



Research and
Development Center

从购物中心视角看品牌力提升路径

—老铺黄金(6181.HK)港股深度报告

2025 年 03 月 06 日

蔡昕妤
商贸零售分析师
S1500523060001
caixinyu@cindasc.com

证券研究报告

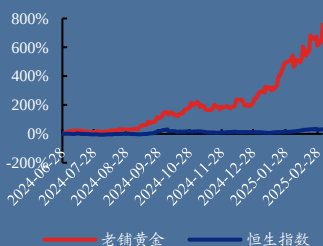
公司研究

港股公司深度报告

老铺黄金 (6181. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	600.00
52 周内股价波动区间 (港元)	60.95-613.00
最近一月涨跌幅 (%)	33.21
总股本 (亿股)	1.68
流通 H 股比例 (%)	56.41
总市值 (亿港元)	1010.20

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

老铺黄金更新报告：从购物中心视角看品牌力提升路径

2025 年 03 月 06 日

本期内容提要:

◆本篇报告以全新的视角——从购物中心的角度，剖析老铺黄金的品牌力提升路径。我们认为随着高端购物中心奢侈品消费表现走弱，尤其是珠宝腕表类目的降幅明显，购物中心更加需要合作兼具高成长性和高端调性的品牌，在保证商场本身重奢定位不动摇的前提下、支撑整个商业体的销售额规模，老铺黄金满足上述要求。而对老铺黄金而言，当前品牌力加速提升阶段，核心诉求首先是好的商圈和好的铺位、其次是更优惠的商务条件，2024 年公司优异的销售表现大大增加了与购物中心谈判的筹码。

◆公司开店选址三大核心要素：城市、商圈、铺位。截至 2024.12.31，老铺黄金共拥有 37 家自营门店，2024 年净开店 7 家，覆盖包含中国港澳及中国大陆共 15 个城市，其中中国大陆一线城市北上广深全覆盖，15 座新一线城市中覆盖成都、杭州、武汉、西安、南京、天津、郑州 7 座；以及二线城市中的沈阳、厦门。公司开店选址主要考虑核心城市的核心商圈，例如杭州的杭州万象城和杭州大厦、成都的 IFS 和 SKP、南京的德基广场、澳门的威尼斯人等。其中，公司与万象城体系、SKP 合作门店较多，截至 2024.12.14 分别有门店 10 家（共进驻 6 个项目，4 家为二店）、6 家（进驻中国大陆全部 4 个项目，其中北京和成都开设二店，武汉和西安各 1 家）。铺位亦主要考虑一层核心商铺以最大化吸引客流、扩大品牌效应，37 家门店中有 16 家位于一层，其中包含 3 家 SKP、北京国贸商城、天津万象城等顶奢物业的一层铺位。

◆2024 年以来我国奢侈品消费走弱，高端商业体销售承压，老铺黄金销售逆势高增使得其在高端商业体中重要性显著增强。根据全球主要奢侈品集团 2024 年亚太地区业绩表现及中国大陆代表性高端百货购物中心销售来看，2024 年我国奢侈品消费需求疲软。老铺黄金销售逆势高增，2023、2024H1 店均收入均实现翻倍以上同比增长，且北京 SKP、上海豫园、沈阳万象城等头部门店表现更优于整体，经我们测算，2024 年老铺黄金平均单店销售规模已超过部分海外一线珠宝品牌在大中华区的表现。

◆门店选址持续优化，2024 年新开门店有 3 家位于一层黄金地段&核心街铺，我们预计购物中心租金费率中长期亦有可观优化空间。2024 年公司共净新增门店 7 家，其中 5 家为进驻新商业体，2 家为新增二店；共进行门店优化扩容 4 家，其中 3 家为原址优化扩容，1 家为同商圈换址重开。2024 年中国大陆新开门店多家属重量级顶奢商圈一层黄金铺位，包含中国大饭店（北京国贸商圈）、天津万象城、武汉 SKP 等；香港广东道旗舰店亦是位于海港城对面的 3 层楼街边店，建筑面积 1000 多平米，为品牌目前面积最大的单体门店，也是公司探寻大店商业模式和国际化进程的重要一步。对于已进驻的存量项目，公司亦在积极进行门店翻新扩容、选址优化、开设二店等，通过二店拿到更优选址。同时，我们认为随品牌力的提升及与核心商业体的合作深化，中长期看老铺黄金在租金扣点方面有优化空间，有望进一步提升同店利润弹性。

◆盈利预测、估值与投资评级：从 2024 年新开、优化门店来看，公司对好商圈和好铺位的核心诉求明确，进驻顶级商业体的能力进一步得到验证，亦展现了坚定做高端品牌的决心。在国内奢侈品消费表现分化、高消费力人群偏好转变的背景下，公司有望借此趋势加速品牌力提升和用户破圈进程、拓宽护城河。我们看好公司当前时点稳扎稳打、坚持门店优化而非加

速渠道铺开的战略决策，有望带来国内市场持续较快增长+品牌出海的长期投资价值。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.73/30.44/44.13 亿元，同增 254%/107%/45%，对应 3 月 5 日收盘价 PE 分别为 64/31/21X。公司作为稀缺的高端古法金品牌，有望持续兑现显著快于同业的业绩增长，且品牌护城河深厚，我们认为更应当引入海外主要奢侈品集团的估值体系作为参考，而非与传统黄金珠宝品牌进行对比。复盘爱马仕、LVMH、历峰集团、开云集团、Prada 近 5 年估值及业绩，总体来看除爱马仕 PE-TTM 在 40-70X，其余 4 家公司在 20-40X 居多，估值体系主要与品牌资产稀缺性、抗周期性及业绩增速有关，奢侈品集团业绩表现近年来受全球经济环境影响总体呈现增速放缓，但得益于深厚品牌壁垒均具备显著估值溢价，爱马仕 PEG 约 2X，其余 4 家公司亦在 1.5X 左右。老铺黄金当前 PEG 不到 1X，我们认为中长期看公司业绩、估值均有上修空间，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**金价下跌风险；产品推新不及预期；海外市场环境不确定性；消费需求疲软；跨市场选取可比公司风险。

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3180	8591	15537	21529
(+/-)(%)	146%	170%	81%	39%
归母净利润（百万元）	416	1473	3044	4413
(+/-)(%)	340%	254%	107%	45%
EPS	-	8.75	18.08	26.21
P/E	-	64.20	31.06	21.42

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 5 日收盘价

目录

投资聚焦	6
1、老铺黄金开店选址三大核心要素：城市、商圈、铺位	7
2、2024 年以来我国奢侈品消费走弱，高端商业体销售承压	9
2.1、2024 年以来国内主要高端商业销售承压	9
2.2、主要奢侈品集团 2024 年表现总体偏弱、中国市场承压	11
3、购物中心视角：老铺黄金作为高消费人群新宠，品牌地位得到显著提升	13
3.1、头部门店表现优于整体，我们预计 2024 年公司店均销售已超过部分奢侈品珠宝	13
3.2、门店选址持续优化：2024 年新开门店有 3 家位于一层黄金地段&核心街铺	15
3.3、随品牌力提升未来租金费用比率有望优化	16
4、开店空间：新加坡首店开业在即，开店可参考奢侈品牌于大中华区的布局	17
5、盈利预测、估值与投资评级	19
5.1、盈利预测及假设	19
5.2、估值与投资建议	20
6、风险因素	22

表目录

表 1：老铺黄金历史门店数量及区域分布	8
表 2：老铺黄金 2023 年收入前五的购物中心门店	13
表 3：蒂芙尼 FY2017-FY2019 大中华区店均收入测算	15
表 4：2024 年老铺黄金新开店有 3 家位于一层黄金地段&核心街铺	15
表 5：老铺黄金二店梳理	16
表 6：主要奢侈品牌&高端珠宝品牌在大中华区及新加坡的门店数量	18
表 7：公司收入预测（百万元）	19
表 8：公司盈利预测（百万元）	20

图目录

图 1：老铺黄金香港尖沙咀广东道旗舰店门店形象	7
图 2：老铺黄金上海豫园店门店形象	7
图 3：老铺黄金门店分布按城市统计（截至 2024.12.14）	7
图 4：老铺黄金主要布局 GDP 排名靠前的一线&新一线城市、省会城市	8
图 5：老铺黄金门店分布按所在购物中心楼层统计（截至 2024.12.14）	9
图 6：杭州大厦 24H1 营收/净利润分别同比-10%/-16%（万元）	10
图 7：北京 SKP 销售额 2024 年出现双位数下滑	10
图 8：恒隆地产于中国大陆的高端商场项目 2024 年收入承压	10
图 9：太古地产于中国大陆主要零售物业项目 2024 年零售额增速承压	10
图 10：华润万象生活旗下购物中心零售额	10
图 11：华润万象生活期末已开业购物中心数量	10
图 12：2018Q1-2024Q4 奢侈品集团销售额整体增速	11
图 13：2018Q1-2024Q4 奢侈品集团亚太地区（除日本）销售额增速	11
图 14：开云集团分地区销售额（€M）及增速	11
图 15：开云集团分品牌销售额（€M）及增速	11
图 16：爱马仕集团分地区销售额（€M）及增速	12
图 17：爱马仕集团分品类销售额（€M）及增速	12
图 18：LVMH 集团分地区销售额（€M）及增速	12
图 19：LVMH 集团分品类销售额（€M）及增速	12
图 20：老铺黄金前五大门店收入增速	14
图 21：老铺黄金前五大门店收入合计占比及增速	14
图 22：老铺黄金店均收入 2023、24H1 均实现翻倍以上同比增长	14
图 23：老铺黄金历年毛利率和净利率	16
图 24：老铺黄金三项费用率	16
图 25：老铺黄金收入及主要费用项同比增速	17
图 26：老铺黄金主要费用分项占收入的比	17
图 27：新加坡滨海湾金沙酒店地处新加坡核心地段	18
图 28：爱马仕（RMS.PA）历史 PE-TTM 在 40-70X	21
图 29：爱马仕 2019-2023 收入、净利润复合增速 18%/30%	21
图 30：LVMH（MC.PA）历史 PE-TTM 在 20-30X	21
图 31：LVMH 2019-2024 收入、净利润复合增速 10%/12%	21
图 32：历峰集团（CFR.SIX）历史 PE-TTM 在 30-60X	21

图 33: 历峰集团 FY2020-FY2024 收入、净利润复合增速 10%/26%.....	21
图 34: 开云集团 (KER.PA) 历史 PE-TTM 在 15-22X	22
图 35: 开云集团 2019-2024 收入、净利润复合增速 2%/-13%.....	22
图 36: Prada (1913.HK) 历史 PE-TTM 在 20-40X	22
图 37: Prada 2019-2023 收入、净利润复合增速 10%/27%	22



投资聚焦

市场对老铺黄金的研究框架主要基于产品差异化+独立于金价的定价体系，以解释老铺黄金销售表现持续靓丽的原因。本篇报告以全新的视角——从购物中心的角度，剖析老铺黄金的品牌力提升路径，我们认为随着高端购物中心奢侈品消费表现走弱，尤其是珠宝腕表类目的降幅明显，购物中心更加需要合作兼具高成长性和高端调性的品牌，在保证商场本身重奢定位不动摇的前提下、支撑整个商业体的销售额规模，老铺黄金满足上述要求。而对老铺黄金而言，当前品牌力加速提升阶段，核心诉求首先是好的商圈和好的铺位、其次是更优惠的商务条件，2024年公司优异的销售表现大大增加了与购物中心谈判的筹码。

从2024年新开、优化门店来看，公司对好商圈和好铺位的核心诉求明确，进驻顶级商业体的能力进一步得到验证，亦展现了坚定做高端品牌的决心。在国内奢侈品消费表现分化、高消费力人群偏好转变的背景下，公司有望借此趋势加速品牌力提升和用户破圈进程、拓宽护城河。我们看好公司当前时点稳扎稳打、坚持门店优化而非加速渠道铺开的战略决策，有望带来国内市场持续较快增长+品牌出海的长期投资价值。

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为14.73/30.44/44.13亿元，同增254%/107%/45%，对应3月5日收盘价PE分别为64/31/21X。估值层面，公司作为稀缺的高端古法金品牌，有望持续兑现显著快于同业的业绩增长，且品牌护城河深厚，我们认为更应当引入海外主要奢侈品集团的估值体系作为参考，而非与传统黄金珠宝品牌进行对比。复盘爱马仕、LVMH、历峰集团、开云集团、Prada近5年估值及业绩，总体来看除爱马仕近5年PE-TTM在40-70X以外，其余4家公司的PE-TTM在20-40X范围居多，估值体系主要与品牌资产稀缺性、抗周期性及业绩增速有关，奢侈品集团业绩表现近年来受全球经济环境影响总体呈现增速放缓，但得益于深厚品牌壁垒均具备估值溢价、爱马仕PEG约2X，其余4家公司亦在1.5X左右。老铺黄金当前PEG不到1X，我们认为中长期看公司业绩、估值均有上修空间，维持“买入”评级。

1、老铺黄金开店选址三大核心要素：城市、商圈、铺位

老铺黄金从成立之初即明确了品牌的高端定位，对开店选址有着很高的要求，聚焦核心城市、核心商圈、核心铺位，明确的门店选址标准对于品牌定位的确立及客群的筛选起到至关重要的作用。

图1：老铺黄金香港尖沙咀广东道旗舰店门店形象



资料来源：老铺黄金微信公众号，信达证券研究开发中心

图2：老铺黄金上海豫园店门店形象

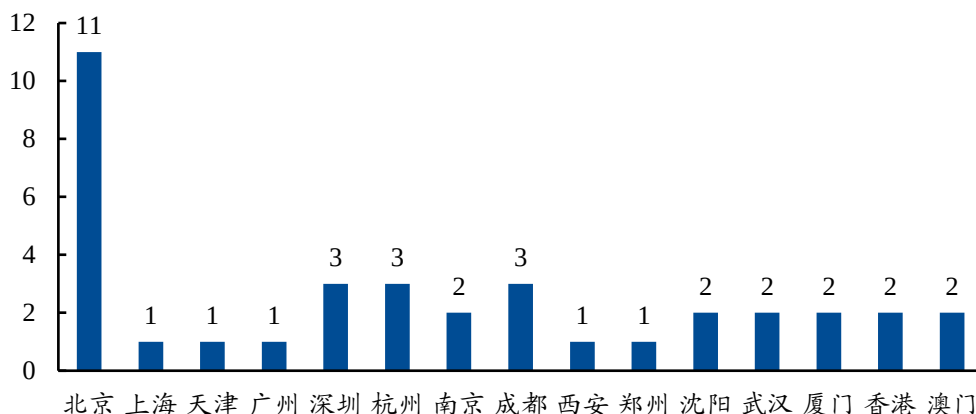


资料来源：老铺黄金微信公众号，信达证券研究开发中心

根据公司公告，截至 2024. 12. 31，老铺黄金共拥有 37 家自营门店，2024 年净开店 7 家。门店按城市分布来看，根据公司微信公众号统计的截至 2024. 12. 14 数据，覆盖包含中国港澳及中国大陆共 15 个城市，其中中国大陆一线城市北上广深全覆盖，15 座新一线城市中覆盖成都、杭州、武汉、西安、南京、天津、郑州 7 座；以及二线城市中的沈阳、厦门。

门店数量上，一线城市中作为公司总部所在地的北京门店数最多、达到 11 家，仅东方新天地就有老铺黄金、老铺点钻、老铺会员中心 3 家，国贸商城、中国大饭店、SKP、王府井等亦有门店布局；广州和深圳共有 4 家门店、亦布局相对充分；上海当前仅豫园商城 1 家大型门店，我们预计公司有望于 2025 年强化在上海的门店布局，例如核心商圈国金中心、恒隆等。

图3：老铺黄金门店分布按城市统计（截至 2024.12.14）



资料来源：老铺黄金微信公众号，信达证券研究开发中心

公司开店稳扎稳打，更注重门店经营质量及其选址与品牌调性、目标人群的适配度，2018年以来每年门店净增加约中个位数。2023年开始，新开店更为集中于中国大陆一线及新一线城市城市，以及中国港澳市场，中国大陆二线及以下城市门店数由2022年末的5家调整并维持在4家。根据公司招股书，截至2024.6.11的公司历史上共计开设的37家线下门店中，除福州万象城店经营期间未实现净利润以外，其余36家店均在开业后实现盈亏平衡，公司开店成功率高。

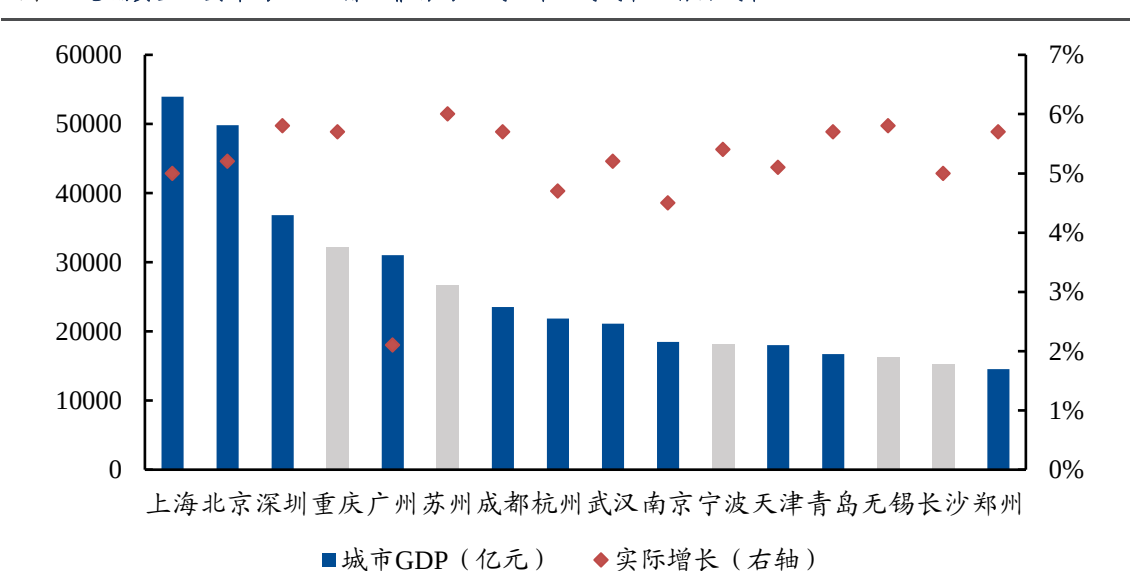
表 1: 老铺黄金历史门店数量及区域分布

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国大陆				18	21	26	28	33
一线城市				10	11	13	15	16
新一线城市				6	7	8	9	13
其他城市				2	3	5	4	4
香港及澳门				1	1	1	2	4
总计	8	15	18	19	22	27	30	37

资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

老铺黄金主要布局经济实力靠前的一线&新一线城市、省会城市。从2024年城市GDP排名来看，前15名城市当中还有5座老铺未入驻，分别是重庆、苏州、宁波、无锡、长沙，我们预计主要系重庆与成都距离较近、而成都已进驻IFS、SKP两大核心商圈；苏州、宁波、无锡同属江浙沪经济发达地区，老铺已选择核心城市上海、杭州、南京进行重点布局。除此之外，老铺亦布局了沈阳、西安、厦门，分别为东北、西北、华东的重要城市。

图4：老铺黄金主要布局 GDP 排名靠前的一线&新一线城市、省会城市



资料来源：老铺黄金微信公众号，决策杂志微信公众号，信达证券研究开发中心

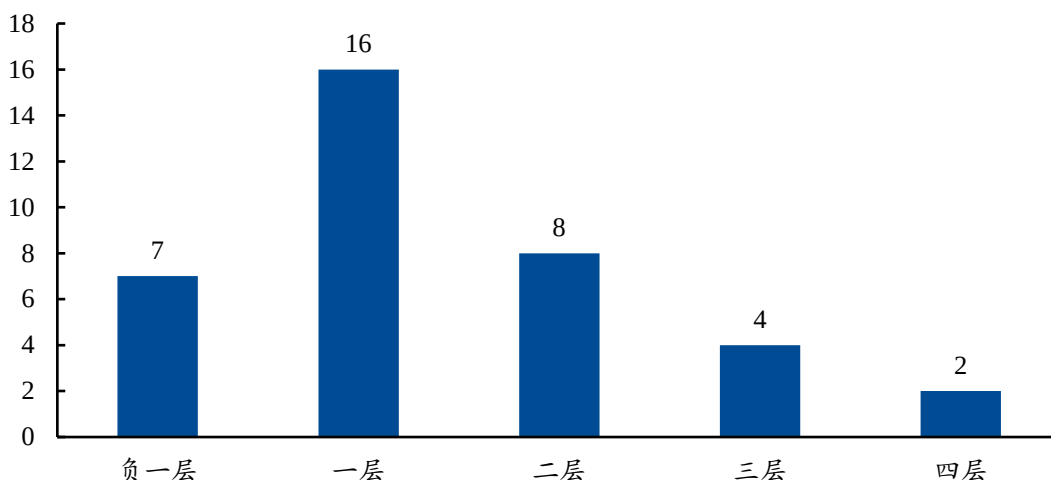
注：灰色柱子表示老铺黄金尚未进驻的城市

老铺黄金开店选址主要考虑核心城市的核心商圈、核心铺位，例如杭州的杭州万象城和杭州大厦、成都的IFS和SKP、南京的德基广场、澳门的威尼斯人等。其中，公司与万象城体系、SKP合作门店较多，截至2024.12.14分别有门店10家（共进驻6个项目，4家为二店）、6家（进驻中国大陆全部4个项目，其中北京和成都开设二店，武汉和西安各1

家)。

楼层分布上，亦主要考虑一层核心商铺以最大化吸引客流、扩大品牌效应。根据公司微信公众号统计，37 家门店中有 16 家位于一层，其中在公司影响力最大的北京，11 家门店中有 9 家在一层；在顶奢商场 SKP，北京、西安、武汉均拿到一层铺位，成都 2 家店也均分布于二层；此外，上海豫园、香港广东道旗舰店亦是标志性的街边铺位。

图5：老铺黄金门店分布按所在购物中心楼层统计（截至 2024.12.14）



资料来源：老铺黄金微信公众号，信达证券研究开发中心

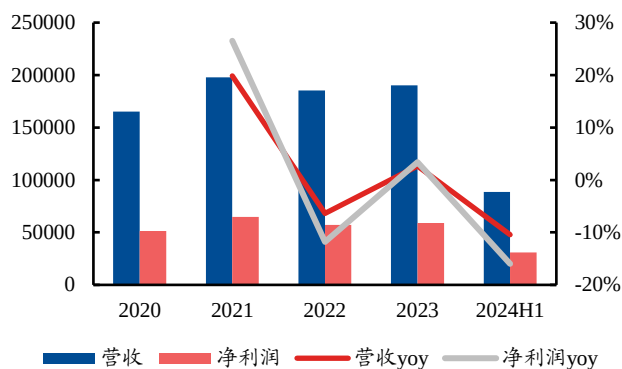
注：重要街铺上海豫园店、香港广东道旗舰店也统计作一层门店

2、2024 年以来我国奢侈品消费走弱，高端商业体销售承压

2.1、2024 年以来国内主要高端商业销售承压

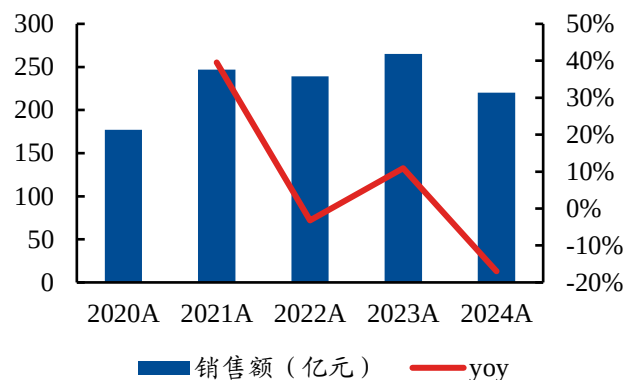
2024 年以来，国内消费力走弱，定位高端的百货及购物中心零售额普遍出现下滑。作为全国唯二同时拥有 3 个百亿商场的城市——上海和杭州，上海“百亿俱乐部”之一的恒隆广场 2024 年收入同比下滑 6%，杭州销售额最高的杭州大厦 24H1 收入、净利润分别同降 10%、16%；而全国唯一拥有 2 个 200 亿商场的城市北京，2024 年北京 SKP 亦出现双位数的销售额同比降幅。港资代表性公司恒隆地产和太古地产，旗下主要高端商业项目也普遍于 2024 年出现销售、收入的下滑。

图6：杭州大厦 24H1 营收/净利润分别同比-10%/-16%(万元)



资料来源：杭州解百公司公告，信达证券研究开发中心

图7：北京 SKP 销售额 2024 年出现双位数下滑



资料来源：赢商网、消费巴士微信公众号，信达证券研究开发中心

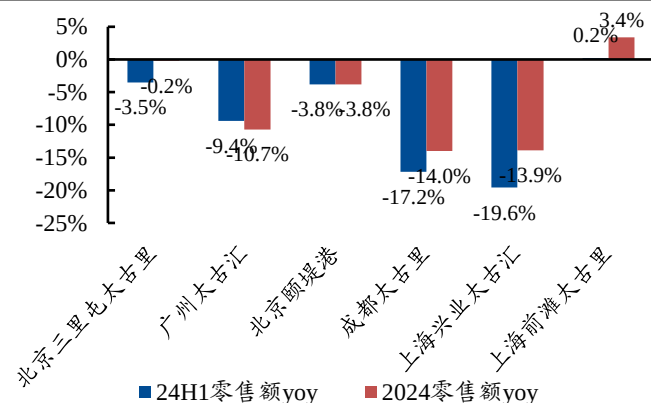
图8：恒隆地产于中国大陆的高端商场项目 2024 年收入承压

物业租赁—内地商场组合

商场名称及所在城市	收入 (人民币百万元)		变动	年末租出率	
	2024	2023		2024	2023
高端商场					
上海恒隆广场	1,648	1,755	-6%	99%	100%
上海港汇恒隆广场	1,172	1,213	-3%	99%	99%
沈阳市府恒隆广场	81	96	-16%	87%	81%
无锡恒隆广场	456	446	2%	99%	98%
大连恒隆广场	295	272	8%	94%	90%
昆明恒隆广场	300	305	-2%	98%	98%
武汉恒隆广场	203	251	-19%	85%	82%
总额	4,155	4,338	-4%		
次高端商场					
沈阳皇城恒隆广场	163	158	3%	94%	90%
济南恒隆广场	317	315	1%	93%	93%
天津恒隆广场	170	152	12%	95%	90%
总额	650	625	4%		

资料来源：恒隆地产公司公告，信达证券研究开发中心

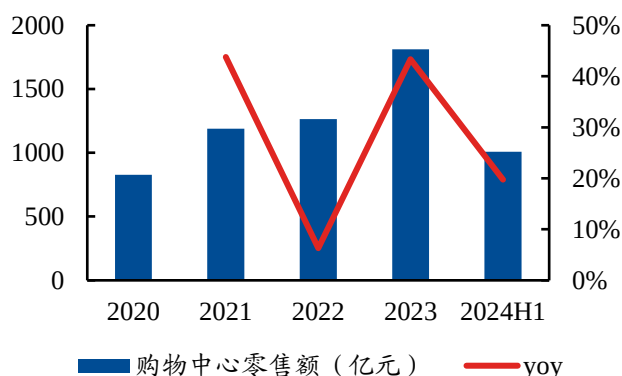
图9：太古地产于中国大陆主要零售物业项目 2024 年零售额增速承压



资料来源：太古地产公司公告，信达证券研究开发中心

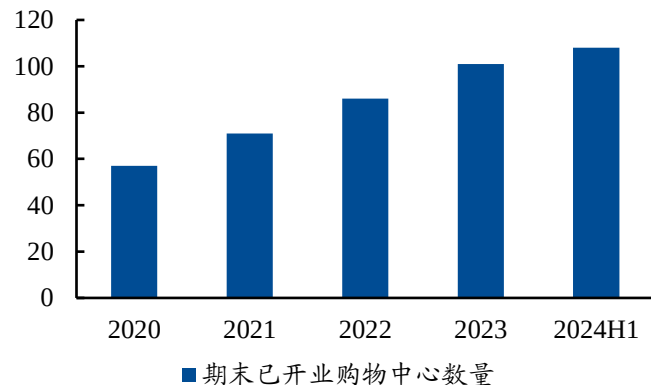
相比之下，华润万象生活属于国内中高端连锁商业体中为数不多仍然在 2024 年有望保持零售额、购物中心数量双增长的企业，展示公司具备差异化的项目运营能力，老铺黄金亦与高端购物中心万象城合作了最多数量的门店。

图10：华润万象生活旗下购物中心零售额



资料来源：华润万象生活公司公告，信达证券研究开发中心

图11：华润万象生活期末已开业购物中心数量

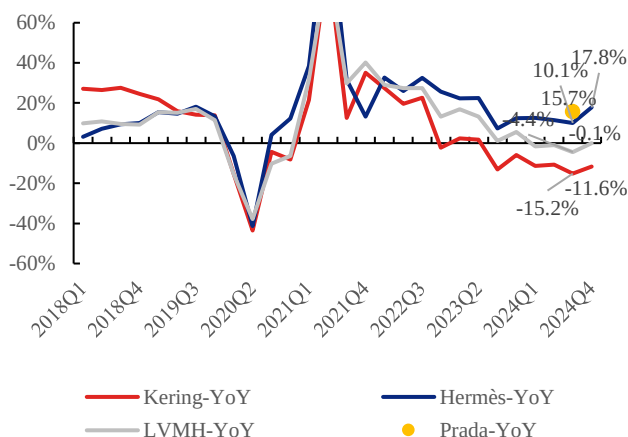


资料来源：华润万象生活公司公告，信达证券研究开发中心

2.2、主要奢侈品集团 2024 年表现总体偏弱、中国市场承压

从主要奢侈品集团爱马仕、LVMH、开云集团、Prada 的销售表现来看，2024Q1-3 季度销售增速逐季环比走弱，24Q4 环比小幅改善。其中爱马仕、Prada（24Q1-3）延续正增长，开云集团、LVMH 同比下滑。且从区域来看，各公司亚太地区（除日本）销售表现普遍弱于集团总体。

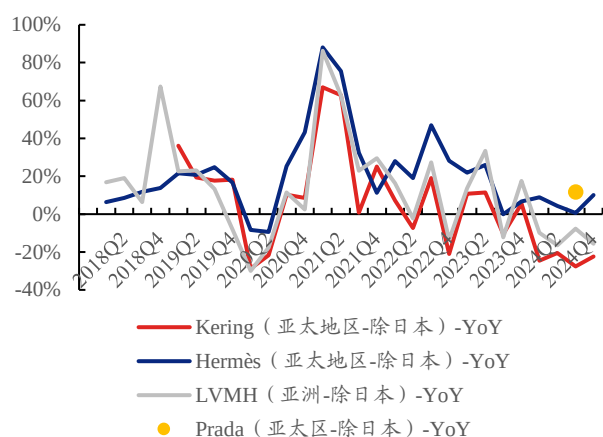
图12：2018Q1-2024Q4 奢侈品集团销售额整体增速



资料来源：开云集团、爱马仕、LVMH、Prada 公司财报，信达证券研究开发中心

注：1）奢侈品集团的销售额增速使用财报所披露的收入数据计算得出，可能受到汇率影响有一定误差；2）由于 Prada 财报发布计划为上半年发布 H1 财报，下半年发布 Q1-3 为期 9 个月的财报，与其他三家奢侈品集团统计口径不同，故上图仅标记 24Q1-3 的增速。

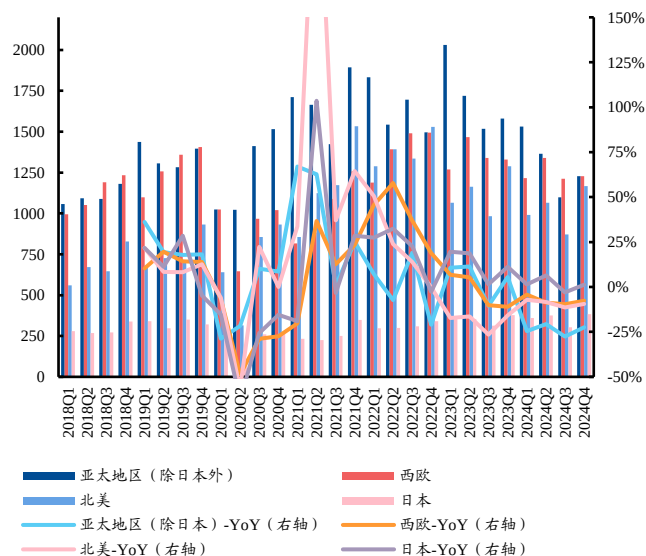
图13：2018Q1-2024Q4 奢侈品集团亚太地区（除日本）销售增速



资料来源：开云集团、爱马仕、LVMH、Prada 公司财报，信达证券研究开发中心

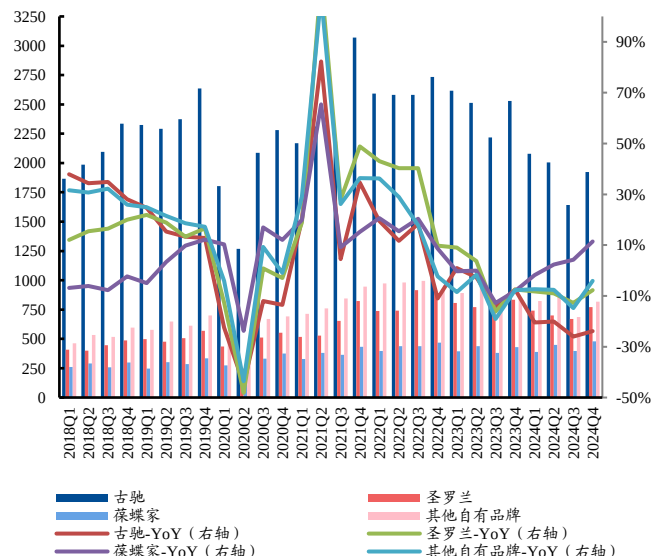
注：1）奢侈品集团的销售额增速使用财报所披露的收入数据计算得出，可能受到汇率影响有一定误差；2）由于 Prada 财报发布计划为上半年发布 H1 财报，下半年发布 Q1-3 为期 9 个月的财报，与其他三家奢侈品集团统计口径不同，故上图仅标记 24Q1-3 的增速。

图14：开云集团分地区销售额（€M）及增速



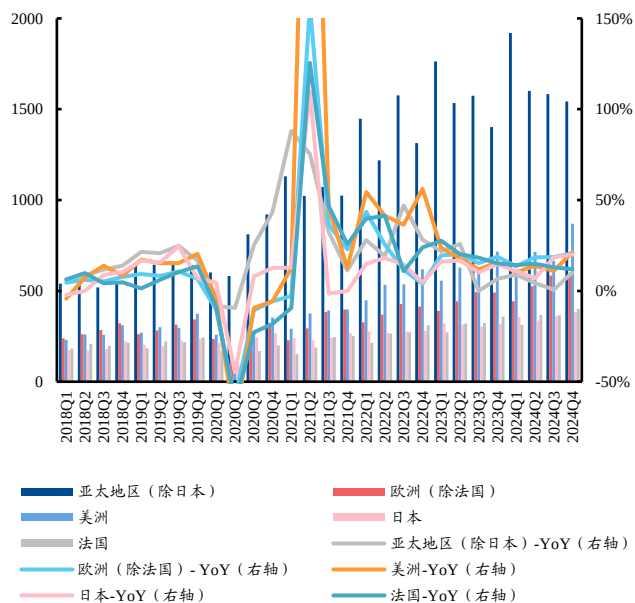
资料来源：开云集团财报，信达证券研究开发中心

图15：开云集团分品牌销售额（€M）及增速



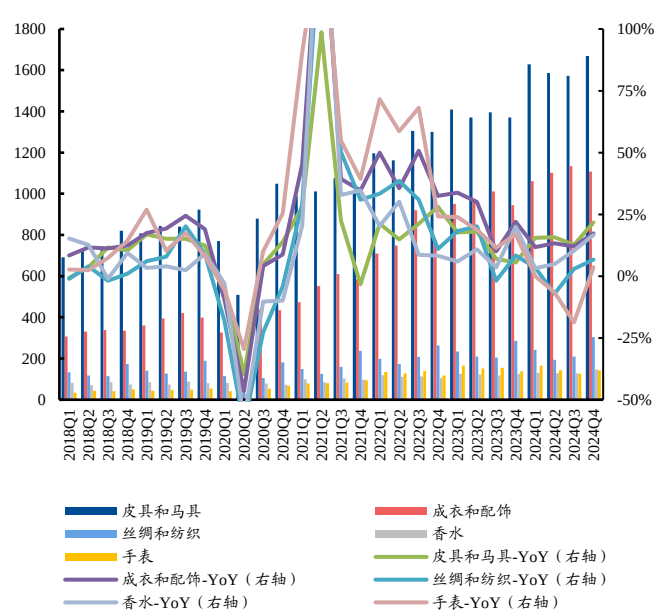
资料来源：开云集团财报，信达证券研究开发中心

图16：爱马仕集团分地区销售额（€M）及增速



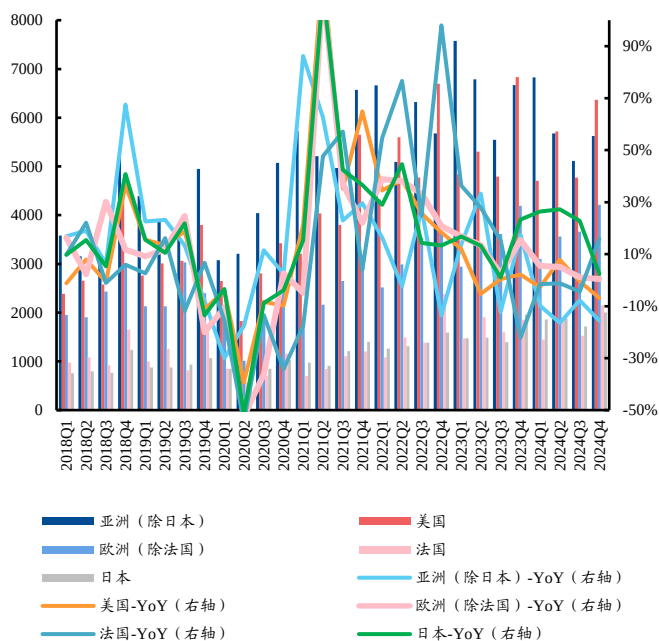
资料来源：爱马仕集团财报，信达证券研究开发中心

图17：爱马仕集团分品类销售额（€M）及增速



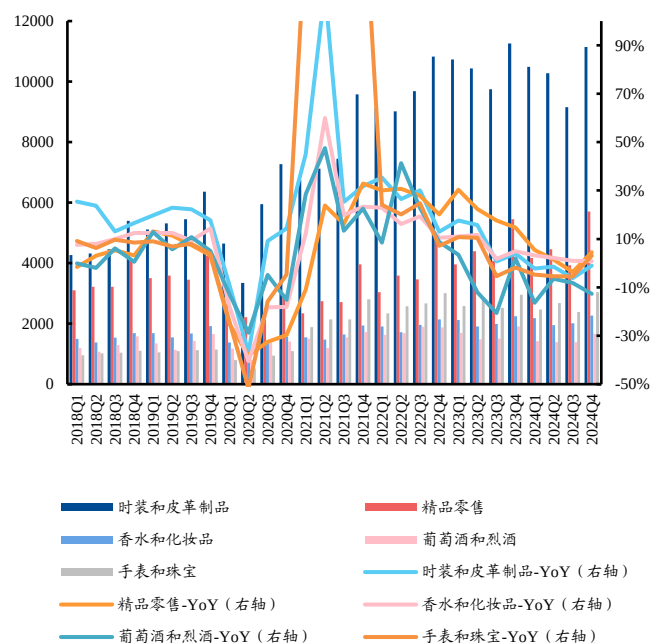
资料来源：爱马仕集团财报，信达证券研究开发中心

图18：LVMH集团分地区销售额（€M）及增速



资料来源：LVMH集团财报，信达证券研究开发中心

图19：LVMH集团分品类销售额（€M）及增速



资料来源：LVMH集团财报，信达证券研究开发中心

3、购物中心视角：老铺黄金作为高消费人群新宠，品牌地位得到显著提升

我们认为随着高端购物中心奢侈品消费表现走弱，尤其是珠宝腕表类目的降幅明显，购物中心更加需要合作兼具高成长性和高端调性的品牌，在保证商场本身重奢定位不动摇的前提下、支撑整个商业体的销售额规模，老铺黄金满足上述要求。而对老铺黄金而言，当前品牌力加速提升阶段，核心诉求首先是好的商圈和好的铺位、其次是更优惠的商务条件，2024 年公司优异的销售表现大大增加了与购物中心谈判的筹码。

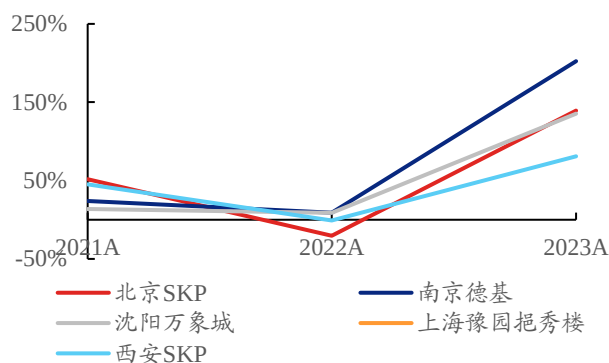
3.1、头部门店表现优于整体，我们预计 2024 年公司店均销售已超过部分奢侈品珠宝

2023 年老铺黄金收入排名前五的门店分别为北京 SKP 店、南京德基店、沈阳万象城店、上海豫园店、西安 SKP 店，单店收入规模均突破亿元，且同店取得可观增长。2023 年前五大门店合计收入同增 158%，占总收入的比重达到 39.1%，2021-2023 年前五大门店收入占比持续提升。对标全球标志性高端百货、最具生产力的购物中心之一的北京 SKP 于 2023 年每平方米年销售额 21.29 万元，老铺黄金核心门店每平方米年销售水平显著高于头部商场门店的平均水平。

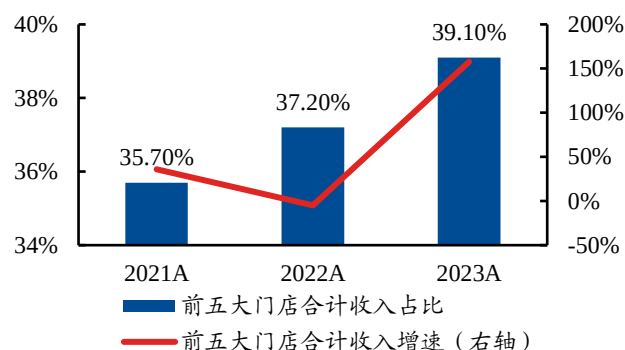
表 2：老铺黄金 2023 年收入前五的购物中心门店

	开业日期	销售收入（亿元）				每平米收入（万元）
		2020	2021	2022	2023	2023
北京 SKP	2017.07	1.16	1.76	1.40	3.35	528.7
南京德基	2018.08	0.63	0.78	0.85	2.57	238.9
沈阳万象城	2019.05	0.80	0.91	0.99	2.33	189.5
上海豫园挹秀楼	2022.01	-	-	0.53	2.27	140.4
西安 SKP	2018.05	0.73	1.06	1.05	1.90	310.6

资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图20：老铺黄金前五大门店收入增速


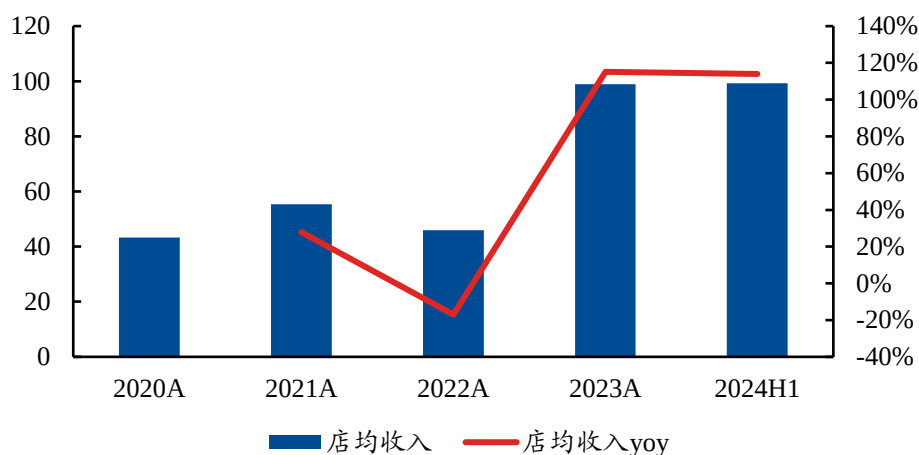
资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

图21：老铺黄金前五大门店收入合计占比及增速


资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

注：考虑到上海豫园挹秀楼店于2022年1月开业，在计算前五大门店收入增速时仅在2023年纳入，2021-2022年同比增速指其余四家门店的合计收入增速。

根据我们测算，老铺黄金2023年店均收入为9889万元、同比增长115%，24H1为9932万元、同比增长114%，均取得翻倍以上同比增长，且24H1半年的销售额已超过2023年全年水平。2023年公司店均销售为23H1的2.1倍，简单线性外推，我们预计2024年公司店均销售收入超2亿元，而头部门店北京SKP、上海豫园等的增速有望持续快于整体、超过5亿元甚至更高。假设北京SKP店2024年销售收入同比增幅等于24H1公司整体店均收入增幅，则其2024年单店销售额超过7亿元、占北京SKP项目总体的3%+，而2022年这一比例为1%+，老铺黄金品牌对国内顶奢百货购物中心的重要性在明显提升。

图22：老铺黄金店均收入2023、24H1均实现翻倍以上同比增长


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

我们测算蒂芙尼FY2017-FY2019大中华区门店店均收入分别为人民币0.85、0.91、0.95亿元，且考虑2020年以来中国大陆奢侈品消费表现整体偏弱，由此说明老铺黄金的单店收入已在2023年达到或接近海外一线奢侈品珠宝在大中华区的水平，且在2024年持续高增的情况下已明显高于海外高奢珠宝。

表 3：蒂芙尼 FY2017-FY2019 大中华区店均收入测算

	FY2017	FY2018	FY2019
亚太地区收入（百万美元）	1095	1239	1258.2
大中华区收入占比	60%	60%	60%
大中华区收入（百万美元）	657	743.4	754.92
大中华区门店数（家）	52	54	55
其中：中国大陆	31	33	34
中国香港	10	10	10
中国澳门	4	4	4
中国台湾	7	7	7
大中华区店均收入（万美元）	1263	1377	1373
大中华区店均收入（万人民币）	8535	9094	9479

资料来源：蒂芙尼公司公告，iFind，信达证券研究开发中心（注：FY2019 财年截至 2020.1.31）

注：以中国大陆及中国港澳台作为大中华区进行计算

3.2、门店选址持续优化：2024 年新开门店有 3 家位于一层黄金地段&核心街铺

根据公司微信公众号及公司公告，2024 年公司共净新增门店 7 家，其中 5 家为进驻新商业体&街铺，2 家为新增二店；共进行门店优化扩容 4 家，其中 3 家为原址优化扩容，1 家为同商圈换址重开。

2024 年中国大陆新开门店多家属重量级顶奢商圈一层黄金铺位。中国大饭店地处北京国贸商圈，北京国贸商城为年销售超 200 亿的全国头部商业体，一层汇聚爱马仕、香奈儿、LV、宝格丽、Harry Winston 等顶奢品牌，老铺黄金于 2024 年 1 月将原本在国贸商城负一层的门店换到一层；天津万象城为华润万象旗下重磅重奢商场，一层亦布局了爱马仕等顶奢品牌；武汉 SKP 作为国内第四家 SKP，老铺黄金顺利拿到一层位置。

香港广东道旗舰店亦是位于海港城对面的 3 层楼街边店，建筑面积 1000 多平米，为品牌目前面积最大的单体门店，也是公司探寻大店商业模式和国际化进程的重要一步。

表 4：2024 年老铺黄金新开店有 3 家位于一层黄金地段&核心街铺

门店简称	开业时间	门店位置	
深圳万象城二店	-	二层 K297 中岛	二店
香港尖沙咀广东道旗舰店	2024.3.31	一层 G04-G05	核心街铺
天津万象城店	2024.5.25	一层 L1-046	进驻新商业体
武汉 SKP 店	2024.7.13	一层 D1045	进驻新商业体
郑州丹尼斯大卫城店	2024.8.3	二层 2F-035	进驻新商业体
香港海港城店	2024.12.14	二楼 OT-214	进驻新商业体
沈阳万象城二店	-	二层 DL273 中岛	二店

资料来源：公司公告，老铺黄金微信公众号，信达证券研究开发中心

对于已进驻的存量项目，公司亦在积极进行门店翻新扩容、选址优化、开设二店等，通过二店拿到更优选址。例如北京国贸商城&中国大饭店商圈，2024 年 1 月将原本位于国贸商城负一层的门店换到了一层；万象城体系中厦门、杭州、深圳、沈阳项目一店开业较早，在 2017-2019 年，且均位于负一层传统黄金珠宝区，2021 年开始公司于上述项目陆续开设

二店，二店位于二层、三层，也使得老铺黄金的品牌调性与传统黄金珠宝做出进一步区分。

表 5：老铺黄金二店梳理

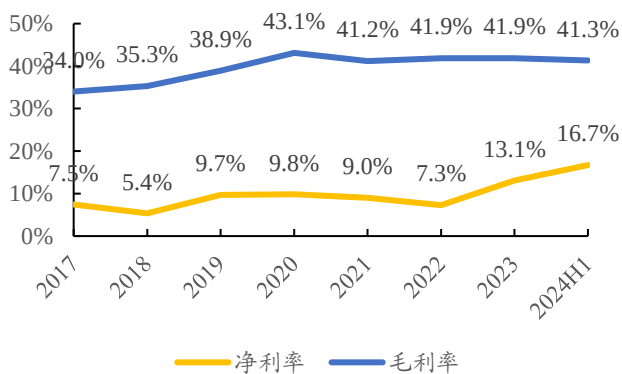
所在商圈	一店开业时间	一店位置	二店开业时间	二店位置
东方新天地	2014.12	一层 AA01&EE01G	2023.4	一层 AA06A&B
北京 SKP	2017.7	一层 D1129 号	2020.9.	负一层 B1133 号
北京国贸商城	2017.6	国贸一期 B1 层	2024.1	一层 F1-1
南京德基	2018.8.	三层 L303	2023.10.	三层 F305 室
厦门万象城	2019.6.	负一层 B124 室	2021.12.	三层 L345 号
杭州万象城	2018.9.	负一层 B125 号	2023.12.	二层 C15 号
深圳万象城	2017.6.	负一层 B151	2024	二层 K297 中岛
沈阳万象城	2019.5.	负一层 B126	2022.7.	二层 DL273 中岛
澳门威尼斯人	2021.6.	三层 302 铺	2023.6.	一层 1008、 1009&1010 号
成都 SKP	2022.12.	二层 D2004-1 号	2022.12.	二层 D2117 号

资料来源：公司公告，老铺黄金微信公众号，信达证券研究开发中心

3.3、随品牌力提升未来租金费用比率有望优化

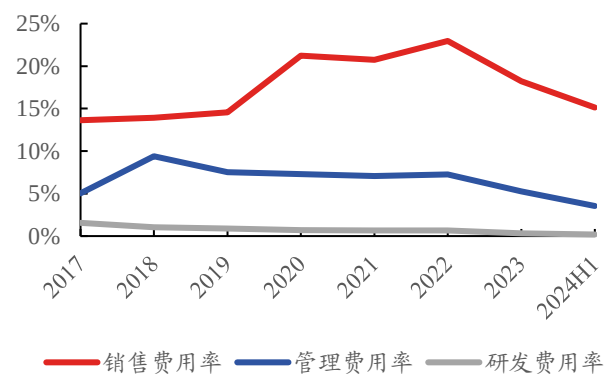
根据公司 2024 年盈利预告，预计 2024 全年实现净利润 14-15 亿元，同比增幅达 236%-260%，其中 24H1 净利润 5.88 亿元、同增 199%，净利率相较 2023 年进一步大幅提升至 16.7%，在毛利率平稳的情况下主要得益于三项费用率的下降。我们认为这主要来自公司全直营门店的经营模式下，同店增长带来的可观利润弹性。

图 23：老铺黄金历年毛利率和净利率



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图 24：老铺黄金三项费用率

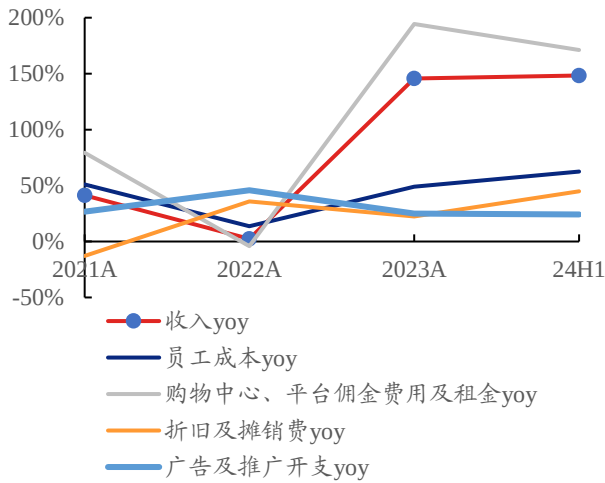


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

细拆销售、管理、研发费用分项可以发现，同店的高增长主要对员工成本、折旧摊销等相对固定的费用项有明显的摊薄，为 2023-24H1 三项费用率下降的主要原因，而公司的租金&联营费开支与当期收入的增幅一致性高且 2023、2024H1 增幅均略高于收入增速。公司向购物中心支付租金或联营费用金额主要采取两种计算方式：1) 固定金额，2) 最低月租金或门店月销售额的固定百分比取其高。根据公司招股书披露，截至招股书最新日期在营的 33

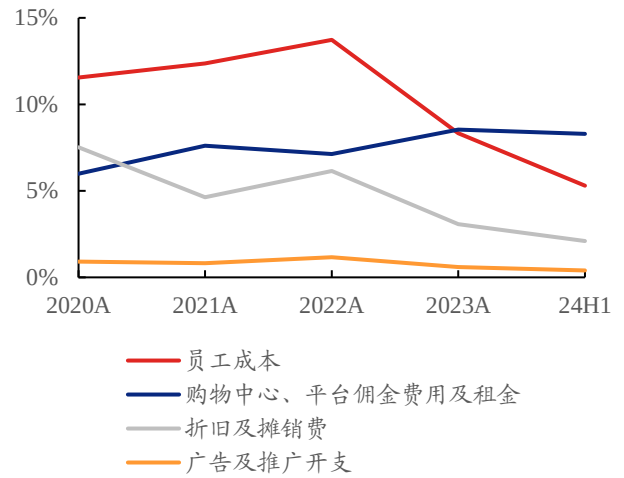
家门店中采取可变租金方式的有 29 家，且 2023 年占总收入 39% 的前五大门店均采取了可变租金方式。我们预计公司的购物中心租金、平台佣金费开支占收入比小幅提升主要系公司近年进驻的多个重奢项目其扣点比例相对较高所致。

图25：老铺黄金收入及主要费用项同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图26：老铺黄金主要费用分项占收入的比



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2023、2024H1，购物中心、平台佣金费用及租金项分别占收入的比重为 8.5%、8.3%，已成为占比最高的费用分项。我们认为随品牌力的提升及与核心商业体的合作深化，中长期看老铺黄金在租金扣点方面有优化空间，有望进一步提升同店利润弹性。潜在方式包含二店扣点率低于一店、合作连锁购物中心新店扣点率低于老店等。

4、开店空间：新加坡首店开业在即，开店可参考奢侈品牌于大中华区的布局

从渠道拓展情况来看，截至 2024 年末老铺黄金已布局中国大陆、中国香港、中国澳门，并计划在未来两年内新增布局新加坡（2025 年有望落地，首店选址位于新加坡地标性建筑及高端商业体之一的滨海湾金沙酒店，目前已开始围挡装修）。公司规划未来两年在中国大陆新开 8 家门店，在中国港澳及新加坡开设 5 家门店。中长期公司也在考虑进驻日本等国家。

图27：新加坡滨海湾金沙酒店地处新加坡核心地段



资料来源：百度地图，信达证券研究开发中心

对标海外主要奢侈品牌，老铺黄金在中国大陆的门店数量与爱马仕、梵克雅宝、宝格丽等接近，少于LV、卡地亚、蒂芙尼等；在中国港澳台，以及新加坡等华裔较多的市场，老铺黄金门店布局明显少于大部分奢侈品牌/尚未进驻。海外奢侈品牌在中国港澳台及新加坡合计门店数平均在20家以上，而老铺黄金目前仅在中国港澳布局4家、即将于新加坡开设首家。我们认为中长期来看，随着老铺品牌力的不断提升，在中国大陆以外的大中华区以及华语区国家仍有较大的开店及销售增长空间。

表6：主要奢侈品牌&高端珠宝品牌在大中华区及新加坡的门店数量

	中国大陆	中国香港	中国澳门	中国台湾	新加坡
爱马仕	33	7	4	10	6
LV	69	7	8	10	7
宝格丽	33	6	5	3	4
卡地亚	51	8	6	7	4
梵克雅宝	33	6	5	3	4
蒂芙尼	42	8	5	7	5
宝诗龙	16	3	2	4	1
伯爵	72	5	7	15	5
老铺黄金	33	2	2	0	0

资料来源：老铺黄金招股书，宝格丽官网，宝诗龙官网，伯爵官网，卡地亚官网，蒂芙尼官网，梵克雅宝官网，LV官网，爱马仕官网，大众点评，信达证券研究开发中心

注：部分门店数量为官网披露信息，可能存在时滞或偏差

5、盈利预测、估值与投资评级

5.1、盈利预测及假设

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 85.91/155.37/215.29 亿元，同增 170%/81%/39%，归母净利润分别为 14.73/30.44/44.13 亿元，同增 254%/107%/45%。收入核心增长仍来自品牌力提升及用户破圈——店均收入、线上渠道贡献主要增量，开店层面 2025、2026 年依据公司规划，继续保持稳健开店速度。

表 7：公司收入预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
线下门店	1126	2818	7472	13298	18395
yoy	-1%	150%	165%	78%	38%
中国大陆	1104	2663	6836	11497	15288
yoy	-2%	141%	157%	68%	33%
期末门店数	26	28	33	37	41
净开店	5	2	5	4	4
店均收入（万元）	4696	9865	20715	31073	37288
yoy	-18%	110%	110%	50%	20%
中国港澳及海外	23	155	636	1801	3107
yoy	68%	584%	310%	183%	73%
期末门店数	1	2	4	6	9
净开店	0	1	2	2	3
店均收入（万元）	2267	10337	21192	36026	41430
yoy	68%	356%	105%	70%	15%
线上平台	168	361	1119	2239	3134
yoy	30%	115%	210%	100%	40%
总营收	1294	3180	8591	15537	21529
yoy	2%	146%	170%	81%	39%

资料来源：老铺黄金招股书，信达证券研究开发中心

盈利层面，考虑黄金价格 2024 年上涨较快，而公司调价频率和幅度有限，我们预计原材料价格的上涨及历次调价前出现“抢购”的情况对综合毛利率有小幅影响，而公司通过稳定的迭代推新、工艺升级有望消化大部分金价波动带来的成本压力。三项费用率方面，预计主要受益于全直营模式撬动的经营杠杆，随店均收入持续较快增长，门店利润率及公司整体净利率呈持续提升趋势。

表 8: 公司盈利预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	1294	3180	8591	15537	21529
yoy	2%	146%	170%	81%	39%
综合毛利率	41.9%	41.9%	39.6%	40.0%	40.0%
销售费用率	23.0%	18.2%	13.5%	11.6%	10.7%
管理费用率	7.3%	5.3%	3.0%	2.1%	1.8%
研发费用率	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
归母净利润	95	416	1,473	3,044	4,413
yoy	-17%	340%	254%	107%	45%
归母净利率	7.3%	13.1%	17.1%	19.6%	20.5%

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

5.2、估值与投资建议

估值层面，公司作为稀缺的高端古法金品牌，有望持续兑现显著快于同业的业绩增长，且品牌护城河深厚，随着市场对公司“奢侈品”的认知逐步形成，我们认为更应当引入海外主要奢侈品集团的估值体系作为参考，而非与传统黄金珠宝品牌进行对比。

我们复盘爱马仕、LVMH、历峰集团、开云集团、Prada 的近 5 年估值及业绩，总体来看除爱马仕近 5 年 PE-TTM 在 40-70X 以外，其余 4 家公司的 PE-TTM 在 20-40X 范围居多，估值体系主要与品牌资产稀缺性、抗周期性及业绩增速有关。

爱马仕 2019-2023 年收入、净利润 CAGR4 分别为 18%、30%，24H1 收入、净利润分别同增 12%、6%，虽增速有所放缓但也保持了稳健增长；LVMH 2019-2023 年收入、净利润 CAGR4 分别为 13%、21%，略慢于爱马仕，2024 年收入、净利润则出现双下滑，分别同降 2%、17%；瑞士历峰集团 FY2020-FY2024 收入、净利润 CAGR4 分别为 10%、26%，FY2025H1

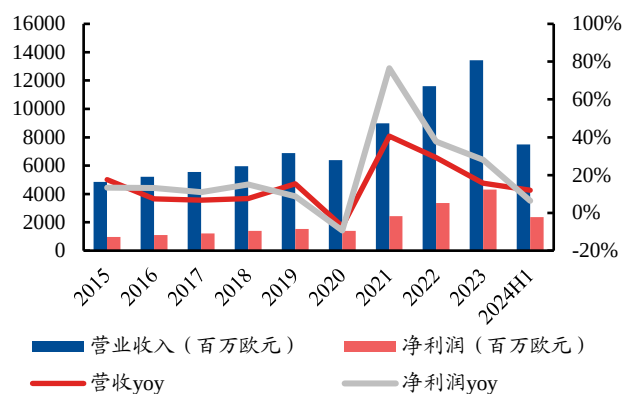
(2024. 4. 1-2024. 9. 30) 收入、净利润同降 1%、同降 70%，业绩出现较大波动；开云集团 2019-2023 年收入、净利润 CAGR4 分别为 5%、7%，2024 年收入、净利润分别同降 12%、同降 62%，相比其他奢侈品公司业绩表现偏弱；Prada 2019-2023 年收入、净利润 CAGR4 分别为 10%、27%，2024H1 收入、净利润分别同增 14%、26%。

结合各公司近 5 年业绩表现及估值区间，爱马仕按照 PEG 估值在 2X 左右，LVMH、历峰集团、开云集团、Prada 均在 1.5X PEG 左右，奢侈品集团业绩表现近年来受全球经济环境影响总体呈现增速放缓，但得益于深厚品牌壁垒均具备估值溢价、PEG 在 1X 以上。

我们预计老铺黄金 2024-2026 年归母净利润分别同增 254%/107%/45%，2023、2024 连续两年翻倍以上增长，3 月 5 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 64/31/21X，对应 PEG 不到 1X，我们认为中长期看公司业绩、估值均有上修空间，维持“买入”评级。

图28：爱马仕（RMS.PA）历史 PE-TTM 在 40-70X

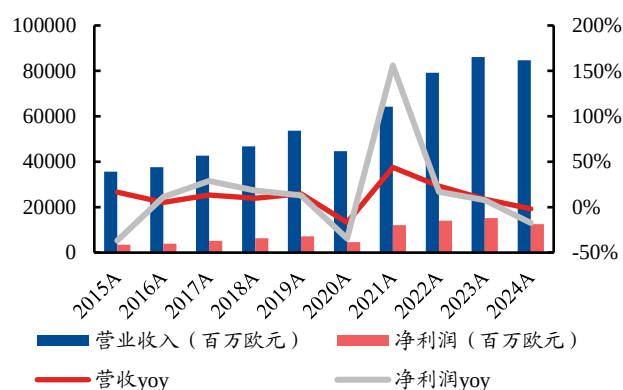

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图29：爱马仕 2019-2023 收入、净利润复合增速 18%/30%


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图30：LVMH（MC.PA）历史 PE-TTM 在 20-30X

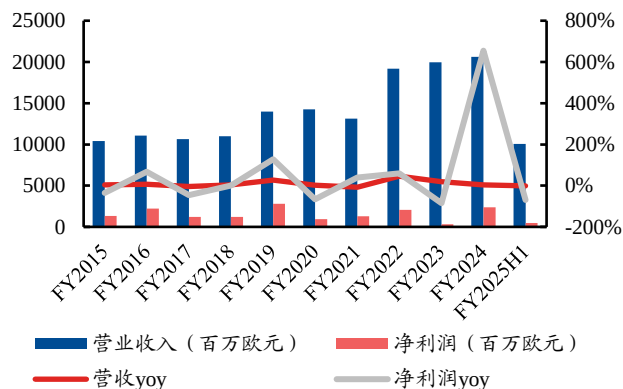

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图31：LVMH 2019-2024 收入、净利润复合增速 10%/12%


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图32：历峰集团（CFR.SIX）历史 PE-TTM 在 30-60X


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

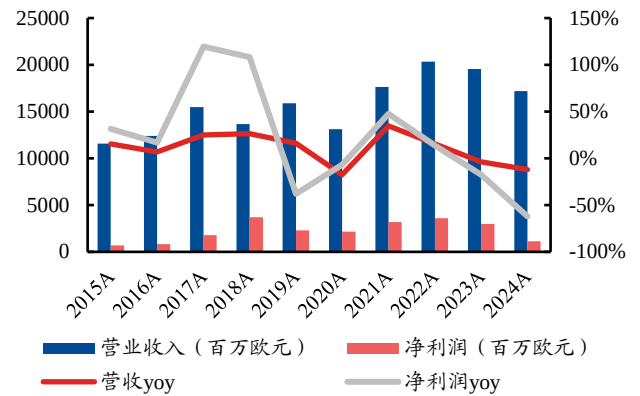
图33：历峰集团 FY2020-FY2024 收入、净利润复合增速 10%/26%


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

注：历峰集团财年截至当年的 3 月 31 日

图34：开云集团（KER.PA）历史 PE-TTM 在 15-22X

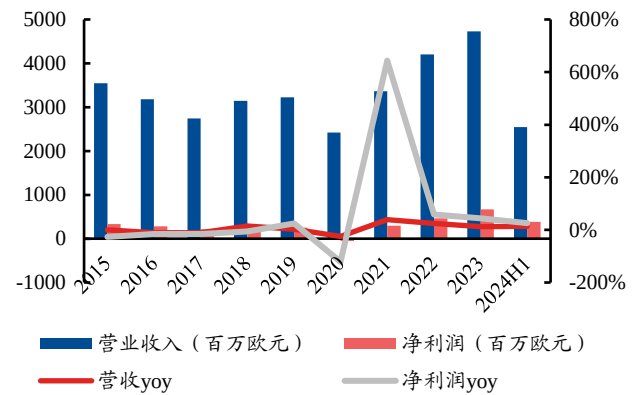

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图35：开云集团 2019-2024 收入、净利润复合增速 2%/13%


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图36：Prada（1913.HK）历史 PE-TTM 在 20-40X


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图37：Prada 2019-2023 收入、净利润复合增速 10%/27%


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

6、风险因素

金价下跌风险：公司所有产品按件计价、且按照类似奢侈品的逻辑定期进行涨价，若公司涨价而黄金价格下跌，或对短期销售产生不利影响。

产品推新不及预期：公司核心竞争力在黄金产品的设计及工艺引领行业，且每年进行一定比例的产品迭代&推新，若新品无法受到消费者喜爱，将影响未来销售表现。

消费需求疲软：公司主要产品属于高端&可选消费品，若我国居民消费意愿走弱，更偏向于提升储蓄率规避风险，则或对公司销售有不利影响。

海外市场环境不确定性：2025 年公司核心看点之一为品牌出海探索，海外市场环境波动或影响市场对公司海外增长预期的判断。

跨市场选取可比公司风险：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,776	3,802	7,479	12,470
现金	70	-551	508	3,122
应收账款及票据	376	945	1,445	1,867
存货	1,268	3,244	5,230	7,072
其他	62	163	295	409
非流动资产	383	460	526	583
固定资产	58	109	155	196
无形资产	255	281	301	317
其他	70	70	70	70
资产总计	2,159	4,262	8,004	13,054
流动负债	474	1,079	1,777	2,413
短期借款	128	133	138	143
应付账款及票据	58	173	241	333
其他	289	773	1,398	1,938
非流动负债	169	169	169	169
长期债务	0	0	0	0
其他	169	169	169	169
负债合计	643	1,248	1,946	2,582
普通股股本	143	168	168	168
储备	1,371	2,844	5,888	10,301
归属母公司股东权益	1,515	3,014	6,058	10,471
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,515	3,014	6,058	10,471
负债和股东权益	2,159	4,262	8,004	13,054

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-29	-491	1,222	2,782
净利润	416	1,473	3,044	4,413
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	120	78	94	108
营运资金变动及其他	-565	-2,042	-1,916	-1,739
投资活动现金流	-59	-149	-156	-161
资本支出	-60	-155	-160	-165
其他投资	0	6	4	4
筹资活动现金流	99	19	-7	-7
借款增加	-8	5	5	5
普通股增加	222	26	0	0
已付股利	0	-12	-12	-12
其他	-114	0	0	0
现金净增加额	10	-621	1,059	2,614

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,180	8,591	15,537	21,529
其他收入	1	0	0	0
营业成本	1,848	5,189	9,322	12,918
销售费用	579	1,157	1,804	2,314
管理费用	168	259	327	390
研发费用	11	13	16	18
财务费用	18	11	12	12
除税前溢利	553	1,958	4,048	5,869
所得税	137	486	1,004	1,455
净利润	416	1,473	3,044	4,413
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	416	1,473	3,044	4,413

EBIT	575	1,973	4,068	5,890
EBITDA	695	2,051	4,161	5,997
EPS（元）	-	8.75	18.08	26.21

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	145.67%	170.2%	80.85%	38.57%
归属母公司净利润	340.40%	253.8%	106.7%	44.98%
获利能力				
毛利率	41.89%	39.60%	40.00%	40.00%
销售净利率	13.09%	17.14%	19.59%	20.50%
ROE	27.47%	48.87%	50.25%	42.15%
ROIC	26.32%	47.15%	49.37%	41.73%
偿债能力				
资产负债率	29.79%	29.28%	24.32%	19.78%
净负债比率	3.82%	22.68%	-6.11%	-28.45%
流动比率	3.75	3.52	4.21	5.17
速动比率	1.07	0.52	1.26	2.24
营运能力				
总资产周转率	1.84	2.68	2.53	2.04
应收账款周转率	13.34	13.00	13.00	13.00
应付账款周转率	58.87	45.00	45.00	45.00
每股指标（元）				
每股收益	—	8.75	18.08	26.21
每股经营现金流	—	-2.92	7.26	16.52
每股净资产	—	17.90	35.98	62.19
估值比率				
P/E	—	64.20	31.06	21.42
P/B	—	31.37	15.61	9.03
EV/EBITDA	0.08	46.43	22.63	15.27



研究团队简介

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业分析师。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。