 |
| 3.6、 从渗透+复购，看老铺黄金的增长空间.....           | 27 |
| 4、 盈利预测与投资建议.....                     | 29 |
| 4.1、 关键假设.....                        | 29 |
| 4.2、 盈利预测与估值.....                     | 30 |
| 5、 风险提示.....                          | 31 |
| 附：财务预测摘要.....                         | 32 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 老铺黄金是中国古法手工金器专业第一品牌.....            | 5  |
| 图 2： 老铺黄金产品种类多，强调设计与文化.....              | 5  |
| 图 3： 老铺黄金门店严选高线城市高端商圈.....               | 5  |
| 图 4： 公司股权结构相对集中，员工持股激励计划绑定团队.....        | 6  |
| 图 5： 2023 年以来公司营收增长迅速.....               | 7  |
| 图 6： 2024H1 公司归母净利润实现翻倍以上增长.....         | 7  |
| 图 7： 公司毛利率保持较高水平，盈利能力优秀.....             | 7  |
| 图 8： 2023 年以来公司期间费用率持续下降.....            | 7  |
| 图 9： 老铺黄金金刚杵与随身佛已成为常青元素.....             | 8  |
| 图 10： 老铺黄金 2024 年推出新款天珠、转经轮系列.....       | 8  |
| 图 11： 老铺黄金玫瑰花窗灵感源于西欧教堂外观.....            | 8  |
| 图 12： 老铺黄金的金镶钻工艺满足海外消费者偏好.....           | 8  |
| 图 13： 老铺黄金金器设计源自中国古典生活方式美学.....          | 9  |
| 图 14： 老铺黄金牡丹纹执壶再现皇家高贵气质.....             | 9  |
| 图 15： 老铺黄金的摆件造型多样，单价较高.....              | 9  |
| 图 16： 老铺黄金摆件承载“传承”价值.....                | 9  |
| 图 17： 老铺黄金完美融合古法传统工艺与现代审美艺术，“老树发新芽”..... | 10 |
| 图 18： 公司新品及迭代产品贡献收入占比在 12%左右.....        | 11 |
| 图 19： 公司每年推新与迭代产品数均为 100 多款.....         | 11 |
| 图 20： 老铺黄金围绕核心主题线有规划地推新，持续强化消费者品牌认知..... | 11 |

|   |    |
|---|----|
| 图 21: 老铺黄金毛利率高于黄金珠宝行业普遍水平.....                | 12 |
| 图 22: 足金黄金和足金镶嵌产品毛利率均保持较高水平.....              | 12 |
| 图 23: 公司产品客单价在 1-5 万元区间占比最多.....              | 12 |
| 图 24: 老铺黄金足金镶嵌产品营收占比逆势提升.....                 | 12 |
| 图 25: 2024 年 9 月老铺黄金产品整体涨价 10% 左右.....        | 13 |
| 图 26: 老铺黄金会不定期在不同门店推出活动.....                  | 13 |
| 图 27: 具备稳定涨价预期是顶级奢侈品牌必备要素.....                | 13 |
| 图 28: 香奈儿经典款皮包多年来公价持续上涨.....                  | 13 |
| 图 29: 公司围绕高端定位, 布局核心城市高端商圈.....               | 14 |
| 图 30: 近年来公司门店数量稳步上升.....                      | 14 |
| 图 31: 老铺黄金门店外厅高端大气、内厅古朴典雅, 文房场景打造沉浸式购物体验..... | 14 |
| 图 32: 对标国际高奢珠宝品牌, 老铺黄金拓店空间可观.....             | 15 |
| 图 33: 2024 年开业的武汉 SKP 店落位一楼国际腕表区.....         | 15 |
| 图 34: 北京 SKP 店(一层店)采用开放式大堂店.....              | 16 |
| 图 35: 北京 SKP 店(负一层店)设计更丰富、空间更大.....           | 16 |
| 图 36: 老铺黄金香港旗舰店位于新港中心有幕墙露出.....               | 16 |
| 图 37: 老铺黄金澳门威尼斯人正门大堂店位置醒目.....                | 16 |
| 图 38: 公司锚定高端品牌定位, 秉承“经典·极致·传世”核心价值.....       | 17 |
| 图 39: 小红书平台用户画像优质且消费力较强.....                  | 18 |
| 图 40: 小红书 KOL 自发拍视频宣传老铺黄金产品.....              | 18 |
| 图 41: 顶流明星杨幂佩戴老铺黄金首饰出行.....                   | 18 |
| 图 42: 头部网红韦雪在直播时叠戴老铺黄金首饰.....                 | 18 |
| 图 43: 老铺黄金日常配饰以女性消费者为主.....                   | 19 |
| 图 44: 老铺前五大和前二十大客户的收入贡献不断提升.....              | 19 |
| 图 45: 老铺黄金为金卡、黑金卡会员提供专属折扣.....                | 19 |
| 图 46: 老铺黄金为会员积极解决产品售后问题.....                  | 19 |
| 图 47: 老铺黄金精准卡位, 产品、渠道、品牌均能达到高阶消费人群要求.....     | 20 |
| 图 48: 公司营收高增的核心驱动是同店销售.....                   | 20 |
| 图 49: 2023 年老铺黄金忠诚会员数快速增长.....                | 20 |
| 图 50: 杨幂、奚梦瑶、王嘉尔等明星佩戴古法金饰.....                | 21 |
| 图 51: 中国风成为越来越多国人的装修选择.....                   | 21 |
| 图 52: 2024 年高净值人群二奢购买意愿明显提高.....              | 21 |
| 图 53: 2024 年黄金成为高净值人群未来投资增加首选.....            | 21 |
| 图 54: 国际高奢珠宝品牌二手市场价格打折严重.....                 | 22 |
| 图 55: 足金材质为老铺黄金产品价值提供兜底.....                  | 22 |
| 图 56: 国际高奢珠宝品牌以 K 金镶嵌类为主.....                 | 22 |
| 图 57: 老铺黄金的足金产品兼具材质价值与艺术价值.....               | 22 |
| 图 58: 老铺黄金本质是“体验型”生意.....                     | 23 |
| 图 59: 传统品牌效率型生意要求以价换量实现高周转.....               | 23 |
| 图 60: 老铺黄金毛利率介于奢侈品和黄金珠宝行业之间.....              | 23 |
| 图 61: 老铺黄金存货周转率更接近奢侈品行业.....                  | 23 |
| 图 62: “体验型”生意本质决定了老铺“高筑墙、广积粮、缓称王”的品牌策略.....   | 24 |
| 图 63: 对比老铺黄金与传统品牌产品, 前者颜值更高、工艺更细腻.....        | 25 |
| 图 64: 文房一号是老铺创始人创立的文房文化品牌.....                | 25 |
| 图 65: 老铺黄金经典“葫芦”元素来自中国传统吉祥物.....              | 25 |

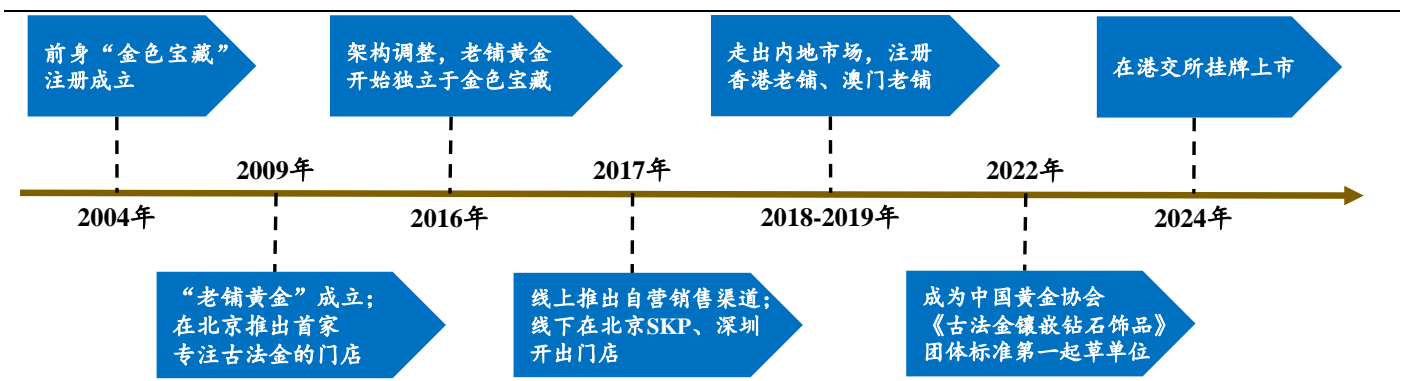
|   |    |
|---|----|
| 图 66: 2024H1 新加坡华人占比 74%, 潜在客群基数大 .....         | 26 |
| 图 67: 老铺黄金香港门店开业火热, 为出海提供范本 .....               | 26 |
| 图 68: 老铺黄金门店多位于地下一层或地上二层以上 .....                | 26 |
| 图 69: 高端商场 1 楼多被国际奢侈品牌门店占据 .....                | 26 |
| 图 70: 2023 年我国黄金珠宝行业中黄金材质占 63% .....            | 27 |
| 图 71: 我国奢侈品珠宝市场基本被外资珠宝品牌垄断 .....                | 27 |
| 图 72: 我国奢侈品市场规模超过 5500 亿元, 空间广阔 .....           | 27 |
| 图 73: 老铺黄金对高净值客群渗透率仍有较大提升空间 .....               | 27 |
| 图 74: 老铺黄金在社交平台上品牌声量突出 .....                    | 28 |
| 图 75: 老铺黄金消费者乐于社媒分享、并得到正反馈 .....                | 28 |
| 图 76: 老铺黄金产品体系完善, 部分元素可搭配成套 .....               | 28 |
| 图 77: 消费者从填满老铺首饰盒中获得“集邮”乐趣 .....                | 28 |
| 表 1: 公司核心高管深耕黄金珠宝行业多年, 经验丰富 .....               | 6  |
| 表 2: 老铺黄金主要布局高端购物中心的优质区位 .....                  | 15 |
| 表 3: 老铺黄金成立至今收获多个品牌荣誉 .....                     | 17 |
| 表 4: 预计公司营收在门店数量与店均销售双轮驱动下有望稳健增长 .....          | 29 |
| 表 5: 公司高端品牌定位具备稀缺性, 有望逆势保持较快成长, 当前估值具备性价比 ..... | 30 |

## 1、古法手工金器专业第一品牌，客群扩圈驱动高增长

### 1.1、公司概况：古法黄金头部品牌，秉持高端定位特色鲜明

老铺黄金锚定高端市场，打造中国古法手工金器专业第一品牌。公司主营设计、生产加工和销售古法黄金产品，“老铺黄金”品牌则是经中国黄金协会认证的“中国古法手工金器专业第一品牌”。“老铺黄金”创立于2009年，前身为创始人徐高明先生成立的金色宝藏公司，2009年在北京推出首家专注古法黄金珠宝门店，2016年老铺黄金独立成为主要经营实体；2017年公司在北京SKP开出门店，渠道突破带动品牌势能迅速提升，2023年老铺黄金上榜胡润品牌报告，已连续两年获评高净值人群最青睐的十大珠宝品牌之一，品牌价值持续提升。

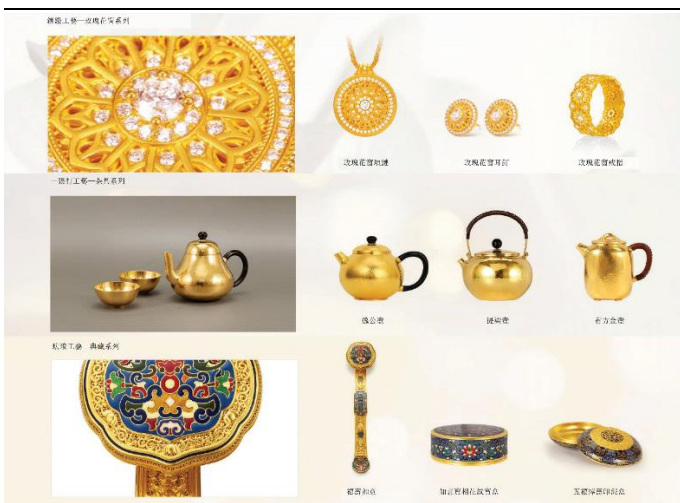
图1：老铺黄金是中国古法手工金器专业第一品牌



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

老铺黄金定位高端有调性，产品、渠道均与竞品有显著差异。老铺黄金作为古法黄金第一品牌，定位高端。(1) **渠道端**：老铺黄金精选渠道区位，配合品牌定位筛选客群，门店主要开在高线城市高档商圈，与奢侈品品牌思路一致；坚持全自营模式运营，严格把控经营环节质量；复刻中国明式文房场景，打造特色主题情景店，为消费者提供沉浸式购物体验。(2) **产品端**：公司具备完备成熟的研发生产体系，制造工艺根植于中国古法黄金制作传统，产品兼具文化与时尚属性，矩阵完善，定价方面均采用固定价格（即“一口价”模式），同样充分配合高端品牌定位。

图2：老铺黄金产品种类多，强调设计与文化



资料来源：公司公告

图3：老铺黄金门店严选高线城市高端商圈

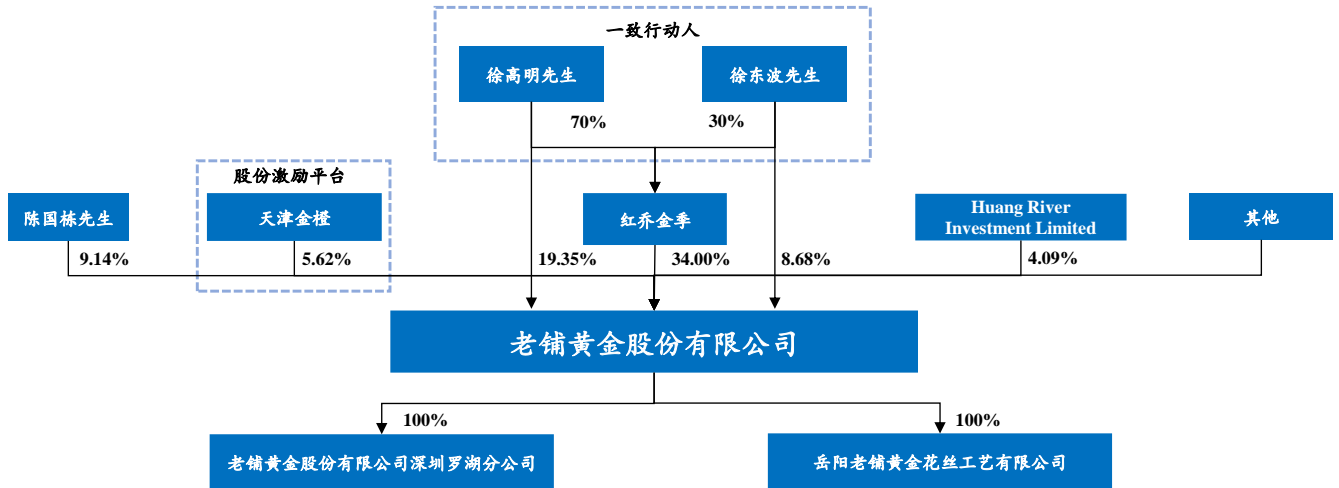


资料来源：公司官方微博

## 1.2、股权结构：公司股权结构集中，股权激励绑定核心管理层

公司股权结构集中，设立股份激励平台提升凝聚力。根据最新公司股权结构来看，创始人徐高明及其一致行动人徐东波（创始人之子）共持有公司股权超 62%，二人通过北京红乔金季咨询顾问有限公司间接持有公司 34%的股权，徐高明先生拥有公司实控权；此外，天津金橙等为公司设立的股份激励平台，Huang River Investment Limited 为腾讯控股的投资公司，陈国栋为个人投资者。

图4：公司股权结构相对集中，员工持股激励计划绑定团队



资料来源：Wind、开源证券研究所（2024 年 12 月 26 日）

创始人徐高明由政转商，文旅生意起家，深耕高端消费领域及古法黄金赛道。老铺黄金创始人徐高明 1995 年起任职于文旅公司岳阳红乔（从事旅游投资开发），2004 年 6 月创立金色宝藏公司（主要从事黄金珠宝及把玩业务），并于 2012 年 7 月创立文房文化公司（主要从事文房文化产品、古董产品及珠宝业务），2017 年至今任红乔金季执行董事。基于从商经历，不难看出徐总深耕高端消费领域，对行业洞见深刻，从高端定位出发塑造老铺黄金的独特品牌基因。公司核心高管多为“金色宝藏”管理人员，在黄金珠宝行业多年，经验丰富，高度认同公司经营理念与价值。

表1：公司核心高管深耕黄金珠宝行业多年，经验丰富

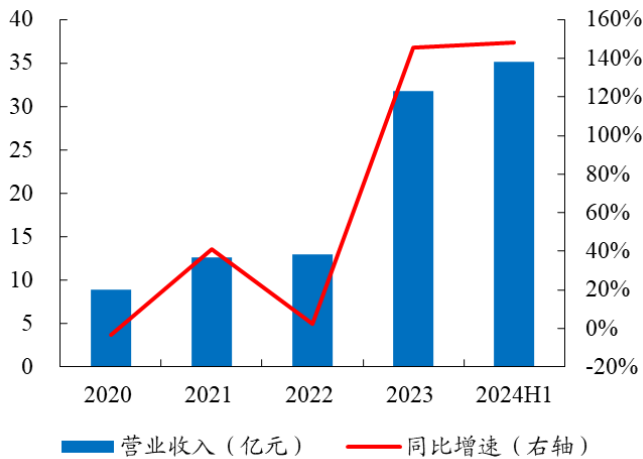
| 姓名  | 出生年份 | 职位              | 职责                                 | 履历  |
|-----|------|-----------------|------------------------------------|---|
| 徐高明 | 1964 | 董事长、总经理、商品研发总监  | 主持公司经营、管理全面工作，负责董事会相关工作，主持公司商品研发工作 | 1988 年 6 月毕业于华中农业大学；1995 年 7 月加入红乔旅游并担任总经理至 2017 年 7 月，1992 年 1 月-1993 年 12 月担任岳阳市畜牧水产局水产大楼总经理；2004 年 6 月创立金色宝藏，于 2004 年 6 月-2018 年 12 月担任金色宝藏总经理；2012 年 7 月创立文房文化，并于 2012 年 7 月-2017 年 9 月担任文房文化总经理。 |
| 冯建军 | 1968 | 董事、副总经理         | 负责市场拓展                             | 1989 年 6 月毕业于湘潭大学；2006 年 1 月-2016 年 12 月担任金色宝藏的企业管理工作，1998 年 10 月-2005 年 12 月担任岳阳红乔的企业管理工作。   |
| 徐锐  | 1980 | 董事、营业部总经理       | 主持公司营业部全面管理工作                      | 2002 年 6 月毕业于长沙理工大学；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 月负责岳阳红乔的业务运营工作。   |
| 蒋霞  | 1978 | 董事、质检部总监、岳阳老铺监事 | 主持公司质检部全面管理工作                      | 2002 年 7 月毕业于武汉工程大学；1995 年 8 月-2005 年 7 月负责岳阳红乔的采购工作；2005 年 8 月-2018 年 2 月负责金色宝藏商品管理部的产品管理及品质检验相关工作；2021 年被认可为贵金属首饰和宝石检验师及国际珠宝培训中心钻石分级师。  |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、财务情况：2023 年以来经营业绩高增长，盈利能力优秀

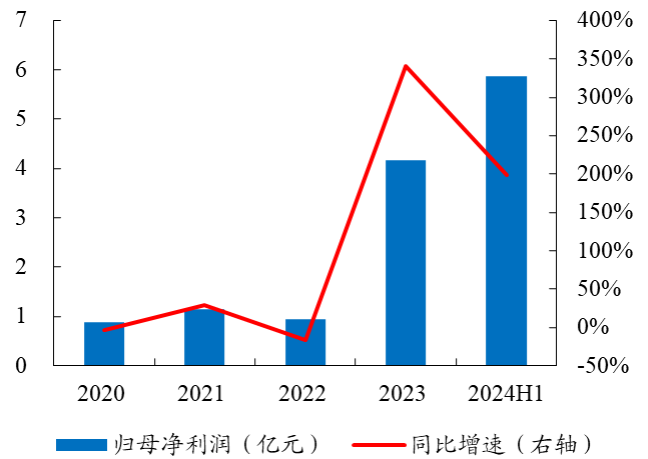
2023 年以来公司经营业绩取得亮眼增长，同店提升贡献明显。2023 年公司实现营收 31.80 亿元（同比+146%）、净利润 4.16 亿元（同比+340%）；2024H1 营收 35.2 亿元（+148%）、净利润 5.9 亿元（+199%），经营业绩实现大幅增长，我们认为主要源于：（1）公司门店网络扩张迅速，产品系列不断迭代，公司品牌影响力得到显著提升；（2）消费理念升级，消费者更加偏好高品质古法黄金珠宝产品，黄金本身具备一定投资保值属性且老铺黄金产品做工精美，推动公司销量及营业收入实现大幅提升。

图5：2023 年以来公司营收增长迅速



数据来源：Wind、开源证券研究所

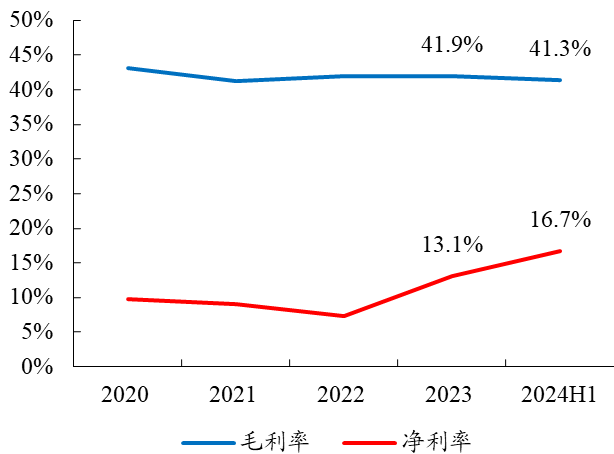
图6：2024H1 公司归母净利润实现翻倍以上增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

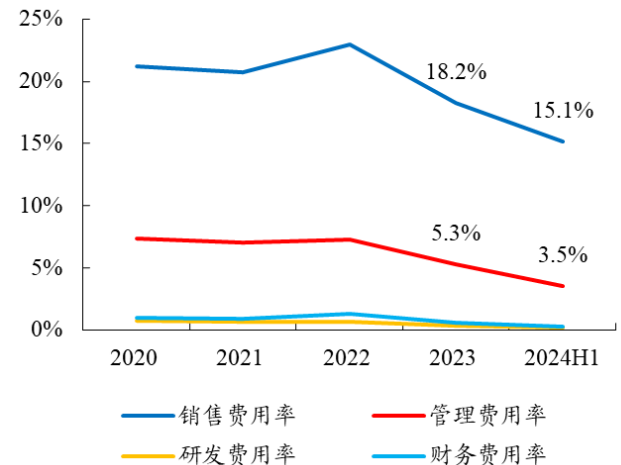
毛利率较高且保持稳定，单店销售额大幅增长带来明显规模效应。盈利能力方面，2024H1 公司毛利率为 41.3%，近年来基本保持在 40% 以上的较高水平，主要原因为公司采用全自营模式带来较高品牌溢价，采用固定价格定价且产品结构中高毛利的足金镶嵌类产品占比较高；公司净利率近年来提升明显，从 2017 年的 7.5% 提升至 2024H1 的 16.7%。费用方面，公司各项期间费用率均有所下降，其中，销售费用率从 2020 年的 21.2% 下降至 2024H1 的 15.1%，主要系公司运营效率提升，以及随着单店销售额增加所带来的规模效应所致。

图7：公司毛利率保持较高水平，盈利能力优秀



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2023 年以来公司期间费用率持续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、核心竞争力：坚持高端品牌定位，全方位打造差异化优势

### 2.1、产品：传承古法工艺老树发新芽，成体系迭代强化消费者认知

老铺黄金打造包括日常配饰、日用金器和摆件等在内的产品矩阵。老铺黄金结合古法传统工艺与现代审美艺术，老树发新芽，打造丰富产品矩阵，为消费者提供“审美悦己+情绪寓意”的双重价值；其中金器和摆件类单价较高，深度覆盖高端客群。

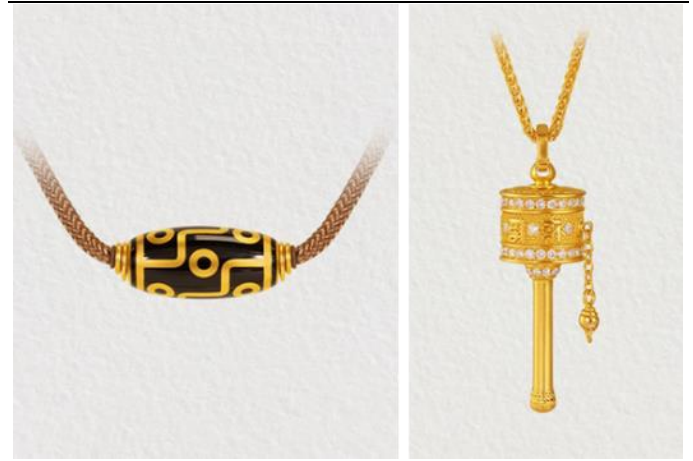
**日常配饰：**从中华传统文化汲取设计元素，特色佛教主题系列建立市场认知。老铺黄金金饰大多运用古法手工工艺，款式精美华丽，设计元素来自佛教、道教、民俗等中华传统文化。以市场认知度较高的佛教主题为例，老铺黄金选取金刚杵、佛像、天珠、转经轮等经典元素，辅以现代化首饰理念进行研发打造，彰显品牌方对佛教文化的深刻理解，满足消费者对吉祥、平安等美好寓意的追求，推出后深受欢迎。

图9：老铺黄金金刚杵与随身佛已成为常青元素



资料来源：老铺黄金天猫官方旗舰店、开源证券研究所

图10：老铺黄金 2024 年推出新款天珠、转经轮系列



资料来源：老铺黄金天猫官方旗舰店

**日常配饰：**除中国元素外，产品设计和材质也兼顾西方审美，为品牌出海打下基础。老铺黄金经典款如玫瑰花窗，灵感源于西欧教堂正门上方的大圆形窗，以精湛的古法黄金镂空工艺搭配独特镶钻工艺制作而成，颠覆钻石饰品常搭配K金的行业传统。通过对西方元素、钻石材质等方面的灵活运用，充分兼顾不同文化消费者的偏好，契合公司打造国际高奢珠宝品牌的愿景，而不是只做纯中式黄金品牌。

图11：老铺黄金玫瑰花窗灵感源于西欧教堂外观



资料来源：老铺黄金天猫官方旗舰店

图12：老铺黄金的金镶钻工艺满足海外消费者偏好



资料来源：老铺黄金天猫官方旗舰店



**日用金器：**源自中国古典生活方式美学，以黄金材料进行全新演绎。老铺黄金足金器具源自中国古典生活方式美学，将古代文人雅士常用器物以黄金材料进行全新演绎。例如八宝乳足香炉，造型典雅圆融、古拙厚重，炉身雕饰吉祥八宝，炉盖镂空鏤刻宝相花和如意云纹，呈现富丽祥和之美；其设计灵感源自传统器具“三足香炉”，运用黄金、珐琅等材质进行演绎，在保留原始造型基础上，更添富贵之气。再比如牡丹纹执壶，以清嘉庆“画珐琅花卉纹执壶”为原型设计，配有牡丹金杯，纹饰精美细腻，釉色雅致瑰丽，通常在终端门店中成套放置于仿古坐榻之上展示，融入古代文房场景、与环境相得益彰，再现皇家高贵气质。

图13：老铺黄金金器设计源自中国古典生活方式美学



资料来源：淘宝网、开源证券研究所

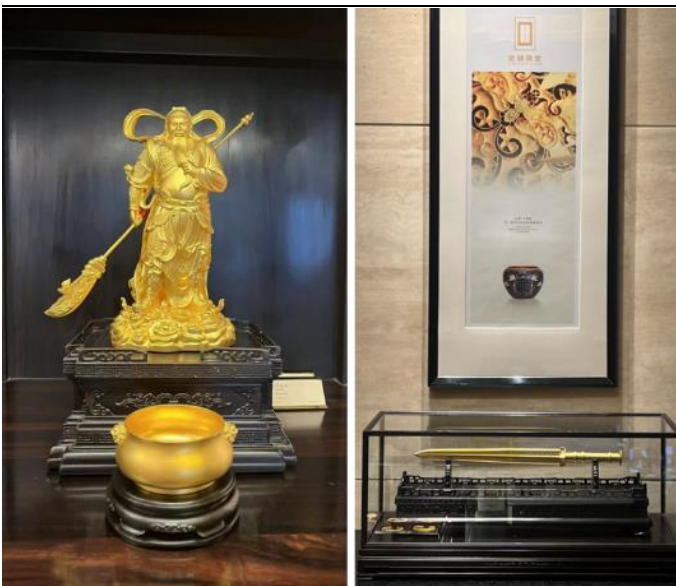
图14：老铺黄金牡丹纹执壶再现皇家高贵气质



资料来源：开源证券研究所

**摆件：**大气厚重承载“传承”价值，单价较高彰显品牌调性。老铺黄金的摆件造型多样，既有菩萨、财神等塑像类，也有如意、葫芦、古剑等器物类，整体耗用黄金材质较多，克重大、单价也明显高于一般黄金制品，通常用于高端礼赠、私人收藏等场景，放置在家宅、办公室等区域内，能彰显屋主的财富地位，也具备传承价值。相较竞品，老铺黄金通过高单价的金器和摆件类产品，有效覆盖到了高端客群。

图15：老铺黄金的摆件造型多样，单价较高



资料来源：开源证券研究所

图16：老铺黄金摆件承载“传承”价值



资料来源：开源证券研究所

老铺黄金完美融合古法传统工艺与现代审美艺术，“老树发新芽”。老铺黄金的产品工艺根植于中国古法黄金制作传统，最早可追溯至古代皇家御用金匠。公司将宫廷制金工艺与现代时尚设计进行结合，通过失蜡成型、搂胎、捶揲、篆刻、缕空、花丝、镶嵌、修金及烧蓝等工序，让更多当代年轻消费者得以欣赏皇家气韵之美。

公司先前备货受制于资金的问题已解决，产能能够满足快速增长的市场需求。公司产品生产以自有工厂为主，2023年自有工厂生产占比59%，对供应链全环节具备较高掌控力，包括工匠培训等环节在内的产能扩张暂无明显瓶颈。2024年上半年公司部分渠道出现缺货现象主要系前期备货资金压力较大所致，年中IPO获得资金已基本解决备货资金问题，2024年下半年持续旺销之下，也未再出现明显缺货现象。

图17：老铺黄金完美融合古法传统工艺与现代审美艺术，“老树发新芽”



资料来源：老铺黄金天猫官方旗舰店

老铺黄金产品迭代推新并不追求速度，这是客群快速增长阶段的正确打法。公司2021-2023年分别推出100/105/119款新品和156/127/139款迭代产品，新品及迭代产品收入在公司总收入中占12%-16%，占比并不高。截至2024年6月份，老铺黄金品牌旗下已有超2700个SKU和1800个SPU，未来亦有望保持稳定的产品推新迭代。公司对于新品推出节奏有清晰规划，在现阶段(品牌势能提升、客群快速增长时期)，过多过快的产品迭代，反而容易导致新客进店后“挑花眼”、影响购物体验；反之，相对聚焦凝练的产品体系，既有助于新客进店后更快了解公司产品特色，也有利于在社交媒体渠道上围绕少数核心产品系列集中声量，快速提升品牌认知度。

图18: 公司新品及迭代产品贡献收入占比在12%左右

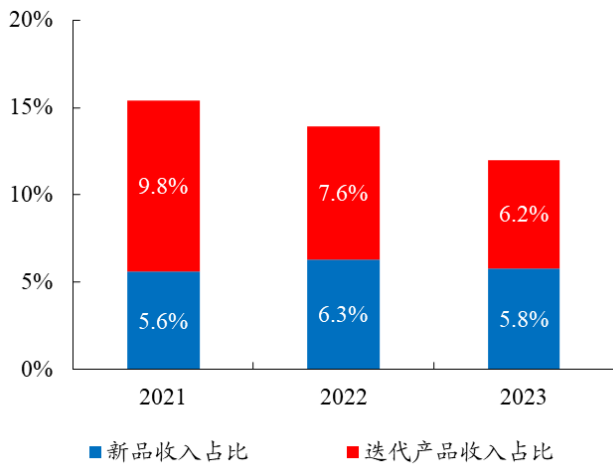
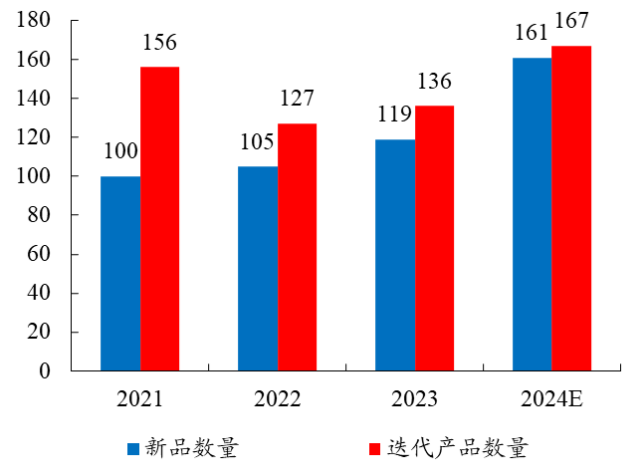


图19: 公司每年推新与迭代产品数均为100多款



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

立足高端定位，围绕核心主题线有规划地推新，形成品牌印记、强化消费者认知。公司产品研发思路清晰，核心是立足高端品牌定位确立品牌故事，再围绕品牌故事打造主题线，例如佛教、道教、民俗等4-5条主线，每条主线下有多个设计元素，每年推出少量新款，以此构建品牌印记、巩固客群认知。以经典“蝴蝶”元素为例，公司围绕不同造型，以钻石、珐琅、宝石等材质进行差异化演绎。未来随着公司产品策略的持续深化，有望逐步达到国际高奢品牌的品牌印记效果，即看到或提及某一造型或元素时，便能够快速联想到具体品牌，从而进一步巩固竞争壁垒。

图20: 老铺黄金围绕核心主题线有规划地推新，持续强化消费者品牌认知



资料来源: 老铺黄金天猫官方旗舰店

老铺黄金产品设计精巧、定位高端，享有更高溢价水平。黄金珠宝行业传统品牌常采用成本加成模式定价，即材料价值加上工艺价值，而老铺黄金以“一口价”模式定价，在产品力支撑下凸显高端品牌定位，也带来了更高附加值。分品类看，公司足金黄金产品平均售价由2020年603元/克提升至2023年729元/克，涨幅约21%，足金镶嵌产品平均售价由2020年769元/克提升至2023年1043元/克，涨幅约36%。毛利率方面，近年来公司的足金黄金产品保持在37%-38%左右，足金镶嵌产品保持在44%-46%左右，公司强品牌力带来定价权，并通过定价机制保证盈利能力稳定。

图21：老铺黄金毛利率高于黄金珠宝行业普遍水平

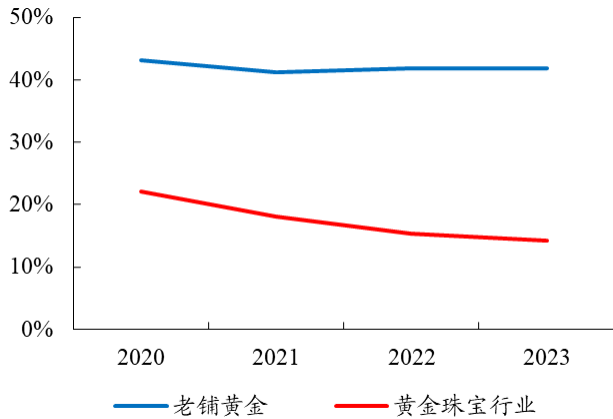
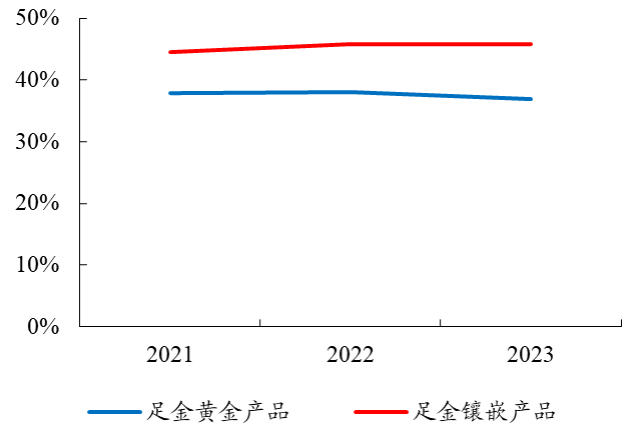


图22：足金黄金和足金镶嵌产品毛利率均保持较高水平



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

高价格带的金器、摆件类已成规模体量销售，有效覆盖增量高端客群和需求。2023年公司小于1万元/1-5万元/5-25万元/25万元以上的产品收入分别占比为10%/65%/19%/6%，价格带覆盖广泛，充分满足消费者多样化需求。公司产品按三大品类看，日常配饰重量相对较轻、客单价较低但选择范围广泛，日用金器和摆件类克重相对较高，客单价也更高。而老铺黄金通过高价格带产品，有效覆盖了常规饰品（女性年轻客群为主）以外的增量人群（男性，年龄稍大客群）和增量需求（收藏、赏玩、重要关系维护等）。分产品类型看，2024H1年老铺黄金足金黄金/足金镶嵌产品分别占收入的39%/61%，在钻石品类承压背景下，公司的足金镶嵌产品（单价更贵一些）收入占比还能逆势提升，也说明消费者对老铺黄金品牌产品力的认可。

图23：公司产品客单价在1-5万元区间占比最多

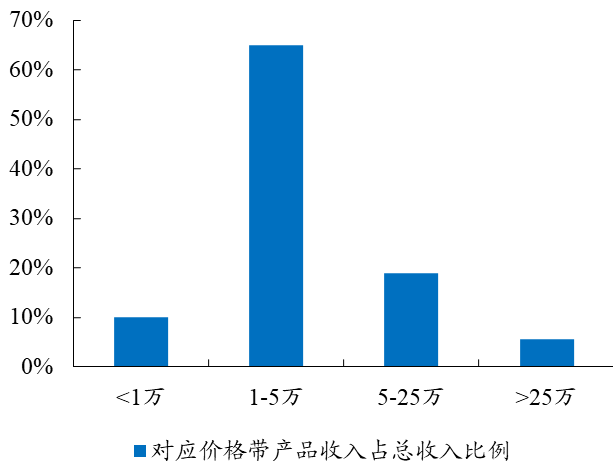
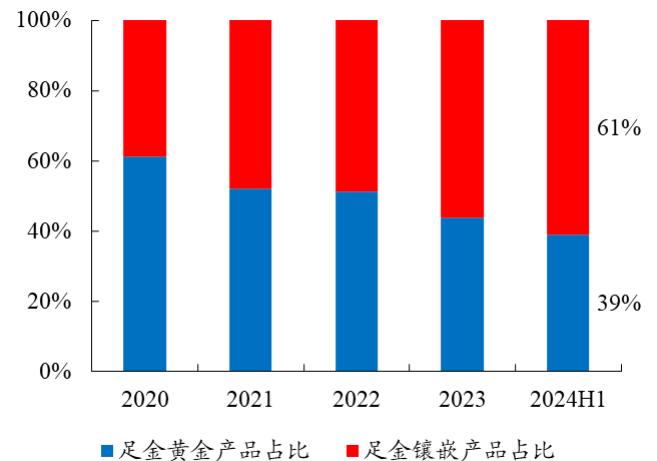


图24：老铺黄金足金镶嵌产品营收占比逆势提升

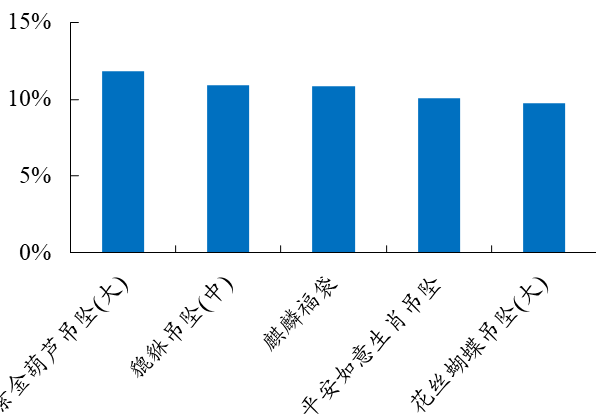


数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：图为2023年数据）

数据来源：公司公告、开源证券研究所

老铺黄金产品定价已在一定程度上摆脱金价影响，能够保持盈利能力的相对稳定。金价波动对公司的影响也是资本市场关注的重要议题，我们的结论是公司核心目标是保持盈利能力稳定，并不去博弈金价波动的收益，2020至2024H1期间稳定的毛利率表现也能够佐证。这要求公司自身掌握产品定价权，具体看，在金价上涨时，公司库存成本会提升，此时可通过调整终端售价来保持盈利能力稳定（例如，2024年3月和9月，公司两次调价，每次上涨幅度在10%左右），此外调整不同门店参与商场折扣活动的力度也是一种方式。2024年金价大幅波动环境下，传统品牌售价随行就市波动，引起消费者观望情绪、压制了销售，反观老铺黄金，大多数时间价格保持稳定，既有利于消费者做出决策，在每次涨价前还能带动一波抢购热潮。

图25：2024年9月老铺黄金产品整体涨价10%左右



数据来源：小红书 APP、开源证券研究所

图26：老铺黄金会不定期在不同门店推出活动



资料来源：老铺黄金企业微信

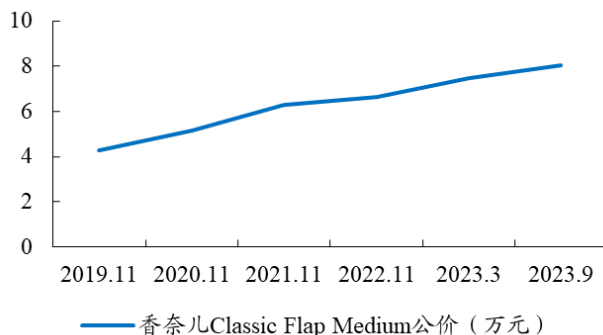
掌握定价权、具备稳定涨价预期，是顶级奢侈品牌的必备要素。纵观国际奢侈品牌，不论是珠宝类目的卡地亚、蒂芙尼、梵克雅宝、宝格丽等，还是布局更广泛类目的爱马仕、香奈儿、LV等，均基本保持每年涨价的做法，且不受经济形势、材料人工成本波动等因素的影响。这一做法的背后是奢侈品牌对消费者尤其是高端客群心理的洞悉：对这类人群而言，奢侈品主要用以满足其炫耀社交需求，而非实用性需求，当所购买商品具备稳定的涨价预期后，价值便有了有效背书。消费者看到手中奢侈品的不断涨价、甚至绝版，也会产生这款产品越来越稀缺保值的心理暗示，从而加强对品牌的认可。现阶段看，老铺黄金通过产品、渠道、品宣等抓手，已初步掌握产品定价权，通过稳定频率的调价涨价，逐步开始进行消费者教育。

图27：具备稳定涨价预期是顶级奢侈品牌必备要素



资料来源：要客研究院

图28：香奈儿经典款皮包多年来公价持续上涨



数据来源：包先生 MrBags 公众号、开源证券研究所

## 2.2、渠道：全自营深耕高端商圈，主题情景店沉浸式体验

老铺黄金精选渠道区位稳步扩张，全自营模式把控高端服务质量。2023 年公司线上/线下收入分别占比 11.4%/88.6%。线上主要通过天猫、京东及微信小程序等渠道销售，其中天猫占主要部分。线下门店近年来稳健扩张，截至 2024 年 12 月已在 15 个城市开设 36 家自营门店，主要覆盖一线及新一线城市的高端商场。此外，老铺黄金在线下采用全自营模式，严格把控终端产品品质与服务质量，打造高端品牌形象。得益于公司的直接管理，公司单店表现优秀，2022、2023 年单店平均收入均位列中国黄金珠宝品牌第一；2023 年公司销售额前五大商圈合计占年营收的 39%，2024 年新开出的香港海港城店等亦具备较大单店销售潜力。

图29：公司围绕高端定位，布局核心城市高端商圈

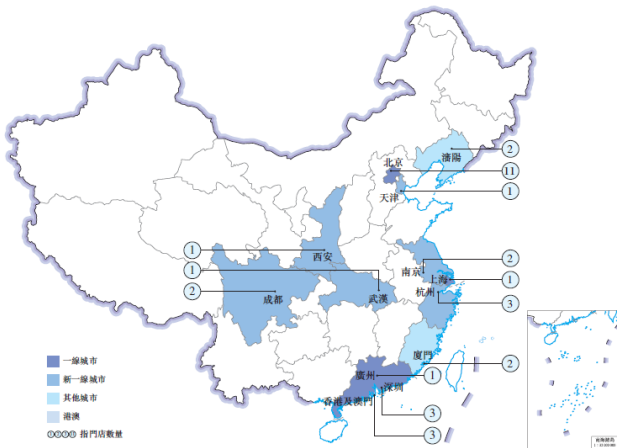
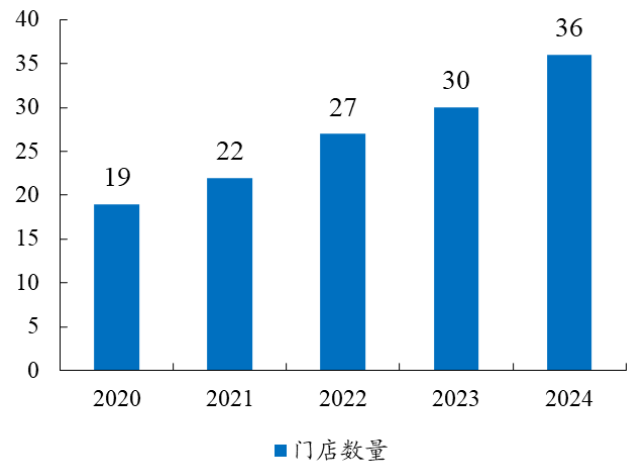


图30：近年来公司门店数量稳步上升

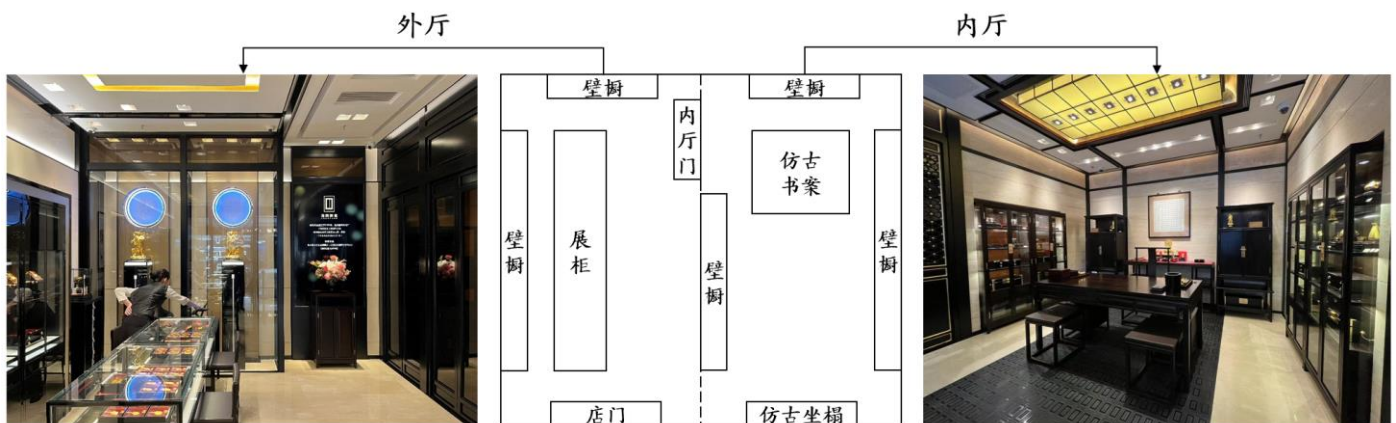


资料来源：公司公告（注：截至 2024 年 6 月 11 日）

数据来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

打造中式古典文房场景化模式，为消费者提供沉浸式购物体验。老铺黄金门店风格古朴典雅，从空间设计、家具陈列、灯光音乐、香氛花草等各个细节均进行了精心规划安排，例如老铺黄金门店壁橱主色调为黑色，有别于传统黄金珠宝品牌门店常见的白色、浅黄色等，更具有厚重感；部分门店设置有内厅，借鉴中国古代文房风格，打造“主题情景”，顾客走入其中仿佛步入古代文人书房，欣赏书桌、书柜等位置的精美产品，还可上手把玩、获得沉浸式消费体验，形成与竞品的显著差异化。

图31：老铺黄金门店外厅高端大气、内厅古朴典雅，文房场景打造沉浸式购物体验



资料来源：开源证券研究所

**核心布局高端购物中心，巩固高端品牌定位。**老铺黄金门店主要分布于高线城市的核心商业综合体，根据弗若斯特沙利文数据，截至2024年4月老铺黄金在中国十大高端购物中心的覆盖率为80%，在中国黄金珠宝品牌中排名第一，与蒂芙尼、Chaumet等高端奢侈品品牌接近。得益于高端商圈门店带来的优质客流和优秀门店运营能力，2023年老铺黄金店均销售额达0.94亿元。从楼层分布看，门店主要集中在商圈负一层（为主）和一层（少量）等，通常是客流条件较好的区位，多数国际奢侈品牌往往也集中于一层。老铺黄金精选渠道区位，坚持布局高端购物中心，一方面能够利用商圈名气为自身品牌调性作背书，另一方面也有助于吸引更多高净值自然客流的进店，借助商圈完成客群筛选。

**表2：老铺黄金主要布局高端购物中心的优质区位**

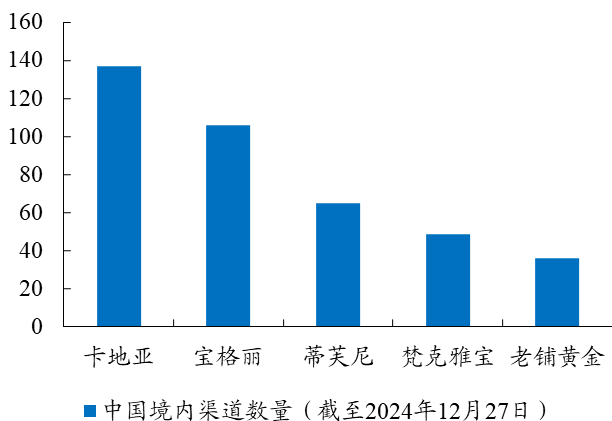
| 商圈体系   | 具体位置  |
|--------|---|
| 华润万象   | 天津万象城（一层），深圳万象城（地下一层、地下一层二店），深圳万象天地（地下一层），杭州万象城（地下一层、二层），沈阳万象城（地下一层、二层），厦门万象城（地下一层精品店、三层）       |
| 华联 SKP | 北京 SKP（一层、地下一层），西安 SKP（一层），成都 SKP 店（二层边店、二层岛柜），武汉 SKP（一层），北京 DT51（一层）                           |
| 王府井    | 北京王府井东方新天地（二层、二层点钻店），北京王府井中环店（二层），北京王府井百货大楼店（一层）  |
| 德基     | 南京德基广场一期（三层），南京德基广场二期（三层）   |
| 其他     | 北京中国大饭店（二层），北京工美大厦（一层），北京国贸商城（一层），上海豫园（一层），杭州大厦（四层），郑州大卫城（二层），广州太古汇（地下一层），成都 IFS（四层），武汉世贸广场（一层） |
| 中国内地以外 | 香港旗舰店（一层），香港海港城店（二层），澳门威尼斯人（三层，一层正门大堂店）   |

资料来源：公司官网、开源证券研究所（注：截至2024年12月26日）

**对标国际高奢珠宝品牌公司拓店空间充足，楼层区位优势有望进一步提升店效品宣。**考虑到老铺黄金与国际高奢珠宝品牌商业模式相似，且品牌调性已得到渠道端和消费者端认可，二者门店有较高区位重叠度，故我们认为，可通过横向对标当前国际高奢珠宝品牌的中国区门店数，估算老铺黄金拓店空间。截至2024年12月，我国境内卡地亚、宝格丽渠道数量超过100且尚未停止发展，对比之下，老铺黄金门店数仅36家、仍有充足空间。此外，公司还将重点推进门店升级改造计划，目前主力门店多数仍在负一层（高端商圈内最优质楼层和区位主要在一层），区位潜力尚未完全发挥，未来随老铺黄金品牌调性提升，有机会升级至一层主流高奢品牌区位，叠加门店面积改造扩大、接待能力增强，均有望进一步提升店效及品宣效果。

**图32：对标国际高奢珠宝品牌，老铺黄金拓店空间可观**

**图33：2024年开业的武汉SKP店落位一楼国际腕表区**



数据来源：卡地亚等公司官网、极海品牌监测、开源证券研究所



资料来源：老铺黄金公众号

单一高端商圈内部门店也具备加密潜力，二店存在协同效果。在消费能力较强的商业中心，公司会开设第二家店铺合理加密。例如，老铺黄金于2018年在杭州万象城B1层开设首家门店，2023年在2F开设二店，随后公司在杭州万象城商圈取得了销售额的持续增长，原因在于老铺黄金本身市场需求旺盛，二店所在楼层中岛位流量较大，也吸引到更多目标客群（部分高净值客户通常不会去地下楼层）。此外，老铺黄金还在北京东方天地、南京德基广场、厦门万象城、澳门威尼斯人等商场的不同楼层开出两家门店。从实践效果看，二者存在协同效应，面积通常一大一小，小店负责品牌露出、大店承接升级服务（均可正常销售）；楼层上，负一层门店位置便捷，吸引广大潜在客户，一层及以上的门店则主要吸引高净值客户等。

图34：北京 SKP 店（一层店）采用开放式大堂店



资料来源：老铺黄金官方公众号

图35：北京 SKP 店（负一层店）设计更丰富、空间更大



资料来源：老铺黄金官方公众号

品牌出海稳步推进，东南亚市场以新加坡作为桥头堡。公司计划未来在中国香港、中国澳门及国际市场持续扩张，海外门店仍采用自营模式，优先布局亚洲周边国家经济发达的城市。我们认为，公司已在中国港澳地区积累有关供应链及离岸管理的经验，而对应市场的消费者在经济水平、文化认知等方面与亚洲周边国家目标城市居民亦有一定相似性，有助于公司逐步打开海外市场空间。新加坡有望成为公司拓展东南亚市场的桥头堡，日本也具备较好的经营环境和消费能力。

图36：老铺黄金香港旗舰店位于新港中心有幕墙露出



资料来源：公司官网

图37：老铺黄金澳门威尼斯人正门大堂店位置醒目



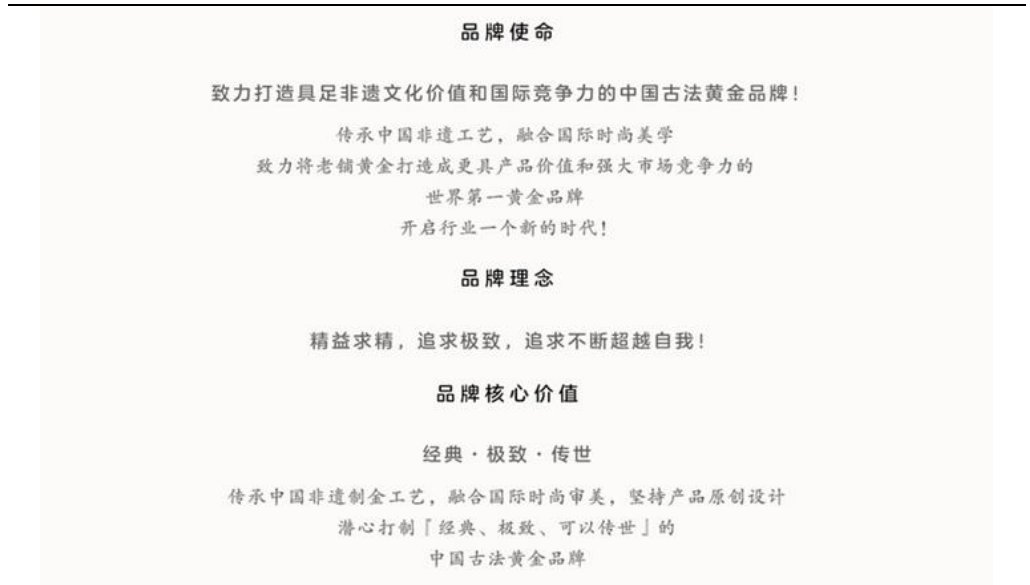
资料来源：公司官网



### 2.3、品牌：锚定高端定位积蓄势能，小红书助力客群破圈

锚定高端品牌定位，深耕产品力、精选渠道、优化服务。老铺黄金定位清晰，目标是打造具有强大国际竞争力的中国古法黄金高端品牌，致力于传承中国非遗工艺，品牌核心价值为“经典·极致·传世”，融合古典文化与现代国际审美。具体则以产品和渠道为主要抓手：产品方面，采用一口价模式定价，价盘稳定彰显品牌调性；渠道方面，进驻到高线城市的高端商圈并获得优质铺位，国内高端商圈覆盖率可媲美国际高奢珠宝品牌，全自营模式保证了品牌调性统一与高质量客户服务。

**图38：公司锚定高端品牌定位，秉承“经典·极致·传世”核心价值**



资料来源：公司官网

以黄金产品为特色、打造奢侈品属性，老铺黄金品牌影响力不断提升。我国黄金珠宝市场的高奢品牌多为卡地亚、梵克雅宝、宝格丽等外资，多以K金、钻石镶嵌等为主。老铺黄金是我国古法手工金器专业第一品牌，同时也是业内首家推出足金镶嵌产品品牌，产品具有高度辨识度，奢侈品属性逐渐凸显。公司已形成较强的品牌影响力，尤其在高净值人群中已具备一线珠宝品牌相媲美的知名度和市场认可度。根据胡润研究院发布的《2023中国高净值人群品牌倾向报告》，老铺黄金上榜高净值人群最青睐的十大珠宝品牌，是仅有的两家中国珠宝品牌之一。

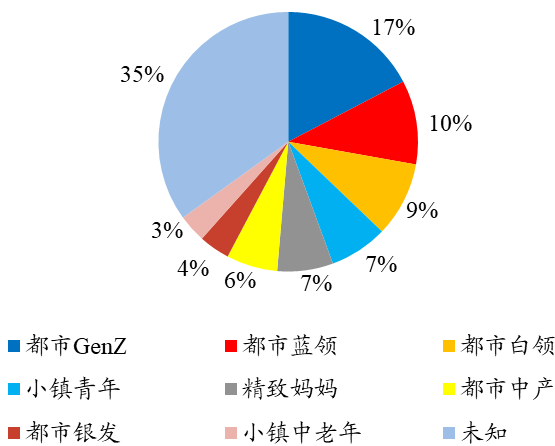
**表3：老铺黄金成立至今收获多个品牌荣誉**

| 时间    | 老铺黄金品牌荣誉  |
|-------|---|
| 2009年 | 中国第一家推广“古法黄金”概念的品牌诞生。   |
| 2016年 | 最早从事中国古法手工金器品牌化运营的黄金品牌之一。   |
| 2019年 | 行业内第一家推出足金镶嵌产品的品牌。  |
| 2021年 | 中国黄金协会发布的《古法金饰品》团体标准的第一起草单位；<br>位列2021年“天猫黄金品类品牌人群心智榜单”的“价值力指数”榜首。    |
| 2022年 | 中国黄金协会发布的《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准的第一起草单位；<br>2022年单店平均收入在中国黄金珠宝市场排名第一。         |
| 2023年 | 《2023胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》中两家中国黄金珠宝品牌之一；<br>2023年单店平均收入在中国黄金珠宝市场排名第一。 |
| 2024年 | 在全国十大高端购物中心覆盖率在国内黄金珠宝品牌排名第一。  |

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

品牌传播路径亦验证老铺奢侈品属性，小红书平台“自来水”助力品牌声量提升。老铺黄金在品牌传播方面存在特殊之处，其小红书平台声量远大于抖音等大众社媒平台，与多数大众消费品牌先做抖音铺开声量、再进阶渗透小红书的常规传播路径截然不同。我们认为，小红书定位沉浸式深度分享和互动种草，抖音等则更偏浅层次即时娱乐，相较而言，前者用户画像优质、消费力强但也更挑剔，老铺敢于另辟蹊径，在小红书先行发力实现声量扩大，也侧面说明其高端定位和品牌自信，这一点非常符合奢侈品的传播轨迹。具体剖析相关帖子，还可发现老铺品牌粉丝忠诚度很高，“自来水”粉丝发布大量种草帖子，且积极回应对品牌的正负面评价；此外，部分平台 KOL 也会自发拍视频宣传老铺黄金产品的试戴体验等，流量反馈优秀、帮助 KOL 有效涨粉，也间接证明老铺黄金在小红书用户中的较高话题度和良好美誉度。

图39：小红书平台用户画像优质且消费力较强



数据来源：千瓜、开源证券研究所

图40：小红书 KOL 自发拍视频宣传老铺黄金产品



资料来源：小红书 APP

好物分享 KOL、明星、网红等持续助力老铺黄金品牌出圈。(1) 好物分享 KOL：以小红书时尚博主方枪枪 Monica 为代表，最早一篇关于老铺黄金的笔记发布于 2022 年 10 月（亦是首篇黄金相关笔记），获赞 2 万、评论 1900+，远超其他笔记声量。(2) 明星：2024 年 3 月，杨幂一组日常私服照片流出，片中新中式服装搭配黄金首饰（老铺黄金）登上热搜；之后越来越多明星在私服中加入黄金首饰元素。(3) 网红：头部网红韦雪 2024 年年中以来多次在直播时佩戴老铺黄金首饰，将叠戴这一风格带火。

图41：顶流明星杨幂佩戴老铺黄金首饰出行



资料来源：饰品秀公众号

图42：头部网红韦雪在直播时叠戴老铺黄金首饰



资料来源：小红书 APP

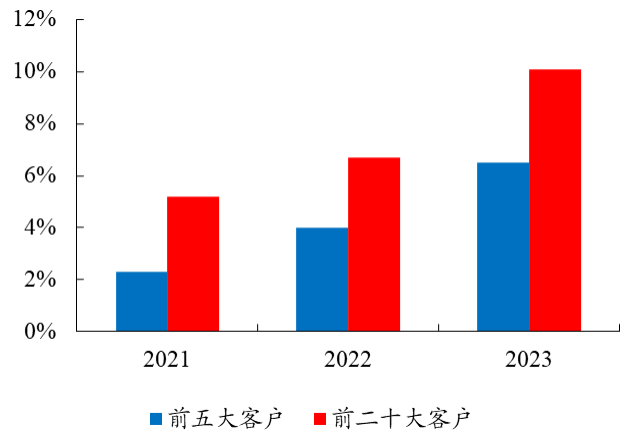
用户群体年龄层覆盖广泛，复购和消费力不断提高。老铺黄金走高端化的差异化品牌路线，购买老铺黄金的消费者，往往看重原创设计、精湛工艺以及代表东方人审美趣味的意象内涵。老铺黄金客群的年龄集中在 25-50 岁，整体消费粘性较强。我们注意到，近年来古法黄金珠宝凭借吉祥文化意义和美学设计受到更多年轻消费者喜爱，因此老铺黄金也吸引到了大量年轻高净值客群，客群扩张为公司带来明显增量。从消费力看，老铺黄金 2021-2023 年前五大和前二十大客户的收入贡献占比均有所提升（暂不能排除代购等因素影响），忠诚用户的复购率和消费水平仍在提高。

图43：老铺黄金日常配饰以女性消费者为主



资料来源：开源证券研究所

图44：老铺前五大和前二十大客户的收入贡献不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

推出客户忠诚会员计划，会员服务提高品牌复购与用户粘性。为更好触达消费者并运营私域流量，公司建立了客户忠诚会员计划（至少购买一次并在微信小程序注册的消费者会成为忠诚会员），截至 2024 年 6 月 30 日公司忠诚会员总数约 27.5 万，增长显著。会员分类方面，老铺黄金根据消费金额将会员划分为注册会员/普卡会员/金卡会员/黑金卡会员四级，其中累计消费满 30 万元成为金卡会员、累计消费满 50 万元成为黑金卡会员。会员权益方面，所有会员均可凭销售凭证，在门店享受终身免费“基础护理”服务、终身免费换绳穿配服务；金卡会员和黑金卡会员均可享受 95 折优惠。完善的会员体系和相应服务政策，也有助于消费者忠诚度和复购的提升。

图45：老铺黄金为金卡、黑金卡会员提供专属折扣

| 会员等级  | 有效期 | 入会条件          |
|-------|-----|---------------|
| 注册会员  | 终身  | 注册成功          |
| 普卡会员  | 终身  | 任意消费          |
| 金卡会员  | 终身  | 正价商品累计消费满30万元 |
| 黑金卡会员 | 终身  | 正价商品累计消费满50万元 |

**老铺黄金会员尊享权益**

**1、购物优惠待遇**

当您在“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，可享受：

- 金卡会员：享受95折优惠
- 黑金卡会员：享受95折优惠

注：以上折扣与其他优惠活动是否可重叠使用，需视当次活动具体规则而定。

资料来源：老铺黄金会员中心小程序

图46：老铺黄金为会员积极解决产品售后问题



**Q: 手工花丝类金器出现花丝翘出现象**

**A:** 黄金质地柔软，花丝工艺复杂独特的工艺特征，可能偶会出现因受外力钩挂而导致花丝起翘现象。此为正常现象，您无需为此担心，我们将为您妥善处理还原。

**Q: 金器养护**

**A: ①、金器清洗**

金器可以正常用清水或专用珠宝清洁剂清洗，清洗后用软布擦干即可。需要注意，清洗时请避免硬物刮伤金器；

资料来源：老铺黄金会员中心小程序

## 3、六问六答：老铺黄金高增长的去、现在与未来

### 3.1、老铺黄金的高增长密码

问题一：什么是老铺黄金高增长的核心密码？

行业有 $\beta$ （高端黄金是中式老钱的最佳载体），老铺有 $\alpha$ （产品、渠道、品牌都满足的唯一供给方）。近年来经济大环境下，“老钱”风抬头、黄金受追捧，叠加金价持续上涨，驱动国内高奢饰品消费领域的“黄金替代”和“国潮风”趋势。老铺黄金精准卡位，成为国内高端黄金的稀缺供给方，在产品、渠道、品牌三维度均能达到高阶消费人群要求，因此较好承接到高端消费品内部的品类结构转移机会，叠加品牌破圈带来的客群规模快速增长，带动同店销售和经营业绩高增长。

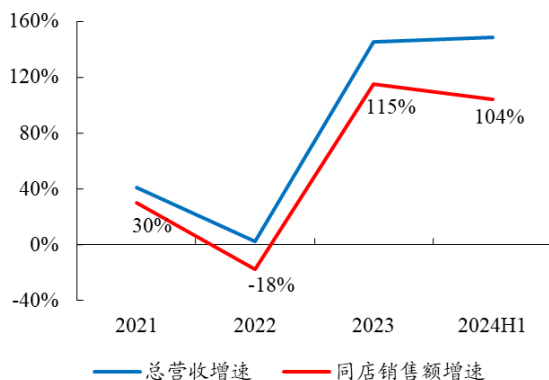
图47：老铺黄金精准卡位，产品、渠道、品牌均能达到高阶消费人群要求



资料来源：老铺黄金官方微博

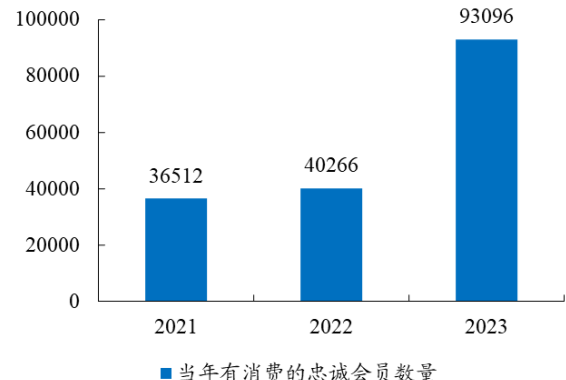
从经营数据看，公司 2023 年营收高增速主要由同店增长支撑，背后则是客群扩大。对比公司营收与同店销售额增速，可以看出 2023 年以来营收高增主要由同店驱动，同期门店数量增长并不多；进一步对同店销售进行客单/客流拆分，我们基于招股书数据也看到，公司忠实会员数量（至少购买 1 次公司产品）2023 年开始大幅增长。因此，分析公司高增长的实质，就要探究清楚近年来老铺黄金客群变化的原因。

图48：公司营收高增的核心驱动是同店销售



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图49：2023 年老铺黄金忠诚会员数快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**趋势一：经济大环境下、“老钱”风起，高端国潮黄金成为“中式老钱”的最佳载体。**“老钱（Old Money）”指财富、地位等经历多代传承的人群，“老钱风”主打不张扬的奢华，强调消费选择应体现长期底蕴与积淀，在一定经济大环境下，“老钱”抬头，压制“暴发户和新贵”。另一方面，我国黄金器物发展历史悠久，在古代是皇亲贵胄阶级专属，其对财富和地位的象征意义深入人心；近年来我国黄金首饰工艺革新、设计精进，在文化底蕴与外观颜值加持下，成为“新中式”穿搭的绝佳配饰；此外，中国风房屋装修风格也越来越受到国人青睐，在房屋器具摆件选择时，自然也会优先选择具备中国古典气质的器物。综上所述，当“老钱风”与中国文化相结合，无论是服装配饰还是摆件器物，高端黄金产品都已成为“中式老钱”的最佳载体。

图50：杨幂、奚梦瑶、王嘉尔等明星佩戴古法金饰



资料来源：饰品秀公众号、SuperELLE 欣漾公众号

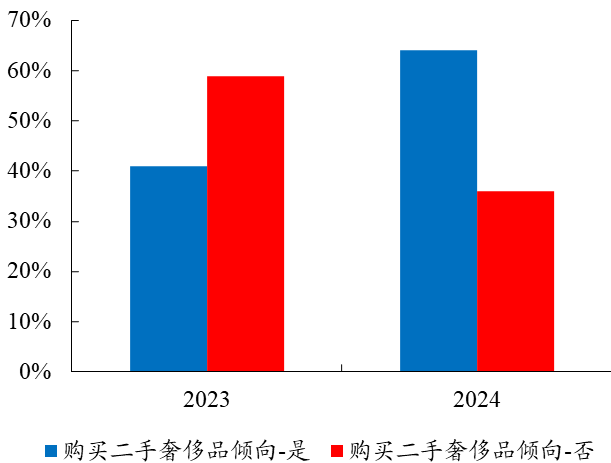
图51：中国风成为越来越多国人的装修选择



资料来源：红木今日资讯公众号

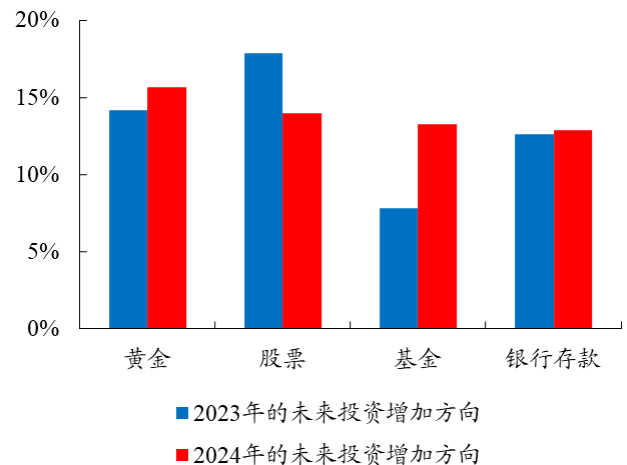
**趋势二：高端客群的消费理念在变化，“保值性”也开始成为关注点。**近年来，经济大环境变化，高端客群的消费理念也随之改变，根据胡润研究院研究，2022年以来，中国高净值人群的经济信心指数变化，在奢侈品消费领域也开始对二手奢侈品购买意愿提升。而从投资意愿看，2024年高净值人群未来追加投资的方向中，黄金所占比例已超过股票升至第一位。综上所述，对高端客群而言，保值性也已经成为消费理念关注点，在保证品牌格调的前提下，性价比突出的二奢成为选择，而黄金也因金价上涨所凸显的保值增值属性，开始受到高端客群更多青睐。

图52：2024年高净值人群二奢购买意愿明显提高



数据来源：胡润百富、开源证券研究所

图53：2024年黄金成为高净值人群未来投资增加首选



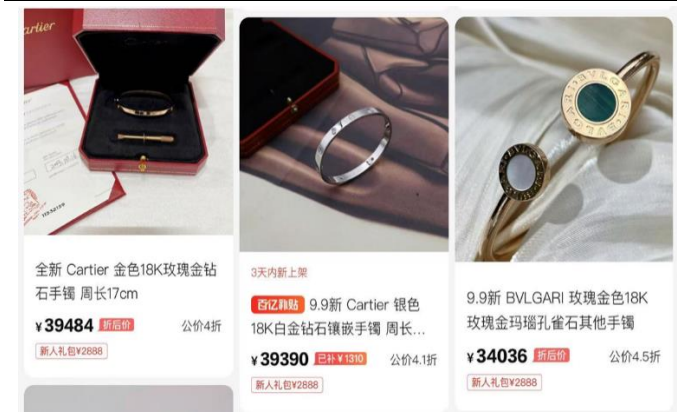
数据来源：胡润百富、开源证券研究所

我国高奢饰品消费领域的“黄金替代”和“国潮”趋势，带动高端中式黄金崛起。

(1) **保值性角度**：我们统计了老铺黄金和部分国际高奢珠宝品牌产品二手市场价格情况（二手价/官网公价），多数国际奢牌珠宝二手价仅3-5折，而老铺黄金基于黄金价值保底，二手价通常在6-6.5折、部分款式达7折以上，“相对”保值性明显更优。

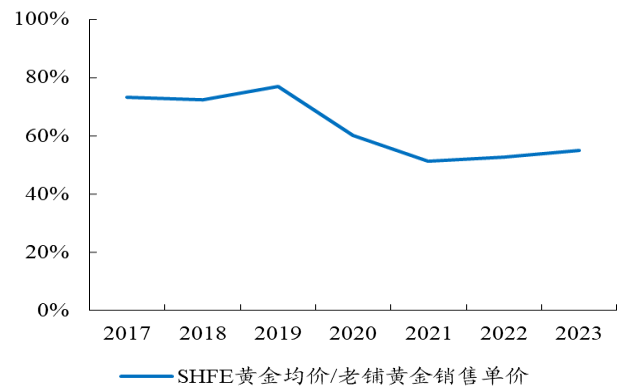
(2) **消费趋势角度**：我国国力增强、国民文化认同感与民族自信提升，推动国潮国风兴起，黄金珠宝作为文化与情感绝佳载体，部分高端黄金品牌的优质产品供给，重新唤醒了国人血脉深处的“黄金热爱”。再叠加金价持续上涨，我们看到，高端饰品消费领域不论是基于保值性的产品结构降级（钻石→黄金）还是基于消费趋势的国潮崛起（外资→国货），都指向一个共同结果：高端中式黄金崛起。

图54：国际高奢珠宝品牌二手市场价格打折严重



资料来源：红布林小程序

图55：足金材质为老铺黄金产品价值提供兜底



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

老铺黄金精准卡位高端中式黄金赛道，在产品、渠道、品牌三方面均具备稀缺性。

(1) 国际大牌源自欧美，历来推崇钻石和宝石，缺乏黄金消费文化，因此头部品牌基本都没有、也很难布局黄金材质产品，否则会违背其品牌故事和传统、影响调性。

(2) 本土传统黄金珠宝品牌则主打大众消费定位，早期均选择快速扩张路线，渠道泛滥、缺乏稀缺性，导致品牌调性天然不足，也很难做高端人群的生意。综合看来，老铺黄金调性达到奢侈品入门级别，产品力（设计、工艺、颜值等）和渠道力（深耕高端商圈）又足够突出，自然成为高端消费人群选购黄金产品时的重点选择。

图56：国际高奢珠宝品牌以 K 金镶嵌类为主



资料来源：卡地亚、蒂芙尼等品牌官网

图57：老铺黄金的足金产品兼具材质价值与艺术价值



资料来源：老铺黄金天猫旗舰店

### 3.2、从“体验型生意”的商业逻辑差别说开去

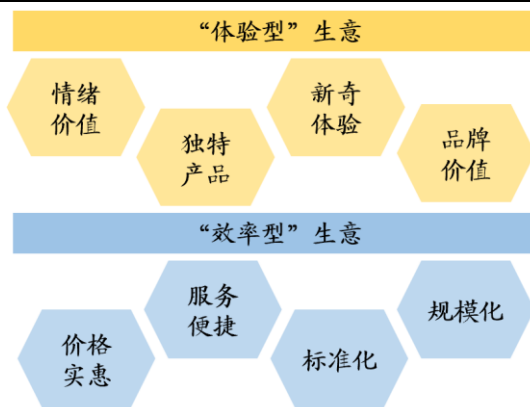
问题二：如何理解老铺黄金“体验型生意”与传统品牌的逻辑差别和壁垒？

老铺黄金和传统品牌在生意逻辑上存在本质区别，制约了后者的模仿动力和威胁性。

“效率型生意”：传统黄金珠宝生意特点是顾客忠诚度低、价格敏感度高，因此价格和便利是核心，核心是“效率”，标准化产品、高周转走量、管理好加盟渠道是关键；

“体验型生意”：而老铺黄金的生意本质，是借助优质产品、高端渠道和深度服务，与顾客产生情感链接，最终树立品牌调性和粘性。双方在生意底层逻辑上的差异，也制约了竞品模仿老铺黄金的可能性和威胁性，关键障碍是客群不匹配：老铺可以投入时间资源做稀缺的高工艺产品、追求高附加值，而竞品单纯去模仿工艺不难，但高工艺本身的不经济性和规模依赖性，与大众用户画像的不匹配性构成矛盾，导致出现“花大力气做出来，东西品质也不差，但摆在我店里就是没人买”的困境。

图58：老铺黄金本质是“体验型”生意



资料来源：开源证券研究所

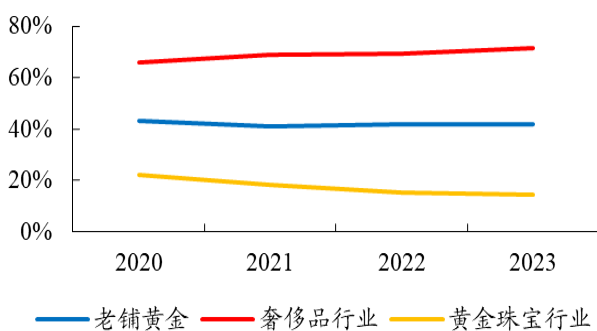
图59：传统品牌效率型生意要求以价换量实现高周转



资料来源：开源证券研究所

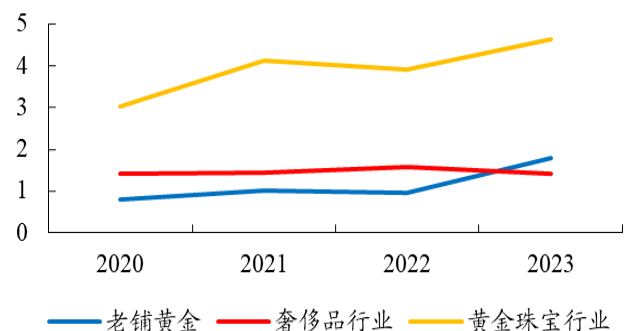
通过财务指标对比，也能清晰看出老铺黄金与传统黄金珠宝品牌的商业模式差异。我们选取多家海外奢侈品企业和本土黄金珠宝企业，与老铺黄金做财务指标对比分析。盈利能力方面，老铺黄金毛利率介于奢侈品与黄金珠宝之间，其所有产品均采用一口价定价，突破了传统金饰成本加成定价模式，品牌溢价能力得到消费者认可；周转方面，老铺黄金的存货周转率也更接近奢侈品，显著低于黄金珠宝行业，因为后者效率型生意毛利率较低，需要强调加盟渠道的高周转走量；老铺黄金与奢侈品品牌均以自营为主，毛利率较高、可以容忍较慢的产品周转。综上，商业模式底层逻辑的本质区别，决定了老铺黄金与传统黄金珠宝品牌截然不同的企业发展策略。

图60：老铺黄金毛利率介于奢侈品和黄金珠宝行业之间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：老铺黄金存货周转率更接近奢侈品行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、发展策略：“高筑墙、广积粮、缓称王”

问题三：如何理解老铺黄金“高筑墙、广积粮、缓称王”的发展策略？

“体验型”生意本质决定了老铺黄金“高筑墙、广积粮、缓称王”的品牌发展策略。

(1) “高筑墙”：老铺黄金坚持古法匠心做“高”端产品，基本不做大众平价款式，核心是通过高工艺、高产品力，让所有 SKU 均具备一定溢价，巩固高端品牌调性。

(2) “广积粮”：公司自上而下，相对并不刻意追求短期销售达成，而注重对目标客户的品牌宣传和长期服务，目的是积累良好口碑，在线上线下多维度“种草积粮”。

(3) “缓称王”：老铺坚持全自营、一直未开放加盟，在友商品牌纷纷跑马圈地之时，保持耐性不着急开店扩张，而是严控服务质量与口碑，待品牌势能足够，拿好位置开店自然水到渠成。前文提到，老铺黄金本质是“体验型”生意，不同于传统“效率型”生意讲究的速度、规模、标准化，老铺对产品、开店、客户服务的精益求精，对品牌价值输出与精神文化传递的不懈追求，是更值得称道的。

**基于门店微观视角的验证：老铺黄金的店员不像销售，像“品牌宣传员+服务员”。**门店、店员是品牌零售企业接触消费者的第一线，在老铺黄金店员层面的诸多细节，也深度践行验证了公司发展策略。(1) **人员招聘要求**：老铺黄金对店员的形象要求、服务态度提出高标准，且相较销售能力更看重服务能力，因此招聘中会着重考虑空乘等具备高端服务业经验的候选人，薪资待遇也高于同行，保证最佳服务效果（与胖东来异曲同工）。(2) **店员考核机制**：老铺对店员考核的核心不是销售数据，而是服务质量，这在零售行业非常罕见，结果就是老铺店员不会着急催促顾客购买成交，而更愿意积极做好品牌宣传、耐心倾听处理顾客需求，深化与消费者的情感链接和信任。可以看到，公司在店员招聘要求、考核机制方面的种种安排，均已为高品质&强情绪价值的服务体验奠定基础，进一步巩固了老铺的高奢调性和品牌口碑。

图62：“体验型”生意本质决定了老铺“高筑墙、广积粮、缓称王”的品牌策略



资料来源：老铺黄金公众号、公司招股书、小红书 APP、老铺黄金官网、开源证券研究所



### 3.4、老铺差异化产品力的来源和延续能力

问题四：行业同质化严重，老铺黄金如何保持差异化产品力优势？

制造工艺本身不存在品牌独占性，老铺黄金胜在具备研产全套能力且舍得投入资源。我国黄金珠宝深圳产业带的成熟化、规模化生产使得新工艺产品在市场上普及速度很快，品牌方难以对某一工艺实现长期独占。因此，老铺黄金在产品层面的竞争壁垒也不在工艺本身，而是底层的产品研产全套能力，包括设计理念规划、契合工艺选择、文化内涵塑造和手工细节打磨等方面，其前提是公司能够且愿意投入人力和时间资源。从实际产品结果看，对比同类花丝工艺吊坠，老铺黄金产品整体造型更纤薄、视觉效果更细腻、立体，竞品产品则呈现出机器压模铸造的粗砺感、细节亦有所欠缺，但这又是效率型生意追求标准化、机械化快速生产的必然结果。

图63：对比老铺黄金与传统品牌产品，前者颜值更高、工艺更细腻



资料来源：开源证券研究所

创始人是产品总监，超前理念、文化底蕴及对高端客群的深度理解，赋能产品研发。公司创始人徐高明先生早期创立金色宝藏（主营黄金珠宝及摆件销售，后转为佛教文化主题旅游纪念品）及文房文化（主营家具、文房四宝及书画销售业务）。在经营过程中，徐总体现出超前的产品理念与深厚的文化底蕴，同时对高端客群的长期交流和服务经验，也有效赋能了老铺黄金的产品研发：坚持有限的设计元素，在此基础上持续迭代，深度契合奢侈品的品牌印记构造思维；设计元素来源包括传统古法工艺、传统文化题材（如佛教、道教、民俗等）和自然万物（如蝴蝶、葫芦等）等，赋予了老铺黄金在产品上的独特禀赋与美学价值，也是长期差异化竞争力所在。

图64：文房一号是老铺创始人创立的文房文化品牌



资料来源：文房一号官网

图65：老铺黄金经典“葫芦”元素来自中国传统吉祥物



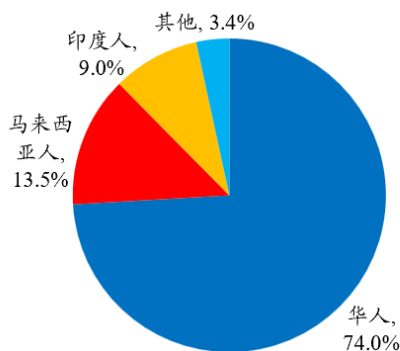
资料来源：老铺黄金天猫旗舰店

### 3.5、老铺黄金出海布局更深远的意义

#### 问题五：老铺黄金的海外布局，有什么更深远的意义？

老铺黄金品牌出海首站落地新加坡，有望打开海外市场新成长空间。近年古法黄金在新加坡兴起，或出于传统节日礼赠纪念需求、财富地位身份象征等因素，当地人民对黄金也同样热爱。展望出海布局，老铺黄金计划从具备黄金消费基础的东南亚起步，预计2025年在新加坡开设首家海外门店。我们认为，新加坡经济发达，华人数量众多（截至2024H1新加坡华人占比达74%），广大华人群体对中国文化的喜爱和认同，有望为老铺提供良好的客群基础和未来人群渗透空间。而公司前期开拓中国香港、中国澳门等市场已积累了丰富经验，未来以进入新加坡、日本东京等地为契机，有望提升老铺黄金品牌的国际化调性，并打开新的成长空间。

图66：2024H1 新加坡华人占比 74%，潜在客群基数大



数据来源：新加坡统计局、开源证券研究所

图67：老铺黄金香港门店开业火热，为出海提供范本



资料来源：小红书 APP

海外布局提升老铺品牌国际影响力，更深一层意义是推进国内高端商圈的区位升级。老铺黄金在海外门店布局，除开店本身的市场拓展和销售增加作用外，更重要的是国际化属性提升后，对老铺在国内商圈区位升级博弈的战略意义。目前国内商场的楼层品牌分布泾渭分明，老铺与其他传统黄金珠宝门店多位于负一层，而国际奢侈品和珠宝品牌牢牢占据一层优质位置，二者对高端消费人群的曝光度相差甚远。但从商圈方的品牌区位调整排布策略看，销售业绩仅仅是一个因素，更重要的还是品牌调性、匹配度和“邻居”认可度等，而现阶段国际大牌在商圈合作条款中仍处于优势地位。因此对老铺黄金而言，如果希望实现从负一层往一层的区位升级，仅靠销售业绩是不够的，需要依托品牌调性提升和国际影响力树立，才能扭转各方偏见，拿到真正理想的区位。届时，老铺黄金的更大销售潜力也有望释放。

图68：老铺黄金门店多位于地下一层或地上二层以上

|  |   |
|--|---|
| 北京老铺点钻东方新天地店 (老铺钻饰黄金独立门店)<br>北京王府井东方新天地UG层 | 北京DT51店<br>北京市朝阳区北苑路98号院DT51一层A1002号店铺    |
| 北京老铺点钻东方新天地店 (老铺钻饰黄金独立门店)<br>北京王府井东方新天地UG层 | 广州太古汇店<br>广州市天河区天河路383号广州太古汇商场裙楼地铁层M24号商铺 |
| 北京北京东方新天地会员中心<br>北京王府井东方新天地UG层AA06A&B      | 深圳万象城负一层店<br>深圳罗湖区桂园街道华润万象城B1层B51号        |
| 北京王府井中环店<br>北京市东城区王府井大街王府井中环东座 2层T0221号    | 深圳万象城负一层二店<br>深圳罗湖区桂园街道华润万象城B1层K816号      |
| 北京东方新天地店<br>北京王府井东方新天地UG层                  | 杭州万象城店<br>杭州市江干区富春路701号杭州万象城B1层B125号      |
| 杭州万象城L2层店<br>杭州市四季青街道富春路701号杭州万象城L2层C15号   | 南京德基广场一期店<br>南京市中山路18号德基广场一期三层L303        |

资料来源：老铺黄金公众号（注：仅展示部分门店）

图69：高端商场1楼多被国际奢侈品牌门店占据



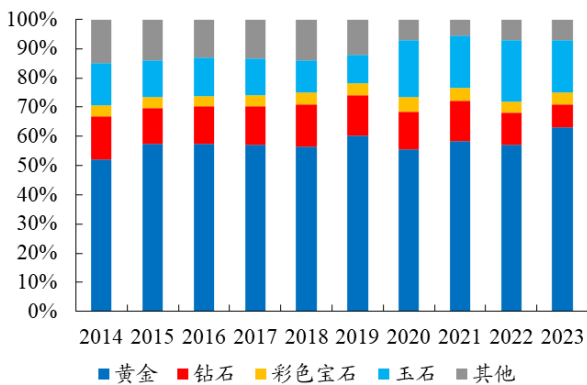
资料来源：环球网

### 3.6、从渗透+复购，看老铺黄金的增长空间

问题六：从渗透+复购的维度，如何看老铺黄金未来的增长空间？

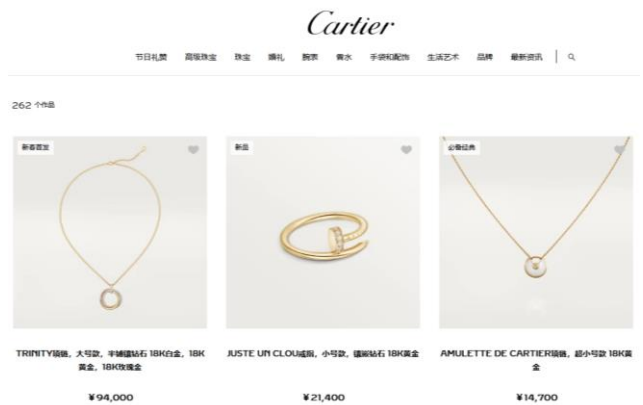
参考大众珠宝市场经验，高奢珠宝市场也存在黄金对非黄金产品的广阔替代空间。从大众珠宝市场的发展经验看，我国黄金珠宝行业分类市场规模中，黄金材质产品比例已提升至 63%（2023 年），规模远超钻石等非黄金材质产品，“黄金热”明显。但在高端珠宝市场，根据普华永道数据，2023 年我国奢侈品珠宝市场规模约 90 亿美元（对应超 600 亿元），由于此前缺乏高端黄金品牌的产品供给，因此市场份额基本被外资珠宝品牌及 K 金镶嵌品类垄断。我们认为，中国人的“黄金血脉”已经觉醒，叠加金价上涨带来的保值属性拉动，过去几年在大众珠宝市场发生的黄金对钻石替代趋势，也有望延续到高端市场。对高端黄金品牌而言，只要自身产品力、渠道力达标，那么无论是通过创造新需求或替代存量需求，均有可观的提升空间。

图70：2023 年我国黄金珠宝行业中黄金材质占 63%



数据来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、开源证券研究所

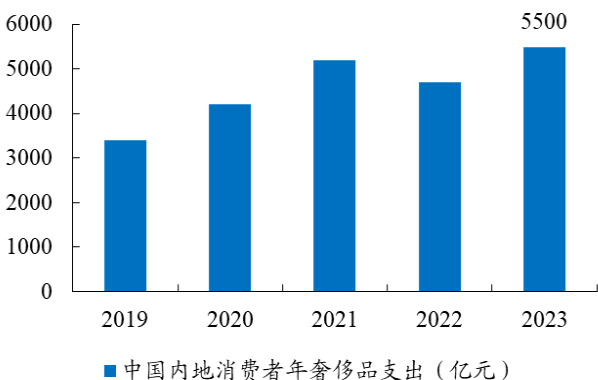
图71：我国奢侈品珠宝市场基本被外资珠宝品牌垄断



资料来源：卡地亚公司官网

老铺黄金的客群渗透对象，不止于奢侈品珠宝，还包括奢侈品整体。从部分头部商圈样本看，老铺黄金品牌客群不仅与奢侈品珠宝有重叠，更与奢侈品大类客群也有一定重叠度，原因是“黄金替代”和“国潮”趋势在整个奢侈品消费领域已普遍存在。那么从高端消费人群渗透的视角，根据胡润研究院数据，2023 年我国“高净值”家庭达 208 万户，而老铺黄金 2023 年有消费忠诚会员数量仅 9.3 万人，在高端客群渗透率还处于很低水平，未来随着品牌持续触达高端消费者，渗透率提升空间可观。

图72：我国奢侈品市场规模超过 5500 亿元，空间广阔



数据来源：腾讯营销洞察×BCG《中国奢侈品市场洞察报告》、开源证券研究所

图73：老铺黄金对高净值客群渗透率仍有较大提升空间

| 城市    | 千万资产“高净值家庭”数量 (比上年增加) |
|-------|-----------------------|
| 1 北京  | 299,000 (-7,000)      |
| 2 上海  | 264,900 (-6,100)      |
| 3 香港  | 209,500 (-5,500)      |
| 4 深圳  | 79,000 (-1,100)       |
| 5 广州  | 72,600 (-400)         |
| 6 杭州  | 52,900 (-200)         |
| 7 宁波  | 41,200 (-100)         |
| 8 台北  | 32,000 (-800)         |
| 9 佛山  | 31,700 (-200)         |
| 10 天津 | 27,400 (-200)         |
| 其他    | 972,800               |
| 总数    | 2,083,000             |

资料来源：胡润研究院

老铺黄金产品具备“社交属性”，消费者分享行为有助于品牌继续出圈、客群拓展。商品的社交属性往往建立在生活方式、兴趣爱好、情感价值等方面的共性基础之上，需要商品自带话题，表达消费者的个性、品味、身份等。老铺黄金产品具备高工艺、高颜值，能彰显购买者的审美品位；设计元素取自中国传统文化，其中蕴含的美好寓意自带话题，在注重情绪价值的当下，也能激起消费者的分享欲，社交属性突出。观察小红书等社媒平台上老铺黄金相关笔记，不难看出，消费者会因为购买老铺产品感到喜悦，主动在线上社交平台发帖分享，而来自其他老铺“同好”的回复反馈，也多以夸赞、羡慕为主，形成情绪价值的正向循环，进一步促进复购。

图74：老铺黄金在社交平台上品牌声量突出



资料来源：小红书 APP

图75：老铺黄金消费者乐于社媒分享、并得到正反馈



资料来源：小红书 APP

老铺黄金特色“首饰盒”赠品营销策略巧妙，“集邮”属性激发消费者复购收藏热情。“集邮”一词最初特指随邮票出现而兴起的一项收藏、欣赏、研究邮票的文化活动，其英文 Philately 的词根 Phil 意为“爱或喜欢”，所以“集邮”本质可以理解为消费者对心仪商品的持续购买与收藏。老铺黄金产品多以系列形式成体系迭代，能够满足消费者成套系收藏的心理，此外公司还推出了消费满一定金额赠送首饰盒的活动。对消费者而言，购物达标获得首饰盒、并用心仪产品逐步将首饰盒填满的过程，能带来非常大的成就感和分享后得到“同好”认同的归属感。此类正反馈，又会成为消费者进一步“集邮”的动力，从而带动老铺复购率、单客消费金额的长效提升。

图76：老铺黄金产品体系完善，部分元素可搭配成套



资料来源：老铺黄金天猫旗舰店

图77：消费者从填满老铺首饰盒中获得“集邮”乐趣



资料来源：小红书 APP

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

#### (一) 收入端假设：

(1) **门店数量**：公司采取全自营模式，一方面资金相对充足，可支撑门店扩张提速，另一方面，老铺黄金品牌已得到国内商圈高度认可，入驻新开商场或填补原有商场的的空出铺位，均没有太大障碍，因为结合公司公告的拓展计划，我们假设 2024-2026 年公司净开门店 6/7/7 家。

(2) **店均销售**：2024 年公司有望继续顺应消费潮流变化，同时稳步实现品牌升格，保持较快店均增速；但再往后看，随着门店销售基数增大、客群渗透率提升，以及金价和潮流消费趋势变化等因素，公司的店均销售增速可能逐步放缓正常行业水平，我们保守假设 2024-2026 年公司店均销售同比分别+111%/+12%/+8%。

(3) **线上渠道**：主要包括第三方电商平台、公司官方微信小程序等，考虑到公司采取全自营模式，线上渠道与线下渠道销售具有一定的一致性，目前公司线上渠道占比还较低，未来持续发力下，我们假设 2024-2026 年公司线上渠道收入同比分别+150%/+20%/+14%。

#### (二) 利润端假设：

我们认为公司已成功树立高端品牌调性，坚持精选渠道、打磨产品，有望保持较高溢价水平，同时在金价上涨时可灵活提价，保证销售毛利率稳定；费用方面，公司采取全自营模式，故租金、员工薪酬等会与门店数量有正向关联，但随着店均销售增长，规模效应凸显，预计 2024-2026 年公司整体期间费用率将有所下降，其中销售费用率与管理费用率变化相对明显。

**表4：预计公司营收在门店数量与店均销售双轮驱动下有望稳健增长**

| 老铺黄金（百万元） | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业总收入     | 3180   | 7789   | 10315 | 12972 |
| 同比增速      | 145.7% | 145.0% | 32.4% | 25.8% |
| 毛利率       | 41.9%  | 41.6%  | 41.6% | 41.6% |
| 1. 线下渠道销售 |        |        |       |       |
| 收入        | 2818   | 6886   | 9231  | 11737 |
| 同比增速      | 150.2% | 144.3% | 34.1% | 27.1% |
| 业务收入比例    | 88.6%  | 88.4%  | 89.5% | 90.5% |
| 毛利率       | 42.1%  | 41.8%  | 41.8% | 41.8% |
| 2. 线上渠道销售 |        |        |       |       |
| 收入        | 361    | 903    | 1083  | 1235  |
| 同比增速      | 115.0% | 150.0% | 20.0% | 14.0% |
| 业务收入比例    | 11.4%  | 11.6%  | 10.5% | 9.5%  |
| 毛利率       | 40.6%  | 40.0%  | 40.0% | 40.0% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测与估值

老铺黄金已成功树立中国古法金第一高端品牌形象，产品端兼具文化底蕴与审美价值，渠道端全自营模式巩固高端稀缺调性，竞争壁垒深厚；未来受益于国潮、黄金消费趋势，有望进一步实现在高端饰品领域对外资品牌和非黄金材质的替代。我们认为，公司深耕高景气高端中式黄金赛道，自身产品、渠道、品牌综合竞争力突出，未来稳步拓店（国内+国外）、单店店效仍有增长，叠加盈利能力在品牌调性加持下保持行业领先水平，未来有望持续成长。

我们选取了国内外奢侈品公司（除周大福、潘多拉定位轻奢外，其余均定位重奢），以及 A 股、港股市场中具备持续高增长动能的消费类公司作为可比公司，前者与老铺黄金商业模式和品牌调性相似，均是深耕高端消费领域，以品牌为核心价值，有望穿越周期；后者与老铺黄金的相似之处在于通过深耕高景气细分赛道，正处于品牌势能、渠道数量的高速增长期，值得给予较高估值水平。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 77.89/103.15/129.72 亿元，归母净利润为 12.81/17.99/23.05 亿元，对应 EPS 为 7.61/10.69/13.69 元，当前股价对应 PE 为 33.4/23.7/18.5 倍。奢侈品行业可比公司 2025 年平均估值水平为 PE23.3x，而高增长消费行业可比公司 2025 年平均估值为 PE26.7x，目前公司 2025 年估值水平接近可比公司。考虑到公司品牌调性突出，接近奢侈品的品牌定位在市场中具备一定稀缺性，且在当前较弱消费环境中仍逆势呈现亮眼增长，竞争壁垒和成长性较高，未来业绩增速有望持续领先于行业其他上市公司，因此我们认为当前估值具备性价比。

首次覆盖，给予“买入”评级。

**表5：公司高端品牌定位具备稀缺性，有望逆势保持较快成长，当前估值具备性价比**

| 证券代码    | 股票简称    | 评级  | 总市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(元) | 归母净利润 (亿元) |         |         | PE    |       |       | 归母净利润同比增速 |       |       |
|---------|---------|-----|-------------|------------|------------|---------|---------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|         |         |     |             |            | 2024E      | 2025E   | 2026E   | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E     | 2025E | 2026E |
| 0HV2.L  | 爱马仕国际   | 未评级 | 18741       | 17906.23   | 333.21     | 372.46  | 423.94  | 56.2  | 50.3  | 44.2  | 2.4%      | 11.8% | 13.8% |
| 0HAU.L  | LVMH 集团 | 未评级 | 23787       | 4793.62    | 1010.85    | 1064.75 | 1173.77 | 23.5  | 22.3  | 20.3  | -11.8%    | 5.3%  | 10.2% |
| 0QMU.L  | 瑞士历峰集团  | 未评级 | 5957        | 1125.11    | 254.71     | 290.23  | 333.77  | 23.4  | 20.5  | 17.8  | -11.6%    | 13.9% | 15.0% |
| 0IHL.L  | 开云集团    | 未评级 | 2082        | 1712.87    | 103.83     | 116.32  | 144.98  | 20.0  | 17.9  | 14.4  | -55.1%    | 12.0% | 24.6% |
| 0NQC.L  | 潘多拉     | 未评级 | 1075        | 1346.65    | 53.85      | 58.85   | 67.48   | 20.0  | 18.3  | 15.9  | 11.1%     | 9.3%  | 14.7% |
| 1929.HK | 周大福     | 买入  | 620         | 6.32       | 54.60      | 60.15   | 66.30   | 11.3  | 10.3  | 9.3   | -10.9%    | 10.2% | 10.2% |
|         | 行业平均    |     |             |            |            |         |         | 25.8  | 23.3  | 20.3  |           |       |       |
| 9992.HK | 泡泡玛特    | 买入  | 1050        | 79.70      | 27.00      | 35.93   | 45.35   | 38.9  | 29.2  | 23.1  | 149.5%    | 33.1% | 26.2% |
| 9896.HK | 名创优品    | 买入  | 559         | 45.57      | 27.29      | 33.85   | 41.58   | 20.5  | 16.5  | 13.4  | 54.3%     | 24.0% | 22.8% |
| 1318.HK | 毛戈平     | 未评级 | 256         | 53.16      | 9.14       | 12.13   | 15.30   | 28.0  | 21.1  | 16.7  | 38.1%     | 32.6% | 26.2% |
| 6969.HK | 思摩尔国际   | 未评级 | 760         | 12.54      | 15.05      | 18.91   | 24.39   | 50.5  | 40.2  | 31.2  | -8.5%     | 25.6% | 29.0% |
|         | 行业平均    |     |             |            |            |         |         | 34.4  | 26.7  | 21.1  |           |       |       |
| 6181.HK | 老铺黄金    | 买入  | 427         | 253.75     | 12.81      | 17.99   | 23.05   | 33.4  | 23.7  | 18.5  | 207.6%    | 40.5% | 28.1% |

数据来源：Wind、彭博、开源证券研究所（收盘日期为 2025/1/8，其中爱马仕国际、LVMH 集团、瑞士历峰集团、开云集团、潘多拉、毛戈平、思摩尔国际归母净利润采用 Wind、彭博一致预期预测数据，其余公司均采用开源证券研究所预测数据；2024E-2026E 对应周大福和瑞士历峰集团 FY2025-FY2027；2025 年 1 月 8 日港币兑人民币汇率=0.94259、欧元兑人民币汇率=7.5490、瑞士法郎兑人民币汇率=8.0437、丹麦克朗兑人民币汇率=102.29）

## 5、风险提示

**消费疲软：**受收入预期及经济形势影响，国内居民整体消费疲软，或造成黄金珠宝零售市场需求增长乏力；

**市场竞争加剧：**传统黄金珠宝品牌逐步布局高端消费领域，或加剧市场竞争，影响公司销售与盈利能力；

**渠道扩张不及预期：**受消费环境、业内竞争等因素影响，公司的门店开拓进程可能不及预期，影响规模增长。

**金价大幅下跌：**一方面影响消费者对黄金品类保值增值属性的认知，另一方面，公司产品一口价定价的模式，在金价下跌周期内的相对性价比会降低，有可能带来终端销售压力。

**附：财务预测摘要**

| 资产负债表(百万元)       | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 1,005 | 1,776 | 4,287 | 5,914 | 8,496 |
| 现金               | 60    | 70    | 746   | 1,353 | 1,547 |
| 应收账款             | 100   | 376   | 736   | 639   | 1,091 |
| 存货               | 807   | 1,268 | 2,688 | 3,788 | 5,677 |
| 其他流动资产           | 38    | 62    | 117   | 134   | 182   |
| <b>非流动资产</b>     | 286   | 383   | 453   | 499   | 512   |
| 固定资产及在建工程        | 53    | 58    | 59    | 61    | 64    |
| 无形资产及其他长期资产      | 234   | 325   | 395   | 438   | 449   |
| <b>资产总计</b>      | 1,291 | 2,159 | 4,740 | 6,412 | 9,009 |
| <b>流动负债</b>      | 291   | 474   | 824   | 697   | 988   |
| 短期借款             | 136   | 128   | 80    | (80)  | 80    |
| 应付账款             | 5     | 58    | 145   | 96    | 156   |
| 其他流动负债           | 150   | 289   | 600   | 681   | 752   |
| <b>非流动负债</b>     | 130   | 383   | 169   | 169   | 169   |
| 长期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债          | 130   | 383   | 169   | 169   | 169   |
| <b>负债合计</b>      | 422   | 643   | 993   | 866   | 1,157 |
| 股本               | 137   | 143   | 168   | 168   | 168   |
| 储备               | 731   | 1,371 | 3,577 | 5,376 | 7,681 |
| 归母所有者权益          | 870   | 1,515 | 3,747 | 5,546 | 7,851 |
| 少数股东权益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债和股东权益总计</b> | 1,291 | 2,159 | 4,740 | 6,412 | 9,009 |

| 现金流量表(百万元)     | 2022A | 2023A | 2024E   | 2025E | 2026E   |
|----------------|-------|-------|---------|-------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 148   | (29)  | (111)   | 848   | 87      |
| 税前利润           | 127   | 553   | 1,708   | 2,399 | 3,074   |
| 折旧和摊销          | 83    | 120   | 31      | 36    | 39      |
| 营运资本变动         | (47)  | (609) | (1,437) | (987) | (2,257) |
| 其他             | (14)  | (94)  | (412)   | (601) | (769)   |
| <b>投资活动现金流</b> | (35)  | (59)  | (100)   | (81)  | (52)    |
| 资本开支           | (35)  | (60)  | (101)   | (82)  | (53)    |
| 其他             | 0     | 0     | 1       | 1     | 1       |
| <b>融资活动现金流</b> | (79)  | 99    | 887     | (160) | 160     |
| 股权融资           | 0     | 222   | 951     | 0     | 0       |
| 银行借款           | (2)   | (11)  | 0       | 0     | 0       |
| 其他             | (77)  | (112) | (63)    | (160) | 160     |
| 汇率变动对现金的影响     | 0     | (1)   | 0       | 0     | 0       |
| <b>现金净增加额</b>  | 35    | 10    | 676     | 607   | 195     |
| <b>期末现金总额</b>  | 60    | 70    | 746     | 1,353 | 1,547   |

| 利润表(百万元)      | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>   | 1,294 | 3,180 | 7,789 | 10,315 | 12,972 |
| 营业成本          | 752   | 1,848 | 4,549 | 6,023  | 7,572  |
| 营业费用          | 297   | 579   | 1,215 | 1,566  | 1,935  |
| 管理费用          | 94    | 168   | 274   | 300    | 364    |
| 其他收入/费用       | 3     | 6     | 6     | 4      | 4      |
| <b>营业利润</b>   | 140   | 570   | 1,722 | 2,398  | 3,073  |
| 净财务收入/费用      | (17)  | (18)  | (16)  | 0      | 0      |
| 其他利润          | 3     | 2     | 1     | 1      | 1      |
| 除税前利润         | 127   | 553   | 1,708 | 2,399  | 3,074  |
| 所得税           | 32    | 137   | 427   | 600    | 768    |
| 少数股东损益        | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| <b>归母净利润</b>  | 95    | 416   | 1,281 | 1,799  | 2,305  |
| EBITDA        | 226   | 695   | 1,758 | 2,437  | 3,115  |
| <b>扣非后净利润</b> | 91    | 415   | 1,280 | 1,798  | 2,304  |
| EPS(港元)       | 0.70  | 3.10  | 8.07  | 11.34  | 14.53  |

| 主要财务比率         | 2022A  | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 营业收入(%)        | 2.3    | 145.6 | 144.9  | 32.4   | 25.8   |
| 营业利润(%)        | (13.0) | 306.6 | 202.4  | 39.2   | 28.1   |
| 归属于母公司净利润(%)   | (17.0) | 340.4 | 207.6  | 40.5   | 28.1   |
| <b>获利能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 41.9   | 41.9  | 41.6   | 41.6   | 41.6   |
| 净利率(%)         | 7.3    | 13.1  | 16.4   | 17.4   | 17.8   |
| ROE(%)         | 10.9   | 27.5  | 34.2   | 32.4   | 29.4   |
| ROIC(%)        | 10.6   | 26.3  | 33.9   | 32.9   | 29.1   |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 32.7   | 29.8  | 21.0   | 13.5   | 12.8   |
| 净负债比率(%)       | 23.7   | 15.0  | (13.3) | (22.8) | (16.5) |
| 流动比率           | 3.4    | 3.7   | 5.2    | 8.5    | 8.6    |
| 速动比率           | 0.7    | 1.1   | 1.9    | 3.0    | 2.9    |
| <b>营运能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 总资产周转率         | 1.1    | 1.8   | 2.3    | 1.8    | 1.7    |
| 应收账款周转率        | 12.6   | 13.3  | 14.0   | 15.0   | 15.0   |
| 应付账款周转率        | 123.4  | 58.9  | 45.0   | 50.0   | 60.0   |
| 存货周转率          | 1.0    | 1.8   | 2.3    | 1.9    | 1.6    |
| <b>每股指标(元)</b> |        |       |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.66   | 2.92  | 7.61   | 10.69  | 13.69  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 1.0    | -0.2  | -0.7   | 5.0    | 0.5    |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 6.1    | 10.6  | 22.3   | 32.9   | 46.6   |
| <b>估值比率</b>    |        |       |        |        |        |
| P/E            | 382.9  | 86.9  | 33.4   | 23.7   | 18.5   |
| P/B            | 41.6   | 23.9  | 11.4   | 7.7    | 5.4    |

数据来源：聚源、开源证券研究所



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn