

信义山证 汇通天下

证券研究报告

黄金珠宝

老铺黄金 (06181.HK)

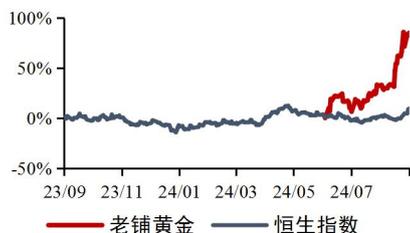
增持-A(首次)

坚持高端古法金品牌定位，国内及海外市场具备拓店空间

2024年9月26日

公司研究/深度分析

公司上市以来股价表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2024年9月25日

收盘价（港元）：	129.50
总股本（亿股）：	1.68
流通股本（亿股）：	0.95
流通市值（亿港元）：	122.73

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➤ **老铺黄金：中国古法黄金第一品牌，盈利能力行业领先。**老铺黄金创立于2009年，是我国第一家推广古法黄金概念、金胎烧蓝产品的品牌。按2023年的收入计，公司在中国古法黄金珠宝市场及黄金珠宝市场的份额分别为2.0%及0.6%。2022-2023年在中国所有黄金珠宝品牌中，公司单店销售额连续两年均排名第一。2019年末率先在行业内推出足金镶嵌产品。2017-2023年期间，公司营业收入、归母净利润年均复合增速为39.5%、53.0%。2024年上半年，公司实现营收35.20亿元，同比增长148.3%，归母净利润5.88亿元，同比增长198.8%。2020-2023年销售毛利率分别为43.1%、41.2%、41.9%、41.9%，销售毛利率显著领先于友商。2023年及2024H1，公司营收规模效应显现后，利润弹性释放，归母净利率分别达到13.1%、16.7%。

➤ **行业：古法黄金产品市场空间广阔，公司为高端古法金龙头。**古法黄金产品市场空间大且增速优。2017年周大福推出“传承系列”古法金产品，凭借品牌价值沉淀、渠道网络广泛，古法黄金产品走进消费者视野，黄金珠宝品牌开始陆续推出古法金产品，2018年三季度至今，金价再度开启波动上升，古法黄金工艺推出，叠加黄金首饰保值增值属性再度凸显，古法黄金2018-2023年每年以64.6%的年均复合增速增长。2023年，我国古法黄金珠宝市场规模为1573亿元，预计2023-2028年期间，古法黄金珠宝每年预计保持20%以上复合增长，普通黄金珠宝规模预计稳步收缩。公司市占率提升可期。我国古法黄金珠宝市场前五大品牌市占率合计为46.1%，其中第一名周大福市占率绝对领先，约20%，老铺黄金市占率为2.0%，位居第七位。虽然公司2009年率先在业内推出古法黄金珠宝，但因品牌定位偏向高端、渠道网络有限，市占率处于较低水平，提升空间巨大。

➤ **核心竞争优势：高端金饰精准定位+原创设计及严格质控保障产品差异化+严选高端商圈锁定目标客群。**产品方面，公司精准定位高端金饰细分领域，避开传统黄金珠宝行业竞争。产品坚持原创设计，研发费用率在行业处于领先水平，公司采用自产为主、委外加工为辅的生产模式，自产比例约为六成。且公司对供应链系统进行严格质控，保证产品最终呈现。2023年公司足金镶嵌产品平均售价为1043元/克，足金黄金产品平均售价为702元/克，折算后单克价格高于友商品牌，溢价能力突出。渠道方面，为契合品牌及产品高端定位，公司线下门店全部自营，且门店集中于一线、新一线城市核心商圈高端商场，其中北京市门店数量占比超过三成，北京SKP、万象城体系等核心高端商圈一场双店布局，同商圈

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



入驻品牌以高奢珠宝品牌及港资珠宝品牌为主。公司门店数量由 2021 年末的 22 家稳步增加至 2024H1 末的 33 家，2023 年及 2024H1，同店销售同比分别增长 115.4%、104.2%。根据我们对公司一线及新一线城市单店模型测算，门店层面净利润率约 24%，门店盈利能力可观。

➤ **成长空间：国内市场门店拓展+升级改造，海外市场战略性布局。**我们选取 Tiffany、Cartier、Bvlgari、Van Cleef&Arpels 四家国际高奢珠宝品牌，中国大陆市场、中国港澳市场、新加坡、日本门店平均值分别为 47 家、15 家、4 家、38 家。在中国大陆市场方面，基于优异的单店模型，公司具备开店空间，预计 2024-2026 年每年新开设门店 4/4/2 家。公司对于存量门店，预计扩大门店面积、获取更优的门店位置，提升单店销售。中国港澳及海外市场方面，公司在中国港澳、新加坡、东京布局，预计 2024-2025 年每年新开设门店 1/4 家。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2024-2026 年归母公司净利润 10.94/13.24/15.32 亿元，同比增长 162.9%/21.0%/15.7%，对应 EPS 为 6.50/7.86/9.10 元，9 月 23 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 17.9/14.8/12.8 倍，老铺黄金作为高端古法金珠宝龙头，基于差异化品牌定位、以及未来 2-3 年的国内市场门店扩张及海外市场布局，有望实现较行业更快的增长。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示：国内及海外门店拓展不及预期；古法黄金产品竞争加剧；黄金价格大幅波动。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,294	3,180	6,971	8,676	9,582
YoY(%)	2.3	145.7	119.2	24.5	10.4
净利润(百万元)	95	416	1,094	1,324	1,532
YoY(%)	-17.0	340.4	162.9	21.0	15.7
毛利率(%)	41.9	41.9	41.3	41.4	41.5
EPS(摊薄/元)	0.56	2.47	6.50	7.86	9.10
ROE(%)	10.9	27.5	41.9	33.7	28.0
P/E(倍)	207.2	47.1	17.9	14.8	12.8
P/B(倍)	22.5	12.9	7.5	5.0	3.6
净利率(%)	7.3	13.1	15.7	15.3	16.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1.老铺黄金：中国古法黄金第一品牌，坚持高端古法金品牌定位	7
1.1 发展历程：专注古法黄金品类，从品牌孕育到行业引领.....	7
1.2 股权结构：实际控制人持股比例高，管理层行业经验丰富.....	8
1.3 财务分析：2023 年营收大幅增长，销售毛利率稳中有升.....	11
2.行业：古法黄金产品市场空间广阔，公司为高端古法金龙头	14
2.1 古法黄金珠宝市场空间广阔，增速最快的珠宝细分品类.....	14
2.2 周大福为古法黄金珠宝市占率第一，公司为高端古法黄金珠宝龙头.....	16
3.公司：高端金饰精准定位+原创设计及严格质控保障产品差异化+严选高端商圈锁定目标客群	17
3.1 产品：高品质产品引领行业，产品溢价能力突出.....	17
3.1.1 研发费用率行业领先，自产占比接近六成.....	19
3.1.2 产品溢价能力突出，高毛利率的足金镶嵌产品收入占比超过一半.....	20
3.2 渠道：线上线下同款同价，线下直营门店盈利能力高、具备拓店空间.....	24
3.2.1 线下门店布局高线城市核心商圈，主要竞争来自国际及港资珠宝品牌.....	24
3.2.2 单店盈利能力强劲，为门店开拓奠定坚实基础.....	29
3.2.3 未来三年聚焦国内高线城市及东南亚布局，国内及海外市场具备拓店空间.....	31
3.2.4 线上渠道收入占比基本稳定，线上线下同款同价.....	33
4.盈利预测与估值	34
4.1 盈利预测.....	34
4.2 相对估值.....	35
5.风险提示	36

图表目录

图 1： 公司发展历程	8
图 2： 公司股权结构(截至 2024 年 6 月 28 日)	8

图 3: 公司营业收入及同比增速.....	11
图 4: 公司归母净利润及同比增速.....	11
图 5: 公司销售毛利率及归母净利润率.....	12
图 6: 公司各项期间费用率.....	12
图 7: 黄金珠宝公司销售毛利率对比.....	12
图 8: 黄金珠宝公司销售净利率对比.....	12
图 9: 公司存货周转天数 (单位: 天)	13
图 10: 黄金珠宝公司存货周转天数对比 (单位: 天)	13
图 11: 公司经营活动现金流净额及归母净利润对比.....	13
图 12: 公司现金及现金等价物余额.....	13
图 13: 各类珠宝市场规模年均复合增速.....	14
图 14: 2023 年各类珠宝市场规模 (单位: 亿元)	14
图 15: 中国港澳、新加坡、东京古法黄金珠宝市场规模及 2023-2028 年年均复合增速预期.....	15
图 16: 2023 年我国古法黄金珠宝各品牌市占率.....	16
图 17: 周大福传承系列占中国内地黄金产品零售值比重.....	17
图 18: 上金所 AU9999 黄金现货收盘价 (元/克)	17
图 19: 公司研发费用及同比增速.....	19
图 20: 公司及友商研发费用率对比.....	19
图 21: 公司外包生产及自产的产量占比.....	20
图 22: 公司足金产品产能及产能利用率.....	20
图 23: 公司足金黄金产品.....	20
图 24: 公司足金镶嵌产品.....	20
图 25: 各品牌古法金手镯单克价格对比.....	21

图 26: 各品牌足金镶嵌项链定价对比.....	21
图 27: 公司分产品收入明细 (单位: 亿元)	23
图 28: 公司单店分产品收入 (单位: 万元) (估算)	23
图 29: 公司按产品类型划分的毛利率情况.....	23
图 30: 公司迭代产品及推出新产品.....	23
图 31: 公司分渠道收入占比.....	24
图 32: 公司分城市收入占比.....	24
图 33: 公司线下门店数量 (单位: 家)	25
图 34: 公司线下门店数量按城市划分 (单位: 家)	25
图 35: 2023 年公司前五大购物中心收入占比变化.....	28
图 36: 公司前五大购物中心 2023 年坪效.....	28
图 37: 公司线下门店形象.....	29
图 38: 公司前五大购物中心门店平均单店面积 (平方米)	29
图 39: 公司单店销售额与其它珠宝品牌对比 (单位: 万元)	29
图 40: 公司线上渠道收入及同比增速.....	33
图 41: 公司分渠道销售毛利率.....	33
表 1: 公司基本情况概览.....	7
表 2: 公司管理层履历.....	9
表 3: 公司募集资金用途计划.....	10
表 4: 足金黄金产品按工艺划分.....	15
表 5: 公司金饰产品和金器产品.....	18
表 6: 公司两类足金产品销量及平均售价.....	22



表 7: 公司线下门店布局.....	26
表 8: 各珠宝品牌于中国十大高端购物中心门店布局情况.....	28
表 9: 公司直营单店模型.....	30
表 10: 门店初始盈亏平衡期及现金投资回收期情况.....	31
表 11: 公司于中国大陆各城市的门店数量及预计门店数量.....	32
表 12: 公司与国际高奢珠宝品牌门店对比.....	32
表 13: 公司现有门店数量及未来三年拓店计划.....	33
表 14: 老铺黄金盈利预测拆分.....	34
表 15: 相对估值.....	35

1.老铺黄金：中国古法黄金第一品牌，坚持高端古法金品牌定位

老铺黄金创立于2009年，是我国第一家推广古法黄金概念、金胎烧蓝产品的品牌，2019年末率先在行业内推出足金镶嵌产品。根据弗若斯特沙利文的资料，按2023年的收入计，公司在中国古法黄金珠宝市场及黄金珠宝市场的份额分别为2.0%及0.6%。公司致力于推出兼具文化、时尚属性和能够展示高品质的产品，涵盖日常配饰、日用金器和摆件等。根据弗若斯特沙利文的资料，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，2022-2023年在中国所有黄金珠宝品牌中，公司单店销售额连续两年均排名第一。

表1：公司基本情况概览

品牌	产品	生产	渠道	经营结果
首家推广古法黄金概念的品牌	古法黄金工艺	6成自产	国内高线城市核心商圈，门店32家	营收规模32亿元
首家推出足金镶嵌产品的品牌	——足金黄金产品	4成委外	中国港澳市场，门店3家	销售毛利率42%
首家推出金胎烧蓝产品的品牌	——足金镶嵌产品		线上天猫、京东、微信小程序	归母净利率13%

资料来源：老铺黄金招股书，老铺黄金官网，山西证券研究所（注：经营结果为公司2023年数据；门店数量为2024/8/5日官网查询）

1.1 发展历程：专注古法黄金品类，从品牌孕育到行业引领

品牌起步阶段（2009-2016年）：率先在北京市进行门店布局，老铺黄金开始独立经营。公司创始人徐高明先生，于2004年创立金色宝藏公司，经营黄金珠宝及摆件业务。2009年推出首家专注于销售古法黄金珠宝的门店（北京工美大厦店），为老铺黄金门店的前身。2014年开设北京东方新天地门店。徐高明先生同时从事的业务还包括旅游、文化及手工艺品领域。2016年12月，为寻求从金色宝藏经营的其他业务中独立发展传统古法黄金业务及精简公司架构，成立老铺黄金，作为从事传统古法黄金珠宝业务的主要经营实体，自此，“老铺黄金”开始独立经营。

快速拓展阶段（2017-2020年）：进入电商平台，加速大陆开店并拓展中国香港市场。独立经营后的老铺黄金，开设加速渠道拓展。2016年及此前，仅在北京开店，此后开始全国布局，并拓展线上业务。2017年公司入驻天猫平台；同年，在深圳、武汉开设门店，将业务拓展至中部、南部地区。2018年，香港老铺注册成立，开设香港海港城门店。2019年澳门老铺注册成立，并在同年，推出足金镶嵌钻石产品。2017-2020年，公司每年新开设门店4、6、4、3家。

品牌力提升阶段（2021年至今）：古法黄金产品标准起草单位。2021年，公司成为由中国黄金协会发

布的《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“价值力指数”方面名列第一。并于同年拓展中国澳门市场，开设澳门威尼斯人门店。2022年，公司成为中国黄金协会发布的《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准的起草单位。2023年，公司是上榜《2023 胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》的仅有的两家中国黄金珠宝品牌之一。2021-2023年，公司每年新开设门店4、6、5家。

图 1：公司发展历程

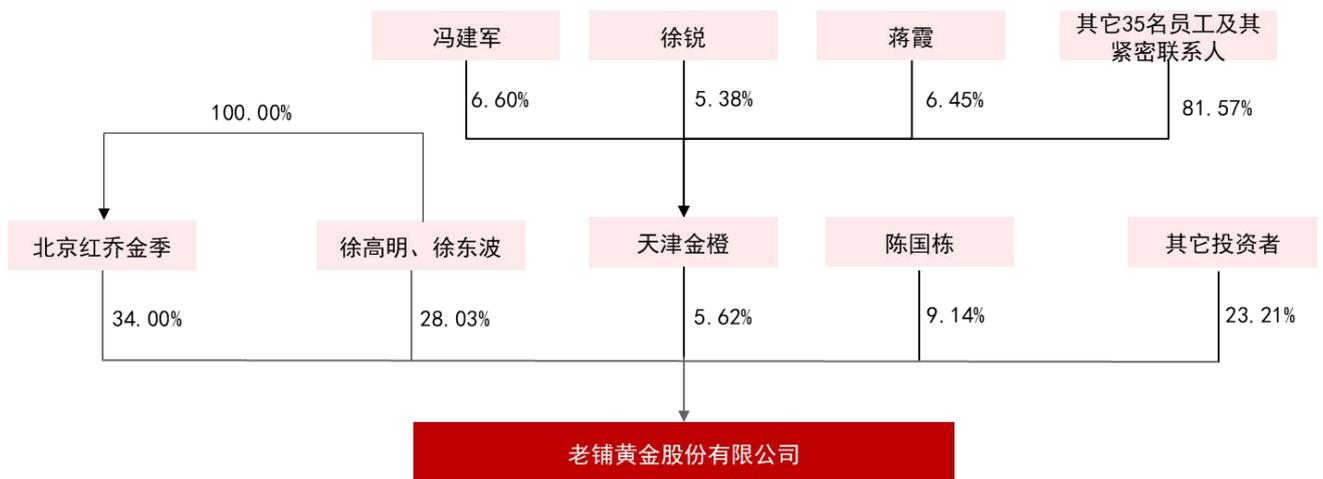


资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

1.2 股权结构：实际控制人持股比例高，管理层行业经验丰富

公司实际控制人为徐高明先生和徐东波先生，整体股权结构集中稳定。截至2024年6月28日，公司创始人徐高明先生及儿子徐东波先生直接持有公司28.03%的股权，二人通过北京红乔金季咨询顾问有限公司间接持有公司34.00%的股权，直接及间接合计持有公司62.03%的股权，为公司实际控制人。2018年设立的员工股权激励平台天津金橙持有公司5.62%的股份，陈国栋先生持有公司9.14%的股份，其它持股占比为23.21%。

图 2：公司股权结构(截至2024年6月28日)



资料来源：Wind，老铺黄金招股书，山西证券研究所

公司管理层经验丰富，核心管理团队稳定。徐高明先生任公司董事长、总经理及商品研发总监，作为金色宝藏与老铺黄金的缔造者，在珠宝首饰领域内深耕多年，积累了深厚的行业洞察力，掌握丰富的管理精髓。核心管理层中，徐锐先生主持公司营业部全面管理工作，蒋霞先生主持公司质检部全面管理工作，徐高明先生分别为二人的叔叔、舅父。冯建军先生负责市场拓展工作，在黄金珠宝行业同样具备十年以上工作经验。李佳女士于2017年5月加入公司，担任首席财务官、副总经理兼董秘，财务管理经验丰富。

表 2：公司管理层履历

姓名	年龄	职位	职责	经历
徐高明	59岁	执行董事、董事长、总经理兼商品研发总监	主持公司经营、管理全面工作、负责董事会相关工作、主持公司商品研发工作	华中农业大学淡水渔业专业。2004年6月创立金色宝藏；2004年6月至2018年12月担任金色宝藏总经理；2004年6月至2016年12月领导其研发活动；2012年7月创立文房文化；2012年7月至2017年9月担任文房文化总经理；2012年7月至2016年12月领导其研发活动。
冯建军	55岁	执行董事兼副总经理	负责市场拓展	湘潭大学企业管理专业。1998年10月至2005年12月担任岳阳红乔的企业管理相关工作；2006年1月至2016年12月担任金色宝藏的企业管理相关工作。
徐锐	43岁	执行董事兼营业部总经理	主持公司营业部全面管理工作	长沙电力学院（现称长沙理工大学）国际贸易专业。2004年3月至2009年11月担任岳阳红乔的业务营运相关工作；2009年12月至2016年12月担任金色宝藏的业务营运相关工作。
蒋霞	47岁	执行董事、质检部总监及岳阳老铺的监事	主持公司质检部全面管理工作	武汉化工学院（现称武汉工程大学）工商管理专业。1995年8月至2005年7月负责岳阳红乔采购相关工作；2005年8月至2018年2月负责金色宝藏商品管理部的产品管理及品质检验相关工作。贵金属首

姓名	年龄	职位	职责	经历
李佳	45岁	CFO、副总经理兼董秘	负责财务管理、投融资管理及投资者关系管理职能	饰和宝石检验师及国检珠宝培训中心钻石分级师。对外经济贸易大学国际经济学专业，2017年5月加入公司。曾任职于上海德勤税务师事务所有限公司北京分所、德勤华永会计师事务所北京分所。

资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

募集资金主要用于市场拓展，同时夯实品牌力及产品研发能力。2024年6月28日，公司在港交所上市，发行价格40.50港元/股，募资总额10.42亿港元，募资净额8.27亿港元。公司计划将募集资金用于以下五方面：扩展销售网络、提高品牌知名度、自动化及信息化水平提升、加强研发能力、一般营运资金。

73.3%用于扩展国内及海外销售网络，促进品牌国际化。其中44.4%用于在中国内地开设十家新门店，主要针对拥有巨大市场潜力的第一线城市及新一线城市（包括北京、上海、广州、深圳、郑州、西安、杭州、南京），以进一步巩固线下销售网络，提高市场渗透率，并将覆盖范围扩大到更广泛的客户群体。28.9%用于在中国内地以外地区开设约五家新门店，包括中国香港、中国澳门及新加坡，并逐步扩大在东京等亚洲市场其他城市的足迹，提高品牌的海外知名度。

11.3%用于维持品牌定位及提高品牌知名度，组建品牌宣传团队。6.5%用于以不同渠道及方法推广品牌及产品以增强品牌影响力，2.6%用于投资品牌CI建设，2.2%用于对已开业五年以上的线下门店进行装修及形象升级，确保公司的门店设计和装璜始终与时俱进，从而能够成功向目标客户传达公司的品牌价值及推广品牌。

2.7%用于提升自动化及信息化水平，改善营运效率。1.6%用于在未来两年购买对公司内部信息技术系统的建设和优化至关重要的软件，以及用于支付软件服务费，如云服务器及频宽服务费；0.7%用于建设数据处理平台，预计将于2025年开始投入运作，统筹前端数据的分类、整合、分析及应用，分配相关数据至相应内部部门作进一步处理，以优化本公司内各部门协同及促进改善经营效率，并聘请IT人员运营及维护相关平台；0.4%用于在未来两年购买及升级硬件。

2.7%用于加强产品研发能力。2.0%用于未来两年内加强研发团队以营运研发中心，实施有关黄金产品制造技术及技术工艺的研发项目，如纯金硬化技术、镶嵌技术、锤揲技术及烧蓝材料配方等；0.6%用于设立一座研发中心，与公司的中国北京总部位于同一大楼的同一楼层，以提高研发部门与其他部门之间的合作效率；0.1%用于购置高精度研发设备，以及购买办公设施及相关软件系统，以为研发中心配设设备，以加强公司的整体研发基础设施，提高研发效率。

表3：公司募集资金用途计划

募集资金净额百分比	计划用途
-----------	------

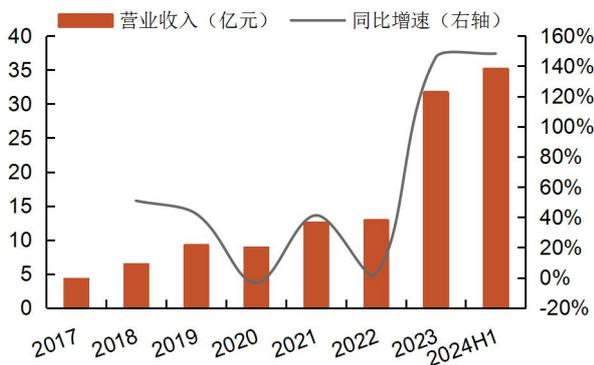
募集资金净额百分比	计划用途
73.30%	扩张销售网络、促进品牌国际化
其中：44.40%	中国内地开设 10 家门店
28.90%	海外开设 5 家门店
11.30%	维持品牌定位/提高品牌知名度
其中：6.50%	推广品牌及产品，增强品牌影响力
2.60%	投资品牌 CI 建设，建立品牌宣传团队
2.20%	开业五年以上的门店形象升级
2.70%	优化内部信息技术系统，提升自动化及信息化水平，改善营运效率
2.70%	增强产品研发能力
10.00%	一般营运资金

资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

1.3 财务分析：2023 年营收大幅增长，销售毛利率稳中有升

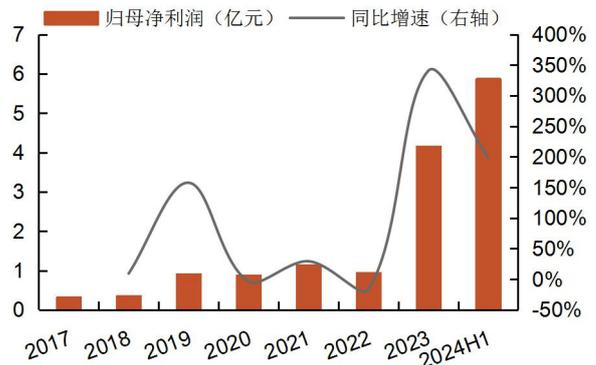
2017-2023 年期间，公司营业收入与归母净利润整体快速增长。2023 年，公司实现营收 31.80 亿元，同比增长 145.7%，2017-2023 年期间，公司营业收入年均复合增速为 39.5%，期间仅有 2020 年与 2022 年受到疫情影响，当年营收增速承压。2023 年，公司实现归母净利润 4.16 亿元，同比增长 340.4%，2017-2023 年期间，公司归母净利润年均复合增速为 53.0%，2022 年疫情期间，因为公司全直营模式，营收承压背景下，负经营杠杆影响，使得业绩受损程度重于营收。2024 年上半年，公司实现营收、归母净利润 35.20、5.88 亿元，同比增长 148.3%、198.8%，超过 2023 年全年营收、归母净利润规模。

图 3：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：公司归母净利润及同比增速

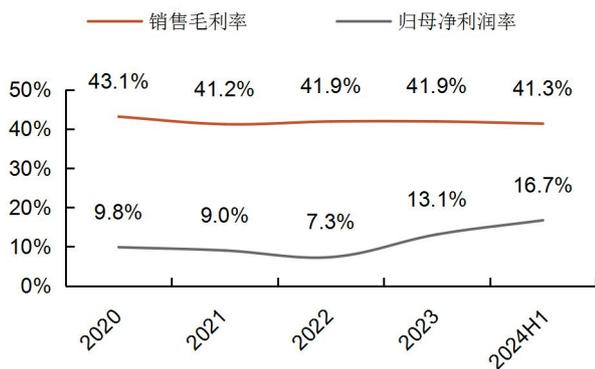


资料来源：Wind，山西证券研究所

盈利水平高且稳定，2023 年规模效应释放致净利润率显著提升。受益于高端品牌定位、古法黄金较高的定价以及全自营的门店经营模式，公司销售毛利率维持在 40% 以上的水平，2020-2023 年销售毛利率分别

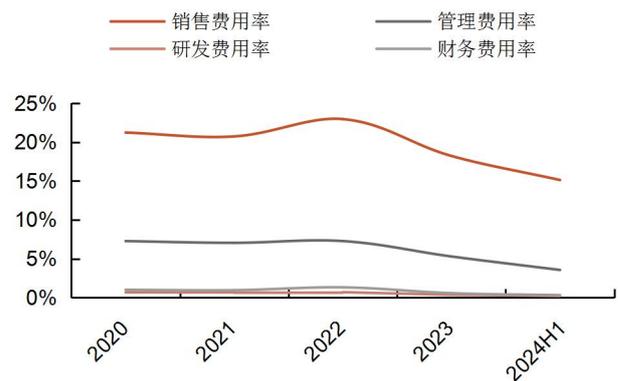
为 43.1%、41.2%、41.9%、41.9%，公司销售毛利率显著领先于友商。2020-2022 年期间，公司各项期间费用率基本维持稳定，销售费用率为 20%-23% 区间，管理费用率为 7%-7.5% 区间，研发费用率为 0.6%-0.7% 区间，财务费用率为 0.9%-1.3% 区间。2023 年及 2024 年上半年，受益于销售规模快速扩大，各项期间费用率均呈现下降趋势，利润弹性释放，归母净利率分别达到 13.1%、16.7%。

图 5：公司销售毛利率及归母净利率



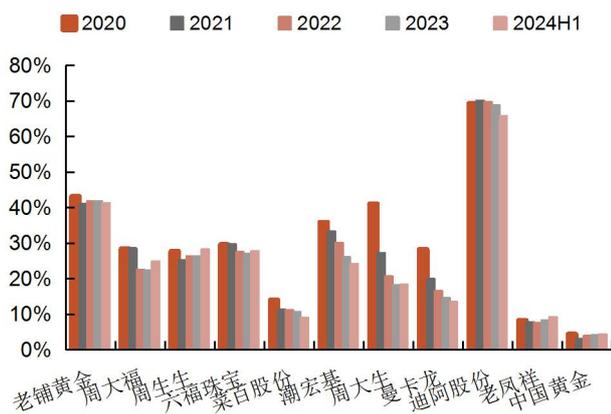
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：公司各项期间费用率



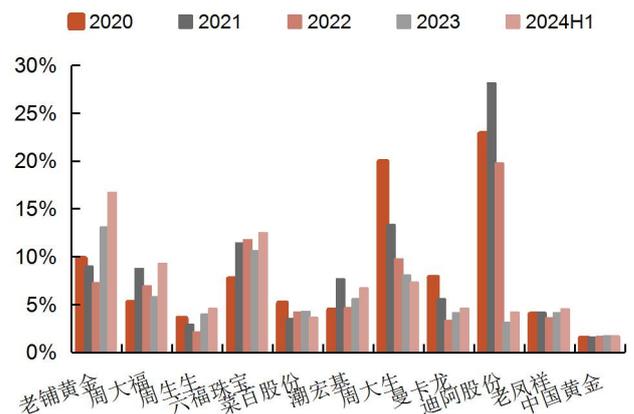
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：黄金珠宝公司销售毛利率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：黄金珠宝公司销售净利率对比

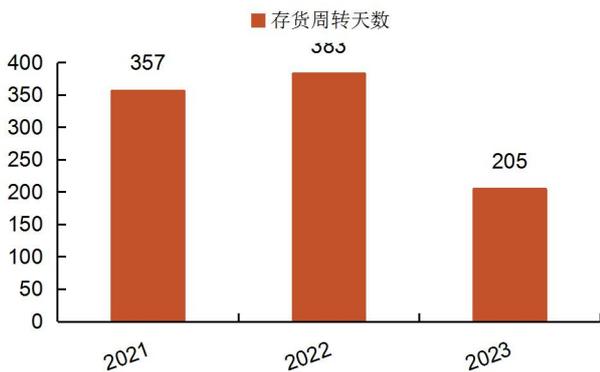


资料来源：Wind，山西证券研究所

存货周转速度慢于同业，2024H1 经营活动现金流转正。2021-2023 年，公司存货周转天数分别为 357、383、205 天，慢于同业，主因公司高端品牌定位，产品差异化高，销售速度慢于传统黄金首饰、黄金投资类产品。与 Tiffany 相比，公司存货周转天数接近。2021-2023 年，公司经营活动现金流净额分别为 1.02、

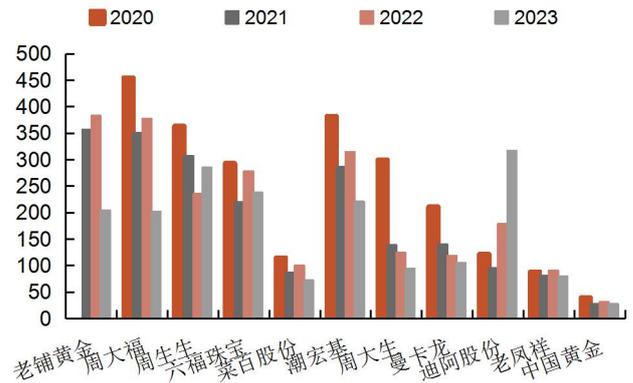
1.48、-0.29 亿元，2023 年经营活动现金流净额转负，主因营运资金的负面变动，包括存货增加、应收账款增加。2017-2023 年，公司经营活动现金流净额累计为 0.83 亿元，同期间归母净利润累计为 8.72 亿元。2024H1，公司经营活动现金流净额为 0.67 亿元。截至 2024H1 末，公司现金及现金等价物余额为 8.24 亿元，大幅增长主因新增上市募集资金。

图 9：公司存货周转天数（单位：天）



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

图 10：黄金珠宝公司存货周转天数对比（单位：天）



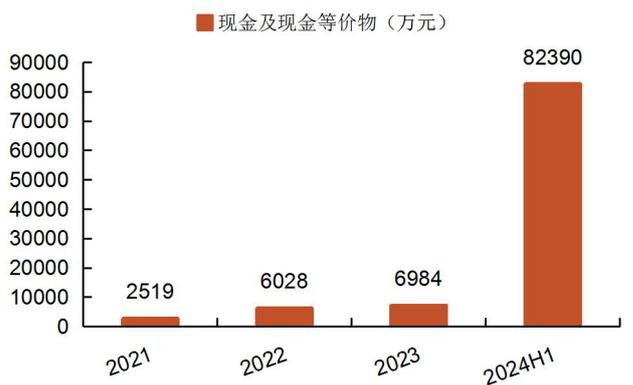
资料来源：Wind，老铺黄金招股书，山西证券研究所

图 11：公司经营活动现金流净额及归母净利润对比



资料来源：Wind，公司 2024 年半年报，山西证券研究所

图 12：公司现金及现金等价物余额



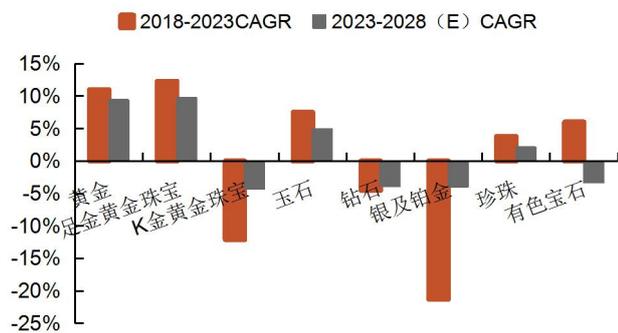
资料来源：老铺黄金招股书，公司 2024 年半年报，山西证券研究所

2.行业：古法黄金产品市场空间广阔，公司为高端古法金龙头

2.1 古法黄金珠宝市场空间广阔，增速最快的珠宝细分品类

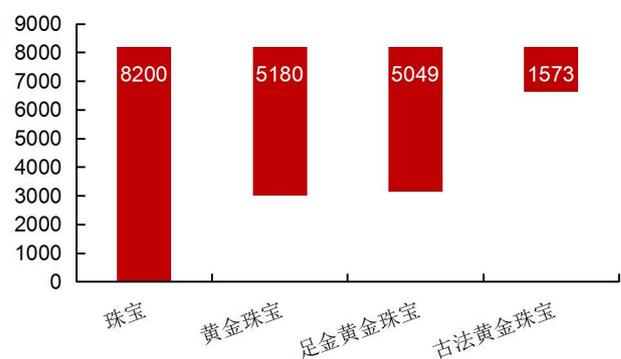
古法黄金产品市场千亿以上空间，为我国珠宝市场成长性最高的子品类。2023年，我国黄金珠宝市场规模为5180亿元，占我国珠宝市场总规模的63.2%，预计2028年黄金珠宝市场规模将达到8110亿元。按珠宝材料进行分类，预计黄金珠宝未来五年年均复合增速领先其它材料珠宝。黄金珠宝按黄金纯度分为足金产品与K金产品，2023年，我国足金黄金珠宝市场规模为5049亿元，占黄金珠宝市场规模的97.5%，预计2028年进一步增长至98.7%。2023-2028年，我国黄金珠宝市场、足金黄金珠宝市场规模年均复合增速分别为9.4%、9.7%。足金黄金珠宝按加工技术分为古法黄金珠宝、硬金珠宝及普通黄金珠宝，2023年，古法黄金市场规模1573亿元，预计2023-2028年年均复合增速有望超过20%。综上，古法黄金珠宝市场空间广阔，且未来五年预计保持20%以上增长，市场空间大且成长性优。

图 13：各类珠宝市场规模年均复合增速



资料来源：老铺黄金招股书，中宝协，弗若斯特沙利文，山西证券研究所

图 14：2023 年各类珠宝市场规模（单位：亿元）



资料来源：老铺黄金招股书，中宝协，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，山西证券研究所

保值增值基础上，黄金工艺进步重新激发消费者黄金珠宝需求。我们认为足金黄金产品增速快于 K 金黄金产品增速的主要原因为足金黄金产品具备保值增值属性，且产品设计及工艺不断满足消费者需求。足金黄金珠宝预计能够未来持续快速增长，主要由于足金黄金珠宝在保值增值的基础上，作为一种配饰产品，足金黄金产品中的硬金黄金、古法黄金制作工艺进步带来饰品属性更强，迎合年轻消费者审美，不同于普货黄金产品细软、易变形、款式单一的特点。2023年，我国普通黄金珠宝、古法黄金珠宝、硬金珠宝市场规模分别为2879、1573、597亿元，预计2023-2028年期间，古法黄金珠宝每年预计保持20%以上复合增长，

普通黄金珠宝规模预计稳步收缩。

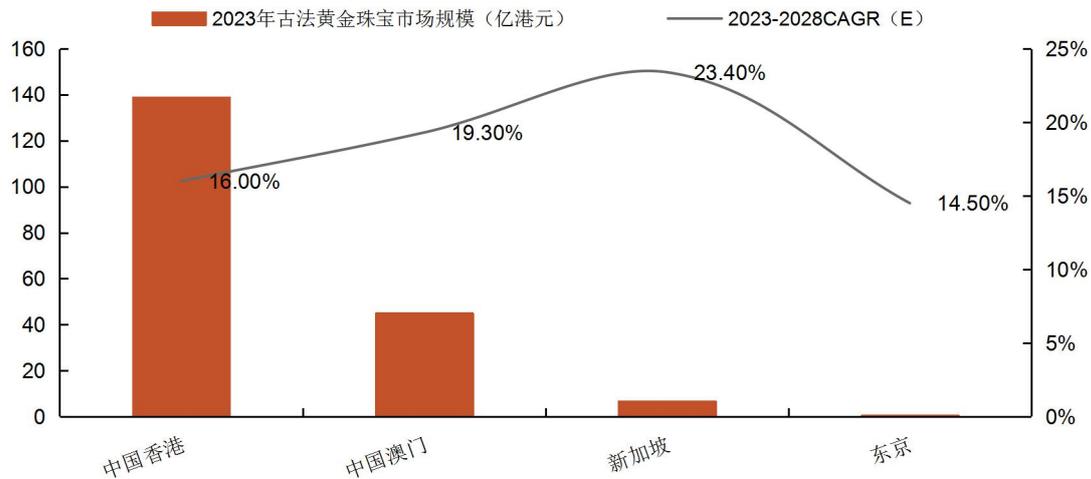
表 4：足金黄金产品按工艺划分

	定义	特点	市场规模 (十亿元)	2018-2023 CAGR	2023-2028 (E) CAGR
古法黄金珠宝	为设计富蕴文化内涵的足金,经特殊的中国传统技术(包括锤揲、篆刻、镂空、花丝、镶嵌及烧蓝)加工而成。	手工制作,生产昂贵且耗时	157.3	64.60%	21.80%
硬金珠宝	主要采用电铸方式生产,通过提高金含量、pH 值、工作温度、有机发光剂含量、电铸溶液搅拌速度等方式可提高黄金的硬度和耐磨性。	高强度、轻巧	59.7	15.50%	13.30%
普通黄金珠宝	通过常规加工技术(包括冲压、车花、抛光等)而成的纯金。该等技术现时可完全由自动机器完成。	容易变形、产品类型单一	287.9	3.60%	-1.40%

资料来源：老铺黄金招股书，中宝协，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，山西证券研究所（注：市场规模为 2023 年数据）

中国港澳市场、亚洲市场古法黄金珠宝市场成长性同样较好。2023 年，中国港澳市场古法黄金珠宝市场规模分别为 139 亿港元、45 亿港元，预计 2023-2028 年 CAGR 分别为 16.0%、19.3%。当地领先的古法黄金珠宝品牌是周大福、六福、周生生。新加坡古法黄金珠宝市场相对集中，其中领先黄金珠宝品牌包括 SK Jewelry、周大福及宝兴珠宝。新加坡的古法黄金珠宝市场在近年兴起，2023 年市场规模为 8580 万美元，预计于 2023 至 2028 年将按 23.4% 的复合年增长率增长。源自中国的古法黄金珠宝在日本处于发展初期。于 2023 年，东京的古法黄金珠宝市场规模为 560 万美元，预计于 2028 年将达到 1100 万美元，2023 至 2028 年的复合增长率为 14.5%。古法黄金珠宝以其精湛的工艺及丰富的文化内涵而著称，而目前东京古法黄金珠宝市场的主要参与者为周大福。

图 15：中国港澳、新加坡、东京古法黄金珠宝市场规模及 2023-2028 年年均复合增速预期

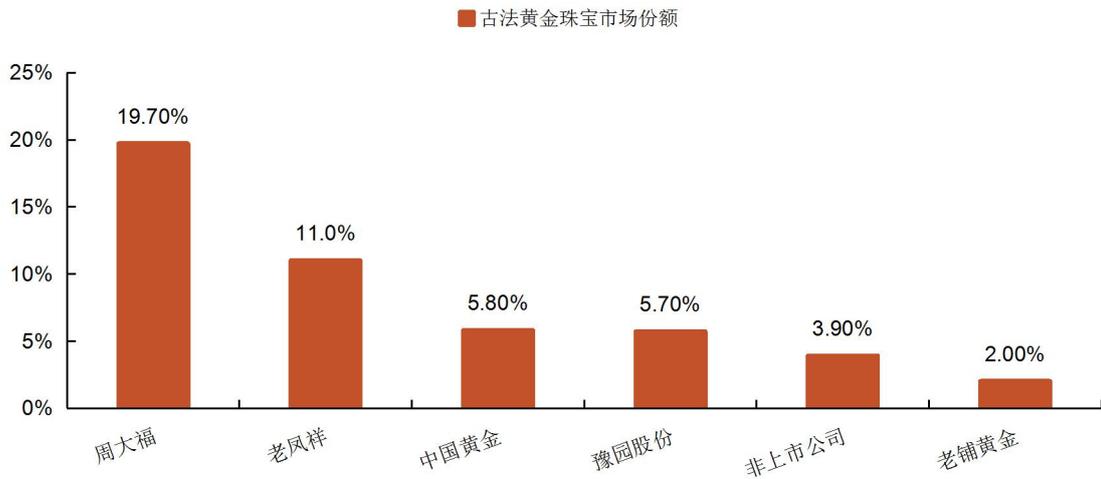


资料来源：老铺黄金招股书，Wind，山西证券研究所（注：新加坡、东京市场规模，用2023年美元兑港元汇率进行换算）

2.2 周大福为古法黄金珠宝市占率第一，公司为高端古法黄金珠宝龙头

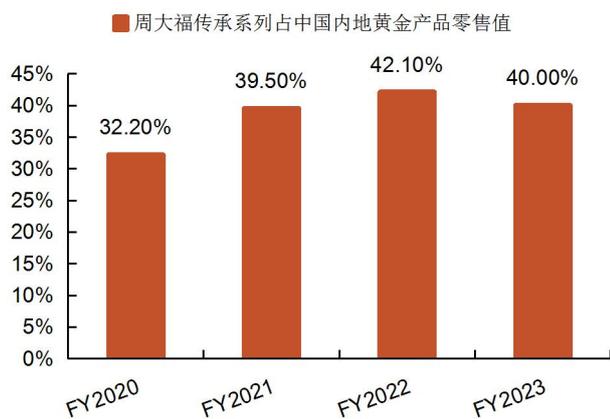
公司是行业内首家推广古法黄金概念的珠宝公司。根据公司老铺黄金招股书，我国古法黄金珠宝市场前五大品牌市占率合计为46.1%，其中第一名周大福市占率绝对领先，约20%，其次分别为老凤祥、中国黄金、豫园股份、一家非上市公司，市占率分别为11.0%、5.8%、5.7%、3.9%，老铺黄金市占率为2.0%，位居第七位。我们认为，公司虽然2009年率先在业内推出古法黄金珠宝，但因品牌定位偏向高端、渠道网络有限，市占率处于较低水平。2017年周大福推出“传承系列”古法金产品，凭借品牌价值沉淀、渠道网络广泛，古法黄金产品走进消费者视野，黄金珠宝品牌开始陆续推出古法金产品，如2018年豫园旗下老庙品牌推出古韵系列，2019年，中国黄金推出承福金系列，2021年，周大生、菜百股份分别推出非凡系列、传世经典。此外，2018年三季度至今，金价再度开启波动上升，古法黄金工艺推出，叠加黄金首饰保值增值属性再度凸显，古法黄金2018-2023年每年以64.6%的年均复合增速增长。

图 16：2023 年我国古法黄金珠宝各品牌市占率



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

图 17：周大福传承系列占中国内地黄金产品零售值比重



资料来源：周大福 FY2020-FY2023 年报，山西证券研究所

图 18：上金所 AU9999 黄金现货收盘价（元/克）



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.公司：高端金饰精准定位+原创设计及严格质控保障产品差异化+严选高端商圈锁定目标客群

3.1 产品：高品质产品引领行业，产品溢价能力突出

公司致力于推出兼具文化、时尚属性和能够展示高品质的产品，涵盖日常配饰、日用金器和摆件等。公司具备黄金镶钻、黄金镶宝石、一张打、珐琅工艺，产品兼具中国非遗文化价值和显著产品差异，传承中国古法工艺。2019年，公司推出足金镶嵌系列产品，颠覆了钻石饰品以K金为底材的行业传统，目前，

足金镶嵌产品已成为古法黄金行业的人气产品。分品类看，公司产品既包含供日常佩戴的饰品，亦包含文房文玩金器、日用金器和居家摆件金器，全面覆盖不同年龄和消费需求的消费者群体。分产品系列看，金饰产品包括吊坠系列、手镯系列、戒指系列、耳钉系列、宝宝系列等，金器产品包括文玩系列、典藏系列。

表 5：公司金饰产品和金器产品

产品系列	产品名称	工艺	产品图示	
吊坠系列	太阳花项链、如意圆满吊坠等	黄金镶钻工艺、黄金镶宝石工艺		
手镯系列	如意祥云纹手镯、钻饰手链等	珐琅工艺		
戒指系列	玫瑰花窗戒指、同心对戒等	黄金镶钻工艺、黄金镶宝石工艺		
耳钉系列	太阳花耳钉、大麦耳环等	黄金镶钻工艺、黄金镶宝石工艺		
宝宝系列	福寿平安锁项链、岁岁平安手镯等	黄金镶钻工艺、黄金镶宝石工艺		

产品系列	产品名称	工艺	产品图示	
其他金饰	蝴蝶发簪、十字杵胸针等	黄金镶钻工艺、黄金镶宝石工艺		
文玩系列	掌中响葫、瓦钮金印等	一张打工艺		
典藏系列	药师佛、南瓜金壶等	一张打工艺		

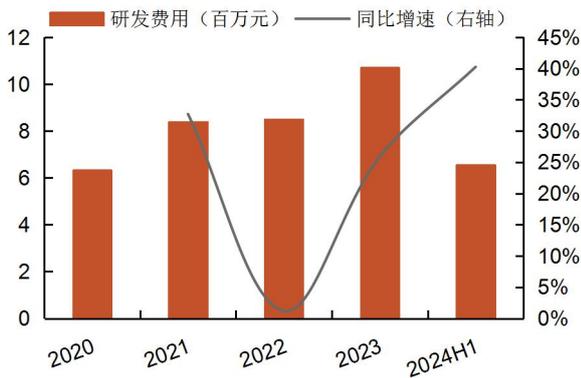
资料来源：老铺黄金官网，山西证券研究所

3.1.1 研发费用率行业领先，自产占比接近六成

2023 年研发费用大幅增长，六成产品为自主生产。研发方面，截至 2023 年末，公司研发团队拥有 12 名专业珠宝设计师，大部分研发团队人员在珠宝设计方面拥有超过 10 年的经验，2020-2023 年，公司研发费用分别为 633、840、850、1070 万元，占收入比重为 0.7%、0.7%、0.7%、0.3%。公司研发费用率在黄金珠宝行业中处于较领先水平，友商研发费用率多为 0.1%-0.2% 区间，潮宏基研发费用率较高，为 1.0%-1.8% 区间。截至 2024H1 末，公司拥有境内专利 243 项、作品著作权 1207 项、境外专利 164 项。生产方面，黄金珠宝公司多采用委外生产，如周大生、菜百股份、中国黄金的黄金首饰产品均以委外加工模式进行生产，潮宏基产品部分自产，2023 年自产比例约三成。公司采用自产为主、委外加工为辅的生产模式，公司于 2018 年在湖南岳阳建立自有工厂，开始内部生产加工黄金珠宝产品，内部生产加工的产品均涉及古法手工制作，2023 年岳阳工厂拥有员工 340 名，自产约 7.9 万件产品，产能约为 247 万克，自产比例约为六成。

图 19：公司研发费用及同比增速

图 20：公司及友商研发费用率对比



资料来源：老铺黄金招股书，Wind，山西证券研究所

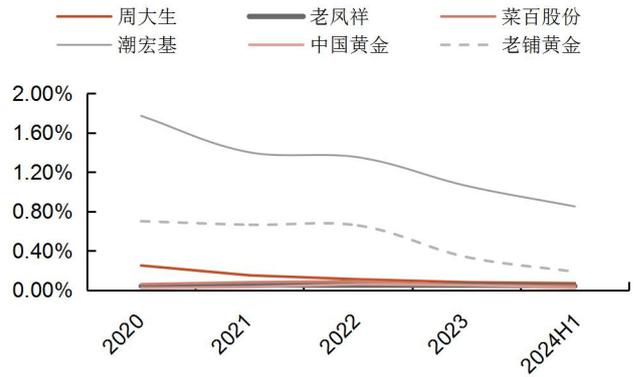


图 21：公司外包生产及自产的产量占比

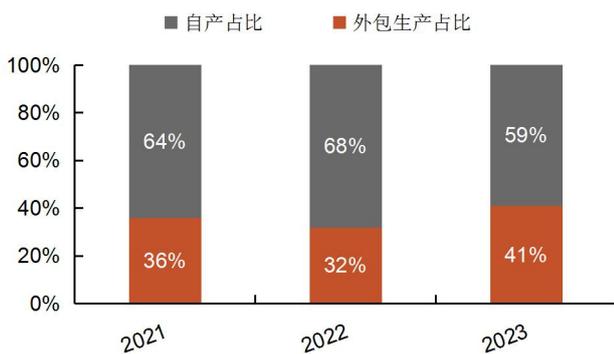
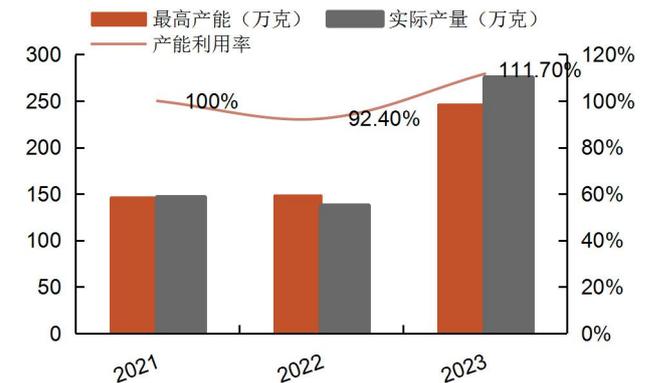


图 22：公司足金产品产能及产能利用率



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

3.1.2 产品溢价能力突出，高毛利率的足金镶嵌产品收入占比超过一半

按照所使用的不同材料及工艺，公司产品主要包括足金黄金产品及足金镶嵌产品，均为按件计价。足金黄金产品是以一系列古法手工技艺制作的黄金产品，包括吊坠、手镯、戒指及耳钉等日常佩戴的配饰，以及把玩、日用金器和摆件金器等克重较大的珠宝。足金镶嵌产品为钻石或其他宝石（如有色宝石）镶嵌于足金镶托中。公司按金价、所用黄金克重、所用宝石价格及产品设计与工艺的精细复杂程度等多项因素制定每件足金黄金和足金镶嵌产品的固定价格。

图 23：公司足金黄金产品

图 24：公司足金镶嵌产品



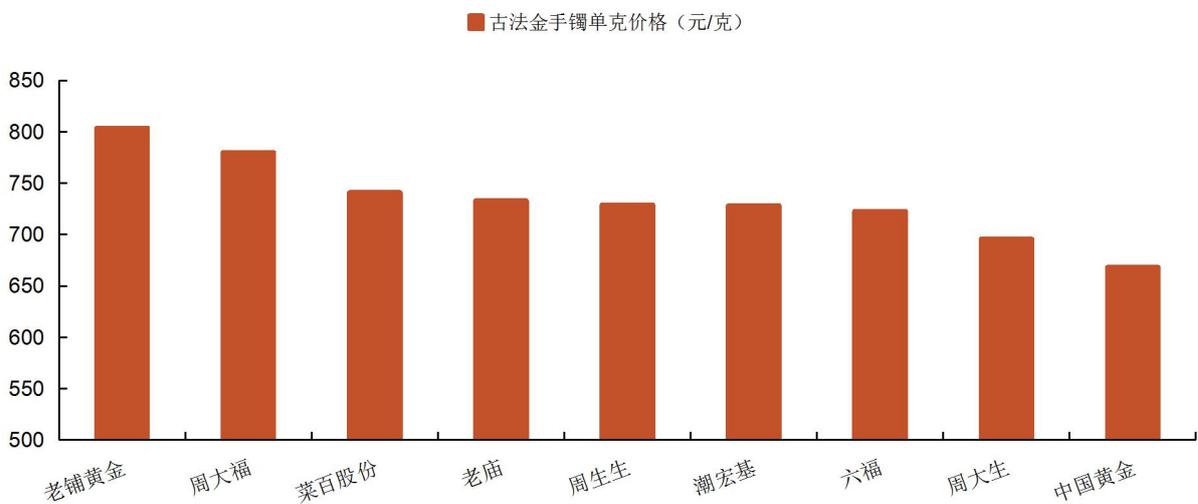
资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

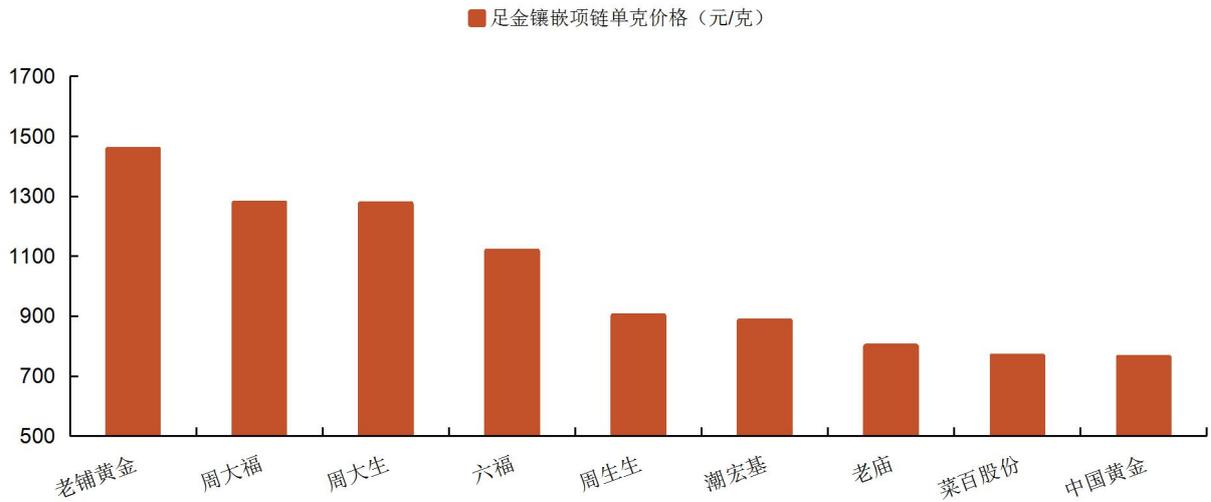
公司具备产品溢价能力。我们选取古法金手镯、足金镶嵌项链，分别代表足金黄金产品和足金镶嵌产品，与其它友商进行定价比较。根据各品牌天猫旗舰店券后价格统计，公司古法金手镯产品单克均价超过 800 元，足金镶嵌项链产品，单克价格超过 1400 元，处于行业领先水平。

图 25：各品牌古法金手镯单克价格对比



资料来源：各品牌天猫旗舰店，山西证券研究所（注：2024/8/22 日查询）

图 26：各品牌足金镶嵌项链定价对比



资料来源：各品牌天猫旗舰店，山西证券研究所（注：2024/9/6 日查询）

足金镶嵌产品平均售价增速快于上金所金价，公司产品销量增速跑赢行业。2023 年公司足金镶嵌产品平均售价为 1043 元/克，足金黄金产品平均售价为 702 元/克。2021 年足金镶嵌产品平均售价为足金黄金产品平均售价的 1.28 倍，2023 年该比例提升至 1.43 倍。2022、2023 年上金所 AU9999 金价同比分别上涨 4.7%、14.7%，公司足金镶嵌产品平均售价分别增长 9.5%、14.1%，足金黄金产品平均售价分别增长 4.0%、7.8%。2021-2023 年期间，公司足金镶嵌产品平均售价累计上涨幅度显著高于金价。公司在产品定价方面，特别是足金镶嵌产品方面，溢价能力突出。

表 6：公司两类足金产品销量及平均售价

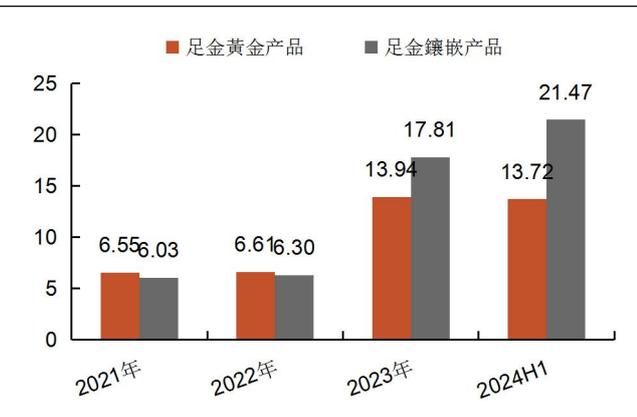
产品分类	2021 年		2022 年		2023 年	
	销量 (千克)	平均售价 (元/克)	销量 (千克)	平均售价 (元/克)	销量 (千克)	平均售价 (元/克)
足金黄金产品	1161	650	1133	676	2199	729
同比增速			-2.4%	4.0%	94.1%	7.8%
足金镶嵌产品	840	835	807	914	1982	1043
同比增速			-3.9%	9.5%	145.6%	14.1%
上金所 AU9999	711	375	654	392	706	450
同比增速			-8.0%	4.7%	8.0%	14.7%
售价倍数 (以足金黄金产品为基)	-	1.28	-	1.35	-	1.43

资料来源：老铺黄金招股书，Wind，山西证券研究所（注：上金所 AU9999 销量为我国黄金首饰消费量，单位为“吨”）

2023 年盈利水平更高的足金镶嵌产品占比过半。产品收入方面，足金黄金产品营收由 2021 年的 6.55

亿元提升至 2023 年的 13.94 亿元，足金镶嵌产品营收由 2021 年的 6.03 亿元提升至 2023 年的 17.81 亿元。2023 年，公司足金黄金产品、足金镶嵌产品营收占比分别为 43.92%、56.08%，足金镶嵌产品超过足金黄金产品，成为公司第一大收入来源。两类产品在 2023 年的营收都实现了显著提高，主因量价齐升，销量的增长主因公司品牌知名度提升、持续推出新产品，在款式、文化内涵等方面打造产品的差异化，迎合消费者需求，以及线下门店数量增加。盈利能力方面，足金镶嵌产品毛利率由 2021 年的 44.6% 提升至 2023 年的 45.8%，实现稳中有升，主因公司丰富足金镶嵌产品系列，工艺创新且设计新颖，毛利率较高。足金黄金产品毛利率略有下滑，由 2021 年的 37.9% 下降至 2023 年的 36.9%，主因公司 2022 年末推出毛利率相对较低的金条产品。2022-2023 年，金条产品收入分别为 810、10950 万元，占公司营收比重为 0.6%、3.4%。

图 27：公司分产品收入明细（单位：亿元）



资料来源：老铺黄金招股书，公司 2024 年半年报，山西证券研究所

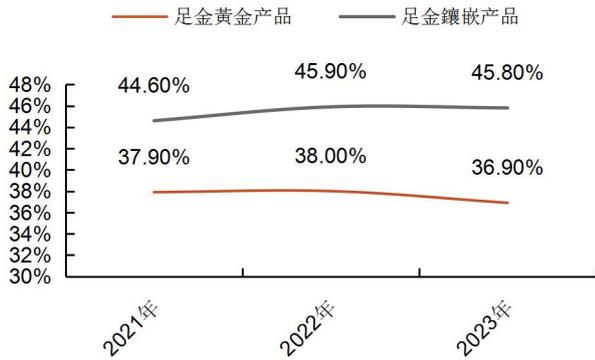
图 28：公司单店分产品收入（单位：万元）（估算）



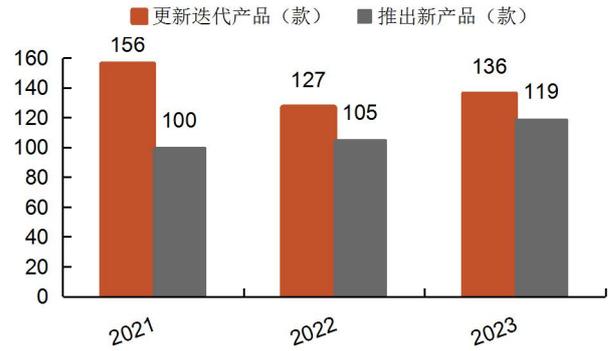
资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

图 29：公司按产品类型划分的毛利率情况

图 30：公司迭代产品及推出新产品



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

3.2 渠道：线上线下同款同价，线下直营门店盈利能力高、具备拓店空间

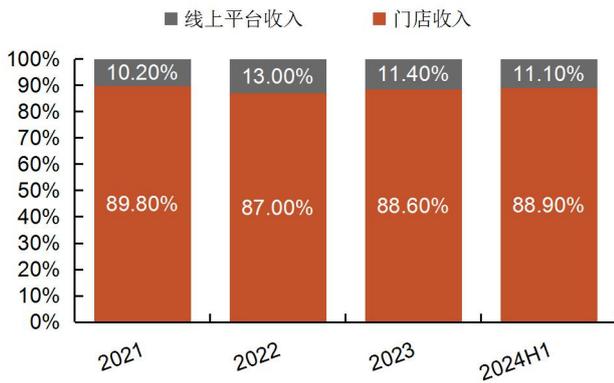
公司的线上线下黄金产品零售一体化结构结合了线下门店和线上销售渠道，线下门店用于品牌触达与购物转化，线上渠道用于增加品牌曝光与营销展示，线上线下营运中均采取纯直营体系管理。公司为所有线下和线上门店提供相同品质的客户服务，以确保无论客户选择何种渠道与其互动，均能保证平等获得与公司的核心品牌价值相同的产品品质和客户服务水准。

3.2.1 线下门店布局高线城市核心商圈，主要竞争来自国际及港资珠宝品牌

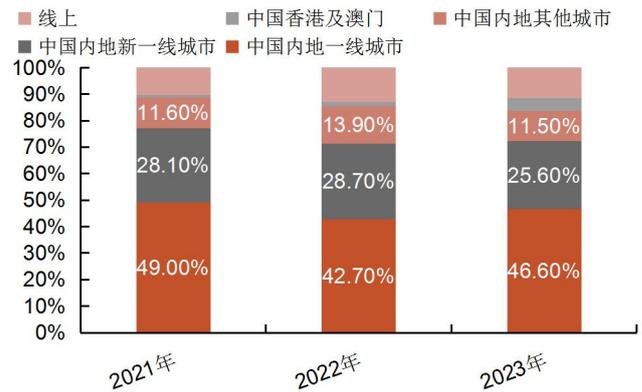
线下门店全直营布局，国内一线及新一线城市门店数量稳步增长。公司品牌定位高端，线下门店采取自营模式经营且从未达成任何加盟安排。2021年至今，公司线下门店数量持续增加，由2021年末的22家稳步增加至2024年上半年的33家。公司在门店选址上为匹配品牌调性和目标客群，主要集中于一线、新一线城市核心商圈高端商场。近年来，一线及新一线城市门店数量持续增加，其它城市门店数量基本平稳。2023年，公司来自国内一线城市、新一线市场、其它城市、港澳市场的收入占比分别为46.6%、25.6%、11.5%、4.9%。

图 31：公司分渠道收入占比

图 32：公司分城市收入占比

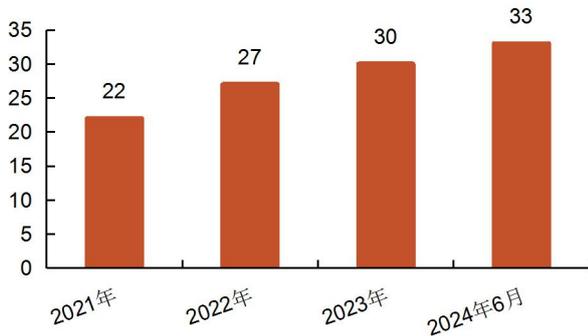


资料来源：老铺黄金招股书，公司 2024 年半年报，山西证券研究所



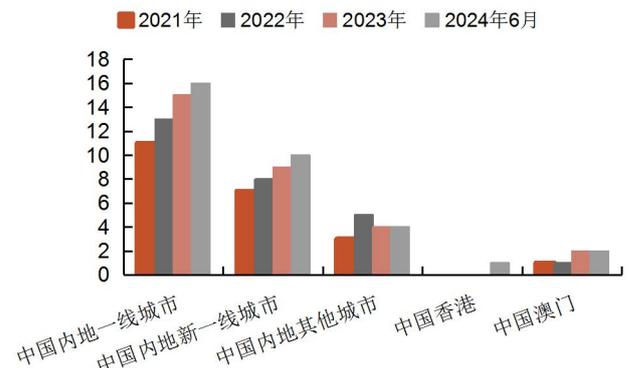
资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

图 33：公司线下门店数量（单位：家）



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

图 34：公司线下门店数量按城市划分（单位：家）



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

根据老铺黄金官网（2024年8月5日统计），公司目前共有35家门店，其中，中国大陆32家，中国香港及中国澳门共3家。我们从全国区域布局、进驻商圈及竞争品牌对公司渠道布局进行分析。

全国区域布局看，北京市门店数量占比超过三成。公司于北京市共有11家门店，占比超过30%，其次为深圳、成都、杭州，各有3家门店，南京、武汉、厦门、澳门，各有2家门店，上海、天津、广州、西安、郑州、沈阳、香港，各有1家门店，公司目前在北京以外区域门店布局有限，高端品牌定位意味后续门店下沉有限，主要为北京市外的一线及新一线城市布局加密。

核心高端商圈一场双店布局，前五大购物中心贡献近四成收入。公司于SKP体系，万象城体系，分别有6、9家门店，合计占比超过40%，并在北京SKP、深圳万象城、杭州万象城、南京德基广场、成都SKP、

厦门万象城、澳门威尼斯人，公司同时开设两家店铺，一场双店布局。2023年，前五大购物中心对应的8家门店，贡献了公司近四成的收入，五大购物中心的坪效处于140.4万元至528.7万元之间。根据弗若斯特沙利文的资料，中国十大高端购物中心为北京SKP、南京德基广场、北京国贸商城、上海国金中心、上海恒隆广场、杭州大厦、杭州万象城、西安SKP、广州太古汇及成都国际金融中心，高奢珠宝品牌覆盖率90%-100%，公司已入驻其中8家购物中心，共有11家门店，该覆盖率为港资珠宝品牌周大福相同，高于港资珠宝品牌周生生，并在国内黄金珠宝品牌中排名第一。

同商圈竞争品牌以高奢珠宝品牌及港资珠宝品牌为主。公司所进驻的购物中心中，友商品牌以国际高端珠宝奢侈品品牌以及港资珠宝品牌为主，公司门店共有26处位置，其中高奢品牌覆盖17处，周大福覆盖22处，内资珠宝品牌与公司门店所处购物中心重合度较低。公司通过对渠道进行筛选，从而筛选目标客群。此外，能够进驻高端商圈为公司品牌力的体现，侧面印证老铺黄金高端品牌力。

表 7：公司线下门店布局

序号	门店	城市	位置	是否为 10 大高端购物中心	国际	港资	内资
1	北京东方新天地店	北京	王府井东方新天地 UG 层	×		谢瑞麟，周大福，周生生，六福	菜百，老庙，老凤祥
2	老铺点钻·东方新天地店	北京	王府井东方新天地 UG 层	×			
3	北京东方新天地·会员中心	北京	王府井东方新天地 UG 层	×			
4	北京王府中环店	北京	王府井步行街王府中环东座	×	蒂芙尼，卡地亚，尚美巴黎，梵克雅宝，宝格丽	六福	
5	北京 SKP 店	北京	SKP 1F	✓	宝格丽，尚美巴黎，梵克雅宝，蒂芙尼，卡地亚	周大福，周生生	菜百
6	北京 SKP 店	北京	SKP B1	✓			
7	北京国贸商城店	北京	国贸商城 1F	✓	宝格丽，尚美巴黎，梵克雅宝，蒂芙尼，卡地亚	六福，周大福	
8	北京中国大饭店店	北京	中国大饭店大堂层	×			
9	北京工美大厦店	北京	王府井工美大厦 1F	×			老凤祥
10	北京王府井百货大楼店	北京	王府井百货大楼 1F	×		六福，周大福	
11	北京 DT51 店	北京	DT51 1F	×		周大福	
12	上海豫园店	上海	豫园挹秀楼 1F	×		周大福	老庙，老凤祥，周

							大生, 中国黄金
13	天津万象城店	天津	天津万象城 1F	×	蒂芙尼, 尚美巴黎, 宝格丽	周生生, 六福, 周大福	潮宏基, 周大生, 老凤祥, 中国黄金
14	广州太古汇店	广州	太古汇商场裙楼 M 层	✓	宝格丽, 尚美巴黎, 梵克雅宝, 蒂芙尼, 卡地亚	周生生, 周大福	
15	深圳万象城店	深圳	万象城 B1	×	蒂芙尼, 卡地亚, 尚美巴黎, 梵克雅宝, 宝格丽	周大福, 六福	
16	深圳万象城店	深圳	万象城 B1 二店	×			
17	深圳万象天地店	深圳	万象天地 LG 层	×		周生生, 周大福, 六福	老凤祥
18	杭州万象城店	杭州	万象城 B1	✓	宝格丽, 尚美巴黎, 梵克雅宝, 蒂芙尼, 卡地亚	周大福, 周生生, 六福	老凤祥, 潮宏基, 中国黄金
19	杭州万象城 L2 层店	杭州	万象城 2F	✓			
20	杭州大厦店	杭州	杭州大厦购物城 B 座 4F	✓	宝格丽, 尚美巴黎, 梵克雅宝, 蒂芙尼, 卡地亚	周生生, 周大福, 谢瑞麟	老凤祥, 老庙
21	南京德基广场一期店	南京	德基广场一期 3F	✓	宝格丽, 尚美巴黎, 梵克雅宝, 蒂芙尼, 卡地亚	周大福, 周生生	中国黄金
22	南京德基广场二期店	南京	德基广场二期 3F	✓			
23	成都 SKP 店	成都	SKP 北馆 2 层 D2004-1 号	×	蒂芙尼, 卡地亚, 尚美巴黎, 梵克雅宝, 宝格丽	周生生	老凤祥
24	成都 SKP 店(岛柜)	成都	SKP 北馆 2 层 D2117 号	×			
25	成都 IFS 店	成都	IFS (国金中心) 4F	✓	宝格丽, 尚美巴黎, 梵克雅宝	周生生, 周大福, 六福	
26	西安 SKP 店	西安	SKP A1014-1	✓	宝格丽, 尚美巴黎, 梵克雅宝, 蒂芙尼, 卡地亚	周生生, 周大福, 谢瑞麟	潮宏基, 老凤祥
27	郑州丹尼斯大卫城店	郑州	丹尼斯大卫城 2F	×	蒂芙尼, 卡地亚, 尚美巴黎, 梵克雅宝, 宝格丽	周大福, 周生生, 谢瑞麟, 六福	老凤祥, 潮宏基, 老庙
28	沈阳万象城店	沈阳	万象城 B1	×	蒂芙尼, 卡地亚, 梵克雅宝, 宝格丽	周大福, 周生生	潮宏基, 中国黄金
29	武汉 SKP 店	武汉	SKP 百货 1F	×	卡地亚, 尚美巴黎	周大福	
30	武汉世贸广场店	武汉	世贸广场 1F	×		周生生, 周大福, 谢瑞麟	周六福, 老凤祥, 周大生, 潮宏基
31	厦门万象城店	厦门	万象城 3F	×	蒂芙尼, 卡地亚, 宝格丽	六福, 周大福, 谢瑞麟	潮宏基
32	厦门万象城精	厦门	万象城 B1	×			

	品店					
33	香港旗舰店	香港	尖沙咀广东道30号新港中心	×		六福, 周大福
34	澳门威尼斯人正门大堂店	澳门	威尼斯人购物中心1F	×	蒂芙尼, 尚美巴黎, 宝格丽	六福, 周大福, 谢瑞麟, 周生生
35	澳门威尼斯人店	澳门	威尼斯人购物中心3F	×		

资料来源: 老铺黄金官网, 老铺黄金招股书, 大众点评, 宝格丽、蒂芙尼、尚美巴黎、梵克雅宝、卡地亚官网, 山西证券研究所

图 35: 2023 年公司前五大购物中心收入占比变化



资料来源: 老铺黄金招股书, 山西证券研究所

图 36: 公司前五大购物中心 2023 年坪效



资料来源: 老铺黄金招股书, 山西证券研究所

表 8: 各珠宝品牌于中国十大高端购物中心门店布局情况

	北京SKP	南京德基广场	北京国贸商城	上海国金中心	上海恒隆广场	杭州大厦	杭州万象城	西安SKP	广州太古汇	成都国际金融中心	进驻率
宝格丽	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	100%
尚美巴黎	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	100%
梵克雅宝	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	100%
蒂芙尼	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	无	90%
卡地亚	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	无	90%
周大福	✓	✓	✓	无	无	✓	✓	✓	✓	✓	80%
周生生	✓	✓	无	无	无	✓	✓	✓	✓	无	60%
老铺黄金	✓	✓	✓	无	无	✓	✓	✓	✓	✓	80%

资料来源: 宝格丽、蒂芙尼、尚美巴黎、梵克雅宝、老铺黄金、卡地亚、周生生官网, 大众点评, 山西证券研究所

3.2.2 单店盈利能力强劲，为门店开拓奠定坚实基础

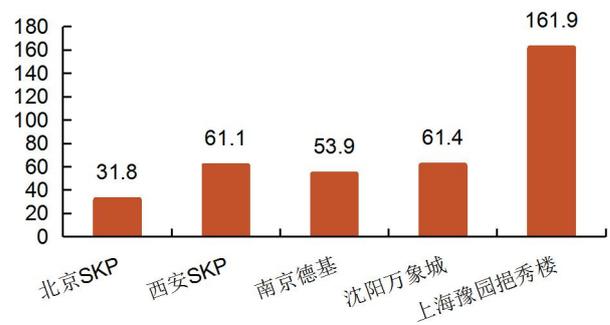
“场景化模式”门店形象高度契合古法金产品定位，单店平均面积中枢约 50 平方米。公司在业内开创了情景化店铺模式，借鉴中国经典书房主题场景，融合专业客户服务，呈现出中国传统经典文化意境与强烈的感染力，高度契合中国古法手工黄金的产品定位与产品形象，有效提高了消费者的品牌认同感和客户黏性。我们根据公司披露的 2023 年前五大购物中心销售额及坪效测算，除上海豫园门店外，其余门店单店面积基本处于 30-60 平方米。

图 37：公司线下门店形象



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

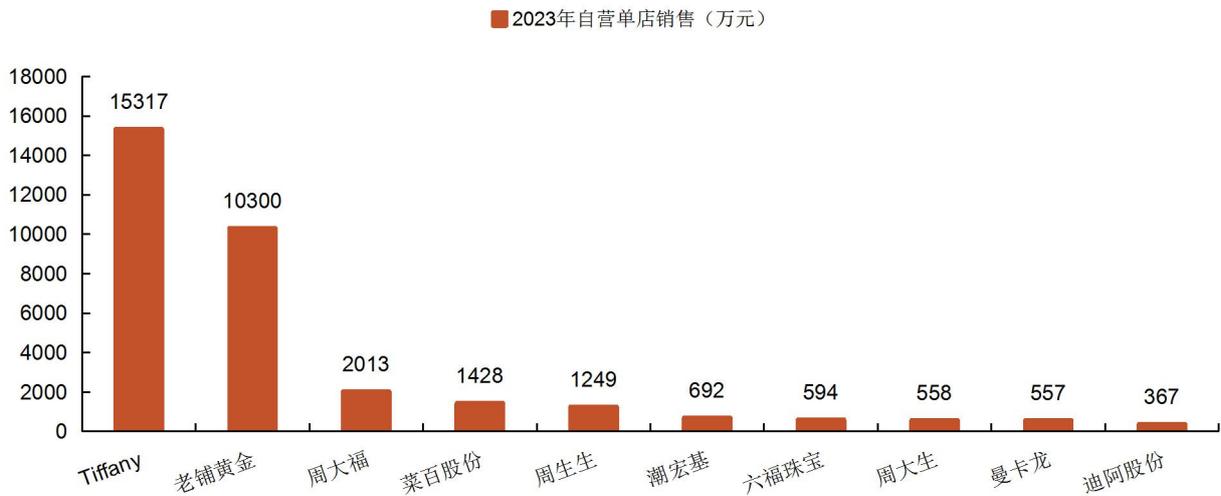
图 38：公司前五大购物中心门店平均单店面积（平方米）



资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所（注：估算值）

2023 年单店产出过亿，显著高于中高端定位的港资及内地黄金珠宝品牌。根据老铺黄金招股书，2023 年，公司同店单店销售额为 1.03 亿元，同比增长 115.4%。对比国际、港资及内地珠宝品牌，高奢珠宝品牌以 Tiffany 为例，Tiffany 于 2021 年被 LVMH 集团收购，故我们选取其 2019 年数据作为参考，2019 年，Tiffany 中国收入为 7.55 亿美元，期末门店数量 34 家，平均单店销售收入为 1.53 亿元人民币，参考亚太区门店面积平均为 287 平方米，坪效 53 万元/平米。港资及内地珠宝品牌店效普遍在 500-1000 万元，周大福店效超过 2000 万元。公司店效显著领先中高端定位的港资及内地珠宝品牌，与高奢珠宝品牌接近。我们认为，公司单店销售收入远远领先于港资及内地珠宝品牌，主要由于品牌定位高端，产品差异化强，使得客单价相对更高，并且高端消费客群粘性强。

图 39：公司单店销售额与其它珠宝品牌对比（单位：万元）



资料来源：老铺黄金招股书，各品牌官网，各品牌年报，山西证券研究所（注：Tiffany 数据为 2019 年，菜百股份剔除北京总店，潮宏基为估算值）

我们对公司单店模型进行分析，门店层面净利率可观。分一线城市、新一线城市，对公司单店模型进行分析。我们以 90 平方米门店为例，假设 2024 年一线城市、新一线城市单店销售额为 1.80、1.44 亿元，门店月租金参考公司招股书，即一线城市门店月租金为 40-50 万港元，新一线城市门店月租金为 32 万港元。每家门店销售人员数量，参考公司 2021-2023 年销售人员数量/门店数量为 12 人/店，员工成本参考公司 2023 年销售人员月均成本为 3.82 万元/人，装修费用假设每平米为 5000 元，分三年进行摊销。假设水电费占营收比重为 3%。估算得到公司一线城市、新一线城市门店层面净利率约 24%，盈利能力较高。

表 9：公司直营单店模型

	一线城市	新一线城市	备注
门店面积（平方米）	90	90	公司计划新开门店面积为 90-100 平米
销售收入（万元）	18000	14400	参考 2024H1 同店销售超过 9000 万元,假设新一线城市为一线城市的 80%
产品毛利率	41.5%	41.5%	参考公司 2021-2023 年毛利率水平
毛利额（万元）	7470	5976	
门店租金（万元）	500	400	参考公司披露的一线及新一线城市租金，假设新一线城市为一线城市的 80%
租售比	2.8%	2.8%	
员工人数	12	12	2021-2023 年，每家门店平均销售人员数量为 12 人
员工月工资（万元）	4.0	3.5	2023 年，销售人员月均成本是 3.82 万元，假设一线城市较新一线城市高
员工成本（万元）	576	504	
占比	3.2%	3.5%	
装修费用（万元）	45.00	45.00	假设每平米装修成本 5000 元

	一线城市	新一线城市	备注
装修费用摊销	15.0	15.0	分三年摊销
水电费	3%	3%	占收入比重
税前利润	5839	4625	
所得税率	25.0%	25.0%	
净利润	4379	3469	
净利润率	24.3%	24.1%	

资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

单店实现盈亏平衡约 1-2 个月，现金投资回收期约为半年。根据公司招股书，初始盈亏平衡期为门店从开业到首次取得月度净利润的期间，公司按自店的收入、成本及开支（主要包括所售珠宝产品的成本、租金开支或联营费、装修开支及门店员工成本）来计量门店的初始盈亏平衡期。除北京工美大厦店及北京东方新天地店外，其余 29 家门店的平均初始盈亏平衡期约为 1 个月。门店的现金投资回收期为从相关门店获得的累计经营现金流收回初始投资所需的时间，公司以投资于门店的现金（主要包括支付予中心的租赁或联营现金以及用于装修的现金，但不包括用于备存黄金存货的现金）来计量门店的现金投资回收期，除北京工美大厦店及北京东方新天地店外，同店平均现金投资回收期约为 6 个月。

表 10：门店初始盈亏平衡期及现金投资回收期情况

门店	平均初始盈亏平衡期（月）	平均现金投资回收期（月）
现有门店（除北京工美大厦店及北京东方新天地店）	1	6
已关闭门店（除福州万象城店）	1	11
新设立门店（除福州万象城店）	1-2	5

资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

3.2.3 未来三年聚焦国内高线城市及东南亚布局，国内及海外市场具备拓店空间

未来三年内计划开设 15 家自营门店，包括 10 家中国大陆市场门店及 5 家中国港澳与海外市场门店。公司招股书中对开店数量进行展望，预计 2024-2026 年在中国大陆开设 10 家门店，其中一线、新一线城市分别为 6、4 家；在中国香港、中国澳门分别开设 2、1 家门店；在新加坡、东京分别各开设 1 家门店，预计门店数量从 2023 年末的 30 家增长至 2026 年末的 45 家。我们通过以下两个维度对公司开店空间进行展望：

（一）城市覆盖维度，根据第一财经发布的“新一线城市魅力排行榜”，我国一线城市、新一线城市、二线城市分别为 4、15、30 个，我们假设一线及新一线城市公司全部覆盖，二线城市仅覆盖目前已布局的沈阳市与厦门市，并假设每个城市至少 2 家门店。则预计公司在中国大陆市场开店空间为 54 家。

(二)相似品牌定位的国际高奢珠宝品牌门店数量维度,参考 Tiffany、Cartier、Bvlgari、Van Cleef & Arpels, 上述四家珠宝品牌, 中国大陆市场平均门店为 47 家, 中国港澳市场平均门店为 15 家, 新加坡、日本分别为 4 家、38 家。公司 2024-2026 年计划在新加坡、日本各开设 1 家门店, 长期看, 黄金产品更适合东南亚及中东市场, 海外市场拓展空间广阔。

表 11: 公司于中国大陆各城市的门店数量及预计门店数量

城市等级	城市	现有门店	预计门店
一线	北京	11	11
	上海	1	2
	深圳	3	3
	广州	1	2
新一线	成都	3	3
	杭州	3	3
	重庆		2
	苏州		2
	武汉	2	2
	西安	1	2
	南京	2	2
	长沙		2
	天津	1	2
	郑州	1	2
	东莞		2
	无锡		2
	宁波		2
	青岛		2
合肥		2	
二线	沈阳	1	2
	厦门	2	2
合计		32	54

资料来源: 第一财经微信公众号, 老铺黄金招股书, 山西证券研究所

表 12: 公司与国际高奢珠宝品牌门店对比

品牌	中国大陆	中国港澳	新加坡	日本	门店数量合计
Tiffany	42	13	5	63	123
Cartier	51	14	4	33	102
Bvlgari	61	20	-	-	81 (不含新加坡/日本)
Van Cleef & Arpels	33	11	4	19	67
平均值	46.8	14.5	4.3	38.3	

品牌	中国大陆	中国港澳	新加坡	日本	门店数量合计
老铺黄金	32	3	0	0	35

资料来源：Tiffany、Cartier、Bvlgari、Van Cleef & Arpels 官网，老铺黄金官网，山西证券研究所

表 13：公司现有门店数量及未来三年拓店计划

区域	城市	2023 年末	2024 年 6 月末	2024 新开	2025 新开	2026 新开	三年新开合计	2026 年末 (E)
中国大陆	一线	15	16	2	2	2	6	21
	新一线	9	10	2	2	0	4	13
	其它	4	4	0	0	0	0	4
	合计	28	30	4	4	2	10	38
中国港澳	中国香港	0	1	1	1	0	2	2
	中国澳门	2	2	0	1	0	1	3
	合计	2	3	1	2	0	3	5
海外	新加坡	0	0	0	1	0	1	1
	东京	0	0	0	1	0	1	1
	合计	0	0	0	2	0	2	2
合计		30	33	5	8	2	15	45

资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

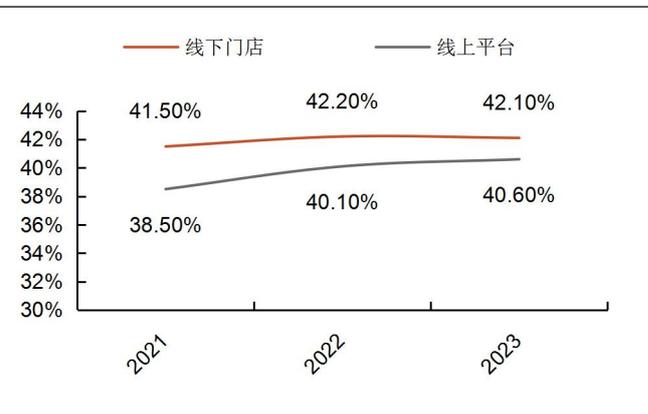
3.2.4 线上渠道收入占比基本稳定，线上线下同款同价

为使消费者获得更便捷、多渠道的体验，迎合消费者不断变化的消费模式，公司拥有天猫、京东旗舰店，消费者可通过线上平台方便购买其黄金产品。公司直接经营网上旗舰店，并保留产品的所有权，直至客户确认收货。公司还开发了微信小程序，以促进客户体验，提高线上销售额。顾客可在微信小程序即时联系销售人员。2024 年上半年，公司线上渠道实现营收 3.91 亿元，同比增长 138.9%，占公司营收比重为 11.1%。公司线上平台毛利率略低于线下门店，主因线上平台大促影响。

图 40：公司线上渠道收入及同比增速



图 41：公司分渠道销售毛利率



资料来源：老铺黄金招股书，公司 2024 年半年报，山西证券研究所

资料来源：老铺黄金招股书，山西证券研究所

4.盈利预测与估值

4.1 盈利预测

营业收入：我们将公司营业收入分渠道进行拆分及预测，公司的销售渠道分别为线下直营门店及线上电商平台。线下直营门店进一步拆分为门店数量及单店平均销售额，参考公司国内市场及海外市场的拓店计划，我们预计 2024-2026 年，公司中国大陆市场门店数量分别为 32/36/38 家，单店平均销售额分别为 1.81/1.90/1.99 亿元；中国港澳市场门店数量分别为 3/5/5 家，单店平均销售额分别为 1.55/1.63/1.71 亿元；海外市场门店数量分别为 0/2/2 家，单店平均销售额分别为 0/1.0/1.0 亿元。预计线上电商平台 2024-2026 年营收增速分别为 100%/15%/15%。综上，预计公司 2024-2026 年营业收入为 69.71/86.76/95.82 亿元，同比增长 119.2%/24.5%/10.4%。

销售毛利率：公司历史销售毛利率较为稳定，处于 40%以上水平。足金镶嵌产品占比提升、公司主动进行产品调价对毛利率具有正面影响。考虑足金镶嵌产品差异化程度高、公司高端品牌定位等因素，我们预计 2024-2026 年，公司销售毛利率稳中有升，分别为 41.3%、41.4%、41.5%。

期间费用率：考虑 2025 年公司门店拓展速度加快，门店租金费用、销售人员费用预计提升较快，预计 2024-2026 年，销售费用率分别为 15.5%、16.0%、15.8%；管理费用率分别为 4.0%、4.5%、4.3%；研发费用率分别为 0.4%、0.4%、0.4%；财务费用率分别为 0.3%、0.3%、0.3%。

归母净利润：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.94/13.24/15.32 亿元，同比增长 162.9%、21.0%、15.7%，归母净利率分别为 15.7%、15.3%、16.0%。

表 14：老铺黄金盈利预测拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
线下门店数量（家）	22	27	30	35	43	45
净增		5	3	5	8	2
其中：中国大陆市场	21	26	28	32	36	38
净增		5	2	4	4	2
中国港澳市场	1	1	2	3	5	5
净增		0	1	1	2	0
海外市场	0	0	0	0	2	2

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净增		0	0	0	2	0
单店销售 (万元)						
其中：中国大陆市场	5342	4245	9512	18073	18977	19926
YOY		-20.5%	124.1%	90%	5%	5%
中国港澳市场	1347	2267	7753	15506	16282	17096
YOY		68.3%	242.0%	100%	5%	5%
海外市场	0	0	0	0	10000	10000
YOY						
线下渠道收入 (亿元)	11.35	11.26	28.18	62.49	78.46	86.27
YOY		-0.8%	150.2%	121.7%	25.6%	10.0%
占比	89.8%	87.0%	88.6%	89.6%	90.4%	90.0%
线上渠道收入 (亿元)	1.29	1.68	3.61	7.22	8.30	9.55
YOY		29.9%	115.0%	100%	15%	15%
占比	10.2%	13.0%	11.4%	10.6%	9.9%	10.3%
营业收入 (亿元)	12.65	12.94	31.80	69.71	86.76	95.82
YOY		2.3%	145.7%	119.2%	24.5%	10.4%
销售毛利率	41.2%	41.9%	41.9%	41.3%	41.4%	41.5%
销售费用率	20.8%	23.0%	18.2%	15.5%	16.0%	15.8%
管理费用率	7.0%	7.3%	5.3%	4.0%	4.5%	4.3%
研发费用率	0.7%	0.7%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
财务费用率	0.9%	1.3%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
归母净利润 (亿元)	1.14	0.95	4.16	10.94	13.24	15.32
YOY		-17.0%	340.4%	162.91%	20.96%	15.70%

资料来源：老铺黄金招股书，Wind，山西证券研究所

4.2 相对估值

我们选取 A 股及港股黄金珠宝公司作为公司可比公司，港股黄金珠宝公司 2024-2026 年平均市盈率为 6.8/6.2/5.7 倍，A 股黄金珠宝公司 2024-2026 年平均市盈率为 10.0/8.8/7.8 倍。老铺黄金作为高端古法金珠宝龙头，基于差异化品牌定位、以及未来 2-3 年的国内市场门店扩张及海外市场布局，有望实现较行业更快的增长。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.94/13.24/15.32 亿元，同比增长 162.91%、20.96%、15.70%，2024 年 9 月 23 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 17.9/14.8/12.8 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 15：相对估值

证券简称	股票代码	2024/9/23	净利润一致预期			PE		
		市值	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
周大福	1929.HK	631	71.9	79.0	85.6	8.8	8.0	7.4
六福集团	0590.HK	83	17.1	18.8	20.4	4.9	4.4	4.1

平均						6.8	6.2	5.7
老凤祥	600612.SH	274	24.3	27.1	30.0	11.3	10.1	9.1
周大生	002867.SZ	115	13.3	15.2	17.0	8.7	7.6	6.8
潮宏基	002345.SZ	39	3.9	4.6	5.3	9.8	8.4	7.3
菜百股份	605599.SH	76	7.4	8.4	9.3	10.3	9.1	8.2
平均						10.0	8.8	7.8
老铺黄金	6181.HK	216	10.94	13.24	15.32	17.9	14.8	12.8

资料来源：Wind，山西证券研究所（老铺黄金盈利预测为山西证券预测，其它公司为 Wind 一致预期；时间截至 2024/9/23 日；港股公司市值单位为“亿港元”，其它公司市值单位为“亿元”；周大福、六福集团净利润单位为“亿港元”，其它公司净利润单位为“亿元”）

5.风险提示

国内及海外门店拓展不及预期

公司主要收入来源于线下自营门店，若后续门店拓展不及预期，或将对公司营收及业绩增速产生负面影响。

古法黄金产品竞争加剧

目前主要黄金珠宝品牌多已推出古法金产品，若后续行业竞争加剧或友商推出高端古法金产品，或将对公司营收及销售毛利率产生负面影响。

黄金价格大幅波动

公司主要产品为足金黄金产品及足金镶嵌产品，原材料以黄金为主，若黄金价格大幅波动，或将对公司销售毛利率造成扰动。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1005	1776	3689	4401	6040
现金	60	70	1394	1735	3255
应收票据及应收账款	100	376	620	620	749
预付账款	38	62	215	116	229
存货	807	1268	1460	1930	1807
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	286	383	399	418	394
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	53	58	150	150	114
无形资产	3	3	0	0	0
其他非流动资产	231	322	250	267	280
资产总计	1291	2159	4088	4818	6434
流动负债	291	474	1335	737	815
短期借款	136	128	722	237	131
应付票据及应付账款	69	198	493	351	540
其他流动负债	86	149	120	149	144
非流动负债	130	169	144	148	153
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	169	144	148	153
负债合计	422	643	1479	885	968
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	137	143	143	143	143
资本公积	733	1373	1373	1373	1373
留存收益	0	0	1094	2418	3950
归属母公司股东权益	870	1515	2610	3934	5466
负债和股东权益	1291	2159	4088	4818	6434

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	149	-29	831	899	1622
净利润	95	416	1094	1324	1532
折旧摊销	0	0	32	51	61
财务费用	17	18	25	8	-35
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-323	-484	64
其他经营现金流	37	-464	2	-1	-0
投资活动现金流	-35	-59	-52	-69	-36
筹资活动现金流	-79	99	-44	-5	39
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	2.47	6.50	7.86	9.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	-0.17	4.94	5.34	9.63
每股净资产(最新摊薄)	5.16	9.00	15.50	23.36	32.46

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1294	3180	6971	8676	9582
营业成本	752	1848	4092	5084	5605
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	297	579	1080	1388	1514
管理费用	94	168	279	390	412
研发费用	9	11	28	35	38
财务费用	17	18	25	8	-35
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	127	553	1468	1770	2047
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	127	553	1468	1770	2047
所得税	32	137	374	447	515
税后利润	95	416	1094	1324	1532
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	95	416	1094	1324	1532
EBITDA	156	587	1505	1804	2044

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.3	145.7	119.2	24.5	10.4
营业利润(%)	-17.8	336.6	165.3	20.6	15.6
归属于母公司净利润(%)	-17.0	340.4	162.9	21.0	15.7
获利能力					
毛利率(%)	41.9	41.9	41.3	41.4	41.5
净利率(%)	7.3	13.1	15.7	15.3	16.0
ROE(%)	10.9	27.5	41.9	33.7	28.0
ROIC(%)	8.8	23.2	31.6	30.4	25.8
偿债能力					
资产负债率(%)	32.7	29.8	36.2	18.4	15.0
流动比率	3.4	3.7	2.8	6.0	7.4
速动比率	0.6	0.9	1.5	3.2	4.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.8	2.2	1.9	1.7
应收账款周转率	12.6	13.3	14.0	14.0	14.0
应付账款周转率	10.5	13.9	11.9	12.1	12.6
估值比率					
P/E	207.2	47.1	17.9	14.8	12.8
P/B	22.5	12.9	7.5	5.0	3.6
EV/EBITDA	126.7	33.7	12.7	10.1	8.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

