

2025 年 07 月 29 日

投资评级：增持（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 25 日

收盘价（港元）	764.50
一年内最高/最低（港元）	1,108.00/76.00
总市值（百万港元）	132,011.34
流通市值（百万港元）	106,627.69
资产负债率（%）	38.13

资料来源：聚源数据

老铺黄金 (06181.HK)

——25H1 业绩预告表现亮眼 品牌势能有望持续释放

投资要点：

- **事件：**公司发布公告，预期 2025H1 取得销售业绩（含税收入）约人民币 138 亿–143 亿元，同比增长约 240%–252%；实现收入约 120 亿–125 亿元，同比增长约 241% 至 255%；非国际财务报告准则计量经调整净利润（不考虑以股份为基础的付款报酬影响）约 23 亿–23.6 亿元，较去年同期增长约 282%至 292%；净利润约 22.3 亿–22.8 亿元，同比增长约 279%–288%。根据公司公告，收入及净利润增加的主要原因是：1）集团品牌影响力持续扩大形成的市场显著优势，带来线上线下店铺整体营收的大幅增长；2）集团产品的持续优化、推新迭代，支持了线上线下营收的持续增长。

- **β 端：古法黄金赛道具备强劲增长潜力。**古法黄金供给端产品及工艺持续升级，需求端受益于国潮的回归热潮，市场规模持续增长。根据中国珠宝首饰行业协会等，古法黄金 2024 年市场规模预计为 2193 亿元，预计 2023–2028 年市场复合增长率为 21.8%，增速显著快于其他黄金珠宝赛道。

α 端：公司作为高端古法黄金品牌，看好龙头市占率持续提升。老铺黄金凭借差异化产品力持续破圈用户，品牌客群覆盖年轻及中年等高净值人群。渠道端积极拓展，国内延续奢牌定位，今年先后在上海港汇恒隆、国金 ifc 等高端商场开店；海外端进驻新加坡顶级商圈，我们认为公司有望凭借优质产品力及品牌力持续提高自身在国际市场的影响力。随着未来公司有效整合国内外资源协同发展，或可进一步提升品牌在国际市场的影响力。

- **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 44.0/57.2/67.6 亿元，同比增速分别为 198.8%/30.0%/18.2%，当前股价对应的 PE 分别为 27/21/18 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	24,480.0	31,826.4	36,606.7
同比增长率（%）	145.6	167.5	187.8	30.0	15.0
归母净利润（百万元）	416.3	1,473.1	4,402.1	5,724.8	6,764.9
同比增长率（%）	340.4	253.9	198.8	30.0	18.2
每股收益（元/股）	3.0	9.5	26.1	34.0	40.2
ROE（%）	27.5	37.6	52.9	40.8	32.5
市盈率（P/E）		23.2	27.3	21.0	17.8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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	24,480	31,826	36,607	营业收入	24,480	31,826	36,607	货币资金	2,101	6,263	12,365	货币资金	2,101	6,263	12,365
增长率	187.8%	30.0%	15.0%	增长率	187.8%	30.0%	15.0%	应收账款	2,554	3,232	3,616	应收账款	2,554	3,232	3,616
营业成本	14,394	18,650	21,378	营业成本	14,394	18,650	21,378	存货	7,197	8,807	9,501	存货	7,197	8,807	9,501
%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	10,086	13,176	15,228	毛利	10,086	13,176	15,228	流动资产	11,853	18,302	25,483	流动资产	11,853	18,302	25,483
%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	3,427	4,424	5,052	销售费用	3,427	4,424	5,052	非流动资产	534	571	644	非流动资产	534	571	644
%销售收入	14.0%	13.9%	13.8%	%销售收入	14.0%	13.9%	13.8%	资产总计	12,386	18,873	26,127	资产总计	12,386	18,873	26,127
管理费用	734	955	1,098	管理费用	734	955	1,098	应付款项	600	725	772	应付款项	600	725	772
%销售收入	3.0%	3.0%	3.0%	%销售收入	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	1,473	1,593	1,733	短期借款	1,473	1,593	1,733
研发费用	61	111	165	研发费用	61	111	165	其他流动负债	1,821	2,335	2,636	其他流动负债	1,821	2,335	2,636
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	流动负债	3,894	4,654	5,141	流动负债	3,894	4,654	5,141
财务费用	68	50	-110	财务费用	68	50	-110	长期债务	0	0	0	长期债务	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.2%	-0.3%	%销售收入	0.3%	0.2%	-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)	5,861	7,683	8,910	息税前利润 (EBIT)	5,861	7,683	8,910	非流动负债	168	168	168	非流动负债	168	168	168
%销售收入	23.9%	24.1%	24.3%	%销售收入	23.9%	24.1%	24.3%	负债总计	4,062	4,822	5,309	负债总计	4,062	4,822	5,309
投资收益	0	0	0	投资收益	0	0	0	归属母公司股东权益	8,324	14,051	20,818	归属母公司股东权益	8,324	14,051	20,818
%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	5,792	7,633	9,020	除税前利润	5,792	7,633	9,020	负债股东权益合计	12,386	18,873	26,127	负债股东权益合计	12,386	18,873	26,127
利润率	23.7%	24.0%	24.6%	利润率	23.7%	24.0%	24.6%								
所得税	1,390	1,908	2,255	所得税	1,390	1,908	2,255								
所得税率	24.0%	25.0%	25.0%	所得税率	24.0%	25.0%	25.0%								
净利润 (含少数股东损益)	4,402	5,725	6,765	净利润 (含少数股东损益)	4,402	5,725	6,765								
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	4,402	5,725	6,765	归属于母公司的净利润	4,402	5,725	6,765								
增长率	198.8%	30.0%	18.2%	增长率	198.8%	30.0%	18.2%								
净利率	18.0%	18.0%	18.5%	净利率	18.0%	18.0%	18.5%								

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	4,402	5,725	6,765	净利润	4,402	5,725	6,765	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	25.49	33.15	39.18	每股收益	25.49	33.15	39.18
营运资金变动	-3,105	-1,648	-731	营运资金变动	-3,105	-1,648	-731	每股净资产	48.21	81.37	120.56	每股净资产	48.21	81.37	120.56
其他变动	223	240	169	其他变动	223	240	169	每股经营现金净流	8.80	25.00	35.92	每股经营现金净流	8.80	25.00	35.92
经营活动现金流量净额	1,520	4,317	6,203	经营活动现金流量净额	1,520	4,317	6,203	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	52.88%	40.74%	32.50%	净资产收益率	52.88%	40.74%	32.50%
其他	0	0	0	其他	0	0	0	总资产收益率	35.54%	30.33%	25.89%	总资产收益率	35.54%	30.33%	25.89%
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	45.46%	36.83%	29.63%	投入资本收益率	45.46%	36.83%	29.63%
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	187.81%	30.01%	15.02%	营业收入增长率	187.81%	30.01%	15.02%
其他	-88	-108	-62	其他	-88	-108	-62	EBIT增长率	196.48%	31.10%	15.97%	EBIT增长率	196.48%	31.10%	15.97%
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	198.83%	30.05%	18.17%	净利润增长率	198.83%	30.05%	18.17%
现金净变动	1,369	4,161	6,103	现金净变动	1,369	4,161	6,103	总资产增长率	95.47%	52.37%	38.43%	总资产增长率	95.47%	52.37%	38.43%

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	20.9	26.0	26.6	应收账款周转天数	20.9	26.0	26.6	流动比率	3.04	3.93	4.96	流动比率	3.04	3.93	4.96
存货周转天数	141.1	154.5	154.2	存货周转天数	141.1	154.5	154.2	速动比率	1.20	2.04	3.11	速动比率	1.20	2.04	3.11
应付账款周转天数	10.4	12.8	12.6	应付账款周转天数	10.4	12.8	12.6	净负债/股东权益	-7.54%	-33.23%	-51.07%	净负债/股东权益	-7.54%	-33.23%	-51.07%
固定资产周转天数	1.8	1.6	1.7	固定资产周转天数	1.8	1.6	1.7	EBIT利息保障倍数	66.3	71.5	142.8	EBIT利息保障倍数	66.3	71.5	142.8
资产管理能力				资产管理能力				资产负债率	32.79%	25.55%	20.32%	资产负债率	32.79%	25.55%	20.32%

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）。