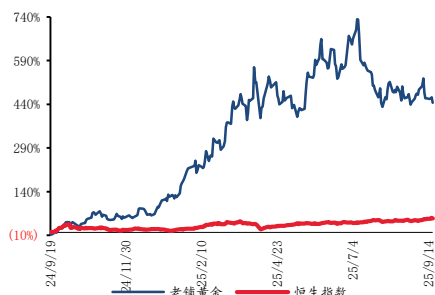


老铺黄金：同店实现高增，品牌价值持续提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 1.39/1.39
总市值/流通(亿港元) 988.87/988.87
12 个月内最高/最低价 1,108/118 (港元)

相关研究报告

<<老铺黄金 24 年业绩预告点评：业绩超预期，品牌势能持续向上>>—
2025-02-26

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现含税销售额 141.8 亿元，同比+249.4%，实现总收入 123.5 亿元，同比+251.0%，实现归母净利润 22.7 亿元，同比+285.8%，经调整净利润 23.5 亿元，同比+290.6%。同时公司公告 2025H1 派发中期股息每股 9.59 元，共计分红 16.6 亿元，分红率为 73%。

同店实现高增，出海布局加速。收入拆分来看，2025H1 中国内地/境外分别实现收入 107.6/16.0 亿元，分别同比+232.8%/+455.2%，2025 年上半年公司保持在中国内地的单个商场平均收入、坪效居所有珠宝品牌第一位置，并于 6 月入驻新加坡滨海湾金沙购物中心，进一步拓展海外版图。25H1 公司线下门店/线上平台分别实现收入 107.4/16.2 亿元，分别同比+243%/+313%，线下门店表现来看，公司线下门店共实现收入 107.4 亿元，同比+243%，同店收入同比+200.8%，在单个商场平均实现销售额约 4.59 亿元。

门店渠道稳步扩张，头部商业中心基本实现覆盖，打造高级感品牌调性。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在 16 个城市共开设 41 家门店，全部位于包括 SKP 系（6 家）、万象城系（11 家）在内的 29 家知名商业中心，其中 25H1 新入驻 3 家商业中心（包括上海港汇恒隆、新加坡滨海湾金沙购物中心、上海 IFC）开设 3 家门店，优化扩容 2 家已进驻商业中心门店（罗湖万象城、厦门万象城）。公司已入驻国内十大头部商业中心中的 9 家，仅剩的商业中心即上海恒隆广场将于 2025 年 10 月正式启幕开业。同时，公司消费人群持续扩大，截至 2025 年 6 月 30 日，公司忠诚会员人数较 2024 年底环比增长 13 万名至 48 万名，与 LV、爱马仕、卡地亚、宝格丽等国际奢侈品牌消费者平均重合率达 77.3%。

规模效应平抑金价波动影响，盈利水平稳步提升。2025H1 公司毛利率同比下降 3.2pct 至 38.1%，上半年黄金价格直线上升，2025 年 1 月-4 月黄金加权平均价涨幅达 21.53%，公司上半年仅于 2 月进行 1 次调价，受到黄金价格快速上涨影响导致毛利率有所下滑。费用方面，公司销售/管理费用率分别为 11.9%/1.7%，分别同比-3.3/-1.8pct，规模效应提升的带动下净利率同比+1.9pct 至 19.0%。

投资建议：公司作为国内古法黄金龙头，已在产品设计、文化内涵、服务体验等多方面加深品牌心智，构建高净值人群社交认同及情绪价值，并兼具保值属性，公司持续抢占顶级商圈的稀缺铺位资源，维护高奢品牌定位，品牌势能有望持续提升。目前金价仍在高位，随后续门店扩张+客群深透加速，业绩有望延续高增。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 257.1/360.8/498.8 亿元，分别同比+202%/+40%/+38%，实现归母净利润 46.3/67.5/91.4 亿元，分别同比+214%/+46%/+35%，对应 PE 为 24/17/12X。我们按照 2026 年业绩给 20 倍 PE，一年目标价 806.52 港币，维持“买入”评级。

风险提示：消费需求低迷；金价波动；市场竞争加剧；开店不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8506	25706	36078	49884
营业收入增长率(%)	168%	202%	40%	38%
归母净利（百万元）	1473	4628	6752	9142
净利润增长率(%)	254%	214%	46%	35%
摊薄每股收益（元）	9.47	26.80	39.10	52.94
市盈率（PE）	23.43	24.34	16.68	12.32

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,833	11,753	18,856	28,378
现金	733	296	4,789	12,186
应收账款及票据	801	2,629	3,592	5,011
存货	4,088	8,235	9,621	10,010
其他	212	593	854	1,170
非流动资产	503	546	536	527
固定资产	113	101	91	82
无形资产	305	305	305	305
其他	85	139	139	139
资产总计	6,337	12,299	19,392	28,905
流动负债	2,249	4,919	6,948	9,331
短期借款	1,373	2,201	3,168	4,089
应付账款及票据	228	637	918	1,257
其他	647	2,082	2,862	3,985
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	5,139	7,168	9,551
普通股股本	168	168	168	168
储备	3,744	6,983	12,047	19,178
归属母公司股东权益	3,920	7,160	12,224	19,354
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,920	7,160	12,224	19,354
负债和股东权益	6,337	12,299	19,392	28,905

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,228	78	5,140	8,388
净利润	1,473	4,628	6,752	9,142
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	181	11	10	9
营运资金变动及其他	-2,883	-4,561	-1,622	-763
投资活动现金流	-71	46	74	100
资本支出	-71	0	0	0
其他投资	0	46	74	100
筹资活动现金流	1,960	-561	-721	-1,091
借款增加	1,256	828	967	921
普通股增加	896	0	0	0
已付股利	0	-1,388	-1,688	-2,011
其他	-191	0	0	0
现金净增加额	663	-436	4,493	7,397

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,506	25,706	36,078	49,884
其他收入	0	0	0	0
营业成本	5,004	15,604	21,647	30,030
销售费用	1,237	3,368	4,690	6,635
管理费用	272	540	722	998
研发费用	19	68	90	127
财务费用	30	0	0	0
除税前溢利	1,947	6,128	8,934	12,099
所得税	473	1,500	2,182	2,957
净利润	1,473	4,628	6,752	9,142
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,473	4,628	6,752	9,142
EBIT	1,977	6,128	8,934	12,099
EBITDA	2,158	6,139	8,944	12,108
EPS (元)	9.47	26.80	39.10	52.94

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	167.51%	202.23%	40.35%	38.27%
归属母公司净利润	253.86%	214.15%	45.90%	35.39%
获利能力				
毛利率	41.16%	39.30%	40.00%	39.80%
销售净利率	17.32%	18.00%	18.71%	18.33%
ROE	37.58%	64.64%	55.24%	47.23%
ROIC	28.26%	49.44%	43.87%	39.00%
偿债能力				
资产负债率	38.13%	41.79%	36.97%	33.04%
净负债比率	16.35%	26.60%	-13.26%	-41.84%
流动比率	2.59	2.39	2.71	3.04
速动比率	0.78	0.72	1.33	1.97
营运能力				
总资产周转率	2.00	2.76	2.28	2.07
应收账款周转率	14.45	14.99	11.60	11.60
应付账款周转率	35.01	36.08	27.85	27.61
每股指标 (元)				
每股收益	9.47	26.80	39.10	52.94
每股经营现金流	-7.30	0.45	29.77	48.58
每股净资产	23.28	41.46	70.79	112.08
估值比率				
P/E	23.43	24.34	16.68	12.32
P/B	9.53	15.73	9.21	5.82
EV/EBITDA	17.61	18.66	12.41	8.63

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。