

老铺黄金 (6181.HK): 预计 1H25 同店增速高于预期, 全年开店有望高于年初指引

• **1H25 同店增长预计高于年初市场预期:** 根据我们的调研, SKP 旗下的老铺门店 1H25 的同店销售同比增长 200% 左右。这一增速高于市场年初对老铺黄金 2025 年全年同店的展望(但基本符合市场当下的预期)。其中, 2-3 月增速较快, 而后有所放缓。以北京 SKP 门店为例, 2-3 月的 GMV 同比增长接近 300%, 4-6 月则维持 150%-200% 的增速。根据渠道反馈, 老铺黄金今年的促销力度与 2024 年相近, 但促销的频次和覆盖的周期高于 2024 年。另外, 老铺黄金的会员数同比去年有了较为可观的增加。以上两点使得老铺黄金门店的 GMV 在非传统的促销期间增速较高, 但在传统的促销季增速反而有所降低(主要由于基数较高)。

• **2025 年新开门店数可能高于市场预期:** 公司在 1H25 新开了北京东方新天地禅房、北京 SKPS、新加坡金沙、上海港汇恒隆和上海 IFC 等共 5 家新店。而下半年计划新开香港 IFC、南京 IFC、深圳湾万象城和上海新天地等 4 家门店。也就是说, 2025 年公司目前计划内新开门店达到 9 家, 高于公司原定 6-8 家的新店计划。我们不排除今年新开门店数还有进一步上升的可能。除了新开门店外, 公司也在对部分现有门店进行积极改造和扩建(包括罗湖万象城店和北京 SKP 门店), 相信扩建以后也会对同店带来正向的帮助。

• **上调 2025 全年业绩预测:** 我们假设 2H25 的同店增速将维持 4-6 月的水平。基于这一假设, 我们保守预测 2025 年同店销售同比增长 150% 左右, 全年收入同比增长接近 200%。公司 2 月对旗下主要产品进行了涨价, 提价幅度为 8%-12%。我们预计下一次调价要等到 9-10 月, 并预测 2025 全年毛利率同比小幅下降。老铺的租金相关费用(约占 2024 年整体运营费用的 50%) 属于可变成本, 基本与收入挂钩(2024 年占收入比例在 9% 左右)。而老铺的人工成本以及其他费用则具有较大的经营杠杆, 费用率有望随着单店店效的提升而大幅下降。基于以上, 我们上调 2025 年的核心归母净利润至人民币 50.8 亿元。

• **维持“买入”评级:** 基于我们的核心归母净利润预测, 老铺黄金目前交易在 31x 2025 P/E 以及 22x 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)。基于 DCF 估值(9.7% 的 WACC 以及 4.0% 的永续增长率), 我们得到老铺黄金新的目标价为 1198.0 港元。维持“买入”评级。

• **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,180	8,506	25,253	36,057	46,123
同比	145.7%	167.5%	196.9%	42.8%	27.9%
核心归母净利润	458	1,531	5,083	7,380	9,564
同比	326.8%	234.3%	232.0%	45.2%	29.6%
市盈率 (x)	277.7	94.0	31.0	21.7	16.7
(基于核心归母净利润)					
ROE	34.9%	54.2%	66.7%	57.7%	57.0%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2025 年 7 月 4 日

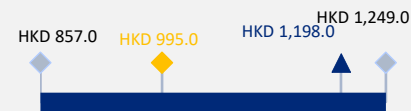
评级

买入

目标价 (港元)	1198.0
潜在升幅/降幅	+20.4%
目前股价 (港元)	995
52 周内股价区间(港元)	72-1035
总市值 (百万港元)	171,813
近 3 月日均成交额(百万港元)	1,034.8

注: 截至 2025 年 7 月 4 日收盘价

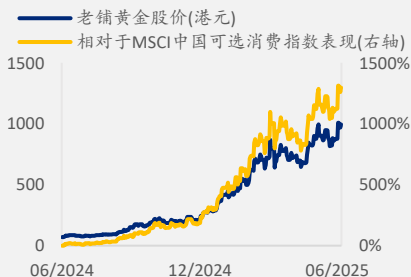
市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

公司研究

老铺黄金 (6181.HK)

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	25,253	36,057	46,123
同比	145.7%	167.5%	196.9%	42.8%	27.9%
成本	(1,848)	(5,004)	(14,912)	(21,320)	(27,267)
毛利	1,332	3,501	10,340	14,737	18,856
毛利率	41.9%	41.2%	40.9%	40.9%	40.9%
销售费用	(579)	(1,237)	(3,160)	(4,381)	(5,492)
管理费用	(168)	(272)	(472)	(614)	(727)
研发费用	(11)	(19)	(32)	(43)	(56)
核心经营利润	574	1,973	6,676	9,699	12,581
核心经营利润率	18.1%	23.2%	26.4%	26.9%	27.3%
利息收益	(18)	(28)	(42)	(38)	(29)
其他收益	(3)	1	(249)	(249)	(249)
除税前盈利	553	1,947	6,385	9,412	12,304
所得税开支	(137)	(473)	(1,615)	(2,343)	(3,051)
净利润	416	1,473	4,769	7,068	9,252
少数股东权益	-	-	-	-	-
归母净利润	416	1,473	4,769	7,068	9,252
归母净利润率	13.1%	17.3%	18.9%	19.6%	20.1%
同比	340.4%	253.9%	223.8%	48.2%	30.9%
调整后净利润	458	1,531	5,083	7,380	9,564
调整后净利润率	14.4%	18.0%	20.1%	20.5%	20.7%
同比	326.8%	234.3%	232.0%	45.2%	29.6%

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	(269)	3,036	3,359
应收款项	376	801	2,543	2,016	3,539
存货	1,268	4,088	10,526	11,939	14,724
其他流动资产	62	212	447	640	818
流动资产合计	1,776	5,833	13,248	17,631	22,441
固定资产	58	113	168	216	243
无形资产	3	3	3	3	3
使用权资产	252	302	358	434	496
其他非流动资产	70	85	85	85	85
非流动资产合计	383	503	615	738	828
资产总计	2,159	6,337	13,863	18,368	23,268
短期借款	128	1,373	1,373	1,373	1,373
应付账款	198	598	1,448	2,059	2,624
租赁负债	101	153	164	199	227
其他流动负债	47	124	300	378	450
流动负债合计	474	2,249	3,285	4,009	4,674
租赁负债	165	164	194	235	269
其他非流动负债	4	4	3	3	3
非流动负债合计	169	168	197	238	272
负债总计	643	2,416	3,482	4,247	4,945
股本溢价	143	168	168	168	168
保留盈利及其他	1,373	3,752	10,212	13,953	18,155
权益总额	1,515	3,920	10,381	14,122	18,323

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
除税前盈利	553	1,947	6,385	9,412	12,304
折旧及摊销	120	181	190	239	277
营运资金变动	(609)	(3,038)	(7,391)	(389)	(3,850)
税务开支	(127)	(388)	(1,615)	(2,343)	(3,051)
其他	33	70	291	288	279
经营现金流	(29)	(1,228)	(2,140)	7,206	5,958
固定资产	(60)	(71)	(112)	(127)	(122)
其他投资现金流	0	-	(3)	(3)	(3)
投资现金流	(59)	(71)	(115)	(130)	(125)
借款净额	(11)	1,256	-	-	-
租赁负债	(107)	(166)	(161)	(177)	(202)
新股融资	222	896	2,511	-	-
分红	-	-	(1,070)	(3,577)	(5,301)
其他融资现金流	(4)	(25)	(26)	(18)	(6)
融资现金流	99	1,960	1,254	(3,772)	(5,510)
现金净流量	11	661	(1,001)	3,304	323
年初现金及现金等价物	60	70	733	(269)	3,036
汇率变动影响	(1)	2	-	-	-
年末现金及现金等价物	70	733	(269)	3,036	3,359

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	28.0	40.9	53.6
每股销售额	23.1	54.7	148.1	208.8	267.1
每股股息	0.0	6.4	21.0	30.7	40.2
同比变动					
营业收入增速	145.7%	167.5%	196.9%	42.8%	27.9%
毛利润增速	145.7%	162.9%	195.3%	42.5%	28.0%
经营利润增速	303.5%	243.6%	238.3%	45.3%	29.7%
净利润增速	340.4%	253.9%	223.8%	48.2%	30.9%
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%	26.4%	26.9%	27.3%
净利率	13.1%	17.3%	18.9%	19.6%	20.1%
回报率					
平均股本回报率	34.9%	54.2%	66.7%	57.7%	57.0%
平均资产回报率	24.1%	34.7%	47.2%	43.9%	44.4%
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	192	178
应付账款周转天数	7	10	8	9	9
估值					
市盈率 (x)	305.5	97.7	33.1	22.6	17.3
市销率 (x)	40.0	16.9	6.2	4.4	3.5
股息率	0.0%	0.7%	2.3%	3.3%	4.3%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：SPDBI 财务预测变化：老铺黄金（6181.HK）

（人民币百万）	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	20,982	29,412	37,114
新预测	25,253	36,057	46,123
变动	20.4%	22.6%	24.3%
归母净利润			
旧预测	3,788	5,519	7,106
新预测	4,769	7,068	9,252
变动	25.9%	28.1%	30.2%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 3：SPDBI 目标价：老铺黄金（6181.HK）



注：截至 2025 年 7 月 4 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 消费行业覆盖公司

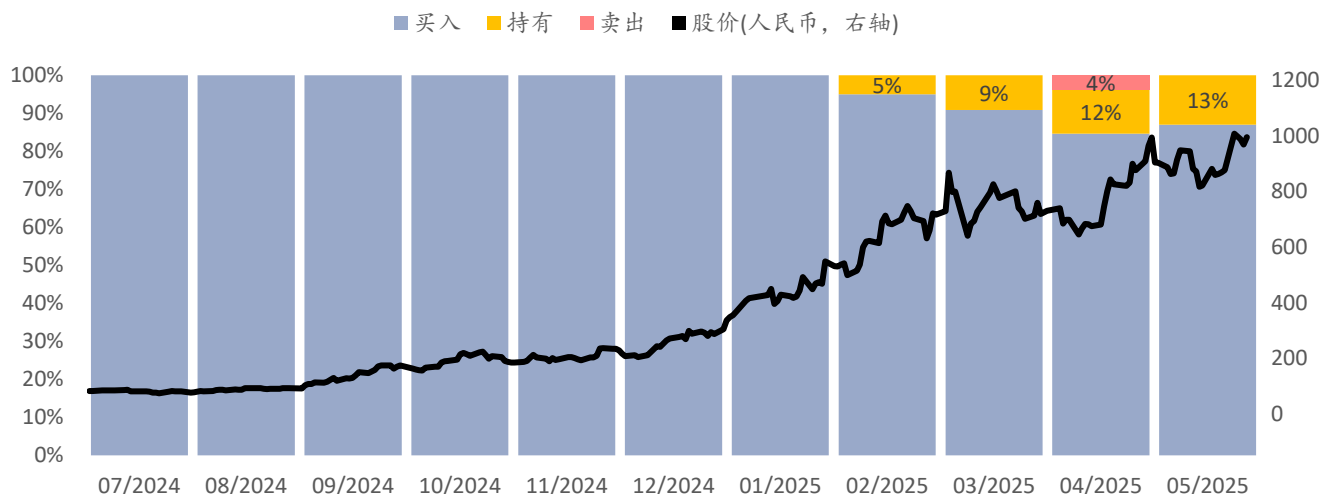
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.8	持有	18.31	2025 年 7 月 3 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	92.3	买入	118.8	2025 年 4 月 10 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.14	买入	3.60	2025 年 5 月 22 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	45.8	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	359.0	买入	479.7	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.8	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.5	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.2	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.8	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.5	买入	43.2	2025 年 6 月 9 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.1	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.3	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.9	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.6	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	68.4	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.8	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.1	买入	23.0	2025 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.7	买入	6.65	2025 年 4 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.1	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.2	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	253.0	买入	293.9	2025 年 6 月 23 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	995.0	买入	1198.0	2025 年 7 月 4 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	81.0	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	54.3	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	81.5	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.4	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	43.6	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	33.8	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	26.1	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.1	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.2	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	466.0	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	58.7	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	20.4	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：港股、A 股截至 2025 年 7 月 4 日收盘，美股截至 2025 年 7 月 3 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

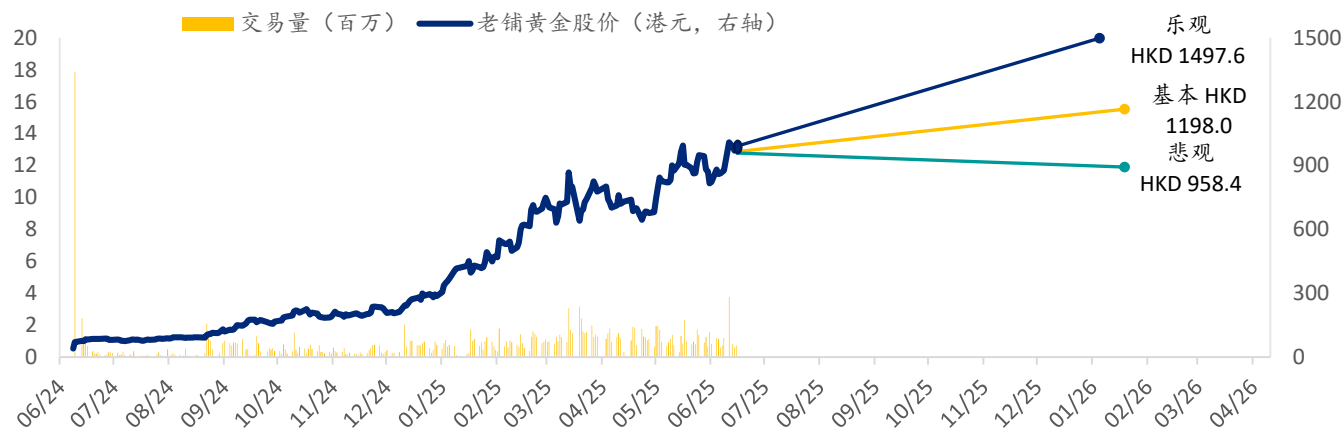
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5：市场普遍预期：老铺黄金（6181.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：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：1,497.6 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：958.4 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

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,日后可作修改而不另通知,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联属公司、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

