

告别黄金同质化

——从老铺黄金看黄金珠宝品牌高端化

行业评级：看好

2024年7月

分析师 汤秀洁

研究助理 方逸涵

证书编号 S1230522070001

邮箱 tangxiujie@stocke.com.cn

邮箱 fangyihan@stocke.com.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

黄金珠宝消费分化，古法金等新工艺产品渗透率快速提升，弱化黄金珠宝行业周期性属性，同时孕育高端国产黄金珠宝品牌的机会。

- **1) 黄金珠宝行业产品同质化现象突出，消费周期属性明显。**黄金珠宝消费受金价影响较大，近期金价快速上涨对终端黄金珠宝消费有所抑制。
- **2) 工艺迭代国潮崛起，部分品牌凭借卓越审美+稀缺定位走向轻奢化。**5D/5G/古法金等新工艺产品克重更大、加工费更高，基于其更精致的工艺设计渗透率快速提升，一方面增强了黄金珠宝的消费属性、弱化了周期性，另一方面也给高端黄金珠宝品牌提供了发展机会，老铺黄金是先行者。

老铺黄金：古法黄金第一股，是行业首个推广古法金的品牌。老铺定位高端黄金珠宝品牌，走出了品牌差异化，开店数量和店效均有较大成长空间。

- **财务数据：**2020-2023年老铺黄金收入CAGR 53%增长至31.8亿元，归母净利润CAGR 68%至4.2亿元。2023年毛利率41.9%、净利率13.1%，而黄金珠宝行业其他公司毛利率8-20%、净利率1-8%，公司盈利能力显著领跑。
- **公司治理：**创始人从体制内创业，先后经营过旅游公司、佛教纪念品公司，对产品有极致追求，2009年推出“老铺黄金”品牌。公司治理呈现家族企业特点，创始人父子持股63%+员工持股12%+陈国栋9%，创始人股权集中，核心高管和公司员工股权激励充分。
- **产品结构：**44%足金黄金+56%足金镶嵌，公司专注古法金产品，多摆件、镶嵌占比高，古法金工艺和产品质感突出，得到消费者认可。
- **渠道体系：**截至2024/6/20共33家门店，全自营模式，门店进入SKP、万象城等顶级商圈，单店盈利能力强。
- **发展空间：**开店数量对标卡地亚、宝格丽等国际高端珠宝品牌，同时考虑到港澳及海外的开店空间，老铺开店数量有望达到80-100家；平均店效2023年达到约1亿元，考虑到品牌影响力仍较低、较多门店仍处于爬坡过程中，老铺的平均店效有进一步提升空间。

	周大福	老凤祥	周大生	豫园股份	中国黄金	菜百股份	潮宏基	曼卡龙	老铺黄金
	黄金首饰	珠宝首饰	素金首饰	珠宝时尚	黄金产品	黄金饰品	传统黄金	素金饰品	足金黄金
产品构成	60% 82%	77% 82%	23% 84%	49% 63%	99% 99%	44% 37%	22% 38%	60% 92%	52% 44%
	FY2019FY2024	20182023	20182023	20182023	20182023	20182023	20182023	20182023	20212023
渠道构成	门店数量7,403 加盟占比77%	门店数量5,994 加盟占比97%	门店数量5,106 加盟占比94%	门店数量4,994 加盟占比95%	门店数量4,257 加盟占比98%	门店数量87 全自营	门店数量1,399 加盟占比80%	门店数量218 加盟占比55%	门店数量30 全自营
营业收入 (亿元)	988.1	714.4	162.9	581.5	563.6	165.5	59.0	19.2	31.8
归母净利润 (亿元)	58.9	22.1	13.2	20.2	9.7	7.1	3.3	0.8	4.2
毛利率	20.5%	8.3%	18.1%	14.1%	4.1%	10.7%	26.1%	14.6%	41.9%
归母 净利率	6.0%	3.1%	8.1%	3.5%	1.7%	4.3%	5.7%	4.2%	13.1%

资料来源：，公司公告，浙商证券研究所

注：数据为各公司2023年数据（周大福为2024财

- 金价波动不确定性风险
- 国内消费复苏不及预期
- 行业竞争加剧
- 公司人才流失/新品孵化不及预期等其他风险

老铺黄金

1

行业概况：黄金珠宝消费分化，高端珠宝品牌应运而生

2

老铺黄金：轻奢古法金代表品牌，家族企业、增长强劲

3

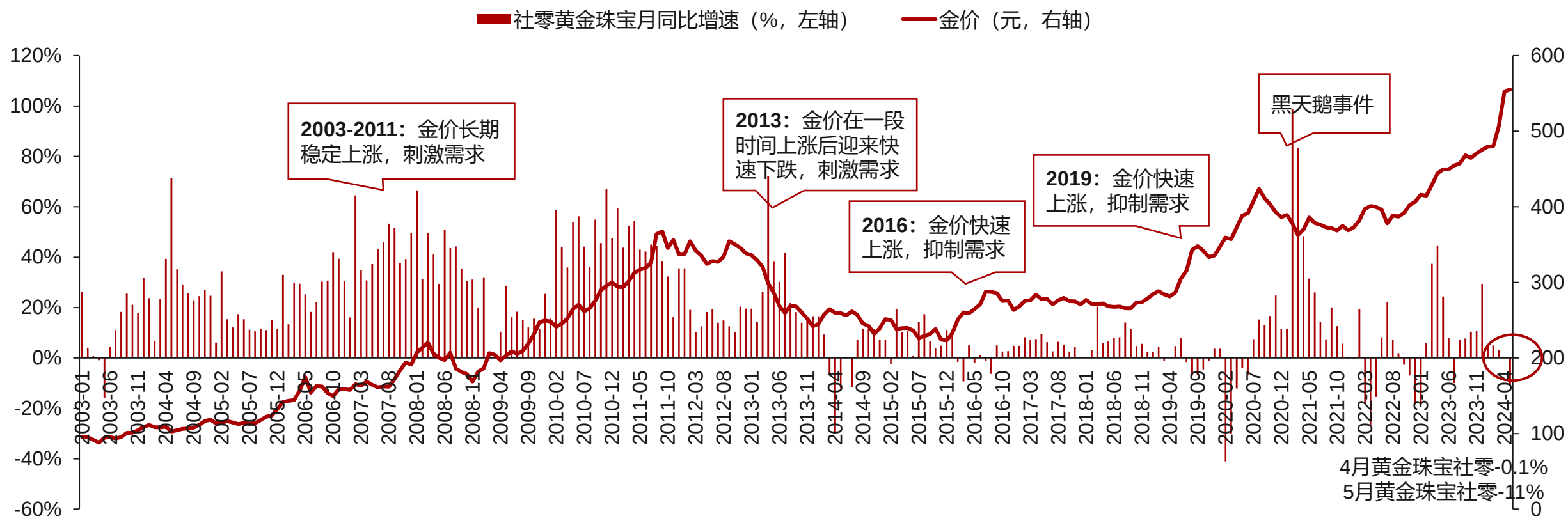
核心能力：产品、渠道引领行业，开店、店效空间较大

4

风险提示

- 金价温和上涨、快速下跌会刺激黄金投资需求。2003-2011年（金价稳定上涨）、2013年（金价快速下跌）期间，黄金消费需求增长。
- 金价快速上涨会抑制黄金消费。2016年（金价快速上涨）、2019年（金价快速上涨）期间，黄金消费需求被抑制。

金价与黄金珠宝零售额的关系



资料来源：，浙商证券研究所

- **黄金产品工艺进步使得行业的消费属性逐渐增强。**初期聚焦提纯技术的进步，从99%足金到千足金99.9%、再到99.99%万足金。当下聚焦工艺变革，3D/5D、5G、古法金等技术使足金在硬度、可塑性、色泽等方面有巨大改进，黄金饰品更具美观性、功能性，黄金珠宝的消费属性增强。
- **2013年行业增速放缓，需求导向加速工艺革新。**2013年抢金潮之后，黄金珠宝行业进入了调整期，行业增速边际放缓，市场由供给主导逐渐转向需求主导。各大品牌加速推进产品革新，5D、古法金、5G等新工艺在2014年以后得到应用和推广。

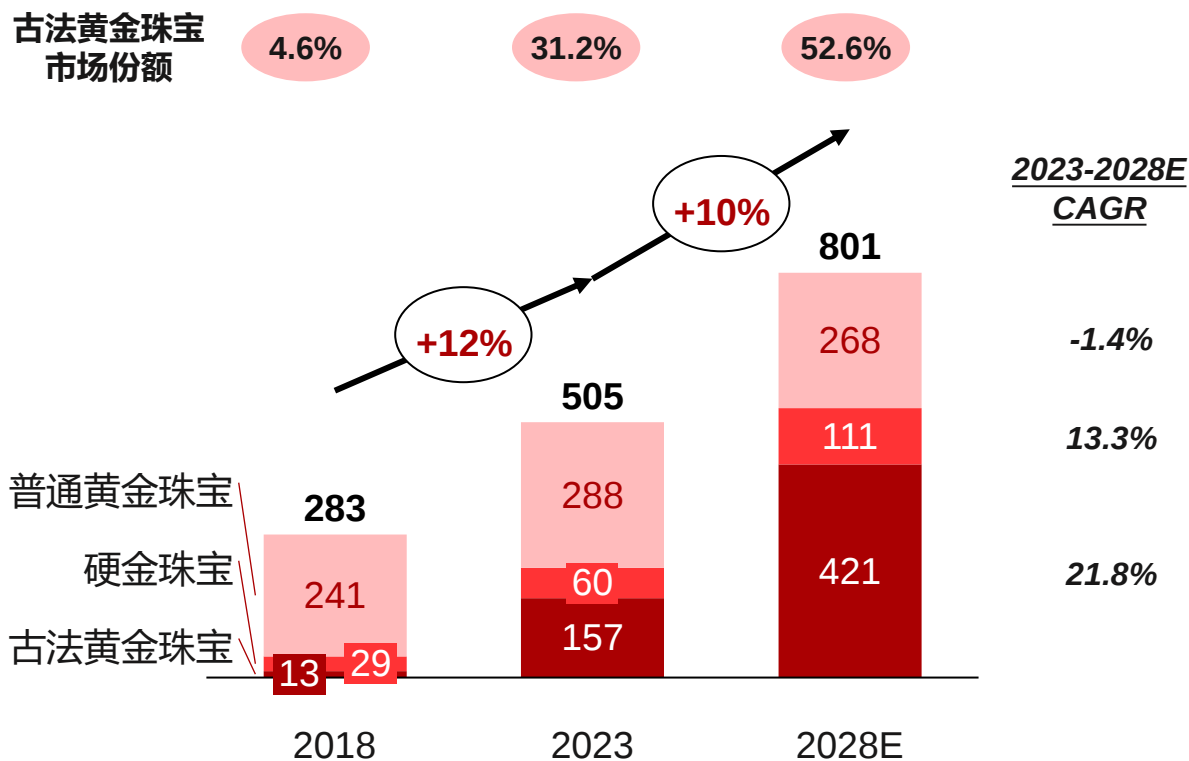
黄金产品工艺的演进

工艺	出现时间	应用时间	工艺特点	计价
普通足金	古代	古代	通过熔炼、铸模、打磨、抛光等步骤，将足金加工成饰品，质地较柔软，易磨损、变形	
3D/5D硬金	2006	2014	采用电铸工艺，将金盐溶解于电镀液中，通过电流分离出金离子吸附于模具上而形成的 空心黄金产品 。特点是 重量减少、硬度提升 ，硬度是传统千足金的4倍，可制作更立体、复杂的造型。但空心的特点导致产品易损坏。 5D硬金在3D硬金工艺基础上降低了对环境的污染，同时硬度提升了2倍	工费： 古法金>5D≈5G>足金
古法金	古代	2017	采用中国传统古法浇铸倒膜工艺，配以纯手工篆刻、锤揲、镶嵌等工艺进行表面处理， 工艺复古，做工厚实	价格： 古法金（克重大）>5G>5D（克重小）>足金
5G黄金		2019年左右	加入石墨烯与其他稀有元素（硬金粉），通过高温熔炼催化，紧密黄金分子结构， 增加硬度	
K金	古代	较久	将黄金与其他金属混合熔炼提高硬度和颜色多样性，按含量分24K（99%）/18K（75%）等	

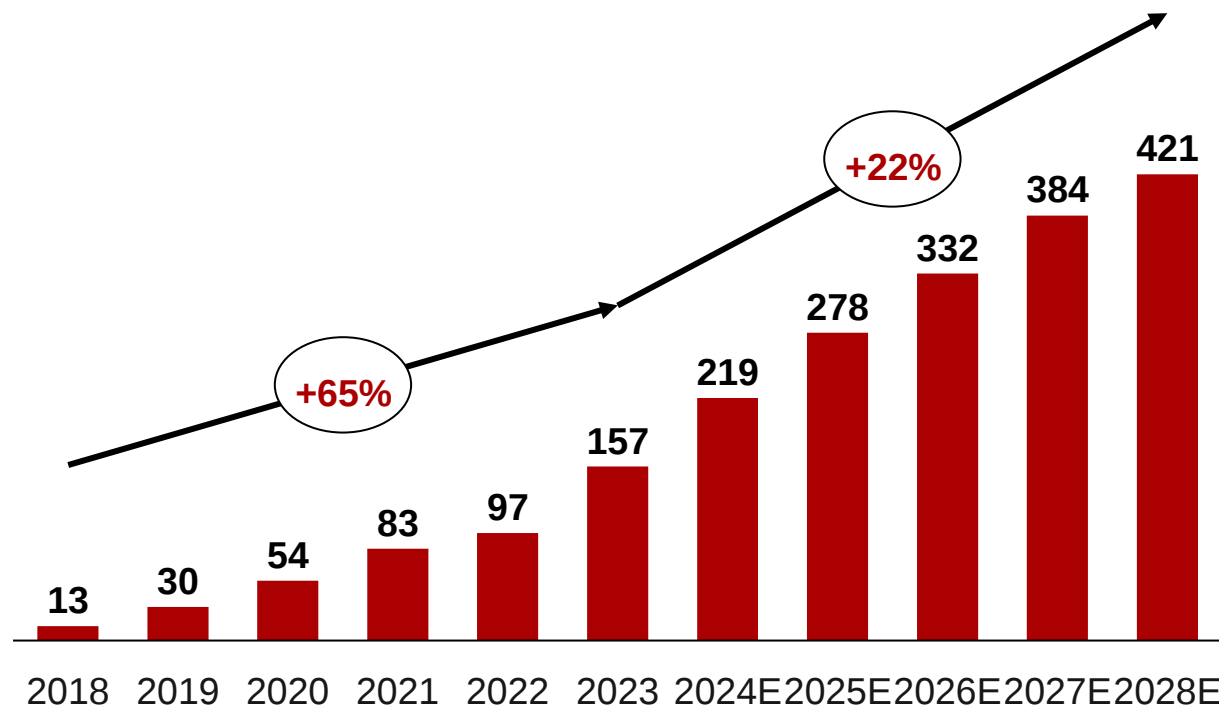
资料来源：公司官网，中宝协，周大福天猫旗舰店，浙商证券研究所

- **古法黄金珠宝基于其传统文化内涵、精致工艺设计快速提升渗透率。**足金珠宝按加工技术分为古法黄金珠宝、硬金珠宝和普通黄金珠宝。古法黄金珠宝为设计富蕴文化内涵的足金，具有色彩温润、外观精美等古代宫廷金饰特征。同时，随着工艺的进步，镶嵌钻石和宝石的古法黄金珠宝应运而生，并逐渐在市场上流行。古法黄金珠宝市场规模由2018年的130亿元快速提升至2023年的1,573亿元，预计2028年将增长至4,214亿元。

2018-2028E中国足金珠宝市场规模（十亿元）

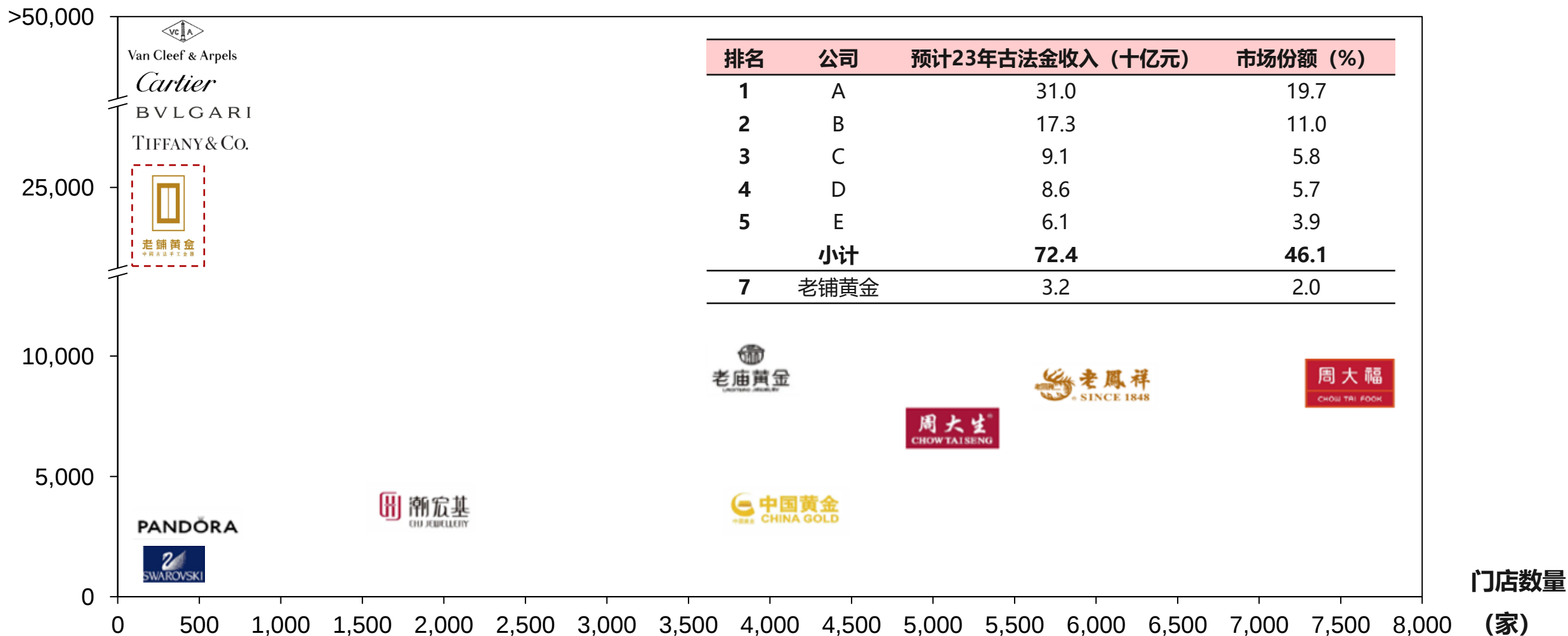


2018-2028E中国古法黄金珠宝市场规模（十亿元）



资料来源：老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

客单价 (元)



资料来源：久谦数据，周大福、老凤祥、周大生、豫园股份、中国黄金、潮宏基公司公告，浙商证券研究所

注：门店数量均为中国内地数据

老铺黄金

1

行业概况：黄金珠宝消费分化，高端珠宝品牌应运而生

2

老铺黄金：轻奢古法金代表品牌，家族企业、增长强劲

3

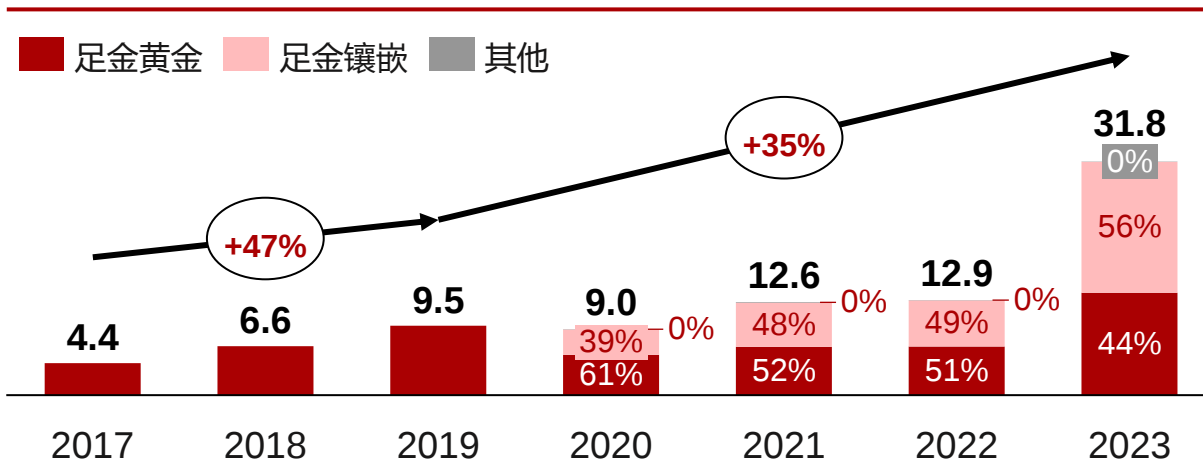
核心能力：产品、渠道引领行业，开店、店效空间较大

4

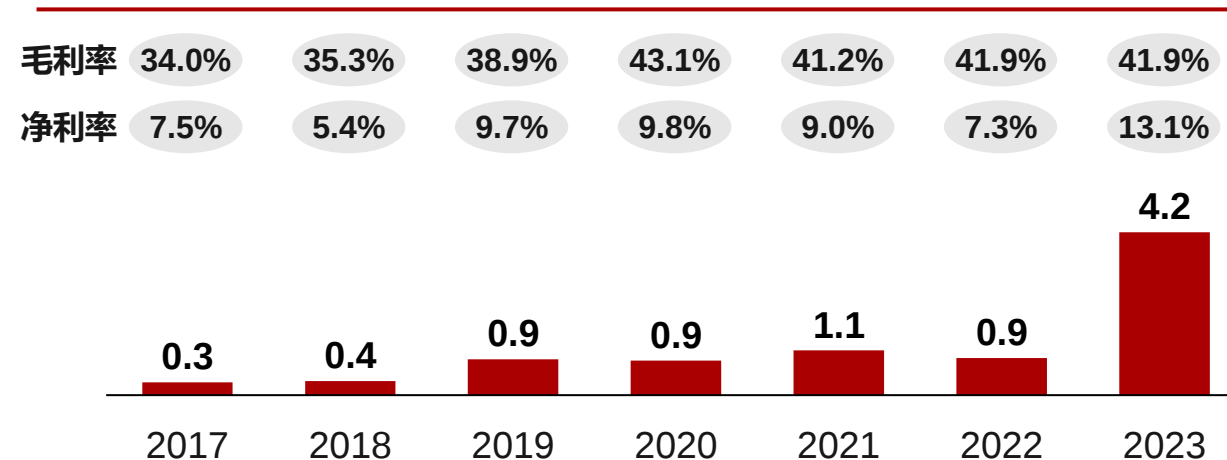
风险提示

财务情况：2023年30家店贡献32亿元收入，毛利率42%，净利润4.2亿元

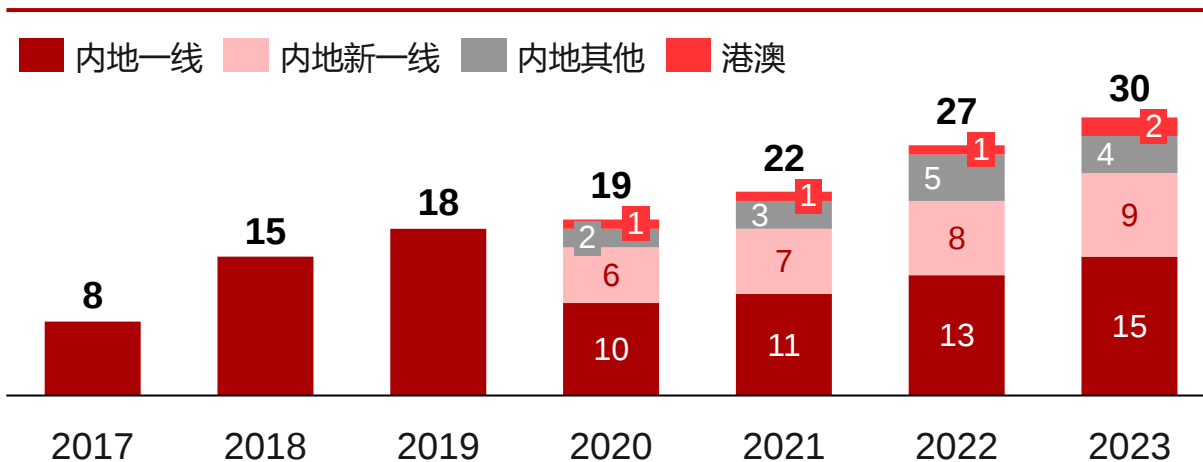
营业收入 (亿元)



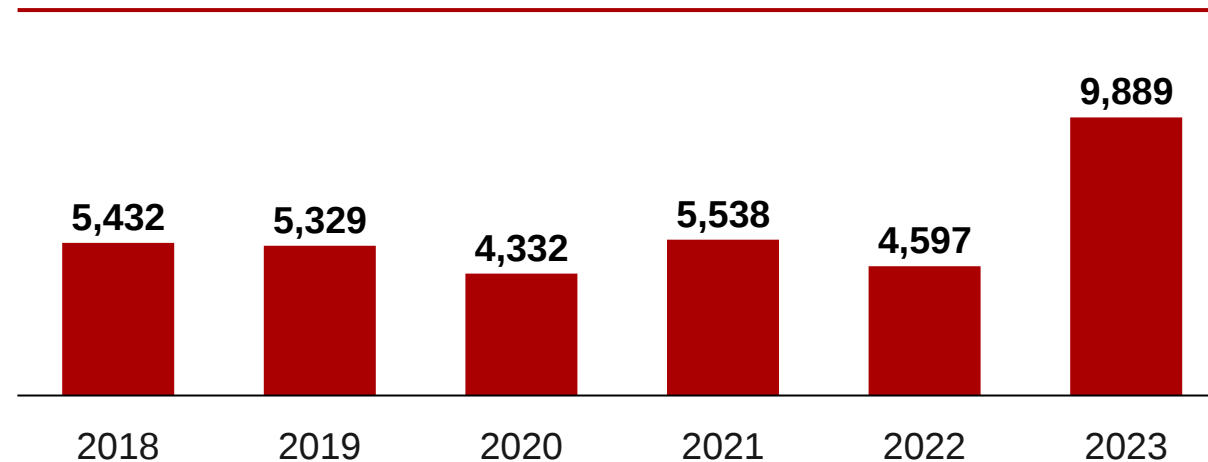
归母净利润 (亿元)



门店数量 (家)



店均收入 (万元)



资料来源：老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

徐高明：59岁，董事长、总经理兼商品研发总监

1964	出生于湖南岳阳
1984-1991	岳阳市畜牧水产局科员
1988	通过函授课程毕业于华中农业大学，取得淡水渔业专业专科学位
1992-1993	岳阳市畜牧水产局水产大楼总经理
1995	加入岳阳市红桥旅游投资管理有限公司，担任总经理
2004	- 创立金色宝藏，担任总经理并领导研发工作 - 金色宝藏在商场、景区经营佛教文化产品及旅游纪念品，主要产品为金银制品、木器、其他珠宝玉石等 - 现在北京雍和宫内的“雍和宝藏”店前身为金色宝藏，专门售卖念珠、手串等开过光的法物，定价高，很受礼佛人的欢迎
2009	推出专注于销售古法金饰品的“老铺黄金”
2012	创立文房文化，销售文房用具、家具、字画、瓷器、紫砂等产品



金色宝藏雍和宫店

资料来源：老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

- 推出首家销售古法金饰品的门店“**北京工美大厦店**”
- 中国首个推广古法金的品牌
- 老铺有限成立
- “老铺黄金”业务从金色宝藏进行剥离，注入老铺有限
- **香港老铺成立**
- 建立岳阳工厂安排部分产品自产
- 金色宝藏确定停止营业并处置资产
- 中国黄金协会《古法金饰品》团体标准的起草单位
- 厦门黑蚁、苏州逸美及复星汉兴认购老铺黄金新增股本614.25万股

2004 2009 2014 2016 2017 2018 2019 2021 2022 2023 2024

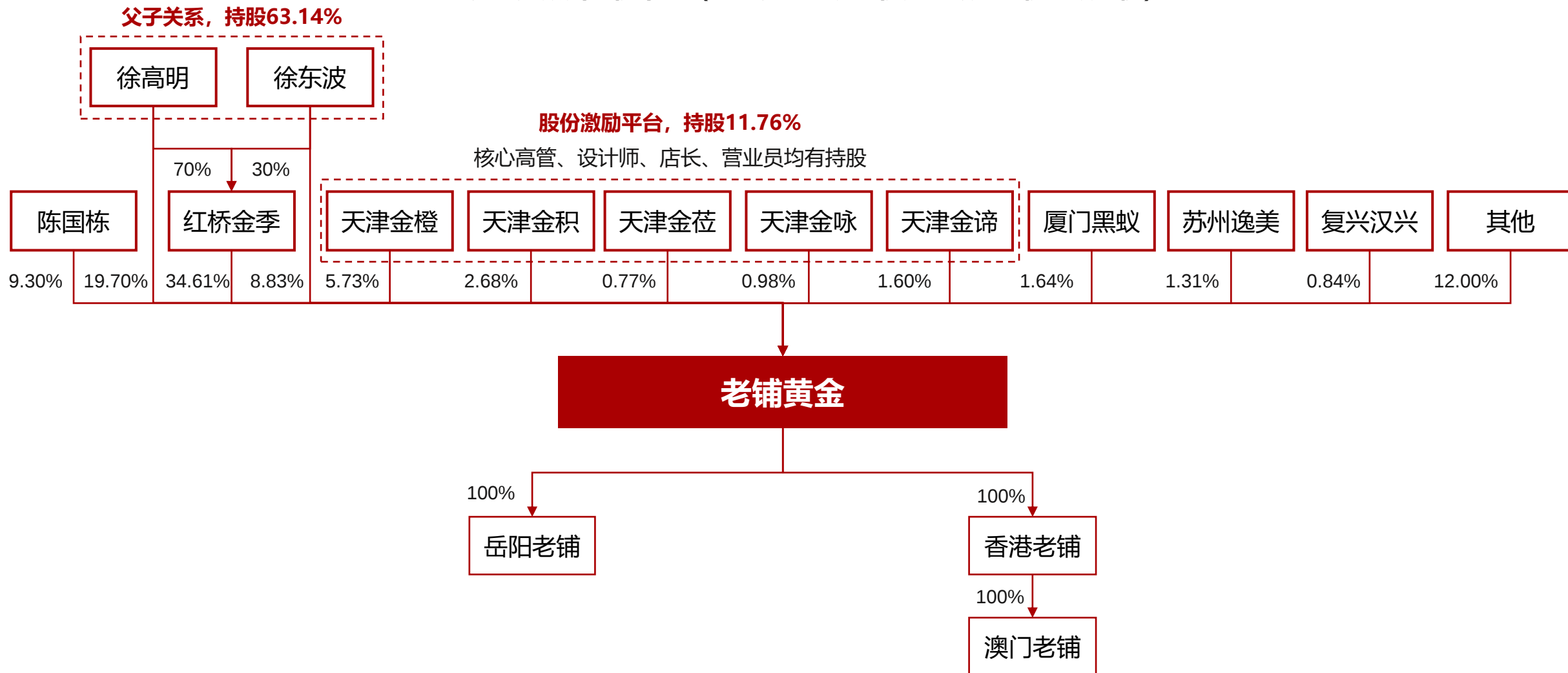
- **金色宝藏**成立，经营佛教文化产品及旅游纪念品等金银制品、木器
- “老铺黄金”商标注册
- 老铺有限新增股东陈国栋
- 设立天猫旗舰店
- 开设**北京SKP店**，同时**门店拓展至深圳、武汉**
- 澳门老铺成立
- 公司改制为股份有限公司
- 首家推出**镶嵌钻石**的足金黄金珠宝品牌
- 北京SKP B1开设**SKP二店**
- 中国黄金协会《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准的起草单位
- 以传统铜胎烧蓝技法为基础锻造**金胎烧蓝产品**
- 港交所上市，腾讯、南方基金、CPE为基石投资人

资料来源：老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

姓名	年龄	亲属关系	职位	工作职责	个人履历
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	• 1995年：加入岳阳红乔旅游 • 2004年：创立金色宝藏 • 2012年：创立文房文化
冯建军	55岁	/	执行董事、副总经理	负责市场拓展	• 1989年：湘潭大学企业管理学士 • 1998年：岳阳红乔企业管理工作 • 2006年：金色宝藏企业管理工作
徐锐	43岁	徐高明的侄子	执行董事、营业部总经理	主持公司营业部全面管理工作	• 2002年：长沙理工大学国际贸易专科 • 2004年：岳阳红乔业务营运工作 • 2009年：金色宝藏业务营运工作
蒋霞	47岁	徐高明的外甥	执行董事、质检部总监	主持公司质检部全面管理工作	• 1995年：岳阳红乔采购工作 • 2005年：金色宝藏商品管理部的产品管理及品质检验相关工作
李佳	45岁	/	首席财务官、副总经理兼董事会秘书	负责财务管理、投融资管理及投资者关系管理	• 2001年：对外经济贸易大学国际经济学士 • 会计师事务所工作经历
徐东波	34岁	徐高明的儿子	电商部总经理	负责电商业务	• 2010年：文房文化设计总监助理、总经理助理 • 2016年：老铺有限总经理助理、电商部总经理 • 2019年：老铺黄金电商部总经理

资料来源：老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

全球发售完成后股权架构（假设发售量调整权及超额配股权未获行使）



资料来源：老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

注：数据截至2024/6/20

老铺黄金

1

行业概况：黄金珠宝消费分化，高端珠宝品牌应运而生

2

老铺黄金：轻奢古法金代表品牌，家族企业、增长强劲

3

核心能力：产品、渠道引领行业，开店、店效空间较大

4

风险提示

什么样的人在买老铺的产品？ ——和奢侈品消费者重合度高

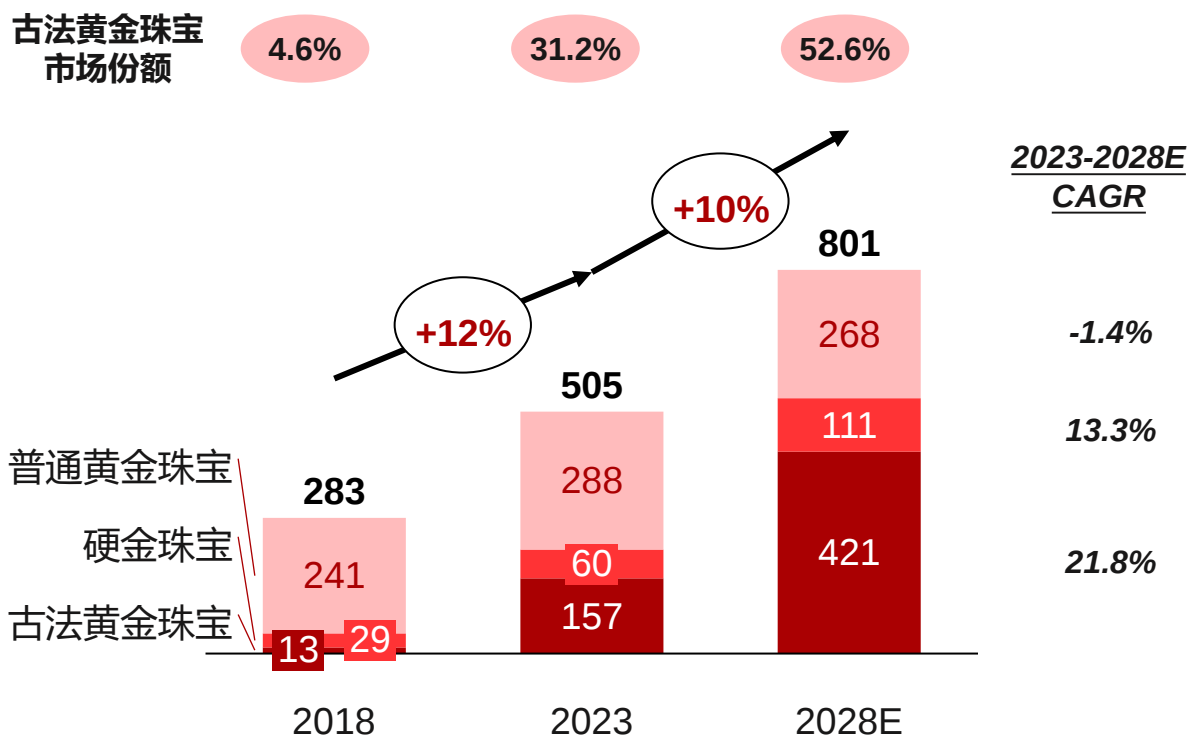
- **消费者画像：**25-45岁的女士及30-55岁的男士，年收入>10万元。
- **渠道分布：**门店开在一线、新一线城市顶级商圈，同楼层/同购物中心有卡地亚、宝格丽、LV等品牌。

门店名称	同楼层其他品牌	门店名称	同楼层其他品牌
1 北京工美大厦店	周生生、中国黄金、老凤祥	18 南京德基店	APM、COACH
2 北京东方新天地店	周大福、谢瑞麟、施华洛世奇	19 南京德基二店	GIVENCHY
3 北京中国大饭店店	/	20 厦门万象城B1店	周大福、六福珠宝、潮宏基
4 北京SKP 1F店	卡地亚、梵克雅宝、宝格丽、蒂芙尼、Fred、周大福	21 厦门万象城3F店	/
5 北京百货大楼店	谢瑞麟、六福珠宝、金至尊、周大福、施华洛世奇	22 上海豫园店	周大福、六福珠宝、GIVENCHY
6 北京国贸店	香奈儿、爱马仕、卡地亚、梵克雅宝、宝格丽、蒂芙尼	23 深圳万象城店	周生生、周大福
7 北京东方新天地点钻店	周大福、谢瑞麟、施华洛世奇	24 深圳万象天地店	周大福、六福珠宝、GIVENCHY
8 北京SKP B1店	周生生、菜百首饰	25 深圳万象城二店	周大福、周生生、潮宏基、Pandora
9 北京王府中环店	Wellendorff、TASAKI	26 沈阳万象城B1店	Mikimoto、JIMMY CHOO
10 北京DT51店	周大福、戴比尔斯	27 沈阳万象城2F店	LV、迪奥、宝格丽、蒂芙尼、戴比尔斯
11 北京东方新天地会员中心	爱马仕、LV、卡地亚、宝格丽	28 天津万象城店	周大福、周生生、老凤祥、谢瑞麟、潮宏基
12 成都国金店	周大福荟馆、六福珠宝	29 武汉武商世贸店	梵克雅宝、蒂芙尼、宝格丽、卡地亚、周大福、戴比尔斯
13 成都SKP店	LV、卡地亚、宝格丽、蒂芙尼、FRED、戴比尔斯	30 西安SKP店	香奈儿、宝格丽、蒂芙尼
14 广州太古汇店	APM	31 澳门威尼斯人3F店	周大福、六福珠宝、周生生
15 杭州万象城B1店	周大福、老凤祥、潮宏基、周生生	32 澳门威尼斯人1F店	Chanel、LV、宝格丽
16 杭州大厦店	APM	33 香港广东道店	
17 杭州万象城2F店	APM、TASAKI、中国黄金		

资料来源：老铺黄金招股说明书，大众点评，浙商证券研究所

- **供给创造需求。**古法金产品在设计、加工上明显优于传统普货黄金，渗透率快速提升。老铺黄金专注于古法金，受益于古法金消费趋势。
- **老铺产品契合“国潮”等消费趋势，并满足高净值人群保值增值需求。**经济增速放缓后，“国潮”、“复古”成为新的消费趋势，老铺等品牌的黄金饰品和“新中式”等穿搭风格更契合；黄金保值增值理念逐渐深入人心，老铺产品契合高净值人群“凸显格调+保值增值”的需求。

2018-2028E中国足金珠宝市场规模（十亿元）



资料来源：老铺黄金招股说明书，小红书，浙商证券研究所



杨幂



MLB



老铺黄金

六福珠宝



Lemaire

新中式



Loewe 罗意威



Cariuma



Allen



老铺黄金

任嘉伦老铺黄金同款

因为任嘉伦戴才知道这个牌子，听说是黄金中的“爱马仕”，价格是不便宜，购于北京东方新天地店东单店，买的时候特意和店员说是因为看到任嘉伦戴才买的😂 #任嘉伦

编辑于 2022-02-24

【杨幂】20240322 上海北京私服同款穿搭

足金黄金产品



花丝平安扣



如意祥云纹手镯



独角貔貅宝符



老铺越王宝剑

足金镶嵌产品



玫瑰花窗项链



蝴蝶锁骨项链



嘎乌盒项链

烧蓝莲华
经文缸烧蓝
牡丹执壶烧蓝八宝
乳足香炉老铺黄金
中国古法手工金器

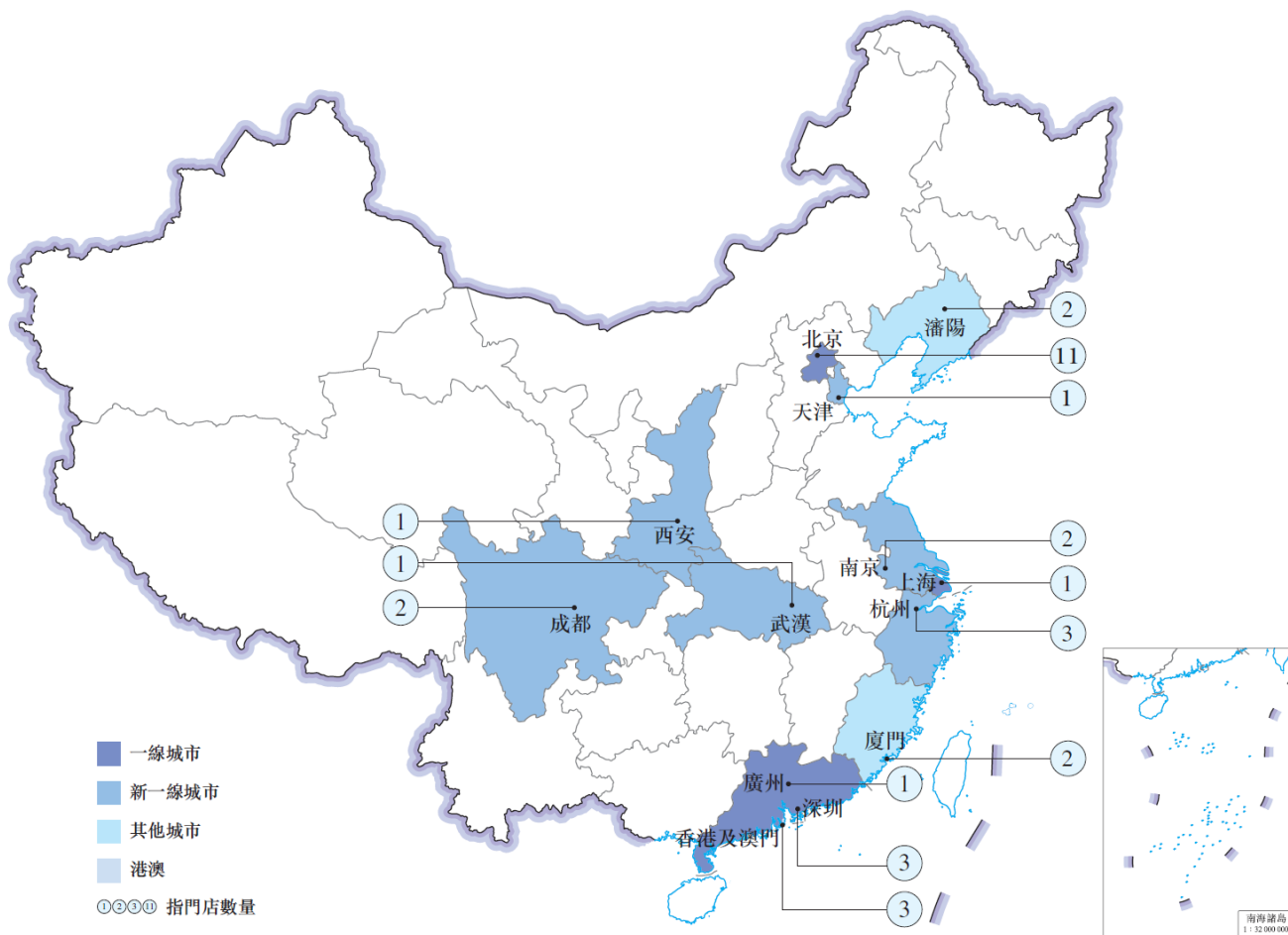
观音佛龕

并蒂莲
宝盒金器龙凤呈祥
宝盒金器

资料来源：老铺黄金招股说明书，老铺黄金天猫旗舰店，浙商证券研究所

品牌	素金手镯		素金吊坠		点钻吊坠		戒指	
老铺		泥鳅背手镯 ¥44,680 55.6g 803.6元/g		花丝平安扣 ¥22,680 22.9g 990.39/g		玫瑰花窗吊坠 ¥10,460 7.1g 1473.24/g		大麦环戒 ¥5,460 6.6g 827.27/g
周大福		华星凝辉黄金手链 ¥31,488 36.61g 860.09/g		吉祥如意项链 ¥7,622 9.2g 828.48/g		传承镶钻足金项链 ¥17,800 8.75g 2,034.29/g		传承黄金戒指 ¥7,701 8.6g 895.47/g
周生生		泥鳅背手镯 ¥23,580 29.85g 789.95/g		莲花平安扣 ¥17,943 22.57g 794.99/g		花开富贵吊坠 ¥21,900 18g 1216.67/g		腰缠万贯戒指 ¥5,435 6.12g 888.07/g
老庙		缠绵实心手镯 ¥19,319 29.33g 658.68/g		金莲花丝颈链 ¥10,469 13.46g 777.79/g		金镶钻·圆满吊坠 ¥4,304 4.5g 956.44/g		织锦成福戒指 ¥4,586 5.4g 849.26/g
周大生		非凡金·素雅手镯 ¥21,804 25.17g 866.27/g		小胖福吊坠 ¥3,873 4.39g 882.23/g		古法莲花套链 ¥22,024 14.35g 1534.77/g		心动花园戒指 ¥2,644 2.82g 937.59/g

资料来源：各品牌天猫旗舰店，浙商证券研究所



门店名称	类型	开始时间	门店名称	类型	开始时间
1 北京工美大厦店	联营	2009/4	18 南京德基店	联营	2018/8
2 北京东方新天地店	直营	2014/12	19 南京德基二店	联营	2023/10
3 北京中国大饭店店	直营	2017/6	20 厦门万象城B1店	直营	2019/6
4 北京SKP 1F店	联营	2017/7	21 厦门万象城3F店	直营	2021/12
5 北京百货大楼店	联营	2018/7	22 上海豫园店	直营	2022/1
6 北京国贸店	直营	2018/7	23 深圳万象城店	直营	2017/6
7 北京东方新天地点钻店	直营	2019/12	24 深圳万象天地店	直营	2021/12
8 北京SKP B1店	联营	2020/9	25 深圳万象城二店	直营	2022/7
9 北京王府中环店	直营	2020/12	26 沈阳万象城B1店	直营	2019/5
10 北京DT51店	联营	2023/1	27 沈阳万象城2F店	直营	2022/7
11 北京国贸商城店	直营	2024/1	28 天津万象城店	直营	2024/5
12 成都国金店	直营	2020/10	29 武汉武商世贸店	联营	2017/7
13 成都SKP店	联营	2022/12	30 西安SKP店	联营	2018/5
14 广州太古汇店	直营	2023/9	31 澳门威尼斯人3F店	直营	2021/6
15 杭州万象城B1店	直营	2018/9	32 澳门威尼斯人1F店	直营	2023/6
16 杭州大厦店	联营	2019/9	33 香港广东道店	直营	2024/3
17 杭州万象城2F店	直营	2023/12			

资料来源：老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

万元	直营门店	比例	备注
单店收入	9,889	100.0%	19家直营门店
足金黄金	4,351		
足金镶嵌	5,538		
毛利	4,144	41.9%	
费用	1,594	16.1%	
人工成本	575	5.8%	
租金成本	561	5.7%	
使用权资产折旧+装修摊销	283	2.9%	
税费及其他	175	1.8%	
门店净利润	2,550	25.8%	

铺货投入	2,638	制成品存货/30家门店
租赁/联营费+装修初始投入	849	按3年折旧摊销计算
开店初始投入	3,486	
回本周期（月）	16	
回本周期（月）-不考虑铺货	4	

万元	联营门店	比例	备注
单店收入	9,889	100.0%	11家联营门店
足金黄金	4,351		
足金镶嵌	5,538		
毛利	4,144	41.9%	
费用	2,514	25.4%	
人工成本	575	5.8%	
购物中心分佣	1,481	15.0%	
使用权资产折旧+装修摊销	283	2.9%	
税费及其他	175	1.8%	
门店净利润	1,630	16.5%	

铺货投入	2,638	制成品存货/30家门店
租赁/联营费+装修初始投入	849	按3年折旧摊销计算
开店初始投入	3,486	
回本周期（月）	26	
回本周期（月）-不考虑铺货	6	

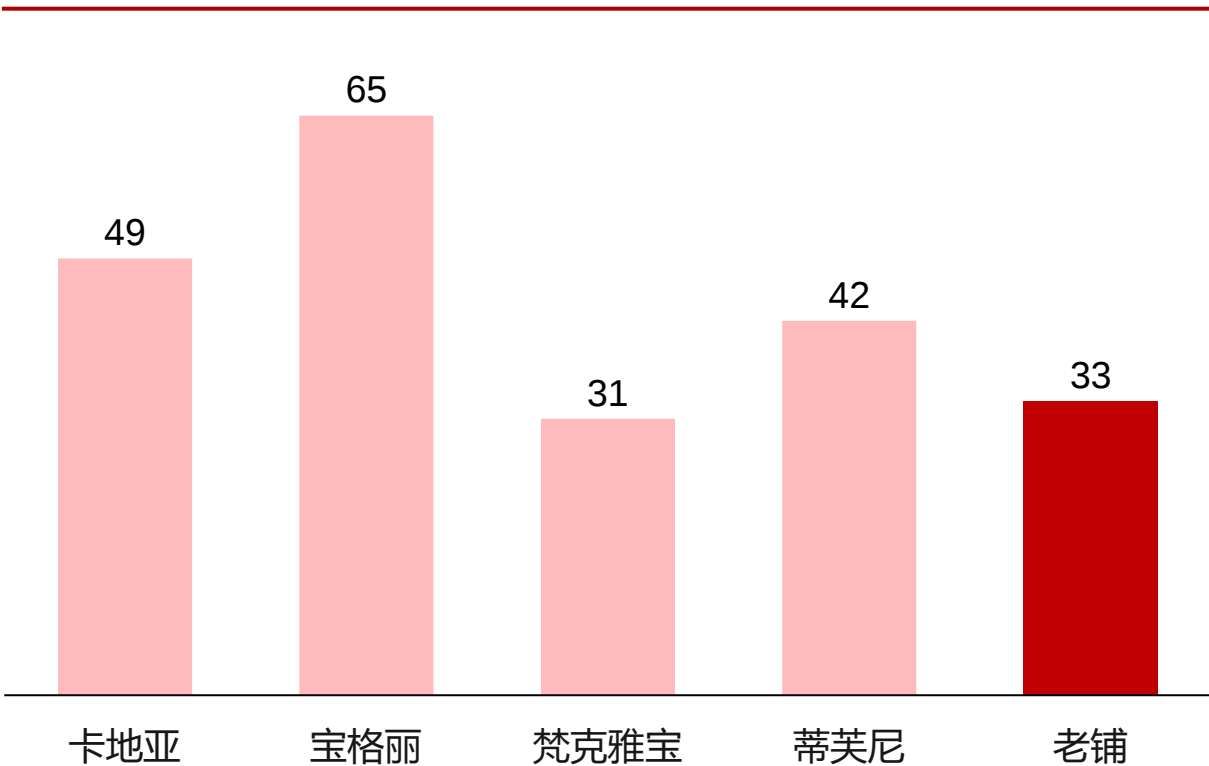
资料来源：老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

注：单店模型未考虑总部管理费用、财务费用等

3.5 以2023年为基数，老铺的开店数量和店效均有较大成长空间

- **开店空间：**老铺对开店物业要求较高，门店主要开在一线、新一线城市的顶级商圈。对标高端珠宝品牌，老铺在中国内地的门店数量有望做到卡地亚、宝格丽类似的水平，同时考虑到港澳及海外的开店空间，老铺开店数量有望达到80-100家。
- **店效：**2023年老铺店均收入约1亿元，考虑到老铺品牌知名度仍相对较低、较多门店仍处于爬坡过程中，老铺的店均收入仍有进一步提升空间。

珠宝品牌中国内地门店数量（家）



老铺前五大购物中心收入（亿元）

购物中心	开始日期	门店数量	2021	2022	2023
北京SKP	2017/7	2	1.76	1.40	3.36
南京德基	2018/8	2	0.78	0.85	2.57
沈阳万象城	2019/5	2	0.91	0.99	2.33
上海豫园挹秀楼	2022/1	1	/	0.53	2.27
西安SKP	2018/5	1	1.06	1.05	1.90

资料来源：各品牌官网，老铺黄金招股说明书，浙商证券研究所

注：门店数量仅考虑珠宝门店，不考虑腕表门店

老铺黄金

1

行业概况：黄金珠宝消费分化，高端珠宝品牌应运而生

2

老铺黄金：轻奢古法金代表品牌，家族企业、增长强劲

3

核心能力：产品、渠道引领行业，开店、店效空间较大

4

风险提示

■ 金价波动不确定性风险

金价受宏观经济、货币政策、央行购金等多因素影响，有较大不确定性，金价波动对产品定价、市场需求、公司成本会造成影响

■ 国内消费复苏不及预期

黄金珠宝属于可选消费，受宏观经济影响较大，若消费市场复苏不及预期，企业业绩将受到影响

■ 行业竞争加剧

行业竞争加剧将使得业内公司面临人才流失风险、开新店及门店表现不及预期风险

■ 公司人才流失/新品孵化不及预期等其他风险

老铺黄金核心设计师、工匠流失将带来产品设计和生产能力下降，老铺黄金新品孵化不及预期将导致公司产品力下降

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>