

证券研究报告

公司研究

点评报告

老铺黄金 (6181. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

老铺黄金 (6181. HK): 8月25日产品普遍调价 12%-13%，下半年毛利率有望修复，看好新店增长贡献

2025年8月27日

事件: 公司发布 25H1 业绩, 实现收入 123.54 亿元, 同增 251%, 实现经调整净利润 23.51 亿元, 同增 291%, 实现期内利润 22.68 亿元, 同增 286%。25H1 公司拟派发现金股息每股 9.59 元人民币, 现金分红总额 18.06 亿元, 占经调整净利润的 77%。

点评:

品牌影响力持续扩大、品牌高端定位验证, 带动收入高增。 25H1 公司于单个商场平均实现销售业绩 4.59 亿元 (未包含 5-6 月新入驻的上海港汇恒隆、新加坡金沙及上海 IFC), 根据弗若斯特沙利文, 老铺黄金在所有国际国内珠宝品牌中, 25H1 于中国大陆的单个商场保持了平均收入、坪效的第一。2025 年“618”期间, 老铺黄金天猫旗舰店位列黄金类目销售榜首, 实现成交额超 10 亿元, 25H1 线上渠道销售业绩 19.43 亿元。截至 2025.6.30, 品牌忠诚会员数 48 万名, 较 2024.12.31 增长 13 万名, 消费人群持续扩大。根据弗若斯特沙利文, 老铺黄金已实现与国际奢侈品消费人群的高度重合, 与路易威登、爱马仕、卡地亚、宝格丽、蒂芙尼 5 大国际奢侈品牌的消费者平均重合度达到 77.3%。

25H1 受调价后金价涨幅较大影响, 毛利率阶段性承压, 8月25日产品调价幅度 12%-13%, 我们认为下半年毛利率有望迎来修复。 公司 25H1 毛利率 38.1%, 同比下降 3.2pct; 销售/管理/研发/财务费用率 11.85%/1.71%/0.20%/0.34%, 同比-3.26/-1.83/+0.02/+0.04pct; 25H1 经调整净利润率为 19.03%, 同比提升 1.93pct。我们预计净利润率的同比提升主要来自全直营模式下同店增长的利润弹性, 毛利率下降主要由于公司今年 2 月 25 日提价幅度较小 (普遍产品提价幅度不到 10%), 而 3-4 月金价涨幅较大, 公司黄金产品按件计价的情况下, 原材料采购成本增加带来短期毛利率压力。8 月 25 日公司完成今年第二次产品调价, 此次在 5 月以来金价总体走平的情况下, 普遍产品涨价幅度达到 12%-13%, 我们认为下半年的调价一方面强化公司高端品牌定位、具备相对独立于金价的调价节奏, 同时亦利好下半年毛利率修复及销售增长。

25H1 高增长基数下, 新店+门店优化有望带动下半年收入环比进一步高于上半年。 截至 2025.6.30, 公司共在 16 个城市开设 41 家自营店, 包含 SKP 系 6 家及万象系 11 家在内共进驻 29 个高端商业体。25H1 公司新入驻 3 家商业中心并分别开设 1 家门店, 包含上海港汇恒隆、新加坡滨海湾金沙购物中心、上海 IFC; 在已进驻商业中心优化扩容 2 家门店, 包含罗湖万象城 (扩

建 1 家)、厦门万象城(扩建 1 家)。

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 251/345/419 亿元,同增 195%/38%/21%,归母净利润分别为 49.53/68.81/83.53 亿元,同增 236%/39%/21%,对应 8 月 27 日收盘价 PE 分别为 23/17/14X,维持“买入”评级。

风险提示:大股东解禁;金价剧烈波动;产品推新不及预期;海外市场环境不确定性;消费需求疲软。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8506	25052	34524	41938
(+/-)(%)	168%	195%	38%	21%
归母净利润(百万元)	1473	4953	6881	8353
(+/-)(%)	254%	236%	39%	21%
EPS	8.75	28.68	39.85	48.37
P/E	25.17	23.07	16.60	13.68

资料来源:万得,信达证券研发中心预测;股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,833	10,516	12,072	13,906
现金	733	726	1,277	2,036
应收账款及票据	801	988	1,170	1,227
存货	4,088	8,376	9,107	10,056
其他	212	426	518	587
非流动资产	503	559	609	652
固定资产	113	153	190	224
无形资产	305	321	333	343
其他	85	85	85	85
资产总计	6,337	11,075	12,680	14,558
流动负债	2,249	5,497	5,038	4,410
短期借款	1,373	3,373	2,373	1,373
应付账款及票据	228	370	420	520
其他	647	1,754	2,244	2,516
非流动负债	168	168	168	168
长期债务	0	0	0	0
其他	168	168	168	168
负债合计	2,416	5,665	5,205	4,578
普通股股本	168	173	173	173
储备	3,744	5,229	7,294	9,800
归属母公司股东权益	3,920	5,410	7,475	9,981
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,920	5,410	7,475	9,981
负债和股东权益	6,337	11,075	12,680	14,558
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,228	1,688	6,624	7,832
净利润	1,473	4,953	6,881	8,353
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	181	99	111	121
营运资金变动及其他	-2,883	-3,363	-368	-642
投资活动现金流	-71	-149	-156	-161
资本支出	-71	-155	-160	-165
其他投资	0	6	4	4
筹资活动现金流	1,960	-1,546	-5,918	-6,913
借款增加	1,246	2,000	-1,000	-1,000
普通股增加	896	4	0	0
已付股利	0	-3,550	-4,918	-5,913
其他	-181	0	0	0
现金净增加额	663	-6	551	759

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,506	25,052	34,524	41,938
其他收入	0	0	0	0
营业成本	5,004	14,956	20,542	24,911
销售费用	1,237	3,004	4,187	5,202
管理费用	272	426	545	650
研发费用	19	29	40	52
财务费用	30	82	100	64
除税前溢利	1,947	6,551	9,102	11,049
所得税	473	1,598	2,221	2,696
净利润	1,473	4,953	6,881	8,353
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,473	4,953	6,881	8,353
EBIT	1,973	6,637	9,209	11,122
EBITDA	2,154	6,736	9,320	11,244
EPS（元）	8.75	28.68	39.85	48.37

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	167.51%	194.5%	37.81%	21.48%
归属母公司净利润	253.86%	236.2%	38.94%	21.39%
获利能力				
毛利率	41.16%	40.30%	40.50%	40.60%
销售净利率	17.32%	19.77%	19.93%	19.92%
ROE	37.58%	91.54%	92.06%	83.69%
ROIC	28.21%	57.12%	70.70%	74.06%
偿债能力				
资产负债率	38.13%	51.15%	41.05%	31.44%
净负债比率	16.35%	48.92%	14.66%	-6.64%
流动比率	2.59	1.91	2.40	3.15
速动比率	0.78	0.39	0.59	0.87
营运能力				
总资产周转率	2.00	2.88	2.91	3.08
应收账款周转率	14.45	28.00	32.00	35.00
应付账款周转率	35.01	50.00	52.00	53.00
每股指标（元）				
每股收益	8.75	28.68	39.85	48.37
每股经营现金流	-7.30	9.78	38.36	45.36
每股净资产	23.28	31.33	43.29	57.80
估值比率				
P/E	25.17	23.07	16.60	13.68
P/B	9.46	21.12	15.28	11.45
EV/EBITDA	17.51	17.35	12.38	10.10

研究团队简介

范欣悦，商社首席分析师，CFA。曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

蔡昕妤，商社分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、社服板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。