

老铺黄金 (6181.HK): 1H25 业绩符合预期, 但股价短期可能继续承压

• **1H25 业绩后股价短期承压, 市场在担心什么?** 老铺黄金 1H25 收入同比增长 251%至人民币 123.54 亿元, 净利润同比增长 286%至 22.68 亿元, 基本符合盈喜的预测。1H25 同店销售同比增长 200.8%, 与我们之前的调研结果一致。尽管 1H25 业绩整体符合预期, 但老铺业绩后的股价走弱, 主要是由于市场担心 (1) 老铺品牌力和产品力的护城河无法抵御国内古法黄金赛道日益加剧的竞争, 从而可能导致同店增速大幅放缓, (2) 老铺已进入大部分一线城市的高端商场, 且没有计划向二线市场下沉, 未来门店持续扩张的空间可能受限, (3) 海外市场目前仅有新加坡一家门店, 出海逻辑尚未得到充分验证, (4) 公司目前较低的库存和现金水平意味着公司短期可能再次进行股权融资来满足后续的销售需要。除此之外, 在较高的融资需求下, 公司仍坚持较高的派息率也可能引起市场的担忧。

• **短期同店趋势依然强劲, 涨价利好毛利率提升:** 公司 1H25 各商场的平均销售额为人民币 4.59 亿元。管理层认为 2025 全年各商场平均销售额有望达到 10 亿元的目标 (2024 年为 3.28 亿元)。这意味着老铺 2H25 的同店收入规模相较 1H25 有望有所提升。根据我们的调研, 公司 7 月及 8 月 (截至目前) 的同店销售依然保持较高的增速, 但 7-8 月整体的销售规模较小。另外, 老铺黄金于 8 月 15 日公布, 将在 8 月 25 日进行涨价, 且从 9 月开始销售基数有所上升, 这可能令 4Q25 同店增速面临一定的挑战。我们预测 2H25 整体同店增速相较 1H25 稍有放缓, 但 8 月底的涨价可能令 2H25 的毛利率环比有所回升。

• **融资需求反映收入规模的持续增长:** 公司 1H25 末有接近人民币 87 亿元的库存, 基本上可以覆盖 2H25 的销售成本。基于我们的假设, 2025 年底的现金及等价物大概为人民币 40 亿元, 而 1H26 销售成本不低于 100 亿元。这意味着公司在接下来 12 个月至少需要融资人民币 60 亿元才能满足 1H26 的销售需求 (尚未考虑 2025 年底的派息)。尽管市场担心公司可能再次采用股权融资, 从而稀释现有股东的权益, 但我们认为公司较大的融资需求恰恰反映了公司销售规模的持续增长。管理层承诺所有的融资所得都将用于库存的采购。

• **依然看好公司长期增长潜力, 维持“买入”:** 公司公告称老铺黄金消费者与国际五大奢侈品牌的消费者平均重合率高达 77.3%。我们认为公司奢侈品属性仍待时间验证, 但其高端的品牌定位、基于中国传统文化的产品设计与研发能力、以及在古法黄金领域的先发优势依然能够支持公司在未来 2-3 年持续取得平均单店店效的增长, 抢占国内古法黄金首饰的市场份额, 同时也有望推动公司进一步向海外市场拓展。基于我们的预测, 公司目前交易在 23.3x 2025 P/E 或 17.1x 2026 P/E, 估值依然具有较高的性价比。基于 DCF 估值 (8.8%的 WACC 以及 2.0%的永续增长率), 我们得到老铺黄金新的目标价为 890.0 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。

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

张嘉

消费分析师

constance_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2025 年 8 月 21 日

评级

买入

目标价 (港元)	890.0
潜在升幅/降幅	+18.5%
目前股价 (港元)	751
52 周内股价区间 (港元)	84-1,108
总市值 (百万港元)	129,680
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,247.8

注: 截至 2025 年 8 月 21 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 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



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	26,160	35,910	45,944
同比	145.7%	167.5%	207.6%	37.3%	27.9%
核心归母净利润	458	1,531	5,114	7,064	9,155
同比	326.8%	234.3%	234.1%	38.1%	29.6%
市盈率 (x)	209.6	71.0	23.3	17.1	13.2
ROE	34.9%	54.2%	67.8%	55.8%	56.0%

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	26,160	35,910	45,944
同比	145.7%	167.5%	207.6%	37.3%	27.9%
成本	(1,848)	(5,004)	(15,893)	(21,844)	(27,943)
毛利	1,332	3,501	10,267	14,066	18,001
毛利率	41.9%	41.2%	39.2%	39.2%	39.2%
销售费用	(579)	(1,237)	(3,081)	(4,215)	(5,279)
管理费用	(168)	(272)	(454)	(579)	(685)
研发费用	(11)	(19)	(48)	(65)	(83)
核心经营利润	574	1,973	6,684	9,207	11,955
核心经营利润率	18.1%	23.2%	25.6%	25.6%	26.0%
利息收益	(18)	(28)	(64)	(42)	(28)
其他收益	(3)	1	(193)	(243)	(243)
除税前盈利	553	1,947	6,427	8,921	11,683
所得税开支	(137)	(473)	(1,562)	(2,168)	(2,839)
净利润	416	1,473	4,866	6,753	8,844
少数股东权益	-	-	-	-	-
归母净利润	416	1,473	4,866	6,753	8,844
归母净利率	13.1%	17.3%	18.6%	18.8%	19.2%
同比	340.4%	253.9%	230.3%	38.8%	31.0%
核心归母净利润	458	1,531	5,114	7,064	9,155
核心归母净利率	14.4%	18.0%	19.5%	19.7%	19.9%
同比	326.8%	234.3%	234.1%	38.1%	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	4,041	8,389	9,074
应收款项	376	801	2,338	1,756	3,206
存货	1,268	4,088	8,627	8,738	11,177
其他流动资产	62	212	477	655	838
流动资产合计	1,776	5,833	15,483	19,537	24,296
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	16,097	20,275	25,123
短期借款	128	1,373	3,183	3,183	3,183
应付账款	198	598	1,817	2,493	3,177
租赁负债	101	153	164	199	227
其他流动负债	47	124	309	381	454
流动负债合计	474	2,249	5,473	6,256	7,041
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	5,671	6,494	7,313
股本溢价	143	168	168	168	168
保留盈利及其他	1,373	3,752	10,258	13,613	17,642
权益总额	1,515	3,920	10,427	13,781	17,810

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
除税前盈利	553	1,947	6,427	8,921	11,683
折旧及摊销	120	181	190	239	277
营运资金变动	(609)	(3,038)	(4,937)	1,041	(3,316)
税务开支	(127)	(388)	(1,562)	(2,168)	(2,839)
其他	33	70	263	292	278
经营现金流	(29)	(1,228)	382	8,325	6,084
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	1,810	-	-
租赁负债	(107)	(166)	(161)	(177)	(202)
新股融资	222	896	2,511	-	-
分红	-	-	(1,070)	(3,649)	(5,065)
其他融资现金流	(4)	(25)	(48)	(22)	(5)
融资现金流	99	1,960	3,042	(3,848)	(5,273)
现金净流量	11	661	3,309	4,347	686
年初现金及现金等价物	60	70	733	4,041	8,389
汇率变动影响	(1)	2	-	-	-
年末现金及现金等价物	70	733	4,041	8,389	9,074

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心摊薄EPS	3.3	9.8	30.0	40.9	53.0
每股销售额	23.1	54.7	153.4	208.0	266.1
每股股息	0.0	6.4	21.4	29.3	38.4
同比变动					
营业收入增速	145.7%	167.5%	207.6%	37.3%	27.9%
毛利润增速	145.7%	162.9%	193.2%	37.0%	28.0%
经营利润增速	303.5%	243.6%	238.8%	37.7%	29.8%
净利润增速	340.4%	253.9%	230.3%	38.8%	31.0%
费用与利润率					
毛利率	41.9%	41.2%	39.2%	39.2%	39.2%
经营利润率	18.1%	23.2%	25.6%	25.6%	26.0%
净利率	13.1%	17.3%	18.6%	18.8%	19.2%
回报率					
平均股本回报率	34.9%	54.2%	67.8%	55.8%	56.0%
平均资产回报率	24.1%	34.7%	43.4%	37.1%	39.0%
资产效率					
应收账款周转天数	28	25	22	21	20
库存周转天数	205	195	146	145	130
应付账款周转天数	7	10	8	9	9
估值					
市盈率 (x)	209.6	71.0	23.3	17.1	13.2
市销率 (x)	30.2	12.8	4.6	3.4	2.6
股息率	0.0%	0.9%	3.1%	4.2%	5.5%

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	25,253	36,057	46,123
新预测	26,160	35,910	45,944
变动	3.6%	-0.4%	-0.4%
核心归母净利润			
旧预测	5,083	7,380	9,564
新预测	5,114	7,064	9,155
变动	0.6%	-4.3%	-4.3%

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 8 月 21 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

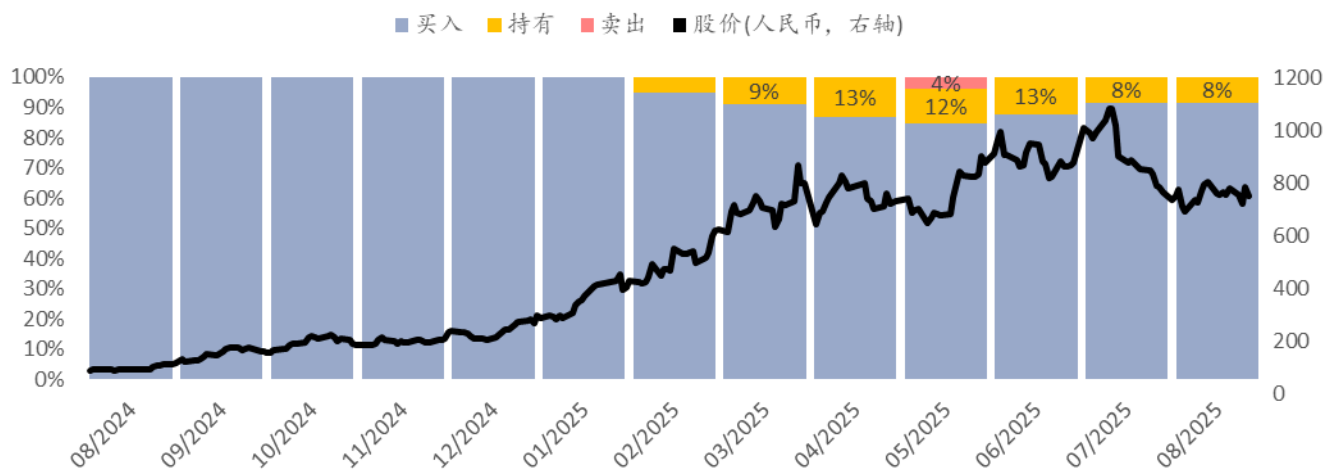
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	18.1	持有	18.31	2025 年 7 月 3 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	99.4	买入	118.8	2025 年 7 月 17 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.16	买入	3.52	2025 年 8 月 12 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	55.9	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	350.4	买入	435.8	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.2	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	16.0	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.1	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.8	持有	2.8	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.0	买入	48.5	2025 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.3	买入	34.3	2025 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.8	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.4	持有	9.26	2025 年 7 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.9	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	68.6	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.6	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.5	持有	18.26	2025 年 8 月 16 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.8	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.6	持有	4.88	2025 年 7 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.6	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	27.9	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.9	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	319.8	买入	410.9	2025 年 8 月 20 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	751.0	买入	890.0	2025 年 8 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	86.9	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	54.6	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	97.0	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	56.9	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	46.9	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	45.7	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.2	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	23.4	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.6	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	495.8	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	62.6	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	20.8	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：港股、A 股截至 2025 年 8 月 21 日收盘，美股截至 2025 年 8 月 20 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

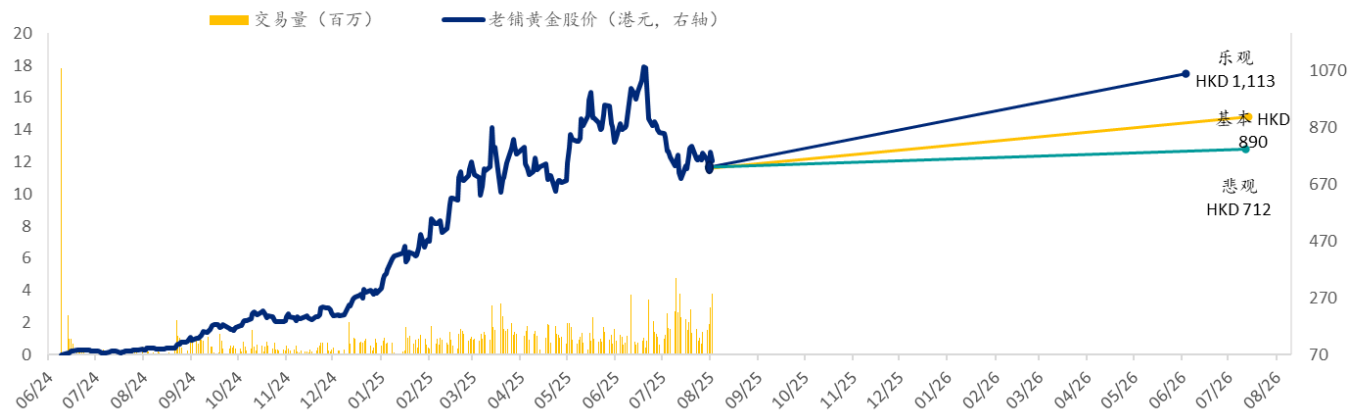
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：1,113 港元 概率：25%	目标价：712 港元 概率：20%
- 老铺黄金 2025 年门店增加 12 家； - 公司 2025 年毛利率水平同比持平； - 整体费用率增速放缓，经营利润率提升超 300bps。	- 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 200bps； 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

