

老铺黄金-上市以来深度复盘 ——为什么老铺黄金是【新消费】？ ——什么是品牌的【奢侈品打法】？



吴劲草
东吴零售&社服&美护行业
首席证券分析师
S0600520090006



郗越
东吴零售&社服&美护
分析师
S0600524080008

2025 年3月30日

摘要：上市之后，老铺黄金正在经历实质上的品牌破圈

- **老铺黄金有三点“不能模仿”** ——①收藏家品牌，②奢侈品打法，③上市时点
- **老铺黄金践行“奢侈品打法”**：①商圈格调，②不促销，不迎合消费者，③产品能保存，可涨价，④不依靠“扩店”来扩张，老铺黄金秉持奢侈品的打法，产品格调一直处于较强的势能上。
- **新消费需要满足的特点包括**：让粉丝成为“营销官”，可交易，易造梗，老铺黄金的产品适配这样的特点，让消费者产生“审美优势感”，使得品牌力进一步破圈，而老铺黄金在2024年6月的IPO，很好的催化了这一进程。
- **投资建议**：老铺黄金在2024年6月上市以来，秉持了奢侈品打法，在宏观环境的适配下，形成了实质性的品牌力破圈，由一个较小圈层的收藏家品牌，破圈至更大范围，且在品牌力破圈过程当中，仍保持强品牌力格调，属于非常特殊的【新消费奢侈品】，重点推荐【老铺黄金】。
- **风险提示**：国内消费市场增长不及预期、金价大幅波动、门店扩张不及预期等

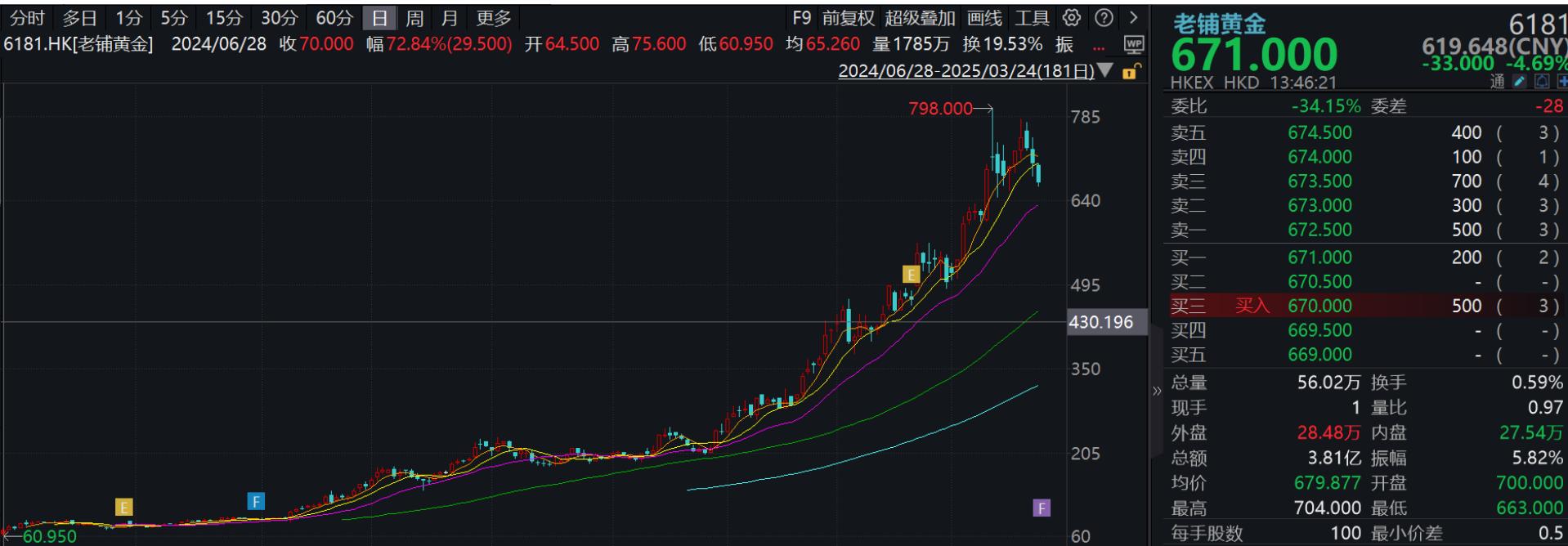
目录



- 老铺黄金上市以来的变化
- 老铺黄金有什么特点是“不能模仿的”？
- “无法模仿品牌特质之一”——收藏家品牌
- “无法模仿品牌特质之二”——奢侈品打法
- “无法模仿品牌特质之三”——上市时点
- “新消费”品牌核心特点——粉丝成为营销官，实现加速破圈
- 结论：上市之后，老铺正在经历实质上的品牌破圈
- 风险提示

一、老铺黄金上市以来的变化

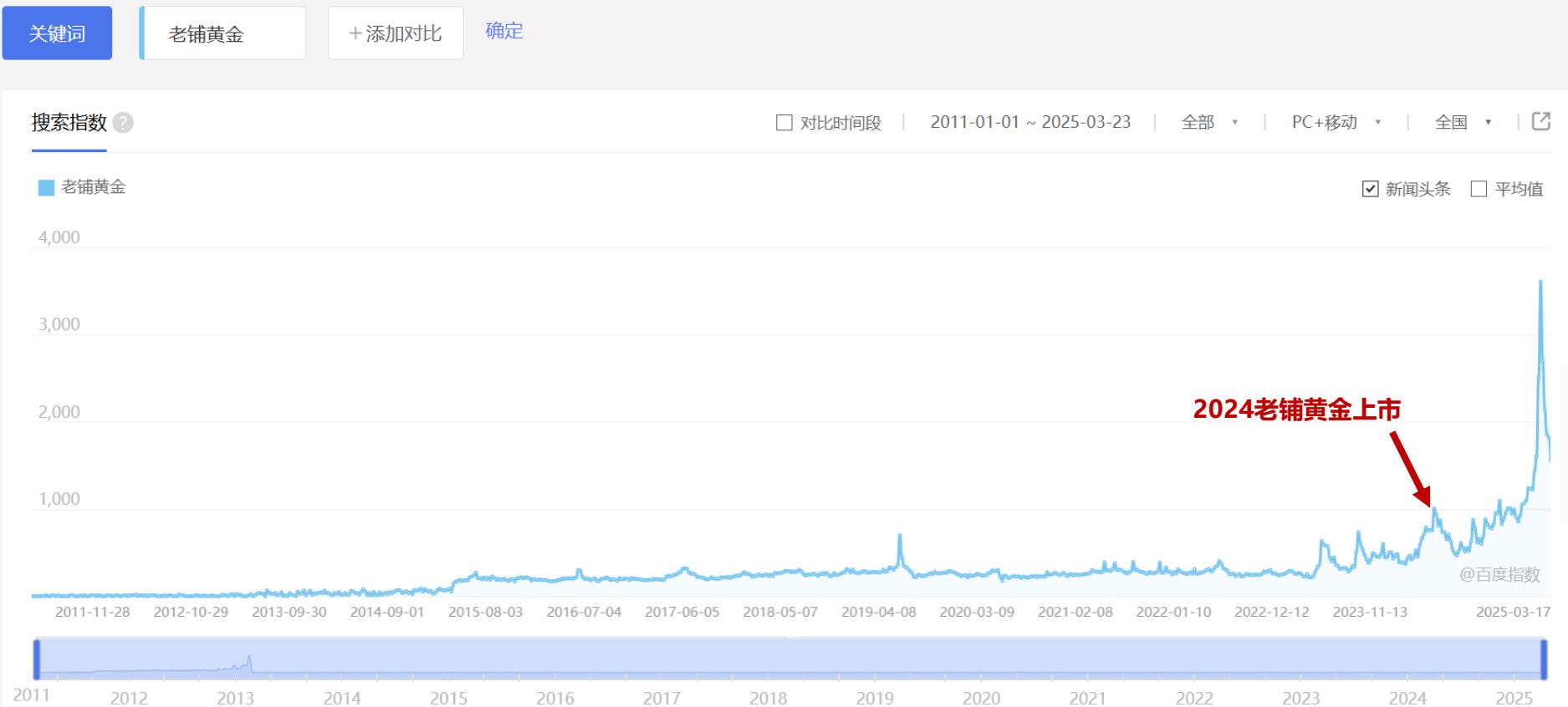
老铺黄金上市以来实现大涨



数据来源: WIND, 时间为2025年3月25日

- 老铺黄金于2024年6月28日上市，发行市值为68亿港币（对应股价40.5元），上市当日上涨至118亿港币（对应市值70.0元），上市当天涨幅达73%
- 此后数月实现大涨，至2025年3月，老铺黄金最高市值触达1340亿港币（对应股价798元），以上市第一天收盘起计，最高涨幅达1040%，实现较大幅度上涨。

老铺黄金上市以来关注度大幅提升



- 老铺黄金2024年6月底上市，以百度搜索指数作为参考，在2015-2023年，老铺黄金的平均搜索关注度约200，而2024年老铺黄金上市后，2024年下半年老铺黄金的搜索指数组提升至500-1000，在2025年初，老铺黄金的搜索指数一度达到3000+，上市以来，老铺黄金关注度大幅提升

老铺黄金上市以来实现大涨

老铺黄金股价 (2024.6-2025.3, 下图股价单位: 港币)



数据来源: WIND, 时间为2025年3月25日

老铺黄金上市以来实现大涨

沪金价格 (2024.5-2025.3, 下图沪金价格单位: 元)



数据来源: WIND, 时间为2025年3月27日

二、老铺黄金有什么特点是“不能模仿的”？

老铺黄金有什么特点是“不能模仿的”？



收藏家品牌

老铺黄金前身金色宝藏，主营为文物摆件，黄金珠宝等，其主营品类均具有显著的收藏属性，其主要客户群体也是整体格调较高的“收藏家”群体。老铺黄金作为一个“收藏家品牌”，本身定位格调是相对高的



奢侈品打法

老铺黄金在运营上具有显著的“奢侈品打法”，店面数量并不多，全国范围内仅不到50家，而对于进驻商圈要求也很高，进驻商圈包括北京SKP店，上海豫园店，香港海港城店等超高端商圈，与国际奢侈品大牌同列，并且在营销上，不强调“推广”，强调“吸引”。这个奢侈品打法是比较核心的一个因素



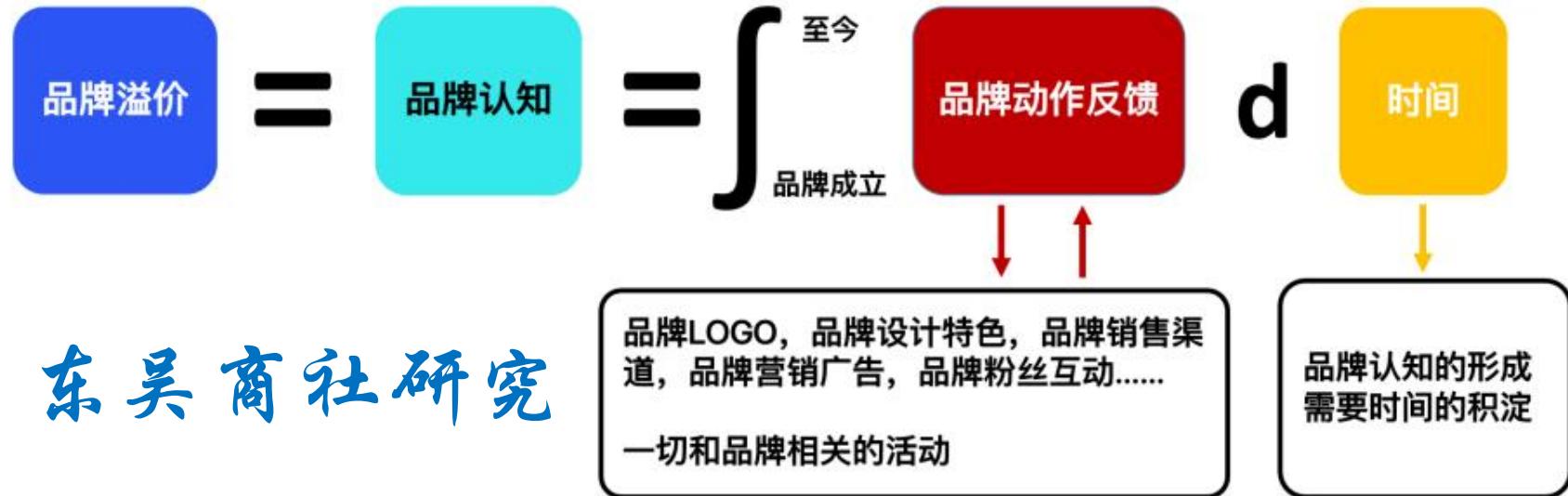
上市时点

老铺黄金是2024年6月上市的，在之后迎来了黄金的持续上涨，叠加港股的上涨，对品牌力的形成也起到了重要作用，形成了品牌实际上的破圈，上市时点是不能模仿的

数据来源：东吴证券研究所绘制

老铺黄金有什么特点是“不能模仿的”？

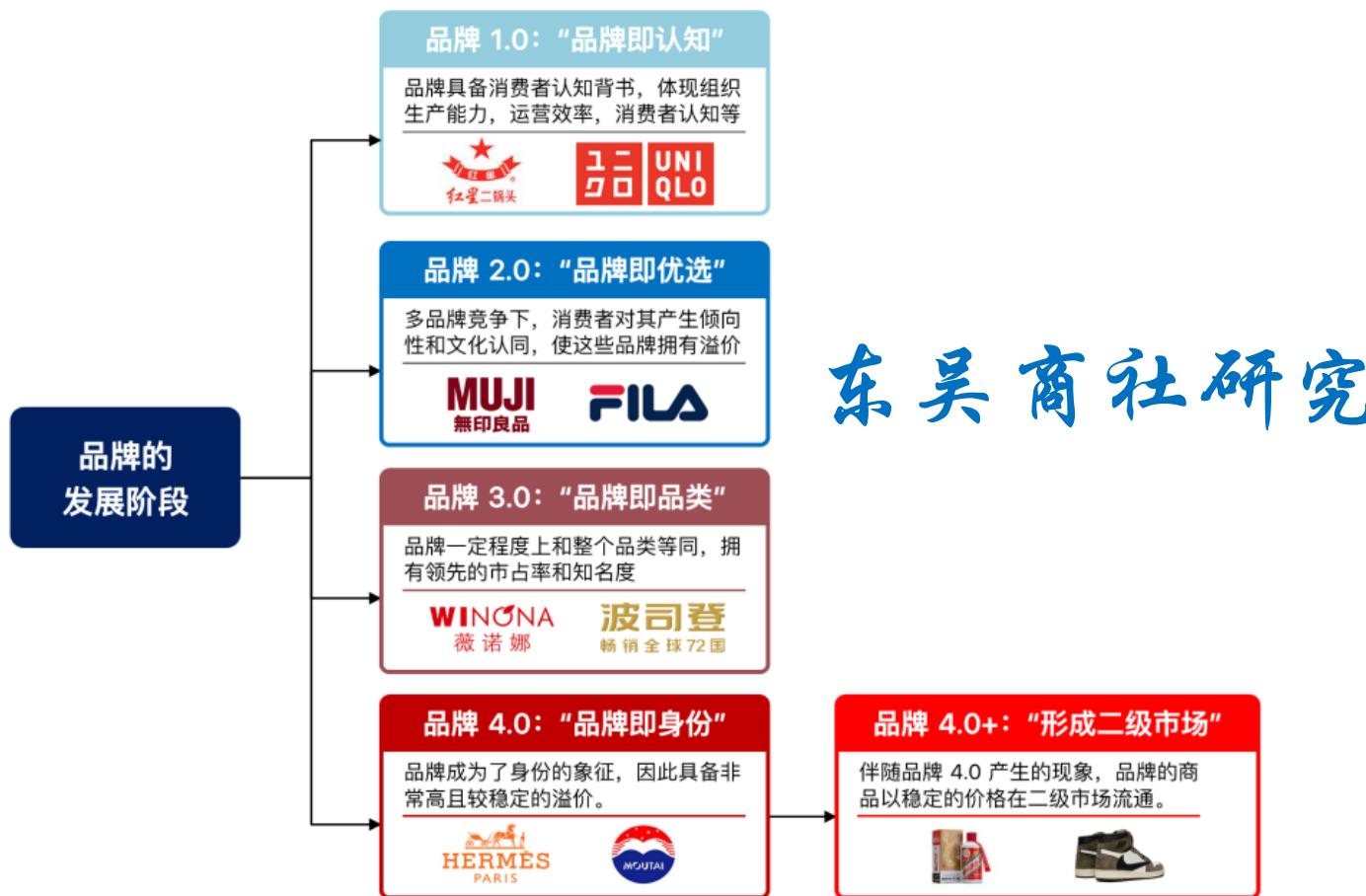
品牌溢价来源公式——“品牌计分板”理论



数据来源：《吴劲草讲消费行业》，东吴证券研究所绘制

- 我们“品牌计分板”理论中，提出“品牌是不能复制的，品牌形成的认知，是所有品牌动作反馈（包括品牌LOGO,设计特色，品牌渠道）等在时间上的积分”，意味着品牌是需要特定的场景，特定的环境积累而成的一种认知集合，而老铺黄金可以说在2024年6月上市以后，迅速积累的认知与反馈，具体的积累方式我们下文再做论述

老铺黄金有什么特点是“不能模仿的”？

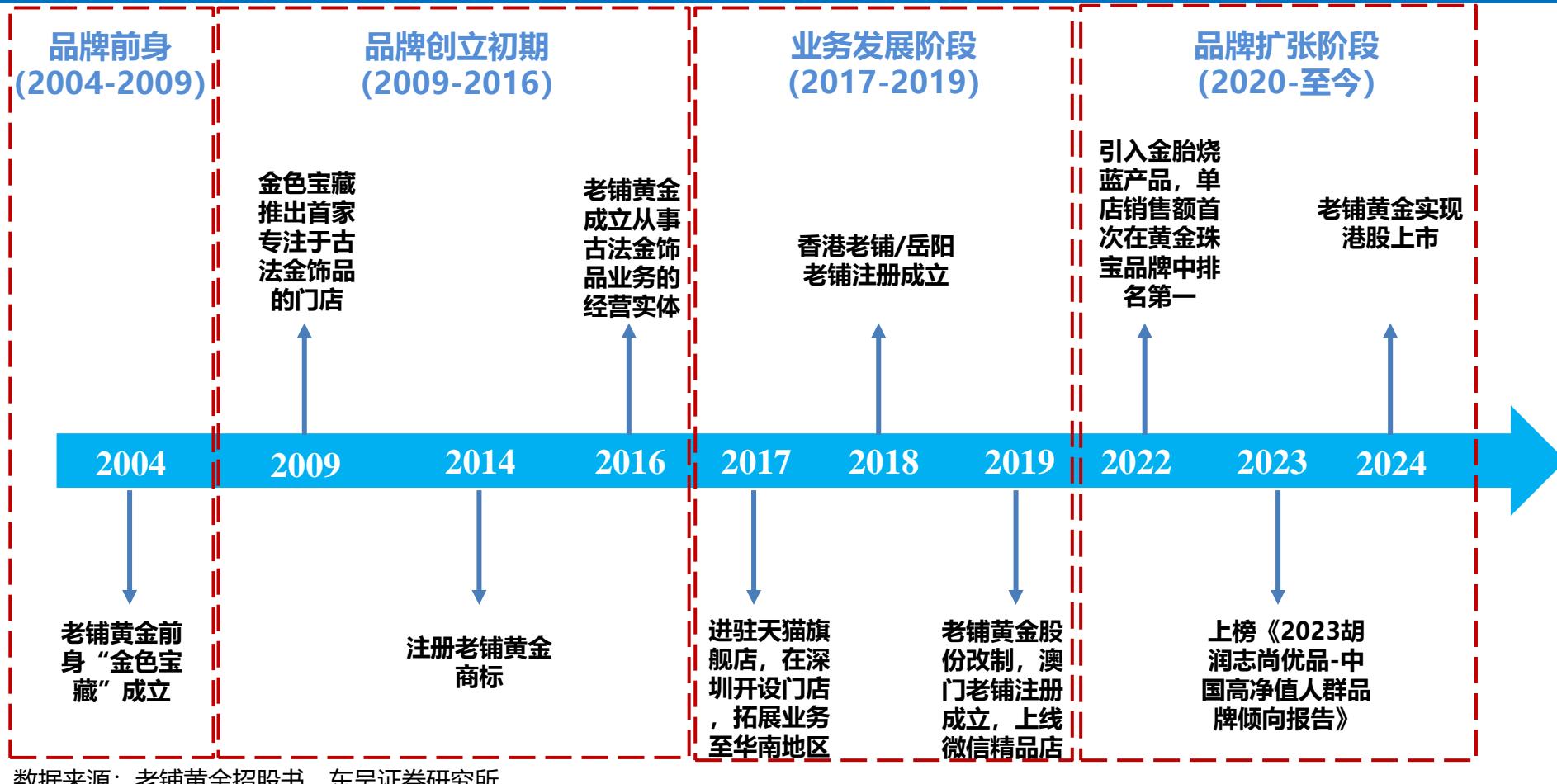


数据来源：《吴劲草讲消费行业》，东吴证券研究所绘制

- 此前我们品牌研究理论中，有品牌1.0-4.0的论述，其中品牌4.0为“品牌即身份”，即购买产品，形成了一定身份的象征，而“形成产品二级市场”是一个重要标志，4.0也是各个品牌所追求的发展方向，而黄金产品，具有的特殊性在于，天然具备基础价值和二级市场，这和之前烈酒，箱包等行业不同的。

三、“无法模仿品牌特质之一”——收藏家品牌

老铺黄金发展历程



数据来源：老铺黄金招股书，东吴证券研究所

【老铺黄金】的前身【金色宝藏】成立于2004年，早期金色宝藏就是一个专注于文物摆件，黄金珠宝的文化品牌，而2009年之后，金色宝藏推出首家专注于古法金饰品的门店，到2014年开始正式以老铺黄金作为品牌进行运营发展至今。而【金色宝藏】，是一个运营文物摆件，黄金珠宝的文化品牌，本身就有浓厚的收藏家品牌特征。老铺黄金这个收藏家品牌的特质，是2004年开始至今20年积淀逐渐形成的。

老铺黄金的“收藏家品牌”特质



天猫 老铺黄金古法手工足金项链·十字金刚杵(2号)钻饰吊坠 (金链款)

足金 古法金

¥11550 6000+人付款 湖南 岳阳

退货宝 包邮

回头客**5万** 老铺黄金旗舰店

老铺黄金天猫销量

TOP

——【十字金刚杵】
钻饰吊坠



广告

天猫 老铺黄金古法手工足金项链·葫芦吊坠(绳链款)

情侣 足金 古法金

¥27850 本月行业热销 湖南 岳阳

退货宝 包邮

回头客**5万** 老铺黄金旗舰店



老铺黄金天猫销量

TOP

——【葫芦】
足金项链

数据来源：老铺黄金天猫旗舰店

数据来源：老铺黄金天猫旗舰店

- 【老铺黄金】销售TOP的产品，如【十字金刚杵】，【葫芦】等，这些产品具备很浓厚的收藏产品色彩，这些产品本身和金色宝藏运营的文玩收藏类产品，是有类似的产品基因特质的，金色宝藏早期的用户群体，本身也是具有【收藏家】这个特质的客群，本身具有较高的格调要求，而经过20年的发展，老铺黄金的【收藏家品牌】这个特质也变的日益深入。

四、“无法模仿品牌特质之二”——奢侈品打法

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

关于奢侈品，此前我们做过多方面的论述，奢侈品具备很多特点，我们总结几个重要特点

1. 商圈格调够高：

奢侈品，尤其是可以在全球连锁的奢侈品，一般都要求在高端商圈开店，能进入的商圈层级，也一定程度反映了该品牌的格调实力。商圈与品牌是双向选择的，大众品品牌是不挑渠道的，能渗透则渗透，但奢侈品则不然，如果商圈格调不够，奢侈品品牌会选择不开店，致使奢侈品品牌都体现出“商圈格调高”的特性

2. 不促销，不迎合消费者

大众品通常是“定目标，分拆目标KPI下达各个渠道”这种模式来进行销售，若目标没有达到，则会采取打折等方式进行促销，如果什么单品市场流行，大众品牌也需要迎合这个趋势，推出相关产品。

奢侈品则不同，奢侈品没有“销售目标”，也不会做促销，甚至如果卖缺货了，那就不卖了，等下次补货再说，奢侈品不同于大众品“以消费者为中心”，是“以品牌调性为中心”的，部分高端奢侈品品牌，甚至会出现，想要买到部分特定产品，得买其他一些产品进行“配货”。

3. 产品可保存，能涨价

奢侈品产品大部分具有可保存的特点，在保存的过程当中，产品可能会出现升值涨价这样的情况。所以奢侈品很少出现在食物，啤酒等短保产品中。

4. 扩张并非以“扩店”形式

奢侈品的扩张不同于大众品，并非以“扩店”作为目标。奢侈品的门店数量基本上都不多，且一般奢侈品是以直营为主的，不采取加盟的方式。所以奢侈品的增长，很大程度上，是来自于“同店增长”，而并非“扩店”的方式，这是和大众品不同的。

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

奢侈品打法：

优势

√有可能形成有格调，高溢价的奢侈品品牌

劣势

✗ 可能形成产品滞销

✗ 产品滞销会带来现金流压力

✗ 品牌可能根本无法形成出圈，不做促销也没办法突破

✗ 不开店，不加盟，没有办法使用经营杠杆实现扩张

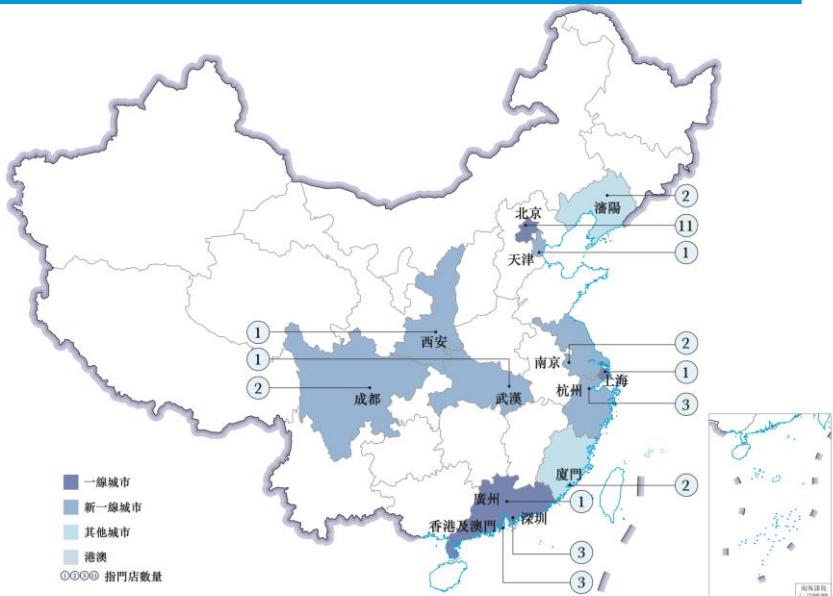
✗ 高格调门店是个“烧钱”生意，一般品牌根本坚持不住

对一般品牌来说，没有足够的家底和粉丝基础，其实根本没办法按照奢侈品打法运作，而对于有一定基底的大众品牌来说，以奢侈品打法来运营，意味着要停下目前的经营杠杆，现金流压力可能会很大，实际上也比较难做到奢侈品打法

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

1.老铺黄金——商圈格调

图：老铺黄金门店分布



数据来源：老铺黄金招股书，东吴证券研究所

图：老铺黄金门店城市分布

	2020 ^①	2021 ^②	2022 ^③	2023 ^④
一线城市 ^⑤	10 ^⑥	11 ^⑦	13 ^⑧	15 ^⑨
新一线城市 ^⑩	6 ^⑪	7 ^⑫	8 ^⑬	9 ^⑭
其他城市 ^⑮	2 ^⑯	3 ^⑰	5 ^⑱	4 ^⑲
中国内地总计 ^⑳	18 ^㉑	21 ^㉒	26 ^㉓	28 ^㉔
中国香港 ^㉕	1 ^㉖	- ^㉗	- ^㉘	- ^㉙
中国澳门 ^㉚	- ^㉛	1 ^㉜	1 ^㉝	2 ^㉞
总计 ^㉟	19 ^㉟	22 ^㉟	27 ^㉟	30 ^㉟

数据来源：老铺黄金招股书，东吴证券研究所

- 老铺黄金全国门店在30-50家，全部为直营模式，且主要分布在一线城市，截至2023年底，老铺黄金共30家门店，其中一线城市占约15家。

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

1.老铺黄金——商圈格调

图：老铺黄金王府中环店



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

图：老铺黄金成都IFS店



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

- 老铺黄金对于门店的规格，商圈的层次要求较高，采用“场景化模式”来布置门店，展示品牌的经典工艺和珠宝产品的文化内涵，为顾客提供沉浸式的消费体验。借鉴中国古典书房的风格来布置门店场景，以展现中国古典文化的审美情趣，彰显门店古朴典雅的气质。

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

1.老铺黄金——商圈格调

图：老铺黄金门店城市分布

北京	东方新天地店	老铺点钻-东方新天地店	东方新天地-会员中心	北京王府中环店
	北京SKP店-一层	北京SKP店-负一层	北京国贸商城店	北京中国大饭店店
	北京工美大厦店	北京王府井百货大楼店	北京DT51店	
上海	上海豫园店			
天津	天津万象城店			
广州	广州太古汇店			
深圳	深圳万象城店	深圳万象天地店	深圳万象城店（岛柜）	深圳万象城L2层店
	深圳万象城店（2店）			
杭州	杭州万象城店	杭州万象城L2层店	杭州大厦店	
南京	南京德基广场一期店	南京德基广场二期店		
成都	成都SKP店	成都SKP店（岛柜）	成都IFS店	
西安	西安SKP店			
郑州	郑州丹尼斯大卫城店			
沈阳	沈阳万象城店	沈阳万象城L2层店		
武汉	武汉SKP店	武汉世贸广场店		
厦门	厦门万象城店	厦门万象城精品店		
香港	香港旗舰店	香港海港城店		
澳门	澳门威尼斯人正门大堂店	澳门威尼斯人店		

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

- 截至2025年3月底，老铺黄金官网上显示公司共39家店（其中北京11家），均在一二线城市核心高级商圈，如SKP，万象城店等，2024年底，老铺黄金香港海港城店开业，商圈位置均处于核心位，对于商圈格调的要求较高。对商圈格调的高要求，是奢侈品打法的一个体现。

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

2.老铺黄金——不促销，不迎合消费者

图：老铺黄金门店限购（2025.3）



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图：老铺黄金门店限购（2025.2）



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

- **老铺黄金在不促销，不迎合消费者这点上，也是秉持着奢侈品打法。老铺黄金上市以来，多次出现缺货断货的情况，在缺货断货出现的时候，老铺黄金会开启限购，并非因为行情火热就放开供货，实现短期内的快速销售，而是采取限购的方式，更注重品牌格调的提升。**

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

3.老铺黄金——产品可保存，能涨价

图：老铺黄金官网标语：经典|极致|传世



经典 | 极致 | 传世

『老铺黄金』传承『中国宫廷古法制金工艺』，执守『产品原创设计』

潜心打制『经典、极致、传世』的老铺黄金

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

- 老铺黄金本身作为黄金产品，具有长久的保存性，老铺本身的标语即为【经典】【极致】【传世】，对于产品的可保存性，是非常重视这个标签的。

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

3.老铺黄金——产品可保存，能涨价



数据来源：WIND，东吴证券研究所

老铺黄金上市以来调价情况

调价时间	上调幅度
2024.9	7-15%
2025.2	7-15%

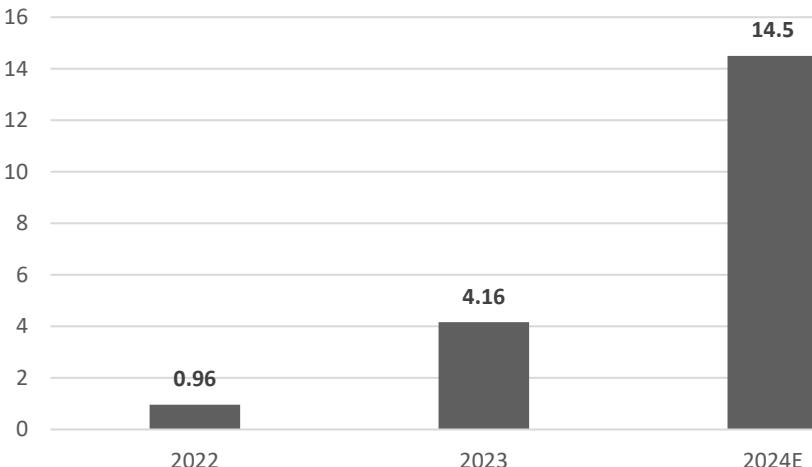
- 老铺黄金本身作为黄金产品，2024年6月上市以来，沪金价格从560元涨至25年3月的710元，约上涨27%，而老铺黄金也分别于24年9月和25年2月进行两次产品价格上调，每次产品上调比例约为7-15%。
- 老铺黄金产品，其天然特性非常符合“可保存”和“能涨价”的特点，但其涨价和其他奢侈品品类不同，是受到宏观环境影响较多的。

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

4. 老铺黄金——扩张并非以“扩店”形式

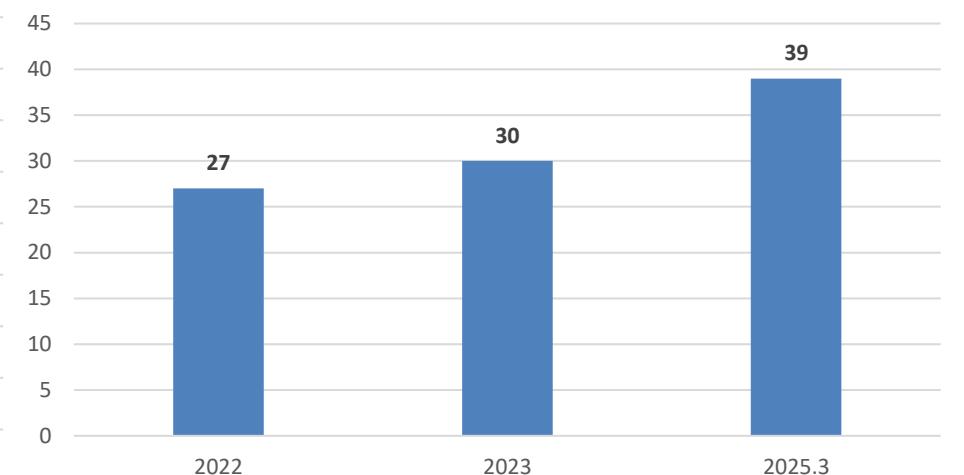
图：老铺黄金净利润变化

老铺黄金净利润（亿元）



图：老铺黄金门店数变化

老铺黄金门店数量



数据来源：老铺黄金招股书，公司公告，东吴证券研究所

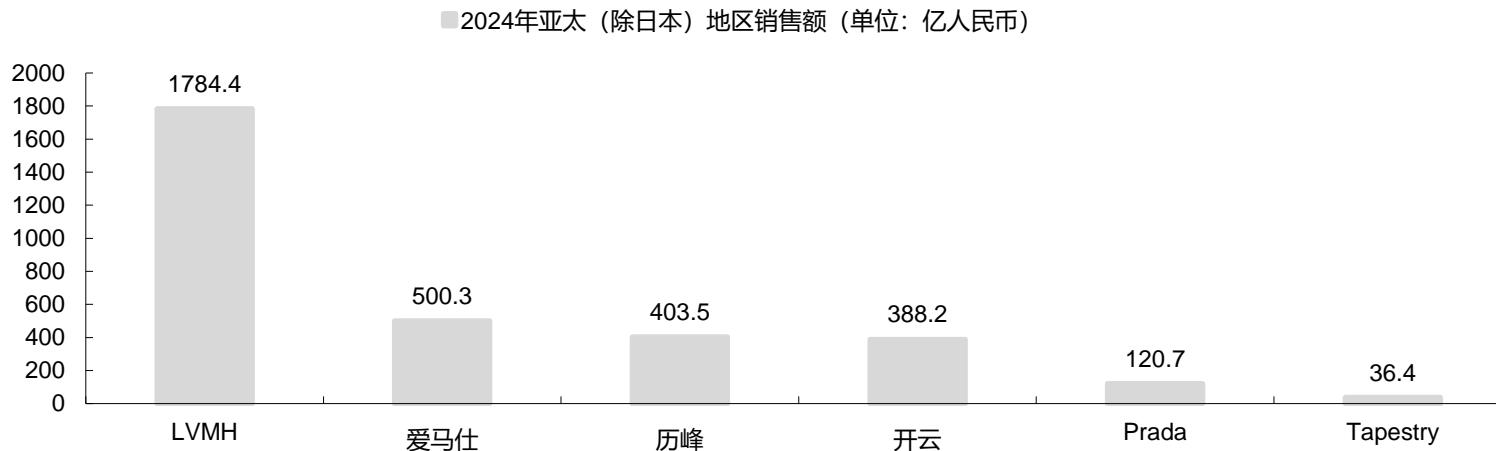
数据来源：老铺黄金招股书，公司官网，东吴证券研究所

- 老铺黄金22-24年的业绩为0.96亿/4.16亿/14.5亿（根据业绩预告取中值），实现了1400%的净利润增长，但门店数 22年底27家，23年底30家，25年3月39家，相当于每年增长的门店数量不超过30%，可以看到，老铺黄金的扩张，并非是以门店增长的形式出现的，更多来自于同店增长，这也是符合奢侈品行业打法的。

奢侈品产品具有的特点——“不促销，不迎合消费者”

4. 老铺黄金——扩张并非以“扩店”形式

图：各集团2024年亚太（除日本）地区销售额



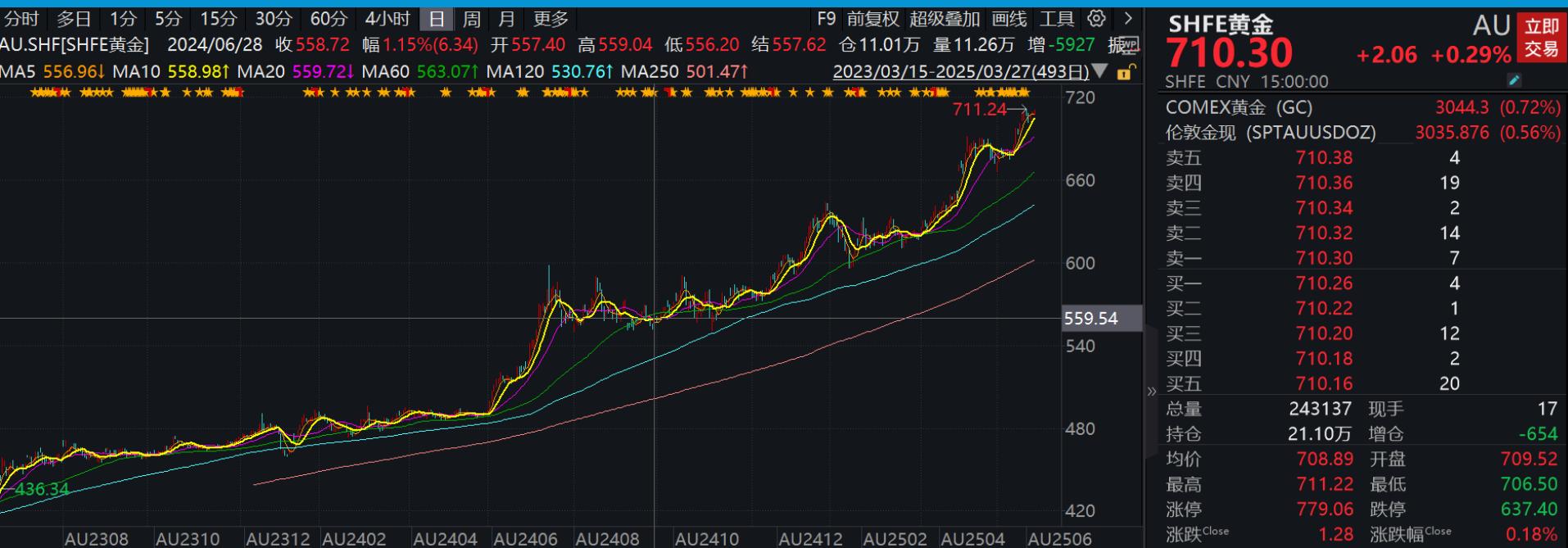
数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：各公司销售额根据期末汇率换算为人民币口径；最新季报披露截止日期均为2024年6月30日，其中历峰、Tapestry最新季报期为FY2025Q3、FY2025Q2

- 对比国际奢侈品集团在亚太区（除日本）的销售，主要来自于中国区的销售，其中LVMH达到1780亿，爱马仕达到500亿，历峰达到400亿，开云约388亿，PRADA约120亿。

五、“无法模仿品牌特质之三”——上市时点

老铺黄金上市以来金价上涨，消费者心态的变化

图：老铺黄金上市以来，沪金价格自24年6月的560元，涨至25年3月的710元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

- 老铺黄金于2024年6月底上市，彼时沪金价格为约560元，至2025年3月底，沪金价格涨至约710元
- 金价上涨过程当中，消费者对于已经买到的产品持续上涨，会产生“审美优势感”，产品的持续上涨会加强这种审美优势，消费者会进一步成为该产品的粉丝，并且会成为该产品的“营销官”，会去持续宣传该产品的审美和设计理念，而金价持续上涨，则会更加强化已购买消费者的“审美优势感”。

老铺黄金上市以来金价上涨，消费者心态的变化

老铺黄金与其他黄金珠宝品牌的金价调节机制有何不同？

图：大部分黄金珠宝品牌，是每天调价，克重产品占比大，而非一口价产品

周大福金价

更新时间：2025年03月27日 | 来源：金价查询网

内地周大福金价

2025年03月27日 周大福今日金价等于921元/克。

品牌	产品	价格	更新时间
周大福	首饰黄金价格	921元/克	2025-3-27
周大福	工艺品黄金价格	921元/克	2025-3-27

数据来源：金价查询网，东吴证券研究所

- 不同于其他黄金珠宝品牌，金价是每日调整的，且一口价产品占比较低（部分黄金珠宝知名品牌，一口价产品占比约为30-40%），老铺黄金的产品几乎全部为一口价产品。
- 老铺黄金并非每日调价，一年只调价2-3次，那么在金价上涨的过程中，老铺黄金一口价产品并未调价，之前已经购买产品的消费者，还有有意愿即将购买老铺黄金产品的消费者就会觉得老铺的产品“变划算了”，已购买的消费者会进一步加强“审美优势感”，进而进一步吸引客流，形成“排长队”等情况。

老铺黄金上市以来金价上涨，消费者心态的变化

老铺黄金与其他黄金珠宝品牌的金价调节机制有何不同？

图：老铺黄金的门店数远少于其他黄金珠宝品牌



7000+
门店



6000+
门店



5000+
门店



39家
门店

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

- 其他黄金珠宝品牌如周大福，老凤祥，周大生，门店数都各在5000家以上，而老铺黄金至2025年3月底，只有39家门店，且其他黄金珠宝品牌，大都以克重产品为主，克重产品是每天实行调价的。老铺黄金几乎所有产品都是一口价产品，调价周期长很多。较少的门店，加上奢侈品打法，使得老铺黄金的产品，获得的难度更大，而获得难度更大，加大了其获得感。
- 老铺黄金的上市时点，很好的契合了这个特点，老铺黄金的产品获得难度较大，而产品价格持续上涨，加强了消费者的获得感，在这个过程当中，形成了产品力的持续破圈。

六、“新消费”品牌核心特点—— 粉丝成为营销官，实现加速破圈

新消费的特点：粉丝成为“营销官”，实现加速破圈

- **新消费的成因——“新消费习惯”或“新品牌破圈”：**新消费的很大一个特点在于社会评论中的“看不懂”。实际上“看不懂”反映了一个现象，即该消费习惯（如集换潮玩等），或该品牌（如老铺黄金），在之前是在较小圈层中流行的，而在一段时间内，经由某些事件催化，形成了更广泛的破圈，包括消费习惯和品牌等，而相应的品牌的品牌力也处于提升的过程中。

图：泡泡玛特的LABUBU产品



数据来源：网络搜索，东吴证券研究所

图：老铺黄金的门店排长队



数据来源：时代周报，东吴证券研究所

新消费的特点：粉丝成为“营销官”，实现加速破圈

□ **新消费的特点——消费者的“人传人”【可交易】【易造梗】：**新消费不论是消费品牌，还是消费习惯，在发展的时候，有个非常重要的特点，就是消费者中的互相“人传人”，即针对相关产品&相关品牌的热烈讨论，推荐，乃至争辩，这种传播性对新消费品牌的催化具有重要的意义。而对于新消费品牌中，产品的【可交易】和【易造梗】这两个特点都非常重要，产品可交易&集换，对于品牌的传播具有重要作用，另一方面，优秀的新消费品牌，大都具有“易造梗”的特点，相关MEME二创和传播，对于新消费的品牌持续破圈，具有重要的作用。

图：LABUBU产品二手交易



数据来源：闲鱼，东吴证券研究所

图：蜜雪冰城“雪王”IP形象



数据来源：蜜雪冰城Bilibili号，东吴证券研究所

新消费的特点：粉丝成为“营销官”，实现加速破圈

- **新消费的催化——公司IPO或产品二手市场：**上文中提到，新消费品牌的可交易，是非常核心的一个特点，而往往新消费破圈的契机，来自于其公司IPO，或产品二手交易市场的出现，这两件事情，都会杠杆式放大品牌的影响力，IPO和产品二手市场的出现，都很大程度加强了新消费产品的可交易性，对于新品牌出圈&新习惯渗透率提升，具有核心催化意义。近年来很多的新消费品牌的破圈，都是缘起于IPO或二手交易市场的出现。

部分新消费品牌的IPO时间	
品牌	IPO时间
泡泡玛特	2020年12月
老铺黄金	2024年6月
毛戈平	2024年12月
布鲁可	2025年1月
蜜雪集团	2025年3月

数据来源：WIND，东吴证券研究所

新消费的特点：粉丝成为“营销官”，实现加速破圈

- 总结：新消费——
- 成因：【新消费习惯】或【新品牌破圈】
- 特点：消费者的“人传人”，【可交易】【易造梗】，使得该品牌的消费者，变成了该品牌的“营销官”，实现加速破圈
- 催化：公司IPO或产品二手市场形成

七、结论：上市之后， 老铺黄金正在经历实质上的品牌破圈

结论：上市之后，老铺黄金正在经历实质上的品牌破圈

- **老铺黄金有三点“不能模仿”** ——①收藏家品牌，②奢侈品打法，③上市时点
- **老铺黄金践行“奢侈品打法”**：①商圈格调，②不促销，不迎合消费者，③产品能保存，可涨价，④不依靠“扩店”来扩张，老铺黄金秉持奢侈品的打法，产品格调一直处于较强的势能上
- **新消费需要满足的特点包括：**让粉丝成为“营销官”，可交易，易造梗，老铺黄金的产品适配这样的特点，让消费者产生“审美优势感”，使得品牌力进一步破圈，而老铺黄金在2024年6月的IPO，很好的催化了这一进程。

结论：上市之后，老铺黄金正在经历实质上的品牌破圈

□ **投资建议：**老铺黄金在2024年6月上市以来，秉持了奢侈品打法，在宏观环境的适配下，形成了实质性的品牌力破圈，由一个较小圈层的收藏家品牌，破圈至更大范围，且在品牌力破圈过程当中，仍保持强品牌力格调，属于非常特殊的【新消费奢侈品】，重点推荐【老铺黄金】。

新消费公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023	2024A/E	2025E	2023	2024A/E	2025E
2097.HK	蜜雪集团	1,509	397	31.4	44.4	53.7	48	34	28
1318.HK	毛戈平	465	95	6.6	8.8	11.4	70	53	41
9992.HK	泡泡玛特	1,893	141	10.8	31.3	36.9	175	60	51
6181.HK	老铺黄金	1,111	660	4.2	14.5	25.4	267	77	44

数据来源：wind，东吴证券研究所，数据更新至3月28日，蜜雪集团、毛戈平、泡泡玛特24年业绩为实际值，老铺黄金24年业绩为预测值，
上述公司业绩预测均来自于东吴证券研究所

八、风险提示

风险提示

- **国内消费市场增长不及预期：**由于消费降级和经济压力，整体消费回暖速度低于预期，可能影响高端美妆需求。
- **金价大幅波动：**金价急速上涨会对黄金珠宝的终端动销产生负向影响，从而进一步影响上市公司收入和利润率。
- **门店扩张不及预期：**新店选址、审批或运营效率若低于预期，将拖慢渠道扩张节奏，制约收入增长。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园