

老铺黄金 (06181.HK)

买入 (维持评级)

24 年业绩亮眼兑现，看好高端定位的 成长性和稀缺性

事件

- 公司 3.31 日公告 24 年业绩，24 年收入 85 亿元、同比 +167.5%，H1/H2 分别同比 +148%/+183%；年内利润 14.73 亿元（靠近此前业绩预告上限）、同比 +254%，H1/H2 分别同比 +199%/+303%。每股股息 6.35 元，分红率约 73%。

经营分析

- 24 年业绩靓丽增长主要系产品&门店&品牌势能释放，持续破圈。1) 品牌影响力持续扩大，同店收入同增 120.9%+，24 年在单个商场平均销售业绩约 3.28 亿元，据沙利文，2024 年公司中国内地的单个商场平均收入、坪效在所有国际、国内珠宝品牌中均排名第一；2) 持续优化、推新及迭代产品；3) 新开&扩容门店贡献增量，新增 7 家（截至 24 年底共拥有 36 家直营门店），其中优化及扩容 4 家门店；4) 24 年忠诚会员 35 万名，较 23 年增长 15 万名。
- 分渠道，24 年门店收入 74.5 亿元、同比 +164%、占比 87.6%，H1/H2 分别同比 +150%/+176%；线上收入 10.55 亿元、同比 +192%、占比 12.4%，H1/H2 分别同比 +139%/+237%。
- 金价上涨背景下毛利率下降可控，费用端持续优化，盈利能力提升。公司产品一口价定价、每年调价 2-3 次，虽相对金价变动滞后，我们预计更高毛利镶嵌类产品占比提升平滑毛利率波动，24 年毛利率 41.2%、同比 -0.7PCT；销售费用率同比 -3.7PCT 至 14.5%，管理费用率同比 -2.1PCT 至 3.2%，净利率同比 +4.2PCT 至 17.3%（其中 H2 净利率 17.7%、环比 +1PCT）。
- 坚持高端定位，持续夯实品牌力。渠道端，国内加速核心高端商圈入驻，老店扩容&优化位置，店效提升&拓店仍具备可观空间，海外新加坡、日本店今年望落地；产品端，董事长作为首席设计师，产品锚定经典文化&古法工艺，设计具备壁垒；客群端，成立高客管理部门，提供更好体验，产品与渠道差异化定位助力持续破圈。

盈利预测、估值与评级

- 考虑 Q1 终端动销持续超预期，品牌势能加速向上，上调盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 31.5/46.3/61.8 亿元（25-26 年原值 21.3/28 亿元）、同增 114%/47%/33%，对应 PE 43/29/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 金价大幅波动；开店/同店动销不及预期；行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

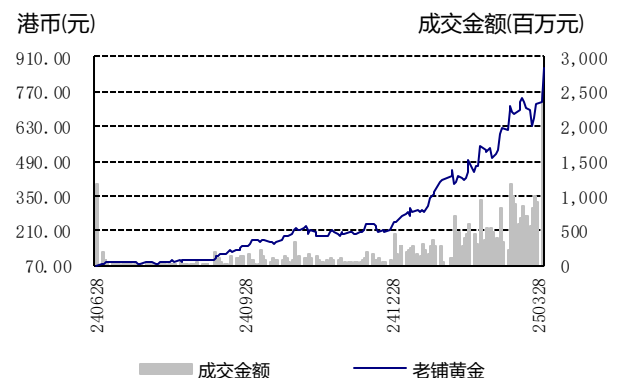
分析师：周舒怡（执业 S1130524120002）

zhoushuyi@gjzq.com.cn

市价（港币）：868.000 元

相关报告：

- 《老铺黄金点评：24 年业绩预告超预期，品牌势能加速向上》，2025.2.21
- 《ROE 解析系列-老铺黄金：产品驱动型古法黄金引领者，高定位、...》，2024.8.11



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,180	8,506	16,916	24,937	33,510
营业收入增长率	145.67%	167.51%	98.88%	47.42%	34.38%
归母净利润(百万元)	416	1,473	3,152	4,638	6,181
归母净利润增长率	340.40%	253.86%	113.95%	47.14%	33.28%
摊薄每股收益(元)	2.47	8.75	18.72	27.54	36.71
每股经营性现金流净额	-0.17	-	12.73	12.28	20.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.47%	37.58%	44.57%	39.60%	34.55%
P/E	0.00	25.76	43.33	29.45	22.09
P/B	0.00	9.68	19.31	11.66	7.63

来源：公司年报、国金证券研究所（注：1）股价更新至 2025 年 4 月 1 日；2）汇率取 1 港币=0.9344 人民币）

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,294	3,180	8,506	16,916	24,937	33,510	货币资金	60	70	733	2,806	4,805	8,141
增长率	2.3%	145.7%	167.5%	98.9%	47.4%	34.4%	应收账款	138	438	1,013	1,278	1,884	2,532
主营业务成本	752	1,848	5,004	9,803	14,630	19,938	存货	807	1,268	4,088	5,446	8,128	11,077
%销售收入	58.1%	58.1%	58.8%	58.0%	58.7%	59.5%	其他流动资产	0	0	0	0	0	0
毛利	542	1,332	3,501	7,112	10,307	13,571	流动资产	1,005	1,776	5,833	9,531	14,817	21,750
%销售收入	41.9%	41.9%	41.2%	42.0%	41.3%	40.5%	%总资产	77.8%	82.3%	92.1%	94.4%	95.9%	97.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	53	58	113	132	150	120
销售费用	297	579	1,237	2,368	3,391	4,423	%总资产	4.1%	2.7%	1.8%	1.3%	1.0%	0.5%
%销售收入	23.0%	18.2%	14.5%	14.0%	13.6%	13.2%	无形资产	199	255	305	350	395	440
管理费用	94	168	272	507	698	871	非流动资产	286	383	503	567	631	646
%销售收入	7.3%	5.3%	3.2%	3.0%	2.8%	2.6%	%总资产	22.2%	17.7%	7.9%	5.6%	4.1%	2.9%
研发费用	9	11	19	34	50	67	资产总计	1,291	2,159	6,337	10,098	15,447	22,396
%销售收入	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	136	128	1,373	1,373	1,373	1,373
息税前利润 (EBIT)	143	571	1,977	4,195	6,155	8,193	应付款项	5	58	228	436	650	886
%销售收入	11.1%	18.0%	23.2%	24.8%	24.7%	24.5%	其他流动负债	150	289	647	1,049	1,546	2,078
财务费用	17	18	30	-7	-28	-48	流动负债	291	474	2,249	2,858	3,570	4,337
%销售收入	1.3%	0.6%	0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	130	169	168	168	168	168
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	422	643	2,416	3,026	3,738	4,505
营业利润	140	570	1,973	4,195	6,155	8,193	普通股股东权益	870	1,515	3,920	7,072	11,710	17,890
营业利润率	10.8%	17.9%	23.2%	24.8%	24.7%	24.5%	其中：股本	137	143	168	168	168	168
营业外收支							未分配利润	731	1,371	3,752	6,904	11,541	17,722
税前利润	127	553	1,947	4,202	6,183	8,241	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
利润率	9.8%	17.4%	22.9%	24.8%	24.8%	24.6%	负债股东权益合计	1,291	2,159	6,337	10,098	15,447	22,396
所得税	32	137	473	1,051	1,546	2,060	比率分析						
%税率	25.4%	24.8%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	95	416	1,473	3,152	4,638	6,181	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.69	3.03	9.47	18.72	27.54	36.71
归属于母公司的净利润	95	416	1,473	3,152	4,638	6,181	每股净资产	5.16	9.00	23.28	42.00	69.55	106.26
净利率	7.3%	13.1%	17.3%	18.6%	18.6%	18.4%	每股经营现金净流	0.88	-0.17	0.00	12.73	12.28	20.23
							每股股利	0.00	0.00	6.35	0.00	0.00	0.00
现金流量表(人民币 百万)							回报率						
							净资产收益率	10.87%	27.47%	37.58%	44.57%	39.60%	34.55%
							总资产收益率	7.32%	19.29%	23.25%	31.21%	30.02%	27.60%
							投入资本收益率	10.64%	26.15%	28.26%	37.25%	35.29%	31.90%
							增长率						
							主营业务收入增长率	2.34%	145.67%	167.51%	98.88%	47.42%	34.38%
							EBIT 增长率	-13.39%	298.08%	246.11%	112.19%	46.73%	33.11%
							净利润增长率	-16.99%	340.40%	253.86%	113.95%	47.14%	33.28%
							总资产增长率	10.46%	67.17%	193.57%	59.35%	52.98%	44.98%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	28.5	27.0	24.9	18.5	16.8	17.4
							存货周转天数	377.5	202.1	192.6	175.1	167.0	173.4
							应付账款周转天数	2.9	6.1	10.3	12.2	13.4	13.9
							固定资产周转天数	13.9	6.2	3.6	2.6	2.0	1.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	23.71%	14.97%	20.63%	-17.89%	-27.87%	-36.89%
							EBIT 利息保障倍数	8.5	31.6	65.0	—	—	—
							资产负债率	32.65%	29.79%	38.13%	29.96%	24.20%	20.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担任何法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806