

信义山证汇通天下

证券研究报告

黄金珠宝

老铺黄金（06181.HK）

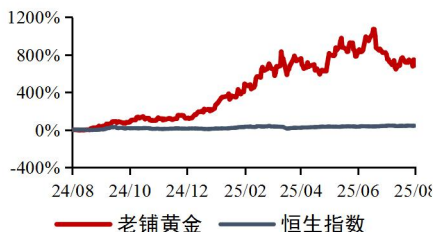
增持-A（维持）

2025H1 同店高速增长，品牌力与渠道扩张驱动高质量发展

2025 年 8 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 8 月 22 日

收盘价（港元）：	728.50
年内最高/最低（港元）：	1,108.00/84.05
流通/总股本（亿股）：	1.39/1.73
流通市值（亿港元）：	1,016.07
总市值（亿港元）：	1,257.95

来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 8 月 20 日，公司披露 2025 年中期业绩，2025 年上半年，公司实现收入 123.54 亿元，同比增长 251.0%，实现归母净利润 22.68 亿元，同比增长 285.8%。公司董事会建议派发中期股息每股人民币 9.59 元，派息率为 73%。

事件点评

➤ 2025 年上半年同店销售表现强劲，品牌势能持续释放，带动公司营收业绩爆发式增长。营收端，2025 年上半年，公司实现收入 123.54 亿元，同比增长 251.0%。业绩端，2025 年上半年，公司实现归母净利润 22.68 亿元，同比增长 285.8%；经调整净利润 23.51 亿元，同比增长 290.6%。公司营收业绩大幅增长，主要受益于：（1）品牌影响力持续扩大，消费者心智强化带动客群扩容，同店销售额实现 200.8% 的高速增长。截至 2025 年 6 月末，公司忠诚会员人数约 48 万名，较 2024 年末增长 13 万名。（2）产品矩阵持续优化、推新及迭代，截至 2025 年 6 月末，公司拥有境内专利 273 项，作品著作权 1505 项，境外专利 246 项。（3）销售网络持续扩张与优化，为业绩增长提供渠道支撑。（4）线上渠道表现亮眼，收入同比大增 313.3% 至 16.18 亿元，占总收入比重提升至 13.1%。

➤ 2025 年上半年新开 5 家门店，加速海内外高端商圈布局。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在 16 个城市共开设 41 家自营门店。2025 年上半年，公司新开门店 5 家，包括北京东方新天地禅房主题店、北京 SKP-S 店、上海港汇恒隆店、新加坡金沙购物中心店、上海 IFC 店；新入驻顶级商业中心 3 家，包括上海港汇恒隆、上海 IFC 以及新加坡滨海湾金沙购物中心。此外，公司对深圳罗湖万象城、厦门万象城 2 家存量门店进行扩容优化。分区域看，中国内地市场实现营收 107.58 亿元，同比增长 232.8%；境外市场受益于渠道拓展，实现营收 15.97 亿元，同比增长 455.2%，品牌国际化战略初见成效。

➤ 规模效应带动费用率优化，存货储备支撑未来增长。盈利能力方面，2025 年上半年，因金价快速上涨而公司调价存在滞后性，销售毛利率同比下滑 3.2pct 至 38.1%。期间费用率方面，受益于规模效应，公司销售费用率、行政费用率分别为 11.9%、1.7%，同比分别下降 3.2pct、1.8pct。综合影响下，2025 年上半年，公司经调整净利率为 19.0%，同比提升 1.9pct。存货方面，截至 2025 年 6 月末，为满足门店优化、新店拓展及业绩增长需求，公司存货增长至 86.85 亿元；得益于销售快速增长，2025 年上半年公司存货周转天数由 2024 年末的 195 天降至 150 天。经营活动现金流方面，2025 年上半年，公司经营活动现金流净额为 -22.15 亿元，主要由于为支持业务增长进行增量备货。截至 2025 年 6



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

月末，公司现金及现金等价物为 25.16 亿元，较 2024 年末的 7.33 亿元大幅增长。

投资建议

➤ 2025 年上半年，公司凭借强大的品牌力、持续的产品创新和高效的渠道运营，实现了业绩的爆发性增长，龙头地位持续巩固。展望未来，公司将继续推进“品牌国际化和市场全球化”战略，在国内市场，上海恒隆广场新店预计于 2025 年 10 月开业，届时将完成国内十大头部商业中心的全覆盖；在海外市场，新加坡首店的成功落地验证了品牌的出海潜力。上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 254.53/341.51/458.97 亿元，同比增长 199.3%/34.2%/34.4%；归母净利润为 45.76/64.29/89.49 亿元，同比增长 210.6%/40.5%/39.2%。8 月 20 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 27、19、14 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 金价剧烈波动；产品推新不及预期；门店拓展不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,180	8,506	25,453	34,151	45,897
YoY (%)	145.7	167.5	199.3	34.2	34.4
净利润(百万元)	416	1,473	4,576	6,429	8,949
YoY (%)	340.4	253.9	210.6	40.5	39.2
毛利率 (%)	41.9	41.2	39.3	39.5	39.7
EPS (摊薄/元)	2.41	8.53	26.50	37.23	51.82
ROE (%)	27.5	37.6	53.9	46.5	41.3
P/E (倍)	296.7	83.9	27.0	19.2	13.8
P/B (倍)	81.5	31.5	14.5	8.9	5.7
净利率 (%)	13.1	17.3	18.0	18.8	19.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1776	5833	28281	21824	40227	营业收入	3180	8506	25453	34151	45897
现金	70	733	13635	17020	23538	营业成本	1848	5004	15450	20662	27676
应收票据及应收账款	376	801	2593	1961	4159	营业费用	579	1237	3003	3927	5278
预付账款	62	212	692	430	1104	管理费用	168	272	433	581	780
存货	1268	4088	11362	2412	11426	研发费用	11	19	51	68	92
其他流动资产	0	0	0	0	0	财务费用	18	30	452	408	220
非流动资产	383	503	759	806	844	营业利润	553	1947	6065	8508	11852
长期投资	0	0	0	0	0	利润总额	553	1947	6065	8508	11852
固定资产	58	113	445	464	496	所得税	137	473	1489	2079	2903
无形资产	3	3	0	0	0	税后利润	416	1473	4576	6429	8949
其他非流动资产	322	388	313	341	347	少数股东损益	0	0	0	0	0
资产总计	2159	6337	29040	22629	41071	归属母公司净利润	416	1473	4576	6429	8949
流动负债	474	2249	20389	8637	19228	EBITDA	587	2036	6518	8955	12121
短期借款	128	1373	18132	7120	15690	主要财务比率					
应付票据及应付账款	198	598	1915	1286	3109	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他流动负债	149	277	342	231	429	成长能力					
非流动负债	169	168	156	164	163	营业收入(%)	145.7	167.5	199.3	34.2	34.4
长期借款	0	0	0	0	0	营业利润(%)	336.6	251.7	211.6	40.3	39.3
其他非流动负债	169	168	156	164	163	归属于母公司净利润(%)	340.4	253.9	210.6	40.5	39.2
负债合计	643	2416	20544	8801	19391	获利能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	毛利率(%)	41.9	41.2	39.3	39.5	39.7
股本	143	168	168	168	168	净利率(%)	13.1	17.3	18.0	18.8	19.5
资本公积	1373	3752	3752	3752	3752	ROE(%)	27.5	37.6	53.9	46.5	41.3
留存收益	0	0	1255	3018	5472	ROIC(%)	23.2	27.8	18.1	31.5	24.0
归属母公司股东权益	1515	3920	8496	13828	21680	偿债能力					
负债和股东权益	2159	6337	29040	22629	41071	资产负债率(%)	29.8	38.1	70.7	38.9	47.2
现金流量表(百万元)						流动比率	3.7	2.6	1.4	2.5	2.1
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	速动比率	0.9	0.7	0.8	2.2	1.4
经营活动现金流	-29	-1229	-3052	16079	-509	营运能力					
净利润	416	1473	4576	6429	8949	总资产周转率	1.8	2.0	1.4	1.3	1.4
折旧摊销	0	0	77	142	186	应收账款周转率	13.3	14.4	15.0	15.0	15.0
财务费用	18	30	452	408	220	应付账款周转率	13.9	12.6	12.3	12.9	12.6
投资损失	0	0	0	0	0	估值比率					
营运资金变动	0	0	-8164	9103	-9864	P/E	296.7	83.9	27.0	19.2	13.8
其他经营现金流	-464	-2732	7	-2	-1	P/B	81.5	31.5	14.5	8.9	5.7
投资活动现金流	-59	-59	-340	-187	-223	EV/EBITDA	210.7	61.1	19.7	12.7	9.6
筹资活动现金流	99	99	-1292	-1359	-1134						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	2.41	8.53	26.50	37.23	51.82						
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.17	-7.11	-17.67	93.12	-2.95						
每股净资产(最新摊薄)	8.78	22.70	49.20	80.08	125.55						

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

