



## 老铺黄金 (06181.HK)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

## 涨价预期抵御金价短期波动， 看好 Q1 高基数下增速超预期

### 经营分析

金价大幅波动下品牌韧性或超预期，门店终端供不应求，形成排队热潮。1月30日国际金价大幅下跌，从当日最高点至收盘跌幅超10%，而老铺终端门店延续元旦以来的排队热潮。1月31日至2月1日下跌隔夜周末期间，北上广及杭州、武汉、南京、西安等多地老铺门店依然呈现排队盛况，其中上海恒隆、北京中环等门店在没有折扣活动情况下仍有较火爆排队，品牌金价波动期间仍具较大吸引力。我们预计需求高增的核心原因是终端消费者形成了品牌稳定涨价的预期，标志着消费者对老铺品牌价值的认可度持续提升。我们认为老铺黄金产品价值包含三个层面：1) 材质价值：高端黄金饰品由于黄金涨价，容易涨价；当前消费者对黄金中长期上涨也具备信心；2) 设计价值：消费者认可其产品设计溢价，不会因金价上涨而削弱；3) 品牌价值：涨价预期类似奢侈品，如LV涨价前排队抢购，本次消费者在金价剧烈回调情况下仍排队抢购，是深度认可老铺涨价预期，与材质价值无关，本质是公司品牌价值的认可度提升，公司2025年已完成三次向上调价，其中首次调价发生在2月份春节后，当前消费者预期品牌将在年后产生涨价，从而引发排队抢购热潮。

**金价涨幅前备货充足，毛利率端有望修复至常态水平。**2025年10月公司已完成27亿港元配售，其中70%约19亿港元用于存货储备，备货相对充足，叠加25年10月底已调价，毛利率有望逐步修复。

**中长期增长空间：**公司高客精细化管理拓展在即，单店提升空间较大。截至25年11月底，老铺黄金40多家自营门店覆盖16个城市，全部位于一线和新一线城市的高端购物中心，国内外均有较大拓展空间。而公司注重门店质量而非盲目数量扩张，2026年预计将优化现有门店地段，面积和场景。公司已成立高客管理部，针对高客进行精细化管理，2025H1忠诚会员达48万名，较2024年底新增13万名。随着公司精细化运营加强，会员数量和粘性有望持续增长。

### 盈利预测、估值与评级

金价高位震荡带来较大预期差，我们认为行业价增量跌态势下公司高端品牌运营Alpha显现，叠加店铺调整效果释放，公司1-2月份高基数增长有望验证，进而带动估值切换。我们预计公司2025/2026/2027年EPS预测至27.7/39.4/48.2元，公司股票现价对应PE估值为24/17/14倍，维持“买入”评级，持续重点推荐。

### 风险提示

金价持续下行风险、行业竞争加剧、终端消费不及预期、门店拓展不及预期。

### 商贸零售组

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu\_j@gjzq.com.cn

分析师：谷亦清 (执业 S1130525080002)

guyiqing@gjzq.com.cn

市价 (港币)：751.00 元

### 相关报告：

- 《老铺黄金港股公司点评：同店高增超预期，品牌势能验证》，2025.8.21
- 《老铺黄金公司点评：H1 高增符合预期，全年增长动能充足》，2025.7.29
- 《老铺黄金点评：24年业绩亮眼兑现，看好高端定位的成长性和稀缺...》，2025.4.2



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,180	8,506	26,268	36,546	43,238
营业收入增长率	145.67%	167.51	208.83%	39.13%	18.31%
归母净利润(百万元)	416	1,473	4,897	6,971	8,518
归母净利润增长率	340.40%	253.86	232.40%	42.36%	22.20%
摊薄每股收益(元)	2.36	8.33	27.70	39.44	48.19
每股经营性现金流净额	-0.17	-7.30	-11.13	16.51	36.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.47%	37.58%	68.78%	56.49%	45.50%
P/E	0.00	25.83	24.20	17.00	13.91
P/B	0.00	9.25	16.64	9.60	6.33

来源：公司年报、国金证券研究所



## 附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,294</b>	<b>3,180</b>	<b>8,506</b>	<b>26,268</b>	<b>36,546</b>	<b>43,238</b>
增长率	2.3%	145.7%	167.5%	208.8%	39.1%	18.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>752</b>	<b>1,848</b>	<b>5,004</b>	<b>15,748</b>	<b>21,745</b>	<b>25,528</b>
%销售收入	58.1%	58.1%	58.8%	59.9%	59.5%	59.0%
<b>毛利</b>	<b>542</b>	<b>1,332</b>	<b>3,501</b>	<b>10,520</b>	<b>14,801</b>	<b>17,709</b>
%销售收入	41.9%	41.9%	41.2%	40.1%	40.5%	41.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>销售费用</b>	<b>297</b>	<b>579</b>	<b>1,237</b>	<b>3,205</b>	<b>4,422</b>	<b>5,189</b>
%销售收入	23.0%	18.2%	14.5%	12.2%	12.1%	12.0%
<b>管理费用</b>	<b>94</b>	<b>168</b>	<b>272</b>	<b>578</b>	<b>767</b>	<b>865</b>
%销售收入	7.3%	5.3%	3.2%	2.2%	2.1%	2.0%
<b>研发费用</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>86</b>
%销售收入	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>144</b>	<b>572</b>	<b>1,977</b>	<b>6,633</b>	<b>9,466</b>	<b>11,483</b>
%销售收入	11.1%	18.0%	23.2%	25.3%	25.9%	26.6%
<b>财务费用</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>30</b>	<b>105</b>	<b>172</b>	<b>126</b>
%销售收入	1.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>139</b>	<b>569</b>	<b>1,956</b>	<b>6,633</b>	<b>9,466</b>	<b>11,483</b>
营业利润率	10.8%	17.9%	23.0%	25.3%	25.9%	26.6%
营业外收支						
税前利润	127	553	1,947	6,529	9,294	11,358
利润率	9.8%	17.4%	22.9%	24.9%	25.4%	26.3%
所得税	32	137	473	1,632	2,324	2,839
所得税税率	25.4%	24.8%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	95	416	1,473	4,897	6,971	8,518
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>95</b>	<b>416</b>	<b>1,473</b>	<b>4,897</b>	<b>6,971</b>	<b>8,518</b>
净利率	7.3%	13.1%	17.3%	18.6%	19.1%	19.7%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>95</b>	<b>416</b>	<b>1,473</b>	<b>4,897</b>	<b>6,971</b>	<b>8,518</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	43	155	116	172	126
非经营收益						
营运资金变动	-47	-609	-3,038	-7,078	-4,343	-2,371
<b>经营活动现金净流</b>	<b>148</b>	<b>-29</b>	<b>-1,228</b>	<b>-1,967</b>	<b>2,918</b>	<b>6,393</b>
资本开支	-35	-60	-71	-280	-150	-100
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	-2	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-35</b>	<b>-59</b>	<b>-71</b>	<b>-282</b>	<b>-150</b>	<b>-100</b>
股权融资	0	222	896	0	0	0
债权融资	-2	-11	1,256	3,854	-640	-2,000
其他	-77	-112	-191	-1,805	-1,914	-2,255
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-79</b>	<b>99</b>	<b>1,960</b>	<b>2,049</b>	<b>-2,555</b>	<b>-4,255</b>
<b>现金净流量</b>	<b>35</b>	<b>10</b>	<b>663</b>	<b>-207</b>	<b>206</b>	<b>2,031</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>货币资金</b>	<b>60</b>	<b>70</b>	<b>733</b>	<b>525</b>	<b>731</b>	<b>2,762</b>
应收账款	138	438	1,013	2,688	3,776	4,468
存货	807	1,268	4,088	11,811	16,309	18,792
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
<b>流动资产</b>	<b>1,005</b>	<b>1,776</b>	<b>5,833</b>	<b>15,024</b>	<b>20,816</b>	<b>26,021</b>
%总资产	77.8%	82.3%	92.1%	95.3%	96.4%	97.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	53	58	113	154	160	163
%总资产	4.1%	2.7%	1.8%	1.0%	0.7%	0.6%
无形资产	199	255	305	445	470	446
非流动资产	286	383	503	739	769	749
%总资产	22.2%	17.7%	7.9%	4.7%	3.6%	2.8%
<b>资产总计</b>	<b>1,291</b>	<b>2,159</b>	<b>6,337</b>	<b>15,763</b>	<b>21,586</b>	<b>26,770</b>
<b>短期借款</b>	<b>136</b>	<b>128</b>	<b>1,373</b>	<b>5,228</b>	<b>4,587</b>	<b>2,587</b>
应付款项	5	58	228	700	966	1,135
其他流动负债	150	289	647	2,495	3,472	4,108
流动负债	291	474	2,249	8,423	9,026	7,830
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	130	169	168	220	220	220
负债	422	643	2,416	8,643	9,246	8,050
<b>普通股股东权益</b>	<b>870</b>	<b>1,515</b>	<b>3,920</b>	<b>7,119</b>	<b>12,340</b>	<b>18,721</b>
其中：股本	137	143	168	168	168	168
未分配利润	731	1,371	3,744	6,943	12,163	18,544
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,291</b>	<b>2,159</b>	<b>6,337</b>	<b>15,763</b>	<b>21,586</b>	<b>26,770</b>

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.69	3.03	9.47	27.70	39.44	48.19
每股净资产	4.92	8.57	23.28	40.28	69.82	105.92
每股经营现金流	0.84	-0.17	-7.30	-11.13	16.51	36.17
每股股利	0.00	0.00	6.32	9.58	9.86	12.05
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.87%	27.47%	37.58%	68.78%	56.49%	45.50%
总资产收益率	7.32%	19.29%	23.25%	31.06%	32.29%	31.82%
投入资本收益率	10.65%	26.16%	28.26%	40.29%	41.94%	40.42%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	2.34%	145.67%	167.51%	208.83%	39.13%	18.31%
EBIT增长率	-13.36%	297.86%	245.85%	235.58%	42.70%	21.31%
净利润增长率	-16.99%	340.40%	253.86%	232.40%	42.36%	22.20%
总资产增长率	10.46%	67.17%	193.57%	148.75%	36.94%	24.02%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	28.5	27.0	24.9	20.5	25.8	27.7
存货周转天数	377.5	202.1	192.6	181.7	232.8	247.5
应付账款周转天数	2.9	6.1	10.3	10.6	13.8	14.8
固定资产周转天数	13.9	6.2	3.6	1.8	1.5	1.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	23.71%	14.97%	20.63%	69.14%	33.03%	0.24%
EBIT利息保障倍数	8.5	31.6	65.6	57.4	55.1	91.5
资产负债率	32.65%	29.79%	38.13%	54.83%	42.83%	30.07%



## 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	8	10	33
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.17	1.11	1.09	1.00

来源：聚源数据

## 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

## 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

## 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**