

2025 年 02 月 16 日

投资评级：增持（维持）

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦
wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 13 日

收盘价（港元）	444.00
一年内最高/最低（港元）	470.00/60.95
总市值（百万港元）	74,754.81
流通市值（百万港元）	42,080.04
资产负债率（%）	24.57

资料来源：聚源数据

老铺黄金 (06181.HK)

——高端古法黄金龙头 旺季销售表现靓丽

投资要点：

- **金价急涨影响大众珠宝销售，高端黄金消费韧性较强。**根据上海黄金交易所披露，2024 年 Au9999 价格上涨 27%至 614.8 元/克，金价急涨或导致大众黄金珠宝销售偏弱，根据中国黄金协会官网数据，2024 年我国黄金消费量 985.31 吨，同比下降 9.58%。其中黄金首饰 532.02 吨，同比下降 24.69%；金条及金币 373.13 吨，同比增长 24.54%；工业及其他用金 80.16 吨，同比下降 4.12%。2024 年在整体黄金珠宝消费疲软的背景下，高端黄金珠宝消费韧性较强，主要原因系一方面高端黄金珠宝通常以一口价定价，其调价通常滞后于金价增速，满足消费者保值投资需求，另一方面，与大众珠宝消费者对比，高净值客户注重品牌势能与产品工艺，价格敏感度相对较低。
- **中国古法手工金器专业第一品牌，初具奢侈品基因。**公司致力于推出兼具文化、时尚属性及可展示高品质的产品，涵盖日常配饰、日用金器及摆件等，为中国黄金珠宝市场主要品牌中唯一专注设计、生产加工和销售古法黄金产品的品牌。根据弗若斯特沙利文，以 2023 年收入口径计，公司在中国古法黄金珠宝市场及黄金珠宝的市占率分别为 2.0%及 0.6%，2022-2023 年在中国所有黄金珠宝品牌中，公司单店销售额稳居首位。截至 24H1，老铺在全国排名前十高端百货中心入驻覆盖率居行业首位。近期公司销售表现强势，从跟踪渠道来看，春节为黄金珠宝销售旺季，北京 SKP 及上海豫园店排队情况火热，部分热销款式出现断货现象。
- **盈利预测与评级：**基于公司终端门店靓丽销售表现，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.3/19.4/26.2 亿元，同比增速分别为 194.8%/58.3%/35.0%，当前股价对应的 PE 分别为 24/15/11 倍，老铺作为古法黄金赛道的领军者，以优质的产品品质&差异化的外观设计&优质的门店服务持续打造高奢属性，我们认为公司当前初具奢侈品基因，看好公司未来或凭借差异化竞争优势持续提升市占率，维持“增持”评级。
- **风险提示：**黄金价格大幅波动风险；古法黄金行业竞争加剧风险；门店拓展不及预期风险

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,294.8	3,180.2	7,974.4	11,942.4	15,155.2
同比增长率（%）	2.3	145.6	150.8	49.8	26.9
归母净利润（百万元）	94.5	416.3	1,227.3	1,942.6	2,621.7
同比增长率（%）	-17.0	340.4	194.8	58.3	35.0
每股收益（元/股）	0.7	3.0	7.3	11.5	15.6
ROE（%）	10.9	27.5	34.3	35.2	32.2
市盈率（P/E）			24.0	15.2	11.2

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,180	7,974	11,942	15,155	货币资金	70	993	1,818	3,282
增长率	145.7%	150.8%	49.8%	26.9%	应收款项	438	709	995	1,263
营业成本	1,848	4,595	6,816	8,607	存货	1,268	2,553	3,787	5,021
%销售收入	58.1%	57.6%	57.1%	56.8%	其他流动资产	0	0	0	0
毛利	1,332	3,379	5,126	6,548	流动资产	1,776	4,254	6,600	9,565
%销售收入	41.9%	42.4%	42.9%	43.2%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	1	0	0	0	固定资产	58	87	110	129
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	255	201	171	155
销售费用	579	1,380	2,006	2,425	非流动资产	383	350	343	346
%销售收入	18.2%	17.3%	16.8%	16.0%	资产总计	2,159	4,604	6,943	9,911
管理费用	168	359	502	606	应付款项	58	64	95	120
%销售收入	5.3%	4.5%	4.2%	4.0%	短期借款	128	138	153	173
研发费用	11	24	36	45	其他流动负债	289	657	1,008	1,309
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	流动负债	474	858	1,255	1,601
财务费用	18	18	13	6	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.6%	0.2%	0.1%	0.0%	其他长期负债	169	169	169	169
息税前利润 (EBIT)	571	1,612	2,569	3,456	非流动负债	169	169	169	169
%销售收入	18.0%	20.2%	21.5%	22.8%	负债总计	643	1,027	1,424	1,770
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	1,515	3,576	5,519	8,140
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	0	0	0	0
除税前利润	553	1,594	2,556	3,450	负债股东权益合计	2,159	4,604	6,943	9,911
利润率	17.4%	20.0%	21.4%	22.8%					
所得税	137	367	613	828					
所得税率	24.8%	23.0%	24.0%	24.0%					
净利润 (含少数股东损益)	416	1,227	1,943	2,622					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属于母公司的净利润	416	1,227	1,943	2,622					
增长率	340.4%	194.8%	58.3%	35.0%					
净利率	13.1%	15.4%	16.3%	17.3%					

现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)					2023A				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	416	1,227	1,943	2,622	每股指标				
少数股东损益	0	0	0	0	每股收益	3.03	7.29	11.54	15.57
营运资金变动	-609	-1,181	-1,139	-1,175	每股净资产	9.00	21.24	32.78	48.35
其他变动	163	166	177	190	每股经营现金净流	-0.17	1.26	5.82	9.72
经营活动现金流量净额	-29	212	980	1,636	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-60	-120	-128	-135	回报率				
投资	0	0	0	0	净资产收益率	27.47%	34.32%	35.20%	32.21%
其他	0	7	-1	-1	总资产收益率	19.29%	26.66%	27.98%	26.45%
投资活动现金流量净额	-59	-113	-129	-136	投入资本收益率	26.15%	33.42%	34.43%	31.59%
股权募资	222	834	0	0	增长率				
债权募资	-11	10	15	20	营业收入增长率	145.67%	150.80%	49.76%	26.90%
其他	-112	-20	-40	-56	EBIT增长率	298.08%	182.20%	59.39%	34.50%
筹资活动现金流量净额	99	824	-25	-36	净利润增长率	340.40%	194.80%	58.29%	34.96%
现金净变动	10	923	825	1,464	总资产增长率	67.17%	113.29%	50.80%	42.74%

资产管理能力					偿债能力				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
应收账款周转天数	27.0	21.0	19.8	20.6	流动比率	3.75	4.96	5.26	5.97
存货周转天数	202.1	149.7	167.4	184.2	速动比率	1.07	1.98	2.24	2.84
应付账款周转天数	6.1	4.8	4.2	4.5	净负债/股东权益	3.82%	-23.91%	-30.18%	-38.19%
固定资产周转天数	6.2	3.3	3.0	2.8	EBIT利息保障倍数	31.6	80.7	63.5	61.6
					资产负债率	29.79%	22.32%	20.51%	17.86%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。