

## 目录

老铺黄金：国内率先推广且聚焦“古法金”的高端黄金珠宝品牌 .....	5
黄金珠宝行业：古法金增长潜力大，老铺具备竞争优势 .....	9
品牌定位：深耕黄金领域的高端定位弥补国内珠宝市场空白 .....	11
渠道空间：聚焦高端商场取得显著成效，未来扩店仍有较大空间 .....	14
产品竞争力：自主研发加速差异化迭代，严格品控保障产品质量 .....	16
投资建议和盈利预测 .....	19
盈利预测 .....	19
投资建议 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 老铺黄金线下门店展示 .....	5
图 2: 公司门店网络的相关地理信息 (截至 2024 年 6 月) .....	6
图 3: 公司营业收入及增速 (百万元) .....	6
图 4: 公司归母净利润及增速 (百万元) .....	6
图 5: 公司毛利率变化 .....	6
图 6: 公司归母净利率变化 .....	6
图 7: 2023 年公司与龙头企业收入规模比较 (百万元) .....	7
图 8: 2023 年公司与龙头企业归母净利润规模比较 (百万元) .....	7
图 9: 公司分产品收入规模变化 (百万元) .....	7
图 10: 公司分产品收入规模占比 .....	7
图 11: 足金黄金产品 .....	7
图 12: 足金镶嵌产品 .....	7
图 13: 黄金珠宝行业市场规模及增速 (十亿元) .....	9
图 14: 足金珠宝市场按加工技术划分的市场规模变化 (十亿元) .....	10
图 15: 足金珠宝市场按加工技术划分的市场规模占比 .....	10
图 16: 公司产品分价格的销售收入占比 (2023 年) .....	11
图 17: 周大福产品同店平均价格 (港币, 2023 年) .....	11
图 18: 公司与其他品牌产品比较 .....	11
图 19: 黄金成为最受青睐的投资选择 .....	12
图 20: 三大黄金珠宝品牌在一线城市高端购物中心的覆盖率 (截至 2024 年 4 月) .....	14
图 21: 三大黄金珠宝品牌在新一线城市高端购物中心的覆盖率 (截至 2024 年 4 月) .....	14
图 22: 老铺黄金单店销售额在行业中位居前列 .....	15
表 1: 公司里程碑事件 .....	5
表 2: 公司核心管理层概况 .....	8
表 3: 黄金珠宝市场分类别收入复合增速 .....	9
表 4: 中国足金珠宝市场按加工技术划分的市场规模 CAGR .....	10
表 5: 中国古法金分城市市场规模 (亿元) .....	10
表 6: 高净值人群最青睐的十大珠宝品牌 .....	12
表 7: 公司会员体系 .....	13
表 8: 公司忠诚会员数量及收入贡献概览 .....	13
表 9: 主要珠宝品牌在中国十大高端购物中心的覆盖率 (截至 2024 年 4 月) .....	14
表 10: 公司同店数量和销售额增速变化 .....	14
表 11: 2023 年前五大购物中心销售额变化 (千元) .....	15

表 12: 公司线下门店概况 .....	15
表 13: 海外主要珠宝奢牌在各地门店数量与公司对比（截至 2024 年 10 月底） .....	16
表 14: 2023 年中国销售古法黄金珠宝收入计五大古法黄金珠宝品牌（十亿元） .....	16
表 15: 公司募投项目中关于研发的部分（百万港币） .....	17
表 16: 公司年度销售迭代产品及新推出产品收入占比 .....	17
表 17: 公司核心工艺简介 .....	17
表 18: 公司自有工厂生产情况 .....	18
表 19: 行业可比公司估值（截至 2024 年 11 月 29 日） .....	20

## 老铺黄金：国内率先推广且聚焦“古法金”的高端黄金珠宝品牌

率先推广“古法金”概念的品牌，差异化定位奠定成功。老铺黄金创立于 2009 年，是经中国黄金协会认证的率先推广“古法黄金”概念的品牌，也是中国古法手工金器专业第一品牌。公司基于品牌定位、产品主题与调性和渠道布局上等方面的显著差异奠定了过去的成功。根据弗若斯特沙利文，公司是中国黄金珠宝市场主要品牌中唯一专注设计、生产加工和销售古法黄金产品的品牌。

表 1：公司里程碑事件

年份	里程碑
2009 年	在北京推出首家专注于销售古法金饰品的门店 根据弗若斯特沙利文的资料，公司是中国首个推广古金工艺概念的品牌，亦是其中一个最早经营传统手工黄金珠宝品牌的品牌
2010 年	通过推出雅致的中国文房场景主题产品，如装把玩的件以及可供收藏的金器，丰富了产品线
2014 年	“老铺黄金”商标注册
2016 年	本公司成立为从事古法金饰品业务的主要经营实体
2017 年	推出自营线上销售渠道，在天猫设有旗舰店 在深圳开设门店，将业务拓展至华南 在北京 SKP 高级时尚购物中心开设门店
2018 年	香港老铺注册成立
2019 年	改制为中国公司法项下的股份有限公司 根据弗若斯特沙利文的资料，公司是业界首家推出镶嵌钻石的足金黄金珠宝品牌，进一步增强古金珠宝的获利潜力 澳门老铺注册成立
2021 年	成为中国黄金协会发饰的《古法金饰品》团体标准的起草单位 在天猫公布的“天猫黄金品类品牌人群心智榜单”中，公司在“价值力指数”方面名列第一
2022 年	成为中国黄金协会发饰的《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准的起草单位
2023 年	上榜《2023 胡润至尚优品——中高值人群品牌倾向报告》的有的两家中国黄金珠宝品牌之一

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

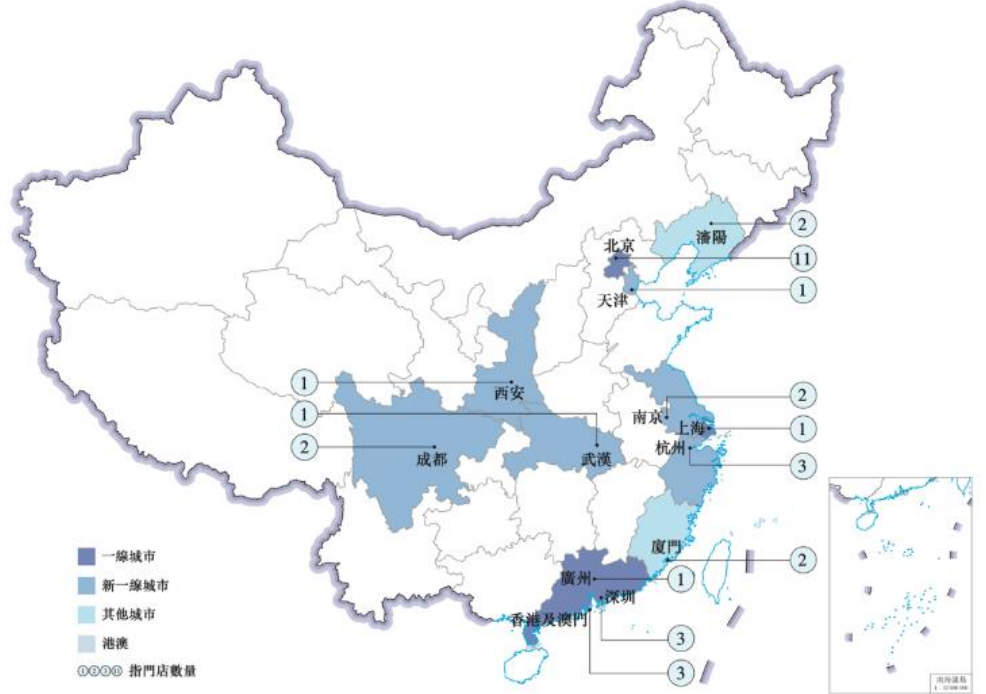
图 1：老铺黄金线下门店展示



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

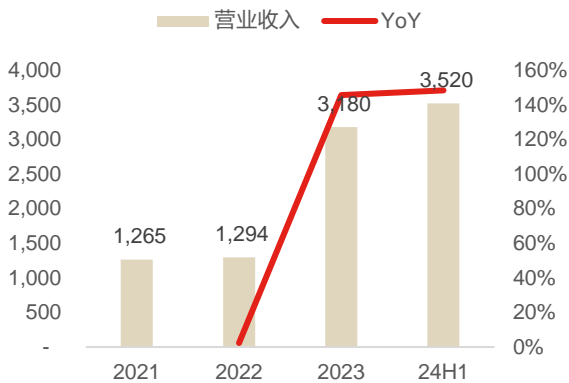
图 2：公司门店网络的相关地理信息（截至 2024 年 6 月）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所，注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准

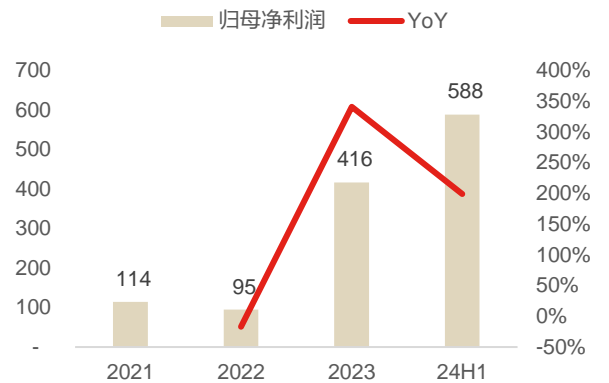
公司目前正处于快速增长阶段。2021-2023 年收入和归母净利润的复合增速分别为 58.6%和 91.2%，24H1 分别增长 148%和 199%。盈利能力方面，公司毛利率保持稳定，归母净利率自 2022 年持续上升，24H1 达到 16.7%。另一方面，相比于周大福、老凤祥、周大生等传统黄金珠宝行业龙头，公司在 2023 年的收入和归母净利润体量仍然较小。

图 3：公司营业收入及增速（百万元）



数据来源：wind，东方证券研究所

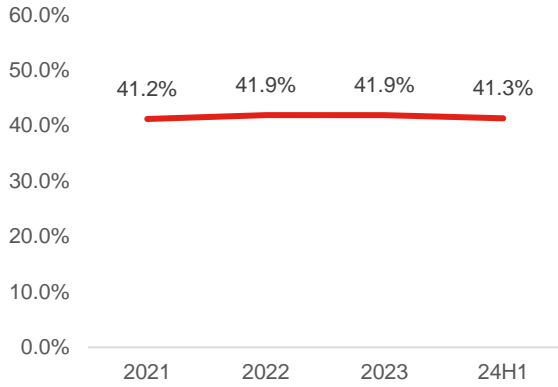
图 4：公司归母净利润及增速（百万元）



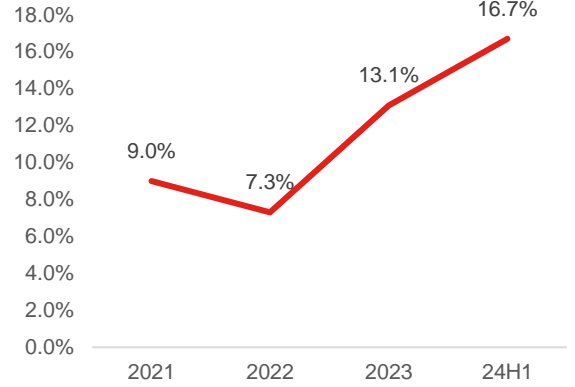
数据来源：wind，东方证券研究所

图 5：公司毛利率变化

图 6：公司归母净利率变化

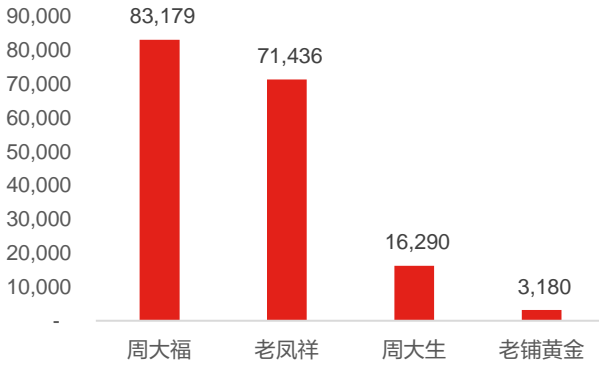


数据来源: wind, 东方证券研究所



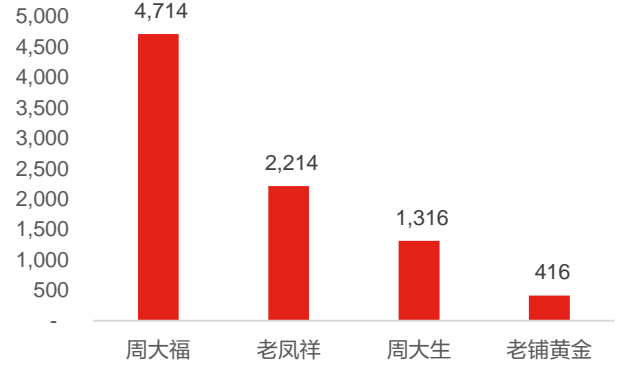
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 7: 2023 年公司与龙头企业收入规模比较 (百万元)



数据来源: wind, 东方证券研究所

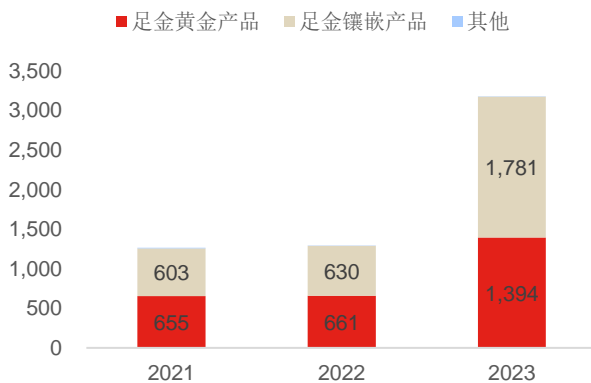
图 8: 2023 年公司与龙头企业归母净利润规模比较 (百万元)



数据来源: wind, 东方证券研究所

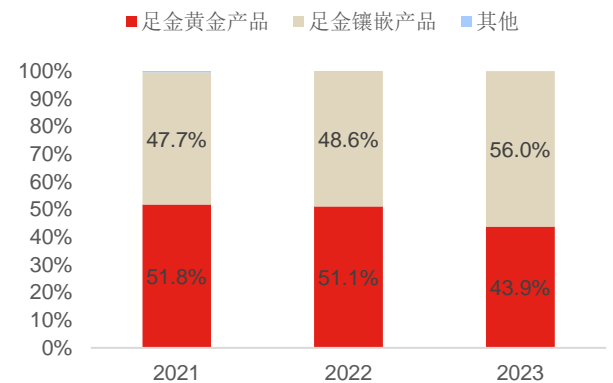
分产品来看, 2021-2023 年公司足金黄金产品和足金镶嵌产品合计收入占比超过 99%, 其中足金镶嵌产品收入占比逐年提升, 已从 2021 年的 47.7% 提升至 2023 年的 56%。

图 9: 公司分产品收入规模变化 (百万元)



数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

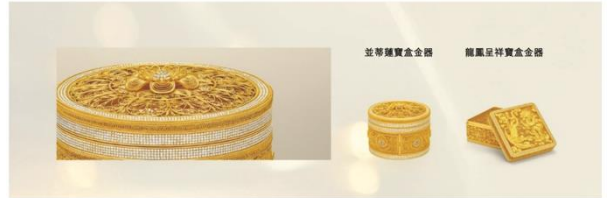
图 10: 公司分产品收入规模占比



数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

图 11: 足金黄金产品

图 12: 足金镶嵌产品



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

管理层合作十分稳定，创始人拥有多元文化产品的商业化从业经历。公司创始人兼董事长徐高明在行业内具备丰富从业经历，直接领导研发团队，并参与主要产品的创作过程。除此之外，徐高明还分别于 2004 年和 2012 年创立了金色宝藏和文房文化，其中金色宝藏主要从事黄金珠宝及把玩业务，文房文化主要从事文房文化产品、古董产品及珠宝业务。徐总对中国传统文化和高端消费人群认识深刻，对中国文化产品的商业化运营具有深厚经验。公司其余核心管理人员多为金色宝藏的管理人员，合作稳定，工作经历丰富。

股权方面，截至 2024 年 6 月，徐高明和其子徐东波为一致行动人，通过直接持股、天津金橙和红乔金季等方式合计持股 67.66%。

表 2：公司核心管理层概况

姓名	职位	年龄	任职经历
徐高明	董事长，总经理，研发总监	59	1995 年 7 月加入岳阳市红乔旅游投资管理有限公司岳阳红乔；2004 年 6 月创立金色宝藏；2012 年 7 月创立文房文化；2016 年 12 月起担任公司董事、总经理及商品研发总监；2019 年 11 月起担任董事长
李佳	CFO，董秘	45	2003 年 7 月至 2004 年 6 月担任北京高德和勤投资顾问有限公司经理；2004 年 7 月至 2006 年 7 月担任北京高德悦勤会计师事务所经理 2006 年 8 月至 2007 年 2 月任职于德勤华永会计师事务所北京分所，2007 年 3 月至 2008 年 1 月任职于傅子刚(北京)咨询有限公司。2008 年 2 月至 2015 年 5 月任职于德勤华永会计师事务所北京分所，最后担任税务及商务咨询部高级经理，于 2015 年 6 月至 2017 年 4 月任职于上海德勤税务师事务所有限公司北京分所，最后担任税务及商务咨询部总监。2019 年 11 月起担任本集团首席财务官、副总经理兼董事会秘书
徐锐	营业部总经理	43	2009 年 12 月至 2016 年 12 月担任金色宝藏的业务营运相关工作。徐先生于 2004 年 3 月至 2009 年 11 月担任岳阳红乔的业务营运相关工作。2019 年 11 月起一直担任公司董事及自 2017 年 1 月起一直担任本公司的营业部总经理
冯建军	副总经理	55	早年曾任职于岳阳中湘康神药业集团有限公司；2006 年 1 月至 2016 年 12 月担任金色宝藏的企业管理相关工作；1998 年 10 月至 2005 年 12 月担任岳阳红乔的企业管理相关工作。自 2019 年 11 月起一直担任公司董事及自 2017 年 1 月起一直担任本公司的副总经理
蒋霞	质检部总监	47	2018 年 2 月起担任本公司质检部总监。此外，彼自 2018 年 3 月起一直担任岳阳老铺的监事。蒋先生于 2023 年 11 月 9 日(自上市日期起生效)获委任为执行董事。加入本公司前，蒋先生于 2005 年 8 月至 2018 年 2 月担任

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		金色宝藏商品管理部的产品管理及品质检验相关工作。彼于 1995 年 8 月至 2005 年 7 月担任岳阳红乔的采购相关工作。蒋先生于 2002 年 7 月通过函授课程毕业于武汉化工学院(现称武汉工程大学)工商管理专业。彼自 2021 年 3 月起获北京市成人教育学会培训中心认可为标准化工程师。蒋先生亦分别自 2021 年 7 月起及自 2021 年 6 月起获珠宝首饰职业技能鉴定指导中心和国家宝石监测培训中心(「国检珠宝培训中心」)国检珠宝培训中心认可为贵金属首饰和宝石检验师及国检珠宝培训中心钻石分级师。
--	--	--

数据来源: wind, 东方证券研究所

## 黄金珠宝行业：古法金增长潜力大，老铺具备竞争优势

**黄金珠宝市场未来有望实现接近双位数复合增长。**根据公司招股说明书，2023 年黄金珠宝市场规模为 5,180 亿元，2018-2023 年复合增速为 11%，其中 2020 年后受疫情影响，部分抑制了线下销售的增长。展望未来，受益于消费升级及年轻化消费群体的兴起，黄金珠宝市场预计将继续以 9.4% 的复合增速增长，于 2028 年达到 8,110 亿。

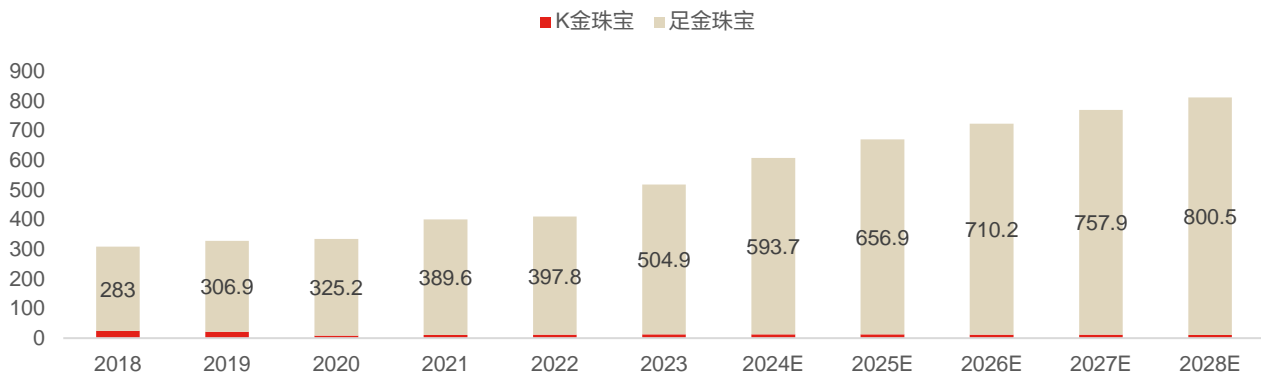
**纯足金市场占据主导，未来占比有望进一步提升。**就黄金纯度而言，黄金珠宝可分为足金（黄金纯度达 99.0% 及以上）及 K 金。2023 年足金珠宝市场规模为人民币 5,049 亿元，占黄金珠宝市场的 97.5%。随著消费升级及对高品质黄金珠宝制品的需求不断增加，预计 2023-2028 年足金珠宝的复合增速为 9.7%，超过 K 金珠宝的 -4.3%。

表 3：黄金珠宝市场分类别收入复合增速

	2018-2023 年	2023-2028 年 ( 预计 )
足金珠宝	12.3%	9.7%
K 金珠宝	-12.1%	-4.3%
总计	11%	9.4%

数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

图 13：黄金珠宝行业市场规模及增速（十亿元）



数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所



**古法黄金有较大增长潜力。**古法黄金珠宝指一种将现代设计与中国古典文化相结合，具有色彩温润、外观精美或其他古代宫廷金饰特徵，并应用至少两种及以上中国传统手工黄金制造工艺的纯金珠宝。

- ✓ 根据招股说明书，2023年中国古法黄金珠宝市场规模为1,573亿，占整体市场比重为31.2%，同时也是2018-2023年增长最快的细分品类，复合增速达64.6%。
- ✓ 展望未来，预计2023-2028年古法黄金珠宝CAGR为21.8%，高于普通黄金珠宝和硬金珠宝的-1.4%和13.3%；预计2028年古法黄金珠宝市场规模为4,214亿，占整体市场比重提升至52.6%。
- ✓ 未来古法金市场趋势及驱动因素包括：1) 年轻化的消费群体；2) 更多元化及个性化的珠宝产品；3) 黄金与其他珍贵材料的融合；4) 国潮的日渐流行。

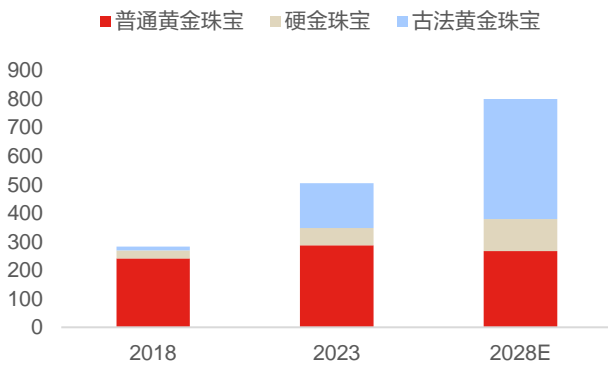
**分城市来看，新一线城市古法金市场值得关注。**新一线城市2023年市场规模最大为340亿元，未来增长潜力也更大，2023-2028年市场规模CAGR为23.7%，高于一线城市和省会城市的20.1%和17.9%。

**表 4：中国足金珠宝市场按加工技术划分的市场规模 CAGR**

	2018-2023 年	2023-2028 年 ( 预计 )
普通黄金珠宝	3.6%	-1.4%
硬金珠宝	15.5%	13.3%
古法黄金珠宝	64.6%	21.8%

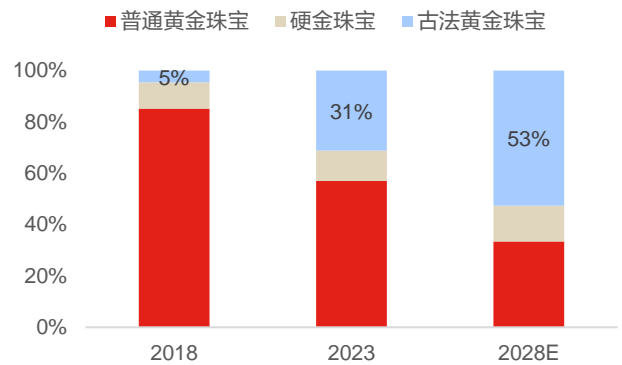
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**图 14：足金珠宝市场按加工技术划分的市场规模变化（十亿元）**



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**图 15：足金珠宝市场按加工技术划分的市场规模占比**



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**表 5：中国古法金分城市市场规模（亿元）**

	2018	2023	2028E	2018-2023 CAGR	2023-2028E CAGR
一线城市	51	251	627	37.8%	20.1%
新一线城市	23	340	987	72%	23.7%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

省会城市		139	317		17.9%
------	--	-----	-----	--	-------

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

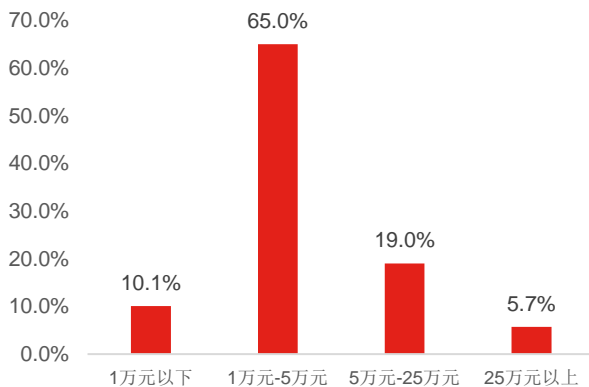
**老铺黄金具备竞争优势。**老铺黄金是国内率先推广古法黄金珠宝概念的品牌，并最早从事传统工艺黄金珠宝的品牌化运营。自老铺黄金于2009年推广该概念起，古法黄金珠宝以其形态精致、涵义隽永和深厚的文化内涵，在国内珠宝市场掀起一股持续的时尚热潮。另一方面，目前市场上大多数镶嵌产品均是K金镶嵌产品，因为K金的耐用性简化了镶嵌过程。根据弗若斯特沙利文的资料，老铺黄金是市场上第一家开发足金镶嵌产品的公司，再次引领了黄金珠宝行业的新发展趋势。

## 品牌定位：深耕黄金领域的高端定位弥补国内珠宝市场空白

**老铺黄金弥补了国内黄金珠宝高端品牌的空白。**我们认为，中国黄金珠宝市场主要分为以下三个部分：1) 国际龙头品牌，包括卡地亚、宝格丽等，主要依靠品牌内涵、标志性的产品设计等因素吸引消费者，他们的黄金产品也往往享受很高的品牌溢价；2) 国内一线龙头品牌，包括老凤祥、周大福、周大生等，主要以门店扩张驱动收入增长，产品同质化程度高，价格竞争激烈；其业务发展受到金价波动影响相对较大；3) 国内其他中小品牌。根据2023年3月、2024年3月，《胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》，老铺黄金连续两年获评高净值人群最青睐的十大珠宝品牌之一，我们认为在高净值人群中，公司已具备与一线珠宝品牌相媲美的知名度和市场认可度，成为少数被高净值人群认可的高端黄金珠宝品牌。

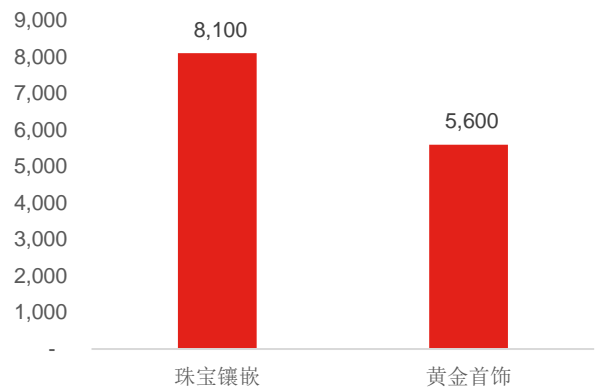
**在定价模式上，老铺黄金采用按件计价方式，与传统黄金珠宝品牌的按克计价+加工费的传统定价模式有明显区分，**我们认为这也是老铺黄金拥有品牌溢价的体现。2021-2023年，公司足金黄金产品单位销售均价分别为650、676、729元/克，同比增长8%、4%和8%，足金镶嵌产品单位销售均价分别为835、914、1043元/克，同比增长9%、9%、14%。从终端产品售价来看，公司以1-5万元价格区间的产品为主，明显高于其他黄金珠宝品牌。与其他品牌同类产品比较来看，老铺黄金产品克重在行业中也保持领先水平。

图 16：公司产品分价格的销售收入占比（2023 年）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 17：周大福产品同店平均价格（港币，2023 年）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 18：公司与其他品牌产品比较

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/676234022210011010>