

2025年8月22日
老铺黄金 (6181.HK)

公司动态分析

证券研究报告

黄金珠宝

业绩爆发式增长，品牌势能提升

事件：老铺黄金 (6181.HK) 25 年上半年实现总营业收入 123.5 亿元 (人民币，下同，列明除外)，同比增长 251%；实现净利润 22.7 亿元，同比增长 286%，继续爆发式增长。我们认为老铺黄金仍然处于高速发展期，品牌影响力还在不断提升。考虑公司的利润超预期增长，我们上调 25/26/27 年净利润至 49.0/66.8/85.1 亿元 (2024/11/27 预测 25/26 年净利润为 14.5/17.8 亿元)，对应每 EPS 收益为 30.8/42.0/53.6 港元 (2024/11/27 预测 25/26 年 EPS 为 9.28/11.33 港元)。维持“买入”评级，目标价从 235 港元上调至 970 港元 (基于同业比较及 DCF 两个估值方法)，较当前股价有 33% 的上涨空间。

报告摘要

新入驻 3 家商业中心，门店进一步拓张。截止 25 年 6 月底，公司已经在 16 个城市开设了 41 家门店，全部位于包括 SKP 系 (6 家) 和万象城系 (11 家) 在内的具有严格准入要求的 29 家知名商业中心。2025 年上半年，公司新入驻 3 家商业中心，包括：上海港汇恒隆 (计划 25 年 10 月开业)、新加坡滨海湾金沙购物中心 (25 年 6 月开业)、上海 IFC (25 年 6 月开业)；在已进驻的商业中心中优化扩容 2 家门店，包括：罗湖万象城 (扩建 1 家门店)、厦门万象城 (扩建 1 家门店)。新加坡店为公司的第一家海外门店，是老铺黄金品牌国际化进程中的重要一步。

单店收入大幅增长。25 年上半年公司线下门店收入 107.3 亿元，同比增长 243%，占总收入的 86.9%。与 2024 年同期相比，25 年上半年同店收入增长率约为 200.8%，业绩增长强劲。上半年单个商场平均实现销售业绩约 4.59 亿元。根据弗若斯特沙利文的资料，2025 年上半年在所有珠宝品牌 (含国际、国内珠宝品牌) 中，公司在中国内地的单个商场持续保持平均收入、坪效均排名第一 (不包括 6 月之后新开的新加坡、上海 IFC、上海港汇恒隆)。

产品推新迭代。公司主打“古法黄金”产品，以“足金镶嵌钻石”、“金胎烧蓝”等工艺持续引领行业发展，上半年成功推出“葫芦系列”。公司的忠诚会员达到约 48 万名相较 2024 年底增长 13 万名，消费人群正不断扩大。**境外渠道拓展。**25 年上半年的境外业务收入 16 亿元，同比增长 455.2%，贯彻了公司“品牌国际化、市场全球化”的发展战略。

金价上涨压缩毛利率，公司以提价应对。黄金价格于 2025 年 1 月至 4 月单边迅速直线上升，涨幅达 21.53%，后续中国金价基本稳定在 760-780 元/克区间。公司每年调价两至三次，2025 年上半年公司仅于 2 月进行了 1 次价格调整，但受到金价快速上涨的影响，上半年毛利率 38.1%，同比下滑 3.2pct。公司将于 8 月再次上调价格。

盈利能力提升。受益于业绩爆发性增长所产生的规模效应，公司上半年净利率 18.3%，同比提升 1.7pct。上半年净利润 22.7 亿元，同比增长 286%。**融资增加以应对业务快速发展。**公司上半年新增银行借款 18.1 亿元，6 月底账面借款余额为 31.8 亿元，5 月份进行了配售融资，发行价 630 港元，募集金额 27 亿港元。融资所得资金主要用于满足公司门店优化、新店拓展、以及应对业绩增长的存货储备。25 年 6 月底存货达到 86.8 亿元，较 24 年底增加 46 亿元，存货周转天数 150 天，较 24 年度下降 45 天。上半年经营性现金流入为 1.5 亿元。

我们认为老铺黄金仍然处于高速发展期，品牌影响力还在不断提升。考虑公司的利润超预期增长，我们上调 25/26/27 年净利润至 49.0/66.8/85.1 亿元 (2024/11/27 预测 25/26 年净利润为 14.5/17.8 亿元)，对应每 EPS 收益为 30.8/42.0/53.6 港元 (2024/11/27 预测 25/26 年 EPS 为 9.28/11.33 港元)。维持“买入”评级，目标价从 235 港元上调至 970 港元 (基于同业比较及 DCF 两个估值方法)，较当前股价有 33% 的上涨空间。

风险提示：行业竞争加剧，消费意愿低于预期，金价波动

(转下页...)

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

970 港元

股价 2025-8-22

728.5 港元

总市值(亿港元)	1,296.80
流通市值(亿港元)	1,047.45
总股本(亿股)	1.73
流通股本(亿股)	1.39
12 个月低/高(港元)	239.8/1108
平均成交(百万港元)	12.48

股东结构 (截止 2024-12-31)

徐氏父子	66.3%
陈国栋	9.0%
腾讯	4.0%
其他股东	20.7%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-11.72	-17.65	729.84
绝对收益	-11.28	-11.02	773.21

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

(年结 31/12, 百万人民币)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	1,294.2	3,179.6	8,505.6	25,514.4	32,096.2	39,441.9
增长率(%)		145.67%	167.51%	199.97%	25.80%	22.89%
净利润(百万人民币)	94.5	416.3	1,473.1	4,900.6	6,676.3	8,514.5
增长率(%)		340.38%	253.87%	232.67%	36.23%	27.53%
毛利率	41.9%	41.9%	41.2%	39.1%	40.0%	40.0%
净利润率(%)	7.3%	13.1%	17.3%	19.2%	20.8%	21.6%
每股收益(港元)			9.27	30.85	42.03	53.60
每股净资产(港元)			22.70	58.48	75.86	96.17
市盈率			78.56	23.62	17.33	13.59
市净率			32.09	12.46	9.60	7.57
净资产收益率(%)		34.91%	54.20%	69.91%	57.56%	57.32%
股息收益率			2.85%	2.92%	3.98%	5.08%

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

(年结31/12; 百万人民币)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,294	3,180	8,506	25,514	32,096	39,442
销售成本	-752	-1,848	-5,004	-15,545	-19,258	-23,665
毛利	542	1,332	3,501	9,969	12,838	15,777
毛利率	41.9%	41.9%	41.2%	39.1%	40.0%	40.0%
销售费用	-297	-579	-1,237	-2,912	-3,210	-3,550
占收入比例	-23.0%	-18.2%	-14.5%	-11.4%	-10.0%	-9.0%
管理费用	-94	-168	-272	-436	-548	-674
占收入比例	-7.3%	-5.3%	-3.2%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
研发开支	-9	-11	-19	-64	-96	-118
占收入比例	-0.7%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
其他收入/开支	1	-3	4	2	2	2
占收入比例	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	144	572	1,977	6,559	8,986	11,437
占收入比例	11.1%	18.0%	23.2%	25.7%	28.0%	29.0%
财务费用	-17	-18	-30	-84	-84	-84
占收入比例	-1.3%	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
除税前溢利	127	553	1,947	6,474	8,902	11,353
所得税	-32	-137	-473	-1,574	-2,225	-2,838
所得税率	25.4%	24.8%	24.3%	24.3%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	95	416	1,473	4,901	6,676	8,515
净利率	7.3%	13.1%	17.3%	19.2%	20.8%	21.6%
少数股东损益	-	-	-	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	95	416	1,473	4,901	6,676	8,515
EPS (港元)			9.27	30.85	42.03	53.60
市盈率(倍)			78.6	23.6	17.3	13.6

数据来源: 公司年报, 国证国际研究预测

2. 估值分析

我们采用 PE 估值和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了国内上市的黄金珠宝公司以及国外的奢侈品箱包公司进行比较。黄金珠宝企业估值偏低, 2026 年预测 PE 的平均值在 15.1x。而海外奢侈品箱包企业估值较为合理, 26 年平均预测 PE 为 23.7x。考虑到公司的高端定位和发展阶段, 我们给予公司 26 年 PE 倍数 23x。2026 年预测 EPS 为 42 港元, 对应股价测算为 967 港元。

用 DCF 方式估算时, 考虑公司的成长阶段和行业发展空间, 我们给予 WACC 为 7.6%, 短期增速 15%, 长期给予 2% 的增速。合理市值为 1680 亿港元, 对应股价为 973 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值, 我们认为公司目标价为 970 港元, 较最新收盘价有 33% 的上涨空间。

图表 2:可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2023	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026	2027
黄金珠宝企业													
周大福	1929.HK	707	HKD	67.1	53.8	65.0	61.1	69.4	10.5	13.1	10.9	11.6	10.2
yoy				11%	-20%	21%	-6%	13%					
六福集团	0590.HK	87	HKD	13.9	12.8	17.7	16.8	18.5	6.2	6.8	4.9	5.2	4.7
yoy				37%	-8%	38%	-5%	10%					
老凤祥	600612.SH	210	CNY	17.0	22.1	21.1	23.3	25.6	12.3	9.5	9.9	9.0	8.2
yoy				-9%	30%	-5%	11%	10%					
菜百股份	605599.SH	85	CNY	4.6	7.1	7.0	7.9	8.9	18.5	12.0	12.1	10.7	9.6
yoy				26%	54%	-1%	13%	12%					
周大生	002867.SZ	131	CNY	10.9	13.2	11.5	13.1	14.7	12.0	10.0	11.4	10.0	8.9
yoy				-11%	21%	-13%	14%	12%					
中国黄金	600916.SH	147	CNY	7.7	9.7	10.4	11.9	13.4	19.2	15.1	14.1	12.4	11.0
yoy				-4%	27%	7%	14%	12%					
迪阿股份	301177.SZ	98	CNY	7.3	0.7	0.4	2.1	3.4	13.5	142.7	249.5	47.0	29.0
yoy				-44%	-91%	-43%	431%	62%					
平均PE									13.2	29.9	44.7	15.1	11.6
奢侈品箱包企业													
普拉达	1913.HK	1,404	HKD	37.9	54.7	80.3	88.7	98.3	37.0	25.7	13.1	11.9	10.7
yoy				58%	44%	22%	16%	15%					
LVMH集团-ADLVMUY.00		3,041	USD	147.5	158.9	124.1	138.7	156.2	20.6	19.1	22.7	20.2	18.0
yoy				17%	8%	-22%	12%	13%					
瑞士历峰集团CFR.SIX		632	CHF	19.3	2.9	33.3	38.1	43.1	32.8	217.6	23.8	20.8	18.3
yoy				59%	-85%	1045%	14%	13%					
爱马仕国际-HESAY.00		2,221	USD	35.3	45.2	52.6	60.5	67.6	63.0	49.2	48.2	41.8	37.4
yoy				38%	28%	17%	15%	12%					
平均PE									38.4	77.9	27.0	23.7	21.1

注: 时间截止2025/8/22, 黄金珠宝企业预测值为wind一致预测, 奢侈品箱包企业预测值为bloomberg一致预期
 资料来源: wind, bloomberg, 国证国际研究

图表 3:可比估值法下目标价的敏感性分析

		2026年EPS (港元)					
PE		34.04	37.82	42.03	46.23	50.85	
	17x	578.7	643.0	714.4	785.9	864.5	
	19x	646.8	718.6	798.5	878.3	966.2	
	21x	714.9	794.3	882.5	970.8	1,067.9	
	23x	782.9	869.9	966.6	1,063.2	1,169.6	
	25x	851.0	945.6	1,050.6	1,155.7	1,271.3	
	27x	919.1	1,021.2	1,134.7	1,248.2	1,373.0	
	29x	987.2	1,096.9	1,218.7	1,340.6	1,474.7	

数据来源: 公司年报, 国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034
(年结31/12; 百万人民币)	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	3,180	8,506	25,514	32,096	39,442	48,269	58,857					
增长率%		167.5%	200.0%	25.8%	22.9%	22.4%	21.9%					
EBIT	416	1,473	4,901	6,676	8,515	10,796	13,178					
增长率%		253.9%	232.7%	36.2%	27.5%	26.8%	22.1%					
EBIT率%	13.1%	17.3%	19.2%	20.8%	21.6%	22.4%	22.4%					
有效税率%	24.8%	24.3%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%					
EBIT x (1-有效税率)	313	1,115	3,709	5,007	6,386	8,097	9,884					
+ 折旧摊销及非现金损益	43	84	58	65	70	75	78					
+ 营运资金变动	-609	-3,038	-4,630	-2,256	-2,669	-3,223	-3,885					
- 资本支出	-60	-71	-100	-100	-100	-100	-100					
自由现金流, FCF	-312	-1,910	-963	2,717	3,687	4,849	5,977	6,874	7,905	9,090	10,454	12,022
增长率%		n.a.	n.a.	n.a.	35.7%	31.5%	23.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
折现年份				1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子			1.0000	0.9294	0.8637	0.8027	0.7460	0.6933	0.6444	0.5988	0.5565	0.5172
FCF现值			-963	2,525	3,185	3,892	4,459	4,766	5,093	5,444	5,818	6,218
FY2025-34 FCF现值总额			40,437									
永续期价值现值			113,261									
企业价值			153,699									
加: 净现金			867									
减: 少数股东权益			-									
DCF估值(百万港元)			168,006									
假设:												
WACC			7.6%									
短期增长率			15.0%									
永续增长率			2.0%									

资料来源: 公司年报, 国证国际研究预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、金价波动。

附表：财务报表预测
资产负债表

(年结31/12; 百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	70	733	4,051	4,761	5,570
贸易应收款项	376	801	1,766	2,222	2,730
预付、按金及其他应收	62	212	635	798	981
存货	1,268	4,088	8,305	10,341	12,773
流动资产总额	1,776	5,833	14,756	18,122	22,054
物业、厂房及设备	58	113	153	187	217
使用权资产	252	302	302	302	302
其他	73	89	89	89	89
非流动资产总额	383	503	544	578	607
总资产	2,159	6,337	15,300	18,701	22,661
贸易应付款项	58	228	444	550	676
其他应付	140	370	1,110	1,396	1,715
短期有息债务	128	1,373	3,183	3,183	3,183
合约负债	28	10	30	37	46
租赁负债	101	153	153	153	153
应付即期税项	19	114	114	114	114
流动负债总额	474	2,249	5,034	5,434	5,888
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	165	164	164	164	164
递延收入	1	1	1	1	1
其他	2	3	3	3	3
非流动负债总额	169	168	168	168	168
总负债	643	2,416	5,202	5,602	6,056
股本	143	168	2,537	2,537	2,537
储备	1,373	3,752	7,561	10,562	14,069
总股东权益	1,515	3,920	10,099	13,099	16,607

现金流量表

(年结31/12; 百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	553	1,947	6,474	8,902	11,353
营运资本变动	-609	-3,038	-4,630	-2,256	-2,669
折旧及摊销	120	181	60	66	71
所得税	-127	-388	-1,574	-2,225	-2,838
其他	33	70	82	84	84
经营性现金流净额	-29	-1,228	413	4,570	6,000
资本开支	-60	-71	-100	-100	-100
其他	0	-	-	-	-
投资性现金流净额	-59	-71	-100	-100	-100
新发股份	222	896	2,369	-	-
支付股息	-	-	-1,091	-3,675	-5,007
新增债务	-11	1,256	1,810	-	-
利息支出	-6	-26	-84	-84	-84
其他	-106	-165	-	-	-
筹资性现金流净额	99	1,960	3,003	-3,760	-5,092
现金净变动	10	663	3,318	711	809
现金期初余额	60	70	733	4,051	4,761
现金期末余额	70	733	4,051	4,761	5,570

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

利润表

(年结31/12; 百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,180	8,506	25,514	32,096	39,442
销售成本	-1,848	-5,004	-15,545	-19,258	-23,665
毛利	1,332	3,501	9,969	12,838	15,777
销售费用	-579	-1,237	-2,912	-3,210	-3,550
管理费用	-168	-272	-436	-548	-674
研发费用	-11	-19	-64	-96	-118
其他收入及开支	-3	4	2	2	2
经营利润	572	1,977	6,559	8,986	11,437
财务费用	-18	-30	-84	-84	-84
除税前利润	553	1,947	6,474	8,902	11,353
所得税	-137	-473	-1,574	-2,225	-2,838
净利润	416	1,473	4,901	6,676	8,515
归属母公司净利润	416	1,473	4,901	6,676	8,515
EPS (港元)	2.62	9.27	30.85	42.03	53.60
EBITDA	600	2,022	6,619	9,052	11,508

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		167.5%	200.0%	25.8%	22.9%
除税前利润增长率 (%)		251.7%	232.6%	37.5%	27.5%
净利润增长率 (%)		253.9%	232.7%	36.2%	27.5%
盈利能力:					
毛利率 (%)	41.9%	41.2%	39.1%	40.0%	40.0%
净利率 (%)	13.1%	17.3%	19.2%	20.8%	21.6%
ROE (%)	54.2%	69.9%	57.6%	57.3%	57.4%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	29.8%	38.1%	34.0%	30.0%	26.7%
流动比率 (x)	3.7	2.6	2.9	3.3	3.7
利息覆盖倍数 (x)	31.4	65.0	77.7	106.4	135.5
股息率	2.9%	2.9%	4.0%	5.1%	6.4%
营运能力					
存货周转天数	205	195	195	196	197
应收账款周转天数	27	25	25	25	25
每股资料					
EPS (港元)		9.27	30.85	42.03	53.60
BPS (港元)		22.70	58.48	75.86	96.17
每股经营现金 (港元)		-7.11	2.39	26.47	34.75
估值比率					
PE		78.6	23.6	17.3	13.6
PB		32.1	12.5	9.6	7.6

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010