

2025 年 04 月 02 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 04 月 01 日
收盘价（港元）	868.00
一年内最高/最低（港元）	868.00/60.95
总市值（百万港元）	146,142.30
流通市值（百万港元）	82,264.58
资产负债率（%）	38.13

资料来源：聚源数据

老铺黄金(06181.HK)

——24 年业绩表现亮眼 同店营收持续高增

投资要点：

- **24 年营收及净利润表现亮眼。**公司发布 2024 年年报，24 年实现营收 85.1 亿元，同比增长 167.5%，净利润 14.7 亿元，同比增长 253.9%，其中 24H2 净利润 8.9 亿元，同比增长 303.2%。净利润表现亮眼，净利润大幅增长的原因拆分为三点：1）品牌影响力持续扩大形成的市场显著优势，带来存量店铺整体收入（涵盖线上线下全渠道）的大幅增长；2）产品的持续优化、推新及迭代，促进营收的持续增长；3）2024 年公司新增 7 家门店、优化及扩容 4 家门店，贡献增量收入。
- **单个商场平均收入及坪效均位列内地珠宝品牌首位，同店营收持续高增。**24 年公司在单个商场平均实现营收 3.28 亿元，同期忠诚会员数量达 35 万名，较 23 年增长 15 万名，根据弗若斯特沙利文，24 年所有知名珠宝品牌（含国际及国内珠宝品牌）中，公司在中国内地的单个商场平均收入及坪效均位列首位。品牌势能的持续扩大推动公司 24 年同店收入增长超 120.9%。
- **24 年新增 7 家门店、优化及扩容 4 家门店，公司渠道拓展能力优越。**公司一方面凭借存量门店在各大优质商圈实现现象级客流量及高坪效，进一步助力公司对已有门店的面积及位置进行有效优化，另一方面，基于稀缺品牌调性，公司渠道拓展能力优越，在准入要求严格的知名优质商圈持续拓展新店。截至 2024 年 12 月 31 日，公司在 15 个城市共开设 36 家自营门店，位于涵盖 SKP 系（5 家）和万象城系（11 家）在内的具有严格准入要求的 26 家知名商业中心，较 2023 年同期比较，新增 7 家门店、优化及扩容 4 家门店，其中优化及扩容位置门店包括杭州万象城店（扩容）、广州太古汇店（扩容）、武汉世贸广场店（位置优化及扩容）、成都 IFS 店（位置优化及扩容）。
- **盈利水平显著提升，期间费率全面优化。**24 年公司毛利率/净利率分别同比+0.7/4.2pct 至 41.2%/17.3%，净利率水平显著提升。期间费用方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比-3.7/-2.1/-0.1pct 至 14.5%/3.2%/0.2%，销售费率明显收窄。
- **盈利预测与评级：**基于公司终端门店靓丽销售表现，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 35.0/53.0/71.9 亿元，同比增速分别为 137.4%/51.7%/35.6%，当前股价对应的 PE 分别为 39/25/19 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）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,180.2	8,505.6	19,586.4	28,400.9	36,924.8
同比增长率（%）	145.6	167.5	130.3	45.0	30.0
归母净利润（百万元）	416.3	1,473.1	3,496.9	5,303.1	7,189.8
同比增长率（%）	340.4	253.9	137.4	51.7	35.6
每股收益（元/股）	3.0	9.5	20.8	31.5	42.7
ROE（%）	27.5	37.6	47.1	41.7%	36.1
市盈率（P/E）		23.5	38.6	25.4	18.8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测（注：汇率计算口径为 1 港币对 0.9226 人民币）

附录：财务预测摘要

损益表				单位：人民币(百万)				资产负债表				单位：人民币(百万)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
营业收入	19,586	28,401	36,925	营业收入	19,586	28,401	36,925	货币资金	2,660	5,898	11,373	货币资金	2,660	5,898	11,373
增长率	130.3%	45.0%	30.0%	增长率	130.3%	45.0%	30.0%	应收款项	2,044	2,884	3,647	应收款项	2,044	2,884	3,647
营业成本	11,517	16,643	21,564	营业成本	11,517	16,643	21,564	存货	5,758	7,859	9,584	存货	5,758	7,859	9,584
%销售收入	58.8%	58.6%	58.4%	%销售收入	58.8%	58.6%	58.4%	其他流动资产	0	0	0	其他流动资产	0	0	0
毛利	8,070	11,758	15,361	毛利	8,070	11,758	15,361	流动资产	10,462	16,642	24,604	流动资产	10,462	16,642	24,604
%销售收入	41.2%	41.4%	41.6%	%销售收入	41.2%	41.4%	41.6%	权益性投资	0	0	0	权益性投资	0	0	0
其他收入	0	0	0	其他收入	0	0	0	固定资产	136	155	190	固定资产	136	155	190
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	312	331	369	无形资产	312	331	369
销售费用	2,742	3,834	4,874	销售费用	2,742	3,834	4,874	非流动资产	534	571	644	非流动资产	534	571	644
%销售收入	14.0%	13.5%	13.2%	%销售收入	14.0%	13.5%	13.2%	资产总计	10,995	17,213	25,249	资产总计	10,995	17,213	25,249
管理费用	607	824	997	管理费用	607	824	997	应付款项	480	647	779	应付款项	480	647	779
%销售收入	3.1%	2.9%	2.7%	%销售收入	3.1%	2.9%	2.7%	短期借款	1,473	1,593	1,733	短期借款	1,473	1,593	1,733
研发费用	49	85	126	研发费用	49	85	126	其他流动负债	1,457	2,084	2,659	其他流动负债	1,457	2,084	2,659
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	流动负债	3,410	4,325	5,171	流动负债	3,410	4,325	5,171
财务费用	68	34	-100	财务费用	68	34	-100	长期债务	0	0	0	长期债务	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.1%	-0.3%	%销售收入	0.3%	0.1%	-0.3%	其他长期负债	168	168	168	其他长期负债	168	168	168
息税前利润 (EBIT)	4,669	7,012	9,360	息税前利润 (EBIT)	4,669	7,012	9,360	非流动负债	168	168	168	非流动负债	168	168	168
%销售收入	23.8%	24.7%	25.4%	%销售收入	23.8%	24.7%	25.4%	负债总计	3,578	4,493	5,339	负债总计	3,578	4,493	5,339
投资收益	0	0	0	投资收益	0	0	0	归属母公司股东权益	7,417	12,720	19,910	归属母公司股东权益	7,417	12,720	19,910
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	0	0	0	少数股东权益	0	0	0
除税前利润	4,601	6,978	9,460	除税前利润	4,601	6,978	9,460	负债股东权益合计	10,995	17,213	25,249	负债股东权益合计	10,995	17,213	25,249
利润率	23.5%	24.6%	25.6%	利润率	23.5%	24.6%	25.6%								
所得税	1,104	1,675	2,270	所得税	1,104	1,675	2,270								
所得税率	24.0%	24.0%	24.0%	所得税率	24.0%	24.0%	24.0%								
净利润 (含少数股东损益)	3,497	5,303	7,190	净利润 (含少数股东损益)	3,497	5,303	7,190								
少数股东损益	0	0	0	少数股东损益	0	0	0								
归属于母公司的净利润	3,497	5,303	7,190	归属于母公司的净利润	3,497	5,303	7,190								
增长率	137.4%	51.7%	35.6%	增长率	137.4%	51.7%	35.6%								
净利率	17.9%	18.7%	19.5%	净利率	17.9%	18.7%	19.5%								

现金流量表				单位：人民币(百万)				比率分析				单位：人民币(百万)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
净利润	3,497	5,303	7,190	净利润	3,497	5,303	7,190	每股指标				每股指标			
少数股东损益	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	每股收益	20.77	31.50	42.70	每股收益	20.77	31.50	42.70
营运资金变动	-1,640	-2,147	-1,782	营运资金变动	-1,640	-2,147	-1,782	每股净资产	44.05	75.55	118.25	每股净资产	44.05	75.55	118.25
其他变动	223	240	169	其他变动	223	240	169	每股经营现金净流	12.36	20.17	33.13	每股经营现金净流	12.36	20.17	33.13
经营活动现金流量净额	2,080	3,396	5,577	经营活动现金流量净额	2,080	3,396	5,577	每股股利	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.00	0.00	0.00
资本开支	-165	-170	-180	资本开支	-165	-170	-180	回报率				回报率			
投资	0	0	0	投资	0	0	0	净资产收益率	47.15%	41.69%	36.11%	净资产收益率	47.15%	41.69%	36.11%
其他	0	0	0	其他	0	0	0	总资产收益率	31.80%	30.81%	28.48%	总资产收益率	31.80%	30.81%	28.48%
投资活动现金流量净额	-165	-170	-180	投资活动现金流量净额	-165	-170	-180	投入资本收益率	39.92%	37.23%	32.87%	投入资本收益率	39.92%	37.23%	32.87%
股权募资	0	0	0	股权募资	0	0	0	增长率				增长率			
债权募资	100	120	140	债权募资	100	120	140	营业收入增长率	130.28%	45.00%	30.01%	营业收入增长率	130.28%	45.00%	30.01%
其他	-88	-108	-62	其他	-88	-108	-62	EBIT增长率	136.19%	50.17%	33.49%	EBIT增长率	136.19%	50.17%	33.49%
筹资活动现金流量净额	12	12	78	筹资活动现金流量净额	12	12	78	净利润增长率	137.38%	51.65%	35.58%	净利润增长率	137.38%	51.65%	35.58%
现金净变动	1,927	3,238	5,475	现金净变动	1,927	3,238	5,475	总资产增长率	73.52%	56.55%	46.68%	总资产增长率	73.52%	56.55%	46.68%

资产管理能力				单位：人民币(百万)				偿债能力				单位：人民币(百万)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
应收账款周转天数	22.4	24.8	25.2	应收账款周转天数	22.4	24.8	25.2	流动比率	3.07	3.85	4.76	流动比率	3.07	3.85	4.76
存货周转天数	153.9	147.3	145.6	存货周转天数	153.9	147.3	145.6	速动比率	1.38	2.03	2.90	速动比率	1.38	2.03	2.90
应付账款周转天数	11.1	12.2	11.9	应付账款周转天数	11.1	12.2	11.9	净负债/股东权益	-15.99%	-33.84%	-48.42%	净负债/股东权益	-15.99%	-33.84%	-48.42%
固定资产周转天数	2.3	1.8	1.7	固定资产周转天数	2.3	1.8	1.7	EBIT利息保障倍数	52.8	65.2	150.1	EBIT利息保障倍数	52.8	65.2	150.1
								资产负债率	32.54%	26.10%	21.14%	资产负债率	32.54%	26.10%	21.14%

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）。