

老铺黄金(6181.HK): 离真正的奢侈品牌还有多远?

上市不到一年,老铺黄金的品牌知名度大幅提升,销售飞速增长,股价最高点已突破发行价的20倍。我们认为老铺今日的成功很大程度上归功于其在过去十多年里对古法制作工艺的坚守、对品牌价值的打造和对高端市场定位的聚焦。然而,相较宝格丽、卡地亚等国际奢侈品品牌,老铺仍需要更长的时间来塑造和沉淀品牌的文化底蕴,进一步提升产品的艺术性与品牌价值,才能完全摆脱金价的束缚,成为真正意义上的奢侈品品牌。考虑到老铺未来3年较高的业绩增长确定性以及目前较低的估值水平,首次覆盖给予“买入”评级,目标价857港元。

· 解析老铺的制胜之道: 我们认为老铺的成功主要归功于以下三点:

(1) 长期聚焦高端市场,打造奢侈品属性。在这点上,老铺与茅台具有许多共同点,包括独特的生产工艺所带来的产品稀缺性、较高的产品溢价以及潜在的投资与保值属性。其一口价的产品定价模式以及节制的促销与折扣力度也强化了其奢侈品的产品定位。(2) 与古法黄金的理念深度绑定。老铺多年来专注于古法黄金产品的设计、生产与销售,并对古法黄金这一理念进行积极的宣传,包括其手工制造的传统工艺以及其背后的历史与文化价值。这使消费者将老铺与古法黄金划上等号,从而使老铺在产品与品牌定位上与普通黄金珠宝品牌形成显著的差异化。(3) 坚持DTC模式。老铺的线下门店完全采取自营的模式,使公司能够实现统一化和标准化管理,从而确保门店的服务质量,最大程度上展现公司的品牌形象,讲好品牌故事、传递品牌价值。

· 未来三年收入规模扩张具有较高的确定性: 基于以下四点原因,我们认为老铺未来三年收入规模持续扩张具有较高的确定性:(1) 老铺的品牌生命周期依然处于成长阶段,品牌力有望持续提升。(2) 老铺在古法黄金细分领域的市场份额与其当前的品牌知名度和影响力不匹配。我们预计到2028年老铺在古法黄金领域的市场份额有望至少提升至8%,意味着2024-2028年收入复合增长率达到40%以上。(3) 老铺当前在国内的门店数远低于其他黄金珠宝品牌,也低于国际奢侈品品牌。这意味着老铺有巨大的空间通过门店扩张来实现品牌力的变现。(4) 基于老铺高端的产品定位以及其产品蕴含的丰富的中国古典历史文化元素,我们认为老铺在海外市场具有较大的发展潜力。

· 与黄金价格相关度高: 根据我们的分析,老铺的股价与金价之间具有非常高的相关性(相关系数R达到0.94)。考虑当前全球宏观经济形势较大的不确定性,我们认为金价中长期有望维持上涨的态势,从而支撑老铺股价的表现。另外,金价的持续上涨将使中国消费者对于购置黄金珠宝类产品热情保持高涨。老铺产品较高的含金量、一口

林闻嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2025年5月12日

评级

买入

目标价(港元)	857.0
潜在升幅/降幅	+32.8%
目前股价(港元)	645.5
52周内股价区间(港元)	60.9-881.0
总市值(百万港元)	108,681
近3月日均成交额(百万港元)	832.0

市场预期区间



股价相对表现

注: 截至2025年5月12日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦銀國際

首次覆盖

老铺黄金 (6181.HK)



价的定价机制以及在二级市场较高的回收价格都令老铺在金价上涨阶段更加受到消费者的青睐。同时，投资者也需要警惕金价短期波动对老铺股价带来的负面影响。

- **估值性价比高：** 基于我们对老铺黄金的盈利预测，老铺黄金目前交易在 27x 2025 P/E 以及 19x 2026 P/E，相较于中国黄金珠宝品牌平均估值水平具有显著的溢价。这主要是由于老铺更高的增长潜力以及更强的盈利水平（净利率以及 ROE 远高于同业）。如果以 PEG 作为参考指标的话，老铺的估值水平相较同业依然具有较高的性价比。我们认为，如果老铺黄金能够进一步验证其奢侈品品牌的定位，那么其估值水平有望在当前的基础上获得进一步提升。
- **投资风险：** （1）6 月底解禁短期可能带来较大卖盘压力，（2）金价波动可能对股价造成负面影响，（3）持续高速扩张可能会稀释其高端奢侈品牌的调性，（4）竞争对手发力古法黄金可能削弱老铺的竞争优势，（5）经济环境恶化可能削弱消费力，造成消费降级。

图表 1：盈利预测和财务指标（2023-2027E）

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,180	8,506	20,982	29,412	37,114
同比	145.7%	167.5%	146.7%	40.2%	26.2%
归母净利润	416	1,473	3,788	5,519	7,106
同比	340.4%	253.9%	157.1%	45.7%	28.7%
市盈率 (x)	198.2	63.4	27.0	18.8	14.6
ROE	34.9%	54.2%	56.9%	50.8%	51.0%

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3,180	8,506	20,982	29,412	37,114
同比	145.7%	167.5%	146.7%	40.2%	26.2%
成本	(1,848)	(5,004)	(12,391)	(17,393)	(21,944)
毛利	1,332	3,501	8,591	12,019	15,170
毛利率	41.9%	41.2%	40.9%	40.9%	40.9%
销售费用	(579)	(1,237)	(2,735)	(3,741)	(4,675)
管理费用	(168)	(272)	(469)	(607)	(716)
研发费用	(11)	(19)	(32)	(43)	(56)
核心经营利润	574	1,973	5,356	7,628	9,724
核心经营利润率	18.1%	23.2%	25.5%	25.9%	26.2%
利息收益	(18)	(28)	(36)	(30)	(25)
其他收益	(3)	1	(249)	(249)	(249)
除税前盈利	553	1,947	5,071	7,349	9,450
所得税开支	(137)	(473)	(1,283)	(1,830)	(2,344)
净利润	416	1,473	3,788	5,519	7,106
少数股东权益	-	-	-	-	-
归母净利润	416	1,473	3,788	5,519	7,106
归母净利润率	13.1%	17.3%	18.1%	18.8%	19.1%
同比	340.4%	253.9%	157.1%	45.7%	28.7%
调整后净利润	458	1,531	4,101	5,832	7,418

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	70	733	1,601	3,432	3,879
应收款项	376	801	1,978	1,741	2,729
存货	1,268	4,088	8,056	9,740	11,850
其他流动资产	62	212	372	522	658
流动资产合计	1,776	5,833	12,007	15,435	19,116
固定资产	58	113	164	208	237
无形资产	3	3	3	3	3
使用权资产	252	302	354	420	478
其他非流动资产	70	85	85	85	85
非流动资产合计	383	503	607	717	804
资产总计	2,159	6,337	12,613	16,152	19,920
短期借款	128	1,373	1,373	1,373	1,373
应付账款	198	598	1,213	1,695	2,133
租赁负债	101	153	162	192	219
其他流动负债	47	124	271	332	388
流动负债合计	474	2,249	3,020	3,593	4,114
租赁负债	165	164	192	228	259
其他非流动负债	4	4	3	3	3
非流动负债合计	169	168	195	231	262
负债总计	643	2,416	3,214	3,824	4,376
股本溢价	143	168	168	168	168
保留盈利及其他	1,373	3,752	9,231	12,159	15,376
权益总额	1,515	3,920	9,399	12,328	15,544

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
除税前盈利	553	1,947	5,071	7,349	9,450
折旧及摊销	120	181	188	232	269
营运资金变动	(609)	(3,038)	(4,543)	(1,055)	(2,739)
税务开支	(127)	(388)	(1,283)	(1,830)	(2,344)
其他	33	70	285	280	275
经营现金流	(29)	(1,228)	(282)	4,977	4,911
固定资产	(60)	(71)	(108)	(121)	(122)
其他投资现金流	0	-	(3)	(3)	(3)
投资现金流	(59)	(71)	(111)	(124)	(125)
借款净额	(11)	1,256	-	-	-
租赁负债	(107)	(166)	(159)	(172)	(195)
新股融资	222	896	2,511	-	-
分红	-	-	(1,070)	(2,841)	(4,140)
其他融资现金流	(4)	(25)	(20)	(11)	(3)
融资现金流	99	1,960	1,262	(3,023)	(4,338)
现金净流量	11	661	869	1,830	448
年初现金及现金等价物	60	70	733	1,601	3,432
汇率变动影响	(1)	2	-	-	-
年末现金及现金等价物	70	733	1,601	3,432	3,879

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
摊薄EPS	3.0	9.5	22.2	32.0	41.2
每股销售额	23.1	54.7	123.0	170.3	214.9
每股股息	0.0	6.4	16.7	24.0	30.9
同比变动					
营业收入增速	145.7%	167.5%	146.7%	40.2%	26.2%
毛利润增速	145.7%	162.9%	145.4%	39.9%	26.2%
经营利润增速	303.5%	243.6%	171.4%	42.4%	27.5%
净利润增速	340.4%	253.9%	157.1%	45.7%	28.7%
费用与利润率					
毛利率	41.9%	41.2%	40.9%	40.9%	40.9%
经营利润率	18.1%	23.2%	25.5%	25.9%	26.2%
净利率	13.1%	17.3%	18.1%	18.8%	19.1%
回报率					
平均股本回报率	34.9%	54.2%	56.9%	50.8%	51.0%
平均资产回报率	24.1%	34.7%	40.0%	38.4%	39.4%
资产效率					
应收账款周转天数	28	25	24	23	22
库存周转天数	205	195	179	187	180
应付账款周转天数	7	10	9	9	9
估值					
市盈率 (x)	198.2	63.4	27.0	18.8	14.6
市销率 (x)	25.9	11.0	4.9	3.5	2.8
股息率	0.0%	1.1%	2.8%	4.0%	5.1%

目录

主要投资观点：定位奢侈品牌，长期增长空间广阔，估值性价比高.....	5
主要投资风险：金价波动与解禁可能令股价面临阶段性高点.....	6
股价翻了十五倍后，是否还有上涨的空间？	7
● 老铺收入规模增长可持续性分析.....	9
● 老铺当前估值合理性分析.....	14
● 老铺黄金股价与金价的关系	15
老铺黄金的制胜之道.....	17
● 定位高端奢侈品，打造黄金珠宝界的“茅台”	17
● 聚焦“古法工艺”，满足消费者悦己心理需求	21
● 聚焦 DTC，深度传递品牌价值	25
与传统黄金珠宝品牌的财务数据比较	29
盈利预测	34
估值及目标价	39
投资风险	40
SPDBI 乐观与悲观情景假设.....	42
公司背景	43
● 公司介绍.....	43
● 前十大股东.....	44
● 公司历史.....	45
● 公司管理层.....	46

老铺黄金(6181.HK): 离真正的奢侈品牌还有多远?

主要投资观点: 定位奢侈品牌, 长期增长空间广阔, 估值性价比高

我们认可老铺黄金对自身高端黄金珠宝奢侈品牌的定位, 也认可老铺对古法黄金工艺的坚持, 以及对自营模式的聚焦。正是老铺黄金那么多年对古法产品工艺及高端品牌定位的坚持, 造就了老铺黄金如今在消费者心目中特殊的地位和影响力, 从而与其他中国黄金珠宝品牌形成了明显的区隔。

经过多年对古法黄金的聚焦以及持续的品牌营销, 老铺的品牌形象已经与古法黄金这一细分赛道强绑定, 在古法黄金领域牢牢地占据了消费者的心智, 建立起了较强的品牌护城河。许多消费者一提到古法黄金就会想到老铺黄金的品牌与产品。随着老铺黄金未来持续通过门店数增加、扩大覆盖范围以及提升平均店效等策略对其品牌力进行变现, 我们预测老铺未来两年的收入规模依然将维持高速增长, 市场份额将大幅扩张。

尽管老铺自上市以来股价涨幅惊人, 但基于公司未来 2-3 年的高增速前景以及长期增长潜力, 我们认为老铺当前的估值水平 (27x 2025 P/E) 依然具有吸引力。另外, 我们认为老铺黄金当前的估值仅反映了市场对公司未来的业绩增长的预测, 尚未体现老铺黄金本身的品牌价值和独特的产品定位。如果老铺未来能够通过长期业绩表现证明自身奢侈品品牌的长期属性, 则其估值水平有望得到进一步的提升。

主要投资风险：金价波动与解禁可能令股价面临阶段性高点

尽管管理层表示老铺已经相当程度上摆脱了跟国际金价的关联性，但我们对此不认同。虽然老铺的产品具有较高的工艺水平，但本质上还是金饰，其价格无法摆脱金价作为其定价的基础。金价一旦进入下行通道，消费者购买黄金珠宝的欲望可能大幅下降。另外，金价下降意味着老铺的产品溢价进一步加大，有可能降低老铺产品对消费者的吸引力。老铺的历史股价本身也和金价具有很强的关联性。我们认为老铺黄金需要更长的时间来证明自身的品牌价值和产品价值能够脱离黄金本身的定价，从而真正被市场定义为黄金珠宝的奢侈品牌。在此之前，我们认为金价波动对老铺股价的影响将继续保持较强的关联性。

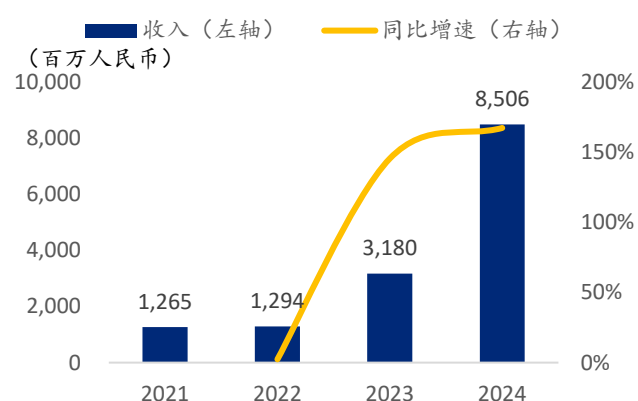
老铺黄金于5月8日发布公告，公司于5月7日签订配售协议，计划以630港元/股的价格增发431万股新股（占发行后股数的2.5%），总募资金额达27亿港元左右。这可能在短期影响市场对公司的投资情绪。另外，老铺黄金将于6月28日（也就是上市满12个月后）迎来解禁潮。届时公司流通股规模大幅上升，叠加解禁后大股东潜在的减持行为，可能引发股价的大幅波动。因此，在解禁期到来之前，老铺黄金的股价可能维持相对疲软的表现。

此外，如果老铺在策略上选择持续高速扩张，那很可能会稀释其高端奢侈品牌的调性。如果管理层想要维持品牌奢侈品的定位，那就应该坚持长期主义、减小促销力度、维护老铺产品小众且高端的品牌特性，而不应该把目标锁定在短期店效大幅的提升以及门店数的扩张。但无论老铺作何选择，都可能给公司的估值和股价带来负面影响。

股价翻了十五倍后，是否还有上涨的空间？

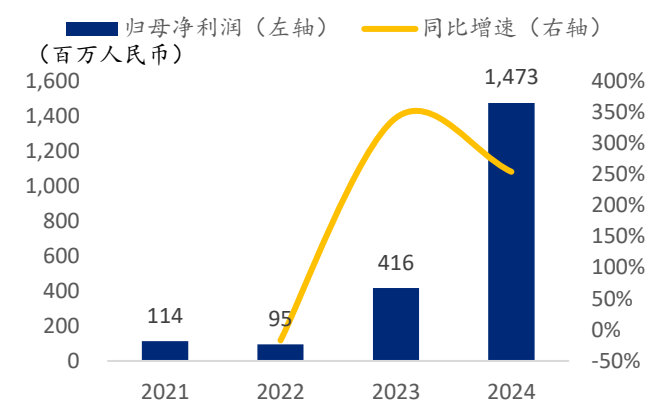
老铺黄金成立于 2009 年，并在 2024 年 6 月 28 日在港股上市。与其他珠宝玩家一样，老铺的销售在疫情期间受到较大的冲击。但在疫情结束以后，老铺黄金的收入实现飞跃，分别在 2023 与 2024 年同比增长 146%与 168%。在收入规模高速扩张的同时，公司的利润也突飞猛进，2022-2024 两年的净利润复合增速达到 295%。

图表 2：老铺黄金收入规模及同比增速，2021-2024 年



资料来源：公司数据，浦银国际

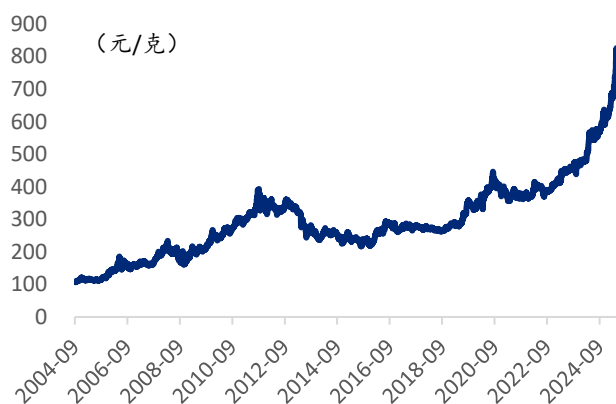
图表 3：老铺黄金归母净利润及同比增速，2021-2024 年



资料来源：公司数据，浦银国际

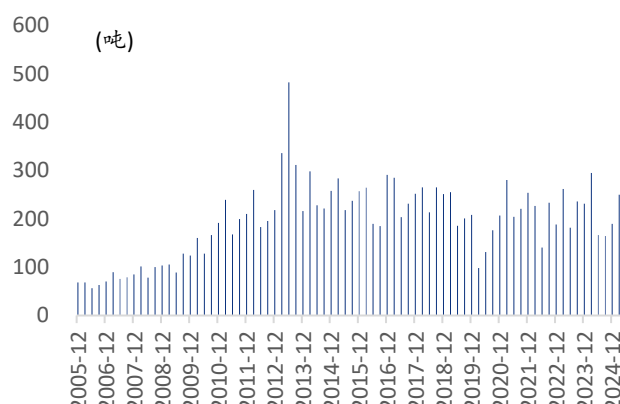
随着金价从 2022 年底开始持续攀升，中国消费者对黄金珠宝产品的消费变得更为谨慎，整体需求有所减弱。这导致大部分国产珠宝首饰品牌的终端销售都不尽如人意，不少头部黄金珠宝企业甚至在 2024 年录得不同程度的收入下滑。因此，过去两年录得高速增长的老铺黄金更加受到资本市场的关注。

图表 4：黄金价格



注：数据截至 2025 年 5 月 7 日。资料来源：同花顺，浦银国际

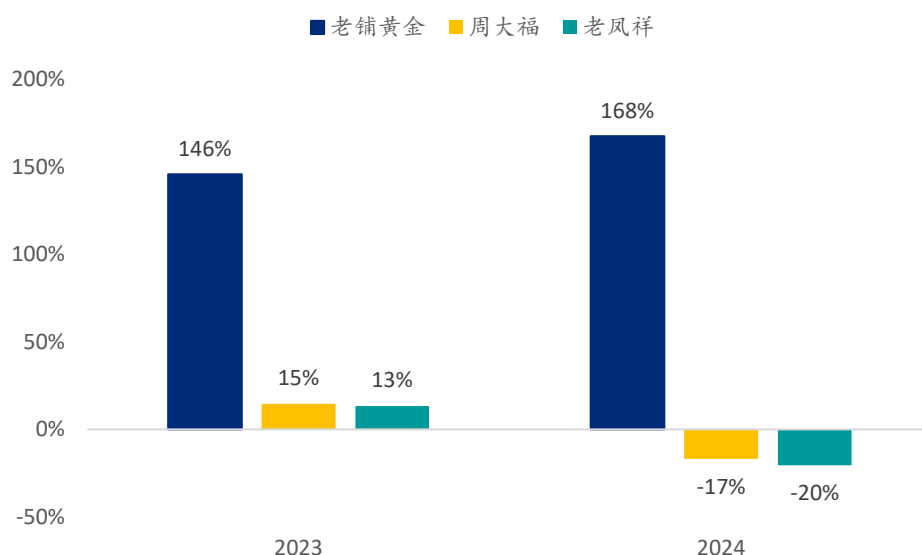
图表 5：中国黄金消费量，按季度



注：数据截至 2025 年 3 月。资料来源：同花顺，浦银国际

我们认为，老铺黄金在过去两年里的高速增长虽然有短期因素的加持（比如金价快速上涨带来的消费心理的微妙变化、高端消费者悦己消费心理需求的提升以及品牌本身在社交媒体上的快速出圈），但更离不开公司长期对产品创新设计的聚焦以及对古法黄金传统工艺的坚守。正是这份坚持帮助公司在品牌形象与产品定位上与传统黄金珠宝品牌形成了巨大的差异化。

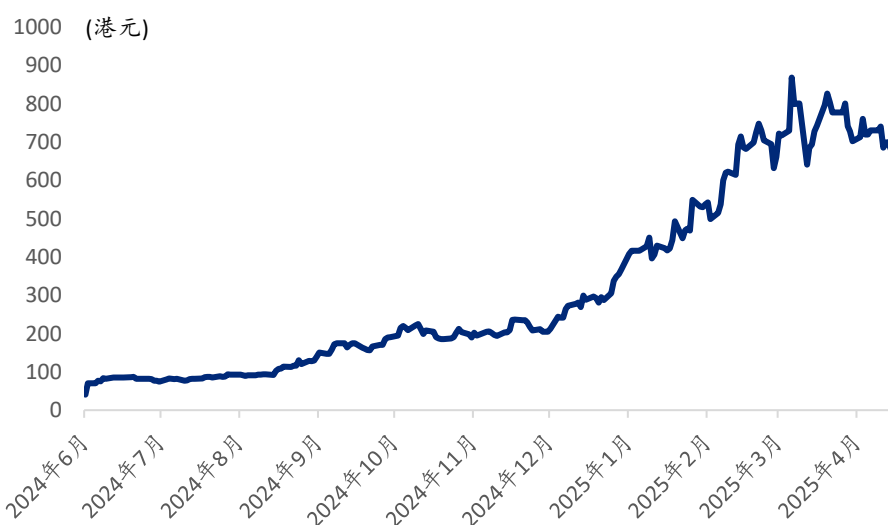
图表 6：老铺黄金、周大福、老凤祥收入增速，2023-2024 年



注：周大福数据为按季度估算得出。资料来源：公司数据、浦银国际

在销售规模高速扩张的同时，老铺的股价自 2024 年 6 月 28 日上市后也大幅飙升。短短不到一年时间，股价从上市之初的 40.5 港元/股蹿升至今（2025 年 5 月 12 日）的 645.5 港元/股，股价翻了差不多 15 倍。

图表 7：老铺黄金上市以来股价表现



注：截至 2025 年 5 月 8 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

在股价大幅上涨以后，投资者最关注的问题是老铺黄金的股价是否还有继续上涨的动力和空间？老铺黄金的基本面与当前的估值是否匹配？

我们从以下三个方面来解答以上问题：

- 老铺收入规模增长可持续性分析
- 老铺当前估值合理性分析
- 老铺黄金股价与黄金价格的关系

● 老铺收入规模增长可持续性分析

我们从以下四个方面来分析老铺未来销售规模增长的可持续性。我们认为，在经历了两年高速增长之后，老铺黄金无论是品牌势能、市场份额还是门店网络，都依然处于快速上升的通道，且长期发展空间巨大，因此未来 3 年都将保持高速增长的趋势。

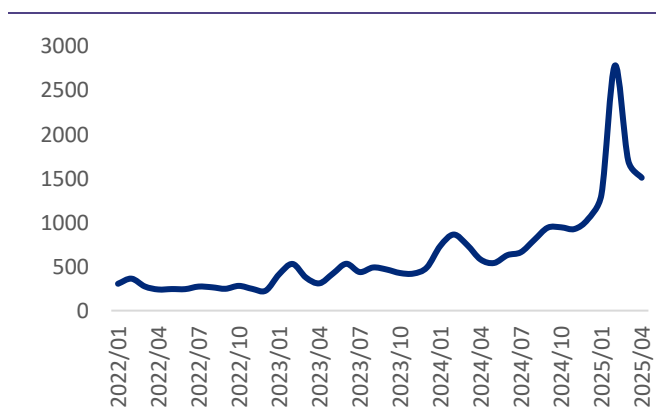
（1）品牌力仍保持向上趋势

根据百度指数，老铺的搜索量从 2022 年开始持续上升。尽管老铺黄金的搜索指数在 2025 年 2 月达到峰值后有所回落，但这主要是因为春节长假的结束所致。拉长时间来看，我们认为老铺的热度仍在持续发酵，短期冲高回落以后，其搜索量有望继续稳定攀升。

另外，从整体搜索量来看，老铺黄金 2024 年的百度的平均搜索频次依然低于主流传统黄金珠宝品牌。这也表示老铺的知名度仍有持续提升的空间。

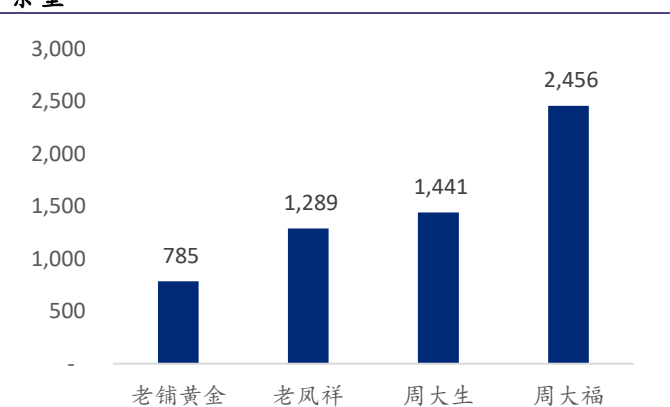
基于以上，我们认为老铺黄金依然处在品牌生命周期的高速成长阶段，老铺的名字仍在持续出圈的过程中，品牌力仍在持续提升。这也表示老铺在可预见的未来仍将保持较高速的增长。

图表 8：老铺黄金品牌的百度指数趋势



注：截至 2025 年 4 月 30 日；资料来源：百度指数，浦银国际

图表 9：主要中国黄金珠宝品牌 2024 年平均单日搜索量



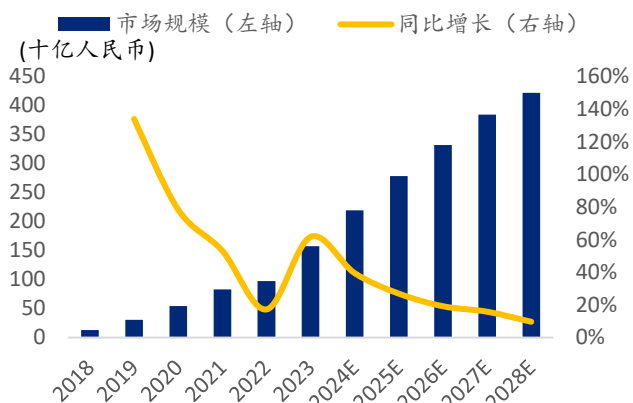
资料来源：百度指数，浦银国际

(2) 市场份额提升确定性高

根据中国珠宝玉石首饰行业协会以及中国黄金协会的数据，古法黄金珠宝在 2018-2023 年的复合增长率为 64.6%，远高于普通黄金珠宝与硬金珠宝。弗若斯特沙利文预测 2023-2028 年，中国古法黄金珠宝的市场规模增速依然将高于行业平均水平。

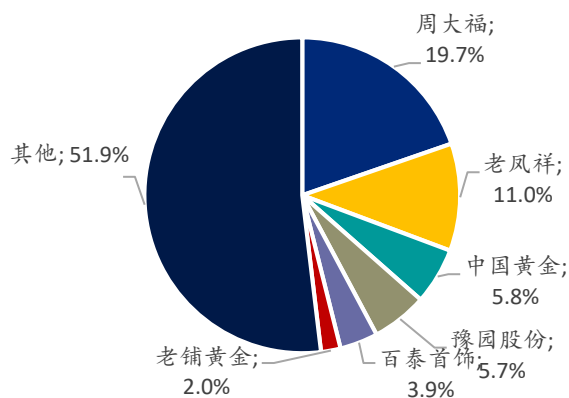
中国古法黄金珠宝 2023 年的市场规模约为人民币 1,573 亿元。其中，来自五大黄金珠宝品牌所产生的古法黄金珠宝产品总收入约为人民币 724 亿元，在整个市场中占有 46.1% 份额。而老铺黄金 2023 年仅占整体古法黄金市场 2% 的份额，2024 年的市场份额预计达到 3.7%。

图表 10：中国古法黄金市场规模变化趋势



资料来源：老铺黄金招股书，浦银国际

图表 11：中国古法黄金珠宝市场份额 2023 年分布情况，按收入计



资料来源：老铺黄金招股书，浦银国际

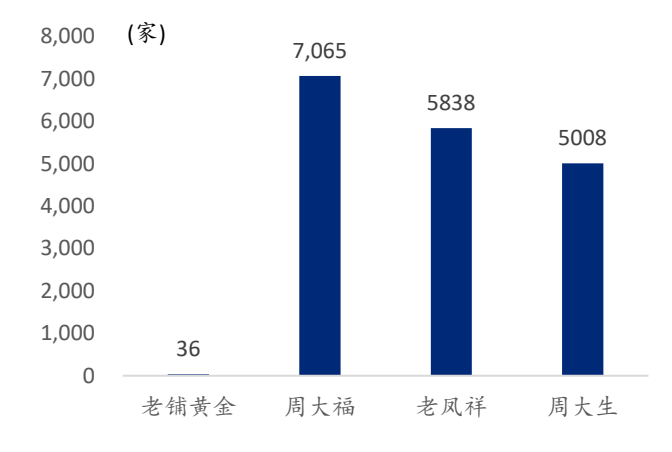
尽管老铺黄金目前整体古法黄金的销售规模 and 市场份额远低于周大福及老凤祥等中国黄金珠宝头部品牌，但其在古法黄金细分领域的市场声量以及品牌影响力均高于同业。经过长期在产品设计与品牌营销上对古法黄金的聚焦，老铺作为“古法黄金第一品牌”的形象已被众多消费者所接受。基于在古法黄金领域不断提升的品牌热度，老铺黄金有能力在未来 3-5 年里持续扩大其在古法黄金细分领域的市场份额。

我们预计到 2028 年，老铺黄金在古法黄金领域的市场份额有望至少提升至 8%。这也意味着老铺黄金 2024-2028 年的收入复合增长率将达到 40% 以上。

(3) 门店扩张空间巨大

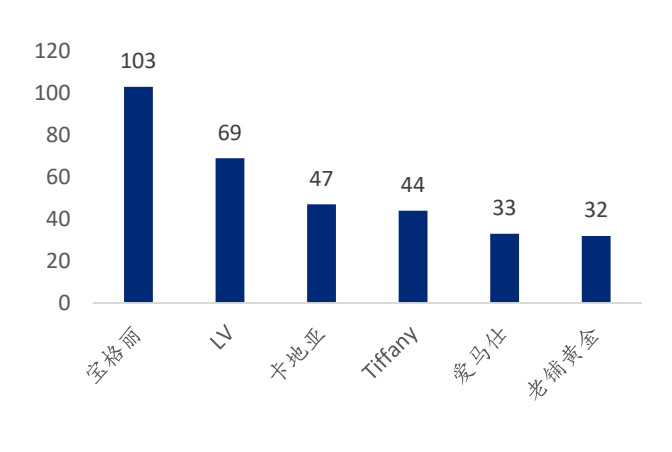
截止到 2024 年底，老铺黄金在全国的门店数仅有 36 家（其中 4 家在港澳地区）。显而易见，老铺的门店数量与黄金珠宝头部品牌存在着巨大的差距，这很大程度上是由于老铺自身高端奢侈品定位。然而，老铺黄金在中国的门店数与国际奢侈品品牌也存在一定的差距。

图表 12: 老铺黄金、周大福、老凤祥、周大生 2024 年末的门店数



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 13: 老铺黄金、爱马仕、Louis Vuitton、卡地亚、Tiffany、宝格丽中国内地门店数

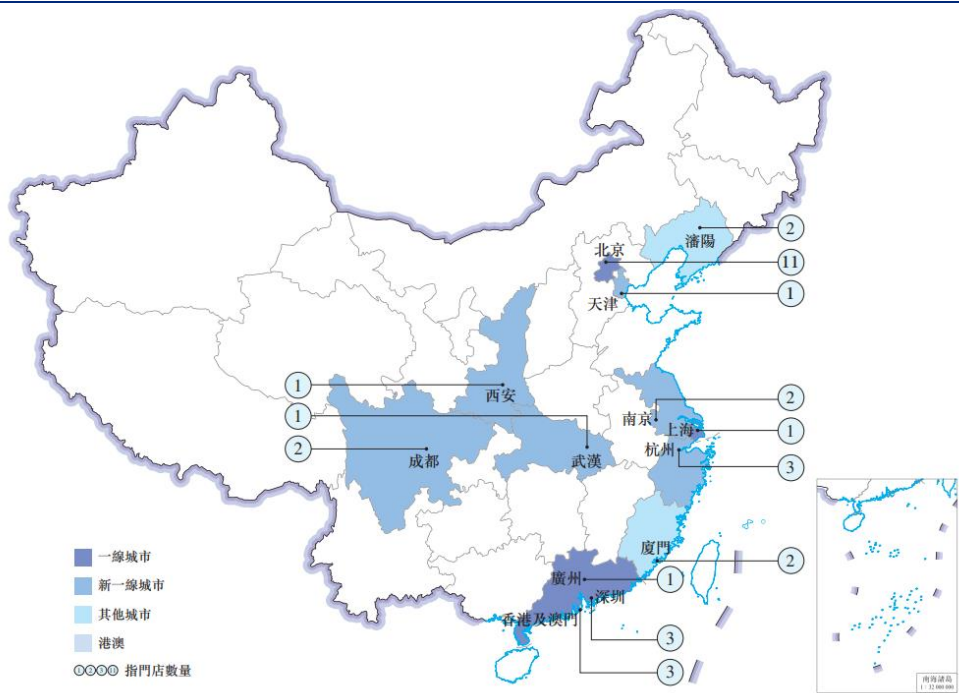


注：数据截至 2024 年末

资料来源：各品牌官网，公司数据，浦银国际

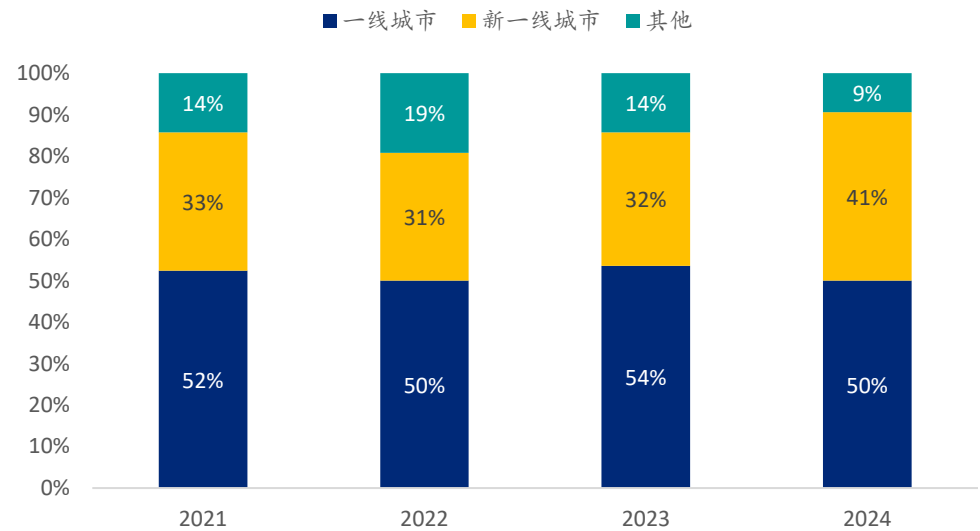
老铺目前在一线城市有 16 家门店，其中有 11 家都在北京，而在上海仅有一家门店。我们认为老铺在一线城市的门店铺设率远未达到饱和。老铺在新一线城市层级仅覆盖了武汉、南京、杭州、成都、西安及天津，二线城市层级仅覆盖了福州与沈阳。根据我们的调研，老铺在新一线城市门店的店效可以达到北京成熟门店的一半。这表示老铺在新一线城市同样具有较高的市场需求。

图表 14：老铺门店分布情况，1H24



资料来源：老铺黄金招股书、浦银国际

图表 15：老铺黄金中国内地门店按城市层级分布情况，2021-2024



资料来源：公司数据、浦银国际

尽管老铺现阶段门店的覆盖范围有限，但随着老铺品牌在主要社交媒体上持续传播，老铺的知名度已遍及全国。因此，我们认为老铺的门店网络有巨大的扩张空间。然而，为了维持其高端奢侈品的形象，老铺对于门店的扩张保持谨慎的态度。这让我们对老铺未来长期可持续的对品牌力进行变现有较大的信心。

(4) 出海潜力大于其他品牌

截止到 2024 年底，老铺黄金在境外只有四家门店——香港和澳门各两家。近期，老铺黄金的海外首店即将在新加坡开业。门店位于新加坡滨海湾金沙酒店，该酒店是新加坡地标性建筑 and 高端商业体之一，同时云集了爱马仕、香奈儿以及路易威登等奢侈品品牌。

管理层表示，老铺黄金拓展海外市场的第一步就是布局香港、澳门和新加坡，然后再逐渐拓展到整个东南亚市场，乃至整个亚洲区域。我们认为，老铺在海外市场短期主要还是以当地的华人作为主要的目标客群，但未来可能进一步拓展至华人以外的客群。

随着小红书等社交媒体在海外的使用率和普及率持续上升，老铺黄金在海外华人之间的知名度也在持续上升。我们认为，相较普通的黄金珠宝产品，老铺黄金的产品使用一直聚焦的历史传承工艺（包括花丝、篆刻等）制成，蕴含着丰富的中国元素，对海外消费者有着更大的吸引力。

● 老铺当前估值合理性分析

老铺黄金的股价自从 2024 年 6 月上市以来已经翻了差不多 15 倍。基于我们对老铺黄金的盈利预测，老铺黄金目前交易在 27x 2025 P/E 以及 19x 2026 P/E。

相较于中国黄金珠宝品牌平均估值水平（交易在 21x 2025 P/E 或 16x 2026 P/E），老铺黄金的估值具有显著的溢价。我们预测老铺黄金 2024-2027E 的 EPS 复合增长率为 64.6%，远高于同业。同时，我们预测老铺黄金 2025-2026 年的 ROE 都大于 50%，高于同业，主要是由于老铺更高的净利率及资产周转率。考虑到老铺黄金相对国产同业更高的增长潜力以及更强的盈利水平，我们认为老铺在估值上的溢价是合理的。如果我们以 PEG 作为参考指标的话，老铺黄金的估值水平相较同业实际上具有较高的性价比。

相较于国际奢侈品牌，老铺目前的估值水平与爱马仕依然相去甚远，但与国际奢侈品牌的平均估值水平差距并不大，甚至高于开云、LVMH 等老牌奢侈品公司。我们认为，老铺黄金目前在估值上之所以可以与国际奢侈品牌平起平坐，主要是归功于其较高的收入与利润增速，而不是因为市场已经认同其奢侈品的地位。我们认为，如果老铺黄金能够进一步验证其奢侈品品牌的定位，那么其估值水平有望在当前的基础上进一步提升。

图表 16：老铺黄金同业估值表

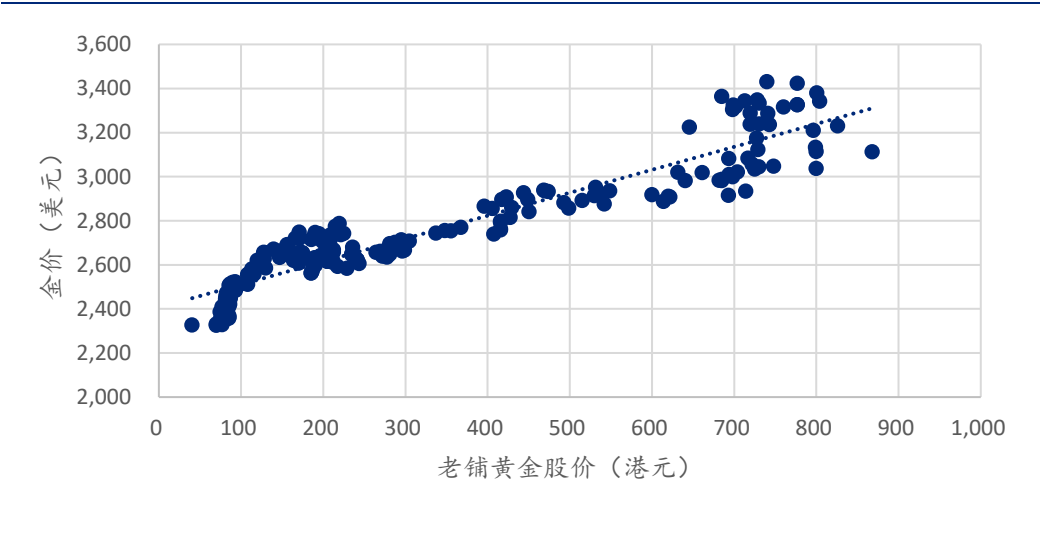
股票代码	公司名称	股价	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS Growth (%)			ROE (%)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6181.HK Equity	老铺黄金	645.5	13,947	27.1	19.3	14.8	137.5	45.7	28.8	59.0	51.6	47.3
1929.HK Equity	周大福	10.2	13,124	18.5	14.6	13.1	-14.6	26.7	11.1	20.5	24.8	25.5
590.HK Equity	六福集团	17.5	1,317	8.7	7.5	7.1	-33.1	15.1	6.9	8.3	9.0	8.9
002867.CH Equity	周大生	13.0	1,969	12.5	11.1	10.4	11.7	12.4	6.6	16.6	17.3	17.8
600612.CH Equity	老凤祥	49.1	2,887	13.5	12.4	12.4	-2.6	8.9	-0.2	13.9	13.9	12.9
6181.HK Equity	豫园股份	5.6	3,004	20.1	14.4	11.3	765.6	39.4	27.2	3.1	4.1	4.8
中国黄金珠宝品牌平均水平				20.8	15.8	13.2				32.7	31.6	30.2
KER.FP Equity	开云集团	186.8	25,683	25.1	19.0	15.4	-30.2	31.6	24.0	6.7	8.1	9.3
CFR.SW Equity	历峰集团	152.8	107,328	26.4	24.3	21.3	-6.3	8.8	14.1	15.8	16.5	17.5
MC.FP Equity	LVMH	524.2	292,062	22.0	19.4	17.5	-5.2	13.1	10.9	17.8	17.8	18.4
RMS.EP Equity	爱马仕	2,534.0	298,127	55.9	48.1	42.7	3.2	16.4	12.4	25.6	25.8	24.8
1913.HK Equity	普拉达	52.1	17,091	16.5	14.8	13.3	10.7	11.6	11.1	20.4	21.2	19.8
MONC.IM Equity	Moncler	56.7	17,364	23.5	21.7	19.7	3.4	8.6	10.3	17.9	17.7	17.8
国际奢侈品品牌平均水平				36.0	31.3	27.9				20.3	20.5	20.5

注：E=Bloomberg 预测；股价截至 2025 年 5 月 12 日港股收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 老铺黄金股价与金价的关系

根据我们的分析，我们发现老铺的股价与金价之间具有极高的相关性（相关系数 R 达到 0.94）。

图表 17：老铺黄金股价与金价相关性分析

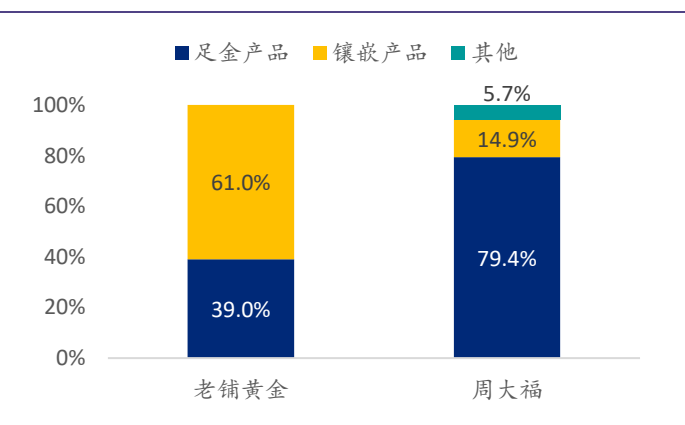


注：数据截至 2025 年 5 月 12 日。
资料来源：公司数据、浦银国际

随着金价的不断上涨，中国消费者对于购置黄金珠宝类产品热情将保持高涨。这一方面是出于消费者分散投资以及避险的需求，另一方面是对金价上涨带来的潜在投资回报的追逐。

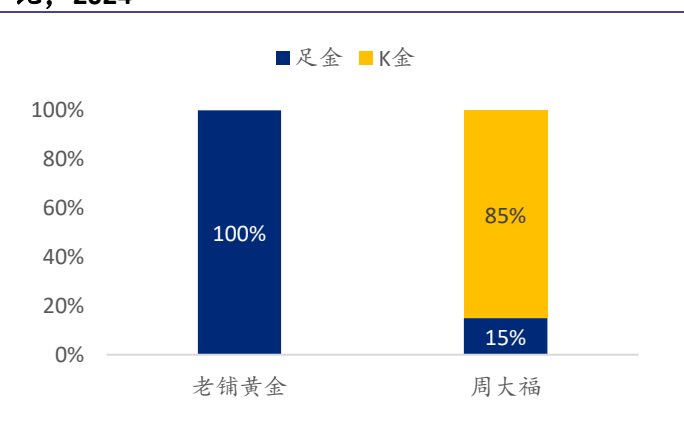
目前老铺所有的镶嵌类产品都是在纯金的基础上打造的，而其他珠宝品牌大部分的镶嵌类产品都是在 K 金的基础上制造的。这也就意味着老铺的镶嵌类产品的含金量更高。因此，不少消费者在购买黄金珠宝产品时首先考虑选择老铺的产品。

图表 18：老铺与周大福产品收入结构对比



注：老铺黄金数据为 1H24 数据，周大福为 FY1H25（即 2024 年 4-9 月）数据。资料来源：公司数据，浦银国际

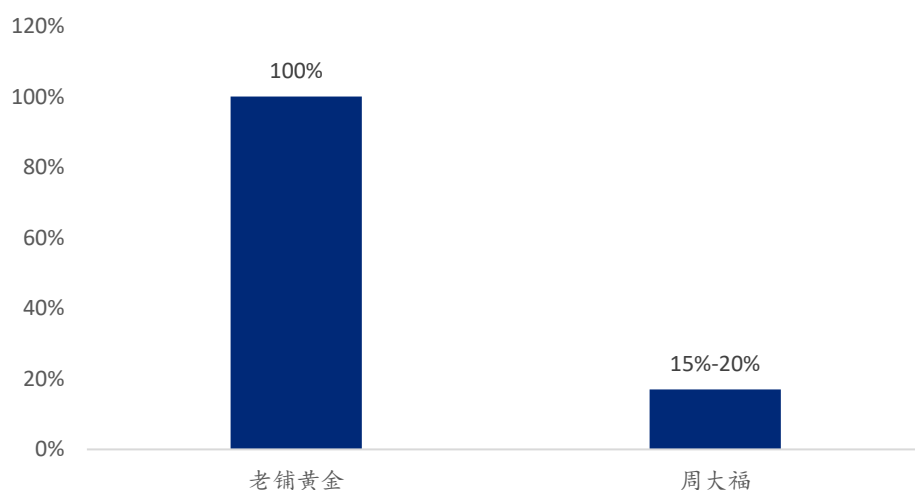
图表 19：老铺与周大福镶嵌类产品的收入结构对比，2024



资料来源：公司数据，浦银国际估算

老铺一口价的定价策略也使老铺的产品在金价处于上行通道的时候显得更有吸引力。尽管老铺黄金每年会根据金价变化进行 2-3 次的提价，但与普通按照克重来定价的黄金产品相比，老铺产品的价格确实具有更高的稳定性，从而为消费者带来更好的消费心理体验。

图表 20：老铺与周大福一口价产品的收入占比



资料来源：公司数据、浦银国际估算

基于以上，我们判断只要金价依然处于上行通道，那么老铺黄金的股价大概率将维持稳健向上的走势。考虑到当前全球宏观经济趋势的快速变化（美国关税政策不确定性较高、地缘政治风险不断上升、全球去美元化可能导致美元持续走弱、市场避险需求持续上升），我们认为金价中长期大概率将维持上涨的态势，从而支撑老铺股价的表现。

但是，一旦金价进入下行通道，消费者购买黄金珠宝产品的欲望可能大幅下降，影响市场对老铺产品的需求。另外，金价下降意味着老铺的产品溢价进一步加大，有可能降低老铺产品对消费者的吸引力，从而使部分消费者转向其他产品溢价较低的黄金珠宝品牌。

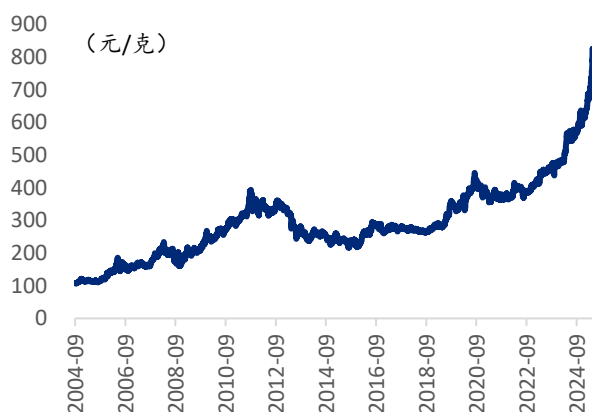
老铺黄金的制胜之道

● 定位高端奢侈品，打造黄金珠宝界的“茅台”

在金价持续上行周期里，大众定位的金饰产品的终端零售价格也水涨船高，导致市场需求面临较大的挑战。金价的上涨也导致消费者的消费意愿进一步向纯金产品（如金条、金币等）或黄金含量较高的黄金珠宝产品倾斜。

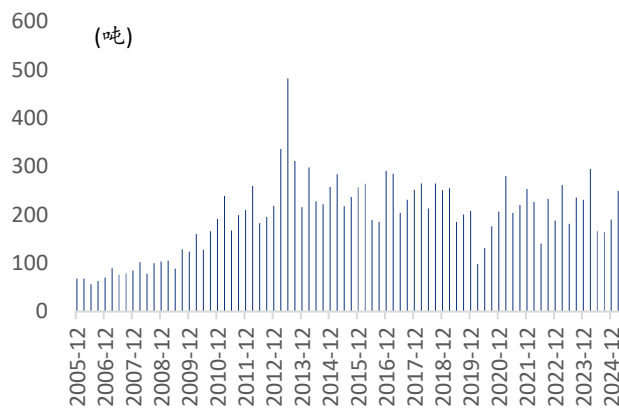
2024 年全国黄金的消费量同比下降 10.4%。其中，黄金首饰销量达 532 吨，同比下降 24.7%，而金条及金币的销量达 373.13 吨，同比增长 24.5%。

图表 21：黄金价格



注：数据截至 2025 年 5 月 7 日。资料来源：同花顺，浦银国际

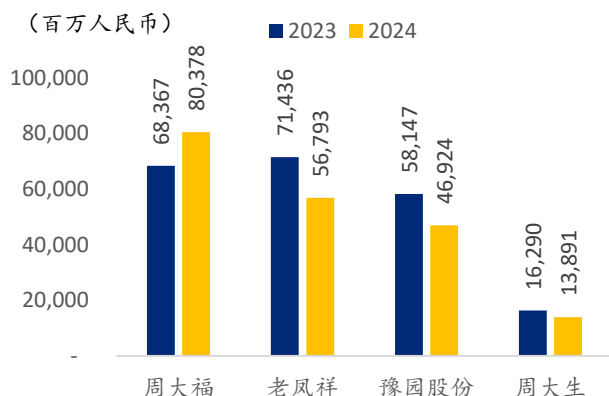
图表 22：中国黄金消费量，按季度



注：数据截至 2025 年 3 月。资料来源：同花顺，浦银国际

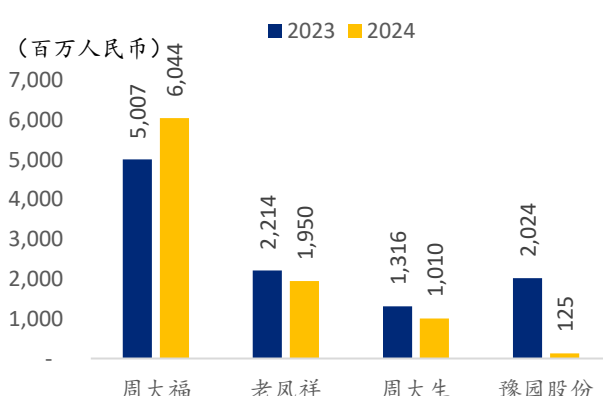
持续上涨的金价结合疲弱的消费力令消费者对普通金饰产品的性价比的关注度持续提升。这导致大众黄金珠宝品牌的市场份额被水贝模式侵蚀。在这种背景下，定位大众市场的珠宝品牌的销售业绩都受到了较大的负面影响。

图表 23：周大福、老凤祥、豫园股份、周大生 FY2023-2024 收入规模



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 24：周大福、老凤祥、豫园股份、周大生 FY2023-2024 归母净利润



资料来源：公司数据，浦银国际

然而，与周大福、六福、老凤祥等品牌不同，老铺从一开始就放弃体量巨大的大众消费市场，而是持续聚焦高端市场，主打高净值人群的消费需求。自成立以来，老铺一直自称为“古法黄金”工艺市场化的开拓者，通过对“古法黄金”艺术工艺与稀缺性的宣传，不断强化并向市场传递自己高端奢侈品的品牌形象。其口号是“让每一个家庭，有一款可以传世的老铺黄金”。

在我们看来，与其拿传统黄金珠宝品牌作为对标，老铺黄金的品牌属性实际与茅台（确切的说是 2016-2021 年的茅台）有更多的共同点，主要包括以下几点：

（1）基于独特生产工艺，突出产品稀缺性

老铺黄金在成立初期就一直强调其国家非物质文化遗产“花丝镶嵌、错金”古法工艺和创新设计，以“手工、工匠、艺术”作为其产品的重要卖点。这与茅台通过强调其传统生产工艺的传承以及强大的历史文化底蕴来突出品牌调性的营销策略不谋而合。

基于独特的传统手工制造技艺以及高端的产品定位，老铺和茅台的产品都被消费者认定为具有较强的稀缺性。这也使消费者在购买老铺和茅台的过程中收获了较强的情绪价值。这也是许多消费者青睐老铺黄金的重要原因之一。

图表 25：老铺的生产工艺和生产过程

花丝：花丝工艺利用足金原材料的延展性，将其拉成细腻的四线，并将其支撑反复华美的形状和装饰。



篆刻：篆刻包括使用各种篆刻工具将工件固定在橡胶板上，用锤子敲打凿子，并通过不同的篆刻技巧在黄金表面雕刻出各种图案。



镶嵌：镶嵌工艺是一种装饰技艺，将钻石或其他宝石完美地嵌入黄金制品中。



烧蓝：烧蓝工艺是一种装饰工艺，是在金胎表面涂上彩色珐琅釉，经烧制从而呈现出鲜艳多彩的外观。



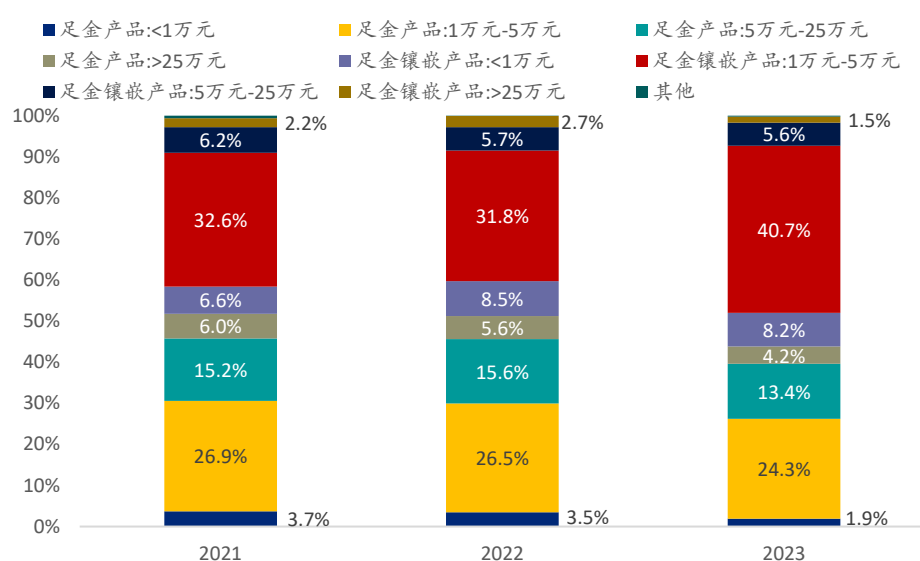
资料来源：老铺黄金招股书、浦银国际

(2) 较高的产品和品牌溢价

老铺与茅台的另一个共同属性就是较高的产品溢价——老铺的平均客单价远高于普通的大众黄金珠宝品牌。

2023 年，客单价在 5 万-25 万元的产品占老铺收入的 19%，而客单价在 1 万-5 万元的产品占老铺收入的 65.1%。老铺的高客单价使其与大众黄金珠宝市场形成差异化的同时，也使其直接对标国际知名奢侈品珠宝品牌。

图表 26：老铺黄金产品价格带分布



资料来源：老铺黄金招股书、浦银国际

老铺的高客单价主要是由于其策略性地定位高端市场。其独特的古法工艺以及高端的产品与品牌定位使老铺能够在金价的基础上收取更高的产品溢价。我们的调研显示，老铺目前的产品溢价（零售价高于金价成本的部分）已达到 60%-80%，而普通黄金珠宝品牌的产品溢价仅有 10%-20%。

基于公司前期反复的市场教育，有不少消费者已接受了老铺作为高端奢侈品的市场定位，并愿意为老铺的产品工艺与品牌支付较高的溢价。反观其他黄金珠宝品牌，由于缺乏对高端市场的聚焦，消费者通常只关注其产品的品质（比如足金的纯度），但不愿对产品本身支付更高的产品溢价。

(3) 较强的投资和保值属性

老铺的产品和茅台一样都具有较高的投资和保值属性。这也是消费者在金价上涨周期里热衷于购买老铺产品的重要原因之一。

我们知道黄金制品的价值与金价高度关联，因此黄金制品本身就具有较高的投资属性。然而，与普通的黄金珠宝品牌不同，老铺产品复杂的生产工艺、其所蕴含的艺术性和前文所提到的产品稀缺性为其带来极高艺术收藏价值。这也解释了老铺的产品为何能在金价的基础上还有如此之高的附加价值。

基于以上，我们认为老铺的产品性质更接近于艺术品或奢侈品，具有比普通黄金珠宝产品更高的保值属性。在我们看来，老铺产品的保值属性具体表现在以下三点：

- **相对稳定的零售价格**

基于老铺高端的定位，老铺的产品完全采用一口价的定价模式。这与其他国产黄金珠宝品牌对旗下大部分的产品采取克重的定价模式形成鲜明的反差。

一口价的定价方式通常适用于高端的黄金珠宝产品，它们的价格不会随着金价短期波动而波动，但会在较长的周期内根据原材料价格的变化、生产成本的不同、制作工艺的难度、市场营销策略以及市场需求的变化来做出调整。以老铺为例，公司每年会对旗下的产品价格进行检视，并进行 2-3 次的价格调整。在金价上行的时候，老铺会在特定时间进行提价来确保其产品溢价不被压缩。在金价下行的时候，我们认为老铺较高的产品附加值将在一定程度上确保其终端零售价格的相对稳定。

- **较为节制的促销与折扣**

老铺对其产品的促销和打折相比普通黄金珠宝品牌更为节制。据我们观察，老铺仅在特殊节假日时段适当加大折扣力度（通常是参加商场举办的促销活动）。另外，老铺对黑金卡客户（通常需要累计购买价值超至少人民币 30 万元）会给予额外的折扣福利。这不但符合老铺高端的产品定位，也增加了高净值客户的粘性。

- **二手市场较小的折价幅度**

基于老铺极高的热度，老铺的产品在二手市场也备受瞩目。值得注意的是，大众黄金珠宝产品在二手市场的回收价格基本上都是按照实时金价乘以克重来计算的（还需要减去一部分手续费），而老铺的产品在二手市场的回收价格是在购买时的发票价格的基础上打一个折扣。这与高端奢侈珠宝品牌在二手市场回收价格的定价方式一致。

根据我们的渠道调研，老铺黄金产品目前在二手市场的回收价格平均在零售价格的 70%-80%。这很大程度上体现了老铺产品具有较高的投资与保值属性。

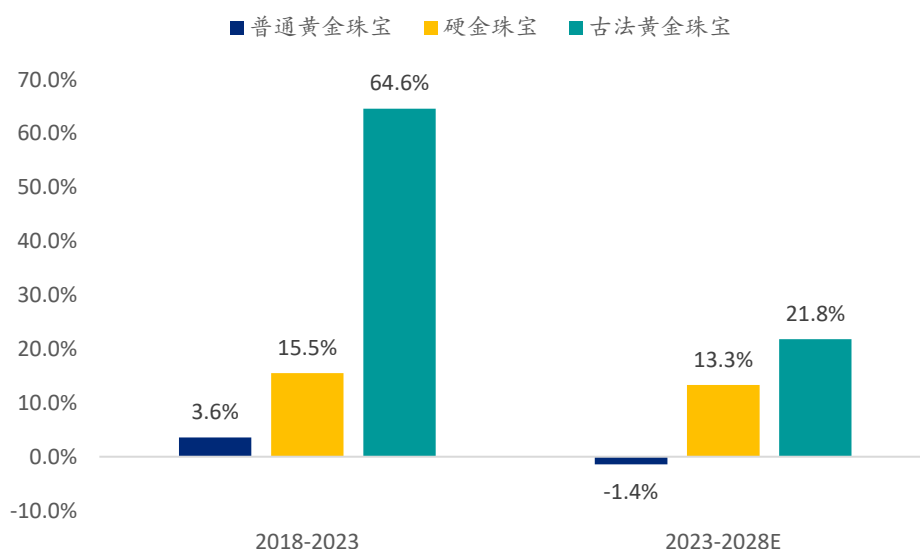
● 聚焦“古法工艺”，满足消费者悦己心理需求

何为“古法黄金”？

所谓古法黄金，指的是一种将现代设计与中国古典文化相结合的金饰产品。“古法黄金”具有色彩温润（哑光及磨砂质感）、外观精美、工艺复杂的特点，并且具有中国古代宫廷金饰的特征。“古法黄金”应用至少两种及以上中国黄金协会发布的团体标准中规定的中国传统手工黄金制造工艺的纯金珠宝，这些技艺主要包括锤揲、篆刻、镂空、花丝、镶嵌及烧蓝。

根据中国珠宝玉石首饰行业协会以及中国黄金协会的数据，古法黄金珠宝在 2018-2023 年的复合增长率为 64.6%，远高于普通黄金珠宝与硬金珠宝。弗若斯特沙利文预测 2023-2028 年，中国古法黄金珠宝的市场规模的增长依然将高于行业平均水平。

图表 27：中国足金珠宝市场规模年复合增长率，按加工技术划分



资料来源：老铺黄金招股书、浦银国际

老铺黄金已成为古法黄金的代名词

老铺黄金是国内率先推广古法黄金珠宝概念的品牌，也是中国为数不多始终专注于古法黄金产品的设计、生产、加工和销售的黄金珠宝品牌。

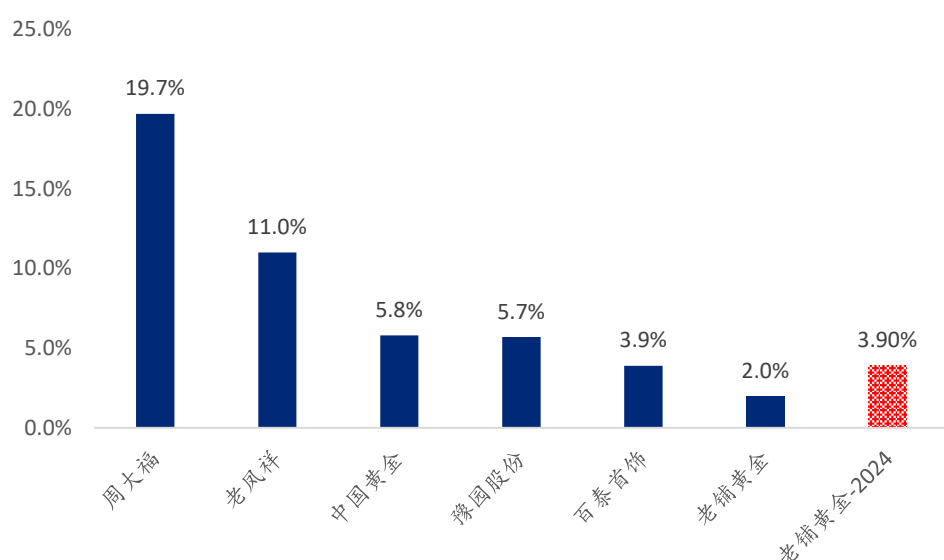
从产品角度来看，老铺主打的是拥有两千多年历史的皇家御用古法手工制金三大工艺：古法铸型、手工细金以及手工修金。这些工艺都得以完好保留并传承至今，使得老铺黄金在业界独树一帜，成为了古法黄金的标杆。

从品牌营销角度来看，公司多年来对古法黄金这一理念进行积极的市场宣传与教育，将古法黄金与中国传统历史和文化深度绑定。这使得古法黄金这一理念被许多消费者所接受，而老铺黄金作为“中国古法手工金器专业第一品牌”的形象也已深入人心。

我们认为，老铺黄金在古法黄金领域的深耕帮助它与其他珠宝品牌在产品定位与品牌形象上形成显著的差异化。

中国古法黄金珠宝 2023 年的市场规模约为人民币 1,573 亿元（预计 2024 年达到人民币 2,193 亿）。而老铺黄金 2023 与 2024 年的收入为人民币 31.8 亿元与 85 亿元，预计分别占中国古法黄金总市场规模的 2%与 3.9%。

图表 28：中国古法黄金市场份额 2023 年分布及老铺黄金 2024 年市占率情况



资料来源：老铺黄金招股书、浦银国际

尽管老铺与古法黄金头部玩家的市场份额相去甚远，但我们的调研显示，老铺黄金已基本成为古法黄金的代名词。大部分消费者一提到古法黄金，第一个想到的品牌便是老铺黄金。这表示老铺黄金在古法黄金市场已成功抢占消费者心智，成为当仁不让的古法黄金第一品牌。

随着古法黄金赛道持续的高速增长，老铺无疑会是最大的受益者。同时，随着老铺黄金持续对其强大的品牌力进行变现，我们认为老铺未来两年在古法黄金赛道的市场份额也将大幅扩张。

老铺的古法黄金产品为何受到消费者的追捧？

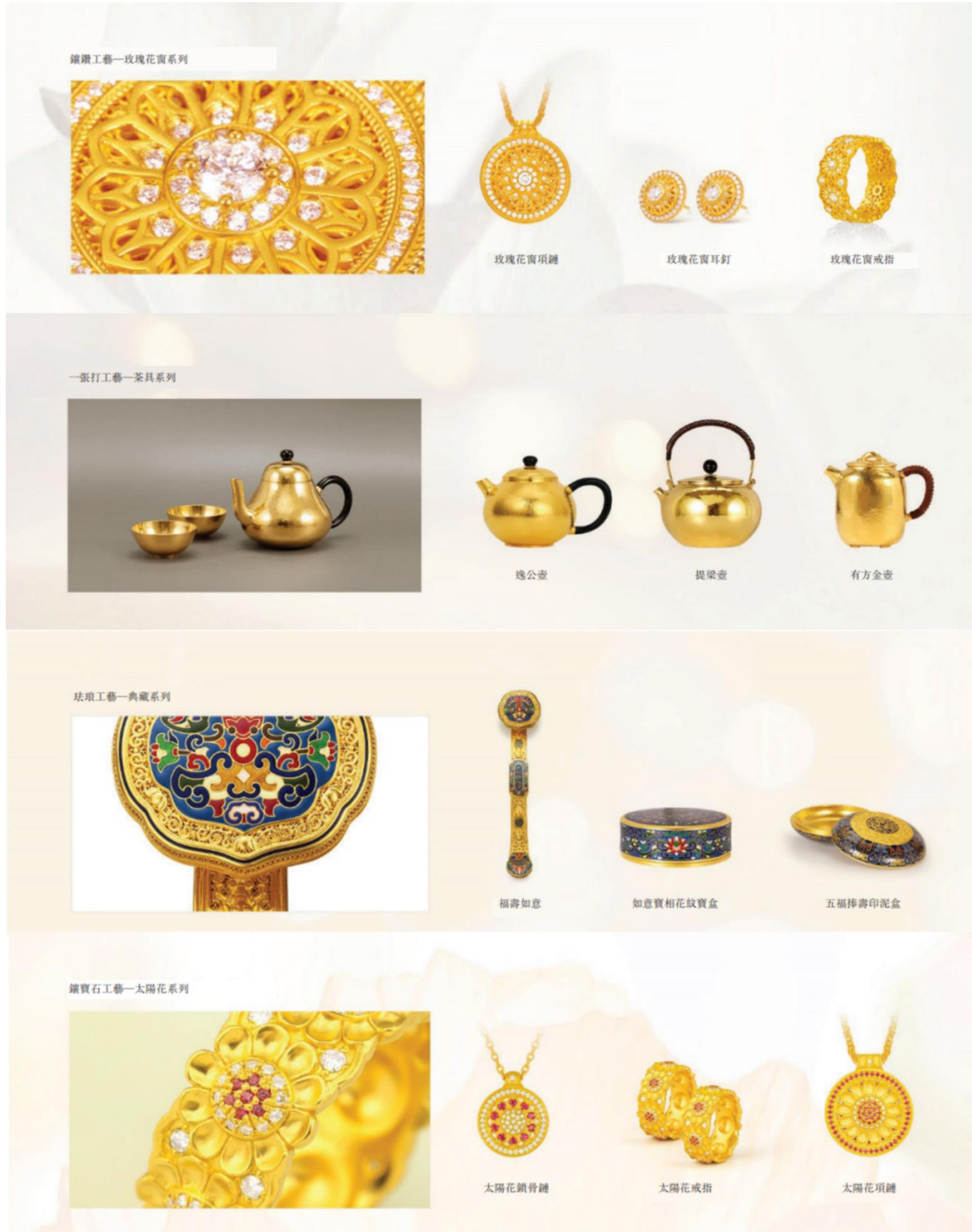
我们认为，相比传统黄金产品，老铺的古法黄金产品之所以在定价上能够有那么大的溢价空间，主要是因为公司通过精准的产品定位与品牌营销，成功赋予其古法黄金产品以下四大特点：

- (1) 传统工艺：强调其生产工艺为非物质文化遗产，具有较高的文化与历史传承；
- (2) 手工制造：标榜需要专业工匠手工制造，制作工艺繁复、耗时远高于普通黄金制品；
- (3) 产品创新：首家以“足金黄金”为底材，手工镶嵌钻石的公司，打破了以K金为底材的传统金饰镶嵌做法；
- (4) 个性化定制：老铺的古法黄金产品可以针对消费者的审美进行个性化定制。

基于以上产品特点，老铺的产品为消费者带去独特的悦己消费心理体验，具体包括：

- (1) 老铺黄金精致的古法黄金产品设计及非遗传统工艺满足了消费者对黄金珠宝文化内涵与艺术性的追求；
- (2) 手工制造及非遗传统工艺具有一定的不可复制性为老铺的产品带来稀缺性，满足了消费者对黄金珠宝产品投资和保值的心理需求；
- (3) 老铺的高端奢侈品定位和高产品溢价满足了消费者彰显自身社会地位和社会价值的心理需求；
- (4) 随着“国潮”在年轻人中日渐流行，老铺的古法黄金产品符合年轻消费者当下对中国历史与文化元素的推崇；
- (5) 老铺的定制化服务满足了高净值消费者对于产品个性化需求以及自我情感的表达。

图表 29：老铺黄金产品设计



資料來源：老鋪黃金招股書、浦銀國際

● 聚焦 DTC，深度传递品牌价值

截止到 2024 年末，老铺黄金在全国 15 个城市共开设了 36 家门店（包括香港和澳门各两家），门店数远低于其他中国黄金珠宝品牌，甚至不及国际奢侈品品牌在中国的门店数量（见图表 13）。

由此可见，老铺黄金对于线下门店扩张一直采取较为谨慎的态度。对老铺黄金来说，其线下门店的形象必须最大程度地体现老铺黄金高端奢侈品的品牌定位。因此，公司在门店选址、运营、管理等方面都有着极强的管控标准。

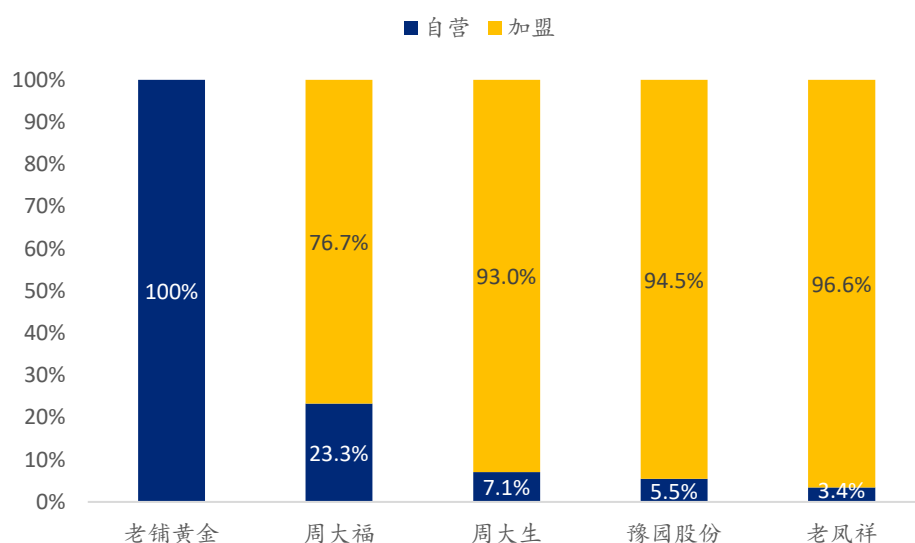
综合来看，公司旨在通过聚焦 DTC 模式（全自营零售）以及严格的选址标准来消费者传递其高端奢侈品的定位，以优质的客户服务体验来增强客户粘性。

我们预计老铺黄金在 2025 年将在上海新开三家门店，在北京至少新开一家门店。未来三年，老铺黄金将以每年 6-8 家（国内 4-5 家，海外 2-3 家）的速度进行门店网络的扩张。

采用全自营模式，严控门店运营质量

相比其他中国黄金珠宝玩家普遍以加盟为主要运营模式，老铺黄金的线下门店则采取 DTC 的经营模式，即完全自主经营。这一运营策略是为了对标大部分的国际奢侈品品牌。

图表 30：黄金珠宝品牌自营门店与加盟门店占比，2024 年



注：周大福数据为 FY1H25 数据。资料来源：公司资料、浦银国际

全自营的运营模式一方面使老铺黄金能够严格把控产品质量，确保门店的产品展示符合公司产品销售策略，同时最大程度展现公司的品牌形象，讲好品牌故事、传递品牌价值。另一方面，全自营模式能够使公司对消费者的服务上更加统一、更加标准化，确保消费者在门店获得极致的购物体验。

图表 31：老铺黄金门店



资料来源：老铺黄金官网、浦银国际

全自营模式的另一个好处是公司在运营层面会有更高的运营杠杆。老铺黄金大部分的门店采用可变租金，租金基本上与门店销售收入成比例关系。但老铺的门店员工费用大部分属于固定费用（80%为基础工资，20%与门店业绩挂钩）。随着平均单店店效的提升，员工费用占收入的比例将大幅下降，利好门店经营利润率扩张。

严格的选址标准匹配奢侈品定位

从选址来看，老铺黄金的门店大多位于高端购物中心（包括 SKP 和万象城）的一楼或二楼，该位置通常为奢侈品牌的聚集地，可以吸引更多高净值人士，以更高的购买转换率产生更好的产品展示和宣传效果。与此同时，优越的地理位置也突显了老铺高端奢侈品的品牌定位。

值得注意的是，老铺黄金在多个顶级商场中开设了两家门店，如北京东方新天地、北京 SKP、南京德基广场、厦门万象城、杭州万象城、沈阳万象城、深圳万象城、澳门威尼斯人等商场均在不同楼层开出了两家门店。管理层认为在不同楼层经营两家门店可以产生协同效应，激发客户更大的兴趣，促进客流量增长。

图表 32：老铺门店列表

序号	门店名称	协议类型	城市层级
1	北京东方新天地店	租赁	一线
2	北京东方新天地点钻店	租赁	一线
3	北京 SKP 1F 店	联营	一线
4	北京 SKP B1 店	联营	一线
5	北京工美大厦店	联营	一线
6	北京王府井百货大楼店	联营	一线
7	北京王府中环店	租赁	一线
8	北京中国大饭店店	租赁	一线
9	北京国贸商城店	租赁	一线
10	北京 DT51 店	联营	一线
11	上海豫园店	租赁	一线
12	南京德基店	联营	新一线
13	南京德基二店	联营	新一线
14	厦门万象城 B1 店	租赁	二线
15	厦门万象城 3F 店	租赁	二线
16	西安 SKP 店	联营	新一线
17	杭州万象城 B1 店	租赁	新一线
18	杭州万象城 2F 店	租赁	新一线
19	深圳万象城店	租赁	一线
20	深圳万象城二店	租赁	一线
21	深圳万象天地店	租赁	一线
22	沈阳万象城 B1 店	租赁	二线
23	沈阳万象城 2F 店	租赁	二线
24	武汉武商世贸店	联营	新一线
25	杭州大厦店	联营	新一线
26	香港海港城店	租赁	港澳
27	成都国金店	租赁	新一线
28	澳门威尼斯人 3F 店	租赁	港澳
29	澳门威尼斯人 1F 店	租赁	港澳
30	成都 SKP 店	联营	新一线
31	广州太古汇店	租赁	一线
32	香港广东道店	租赁	港澳
33	天津万象城店	租赁	新一线
34	北京东方新天地会员中心	租赁*	一线
35	北京 SKP-S 店	联营*	一线
36	上海港汇恒隆店	租赁*	一线
37	深圳万象城 L2 层店	租赁*	一线
38	深圳万象城 B1 层岛柜店	租赁*	一线
39	成都 SKP2 店	联营*	新一线
40	郑州丹尼斯大卫城店	租赁*	新一线
41	武汉 SKP 店	联营*	新一线

注：数据截至 2025 年 5 月 1 日。*为假设模式。资料来源：老铺黄金招股书、浦银国际



对选址的议价能力有望持续提升

高线城市的高端购物商场具有一定的稀缺性，适合开设奢侈品的理想地点供应不足。因此，最终是否能抢占优质的地点很大程度上依赖于企业自身的品牌力和引流的能力。

数据显示，目前周大福和周生生的门店已经完成对一线城市高端购物中心100%的覆盖，而老铺黄金的覆盖率仅有 50%。但是，凭借老铺黄金目前的品牌热度以及吸引客流的能力，我们认为老铺相较于其他黄金珠宝品牌具有相对更高的议价能力。

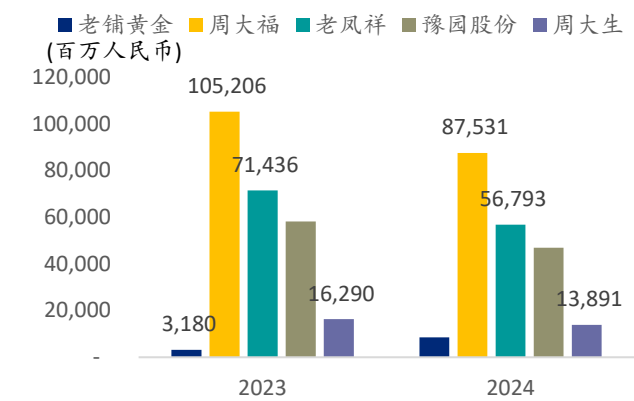
凭借强大的品牌力、较高的单店 GMV 以及较强的引流能力，管理层有信心公司在不久的未来覆盖中国所有高端购物商场（我们预计 2024 年覆盖率接近 50%）。

与传统黄金珠宝品牌的财务数据比较

收入规模远小于同业，但增速远快于同业

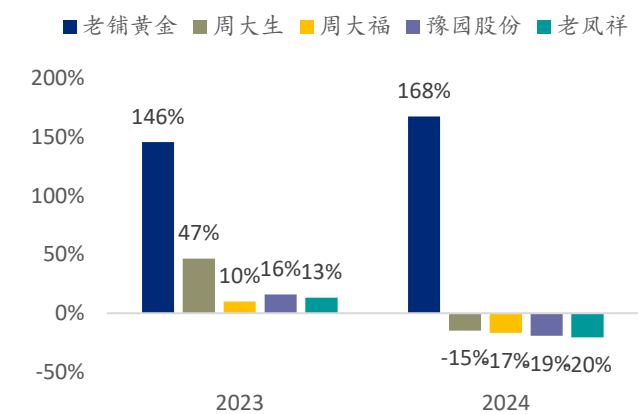
从收入规模来看，老铺与头部黄金珠宝品牌还存在着较大的差距。然而，基于公司高度聚焦的产品细分（专注于古法黄金）、高端的品牌定位（对标奢侈品）、稳定的定价机制（一口价）以及为消费者带来的丰富的悦己情绪价值，老铺黄金在过去一年多的金价上涨周期里持续出圈，并录得远高于同业的收入增长。

图表 33：老铺黄金、周大福、老凤祥、周大生和豫园股份收入规模比较，2023-2024 年



注：周大福数据为估算。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 34：老铺黄金、周大福、老凤祥、周大生和豫园股份销售增长比较，2023-2024 年

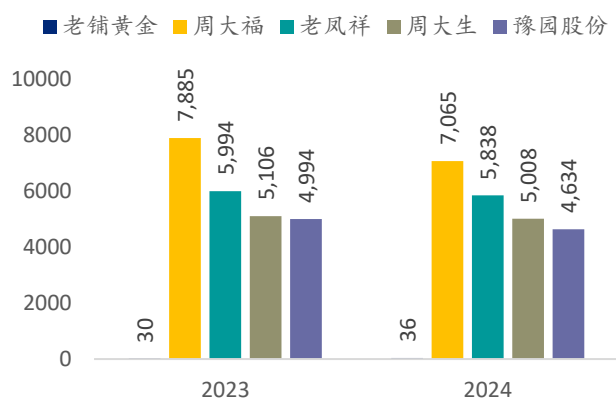


注：周大福数据为估算。资料来源：公司数据，浦银国际

由于老铺黄金对于门店扩张一直采取较为谨慎的态度，老铺黄金截至 2024 年末的门店数远小于同业竞争对手。但是，老铺黄金也是为数不多短期门店数仍在扩张的黄金珠宝品牌。

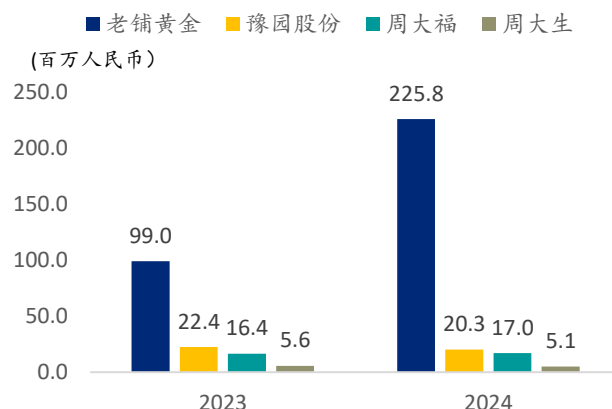
除此之外，老铺黄金的单店营收规模远高于同业的水平。这归功于老铺极高的门店客流量以及销售转化率。

图表 35：老铺黄金、周大福、老凤祥、周大生和豫园股份门店数量，2023-2024 年



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 36：老铺黄金、周大福、周大生和豫园股份平均单店销售规模，2023-2024 年



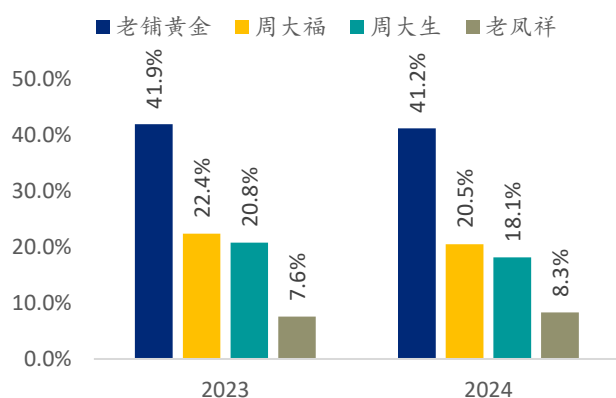
注：周大福以 FY23-FY24 财年的数据计算

资料来源：公司数据，浦银国际

较高的产品溢价令利润率远高于同业

如前文所述，老铺黄金与传统黄金珠宝品牌最大的区别之一在于其较高的品牌定位以及产品定价。因此，对于成本相近的产品，老铺的平均销售单价大幅高于传统黄金珠宝品牌。较高的产品溢价（平均销售单价高于生产所用原料成本的部分）也帮助公司录得高于同业的毛利率与经营利润率。

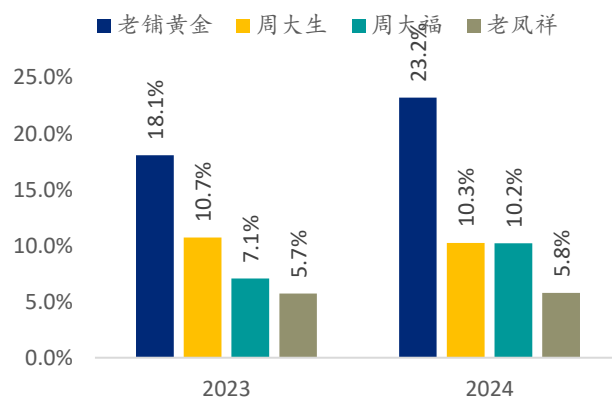
图表 37：老铺黄金、周大福、老凤祥和周大生毛利率，2023-2024 年



注：周大福以 FY23-FY24 财年的数据计算

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 38：老铺黄金、周大福、老凤祥和周大生经营利润率，2023-2024 年



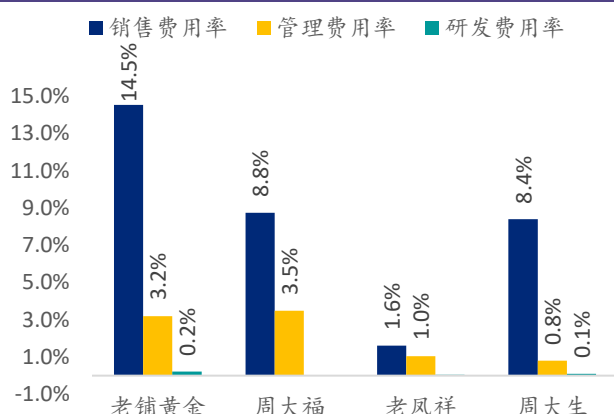
注：周大福以 FY23-FY24 财年的数据计算

资料来源：公司数据，浦银国际

DTC 模式导致较高的销售费用率

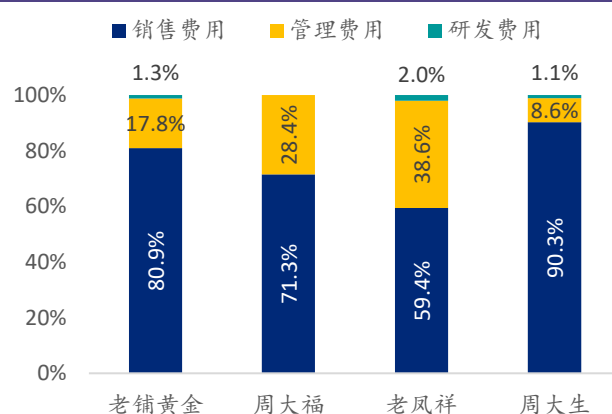
老铺黄金的门店采取 DTC（全自营）的运营模式，而大部分的传统珠宝品牌都采取自营与批发混合的运营模式。这也导致老铺的各项经营费用率都高于传统的黄金珠宝品牌。从费用的结构来看，员工费用与租金费用是占比最大的两个项目。其中，老铺黄金全自营模式导致其租金占整体费用的比例远高于其他品牌。

图表 39：老铺黄金、周大福、老凤祥和周大生主要费用占收入比例，2024 年



注：周大福以 FY24 财年的数据计算
资料来源：公司数据，浦银国际

图表 40：老铺黄金、周大福、老凤祥和周大生主要费用的组成结构，2024 年

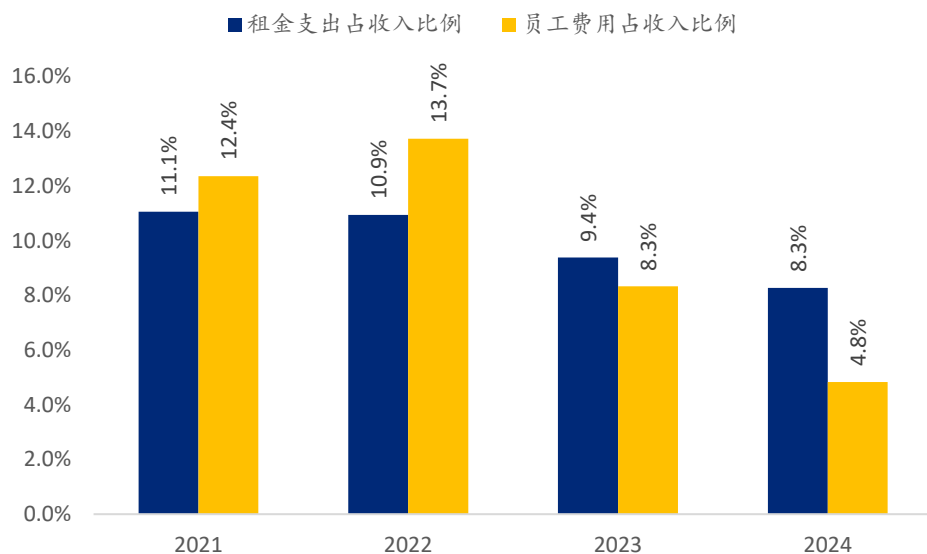


注：周大福以 FY24 财年的数据计算
资料来源：公司数据，浦银国际

员工费用方面，门店员工收入 80% 为基础薪资，剩下 20% 与服务质量考核挂钩，而非与个人的销售收入挂钩。这主要是因为公司更加希望通过优质的服务来培养与客户长期良好的关系，而不是依靠明星销售人员激进的推销来带动短期生意的增长。由于门店员工的薪酬大部分为固定成本，因此员工费用具有较高的经营杠杆，员工费用占收入的比例会随着平均单店销售规模的上升而出现较大的降幅。

租金费用方面，截止到 2024 末，公司 36 家门店中，只有 4 家为固定租金，剩余 32 家为可变租金或联营费（与门店销售收入挂钩）。这就意味着老铺门店租金相关费用中，大部分为可变成本。因此，老铺的租金费用经营杠杆比较低，租金占收入的比例相对较为稳定，受门店销售规模变化的影响较小。

图表 41：老铺黄金的员工与租金占收入的比例，2021-2024 年

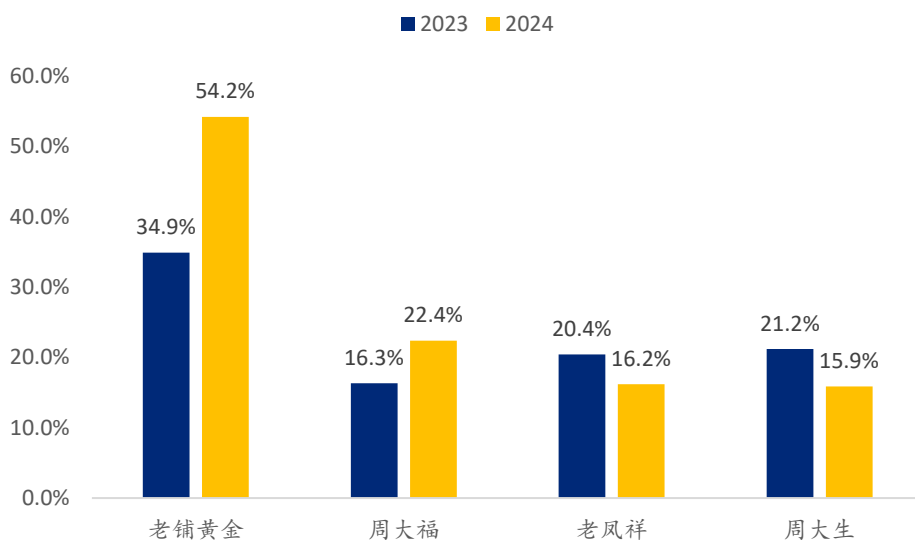


资料来源：公司数据、浦银国际

ROE 远高于同业

老铺的 ROE 远高于同业，主要是归功于老铺的净利率水平远高于同业。

图表 42：老铺黄金及同业 ROE 水平，2023-2024 年



注：周大福以 FY23-FY24 财年的数据计算

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 43：老铺黄金及同业杜邦分析，2023-2024 年

	老铺黄金		周大福		老凤祥		周大生	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
净利率	13.1%	17.3%	5.7%	6.0%	3.1%	3.4%	8.1%	7.3%
资产周转天数	1.8	2.0	1.1	1.2	2.8	2.4	2.1	1.8
财务杠杆	1.4	1.6	2.7	3.0	2.3	2.0	1.3	1.2
ROE	34.9%	54.2%	16.3%	22.4%	20.4%	16.2%	21.2%	15.9%

注：周大福以 FY23-FY24 财年的数据计算

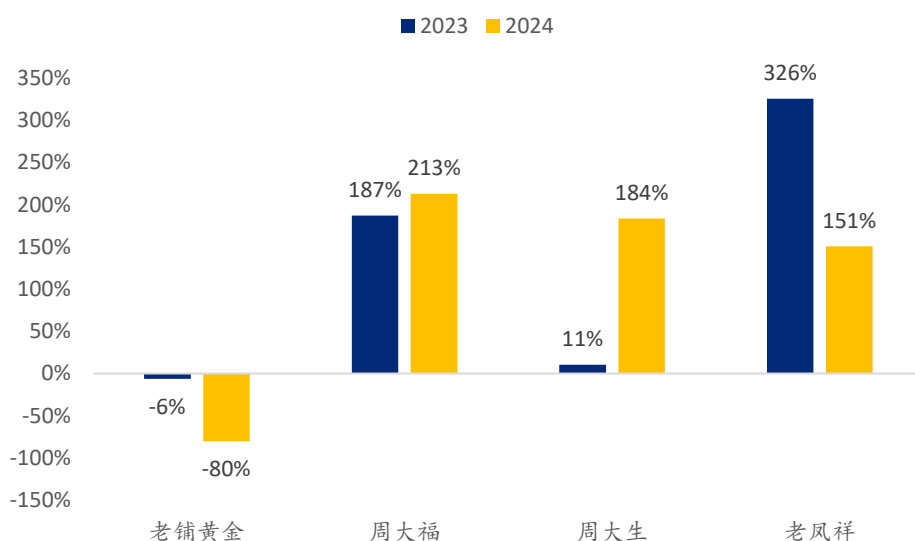
资料来源：公司数据、浦银国际

经营现金流弱于同业

老铺黄金 2023-2024 年连续两年的经营性现金流为负数，主要是由于公司在高速扩张的阶段对原材料的需求急剧上升。

老铺黄金是为数不多门店持续扩张的黄金珠宝企业。由于老铺的门店采用自营零售模式，因此每新开一家门店都需要进行大量的备货。2023-2024 年底库存金额的急剧上升主要是由于公司基于对未来销售增长的预判，为了满足生产的需要，从而加大了对原材料库存（即黄金）的采购力度。

图表 44：经营现金流占归母净利润的比例，2023-2024 年



注：周大福以 FY23-FY24 财年的数据计算

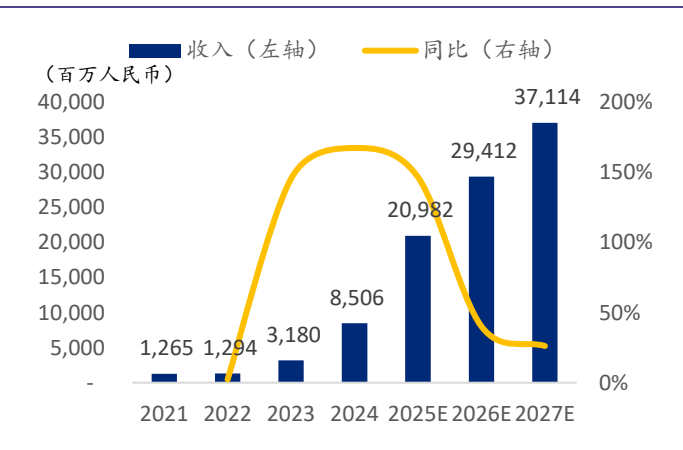
资料来源：公司数据、浦银国际

盈利预测

老铺 2023 年与 2024 年分别录得 146%以及 168%的收入增长。我们预测公司 2025E/2026E/2027E 收入同比增长 147%/40%/26%，主要是由门店数扩张以及平均单店店效提升所驱动。

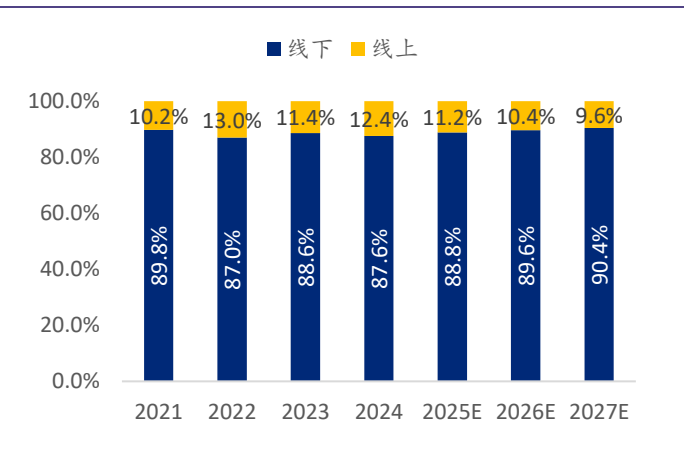
随着线下门店数（包括境内与境外）的持续扩张，我们预计未来三年里线下销售占比将持续小幅上升。

图表 45：老铺黄金收入及同比增长，2021-2027E



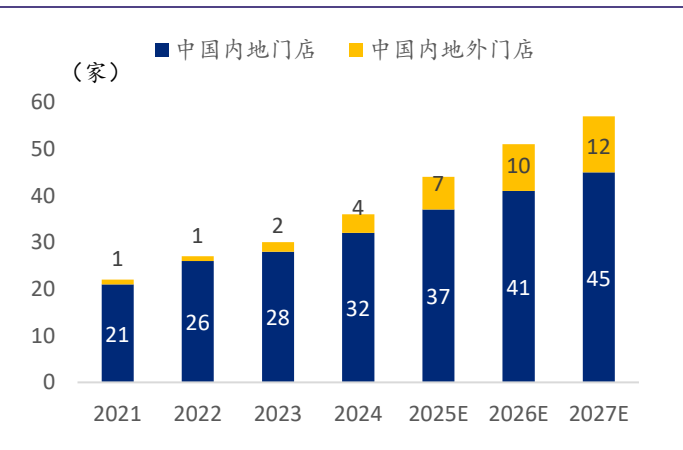
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 46：老铺黄金收入分渠道拆分，2021-2027E



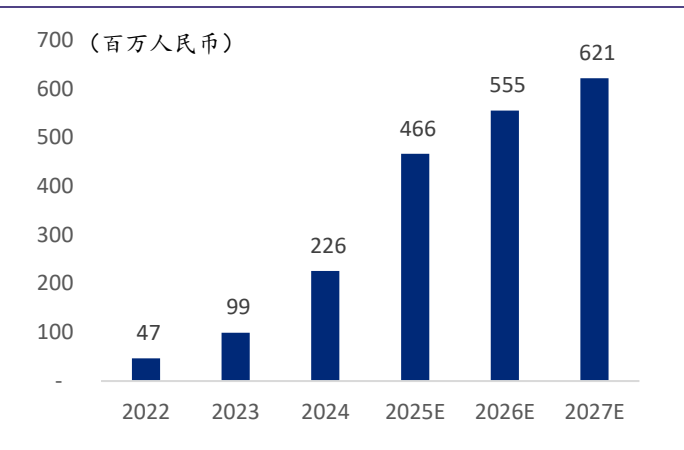
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 47：老铺黄金的门店数，2021-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 48：老铺黄金的平均单店收入，2022-2027E

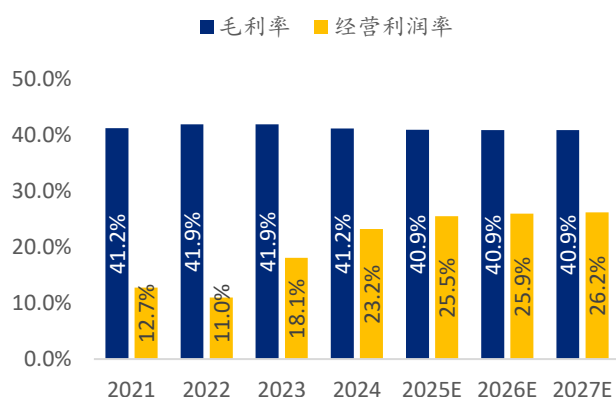


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

老铺的产品成本主要为原材料（预计占比达 90%以上）。主要原材料包括黄金、钻石和其他珠宝。由于金价近期的上升速度较为迅猛，而老铺的涨价幅度通常仅为一年 2-3 次，相较金价上涨会有些滞后。这也是老铺 2024 年毛利率下降的主要原因。我们认为这一因素可能导致 2025 年的毛利率继续有小幅的下降，但到了 2026 年以后将保持稳定。

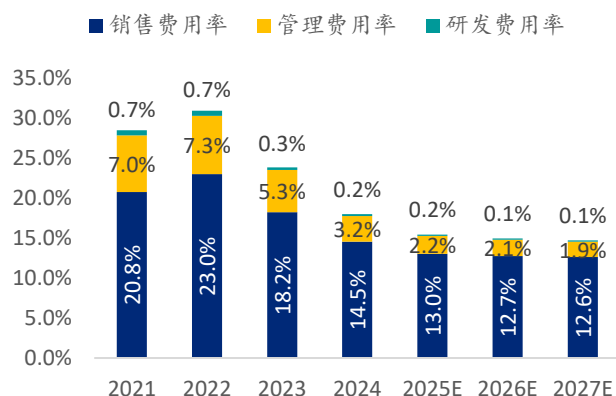
我们在前文提到，老铺采取全自营的模式，令公司相较其他同业具有较强的经营杠杆。展望 2025-2027E，随着老铺平均单店店效的持续提升，在门店经营杠杆的帮助下，其各项费用率有望进一步下降，从而带动经营利润率的扩张。

图表 49：老铺黄金的毛利率与经营利润率，2021-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 50：老铺黄金主要费用率，2021-2027E

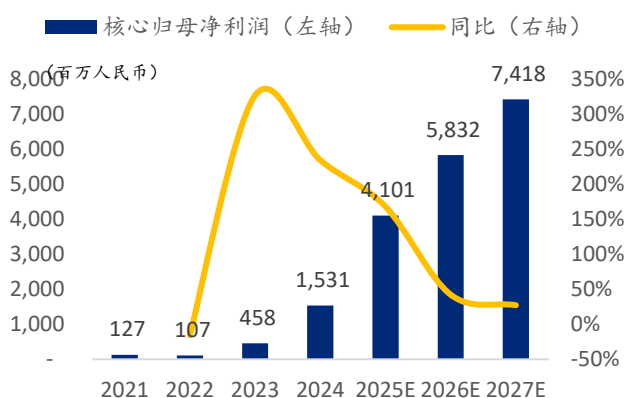


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

基于经营利润率的扩张，我们预计 2025 年的核心归母净利率同比扩张 1.5ppt，但 2026-2027 年的扩张幅度将有所减小。

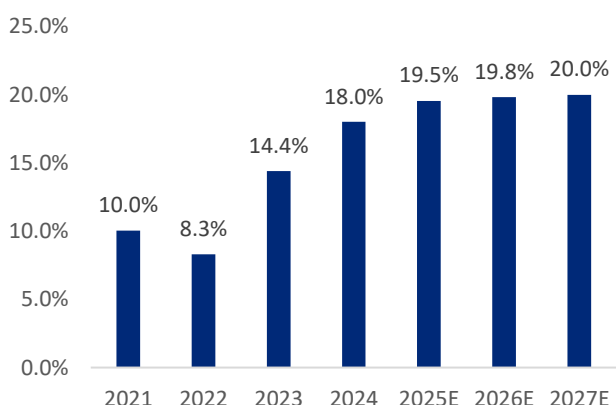
在收入增长以及核心净利率扩张的帮助下，我们预测公司的核心归母净利润在 2025E/2026E/2027E 同比增长 168%/42%/27%

图表 51：老铺黄金核心归母净利润及增速，2021-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 52：老铺黄金核心归母净利率，2021-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

老铺的应收账款天数在 2021-2023 年稳定在 27-29 天，但在 2024 年下跌至 25 天。我们认为这可能是因为联营门店销售占比的下降，以及购物中心给予老铺更有利的账期政策。

库存周转天数在 2023-2024 年持续下降，主要归功于强劲的销售收入增长。我们预计库存周转天数在 2025 年继续下降至 179 天。但随着收入增速的放缓，我们预计库存周转天数可能在 2026 年有所反弹。

图表 53：老铺黄金运营资本管理，2021-2027E

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
应收账款周转天数	27	29	28	25	24	23	22
库存周转天数	357	383	205	195	179	187	180
应付账款周转天数	6	3	7	10	9	9	9
现金周转天数	378	409	226	210	194	201	192

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

由于净利率的大幅扩张，ROE 在 2024 年大幅提升至 54.2%，并有望在 2025 年进一步提升至 56.9%。然而，随着净利率扩张幅度的减小以及资产周转率以及财务杠杆的下降，我们预计 2026-2027E 的 ROE 可能有所下降。

图表 54：老铺黄金杜邦分析

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	41.2%	41.9%	41.9%	41.2%	40.9%	40.9%	40.9%
费用率	28.5%	30.9%	23.8%	18.0%	15.4%	14.9%	14.7%
经营利润率	13.6%	11.8%	19.1%	23.7%	26.7%	26.8%	26.9%
利息负担	90%	83%	91%	96%	90%	93%	95%
税务负担	74%	75%	75%	76%	75%	75%	75%
净利率	9.0%	7.3%	13.1%	17.3%	18.1%	18.8%	19.1%
资产周转率	1.1	1.1	1.8	2.0	2.2	2.0	2.1
财务杠杆	1.5	1.5	1.4	1.6	1.4	1.3	1.3
ROE	14.8%	11.5%	34.9%	54.2%	56.9%	50.8%	51.0%

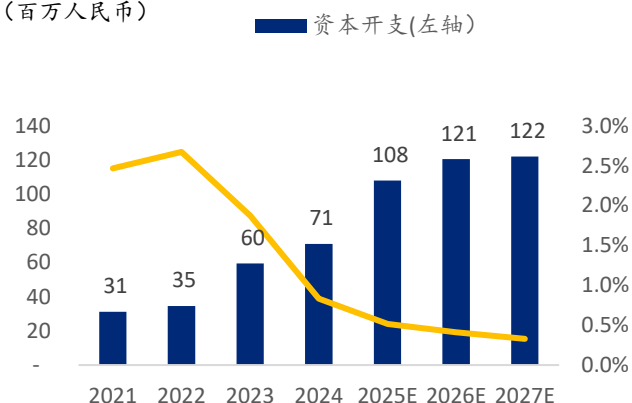
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

老铺的资本开支主要是用于新开门店。随着新开门店数的增加，老铺 2025-2027 年的资本开支将增加至每年人民币 1.08-1.22 亿元，但是资本开支占收入的比例会因为收入规模的不断上升而大幅下降。

老铺 2023-2024 年的经营性现金流为负，主要是由于公司为了满足市场需求的增长以及新开门店备货的需要，从而加大对黄金原材料的采购规模。我们预测 2025 年的经营现金流依然为负，但会随着收入增速的放缓在 2026-2027 年实现转正。

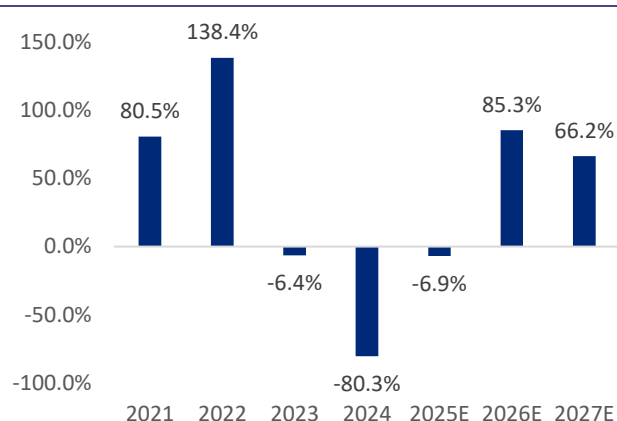
图表 55：老铺黄金资本开支占收入比例，2021-2027E

(百万人民币)



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 56：经营性现金流占核心净利润比例，2021-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 57：老铺黄金关键预测指标

(百万人民币)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,265	1,294	3,180	8,506	20,982	29,412	37,114
线下门店	1,135	1,126	2,818	7,450	18,636	26,368	33,549
线上平台	129	168	361	1,055	2,346	3,044	3,565
收入增长	107.0%	2.3%	145.7%	167.5%	146.7%	40.2%	26.2%
线下门店	107.0%	-0.8%	150.2%	164.3%	150.1%	41.5%	27.2%
线上平台	0.0%	29.9%	115.0%	192.2%	122.3%	29.8%	17.1%
门店数量	22	27	30	36	44	51	57
中国内地	21	26	28	32	37	41	45
港澳地区	1	1	2	4	7	10	12
门店数量增长	15.8%	22.7%	11.1%	20.0%	22.2%	15.9%	11.8%
平均门店销售		47	99	226	466	555	621
同比增长			112.8%	128.1%	106.4%	19.1%	11.9%
同店增长		-17.6%	115.4%	120.9%	112.3%	21.8%	14.1%
毛利率	41.2%	41.9%	41.9%	41.2%	40.9%	40.9%	40.9%
经营利润率	12.7%	11.0%	18.1%	23.2%	25.5%	25.9%	26.2%
净利率	9.0%	7.3%	13.1%	17.3%	18.1%	18.8%	19.1%
净利润	114	95	416	1,473	3,788	5,519	7,106
同比增长		-17.0%	340.4%	253.9%	157.1%	45.7%	28.7%

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 58：老铺黄金盈利预测表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3,180	8,506	20,982	29,412	37,114
同比	145.7%	167.5%	146.7%	40.2%	26.2%
成本	(1,848)	(5,004)	(12,391)	(17,393)	(21,944)
毛利	1,332	3,501	8,591	12,019	15,170
毛利率	41.9%	41.2%	40.9%	40.9%	40.9%
销售费用	(579)	(1,237)	(2,735)	(3,741)	(4,675)
管理费用	(168)	(272)	(469)	(607)	(716)
研发费用	(11)	(19)	(32)	(43)	(56)
核心经营利润	574	1,973	5,356	7,628	9,724
核心经营利润率	18.1%	23.2%	25.5%	25.9%	26.2%
利息收益	(18)	(28)	(36)	(30)	(25)
其他收益	(3)	1	(249)	(249)	(249)
除税前盈利	553	1,947	5,071	7,349	9,450
所得税开支	(137)	(473)	(1,283)	(1,830)	(2,344)
净利润	416	1,473	3,788	5,519	7,106
少数股东权益	-	-	-	-	-
归母净利润	416	1,473	3,788	5,519	7,106
归母净利率	13.1%	17.3%	18.1%	18.8%	19.1%
同比	340.4%	253.9%	157.1%	45.7%	28.7%
调整后净利润	458	1,531	4,101	5,832	7,418

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

估值及目标价

我们用 DCF 对老铺进行估值。基于 9.7% 的 WACC 以及 4.0% 的永续增长率，我们得到老铺黄金的目标价为 857.0 港元，相当于 36x 2025E P/E 以及 25x 2026E P/E。

图表 59：老铺黄金现金流折现模型预测

(百万人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBITDA	5,543	7,861	9,993	11,791	13,206	14,791	16,270	17,897	19,329	20,488	21,718
加：营运资本变动	-4,543	-1,055	-2,739	-3,068	-3,436	-3,711	-4,008	-4,088	-4,170	-4,253	-4,339
减：资本开支	-108	-121	-122	-122	-122	-122	-110	-99	-89	-80	-72
减：所得税支出	-1,283	-1,830	-2,344	-2,712	-3,037	-3,402	-3,742	-4,116	-4,446	-4,712	-4,995
FCFF	-390	4,856	4,788	5,889	6,610	7,556	8,410	9,594	10,624	11,443	12,312
FCFF 现值	-356	4,426	3,978	4,460	4,563	4,754	4,823	5,015	5,062	4,969	4,874
WACC	9.7%						企业价值EV		135,683		
无风险利率	3.0%						加：现金		1,601		
Beta	1.12						减：借款		-1,373		
市场风险溢价	7.0%						减：少数股东权益		0		
股权成本	10.8%						股权价值		135,911		
税后债权成本	1.5%						每股价值（RMB）		797.0		
							每股价值（HKD）		857.0		
长期股权占比	88.0%										
长期债权占比	12.0%						股价上涨空间		32.8%		
永续增长率	4.0%										

E=浦银国际预测；截至 2025 年 5 月 12 日收盘价

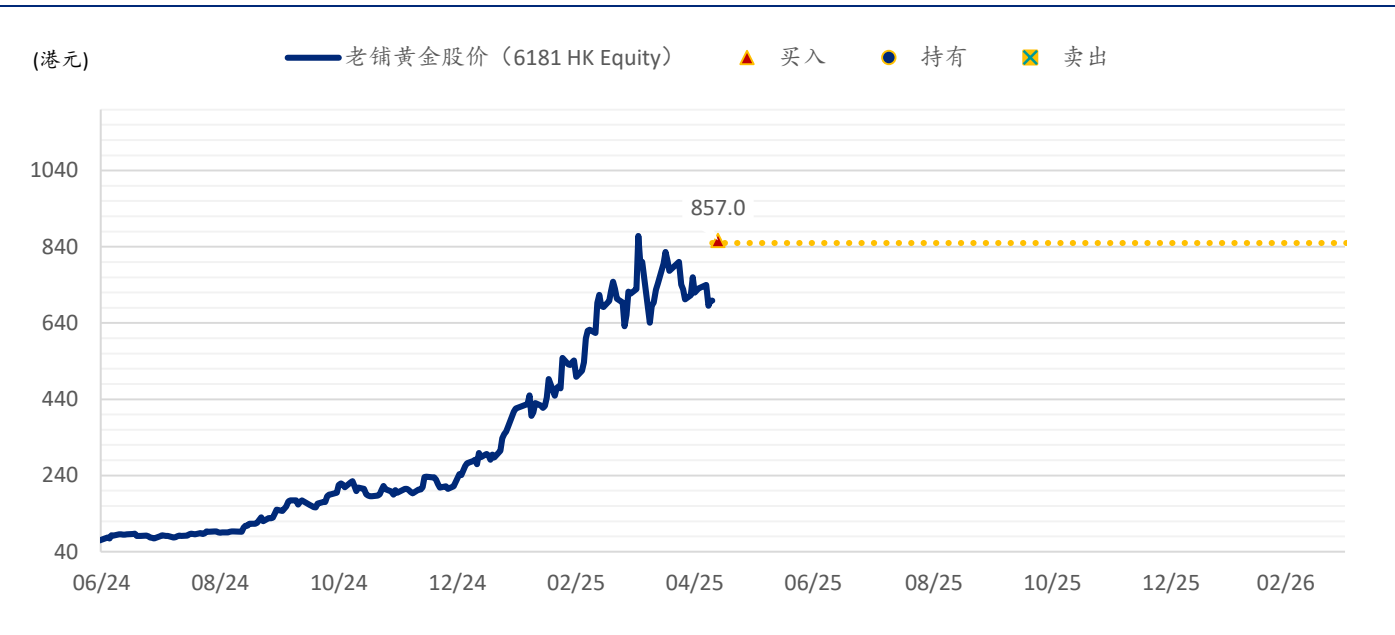
资料来源：公司资料，浦银国际

投资风险

老铺黄金股价可能面对的下行风险包括：

- 1) 6月底解禁短期可能带来较大卖盘压力；
- 2) 金价波动可能对股价造成负面影响；
- 3) 持续高速扩张可能会稀释其高端奢侈品牌的调性；
- 4) 竞争对手发力古法黄金可能削弱老铺的竞争优势；
- 5) 经济环境恶化可能削弱消费力，造成消费降级。

图表 60：SPDBI 目标价：老铺黄金（6181.HK）



注：截至 2025 年 5 月 12 日收盘价。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 61: SPDBI 消费行业覆盖公司

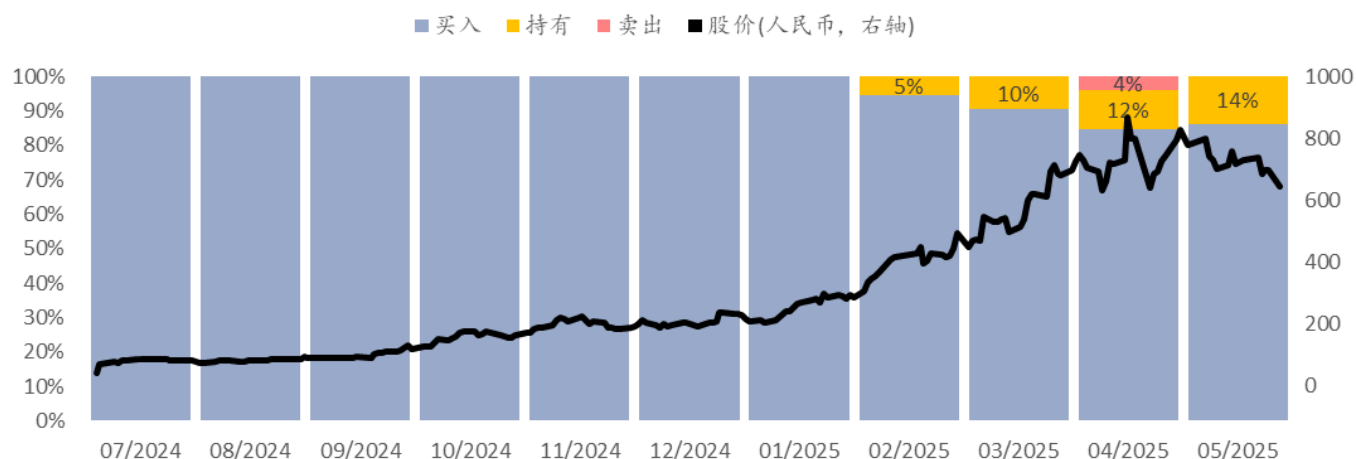
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.6	持有	17.66	2025 年 3 月 29 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	94.7	买入	118.8	2025 年 4 月 10 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.3	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	46.7	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	351.0	买入	479.7	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.0	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	18.2	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	22.0	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.6	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	34.2	买入	43.2	2025 年 5 月 2 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.1	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	57.3	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.6	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	54.5	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	74.3	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.8	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	18.7	买入	23.0	2025 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.8	买入	6.65	2025 年 4 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	25.6	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.2	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	187.0	买入	205.7	2025 年 3 月 26 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	645.5	买入	857.0	2025 年 5 月 12 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	97.3	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	78.1	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	65.8	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	48.8	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	44.0	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	24.2	买入	37.2	2025 年 3 月 26 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.8	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	34.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.8	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	15.1	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店

注：美股截至 2025 年 5 月 9 日收盘价，A 股、港股截至 2025 年 5 月 12 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

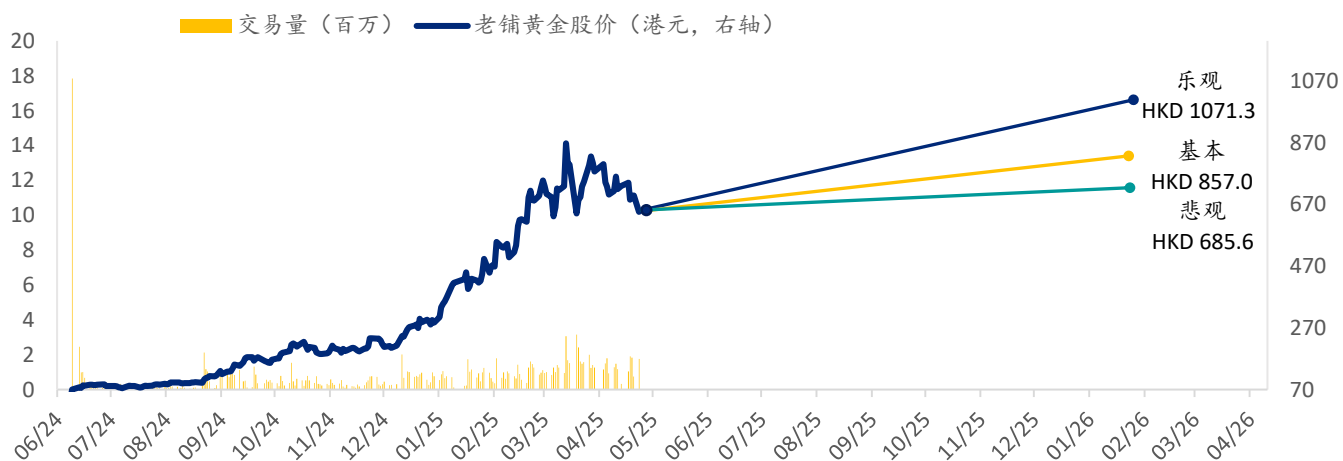
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 62：市场普遍预期：老铺黄金（6181.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 63：SPDBI 情景假设：老铺黄金（6181.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：1,071.3 港元

概率：25%

- 老铺黄金 2025 年门店增加 12 家；
- 公司 2025 年毛利率水平同比提升 50bps；
- 整体费用率增速放缓，经营利润率提升超 300bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：685.6 港元

概率：20%

- 老铺黄金 2025 年门店增加 5 家；
- 公司 2025 年毛利率水平同比降低 50bps；
- 2025 年经营利润率提升 150bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

老铺黄金品牌成立于 2009 年，专注于古法黄金珠宝生产与销售，曾推出业界首例足金镶嵌钻石珠宝，为中国黄金协会古法金及古法金镶钻饰品团体标准的制定者之一。老铺黄金于 2024 年 6 月在香港交易所挂牌上市（股票代码：6181.HK）。

公司大一部分收益来自通过线下自营门店销售的原创设计古法黄金珠宝，公司采取自营模式和主题情景店模式经营全部线下门店。截至 2024 年末，公司在中国内地及港澳地区共经营 36 家门店，全部位于包括 SKP 和万象城在内的具有严格准入要求的百货中心。此外，品牌也通过在线渠道覆盖全国范围的消费者，包括独立第三方电子商务平台天猫及京东的旗舰店，以及微信小程序，以优化客户体验及增加在线销售。

公司致力于推出兼具文化、时尚属性和能够展示自信风格和高品质的产品。公司拥有超过 1,000 项作品著作权，包含日常配饰、装饰品和器皿等。

财务上，公司 2024 年收入人民币 85 亿元，按产品分类来看，足金产品贡献收入 99.9%；线下门店和线上平台的收入贡献分别为 87.6%和 12.4%。2024 年公司净利润为人民币 14.7 亿元，归母净利率为 17.3%。

● 前十大股东

图表 64：老铺黄金主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Beijing Hongqiao Jinji Consulting	37.47
2	Guodong Chen	11.15
3	Xu Gaoming	9.45
4	Tianjin Jincheng Enterprise Mana	6.87
5	Tencent Holdings	4.99
6	Xu Dongbo	4.24
7	Yinhua Fund Management	0.97
8	Fullgoal Fund Management	0.88
9	GF Fund Management	0.69
10	China Southern Asset Management	0.62

注：数据截至 2025 年 5 月 6 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 65：老铺黄金发展里程碑

时间	里程碑
2009	老铺黄金成立，第一家线下门店开业
2016	“老铺黄金-中国首届古法手工金器文化节”在北京王府井步行街开幕
2017	老铺黄金进驻天猫旗舰店
2019	老铺黄金微信精品店正式上线
2024	老铺黄金股份有限公司在香港交易所上市
2025	老铺黄金连续第三年上榜《胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 66：老铺黄金公司管理层

姓名	职位	履历
徐高明	创始人、董事长、执行董事、总经理兼研发部总监	徐先生自2016年起担任公司董事、总经理及商品研发总监，并自2019年11月起担任公司董事长。他主要主持公司经营、管理全面工作，负责董事会相关工作，主持公司商品研发工作。徐先生于2004年6月创立金色宝藏（一家主要从事黄金珠宝及把玩业务的公司），并于2004年6月至2018年12月担任金色宝藏总经理和于2004年6月至2016年12月领导研发活动。他于2012年7月创立文房文化（一家主要从事文房文化产品、古董产品和珠宝业务的公司，并目前专注于家具、文房四宝及书画销售业务），并于2012年7月至2017年9月担任文房文化总经理和于2012年7月至2016年12月领导其研发活动。 创办集团之前，徐先生于1995年加入岳阳红乔，一家主要从事旅游投资及开发的公司，并担任总经理至2017年7月。他在1992-1993年担任岳阳市畜牧水产局水产大楼总经理。
冯建军	执行董事、副总经理	他自2019年11月起担任公司董事及自2017年1月起担任公司的副总经理。冯先生于2023年11月调任公司执行董事，负责公司的市场拓展。 冯先生于2006年1月至2016年12月担任金色宝藏的企业管理相关工作。冯先生于1998年至2005年担任岳阳红乔的企业管理相关工作。
徐锐	执行董事、营业部总经理	他自2019年11月担任公司董事及自2017年1月起担任公司营业部总经理。徐先生于2009年12月至2016年12月担任金色宝藏的业务营运相关工作。
蒋霞	执行董事、质检部总监	2018年2月起担任公司质检部总监，此外自2018年3月起担任岳阳老铺的监事，主要主持公司质检部全面管理工作。加入公司前，蒋先生于2005-2018年担任金色宝藏商品管理部的产品管理和品质检验相关工作。他于1995年-2005年担任岳阳红乔的采购相关工作。
李佳	首席财务官、副总经理	李女士于2017年5月加入集团，担任财务部总经理至2019年11月，负责集团的财务管理和资金筹划职能。李女士自2019年11月起担任集团首席财务官、副总经理。 李女士拥有丰富的财务管理经验。加入集团前，她在2003-2004年担任北京高德和勤投资顾问有限公司经理，2004-2006年担任北京高德悦勤会计师事务所经理，2006-2007年任职于德勤华永会计师事务所北京分所，2007-2008年任职于傅子刚（北京）咨询有限公司。李女士于2008年-2015年任职于德勤华永会计师事务所北京分所，最后担任税务及商务咨询部高级经理，然后于2015-2017年任职于上海德勤税务师事务所有限公司北京分所，最后担任税务及商务咨询部总监。
周雅洁	副总经理	周女士分管公司市场部工作，主管公司华东区域管理。周女士深耕消费品行业15年，熟悉产业运营、人才管理，拥有丰富的一二级市场投融资、并购经验和企业创业经验，对品牌、新营销、新渠道、消费体验、全球化等拥有深刻见解。

资料来源：公司 2024 年报、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

