

老铺黄金“异常”毛利率

◎ 记者 李昕

今年以来，金价持续走高，数据显示，上海黄金交易所年初至今现货黄金价格已累计上涨超15%。保值需求逐渐成为消费者增大黄金及其制品购买力度的主要动力。

如今，市场上黄金饰品品牌繁多。有消费者反映，在选购黄金制品时，周大福、周生生、周六福等高度相似的品牌名称，以及陆续涌现出来的以“周XX”命名的黄金品牌，极容易使人混淆。

对此，有业内人士向《国际金融报》记者解释称，像周大福、周生生等几个黄金品牌，由于创始人的确姓周，所以选择以周字开头作为品牌名。不过，除巧合之外，市场上也不乏企业在名称上动心思，存在混淆视听、“傍大款”等行为。

对于黄金珠宝零售商来说，与知名品牌在名称上“捆绑”，能够帮助自身在短时间内建立起品牌认知度和可信度，强行让知名品牌为其实力进行背书。

近期，一家同样遭到市场诟病“碰瓷”的黄金零售商，老铺黄金股份有限公司（下称“老铺黄金”）向港交所递交IPO申请，但公司名称与上海第一家黄金零售点“老庙黄金”高度相似，引发了市场争议。

两年前，老铺黄金曾经想要在A股IPO，但以失败告终。此次公司重整旗鼓，转战港交所，想要再次冲刺上市，结合其经营情况来看，公司“旧疾”仍未得到解决。

“老铺”不老

虽然名叫“老铺黄金”，但从公司成立时间来看，老铺黄金似乎并不“老”，相比于1929年成立的周大福、1934年成立的周生生，亦或是成立于1982年的老庙黄金，老铺黄金可以说是珠宝行业的“初生牛犊”。

根据招股书，老铺黄金的商标于2014年注册，彼时，系北京金色宝藏文化传播有限公司（下称“金色宝藏”，现已注销）为寻求独立发展传统古法黄金业务及精简公司架构，决定对旗下业务进行重组。

2016年12月5日，老铺黄金才正

式成立，并进行独立经营。同时，金色宝藏正式将传统中国古法黄金珠宝业务连同相关资产及负债转至老铺黄金。

官网显示，老铺黄金是经中国黄金协会认证的“中国古法手工金器专业第一品牌”，且将自身定位于高端品牌，通过研发创新持续推出兼具文化、时尚属性和产品高级感调性的古法黄金产品。

2020年至2022年以及2023年前6个月（下称“报告期”），老铺黄金实现收入8.96亿元、12.65亿元、12.94亿元及14.16亿元，报告期前三年，公司营收规模实现增长。但就整体黄金零售行业来看，公司目前的营收规模相对于周大生、周六福等品牌，仍存在较大差距。

2020年至2022年，周大生分别实现营业收入50.84亿元、91.55亿元及111.20亿元，同期，周六福收入规模达到20.82亿元、28.29亿元、31.60亿元。

不过，虽然规模不及同行，但公司的毛利率水平却堪称行业翘楚。报告期内，老铺黄金的毛利率分别达到43.1%、41.2%、41.9%及41.7%。

对比同行来看，2020年至2022年，周大福的毛利率分别为29.6%、28.2%及23.4%，而周生生的毛利率分别为25.27%、25.30%及26.30%。

也就是说，在周大福、周生生等老牌港资黄金企业的毛利率未及30%的情况下，老铺黄金的毛利率在报告期内却一直稳定在40%以上。

2020年至2022年，老凤祥的毛利率分别为8.18%、7.77%及9.13%。同期，梦金园的毛利率水平仅有5.9%、3.2%及4.8%，是老铺黄金毛利率水平的八分之一左右。

在金价相对透明的市场环境中，是什么因素支撑起老铺黄金如此高的溢价水平？是公司在黄金采购渠道方面有优势？是其黄金加工工艺无人能敌？还是说公司拥有格外强势的定价话语权？

金界“爱马仕”

记者发现，公司在采购渠道方面并不具备“超能力”，并且需要在采购过程中向中间商支付差价。

简单来说，国内黄金制品销售企业的原材料黄金一般都是通过上海黄金交



资料图片

易所进行交易，一般情况下，如果企业自身为上金所会员，则可以直接向上金所通过黄金T+D延期交易业务、现货交易等模式采购黄金。

而如果企业自身非上金所会员，则需要通过上金所的综合类会员单位采购黄金，或者通过黄金租赁业务进行采购。根据公司招股书中披露的内容，老铺黄金并非上金所会员，所以公司进行黄金采购的方式主要是向上金所综合类会员，即北京工美集团有限责任公司（下称“工美集团”）采购金料，同时向其供应商采购松石等辅料。

对此，老铺黄金也在招股书中承认，公司与工美集团是依据上金所黄金标准金公开价格加相应手续费确定黄金采购交易价格的。

另外，公司还从其他供应商处采购少量黄金，如香港凯福珠宝国际集团有限公司、香港大通股份有限公司，以及通过工商银行向上金所采购等。此外，公司也存在一定量的黄金租赁采购行为。

总而言之，老铺黄金在进行黄金采

购时必须经过“中间商”，因此公司必然需要向“中间商”支付相应的手续费。相比于直接采购，这无疑拉高了公司的采购成本。

这也就是说，公司在成本端并不具备特殊优势。

那么公司在定价端的表现如何？

在我国金价相对透明的情况下，对于黄金珠宝零售商来说，独特的加工工艺是区隔不同品牌的重要因素。企业在这个过程中提供的加工服务是产生品牌溢价，进而使其拥有定价话语权的主要因素。

不过，根据招股书，一直宣称“古法手工工艺”的老铺黄金在产品生产上却有相当一部分来自委外加工。

报告期内，老铺黄金的外包加工费分别为1177.4万元、1715万元、1517.7万元及1884.6万元，自产成本分别为1568.2万元、2933.6万元、3684.1万元及2842.9万元。如此算来，公司委外生产的产品至少占到了四成。

如果将时间线拉长，根据公司此前

披露的招股书，2017年，公司的全部黄金产品均为委外生产，直到2018年开始，才有了少量自产的黄金产品，甚至到了2020年前三季度，其委外加工的产品金额仍然超过了自产产品金额。

如此看来，高度依赖委外加工的老铺黄金，其所称的“古法手工”含金量究竟几何？在大量采用委外加工的情况下，公司销售的产品质量是否会受到影响？

结合招股书来看，老铺黄金对于其高于同行一大截的毛利率解释称，一方面是因为高端的品牌定位使其能够拥有较高的定价，从而支持较高的毛利率。

结合市场评价来看，“高端”目前确实是老铺黄金的重要标签。

在社交媒体平台，老铺黄金甚至有黄金界的“爱马仕”之称，并且截至今年上半年底，老铺黄金在全国12个城市仅有的29家门店，选址全部位于SKP、万象城等国内高端购物中心。

相对来说，这些购物中心的主要客户确实普遍消费能力较高且对于价格敏

感度较低，对于公司的毛利率起到了一定的支撑作用。但业内人士指出，对于企业经营来说，如果没有独特的工艺和过硬的产品竞争力作为支撑，仅仅是靠一味鼓吹高端定位，可以说是无水之源、无本之木，难以长久存续。

存货压力高

从行业性质来看，黄金珠宝行业的主要原材料为黄金、珠宝和玉石等价值较高的产品，因此对于企业的资金实力要求较高，属于资本密集型行业。

由于老铺黄金均采用自营模式，这就意味着公司每新开一家店铺，就需要大量资金进行铺货。

根据招股书披露，2020年至2022年，公司存货余额分别高达6.81亿元、7.70亿元及8.07亿元，占流动资产的比例高达84.9%、83.5%及80.3%，周转天数分别为461天、357天及383天。

过多的存货不仅意味着公司需要承担更高的库存风险，且会占用大量的流动资金，降低公司的资金使用效率。根据公司目前只有不足30家门店的情况来看，公司未来仍面临较大的扩张需求和资金压力。

相比于同行黄金零售品牌动辄上千家的门店数量，老铺黄金似乎还有很长一段路要走。

而近两年，在古法黄金进一步受到追捧的热潮下，周六福、老凤祥等各大黄金品牌也相继加大了对于古法黄金产品的推广力度，古法黄金赛道竞争日益白热化。在这种情况下，老铺黄金能否继续守住“高端黄金”这一位置，继续扩大市场份额，还得画上一个大大的问号。

另外，上述业内人士补充道，由于消费和储蓄就像跷跷板的两端，在当前经济下行的趋势下，人们的消费能力下滑，储蓄意愿则进一步被撬动。相比于被施华洛世奇等不具备保值属性的品牌产品收割，黄金类饰品及其相关产品因其兼具装饰与一定的保值功能，进一步受到消费者青睐。需要注意的是，不同于金条和黄金ETF等产品，黄金饰品的保值能力是相对而言的，仍然受到较多因素影响，且其变现能力相对有限，消费者应理性购买。

幂源科技患大客户依赖症

◎ 记者 吴鸣洲

新能源汽车行业的高速发展，带动了动力电池行业规模的快速提升。目前，已有多家动力电池企业完成上市。近日，动力电池系统供应商幂源科技控股有限公司（下称“幂源科技”）向港交所递交了招股说明书，拟港交所主板上市，汇丰和中金公司担任联席保荐人。

持续亏损

据悉，幂源科技主要设计、制造及销售电动汽车的定制电池系统，其次提供储能提供解决方案及电池管理系统。

根据弗若斯特沙利文报告，按出货量计，2022年公司是中國乘用純電動汽車的第三大動力電池系統供應商，市場份額為9.6%。報告顯示，至2023年6月30日，公司的電池系統已為中國超過100萬輛電動汽車提供動力，包括2022年中國約十分之一的乘用純電動汽車和超過三分之一的A00級乘用純電動汽車。

值得一提的是，公司創始人周鵬毕业于中科大，後來獲得斯坦福大學博士



图虫创意图

学位，在动力电池行业拥有逾17年经验，曾在英特尔、Cooligy 和特斯拉担任工程师。

创立以来，幂源科技已获得全球多家投资机构青睐。招股书显示，幂源科技在2010年至2022年间，先后完成六轮融资，累计融资额约1.45亿美元。投资来自包括KPCB、名力中国成长基金、中

国电子信息产业集团、三星风投、软银中国资本、TotalEnergies SE、Mirae Asset、上汽集团、NXP等知名机构和产业方。

业绩方面，2020年至2022年及2023年上半年（下称“报告期”），幂源科技实现的营业收入分别为10.15亿元、25.67亿元、55.74亿元及11.22亿元，净利润分别为-0.89亿元、-0.66亿元、1.08亿

元及-0.04亿元。

近几年内，公司收入持续增长，且在2022年扭亏为盈。但是，到了2023年上半年，公司收入同比下滑超过50%，净利润也由盈转亏。整体来看，公司业绩较为波动。

对于2023年上半年业绩下滑，公司解释称，一方面是因为在2022年下半年

年，因预期政府补助政策变动将于2023年生效，中国电动汽车市场需求异常旺盛，其后导致客户需求于2023年上半年相对较低；另一方面，公司的一名主要客户减少采购订单，原因是其业务策略调整为更多专注于新A0级BEV乘用车市场。

依赖大客户

记者发现，公司存在较为明显的大客户依赖。

报告期内，公司来自前五大客户的收入占公司总收入的比例分别为94.4%、96.4%、97.4%及90.6%，每年有九成以上的收入来源于大客户。

其中，公司对客户A的销售收入占比分别为54.2%、47.6%、46.0%及21.1%。值得注意的是，客户A前三年是公司第一大客户，但2023年上半年变成了第三大客户。

招股书显示，客户A是国内顶级乘用车制造商。根据市场消息推断，客户A或为上汽通用五菱。

虽然近三年内，上汽通用五菱一直是公司的重要客户，但其对于公司的贡

献力度持续下滑。这或许是因为随着新能源补贴退坡，五菱电动车的销量出现下滑，对公司也产生了一定的影响。

报告期内，公司对江淮汽车的销售收入分别为2.4亿元、8.61亿元、17.46亿元、3.99亿元，占营业收入的比重分别为23.6%、33.6%、31.3%、35.5%。江淮汽车前三年为公司的第二大客户，2023年上半年为公司的第一大客户。

与上汽通用五菱不同的是，江淮汽车还是公司的关联方。

2017年，江淮汽车就与幂源科技成立合资公司安徽江淮华鑫电池系统有限公司，双方各持股50%，主导动力电池系统制造。因此，幂源科技与江淮汽车有关交易为关联交易。

不过江淮汽车今年的日子并不好过。今年前11月，江淮汽车纯电动乘用车的销量同比下滑了1.96%至16.96万辆。江淮汽车未来能否保证对公司的持续采购仍未可知。

值得一提的是，今年上半年，公司来自印度市场的收入激增增至2.45亿元，占比为21.9%。而在2020年至2022年，公司来自印度市场的收入占比分别为0.2%、2.2%、1.6%。