

公司发布股权激励计划，春节销售旺引领市场热度

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1294	3180	7147	11848	15923
同比(%)	2.34	145.67	124.78	65.77	34.40
归母净利润(百万元)	94.53	416.30	1,225.65	2,157.31	3,030.42
同比(%)	(16.99)	340.40	194.41	76.01	40.47
EPS-最新摊薄(元/股)	0.56	2.47	7.28	12.81	18.00
P/E(现价&最新摊薄)	751.74	170.70	57.98	32.94	23.45

投资要点

- 股权激励绑定核心团队，强化长期发展动能：**老铺黄金于2025年2月10日发布《2025年股份奖励计划》公告，拟通过向核心团队授予不超过947.75万股H股(占已发行H股的10%)，总规模达当前股本的5.63%。激励对象包括董事(独立非执行董事除外)、监事及核心员工，重点聚焦高绩效员工(上年度绩效需“优秀”)及关键岗位(如高级管理层、技术骨干)，覆盖广度与深度兼具。该计划旨在吸引、激励及保留核心人才，推动公司长期战略落地。
- 高端定位支撑价格弹性，2025年新一轮提价已陆续开始：**老铺黄金凭借古法黄金工艺与高端品牌定位，持续强化产品溢价能力。2024年四季度以来，金价持续走高，高端黄金消费韧性凸显，老铺黄金作为古法金龙头品牌，具备更强的议价权。与此同时，公司通过每年两次提价维持基本40%的毛利率，根据相关社交媒体消费者讨论显示，老铺黄金2025年第一次提价预计将在2月份陆续进行。
- 高净值人群追捧，社交媒体热度飙升，春节期间销售火爆：**春节期间，老铺黄金成为高净值消费者与年轻群体的热门选择，互联网平台涌现大量“晒单”内容。古法黄金的文化属性与保值特性契合节日送礼需求，足金镶嵌系列因兼具时尚与收藏价值备受青睐。品牌通过主题门店(如SKP、万象城店)营造高端购物体验，吸引消费者打卡分享，进一步扩大品牌声量。
- 加速布局高端商圈，门店优化推动单店效能增长：**2024年，老铺黄金延续全自营+高端商圈战略，截至2024年12月，共开设门店36家，其中，2024年新开设门店6家，焕新门店5家，主要覆盖一线及新一线城市核心商圈。2025年公司将继续延续募集计划，稳步推进高端重奢项目的门店拓展。
- 盈利预测与投资评级：**老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025年春节这一波销售亮眼超预期，近期公司发布了股权激励计划更彰显了长期信心，我们上调公司2024-2026年从10/13/16亿元至12.3/21.6/30.3亿元，对应2025-2026年PE为33/23倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**金价大幅波动、门店扩张不及预期

2025年02月17日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	449.00
一年最低/最高价	60.95/495.00
市净率(倍)	25.57
港股流通市值(百万港元)	42,553.91

基础数据

每股净资产(元)	17.56
资产负债率(%)	24.57
总股本(百万股)	168.37
流通股本(百万股)	94.77

相关研究

《老铺黄金(06181.HK): 2024H1 业绩点评：归母净利同比+199%，品牌势能释放同店大幅增长》

2024-09-01

《老铺黄金(06181.HK): 2024H1 业绩预告点评：净利润同比+180%~205%，高端古法金市场需求旺盛》

2024-07-31

1. 公司出台股权激励绑定核心团队，强化长期发展动能

公司发布 2025 年股权激励计划：老铺黄金于 2025 年 2 月 10 日发布《2025 年股份奖励计划》公告，拟通过向核心团队授予不超过 947.75 万股 H 股（占已发行 H 股的 10%），总规模达当前股本的 5.63%。激励对象包括董事（独立非执行董事除外）、监事及核心员工，重点聚焦高绩效员工（上年度绩效需“优秀”）及关键岗位（如高级管理层、技术骨干），覆盖广度与深度兼具。该计划旨在吸引、激励及保留核心人才，推动公司长期战略落地。

股权激励考核方向将涵盖销售业绩（收入）、财务指标（利润、现金流）及 ESG 维度（客户反馈、团队协作），推动业绩与可持续发展并重。

2. 高端定位支撑价格弹性，2025 年新一轮提价已陆续开始

老铺黄金专注于高端古法黄金首饰赛道，以国学、佛学为灵感源泉，设计独特且凝聚巧思，配备奢侈品级别的运营能力，推动品牌“出圈”。其产品蕴含的中国古典意象可以为消费者带来“情绪价值”，高超的设计及制作工艺也赢得了消费者的一致好评，品牌目前高于国内传统黄金珠宝品牌的定位以及接纳国际奢侈品品牌高净值客户的独特定位共同构建了老铺黄金独特的品牌价值和相当的稀缺性。

图1：老铺黄金足金黄金产品



数据来源：老铺黄金招股说明书、东吴证券研究所

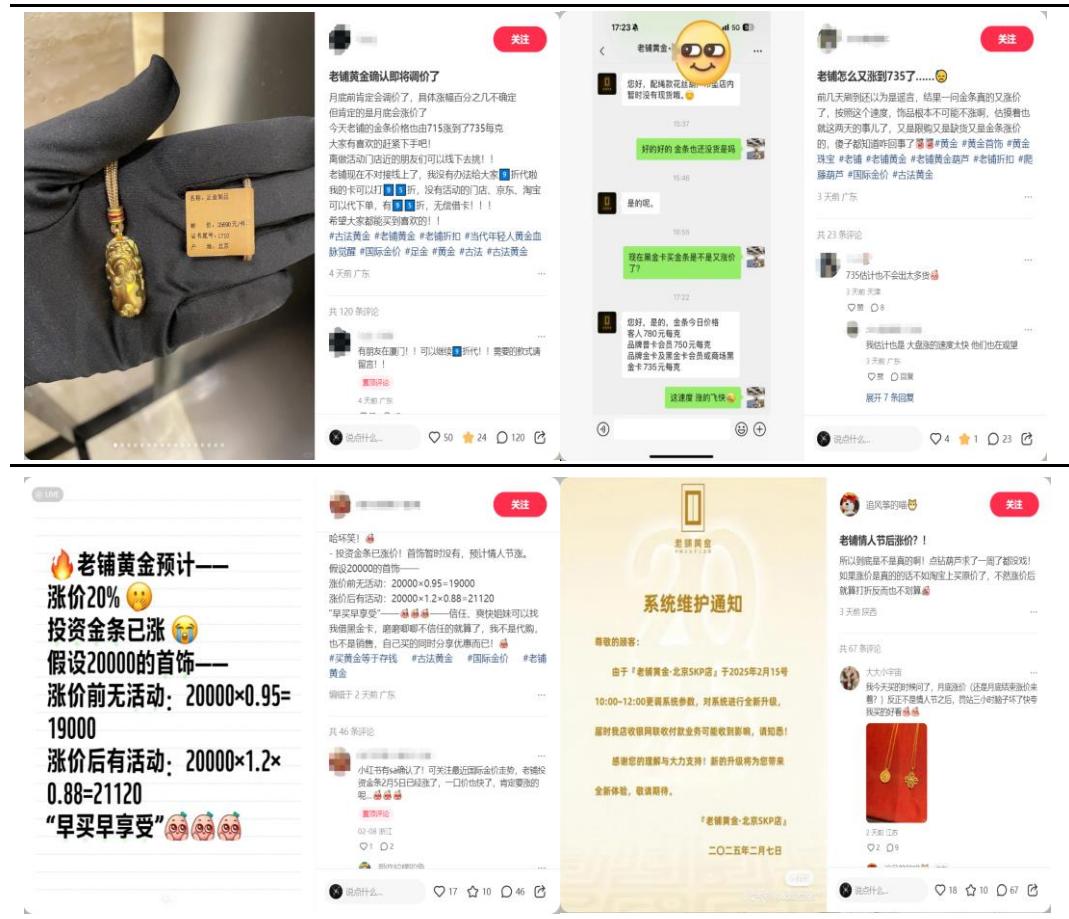
图2：老铺黄金足金镶嵌产品



数据来源：老铺黄金招股说明书、东吴证券研究所

金价持续上涨，公司每年维持 2 次提价策略。2024 年，老铺黄金分别于 3 月和 9 月进行涨价，且公司固定每年将会有两次调价，具体的调价时点比较灵活，通过调价，公司可以基本维持 40% 左右的毛利率水平，凸显其消费品属性而非黄金本身价值，以及公司高端品牌定位和消费者对其产品的高认可度，以及市场需求的旺盛态势。根据小红书显示，2025 年的第一轮提价已经在消费者的讨论中。根据部分消费者反映，部分投资金条和金币等产品已经涨价完毕，饰品类调价或也在推进中。

图3：社交媒体关于老铺黄金提价的讨论



数据来源：小红书、东吴证券研究所

3. 老铺黄金持续破圈中，社交媒体热度高，春节期间销售火爆

老铺消费破圈中，高净值人群客户需求旺盛。根据胡润研究院发布的《2024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。这表明老铺黄金在高净值人群中的认可度和影响力不断提升。高净值人群对于品牌的品质、设计以及文化内涵有着更高的要求，老铺黄金凭借其独特的古法黄金工艺和高端的品牌定位，成功吸引了这部分消费者的关注和购买。

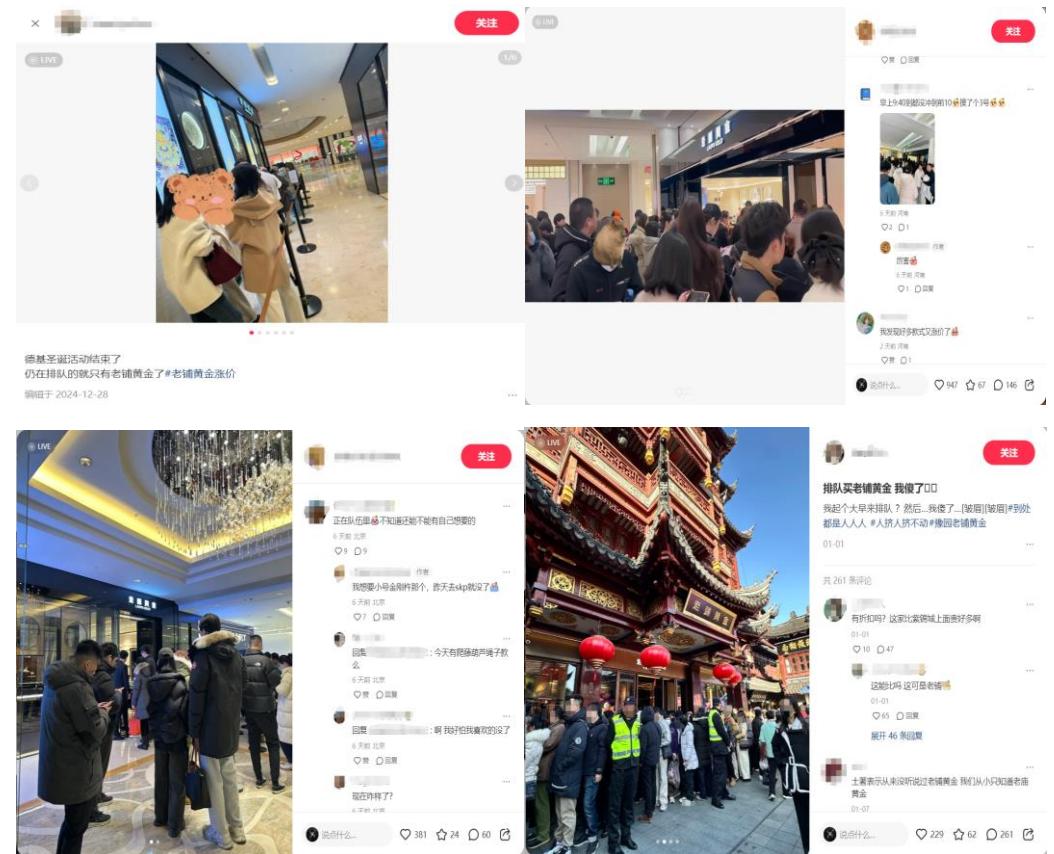
图4：2024年胡润——高净值人群最青睐的10大珠宝品牌

最青睐的珠宝			Best Jewelry
1	-	宝格丽	HURUN 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	*	戴比尔斯	De Beers
10	-	老铺黄金	LAOPU GOLD

数据来源：2024 胡润至尚优品、东吴证券研究所

老铺黄金在社交媒体上的热度也在不断攀升。在小红书等社交平台上，老铺黄金的相关话题引发了广泛热议，许多消费者分享了自己在老铺黄金门店的购物体验和产品展示。这种社交媒体的传播效应不仅提高了品牌的知名度，还吸引了更多的潜在消费者前往门店购买。

图5：春节期间老铺黄金热销情况和社交媒体讨论



数据来源：小红书、东吴证券研究所

2025年春节期间，老铺黄金的销售表现异常火爆。据中国黄金协会数据，2025年春节期间，全国黄金消费同比上涨13%。老铺黄金凭借其高端的品牌形象和独特的产品设计，成功吸引了大量消费者。全国多个老铺黄金的门店均排起了长队，不仅体现了消

费者对老铺黄金的喜爱，也反映了品牌在市场上的强劲竞争力。

4. 加速布局高端商圈，同店销售持续高增

老铺黄金的门店主要分布于高线城市的核心商业综合体。截至 2024 年 12 月，老铺黄金现有门店 36 家，覆盖全国 15 个城市，以自营模式经营。老铺黄金通过精选渠道区位，坚持布局高端购物中心，一方面利用商圈名气为自身品牌调性作背书，另一方面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1：老铺黄金 2024 年新开店面一览表

开店时间	城市	所在商圈	楼层及位置	类型
2024.01.19	北京	国贸商城	一层	新开设
2024.03.31	香港	尖沙咀	广东道	新开设
2024.05.25	天津	万象城	一层	新开设
2024.07.13	武汉	SKP	一层	新开设
2024.08.03	郑州	丹尼斯·大卫城	二层	新开设
2024.12.14	香港	海港城	二层	新开设

数据来源：老铺黄金官方微博、东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025 年春节这一波销售亮眼超预期，近期公司发布了股权激励计划更彰显了长期信心，我们上调公司 2024-2026 年从 10/ 13/16 亿元至 12.3/21.6/30.3 亿元，对应 2025-2026 年 PE 为 36/26 倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

金价大幅波动：金价急速上涨会对黄金珠宝的终端动销产生负面影响，从而进一步影响上市公司收入和利润率。

门店扩张不及预期：新店选址、审批或运营效率若低于预期，将拖慢渠道扩张节奏，制约收入增长。

老铺黄金三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,775.84	4,209.69	6,857.25	10,308.63	营业总收入	3,179.56	7,147.09	11,847.51	15,923.00
现金及现金等价物	69.84	659.97	1,167.16	2,922.13	营业成本	1,847.61	4,216.78	6,990.03	9,394.57
应收账款及票据	376.33	595.59	987.29	1,326.92	销售费用	579.35	1,000.59	1,540.18	1,910.76
存货	1,267.93	2,811.19	4,465.85	5,741.13	管理费用	167.57	250.15	379.12	477.69
其他流动资产	61.74	142.94	236.95	318.46	研发费用	10.72	28.59	47.39	63.69
非流动资产	382.71	410.42	445.91	482.38	其他费用	5.32	14.29	23.70	31.85
固定资产	57.55	50.68	43.16	36.26	经营利润	569.60	1,636.68	2,867.10	4,044.44
商誉及无形资产	255.10	297.75	340.77	384.14	利息收入	0.35	1.40	13.20	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	18.08	2.56	2.56	2.56
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	1.60	(1.33)	(1.33)	(1.33)
其他非流动资产	70.07	61.99	61.99	61.99	利润总额	553.47	1,634.20	2,876.41	4,040.56
资产总计	2,158.55	4,620.11	7,303.16	10,791.01	所得税	137.17	408.55	719.10	1,010.14
流动负债	474.14	914.13	1,431.31	1,879.73	净利润	416.30	1,225.65	2,157.31	3,030.42
短期借款	127.75	127.75	127.75	127.75	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	57.66	128.85	213.58	287.06	归属母公司净利润	416.30	1,225.65	2,157.31	3,030.42
其他	288.73	657.53	1,089.97	1,464.92	EBIT	571.20	1,635.35	2,865.77	4,043.11
非流动负债	168.99	177.44	186.31	195.62	EBITDA	654.42	1,654.57	2,885.27	4,061.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	168.99	177.44	186.31	195.62					
负债合计	643.13	1,091.57	1,617.62	2,075.35					
股本	142.64	162.09	162.09	162.09	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	2.47	7.28	12.81	18.00
归属母公司股东权益	1,515.42	3,528.54	5,685.55	8,715.66	每股净资产(元)	9.00	20.96	33.77	51.77
负债和股东权益	2,158.55	4,620.11	7,303.16	10,791.01	发行在外股份(百万股)	168.37	168.37	168.37	168.37
					ROIC(%)	32.44	46.29	45.39	41.38
					ROE(%)	27.47	34.74	37.94	34.77
					毛利率(%)	41.89	41.00	41.00	41.00
					销售净利率(%)	13.09	17.15	18.21	19.03
					资产负债率(%)	29.79	23.63	22.15	19.23
					收入增长率(%)	145.67	124.78	65.77	34.40
					净利润增长率(%)	340.40	194.41	76.01	40.47
					P/E	170.70	57.98	32.94	23.45
					P/B	46.89	20.14	12.50	8.15
					EV/EBITDA	0.09	42.63	24.27	16.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年2月17日的0.94,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>