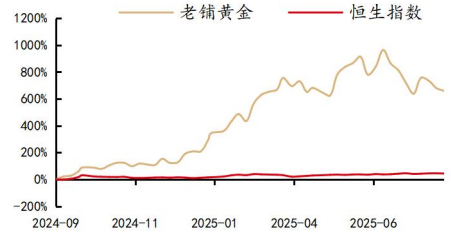
老铺黄金1.(HK)

拓店与出海并举，年内二次提价，未来展望积极

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（港元）	727.50
总股本/流通股本（亿股）	1.73
总市值/流通市值（亿港元）	1,256.22
52 周内最高/最低价	1082/ 239.80
资产负债率(%)	38.1336
市盈率	87.1113
第一大股东	北京红乔金季咨询顾问有限公司

研究所

分析师：李鑫鑫
SAC 登记编号：S1340525010006
Email：lixinxin@cnpsec.com

● 事件

中报：公司发布 2025 年中报，2025 年上半年公司销售业绩（含税收入）人民币 142 亿元，同比增长 249%，收入人民币 123 亿元，同比增长 251%，经调净利润 23.5 亿元，同比增长 291%，期间利润 22.7 亿元，同比增长 285%。中报业绩位于正面盈利预告区间偏上位置。

调价：公司官网公众号发文，老铺黄金于 2025 年 8 月 25 日进行产品调价，产品调价详情，以线上线下门店产品实际标价为准。据中国黄金珠宝公众号信息，这是老铺 2025 年以来的第二次涨价，其中部分热门饰品价格涨幅在 10%-12%。

● 投资要点

收入分析：内地单个商场销售第一，境外渠道持续拓展。2025 年上半年公司销售业绩人民币 142 亿元，同比增长 249%，收入人民币 123 亿元，同比增长 251%。拆分来看：

1）门店数量：截至 25H1 公司在 16 个城市共开设 41 家自营店，全部位于包括 skp 系（6 家）和万象城（11 家）在内的具有严格准入要求的 29 家知名商业中心；其中上半年新入驻 3 家商业中心，优化扩容 2 家门店。

2）单店销售：25H1 公司在单个商场平均实现销售业绩为 4.59 亿元，根据沙利文的资料，25H1 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。此外，公司消费者与路易威登、爱马仕、卡地亚、宝格丽等国际五大奢侈品牌的消费者平均重合率高达 77.3%。

3）分渠道：上半年门店销售收入 122 亿元，占比 86.9%，同比增长 243%，线上平台 19 亿元，占比 13.1%，同比增长 313%。

4）分市场：上半年中国内地销售收入 126 亿元，占比 87.1%，同比增长 233%，境外收入 16 亿元，占比 12.9%，同比增长 455%，境外业务受益于渠道持续拓展。

利润分析：提价慢于金价，毛利承压，下半年提价毛利率有望改善。25H1 公司毛利率 38.1%，较去年同期下降 2.6pct，主要是今年黄金价格从 25 年 1 月的加权平均价 633.21 元/g 迅速拉升至 25 年 4 月的 769.51 元/g，涨幅达 21.53%。公司每年调价两到三次，上半年仅 2 月份进行了一次调价，公司提价远慢于金价上涨。公司于 8 月 25 日进行年内第二次提价，我们认为下半年随着公司产品提价，整体毛利率有望改善。

此外，费用端来看公司期间费用率合计占比 13.8%，同比下降 5.1pct，其中销售费用率下降 3.3pct，管理费用率下降 1.8pct。我

们认为期间费用率大幅下行主要与公司销售规模优势显现有关。

行业分析：金价上涨，老铺不跌。我们在《三问三答看黄金珠宝》中提到，对于未来黄金价格，**我们认为会继续震荡上行，出现拐点的前提是**：1）美国政治：美国财政赤字能控制，国会减支法案通过或其他实质性控制支出的政策实施；2）资产配置：境内风险偏好回升，比如看好股市、中债收益率回升，资产配置向高风险资产切换；3）地缘问题：逐步改善等。**金价看涨至 3500 美元以上。**中期来看，在美国中期选举之前，伦敦金价格有望突破 3500 美金，沪金有望突破 800 元/克。

公司看点：中国文化走向全球，奢侈品调性逐步显现。

1）奢侈品调性：老铺门店装修古朴典雅，并提供一对一高质量服务，深受高净值客群青睐，品牌形象不断提升，奢侈品调性逐步显现。我们认为公司打法跟奢侈品品牌有几点类似：

一是效仿国外奢侈品品牌爱马仕的打法，以稀缺、一对一服务、配售等方式让高净值客户得到不一样的服务；

二是效仿提夫尼打法，在高端商场开设门店，展示高价位商品，从而实现奢侈品属性的塑造；

三是有记忆点的符号产品，公司打造葫芦、罗盘、蝴蝶等有辨识度元素进行产品研发，这与当下成熟奢侈品珠宝的打法类似。

2）中国文化输出：公司秉承工匠精神，传承中国宫廷手工制金工艺，产品设计中亦采用中国古典文化元素，旗下产品极具设计感。截至 2025H1，老铺已创作出近 2100 项原创设计，拥有境内专利 273 项，作品著作权 1505 项，以及境外专利 246 项。

● 投资建议与盈利预测

老铺黄金专注“古法黄金”定位，恪守高端定位，短期来看公司门店继续开拓，随着产品出圈及金价高位，公司同店销售有望高增，长期来看公司作为古法黄金第一品牌，初具奢侈品调性，未来有望走出中国成为全球奢侈品珠宝品牌之一。我们预计公司 25-27 年营业收入增速为 138%、39%、12%，归母净利润增速为 180%、50%、19%，EPS 分别为 24 元/股、36 元/股、43 元/股，当下股价对应 PE 分别为 28x、19x、16x。维持公司“增持”评级。

● 风险提示：

金价波动不确定性；全球局势不确定性；市场竞争加剧风险；政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,505.56	20,269.61	28,107.20	31,562.04
增长率(%)	167.51	138.31	38.67	12.29
EBITDA（百万元）	2,158.02	5,533.96	8,226.60	9,707.59
归属母公司净利润（百万元）	1,473.11	4,117.98	6,176.61	7,340.06
增长率(%)	253.86	179.54	49.99	18.84
EPS(元/股)	9.47	23.85	35.77	42.51
市盈率（P/E）	23.30	27.91	18.61	15.66
市净率（P/B）	9.48	21.75	11.24	7.14
EV/EBITDA	17.52	20.52	13.47	11.03

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产		8,415	14,164	20,399
现金	733	2,764	5,524	9,276
应收账款及票据	801	1,909	2,648	2,973
存货	4,088	3,238	5,294	7,364
其他	212	504	699	785
非流动资产	503	537	518	500
固定资产	113	101	91	82
无形资产	305	296	287	279
其他	85	139	139	139
资产总计	6,337	8,952	14,683	20,899
流动负债	2,249	3,447	4,235	4,580
短期借款	1,373	1,373	1,373	1,373
应付账款及票据	228	531	724	806
其他	647	1,542	2,138	2,401
非流动负债	168	220	220	220
长期债务	0	0	0	0
其他	168	220	220	220
负债合计	2,416	3,667	4,455	4,800
普通股股本	168	168	168	168
储备	3,744	5,109	10,050	15,923
归属母公司股东	3,920	5,286	10,227	16,099
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,920	5,286	10,227	16,099
负债和股东权益	6,337	8,952	14,683	20,899

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,228	4,827	4,036	5,261
净利润	1,473	4,118	6,177	7,340
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	181	20	19	18
营运资金变动及	-2,883	689	-2,159	-2,097
投资活动现金流	-71	-2	0	0
资本支出	-71	0	0	0
其他投资	0	-2	0	0
筹资活动现金流	1,960	-2,794	-1,277	-1,509
借款增加	1,256	0	0	0
普通股增加	896	0	0	0
已付股利	0	-2,794	-1,277	-1,509
其他	-191	0	0	0
现金净增加额	663	2,032	2,760	3,752

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,506	20,270	28,107	31,562
其他收入	0	0	0	0
营业成本	5,004	11,655	15,881	17,675
销售费用	1,237	2,432	3,092	3,156
管理费用	272	608	843	947
研发费用	19	20	28	32
财务费用	30	23	-28	-97
除税前溢利	1,947	5,491	8,235	9,787
所得税	473	1,373	2,059	2,447
净利润	1,473	4,118	6,177	7,340
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,473	4,118	6,177	7,340
EBIT	1,977	5,514	8,208	9,690
EBITDA	2,158	5,534	8,227	9,708
EPS（元）	9.47	23.85	35.77	42.51

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	167.51%	138.31%	38.67%	12.29%
归属母公司净利润	253.86%	179.54%	49.99%	18.84%
获利能力				
毛利率	41.16%	42.50%	43.50%	44.00%
销售净利率	17.32%	20.32%	21.98%	23.26%
ROE	37.58%	77.91%	60.39%	45.59%
ROIC	28.26%	62.10%	53.06%	41.59%
偿债能力				
资产负债率	38.13%	40.96%	30.34%	22.97%
净负债比率	16.35%	-26.31%	-40.59%	-49.09%
流动比率	2.59	2.44	3.34	4.45
速动比率	0.78	1.50	2.09	2.85
营运能力				
总资产周转率	2.00	2.65	2.38	1.77
应收账款周转率	14.45	14.96	12.34	11.23
应付账款周转率	35.01	30.68	25.30	23.10
每股指标（元）				
每股收益	9.47	23.85	35.77	42.51
每股经营现金流	-7.30	27.96	23.38	30.47
每股净资产	23.28	30.61	59.23	93.23
估值比率				
P/E	23.30	27.91	18.61	15.66
P/B	9.48	21.75	11.24	7.14

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048