

品牌势能持续释放，古法黄金市场未来可期

2025 年 04 月 03 日

➤ **事件：老铺黄金发布 2024 年业绩公告。** 24 年公司实现销售业绩 97.95 亿元(yoy+166.4%); 实现营收 85.06 亿元 (yoy+167.5%) ; 实现净利润 14.73 亿元 (yoy+253.9%) 。

➤ **品牌快速破圈，24 年营收同比+167.5%，引领古法黄金市场新风潮。** 2024 年，老铺黄金实现收入 85.06 亿元，同比+167.5%，24H2 营收 49.85 亿元，同比+182.9%。分产品/服务收入来看：**1) 足金产品**，24 年销售业绩为 97.87 亿元，同比+166.5%；收入为 84.99 亿元，同比+167.7%。24H2 实现收入 49.80 亿元，同比+182.8%。**2) 其他产品及服务**，24 年销售业绩为 0.08 亿元，同比+53.11%；实现营收 0.07 亿元，同比+52.2%；24H2 实现营收 0.06 亿元，同比+521.82%。分销售渠道来看：**1) 门店**，24 年销售业绩为 85.35 亿元，同比+162.86%；收入为 74.50 亿元，同比+164.3%。24H2 实现收入 43.22 亿元，同比+176.17%。**2) 线上平台**，24 年销售业绩为 12.60 亿元，同比+192.82%；收入为 10.55 亿元，同比+192.2%。24H2 实现收入 6.64 亿元，同比+236.58%。

➤ **24 年毛利率基本稳定为 41.16%，净利率同比+4.23pct。** 24 年公司实现毛利 35.01 亿元，对应毛利率为 41.16%，同比-0.73pct；24H2 毛利率为 41.05%，同比-1.03pct。费用率方面：24 年公司销售费用率为 14.54%，同比-3.68pct，主要系门店及销售团队扩张销售收入和员工薪酬增加所致；管理费用率为 3.2%，同比-2.07pct，主要系业务增长所带来的行政管理员工数量以及各种开支增加；研发费用率为 0.23%，同比-0.11pct，主要系研发员工人数及其薪酬增加所致。净利率方面，24 年公司实现净利润 14.73 亿元，对应净利率 17.32%，同比+4.23pct；24H2 实现净利润 8.85 亿元，对应净利率 17.76%，同比+5.3pct。

➤ **品牌影响力持续扩大造就同店增长+120.9%，产品优化及门店扩展成为业绩高增重要因素。** 据公司公告，2024 年业绩高增原因如下：1) 品牌影响力持续扩大形成的市场显著优势，老铺黄金始终专注“古法黄金”定位，坚持品牌战略聚焦，打造出显著的品牌优势地位和品牌影响力，2024 年同店收入增长超过 120.9%。2) 产品的持续优化、推新及迭代，构建超强的产品研发能力。截至 2024 年底，公司创作出近 2000 项原创设计，拥有境内专利 249 项，作品著作权 1314 项，以及境外专利 228 项。3) 2024 年，公司新增门店 7 家、优化及扩容门店 4 家，产生增量营收贡献。

➤ **投资建议：**考虑到公司是高端古法黄金龙头、国内开店+出海同步推进中，预计 25-27 年归母净利润分别为 25.0 亿元、37.0 亿元、53.9 亿元，同比分别增加 69.6%/48.2%/45.5%，对应 2025/04/02 收盘价估值分别为 50X/34X/23X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**黄金价格大幅波动；解禁对流动性的影响；现金流波动风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,506	14,333	20,748	29,844
增长率(%)	167.5	68.5	44.8	43.8
归母净利润	1,473	2,499	3,703	5,389
增长率(%)	253.9	69.6	48.2	45.5
EPS	8.75	14.84	21.99	32.01
P/E	85	50	34	23
P/B	31.9	23.4	15.8	10.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 2 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

799.00 港元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

- 老铺黄金 (6181.HK) 2024 年业绩预告点评：24 年业绩高增，品牌势能强劲释放-2025/02/25
- 老铺黄金 (6181.HK) 2024 年半年报点评：收入与利润快速增长，品牌影响力持续提升-2024/08/31
- 老铺黄金 (6181.HK) 深度报告：秉持高端定位，探索古法金高奢品牌成长空间-2024/08/06

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	5,833	7,978	11,225	15,802
现金及现金等价物	733	1,809	2,585	3,876
应收账款及票据	801	995	1,383	1,990
存货	4,088	4,930	6,926	9,459
其他	212	244	332	478
非流动资产合计	503	504	504	504
固定资产	113	134	147	154
商誉及无形资产	305	284	271	265
其他	85	85	85	85
资产合计	6,337	8,482	11,730	16,307
流动负债合计	2,249	2,964	3,648	4,518
短期借贷	1,373	1,373	1,373	1,373
应付账款及票据	228	344	511	757
其他	647	1,247	1,764	2,388
非流动负债合计	168	168	168	168
长期借贷	0	0	0	0
其他	168	168	168	168
负债合计	2,416	3,132	3,816	4,686
普通股股本	168	168	168	168
储备	3,752	5,182	7,745	11,453
归属母公司股东权益	3,920	5,350	7,914	11,621
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,920	5,350	7,914	11,621
负债和股东权益合计	6,337	8,482	11,730	16,307

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	2,307	2,076	3,122
净利润	0	2,499	3,703	5,389
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	105	105	105
营运资金变动及其他	0	-296	-1,732	-2,371
投资活动现金流	0	-104	-103	-102
资本支出	0	-105	-105	-105
其他投资	0	1	2	3
筹资活动现金流	0	-1,127	-1,197	-1,729
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-1,069	-1,139	-1,681
其他	0	-58	-58	-48
现金净增加额	0	1,077	776	1,291

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,506	14,333	20,748	29,844
其他收入	0	12	5	5
营业成本	5,004	8,255	11,872	17,027
销售费用	1,237	2,157	3,112	4,477
管理费用	272	515	734	1,056
研发费用	19	31	45	64
财务费用	30	58	58	48
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	4	-20	-27	-39
除税前利润	1,947	3,310	4,904	7,138
所得税	473	811	1,202	1,749
净利润	1,473	2,499	3,703	5,389
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,473	2,499	3,703	5,389
EBIT	1,977	3,368	4,962	7,186
EBITDA	1,977	3,472	5,067	7,290
EPS (元)	8.75	14.84	21.99	32.01

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	167.51	68.52	44.75	43.84
归属母公司净利润	253.86	69.62	48.19	45.53
盈利能力(%)				
毛利率	41.16	42.41	42.78	42.95
净利率	17.32	17.43	17.85	18.06
ROE	37.58	46.71	46.79	46.37
ROIC	28.26	37.82	40.34	41.75
偿债能力				
资产负债率(%)	38.13	36.93	32.53	28.73
净负债比率(%)	16.35	-8.14	-15.31	-21.53
流动比率	2.59	2.69	3.08	3.50
速动比率	0.78	1.03	1.18	1.40
营运能力				
总资产周转率	2.00	1.93	2.05	2.13
应收账款周转率	14.45	15.96	17.45	17.70
应付账款周转率	35.01	28.86	27.77	26.86
每股指标 (元)				
每股收益	8.75	14.84	21.99	32.01
每股经营现金流	0.00	13.70	12.33	18.55
每股净资产	23.28	31.78	47.00	69.02
估值比率				
P/E	85	50	34	23
P/B	31.9	23.4	15.8	10.8
EV/EBITDA	63.61	36.22	24.82	17.25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048