



老铺黄金 (06181.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

同店高增超预期，品牌势能验证

业绩简评

公司上半年实现营收 123.5 亿元，同比增长 251%；销售业绩 141.8 亿元，同比增长 249%；经调整后净利润 23.5 亿元，同比增长 291%；净利润 22.7 亿元，同比增长 286%，均处于预告中枢以上。

经营分析

同店高增&会员数量提升超预期，品牌高端定位持续验证。公司上半年同店销售增长达 200.8%，强力驱动增长，会员数大幅提升，截至中报公司会员达 48 万名，环比 24 年底新增 13 万名。根据弗若斯特沙利文数据，公司 77.3% 消费者与 LV、爱马仕、卡地亚、宝格丽等国际奢侈品品牌重合，充分验证品牌高端定位。

新店起量在望，线上&海外高增。公司截至 24 年底共 36 家店，25 年上半年新开 5 家门店至 41 家，其中包括 2 家位于北京、2 家位于上海及 1 家位于新加坡新沙购物中心店（海外首店）。分渠道看，线下收入占比 86.9%，同比增长 243%，线上收入同比增长 313%；分区域看，内地收入占比 87.1%，同比增长 233%，海外收入同比增长 455%。

终端提价与黄金成本涨价错位影响短期毛利率，下半年有望修复。公司存货以加权平均法核定，1-4 月金价快速上涨 21.5%，25 年 2 月公司产品调价后，公司因下半年备货需求使用 5 月配售融资 23.7 亿元采购高位黄金（公司产品生产周期 25-90 天不等），导致存货成本上浮，对毛利率产生短期影响，下降至 38.1%（2024 同期 41.2%），公司目前已公告 8 月 25 日提价计划，预计下半年毛利率有望修复。

存货周转天数环比下降，终端动销态势优秀。中报公司存货同比增加 112.2%，主要为满足公司门店优化、新店拓展、业绩增长的备货需求；存货周转天数 150 天，环比 24 年底的 195 天显著下降。现金流方面，上半年经营性现金流净流出 22.2 亿元，剔除原材料采购影响后经营性现金流净流入 1.5 亿元。

盈利预测、估值与评级

我们认为当前处于件件价格渗透率提升阶段，老铺作为龙头品牌最受益，中报验证了公司长期拓店、单店销售高增的逻辑不改，叠加下半年门店经营杠杆释放，长期净利率仍有提升空间。我们预计公司 2025/2026/2027 年 EPS 预测至 28.4/40.46/49.43 元，公司股票现价对应 PE 估值为 25/18/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

开店不及预期、海外市场拓展风险、行业竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：于健（执业 S1130525070012）

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：谷亦清（执业 S1130525080002）

guyiqing@gjzq.com.cn

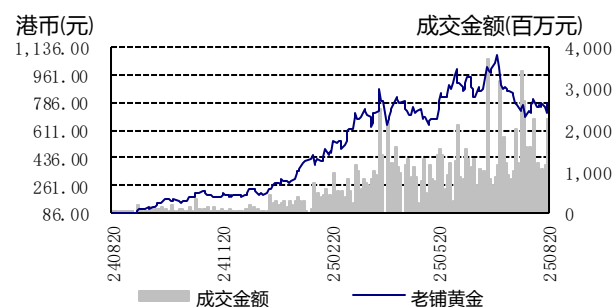
分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

市价（港币）：782.000 元

相关报告：

- 《老铺黄金公司点评：H1 高增符合预期，全年增长动能充足》，2025.7.29
- 《老铺黄金点评：24 年业绩亮眼兑现，看好高端定位的成长性和稀缺...》，2025.4.2
- 《老铺黄金点评：24 年业绩预告超预期，品牌势能加速向上》，2025.2.21



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,180	8,506	26,268	36,546	43,238
营业收入增长率	145.67%	167.51%	208.83%	39.13%	18.31%
归母净利润(百万元)	416	1,473	4,905	6,987	8,535
归母净利润增长率	340.40%	253.86%	232.94%	42.46%	22.15%
摊薄每股收益(元)	2.41	8.53	28.40	40.46	49.43
每股经营性现金流净额	-0.17	-7.30	-11.41	16.87	36.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.47%	37.58%	63.46%	53.88%	44.06%
P/E	0.00	25.96	25.28	17.75	14.53
P/B	0.00	9.51	16.04	9.56	6.40

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,294	3,180	8,506	26,268	36,546	43,238
增长率	2.3%	145.7%	167.5%	208.8%	39.1%	18.3%
主营业务成本	752	1,848	5,004	15,748	21,745	25,528
%销售收入	58.1%	58.1%	58.8%	59.9%	59.5%	59.0%
毛利	542	1,332	3,501	10,520	14,801	17,709
%销售收入	41.9%	41.9%	41.2%	40.1%	40.5%	41.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	297	579	1,237	3,205	4,422	5,189
%销售收入	23.0%	18.2%	14.5%	12.2%	12.1%	12.0%
管理费用	94	168	272	578	767	865
%销售收入	7.3%	5.3%	3.2%	2.2%	2.1%	2.0%
研发费用	9	11	19	53	73	86
%销售收入	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	143	571	1,977	6,633	9,466	11,483
%销售收入	11.1%	18.0%	23.2%	25.3%	25.9%	26.6%
财务费用	17	18	30	94	150	104
%销售收入	1.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	140	570	1,956	6,633	9,466	11,483
营业利润率	10.8%	17.9%	23.0%	25.3%	25.9%	26.6%
营业外收支						
税前利润	127	553	1,947	6,539	9,316	11,380
利润率	9.8%	17.4%	22.9%	24.9%	25.5%	26.3%
所得税	32	137	473	1,635	2,329	2,845
所得税率	25.4%	24.8%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	95	416	1,473	4,905	6,987	8,535
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	95	416	1,473	4,905	6,987	8,535
净利率	7.3%	13.1%	17.3%	18.7%	19.1%	19.7%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	95	416	1,473	4,905	6,987	8,535
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	43	155	105	150	104
非经营收益						
营运资金变动	-47	-609	-3,038	-7,078	-4,343	-2,371
经营活动现金净流	148	-29	-1,228	-1,969	2,913	6,388
资本开支	-35	-60	-71	-280	-150	-100
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	-2	0	0
投资活动现金净流	-35	-59	-71	-282	-150	-100
股权募资	0	222	896	0	0	0
债权募资	-2	-11	1,256	3,245	-660	-2,000
其他	-77	-112	-191	-1,201	-1,897	-2,237
筹资活动现金净流	-79	99	1,960	2,044	-2,557	-4,237
现金净流量	35	10	663	-207	206	2,051

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	60	70	733	525	731	2,782
应收款项	138	438	1,013	2,688	3,776	4,468
存货	807	1,268	4,088	11,811	16,309	18,792
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
流动资产	1,005	1,776	5,833	15,024	20,816	26,041
%总资产	77.8%	82.3%	92.1%	95.3%	96.4%	97.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	53	58	113	154	160	163
%总资产	4.1%	2.7%	1.8%	1.0%	0.7%	0.6%
无形资产	199	255	305	445	470	446
非流动资产	286	383	503	739	769	749
%总资产	22.2%	17.7%	7.9%	4.7%	3.6%	2.8%
资产总计	1,291	2,159	6,337	15,763	21,586	26,790
短期借款	136	128	1,373	4,619	3,959	1,959
应付款项	5	58	228	700	966	1,135
其他流动负债	150	289	647	2,495	3,472	4,108
流动负债	291	474	2,249	7,814	8,397	7,201
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	130	169	168	220	220	220
负债	422	643	2,416	8,034	8,617	7,421
普通股股东权益	870	1,515	3,920	7,728	12,969	19,370
其中：股本	137	143	168	168	168	168
未分配利润	731	1,371	3,744	7,552	12,792	19,193
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,291	2,159	6,337	15,763	21,586	26,790

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.69	3.03	9.47	28.40	40.46	49.43
每股净资产	5.04	8.78	23.28	44.76	75.10	112.17
每股经营现金净流	0.86	-0.17	-7.30	-11.41	16.87	36.99
每股股利	0.00	0.00	6.35	9.59	10.12	12.36
回报率						
净资产收益率	10.87%	27.47%	37.58%	63.46%	53.88%	44.06%
总资产收益率	7.32%	19.29%	23.25%	31.12%	32.37%	31.86%
投入资本收益率	10.64%	26.15%	28.26%	40.29%	41.94%	40.38%
增长率						
主营业务收入增长率	2.34%	145.67%	167.51%	208.83%	39.13%	18.31%
EBIT 增长率	-13.39%	298.08%	246.06%	235.58%	42.70%	21.31%
净利润增长率	-16.99%	340.40%	253.86%	232.94%	42.46%	22.15%
总资产增长率	10.46%	67.17%	193.57%	148.75%	36.94%	24.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.5	27.0	24.9	20.5	25.8	27.7
存货周转天数	377.5	202.1	192.6	181.7	232.8	247.5
应付账款周转天数	2.9	6.1	10.3	10.6	13.8	14.8
固定资产周转天数	13.9	6.2	3.6	1.8	1.5	1.3
偿债能力						
净负债/股东权益	23.71%	14.97%	20.63%	55.81%	26.58%	-3.11%
EBIT 利息保障倍数	8.5	31.6	65.6	63.3	63.1	110.9
资产负债率	32.65%	29.79%	38.13%	50.97%	39.92%	27.70%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究