

# 老铺黄金 Laopu Gold (6181 HK)

## 首次覆盖：中国古法黄金领跑者，会员破圈+高净值客户驱动业绩增长

China's Leading Ancient Gold Pioneer, Membership Expansion and High-Net-Worth Clients fuel Growth : Initiation

观点聚焦 Investment Focus

### 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$755.00
目标价	HK\$955.80
HTI ESG	4.3-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$105.30bn / US\$13.46bn
日交易额 (3个月均值)	US\$151.68mn
发行股票数目	139.47mn
自由流通股 (%)	17%
1年股价最高最低值	HK\$1,082-HK\$85.50

注：现价 HK\$780.00 为 2025 年 08 月 15 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-12.2%	15.3%	806.5%
绝对值 (美元)	-11.8%	15.1%	803.4%
相对 MSCI China	-17.8%	6.8%	761.6%

HK\$ mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	8,506	24,327	34,617	41,814
Revenue (+/-)	168%	186%	42%	21%
Net profit	1,473	4,546	6,890	8,411
Net profit (+/-)	254%	209%	52%	22%
Diluted EPS (HK\$)	9.47	27.00	40.92	49.96
GPM	41.2%	39.7%	40.0%	40.2%
ROE	37.6%	59.4%	52.2%	43.0%
P/E	82	29	19	16

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**投资建议：**老铺黄金为国内稀缺的高端黄金珠宝品牌，对标国际奢侈品牌展开运营。依托清晰的品牌定位、高效的渠道布局 and 持续优化的产品结构，老铺黄金盈利增长动能稳健，长期增长逻辑清晰可持续，我们首次覆盖给予“优于大市”评级，结合行业龙头溢价与高成长性，参考可比公司估值水平，给予 2026 年 24 X PE 估值，对应目标价 955.8 港元。

**老铺黄金为中国古法黄金细分赛道龙头，成长性行业领先。**作为国内唯一专注古法黄金的黄金珠宝品牌，公司以非遗工艺、独家设计与现代审美为核心，积极丰富产品矩阵，持续推出足金镶嵌等新品类，强化破圈效应。截至 2024 年 6 月，公司已拥有超 1,800 个 SPU 与 2,700 个 SKU，形成以金饰和金器为主的双引擎结构，收入占比分别约 80% 与 20%。其中，金饰等主力产品定价集中在 1 万-5 万元区间，满足多层次消费需求；金器如文玩摆件、金碗金盒等售价超 10 万元，单克溢价超过 500 元，主要面向高净值客群，是公司重点发力方向。2024 年，老铺黄金实现营收同比增长 167.5% 至 85.1 亿元，净利润同比增长 253.9% 至 14.73 亿元，增速居于业内首位，业绩高增主要受益于黄金价格上涨、高净值客群扩圈与销量提升，高客单结构则助力毛利率维持在高位。

**高净值客群贡献主要收入，公司通过构建完善的会员体系与高端渠道布局实现协同放大效应。**公司高度重视忠诚会员建设，形成从普卡、金卡到黑金卡的阶梯升级体系，并配套积分奖励、私密 VIP 室及专属折扣等权益，显著增强复购率与品牌粘性。会员规模持续扩张，截至 2024 年底忠诚会员达 35 万人，2021-2024 年 CAGR 为 53%。其中，高净值客户对公司收入贡献显著。以北京 SKP 老铺门店为例，2025 年 1-7 月，黑金卡会员（消费超过 50 万的客户）虽仅占门店整体会员数量的 10%-15%，但贡献约七成的销售额；此外，2024 年北京 SKP 客单价均值为 2.5 万元，2025 年 7 月北京 SKP 门店客单价均值已超过 4 万元，在促销活动月客单价表现更为突出，主要受益于核心高净值客群复购金额显著攀升、消费深度持续加大。**渠道方面**，公司坚持“少开店、开大店”模式，截至 2024 年底在全国 15 个核心城市布局 36 家自营门店，并于 1H25 实现中国十大顶级购物中心 100% 覆盖。门店选址毗邻卡地亚和梵克雅宝等国际奢侈品牌以共享高净值客流。2024 年老铺单商场平均收入达 3.28 亿元，同比大增 249.3%，在中国内地所有知名珠宝品牌中单商场收入与坪效均居首位。**运营层面**，公司强化稀缺性与仪式感，例如门店限量发售、限制进店人数，并为顾客提供依云矿泉水与 Godvia 巧克力，营造尊贵高端体验；销售团队优先招募具备亲和力的空乘与讲解员，重在故事化表达而非强硬推销，固薪占比超过 80%，考核更强调客户满意度。

寇媛媛 Yuanyuan Kou  
yy.kou@htisec.com

陈芳园 Ashley Chen  
ashley.fy.chen@htisec.com

展望未来，公司在全球高端市场仍具扩张潜力，参考国际奢侈品牌门店数，我们预计老铺黄金 2028 年门店总数将增至 60–70 家，其中中国约 45–50 家、海外约 15–20 家，优先布局日本及东南亚等华人消费占比较高、兼具中华文化认同的高端商圈。

**2024 年中国珠宝市场规模承压，古法黄金赛道具有广阔发展空间。**2024 年中国珠宝市场规模回落至 7,800 亿元，同比下降 4.9%，主要受宏观经济波动、居民消费疲软及高金价对购买力的抑制，行业整体呈现“量缩价稳”特征。但黄金产品作为核心品类仍具韧性，2024 年销售额约 5,688 亿元，占比升至 73%，主要受益于其保值投资属性及婚庆、日常佩戴等多元化需求支撑；相较之下，钻石、彩宝、珍珠等品类更易受宏观环境与消费结构分化影响。在此背景下，古法黄金赛道快速扩容，2018–2024 年规模由 130 亿元增至 2,193 亿元，CAGR 达 62.8%，弗若斯特沙利文预计至 2028 年将达 4,214 亿元（CAGR 约 17.7%），体现出传统文化与现代审美融合对消费者的强大吸引力。尽管竞争加剧与同质化趋势显现，老铺黄金凭借行业标准制定、非遗工艺传承与文化叙事建立独特壁垒，强化“中国古法手工金器第一品牌”的心智认知。2023 年公司古法黄金销售额占市场份额 2.0%，位列行业第七，是前十大中唯一专注古法黄金且实行全自营模式的品牌，稀缺性突出。老铺单店销售额连续两年居全国黄金珠宝品牌首位，凸显高端定位与盈利能力。凭借差异化产品矩阵、文化附加值及高端商圈布局，老铺有望在古法金行业扩容中持续提升份额，成长空间广阔。

**盈利预测与估值：业绩有望持续向上，给予“优于大市”评级。**2024 年，公司实现营收同比大幅增长 167.5%，归母净利润同比增长 253.9%。随着老铺黄金品牌势能持续提升，渠道网络持续扩张，公司业务有望持续快速增长，我们预计 2025E-2027E 公司营收增速分别为 186.0%/42.3%/20.8%。2021-2024 年公司整体毛利率保持在 41%-42% 稳定水平，显著领先行业，主要受益于足金镶嵌及金器等高毛利率产品贡献占比提升，我们预计 2025–2027 年毛利率小幅上升，分别为 39.7%/40.0%/40.2%。2024 年线下门店毛利率（41.3%）高于线上（40.2%），主因高端商圈布局带来更高客单与议价空间。2024 年净利率为 17.3%，ROE 达 37.6%，在规模扩张与经营杠杆释放下显著改善，我们预计 2025–2027 年净利率将进一步提升至 18.7%/19.9%/20.1%。在品牌力持续提升、高端黄金饰品需求旺盛及海外扩张预期的支撑下，公司保持长期增长逻辑，我们首次覆盖给予“优于大市”评级，结合行业龙头溢价与高成长性，参考可比公司估值水平，给予 2026 年 24 X PE 估值，对应目标价 955.8 港元。

**风险提示：**金价大幅波动，店效不及预期，古法黄金竞争加剧，解禁引起的股价波动风险

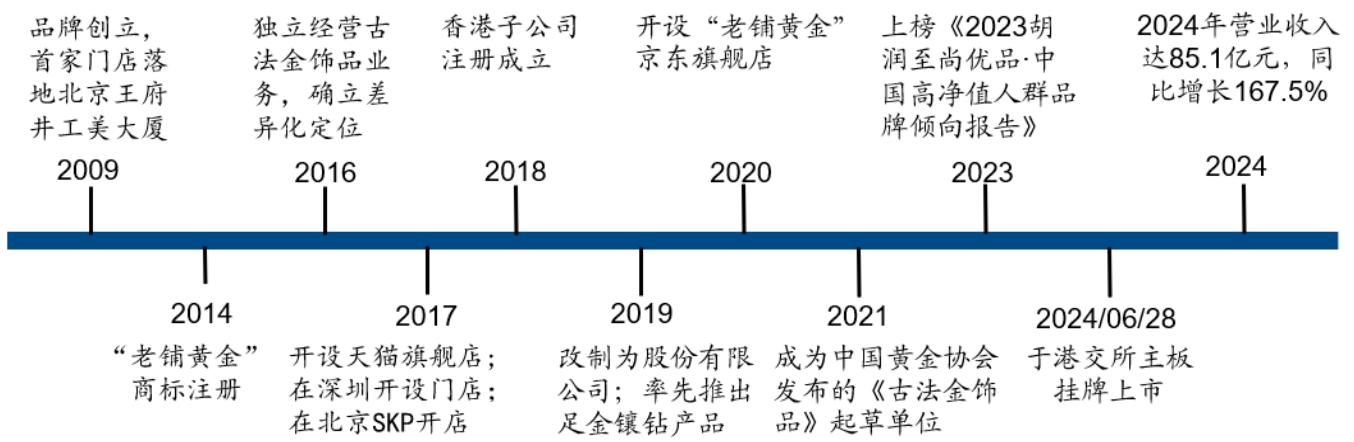
## 目录

一、细分领域龙头企业，填补中国高端黄金珠宝品牌市场空白	4
1. 产品设计种类丰富，金器为重点发展产品线	4
2. 传承中国宫廷古法制金工艺，非遗文化赋能品牌价值	7
3. 重视忠诚会员体系建设，有效提升会员价值与消费黏性	9
4. 高附加值驱动高客单，高净值客户贡献显著	11
二、渠道布局对标海外奢侈珠宝品牌，门店存在增长空间	12
1. 东方美学门店塑造高端品牌形象，打造差异化尊贵体验	12
2. 线下渠道布局对标海外珠宝品牌，老铺店效高于老牌重奢品牌	15
3. 线上渠道增加客户触达度，毛利率略低于线下渠道	16
4. 门店扩张空间广阔，出海潜力显著	17
三、黄金具有消费、投资与避险属性，中国黄金珠宝市场消费韧性强劲	18
1. 近五年来国际金价持续走高，黄金品类投资与避险属性凸显	18
2. 中国珠宝消费基本盘稳固，黄金产品在中国珠宝市场中占主导地位	20
3. 古法黄金赛道持续高增，凭借典雅之美占据消费者心智	22
4. 古法金赛道产品同质化趋势显现，但老铺黄金市场前景广阔	23
四、营收利润高增，成本控制能力持续提升	24
1. 营收高增长，规模效应带动净利润显著上升	24
2. 整体毛利率高位企稳，足金镶嵌产品是毛利率贡献主力	25
3. 费用率持续优化，高净利率驱动高 ROE	25
4. 现金流受拓店和备货影响扰动，但现金循环效率提升	26
5. 成熟工艺流程促进产能持续提升，持续加大产品创新和研发力度	27
五、股东结构整体集中稳定，解禁对股价影响有限	30
1. 黑蚁资本领投 Pre-IPO 轮，上市后控股权集中	30
2. 解禁对股价影响有限，长期看好基本面和成长性	31
六、盈利预测	31
七、风险提示	32

## 一、 细分领域龙头企业， 填补中国高端黄金珠宝品牌市场空白

国内古法黄金赛道的先行者与代表性品牌， 成长性业内领先。老铺黄金成立于 2009 年， 其前身为经营佛教文化产品及旅游纪念品的公司「金色宝藏」。2016 年年底， 老铺黄金从「金色宝藏」中完全剥离并进行独立运营。凭借专注“古法金工艺”的特色定位以及奢侈品的品牌运作方式， 公司营收利润高增。2022-2024 年， 老铺黄金营收增速分别为 2.3%/145.7%/167.5%， 净利润增速分别为 -17.0%/340.4%/253.9%。其中， 2023 年净利润在疫情后实现强劲反弹， 显示出公司的盈利韧性。截至 2024 年底， 公司在全国 15 个核心城市布局 36 家门店， 包括 SKP 系和万象城系在内的知名商业中心。除线下渠道外， 公司也在小红书、 抖音等新媒体平台打造“古法金”内容矩阵， 强化年轻客群渗透与复购。

图 1 老铺黄金重要事件节点



资料来源：老铺黄金招股说明书， 老铺黄金 2024 年年报， HTI

### 1. 产品设计种类丰富， 金器为重点发展产品线

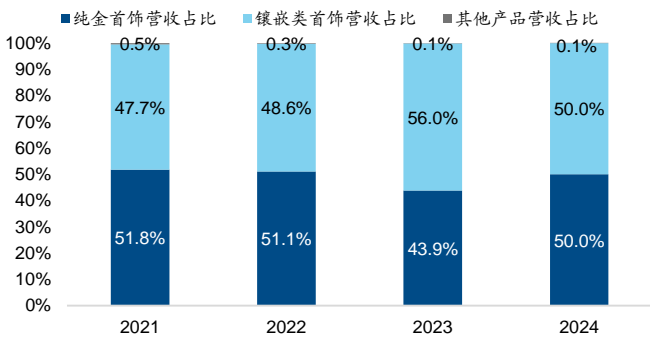
老铺黄金的产品体系以金饰和金器为核心， 形成了覆盖多品类、 多场景的完善产品矩阵。从营收结构看， 老铺足金产品（包括足金黄金产品与足金镶嵌类产品）为收入主力， 占 2024 年总收入比重的 99.9%； 其他产品及服务（包括由宝石制成的非黄金产品和保养维修服务）占总收入比重的 0.1%。足金黄金产品与足金镶嵌类产品 2024 年营收占比各为 49.96%， 同比增速分别为 204.8%/138.6%， 我们认为主要受益于全球金价上涨背景下消费端对黄金产品需求持续加大以及品牌吸引力持续提升。老铺黄金覆盖日常佩戴、 婚庆节典、 文化收藏等多元场景， 依托古法工艺与设计创新持续巩固其在古法黄金细分领域的领先地位。截至 2024 年 6 月 20 日， 老铺黄金拥有超过 1800 个 SPU（标准产品单位）及 2700 个 SKU（库存量单位）。

图 2 老铺黄金产品种类丰富，覆盖日常佩戴、婚庆、文化收藏等多元场景



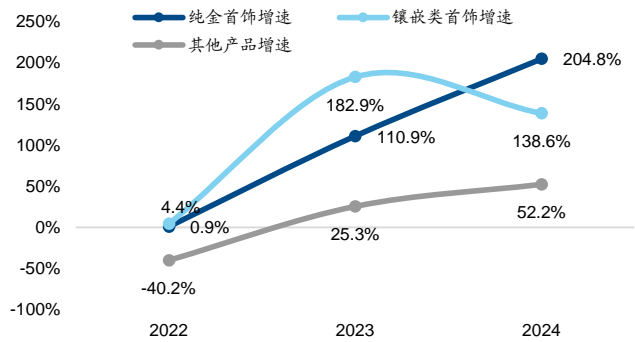
资料来源：老铺黄金官网, HTI

图 3 纯金首饰及镶嵌类首饰为主要产品类别



资料来源：老铺黄金招股说明书, 老铺黄金年报, HTI

图 4 2024 年纯金首饰营收增速反超镶嵌类首饰增速



资料来源：老铺黄金招股说明书, 老铺黄金年报, HTI

热销金饰价位梯度丰富，满足不同客群的多样化需求。热销佩戴类产品覆盖戒指、吊坠、手镯及点钻饰品等核心品类。从价格带看，戒指系列起价约 5,251 元，根据型号不同一口价有所差异，例如 9 号（金重约 5.6g）对应 12,420 元，18 号（金重约 7.0g）对应为 14,070 元；吊坠系列起价约 9,680 元，其中包括玫瑰花冠、太阳花等标志性系列；手镯系列客单价在 33,600 元以上，代表作包括如意祥云及十字金刚手镯；点钻系列起价约 9,580 元，其中金刚杵、六字真言项链等产品融合了古法金工与宗教文化。

表 1 热销金饰及对应价格范围

热销系列	价格 (人民币)	产品图例			
戒指系列	5,251+	 方圈戒指 RMB 11,650 起	 繁星戒指 RMB 12,420 起	 双轮戒指 RMB 10,480 起	 大麦戒指 RMB 5,251 起
吊坠系列	9,680+	 玫瑰花窗项链 RMB 9,680 起	 太阳花项链 RMB 18,380 起	 如意圆满项链 RMB 18,700 起	 金刚嘎乌盒项链 RMB 41,380 起
手镯系列	33,600+	 如意祥云纹手镯 RMB 71,900 起	 花丝蒜头手镯 RMB 44,500 起	 花丝青铜纹手镯 RMB 51,300 起	 十字金刚杵手镯 RMB 33,600 起
点钻系列	9,580+	 如意圆满项链 RMB 35,500 起	 六字真言锁骨链 RMB 13,660 起	 金刚杵宝符 RMB 13,080 起	 十字金刚杵项链 RMB 9,850 起

资料来源：老铺黄金官网，HTI

注：本图价格为官网 2025 年 7 月 15 日价格（不含折扣）

**老铺金器 1H25 贡献约 20% 收入，有望持续扩容。**老铺黄金 VIP 室特别陈列多款高单价金器，涵盖文玩摆件、佛像、金壶宝盒等品类，单件售价多在人民币 10 万元以上。主要面向高净值人群，进一步满足其在收藏与陈设方面的多样化需求。我们预计 1H25 金器收入占比约 20%，管理层表示金器为公司重点产品线，存在较大增长空间。

表 2 老铺金器 (部分热销产品)

热销系列	具体产品	产品图例		
文玩系列	把件/文房用具	 鸳鸯和合把件	 鸟笼	 金龙印泥盒
典藏系列	佛像	 佛祖	 药师佛	 观音
	金碗/壶/宝盒	 六字真言金碗	 金瓜壶	 富贵绵长宝莲宝盒
	珐琅系列	 福寿如意	 莲华经文缸	 八宝金杯

资料来源：老铺黄金官网，HTI

## 2. 传承中国宫廷古法制金工艺，非遗文化赋能品牌价值

老铺黄金坚持宫廷古法工艺，保留金器饱满的形态、丰富的细节与分明的层次，并通过非遗技艺与现代典雅设计的融合，凸显品牌高端调性。其古法黄金产品在制作中严格遵循中国黄金协会团体标准，需采用两种以上传统手工工艺，如錘揲、失蜡、篆刻、花丝、金银错、镂空与烧蓝等，以最大程度还原古法制金的韵味与精度。非遗工艺的加持不仅赋予产品独特的稀缺性和深厚的文化底蕴，也有效支撑了老铺黄金在高端珠宝市场的差异化定位与溢价能力。

表 3 老铺黄金的核心制金工艺

核心工艺种类	介绍	示意图/特点
花丝	利用足金延展性将黄金抽成极细丝状，编织成器。成品需由资深工匠通过『堆、垒、编、织、掐、填、攒、焊』八大手工技法完成。 <b>2008 年被列入国家非物质文化遗产名录。</b>	
篆刻（鑿刻）	以『摆、悬、捻、推』等整法，配合『敲、点、打、斩』的锤技，在金胚表面手工鑿出图案或纹饰。	
镶嵌	包括『镶宝石』和『嵌素金丝』，以『锉、搂、闷、打、崩、挤』等纯手工技法，将金丝、金片、钻石或珊瑚等珠宝嵌入凹槽内，最后打磨平整。 <b>2008 年被列入国家非物质文化遗产名录。</b>	
捶胎	用锤具手工敲击金片成型，敲成形制标准，器型规整，薄厚均匀。	
足金烧蓝	结合传统铜胎珐琅工艺，在金胎表面施加彩色釉料，呈现丰富色彩与装饰性	
失蜡成型	用蜡制作铸造模型，然后填充耐火材料形成模具。经过加热和烘烤，蜡模完全融化，留下一个空壳，然后将熔化的黄金倒入其中，形成实物。	蜡模柔软易雕刻，能精准表现传统文化题材中的微观纹饰、佛像面部神态等细腻之处。整个过程以纯手工蜡雕为核心，每件成品都是独立打造，难以大规模标准化，兼具工艺价值与收藏属性。
錘揲	使用小锤和各种形状的砧具，对黄金胚料进行反复敲击、延展、成型和细节塑形的过程。	锤揲成型后，金器表面会保留轻微的槌痕、细腻的光影与独特的纹理，呈现出不同于机械抛光的温润哑光效果，是古法金独有的审美特征。
鏤空	通过纯手工雕刻与切割，在金器表面或内部创造出透空的纹样和层次，呈现出精致的线条感。	相比实心金饰，鏤空能有效减轻重量，同时让光线在金饰内部产生穿透与阴影效果，强化视觉层次感和古典美感。

资料来源：老铺黄金招股说明书，HTI

### 3. 重视忠诚会员体系建设，有效提升会员价值与消费黏性

老铺黄金实行精细化会员分层管理，有效提升会员黏性与复购率。顾客在注册并完成首次购买后即可成为忠诚会员，享受包括终身免费基础护理在内的多项专属售后服务；当累计消费达到 30 万元及以上时，会员自动升级为“金卡会员”，达 50 万元时则晋升为“黑金卡会员”，金卡会员和黑金卡会员均可享受 5% 购物折扣。公司通过积分奖励、定制化高单价产品及专属礼遇等多样化权益提升客户体验感与复购率。

表 4 老铺黄金会员分类及对应权益

会员等级	有效期	入会条件	会员分类	会员权益
注册会员	终身	注册成功		
普卡会员	终身	任意消费一次	忠诚会员	
金卡会员	终身	正价商品累计消费满 30 万元	高级忠诚会员	在老铺黄金直营门店或官方线上渠道(天猫旗舰店、京东旗舰店、微信精品店)购物享 95 折优惠
黑金卡会员	终身	正价商品累计消费满 50 万元		

资料来源：老铺黄金招股说明书，HTI

针对高净值人群提供圈层化服务机制，稳固高净值客户粘性与品牌长期价值。当消费者单笔消费满 10 万元或累计达到 30 万元，公司会邀请客户进入“小黑屋”挑选限量并享受私密圈层服务，这一门槛与社交属性已成为高端客群的身份象征与复购黏性的核心来源。2025 年，公司组建高客专属团队，面向年消费超 30 万元的客户提供定制化专属体验，进一步强化私域粘性。该群体消费力强且对价格不敏感。相比奢侈品行业，黄金在高净值客群的高端消费观念中仍处早期，我们认为老铺有望凭借产品与文化优势持续提升该客群的渗透率与忠诚度。

图 5 老铺黄金对标国际重奢品牌设立 VIP 室

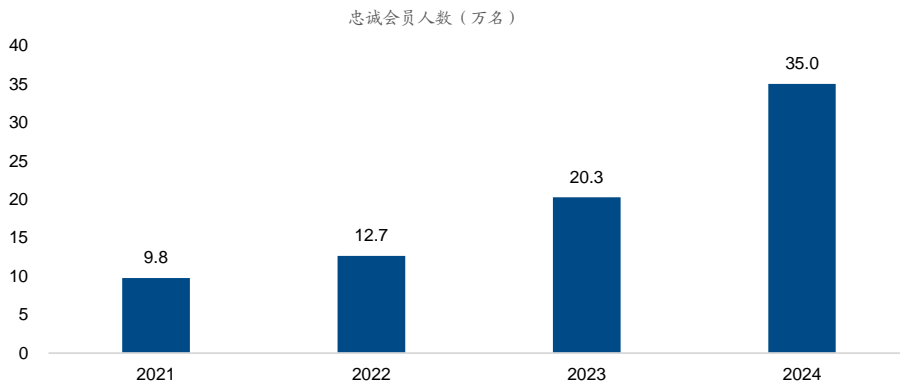


资料来源：老铺黄金官方微博，梵克雅宝官方微博，HTI

注：左图为梵克雅宝 VIP 室，右图为老铺黄金 VIP 室

忠诚会员人数高速增长，市场空间广阔。截至 2024 年底，公司忠诚会员（普卡、金卡、黑金卡会员）规模增至 35 万人，同比净增 15 万人，2021-2024 年老铺黄金忠诚会员人数 CAGR 为 53%。根据 2024 年胡润财富报告，中国 600 万资产富裕家庭数量为 512.8 万户，千万资产高净值家庭数量为 206.6 万户，亿元资产超高净值家庭数量 13 万户，老铺忠诚会员人数上升空间广阔。

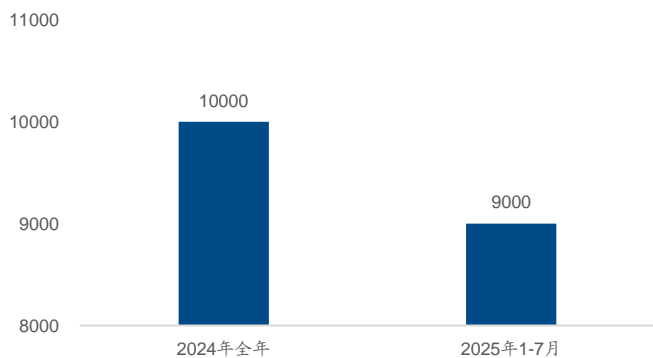
图 10 2021-2024 年老铺黄金忠诚会员人数 CAGR 为 53%



资料来源：老铺黄金招股说明书，老铺黄金年报，HTI

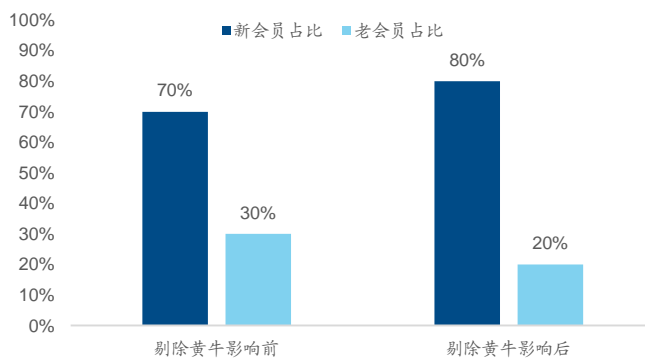
**新会员数量高增，普卡扩圈为人数增长主要驱动力。**根据北京 SKP 渠道的数据，2024 年全年活跃客户数（有消费记录）约 1 万人，而 2025 年 1-7 月已接近 9000 人，同比增幅达 80%-90%。其中，新会员占比约 70%，剔除黄牛因素后实际占比约 80%。从会员结构拆分来看，2025 年 1-7 月老铺黄金黑金卡与金卡分别占总会员的 10%-15%，普卡为绝对主体；同期普卡会员数同比翻倍增长，金卡增长约 60%，黑金卡增长约 80%，显示金卡增速相对滞后，而黑金卡增幅较高或与黄牛活跃度相关。黄牛对北京 SKP 门店的销售贡献显著，2 月单月占比高达 50%，1-5 月平均接近 40%。尽管黄牛推动了可观销量，我们认为其密集排队抢购行为在一定程度上影响了核心高净值客户的消费体验，后续仍需合理调控。

图 6 2024 全年 vs 2025 年 1-7 月北京 SKP 老铺黄金门店的活跃客户数量 (位)



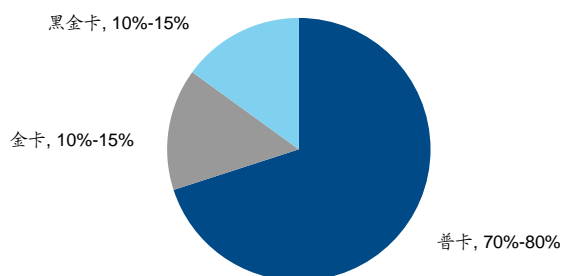
资料来源：老铺黄金北京 SKP 渠道数据，HTI

图 7 2025 年 1-7 月北京 SKP 老铺黄金门店活跃客户主要为新增会员



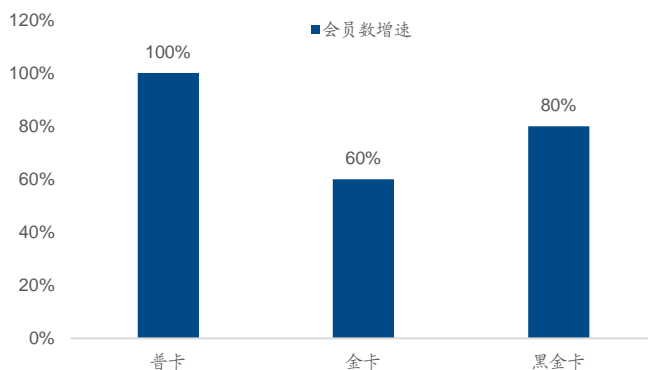
资料来源：老铺黄金北京 SKP 渠道数据，HTI

图 8 截至 2025 年 7 月北京 SKP 老铺黄金门店各类会员数量占比



资料来源：老铺黄金北京 SKP 渠道数据, HTI

图 9 2025 年 1-7 月北京 SKP 老铺黄金门店普卡会员数量增长最快，黑金卡次之

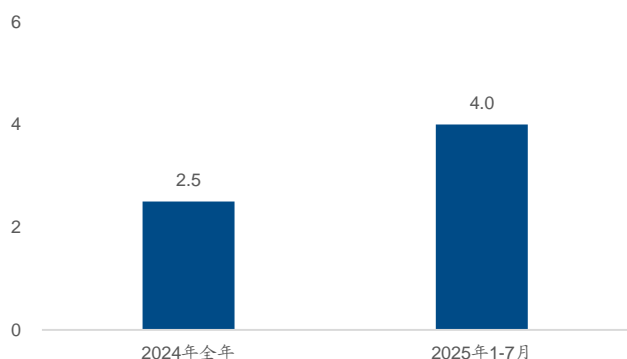


资料来源：老铺黄金北京 SKP 渠道数据, HTI

#### 4. 高附加值驱动高客单，高净值客户贡献显著

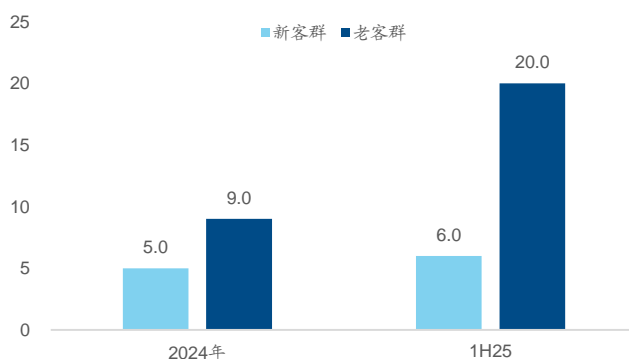
**客单价持续拉升，高净值客群消费深度显著增强。**老铺黄金采取的“一口价”定价模式弱化了产品价格与黄金克价的直接关联，叠加独特审美与高端定位所带来的溢价，使产品具备奢侈品属性，并使客单价具有上升空间。以北京 SKP 老铺黄金店铺为例，客单价由 2024 年均值 2.5 万元提升至 2025 年 1-7 月的均值 4 万元以上，主要受黄金价格上涨、促销频次增加及黄牛集中采购带动。分客群来看，2024 年北京 SKP 老铺门店新客人均消费约 5 万元，老客约 9 万元；2025 年 1-7 月新客人均消费提升至 6 万元，老客则跃升至 20 万元以上，反映出核心高净值客群复购金额显著攀升、消费深度持续加大。

图 11 2024 全年 vs 2025 年 1-7 月北京 SKP 老铺黄金门店的客单价 (万元)



资料来源：老铺黄金北京 SKP 渠道数据, HTI

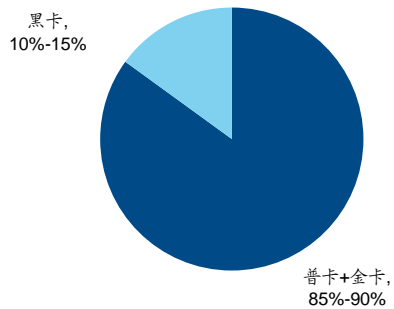
图 12 2024-1H25 北京 SKP 老铺黄金门店新老客群人均消费水平变化 (万元)



资料来源：老铺黄金北京 SKP 渠道数据, HTI

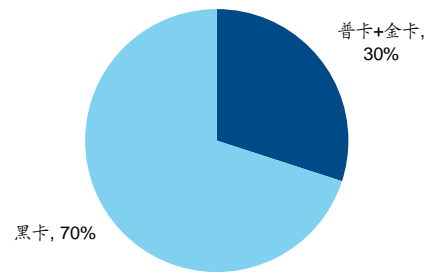
**高净值客户对公司收入贡献显著，且展现出持续增长的复购能力。**以北京 SKP 老铺门店为例，2025 年 1-7 月，黑金卡会员虽仅占整体会员数量的 10%-15%，但贡献约 70% 的销售额。该类客群消费动因涵盖收藏、礼赠及陈设等高端场景，是高克重、高附加值产品的核心消费群体。相比之下，人数占比 85%-90% 的普卡及金卡会员仅贡献约 30% 的收入，反映出高净值客群在公司营收结构中的核心地位与关键驱动作用。

图 13 2025 年 1-7 月北京 SKP 老铺黑金卡会员人数占 10%-15%



资料来源：老铺黄金北京 SKP 渠道数据, HTI

图 14 2025 年 1-7 月北京 SKP 老铺黑金卡会员贡献收入 70%



资料来源：老铺黄金北京 SKP 渠道数据, HTI

## 二、渠道布局对标海外奢侈珠宝品牌，门店存在增长空间

### 1. 东方美学门店塑造高端品牌形象，打造差异化尊贵体验

在门店与专柜形象打造上，老铺黄金致力于营造独具中式古典韵味的东方美学空间，强化品牌的差异化定位和高端形象。截至 2024 年底，公司已在全国 15 个核心城市开设 36 家自营门店，全部进驻如 SKP 系与万象城系等入驻门槛严格的高端商业中心。门店整体以中式古典书房为灵感，外立面设计简洁大气，内部配以深色木质家具、雕花窗棂及雅致陈设，色调沉稳，空间开阔雅静，辅以灯光、音乐、香氛等感官元素，营造浓厚的东方文化氛围与尊贵感，为顾客提供沉浸式的舒适选购体验。对比 2023 年，2024 年公司净增 7 家新店，并完成 4 家门店的优化与扩容，带动增量营收。

图 15 老铺黄金门店形象

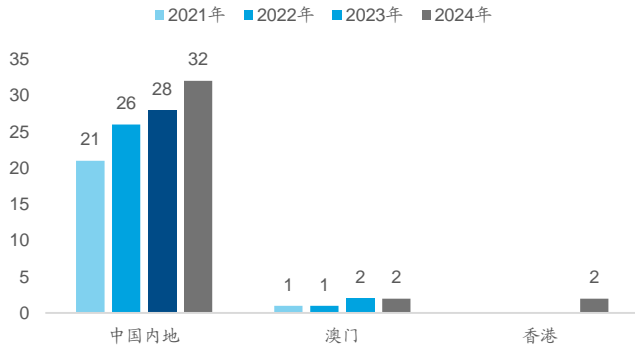


资料来源：老铺黄金招股说明书，HTI

从区域布局来看，老铺黄金的门店扩张主要集中于一线及新一线城市的核心高端商圈，重点瞄准高净值客群。2021—2024 年，公司门店总数由 22 家增至 36 家，呈现稳步增长态势。从地域分布看，新增门店主要位于中国内地核心城市，并已延伸至港澳等地区。2025 年公司首次出海，在新加坡滨海湾金沙购物中心开设门店，体现老铺黄金积

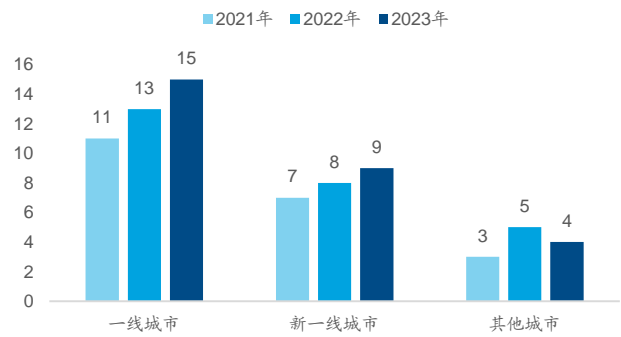
极探索海外市场、加速国际化布局的战略意图。从城市结构看，2021—2023 年间，国内一线城市门店数量由 11 家增至 15 家，新一线城市门店数量由 7 家增至 9 家，反映公司在高潜力市场持续加码的决心。截至 2025 年 6 月底，公司已实现对弗若斯特沙利文认定的中国十大高端购物中心的全覆盖，覆盖率位居国内黄金珠宝品牌首位。

图 16 2021-2024 年老铺黄金门店总数由 21 家上升至 32 家



资料来源：老铺黄金招股说明书, 2024 年年报, HTI

图 17 2021-2023 年国内一线和超一线城市门店数量持续上升



资料来源：老铺黄金招股说明书, HTI

表 5 老铺黄金门店及地址 (截至 2025 年 6 月底)

城市	店铺	地址	系列
北京	北京 SKP 店	SKP 一层店 (北京朝阳区大望路 SKP1 层 D1129 号)	SKP
	北京 SKP 店	SKP 负一层店 (北京朝阳区大望路 SKPB1 层 B1133 号)	SKP
	北京 SKP-S 店	北京市朝阳区大望路 SKP-S1 层 D1001	SKP
	北京工美大厦店	北京王府井工美大厦一层	
	北京东方新天地店	北京王府井新天地 2 层 AA02&&EE01F	
	老铺点钻东方新天地店	北京王府井新天地 2 层 AA01&&EE01G	
	北京东方新天地地会员中心	北京王府井新天地 2 层 AA06A&B	
	王府井百货大楼店	北京市东城区王府井大街 253 号王府井百货大楼 1F 珠宝区	
	北京国贸商城店	北京市建国门外大街 1 号国贸商城 1 层 F1-1	
	中国大饭店旗舰店	中国大饭店大堂层	
	北京 DT51 店	北京市朝阳区北苑路 98 号 DT51 一层 A1002 号店铺	
	北京王府井中环店	北京王府井步行街王府井中环 2 层 T0219-220 号	
	上海	上海豫园店	上海市豫园秀楼 1 层 BL3-1、2、3 号店铺
上海 ifc 店		上海市浦东新区世纪大道 8 号上海 ifc 商场 LG1-47 号	
上海港汇恒隆店		上海市徐汇区港汇恒隆广场南座 2 层 238-239 号	
广州	广州太古汇店	广州市天河区天河路 383 号广州太古汇商场裙楼地铁层 M24 号商铺	
深圳	深圳万象城店	万象城 B1 层店 (深圳罗湖区桂园街道华润万象城 B1 层 B51 号)	万象系
	深圳万象城店	万象城 B1 层岛柜 (深圳罗湖区桂园街道华润万象城 B1 层 KB16 号)	万象系
	深圳万象城店	万象城 L2 层店 (深圳罗湖区桂园街道华润万象城 B1 层 KB16 号)	万象系
	深圳万象天地店	深圳市南山区华润万象天地 LG 层 LG28 号店铺	万象系
杭州	杭州万象城店	杭州市四季青街道富春路 701 号杭州万象城 B1 层 B125 号	万象系
	杭州万象城 L2 层店	杭州市四季青街道富春路 701 号杭州万象城 L2 层 C15 号	万象系
	杭州大厦店	杭州市武林广场 1 号杭州大厦购物城 B 座 4 层 8431	
南京	南京德基广场一期店	南京市中山路 18 号德基广场一期三层 L303	
	南京德基广场二期店	南京市中山路 18 号德基广场二期三层 F305	
成都	成都 SKP 店	成都市高新区天府大道北段 SKP 北馆 2 层 D2004-1 号店铺	SKP
	成都 IFS 店	成都市锦江区 IFS (国金中心) 四层 L407 号	
西安	西安 SKP 店	西安市碑林区长安北路 261 号 SKPA1014-1	SKP
沈阳	沈阳万象城店	万象城负一层店 (沈阳市和平区青年大街 288 号沈阳万象城 B1 层 B125)	万象系
	沈阳万象城店	万象城 2F	万象系
武汉	武汉世贸广场店	武汉江汉区解放大道 686 号世贸广场一楼	
	武汉 SKP 店	武汉市武昌区沙湖大道 18 号武汉 SKP 一层 D1045	SKP
厦门	厦门万象城店	厦门华润中心万象城 3 层 L345 号商铺	万象系
	厦门万象城精品店	厦门华润中心万象城 B1 层 B124 号商铺	万象系
澳门	澳门威尼斯人正门大堂店	澳门氹仔路氹金光大道望德圣母湾大马路威尼斯人购物中心一层 1008-1010 号店铺	
	澳门威尼斯人店	澳门氹仔路氹金光大道望德圣母湾大马路威尼斯人购物中心 3F 脸谱街 302 号店铺	
香港	香港广东道店	香港九龙尖沙咀广东道 30 号新港中心 G04-G05	
	香港海港城店	香港九龙尖沙咀广东道海港城海运大厦二楼 OT-214 号商铺	
天津	天津万象城店	天津河西区乐园道天津万象城 L1-046 号	万象系
郑州	郑州丹尼斯大卫城店	郑州市金水区丹尼斯大卫城 2F-035 号商铺	
新加坡	新加坡金沙购物中心店	新加坡金沙购物中心 B2M 层 200 号	

资料来源:老铺黄金官网, HTI

注:带有加粗字体的店铺为弗若斯特沙利文认定的全国十大高端购物中心

## 2. 线下渠道布局对标海外珠宝品牌，老铺店效高于老牌重奢品牌

老铺黄金的线下渠道布局对标海外重奢珠宝品牌，共享优质客流与高端消费力。老铺黄金门店多选址于卡地亚、梵克雅宝、宝格丽、蒂芙尼等百年奢侈珠宝品牌所在的同层或同楼，借助这些国际重奢深厚的历史底蕴与集群效应，突出自身的品牌形象与高端定位。在高净值客群聚集的核心商圈内，老铺黄金实现了与重奢品牌的客群共享，带动门店转化率和单客价值提升。尽管其价格带与国际重奢珠宝品牌相近，但后者黄金珠宝产品主要采用 **18K 黄金、18K 白金、18K 玫瑰金或铂金材质**，而老铺黄金专注 **纯金** 古法制金，填补了细分市场空白，契合高净值客户对传统文化与工艺美感的追求，为其在高端珠宝赛道保留了独特的发展空间与溢价能力。

表 6 老铺黄金对标的国际重奢品牌成立时间、地点及代表产品

品牌	成立时间/地点	代表产品			
		18K黄金	18K白金	18K玫瑰金	铂金
卡地亚 Cartier	1847年/ 法国巴黎	 Love 手镯经典款 ¥58,000	 Santos de 链条手链 ¥39,100	 PANTHERE DE 猎豹手镯 ¥109,000	 C DE戒指 ¥20,100 (宽4mm)
宝格丽 BVLGARI	1884年/ 意大利罗马	 B.zero1系列手链 ¥37,200	 Serpenti Viper系列手链 ¥58,700	 Davis' Dream系列手链 ¥57,900 (18.5cm)	 Infinito系列 铂金婚戒 ¥16,900
蒂芙尼 Tiffany	1837年/ 美国纽约	 Tiffany HardWear 链环手链 ¥102,000	 Tiffany T系列线圈手链 ¥18,000 (窄式)	 Tiffany Knot线圈手链 ¥37,600	 Tiffany & Co. 婚戒 ¥14,000 (3mm)
梵克雅宝 Van Cleef & Arpels	1906年/ 法国巴黎	 Vintage Alhambra系列手链 ¥40,800 (18cm)	 Perlee signature系列手链 ¥61,500 (大号/18cm)	 Lucky Spring系列手链 ¥45,700 (18.5cm)	 Toujours Signature Etoiles婚戒 ¥26,100 (4mm)

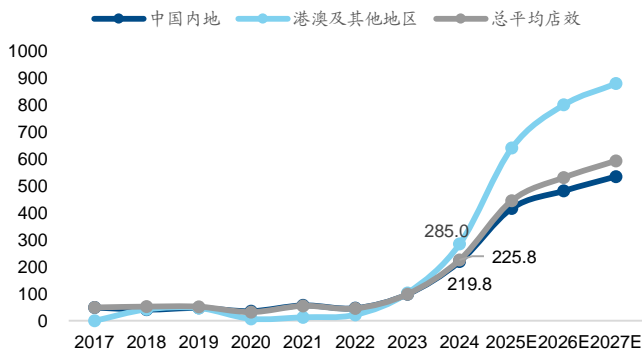
资料来源：各公司官网，各公司天猫官方旗舰店，HTI

注：表中价格为 7 月 15 日官网价格（不包含折扣）

### 2024 年老铺黄金单个商场平均销售业绩同比大增，坪效均高于传统重奢珠宝品牌。

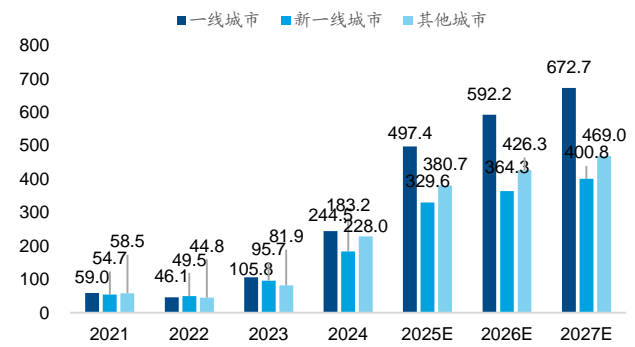
2024 年，老铺黄金单个商场平均销售业绩达到 3.28 亿元，较 2023 年的 9390 万元同比增幅为 249.3%。根据弗若斯特沙利文的资料显示，2024 年在所有知名珠宝品牌（国际及国内）中，老铺黄金在中国内地的单个商场平均收入及坪效均排第一，超越梵克雅宝、宝格丽、卡地亚、蒂芙尼等国际珠宝品牌。分地区看，港澳地区门店的平均店效更高，达到 2.85 亿元/店，内地门店则为 2.20 亿元/店。在 2025 年 4 月 1 日举行的 2024 年年度业绩说明会上，公司董事长表示，老铺未来平均店效要超 10 亿元，店效低于 5 亿元的门店将被关闭。

图 18 2024 年公司港澳地区平均店效高于内地 (百万元/家)



资料来源: 老铺黄金招股说明书, 老铺黄金年报, HTI 测算

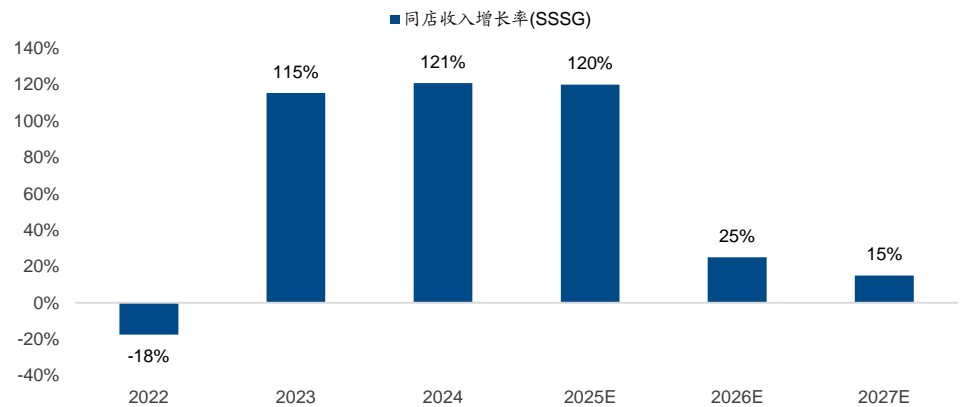
图 19 2024 年公司内地一线城市平均店效最高 (百万元/家)



资料来源: 老铺黄金招股说明书, 老铺黄金年报, HTI 测算

**2024 年同店销售延续高增长态势, 我们预计未来增速逐步回归常态。**根据招股书披露, 2023 年老铺黄金共有 21 家同店门店, 店均销售额达 1.03 亿元, 同比大幅增长 115.4%。其中, 北京 SKP、南京德基、沈阳万象城、上海豫园挹秀楼及西安 SKP 为表现最佳的五家门店, 全年销售额分别为 3.4/2.6/2.3/2.2/1.9 亿元, 对应坪效 44/20/16/12/26 万元/平/月, 显示核心高端商圈的强劲购买力。2024 年同店销售额增速提升至 121%, 主要源于古法黄金热度延续、产品矩阵升级、高端商圈核心门店放量以及新客群快速扩容。展望未来, 随着基数效应抬升及渠道扩张逐步分散增长动能, 我们预计 2025-2027 年同店销售额增速将逐步回落至 120%、25%及 15%。

图 20 2024 年老铺黄金同店销售额增长率达 121%



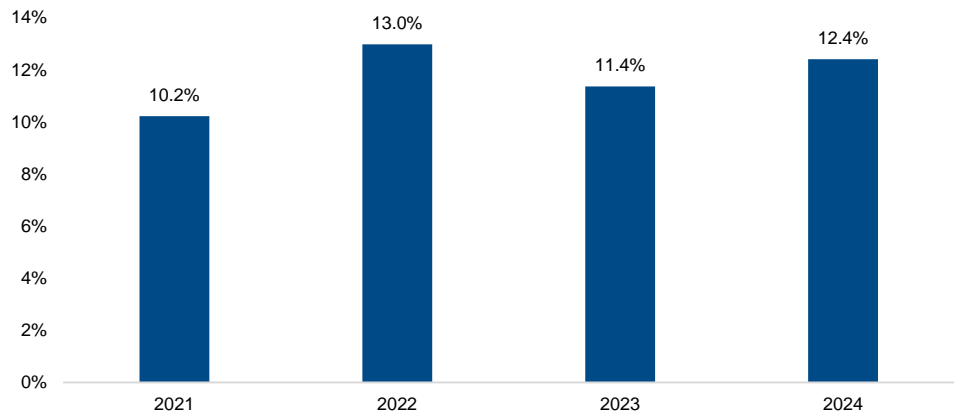
资料来源: 老铺黄金招股说明书, 老铺黄金年报, HTI 测算

注: 同店指比较两年内均营业超过 300 天或比较六个月内营业均超 150 天的门店

### 3. 线上渠道增加客户触达度, 毛利率略低于线下渠道

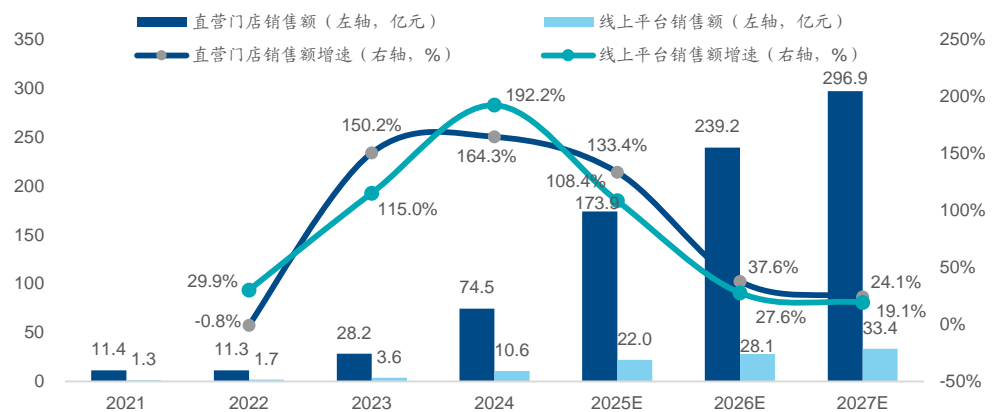
公司持续强化线上布局, 已构建线上线下的珠宝零售一体化体系, 进一步扩大覆盖面与客户粘性。自 2017 年布局自营网上商城与天猫旗舰店以来, 老铺黄金通过天猫、京东等第三方平台及微信小程序, 实现了对全国消费者的高效触达。2024 年双十一期间登顶天猫珠宝销售榜 TOP1, 线上销售额同比大涨近 200%。2024 年线上收入占比提升至 12.4%, 同比增长 1pct, 反映出线上渠道的渗透力与用户接受度稳步提升。公司线上线下渠道均采用自营模式, 零售一体化体系确保客户无论选择何种渠道, 都能获得一致的高品质服务体验。

图 21 2024 年公司线上平台收入占比同比上升 1pct



资料来源：老铺黄金招股说明书, 老铺黄金年报, HTI

图 22 2024 年直营门店贡献主要销售收入，线上平台销售额增速较高



资料来源：老铺黄金招股说明书, 老铺黄金年报, HTI 预测

#### 4. 门店扩张空间广阔，出海潜力显著

**老铺黄金持续拓店，稳步扩大线下网络。**根据招股书披露，未来公司计划针对已开业五年以上的约 11 家线下门店进行装修及形象升级，同时计划于未来三年内在内地开设约 10 家新门店，中国内地以外地区（包括港澳及新加坡）开设约 5 家新门店，稳步扩大销售网络，完善营销服务体系，提升品牌在一线与新一线城市的渗透率。

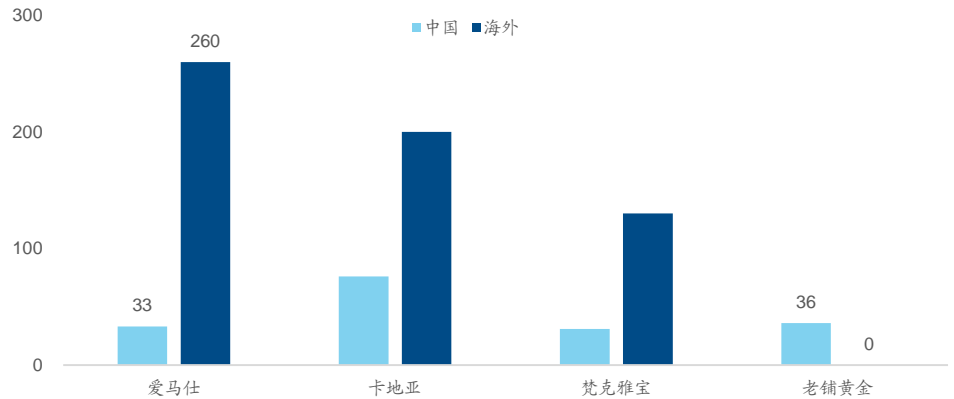
表 7 老铺黄金未来三年计划开设 15 家门店（招股说明书日期 2024 年 6 月 11 日）

市场	城市	现有门店数量	未来三年计划开设门店数量
中国内地市场	一线城市	16	6
	新一线城市	10	4
港澳台及海外市场	香港地区	1	2
	澳门地区	2	1
	新加坡	-	1
	东京	-	1
合计	-	33	15

资料来源：招股说明书, HTI

店铺选址对标国际奢牌，我们认为截至2028年底老铺有望开至60-70家。截至1H25，老铺黄金已实现中国十大高端购物中心（如北京 SKP、上海恒隆广场等）100%覆盖，展现出在核心高端渠道的深度布局能力。截至2024年底，爱马仕、卡地亚、梵克雅宝全球门店数分别为293家（中国约33家）、200余家（中国约76家）及130余家（中国约31家），而老铺黄金仅有36家，并且全部位于中国大陆及港澳，扩张潜力显著。基于其高端定位、单店盈利能力与品牌势能，我们预计未来三年门店总数有望增至60-70家，其中中国45-50家、海外15-20家。海外拓展将优先布局华人消费占比较高的亚洲高端商圈，通过优化工艺、审美与渠道策略，加速全球化布局。

图 23 老铺黄金国内开店空间和出海开店空间广阔（家）



资料来源：各公司官网，老铺黄金年报，HTI

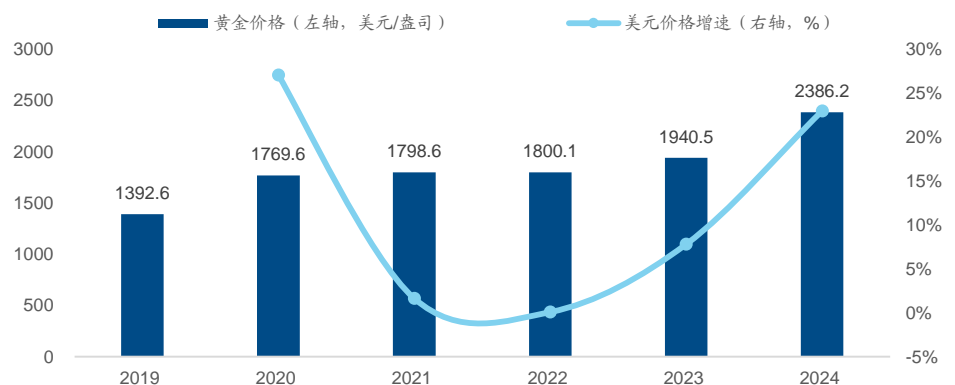
注：以上数据截至2024年12月31日；由于部分公司财年并非于12月31日结束，图中采取HTI预测值

### 三、黄金具有消费、投资与避险属性，中国黄金珠宝市场消费韧性强劲

#### 1. 近五年来国际金价持续走高，黄金品类投资与避险属性凸显

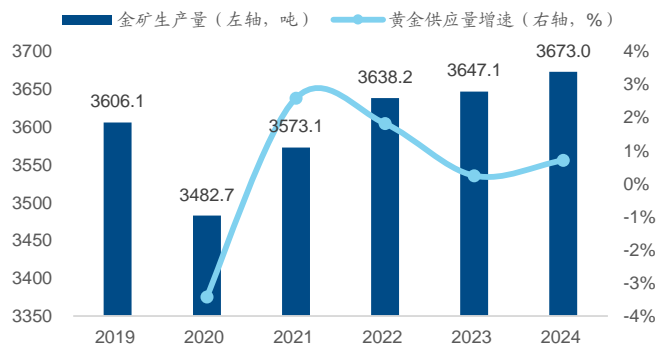
国际黄金价格自2019年以来呈上行态势，使得黄金产品兼具投资与避险属性，备受消费者青睐。2024年，黄金价格已升至2386美元/盎司，较2020年上涨逾30%；另一方面，金矿生产量自2020年触底后持续回升，2024年达3673吨，近三年来供应端保持温和增长态势；但下游全球珠宝制造用金需求自2021年见顶后连续三年回落，2024年降至2012吨，已较峰值下降逾10%。在黄金价格持续走高背景下，行业供需结构分化愈发显著，黄金投资与避险属性愈发凸显。

图 24 黄金价格自2019年以来逐年上升，增速自2021年起持续提升



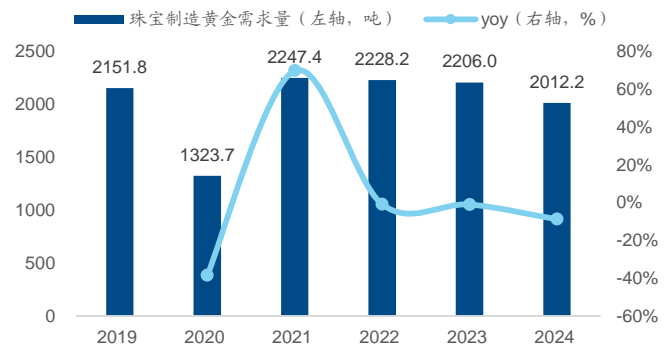
资料来源：世界黄金协会，HTI

图 25 全球黄金供应量自 2020 年以来持续上升



资料来源：世界黄金协会, HTI

图 26 珠宝制造黄金需求量自 2021 年以来持续下滑



资料来源：世界黄金协会, HTI

2024 年以来各季度黄金投资与金饰制造在全球黄金消费结构中占比超 65%。2025 年一季度，全球黄金投资需求达 551.9 吨，同比增长 170%，环比增长 60%，主要受避险情绪升温及金价上涨预期推动；金饰制造需求为 434 吨，尽管受季节性消费情绪影响同比下降 19%、环比下降 17%，占比仍维持高位。1Q25 两者合计占据黄金总需求超 75%，体现出投资与首饰消费在驱动黄金市场需求方面的核心地位。

表 8 全球黄金季度供需各板块情况 (单位: 吨)

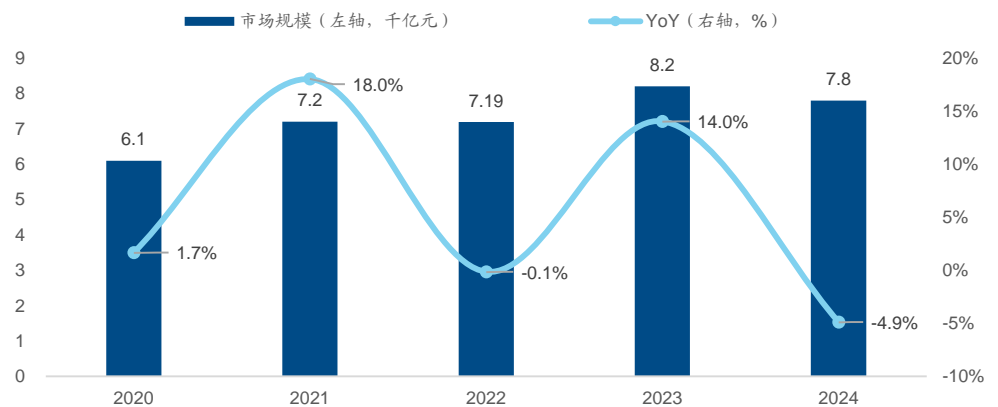
	2024 年 一季度	2024 年 二季度	2024 年 三季度	2024 年 四季度	2025 年 一季度	季度环比 变化%	季度同比 变化%
<b>黄金供应量</b>							
金矿产量	853.4	901	961.5	957.1	855.7	-11	0
生产商净套保量	-8.8	-19.8	-6.8	-19.3	5	-	-
回收金	349.6	334.8	326.3	358.7	345.3	-4	-1
<b>总供应量</b>	<b>1,194.20</b>	<b>1,216.00</b>	<b>1,280.90</b>	<b>1,296.60</b>	<b>1,206.00</b>	<b>-7</b>	<b>1</b>
<b>黄金需求量</b>							
<b>金饰制造</b>	<b>538.5</b>	<b>411</b>	<b>542.3</b>	<b>520.4</b>	<b>434</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>
金饰消费	480.1	391.8	459	547.5	380.3	-31	-21
金饰库存	58.4	19.1	83.3	-27.1	53.6	-	-8
<b>科技用金</b>	<b>80.2</b>	<b>80.2</b>	<b>82.9</b>	<b>82.9</b>	<b>80.5</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>
电子用金	66	66.8	69.1	68.8	67	-3	2
其他行业	11.9	11.1	11.6	11.9	11.3	-5	-5
牙科用金	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	-2	-6
<b>投资需求</b>	<b>204.4</b>	<b>267.5</b>	<b>365.2</b>	<b>344.7</b>	<b>551.9</b>	<b>60</b>	<b>170</b>
<b>金条和金币总需求</b>	<b>317.3</b>	<b>274.6</b>	<b>270.5</b>	<b>326</b>	<b>325.4</b>	<b>0</b>	<b>3</b>
实体金条需求	226.8	199.7	198.7	236.6	257.6	9	14
<b>官方金币</b>	<b>66</b>	<b>49.6</b>	<b>32.1</b>	<b>53.5</b>	<b>45.2</b>	<b>-16</b>	<b>-32</b>
奖章/仿制金币	24.6	25.4	39.8	35.8	22.6	-37	-8
黄金 ETF 及类似产品	-113	-7.1	94.7	18.7	226.5	1,114	-
<b>各国央行和其他机构</b>	<b>309.9</b>	<b>211.5</b>	<b>199.5</b>	<b>365.1</b>	<b>243.7</b>	<b>-33</b>	<b>-21</b>
<b>黄金需求</b>	<b>1,133.00</b>	<b>970.2</b>	<b>1,189.80</b>	<b>1,313.00</b>	<b>1,310.00</b>	<b>0</b>	<b>16</b>
场外交易和其他需求	61.2	245.9	91.1	-16.5	-104	-	-
<b>总需求</b>	<b>1,194.20</b>	<b>1,216.00</b>	<b>1,280.90</b>	<b>1,296.60</b>	<b>1,206.00</b>	<b>-7</b>	<b>1</b>
伦敦金 (LBMA) 午盘价 (美元/盎司)	2,069.80	2,338.20	2,474.30	2,663.40	2,859.60	7	38

资料来源：世界黄金协会, HTI

## 2. 中国珠宝消费基本盘稳固，黄金产品在中国珠宝市场中占主导地位

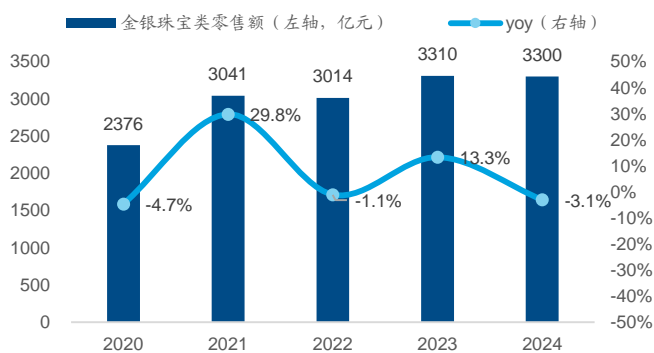
**2024 年中国珠宝市场规模小幅回调，但行业基本盘依然稳固。**2018-2023 年，中国珠宝市场销售收入由 5,800 亿元增至 8,200 亿元，CAGR 达 7.2%，我们认为主要受益于居民消费能力提升、日常佩戴与自我表达需求增强以及产品设计与品类创新。2024 年市场规模回落至 7,800 亿元，同比下降 4.9%，其中限额以上金银珠宝类零售额同比下降 3.1% 至 3,300 亿元，但规模仍稳守 3,000 亿元以上的历史高位。下滑主要源于宏观经济波动、居民消费疲软以及高金价对购买力的抑制，同时部分高毛利品类需求承压，行业呈现“量缩价稳”特征。尽管如此，黄金等核心品类依然具备坚实支撑力，叠加高端化、品牌化及线上化布局的推进，市场基本面保持韧性。弗若斯特沙利文预计到 2028 年中国珠宝市场规模将达到 11,400 亿元，长期稳健增长可期。

图 27 2020-2024 年我国珠宝行业市场规模及增速



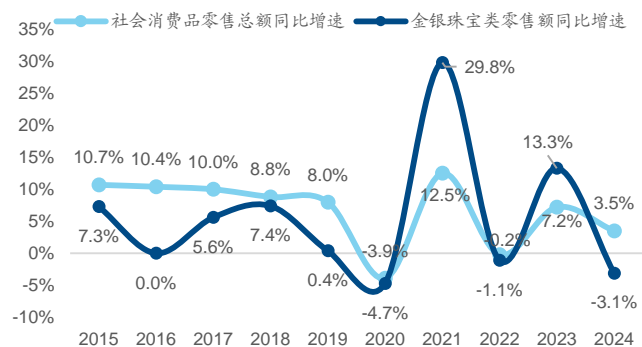
资料来源：中国珠宝玉石首饰协会, HTI

图 28 2020-2024 年限额以上金银珠宝类零售额及其增长速度



资料来源：国家统计局, HTI

图 29 2015-2024 年社会消费品零售总额及限额以上金银珠宝类零售额增速

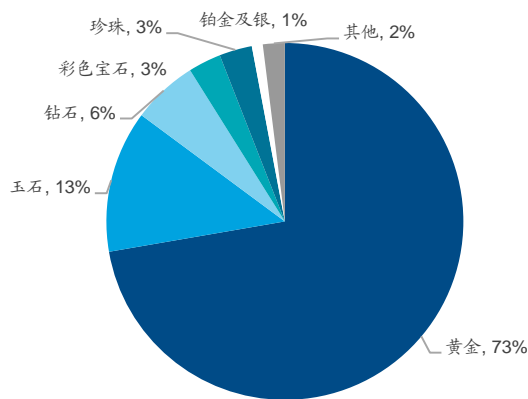


资料来源：国家统计局, HTI

**黄金产品在中国珠宝市场中占据绝对主导地位，是收入贡献最大的板块。**按销售额计，2024 年我国珠宝首饰行业主要涵盖黄金、钻石、玉石、彩色宝石、珍珠、铂金及白银以及其他流行饰品。其中，黄金产品市场规模约 5,688 亿元，占比高达 73%，较 2023 年的 63% 显著提升 10pct；钻石市场规模约 430 亿元，占比 6%；玉石市场规模约 980 亿元，占比 13%；彩色宝石约 270 亿元，占比超 3%；珍珠约 210 亿元，占比近 3%；铂金及白银约 80 亿元，占比 1%；流行饰品及其他品类合计约 130 亿元，占比 2%。我们认为，黄金之所以成为中国珠宝市场的核心消费品，主要得益于其兼具保值与投资功能，能够在金价上涨周期内增强消费者购买动机，同时其广泛的婚庆与日常佩戴需

求为市场提供了稳定支撑。相比之下，钻石、彩宝及珍珠等品类受宏观环境及消费结构分化影响更为敏感。展望未来，弗若斯特沙利文预计中国黄金珠宝市场规模将由2023年的5,180亿元增长至2028年的8,110亿元。

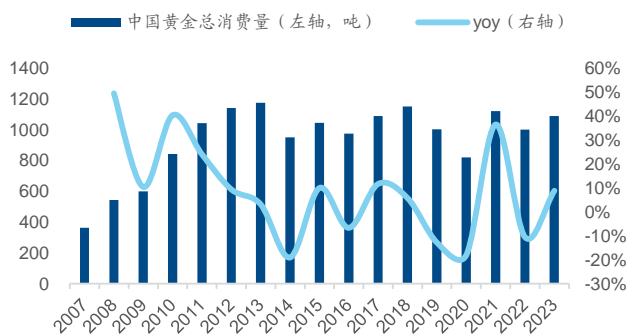
图 30 2024 年中国珠宝首饰行业市场细分品类市场规模及占比



资料来源：中国珠宝玉石首饰协会, HTI

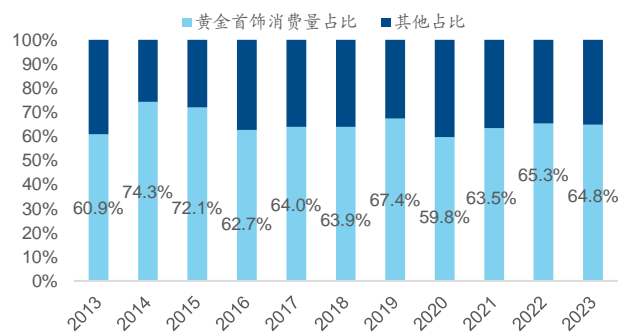
黄金首饰用金在国内黄金消费中占据主导地位，中国黄金消费市场有望维持高景气度。2014–2023 年，中国黄金消费量长期维持在 900–1,200 吨的高位区间，需求规模稳居全球前列。2023 年消费量达 1,090 吨，同比回升约 10%，反映出黄金消费在外部环境波动背景下依然具备较强韧性。从结构看，黄金首饰消费占黄金消费量比重自 2013 年的 60.9% 提升至 2023 年的 64.8%，持续为黄金消费核心驱动力。这一增长不仅源于居民在婚庆、礼赠及投资保值等多元化场景中对黄金首饰的传统需求，也得益于工艺创新与设计升级的推动，使黄金饰品兼具实用与情绪价值，逐渐成为“悦己消费”的重要选择。我们认为，在居民财富水平提升、传统文化复兴及黄金保值属性强化的共同作用下，中国黄金消费市场有望维持高景气度。

图 31 2014-2024 年中国黄金消费需求及增速



资料来源：中国黄金协会, HTI

图 32 2014-2024 年中国黄金消费结构 (消费量口径)

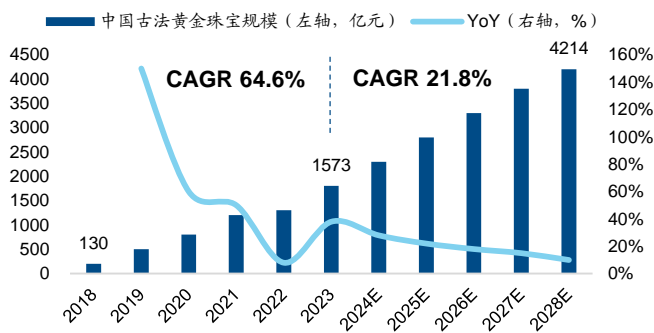


资料来源：中国黄金协会, HTI

3. 古法黄金赛道持续高增，凭借典雅之美占据消费者心智

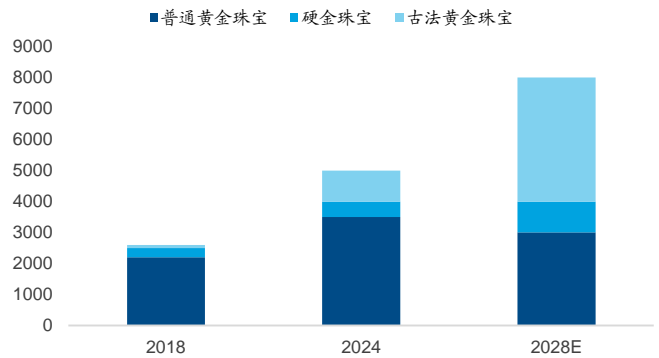
中国古法黄金市场规模持续扩大，相对于普通黄金珠宝销售占比提升。2018-2024 年，我国古法黄金销售规模由 130 亿元大幅增长至 2193 亿元，CAGR 高达 62.8%，主因传统文化内涵与现代美学设计的结合使得古法黄金珠宝对消费者吸引力持续提升，市场规模保持快速扩张。弗若斯特沙利文预计到 2028 年古法黄金市场规模将达到 4,214 亿元，2024-2028 年 CAGR 预计为 17.7%。从品类看，2018 年市场仍以普通黄金饰品为主，2024 年古法黄金占比已明显扩大，我们预计未来三年在消费升级与文化审美驱动下古法黄金销售额占比将进一步攀升。

图 33 2018-2028 年我国古法黄金市场规模持续扩大



资料来源：老铺黄金招股说明书，弗若斯特沙利文，HTI

图 34 2018-2028 年古法黄金销售占比持续提升



资料来源：老铺黄金招股说明书，弗若斯特沙利文，HTI

古法黄金凭借传统典雅之美和文化底蕴深植消费者心智，契合当下“国潮”审美风尚，叠加熟练工匠手工制作成本，均价与毛利率高于普通黄金珠宝。古法黄金的美感不仅源于金质本身的温润光泽，更体现在工艺细节的繁复与考究。纹饰线条流畅且层次分明，造型多取意于祥云、花鸟、吉祥文字等传统元素，既承载深厚文化寓意，又呈现柔美雅致的视觉观感。细腻的镌刻、精巧的花丝与恰到好处的镶嵌，使成品在不同光线下呈现出丰富的质感变化，兼具古韵与艺术性，令佩戴者在审美与文化认同上都能获得独特体验。其中，花丝、镌刻、镶嵌与烧蓝（珐琅）等古法黄金常用工艺本身并无绝对技术壁垒，成品质量主要取决于工厂匠人的经验与精细度。由于部分环节需要数量工匠运用中国宫廷古法制金工艺纯手工或半手工制作，较普通黄金珠宝更为耗时，结合其传统文化属性及东方现代审美，古法黄金产品均价及毛利率普遍高于普通黄金珠宝。根据弗若斯特沙利文数据披露，古法黄金珠宝的平均毛利率约为 35%，而普通黄金珠宝的平均毛利率仅为 25%。

图 35 老铺黄金古法手工金器



资料来源：老铺黄金官网，HTI

图 36 老铺黄金古法金饰



资料来源：老铺黄金官网，HTI

#### 4. 古法金赛道产品同质化趋势显现，但老铺黄金市场前景广阔

古法黄金热度攀升的同时，市场同质化竞争迹象逐渐显现。当前，国内头部珠宝品牌如周大福、老凤祥、周生生及菜百首饰等均已加快古法黄金领域布局，部分产品造型相似。然而，作为古法黄金的先行者，老铺黄金凭借行业标准制定与文化叙事形成了独特壁垒。公司先后参与起草《古法金饰品》《古法金镶嵌钻石饰品》行业标准，将古法工艺与自身品牌深度绑定，强化其“中国古法手工金器专业第一品牌”的定位（经中国黄金协会认证），占据消费者心智认知高地。同行虽可通过推出古法金系列，但难以重塑“古法”定义，也难以在短期内打破“古法手工金器=老铺黄金”的圈层认同。我们认为，凭借精准生态位选择与价格带区间差异化，叠加门店选址及布局所营造的“文化+奢侈品”美学氛围，老铺黄金成功将品牌调性与文化价值绑定，文化叙事的主导权成为其筑高竞争壁垒的关键一环。

表9 主流品牌黄金珠宝产品具有一定相似性，但各产品价格带不同

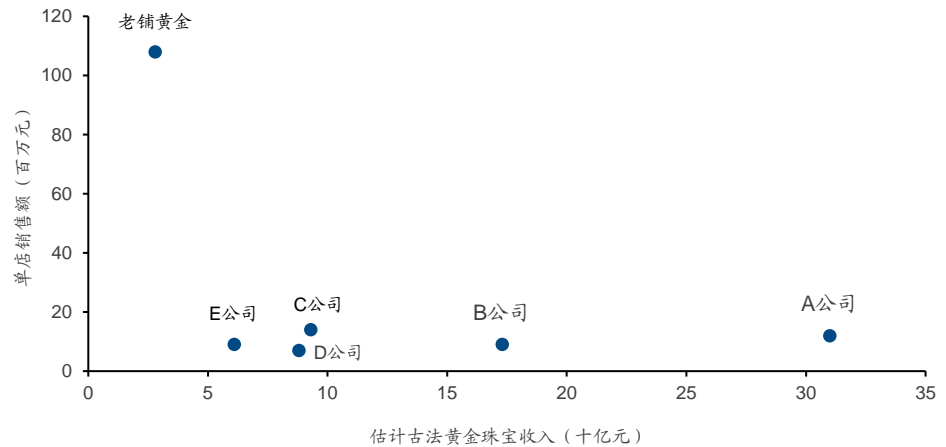
老铺黄金	 ¥ 22650 (14.2g)	 ¥ 21970 (14.2g)	 ¥ 21500 (14.6g)	 ¥ 40380 (32.0g)
潮宏基	 ¥ 10535 (6.8g)	 ¥ 10535 (6.72g)	 ¥ 10535 (7.1g)	 ¥ 14736 (13.3g)
周生生	 ¥ 13400 (5.5g)	 ¥ 29358 (18g)	 ¥ 27400 (11.5g)	 ¥ 25860 (22.15g)

资料来源：各品牌官网，天猫旗舰店，HTI

备注：价格为2025年7月15日价格（不含折扣）

老铺黄金是我国珠宝品牌中定位高端的稀缺标的，市场前景广阔。根据老铺黄金招股说明书，2023年，中国古法黄金珠宝市场规模达1,573亿元，按中国古法黄金销售收入计前五大品牌合计占比46.1%。老铺黄金以2.0%的市场份额位列第七，是前十大参与者中唯一专注古法黄金且实行全自营模式的品牌，稀缺性突出。同时，2023年整体黄金珠宝市场规模为5,180亿元，老铺黄金份额仅0.6%，但其连续两年单店销售额居全国首位，彰显强劲盈利能力与高端定位。公司凭借差异化产品、文化属性及渠道优势，已构筑稳固竞争壁垒，未来有望持续扩大份额并释放成长潜力。

图 37 2023 年老铺黄金及五大古法黄金珠宝品牌的竞争格局 (按中国古法黄金销售收入计)



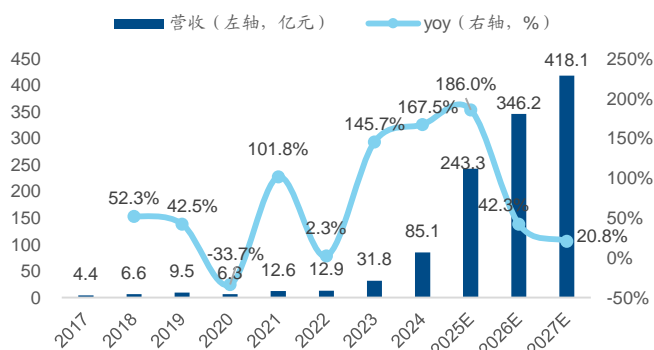
资料来源: 公司年报, 弗若斯特沙利文, HTI

#### 四、营收利润高增，成本控制能力持续提升

##### 1. 营收高增长，规模效应带动净利润显著上升

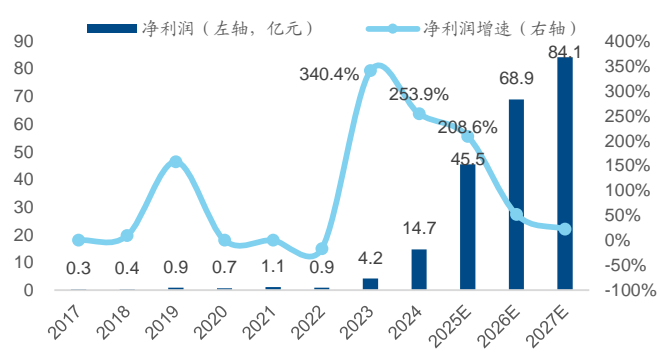
受益于金价上行带动的黄金消费需求旺盛、产品持续破圈创新以及品牌影响力不断增强，公司收入与净利润实现高速增长。2017年以来，公司收入与利润持续快速增长，2017-2024年CAGR分别达39.3%/53.0%。2024年公司实现营业收入85.1亿元/同比+167.5%，归母净利润14.7亿元/同比+253.9%，营收及利润端高速增长，主要由于1) 金价上行提振，黄金品类由于具备一定的投资保值属性，消费者提升黄金产品购买意愿带动销量增加；2) 公司产品系列迭代、足金镶嵌等新品类渗透提升持续破圈，品牌影响力显著增强。随着老铺黄金品牌势能持续提升，渠道网络持续扩张，公司业务有望持续快速增长，我们预计2025E-2027E公司营收增速分别为186.0%/42.3%/20.8%，净利润增速分别为208.6%/51.5%/22.1%。

图 38 老铺黄金 2024 年营收增速达 167.5%



资料来源: 老铺黄金年报, HTI 预测

图 39 老铺黄金 2023 年和 2024 年净利润增速超过 250%

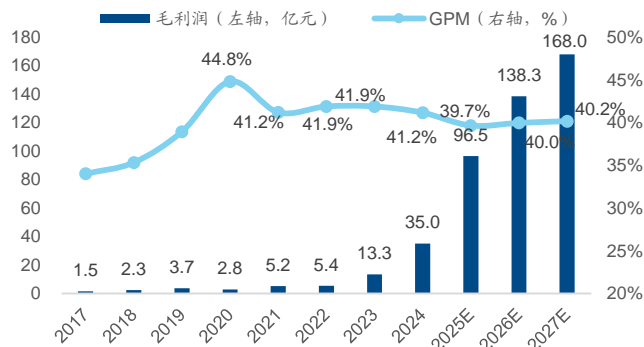


资料来源: 老铺黄金年报, HTI 预测

## 2. 整体毛利率高位企稳，足金镶嵌产品是毛利率贡献主力

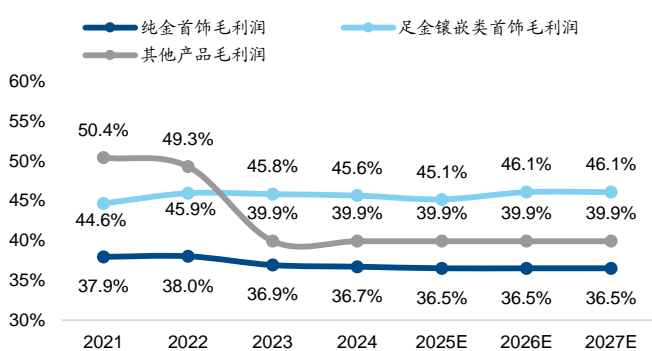
整体毛利率保持稳定，产品结构优化驱动上行。2021-2024 年公司整体毛利率保持在 41%-42% 稳定水平，显著优于传统以加盟模式、克重黄金为主要产品的黄金珠宝公司。其中：足金黄金产品毛利率保持在 37-40% 区间，足金镶嵌产品毛利率维持在 45-47% 区间，由于 2020 年以来较高毛利率水平的足金镶嵌产品贡献收入占比持续提升，我们认为随着产品销售结构的持续优化，整体毛利率仍有一定上行空间。我们预计 2025E-2027E 公司毛利率分别达 39.7%/40.0%/40.2%。

图 40 2021-2024 年老铺黄金毛利率保持在 41%-42% 稳定水平



资料来源：老铺黄金招股说明书，老铺黄金年报，HTI 预测

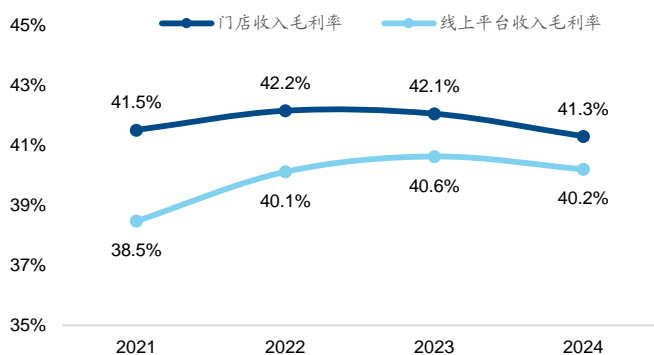
图 41 老铺黄金足金镶嵌产品毛利率优于足金黄金产品



资料来源：老铺黄金招股说明书，老铺黄金年报，HTI 预测

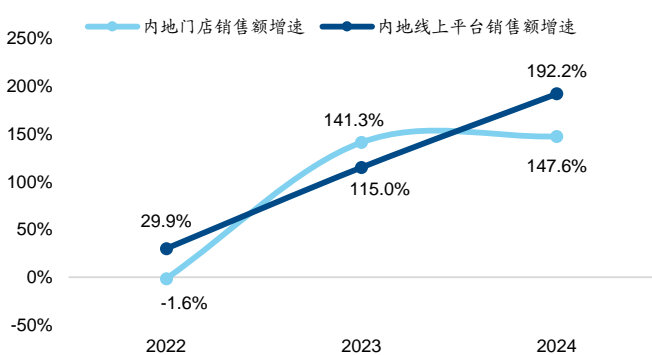
毛利润方面，线下门店毛利率长期高于线上。2024 年线下毛利率达 41.3%，高于线上的 40.2%，主要原因在于 1) 线上多用于广泛覆盖与促销，产品客单价和工艺复杂度较低，拉低了毛利；2) 线下门店布局高端商圈，匹配高净值客群，有效提升单客价值与议价空间。尽管公司主要致力于以线下渠道销售，但 2024 年天猫双十一期间，公司线上旗舰店仍登顶珠宝店铺销售业绩榜首。2024 年，内地线上平台销售额增速达 192.2%，高于门店销售额增速 147.6%。随着线上网络持续扩展及用户消费习惯转变，公司有望进一步扩大覆盖、提升客户忠诚度，夯实其高端古法黄金品牌的市场地位。

图 42 2021-2024 年公司门店毛利率持续高于线上平台



资料来源：老铺黄金招股说明书，老铺黄金年报，HTI

图 43 2022-2024 年内地门店和内地线上平台销售额增速

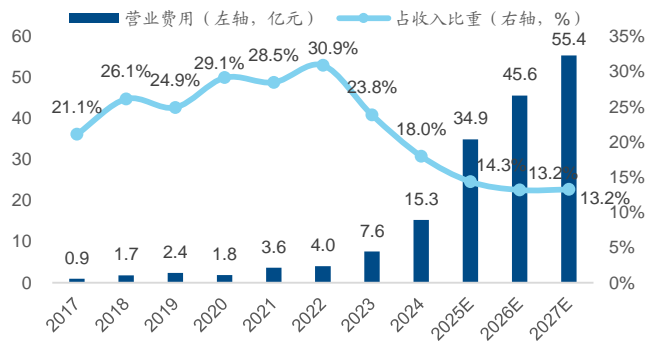


资料来源：老铺黄金招股说明书，老铺黄金年报，HTI

## 3. 费用率持续优化，高净利率驱动高 ROE

期间费用率持续优化，净利率稳步提升。2024 年公司期间费用率为 18.0%，相较 2023 年优化 5.9pct，主要由于销售规模快速增长，经营杠杆进一步释放。拆分费用率看，2024 年销售费用/管理费用/研发费用比率分别为 14.5%/3.2%/0.2%，销售费用率与管理费用率优化幅度较大。

图 44 2024 年老铺黄金期间费用率显著优化



资料来源：老铺黄金招股说明书，老铺黄金年报，HTI 预测

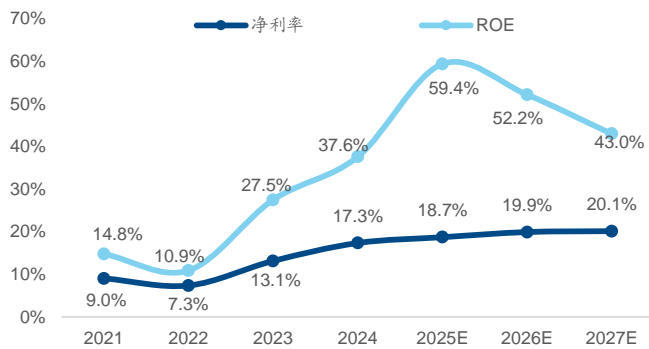
图 45 老铺黄金销售费用率&gt;管理费用率&gt;研发费用率



资料来源：老铺黄金年报，HTI

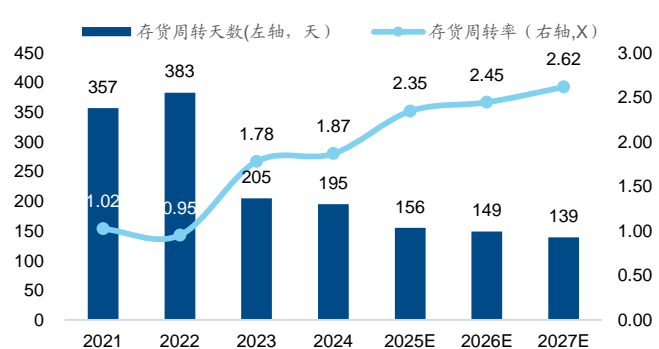
**盈利能力优秀，高净利率驱动高 ROE。**2024 年公司净利率 17.3%，相较 2023 年提升 4.2pct。2024 年公司 ROE 为 37.6%，同比提升 10.1pct，主要得益于销售规模大幅增长，经营杠杆释放驱动净利率提升；同时公司终端动销释放驱动资产周转率显著优化，存货周转天数由 2023 年的 205 天大幅优化至 2024 年的 195 天。未来随着门店网络的持续增长，品牌势能与规模效应进一步显现，费用率持续优化驱动，净利率仍有提升空间，因此我们预计 2025E-2027E 净利率分别为 18.7%/19.9%/20.1%，ROE 分别为 59.4%/52.2%/43.0%。

图 46 老铺黄金 2024 年净利率上升至 17.3%，ROE 上升至 37.6%



资料来源：老铺黄金年报，HTI 预测

图 47 老铺黄金存货周转天数自 2022 年以来持续下降

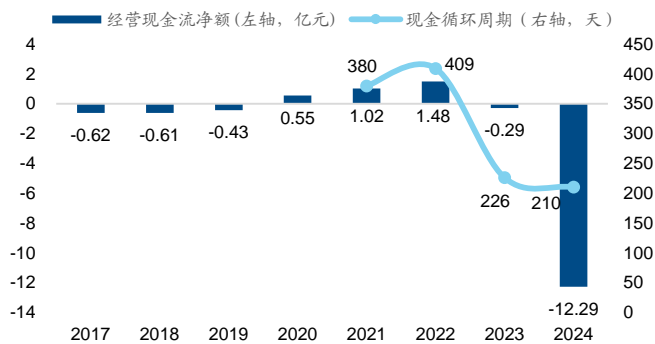


资料来源：老铺黄金年报，HTI 预测

#### 4. 现金流受拓店和备货影响扰动，但现金循环效率提升

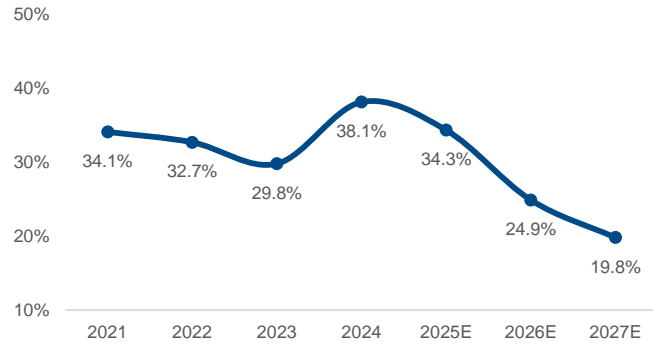
**拓店节奏影响经营现金流阶段性波动，负债率逐步优化。**2020-2022 年公司经营活动产生的净现金流持续提升，但 2023 和 2024 年经营现金流为负，主要由于门店扩张提速，公司门店采用直营模式相对重资产经营，初期备货等投入较大。我们预计随着新开门店销售逐步完成爬坡，经营现金流将呈现逐步改善。2024 年公司资产负债率为 38.1%，同比上升 8.3pct，主因为满足新增门店拓展及增量存货备货需求，公司加大了短期银行及其他借款规模，带动有息负债增加所致。

图 48 公司经营现金流阶段性波动，现金循环周期变短



资料来源：老铺黄金年报, HTI

图 49 老铺黄金资产负债率逐步优化



资料来源：老铺黄金年报, HTI 预测

### 5. 成熟工艺流程促进产能持续提升，持续加大产品创新和研发力度

老铺黄金产能规模持续提升，产能利用率保持在高位。公司产能主要由工厂的生产人力和工人工作时长决定。2021–2023 年，公司最高产能 CAGR 为 29.7%，而实际产量 CAGR 达到 37.1%，超出产能增长幅度，主要得益于生产工人数量显著增加及合理安排加班。其中 2021–2022 年，公司通过扩招工人带动产能提升，但受 COVID-19 影响，2022 年实际产量下降，产能利用率（实际产量除以最高产能）有所回落。2023 年，随着产品销量快速增长，公司继续增聘生产工人，并在符合法规的前提下安排加班，推动产能利用率提升至 111.7%。2021–2024 年公司生产工人数的 CAGR 达 49.7%。老铺表示未来将持续扩充生产人力，以满足不断扩大的市场需求。

图 50 2023 年公司产能利用率达 111.7%

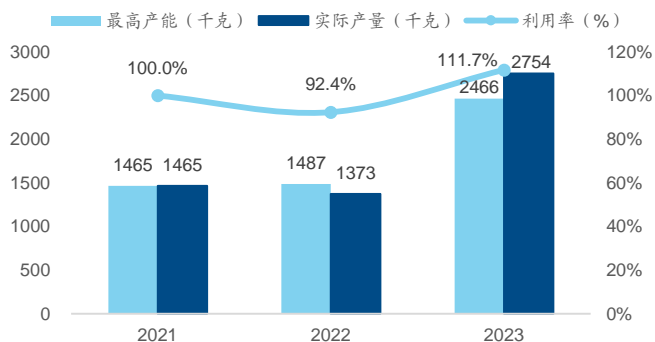
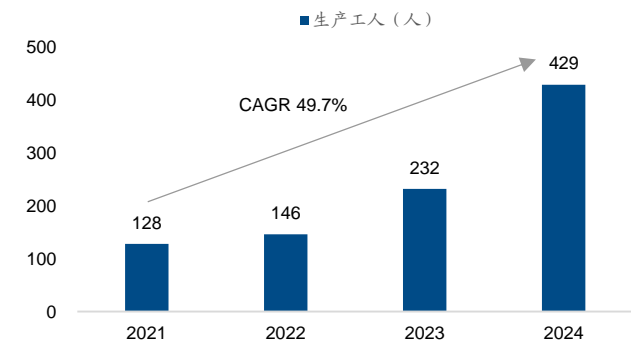
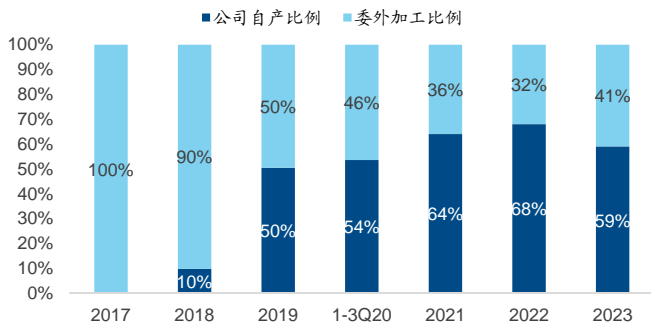
资料来源：老铺黄金招股说明书, HTI  
注：利用率等于实际产量除以最高产能

图 51 2021-2024 年公司生产工人人数 CAGR 达 49.7%

资料来源：老铺黄金招股说明书, HTI  
注：生产工人包括技工、技师和总监，其中技师和总监为熟练工匠

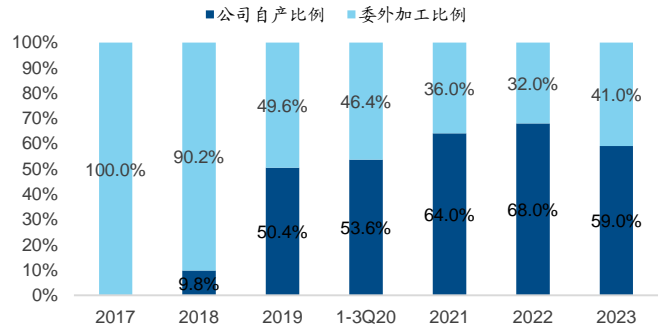
公司产能逐步由完全外包转向至自产为主，自产比例逐年提升。2018 年 12 月，老铺黄金岳阳工厂正式投产，公司自产比例逐年提升至 50% 以上。岳阳工厂建筑面积约 1.5 万平方米，2023 年共生产约 79,000 件产品，其中约 69.1% 的产品在 35 天内完成制作，整体生产周期依工艺和设计复杂度而有所差异。

图 52 2018 年-2022 年公司自产比例持续上升（按产）



资料来源：老铺黄金招股说明书, HTI

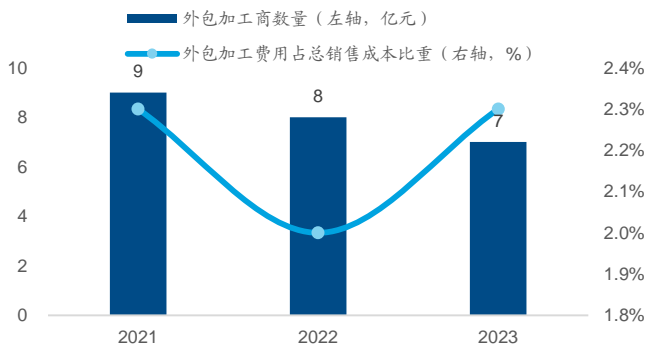
图 53 2023 年老铺黄金自有工厂产品完成时间及对应比例



资料来源：老铺黄金招股说明书, HTI

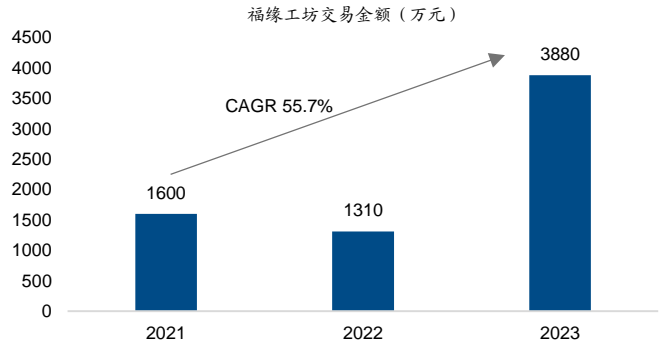
除自产外，老铺委聘独立第三方加工商以有效补充产能。加工商主要生产工艺相对简单且批量较大的产品（如金条及耳钉），或工艺耗时的产品（如镶钻产品）。加工成品需经老铺黄金质检、组装及认证后方可进入市场销售，以保障产品质量和消费者体验。2021-2023 年，公司委外加工产量比例分别为 36%/32%/41%，外包加工费占销售成本比例分别为 2.3%/2.0%/2.3%。其中，福缘工坊连续多年为公司五大供应商之一，2021-2023 年公司与其交易额累计超 7,000 万元。

图 54 2021-2023 年老铺黄金外包加工商数量及费用占比



资料来源：老铺黄金招股说明书, HTI

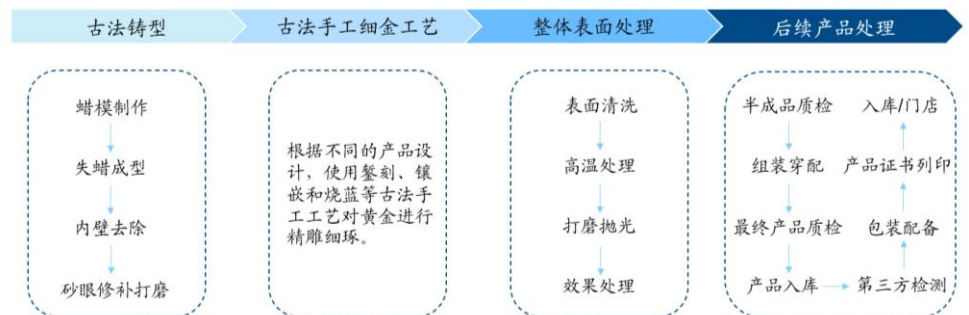
图 55 2021-2023 年公司与其交易额累计超 7000 万元



资料来源：老铺黄金招股说明书, HTI

完善的工艺流程保障产品稳定高质量交付。老铺黄金产品制作流程主要分为古法铸型、古法手工细金工艺、整体表面处理及后续产品处理四大环节，流程明晰。

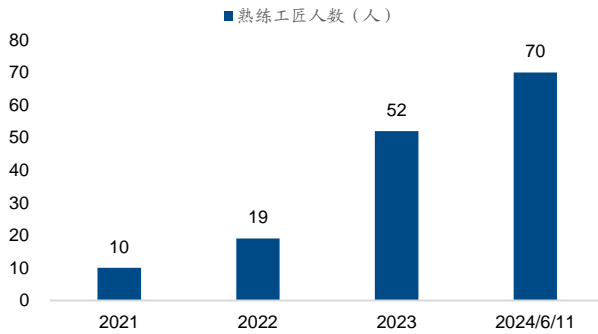
图 56 老铺黄金产品制作流程



资料来源：老铺黄金招股说明书, HTI

核心工艺高度依赖熟练工匠，公司保留率和利用率位于高位。根据招股说明书，截至 2024 年 6 月 11 日，公司熟练工匠（技师和总监）规模增至 70 人，平均年龄 33 岁，平均工作经验为十年以上，是古法黄金工艺延续与创新的关键。公司通过薪酬福利、股权激励及职业晋升等长效机制，叠加高端品牌定位和稳健文化，增强工匠归属感与岗位价值，吸引并留住核心人才。自 2021 年以来，熟练工匠保留率与利用率保持高位，2023 年及 2024 年上半年利用率超 100%，有效缓解产能压力。多重保障下，老铺黄金已形成稳定的人才梯队与传承体系，核心手工技艺延续有序，熟练工匠流失风险可控。

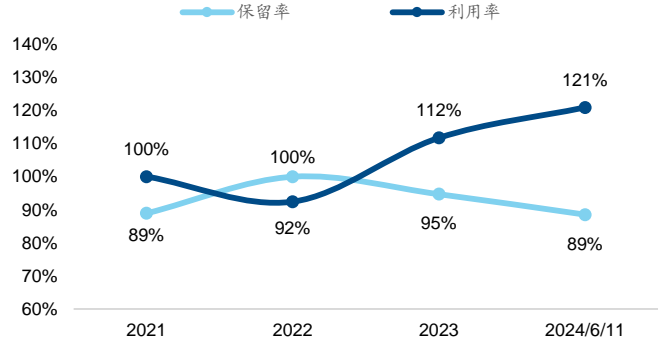
图 57 老铺黄金熟练工匠人数逐年递增



资料来源：老铺黄金招股说明书，HTI

注：2024/6/11 为招股说明书最后实际可行日期

图 58 老铺黄金熟练工匠保留率自 2022 年下滑但利用率上升

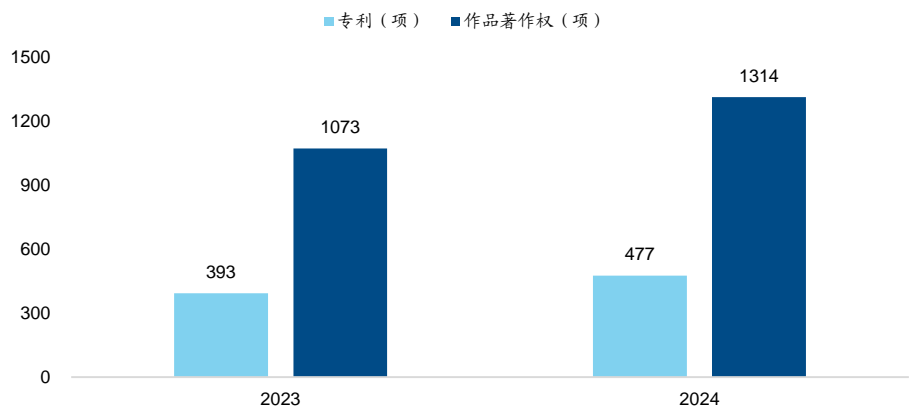


资料来源：老铺黄金招股说明书，HTI

注：2024/6/11 为招股说明书最后实际可行日期

公司持续加大产品创新和研发力度，引领行业发展与升级。根据弗若斯特沙利文，老铺黄金深耕古法黄金赛道，从 2019 年率先推出足金镶嵌钻石产品，打破了传统 K 金镶钻的行业惯例；到 2022 年融合传统铜胎烧蓝技艺开发出金胎烧蓝产品，通过将珐琅色彩融入纯金饰品来丰富古法金饰的文化与审美价值，引领行业突破和升级。老铺黄金创始人亲任研发总监，带领专业功底扎实的研发团队持续进行原创，研发出具有强市场效力的产品。截至 2024 年底，累计专利达 477 项，作品著作权达 1314 项，原创设计累计已接近 2000 项，为高端产品供给与差异化竞争奠定了坚实基础。

图 59 2023-2024 年老铺黄金专利数和作品著作权分别同比上升 21.4%和 22.5%



资料来源：老铺黄金招股说明书，HTI

## 五、股东结构整体集中稳定，解禁对股价影响有限

## 1. 黑蚁资本领投 Pre-IPO 轮，上市后控股权集中

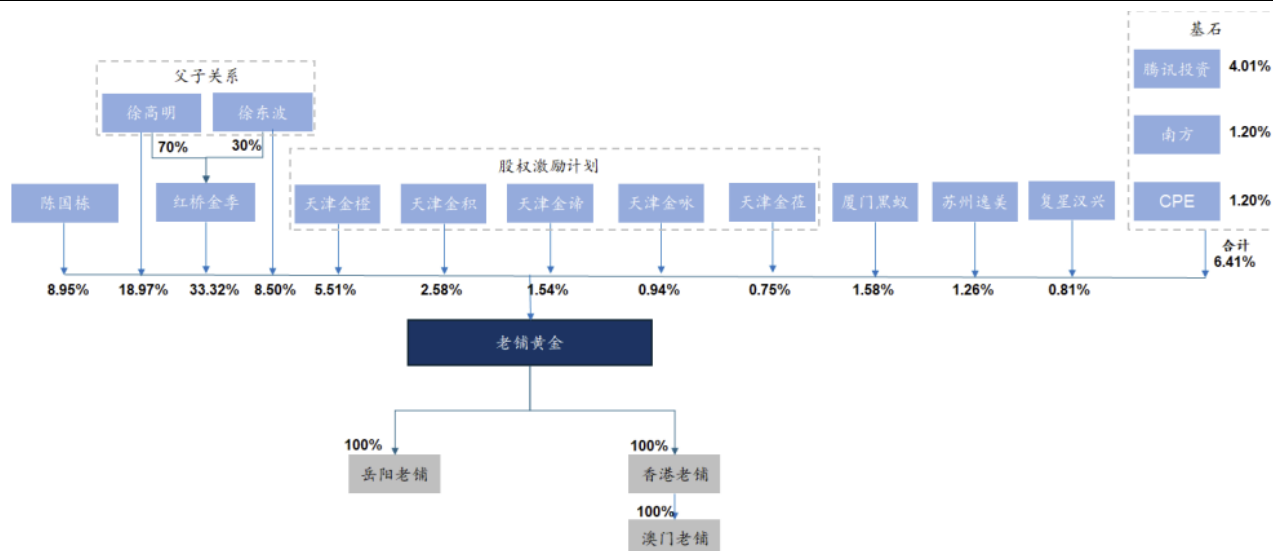
老铺黄金上市前唯一一轮融资中黑蚁资本领投，上市后股权高度集中于公司实控人及其一致行动人。2017年，由陈国栋先生个人出资3,000万元，持股20%，为早期重要股东。2023年11月，黑蚁资本领投老铺黄金 Pre-IPO 轮。该轮融资额达2.25亿元，其中黑蚁基金、逸美基金及复星汉兴分别出资9,728万元、7,772万元和5,000万元，增资完成后分别获得1.86%、1.49%和0.96%的股权。2024年6月28日，公司于港股IPO发行2,572.42万股，定价40.5港元/股，吸引腾讯、南方基金及CPE等知名投资机构作为基石股东，合计持股6.41%。IPO后，股权高度集中于公司实际控制人徐高明及一致行动人徐东波，有助于公司保持战略定力与长期发展规划。

表 10 老铺黄金股权变动及细节

时间	融资事件	投资方/参与者	出资金额	认购股权比例	备注
2017年11月	自然人出资	陈国栋先生	3000万元人民币	约20%的公司新增股权	陈国栋曾任联想控股附属公司董事兼总经理
2018年5月	上市前增资	红桥金季 陈国栋先生 徐高明先生	2.4亿RMB 1125万RMB 5百万RMB	44.65% 2.09% 0.93%	2018年11月7日，老铺黄金决定将注册资本由1.19亿元增至1.32亿元
2023年11月	市场化基金募资	厦门黑蚁 苏州逸美 复星汉兴	认购新增股本并出资： 9728万RMB 7772万RMB 5000万RMB	增资后各持股： 1.86% 1.49% 0.96%	2023年11月7日，老铺黄金决定将公司股本由1.37亿股增至1.43亿股
2024年6月28日	港股IPO发售2572.42万股（其中公开发售1118.45万股，国际发售1453.97万股）	基石投资者： 腾讯 南方基金 CPE	出资金额： 3500万USD 1050万USD 1050万USD	IPO后各持股： 4.01% 1.20% 1.20%	发售价40.50港币/股

资料来源：老铺黄金招股说明书，HTI

图 60 老铺黄金全球发售后股权架构（截至2024年12月底）



资料来源：老铺黄金招股说明书，HTI

公司通过设立多家股权激励平台有效绑定核心团队，强化了员工与企业的利益协同与长期发展动力。公司于 2018 年启动股份激励计划，并在 2018 年至 2019 年间陆续设立天津金橙、天津金积、天津金咏、天津金荏及天津金谛五家有限合伙企业作为激励平台，分别向核心管理层及员工授出多轮股权激励。部分平台的普通合伙人由外部独立人士担任，有限合伙人则涵盖董事、高管及员工，但均未出现单一持有人占比超过 30% 的情形，股权较为分散。2018 年 11 月，公司创始人将部分股权转让至天津金谛，以表彰文房文化员工对早期业务的贡献。此后，2023 年 10 月公司对激励平台进行了调整，完成了普通合伙人更替及参与者权益优化。截至 2024 年 6 月 11 日，五大平台所持奖励股份均已悉数授出并完成归属，相关出资已结清，股份激励计划执行到位并有效绑定核心团队。

## 2. 解禁对股价影响有限，长期看好基本面和成长性

老铺黄金解禁后股价逆势创新高，体现市场对公司基本面和成长性的持续看好。2025 年 6 月 28 日，老铺经历上市满 12 个月后的首批限售股解禁，叠加大股东潜在减持预期，一度被认为或对股价形成压力。然而，解禁后公司股价迅速修复并创出新高（7 月 8 日：1108 港元/股），核心原因在于公司高端品牌定位、稳健的业绩成长和明确的扩张路径持续获得资金认可，体现公司股票的市场吸引力与流动性。随后受市场获利了结及解禁抛压影响，股价一周内累计回调逾 20%。我们认为，Pre-IPO 阶段的重要投资方在解禁期后退出属正常财务兑现行为，对公司长期价值影响有限。

## 六、盈利预测

业绩有望持续向上，给予“优于大市”评级。展望未来，老铺黄金在品牌定位、渠道布局与产品结构持续优化的多重推动下，盈利增长动能充沛。2024 年，公司营收同比大幅增长 167.5%，归母净利润同比增长 253.9%，足金镶嵌产品带动结构升级，规模效应驱使净利率与 ROE 持续上行。我们预计 2025E-2027E 公司营收增速分别为 186.0%/42.3%/20.8%，净利润增速分别为 208.6%/51.5%/22.1%，净利率分别为 18.7%/19.9%/20.1%，ROE 分别为 59.4%/52.2%/43.0%，反映公司盈利能力与资本效率持续维持高位。我们认为，短期股价波动主要源于流通盘扩容后市场情绪扰动，并不代表基本面恶化。在品牌力持续提升、高端黄金饰品需求旺盛及海外扩张预期的支撑下，公司长期增长逻辑未改，估值有望在市场情绪企稳后逐步修复。我们首次覆盖给予“优于大市”评级，结合行业龙头溢价与高成长性，参考可比公司估值水平，给予 2026 年 24 X PE 估值，对应目标价 955.8 港元，较当前股价有 22.5% 的上行空间。

表 11 可比上市公司估值预测

上市公司	证券代码	收盘价(元)	EV/EBITDA			PE		
			2025	2026	2027	2025	2026	2027
老铺黄金	6181.HK	755.00	18.89	13.81	10.98	27.96	18.45	15.11
周生生	0116.HK	9.03	4.64	4.32	/	7.00	6.06	/
周大生	002867.SZ	13.02	8.57	7.73	7.08	13.14	11.79	10.75
老凤祥	600612.SH	47.37	5.08	4.73	4.54	14.84	13.53	12.83
潮宏基	002345.SZ	15.36	20.77	17.85	15.19	28.93	24.30	20.65
中国黄金	600916.SH	8.16	6.64	5.29	4.46	14.62	12.99	11.88

资料来源：BBG 一致预期，HTI

注：收盘价为 2025 年 8 月 18 日数据

## 七、风险提示

- 1) 金价大幅波动风险: 公司产品价格、成本与金价高度相关, 若出现国际政治经济形势动荡引发金价剧烈波动, 或对终端动销及成本造成一定影响。
- 2) 店效不及预期风险: 公司的业绩增长靠同店及开店共同驱动, 公司开店方面主要选择顶奢物业入驻, 优质渠道资源较为稀缺, 若店效不及预期, 会对营收造成影响。
- 3) 古法黄金竞争加剧风险: 近年来古法黄金赛道景气, 品牌纷纷布局, 推出众多产品系列, 若行业竞争进一步加剧, 可能会导致营销等支出增加。
- 4) 解禁引起的股价波动风险: 公司上市时间较短, 股权集中度较高, 限售股解禁或大股东减持可能加剧二级市场波动。

Table 1 老铺黄金财务报表分析和预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,506	24,327	34,617	41,814	税前利润	1,947	6,061	9,186	11,215
营业成本	(5,004)	(14,680)	(20,782)	(25,018)	折旧和摊销	151	269	332	383
毛利润	3,501	9,647	13,834	16,797	营运资金的变化	(3,012)	(3,961)	(1,237)	(1,321)
销售费用	(1,237)	(2,839)	(3,875)	(4,702)	其他经营现金流	(313)	(1,163)	(2,185)	(2,739)
管理费用	(272)	(623)	(646)	(791)	经营现金流合计	(1,229)	1,206	6,096	7,539
研发费用	(19)	(28)	(36)	(45)	资本开支	(71)	(515)	(283)	(290)
营业利润	1,973	6,157	9,277	11,259	其他投资现金流	(3)	(3)	(3)	(3)
一次性收益/(损失)	(46)	(260)	(20)	(20)	投资现金流合计	(74)	(518)	(286)	(293)
经调整营业利润	2,019	6,417	9,297	11,279	股权融资	827	0	0	0
折旧与摊销	(151)	(269)	(332)	(383)	银行借款	1,373	1,785	1,607	1,446
EBITDA	2,124	6,425	9,609	11,642	偿还债务	(128)	(1,373)	(1,785)	(1,607)
经调整EBITDA	1,853	6,012	9,109	11,077	股票回购	0	0	0	0
净利息收入	(28)	(96)	(92)	(45)	股息支出	0	(1,070)	(1,364)	(2,067)
税前利润	1,947	6,061	9,186	11,215	利息开支	(16)	(89)	(80)	(72)
所得税	(473)	(1,515)	(2,297)	(2,804)	其他融资现金流	(91)	(151)	(162)	(136)
少数股东损益	0	0	0	0	融资现金流合计	1,966	(899)	(1,785)	(2,436)
归母净利润	1,473	4,546	6,890	8,411	现金净增加额	663	(211)	4,026	4,810
经调整净利润	1,531	4,871	6,915	8,436	自由现金流	(593)	532	5,646	7,067
资产负债表					主要财务指标				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	733	522	4,547	9,357	每股指标 (元)				
存货	4,088	7,340	9,352	10,007	EPS	9.5	45.5	78.4	116.2
应收账款	801	2,421	1,956	3,080	每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
预付款项、保证金及其他资产	212	440	623	751	每股经营现金流	(7.3)	7.2	36.2	44.8
流动资产	5,833	10,723	16,479	23,195	盈利能力				
固定资产总值	211	726	1,008	1,298	毛利率%	41.2%	39.7%	40.0%	40.2%
减: 累计折旧	(98)	(234)	(412)	(629)	EBITDA Margin%	25.0%	26.4%	27.8%	27.8%
净固定资产	113	492	596	670	净利率%	17.3%	18.7%	19.9%	20.1%
非流动租赁使用权资产	302	358	416	451	成本控制能力				
其他非流动资产	89	89	89	89	销售费用率	14.5%	11.7%	11.2%	11.2%
非流动资产	503	939	1,101	1,209	管理费用率	3.2%	2.6%	1.9%	1.9%
资产总计	6,337	11,662	17,580	24,404	研发费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
应付账款	228	566	594	840	所得税率	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
有息银行及其他借款	1,373	1,785	1,607	1,446	成长能力				
合同负债	10	182	253	306	营业收入yoy%	167.5%	186.0%	42.3%	20.8%
流动租赁负债	153	164	190	207	营业利润yoy%	243.6%	212.0%	50.7%	21.4%
应交税费	114	114	114	114	毛利润yoy%	162.9%	175.5%	43.4%	21.4%
其他流动负债	370	999	1,394	1,681	EBITDA yoy%	206.0%	202.6%	49.5%	21.2%
流动负债	2,249	3,811	4,152	4,593	净利润yoy%	253.9%	208.6%	51.5%	22.1%
递延收益	1	0	0	0	偿债能力				
其他应付款项及应计费用	3	0	0	0	流动比率	2.6	2.8	4.0	5.1
非流动租赁负债	164	194	225	245	速动比率	0.8	0.9	1.7	2.9
非流动负债	168	194	225	245	资产负债率	38.1%	34.3%	24.9%	19.8%
负债合计	2,416	4,005	4,378	4,838	回报能力				
股本	168	168	168	168	ROA	34.7%	50.5%	47.1%	40.1%
盈余公积	3,752	7,488	13,034	19,398	经调整ROA	18.0%	27.1%	23.6%	20.1%
股东权益合计	3,920	7,656	13,202	19,566	ROE	37.6%	59.4%	52.2%	43.0%
负债股东权益总计	6,337	11,662	17,580	24,404	经调整ROE	39.0%	63.6%	52.4%	43.1%

资料来源: Company data, HTI

## APPENDIX 1

## Summary

**Laopu Gold is a rare high-end gold jewelry brand in China, operating in line with international luxury brands.** Backed by a clear brand positioning, efficient channel layout, and continuously optimized product structure, Laopu Gold demonstrates robust profit growth momentum with a clear and sustainable long-term growth logic. We initiate coverage with an “Outperform” rating. Combining industry leader premium and high growth potential, and referencing comparable company valuation levels, we assign a 2026 PE valuation of 24x, corresponding to a target price of HKD 955.8.

**Laopu Gold is the leader in China’s Ancient Craftsmanship Gold segment, with industry-leading growth.** As the only domestic jewelry brand dedicated exclusively to ancient craft gold, the company leverages intangible cultural heritage craftsmanship, proprietary design, and modern aesthetics to enrich its product portfolio, continuously launching new categories such as solid gold inlaid jewelry to reinforce its breakout effect. As of June 2024, Laopu had over 1,800 SPUs and 2,700 SKUs, forming a dual-engine structure of gold accessories and goldware, accounting for about 80% and 20% of revenue respectively. Mainstream gold accessories are priced between RMB 10,000–50,000 to cover multi-tier demand, while goldware such as collectible ornaments and utensils are priced above RMB 100,000, with premiums exceeding RMB 500 per gram, targeting high-net-worth customers as a core growth driver. In 2024, Laopu achieved revenue of RMB 8.51 billion (+167.5% YoY) and net profit of RMB 1.473 billion (+253.9% YoY), ranking first in the industry in growth, driven by higher gold prices, expanding high-net-worth clientes, and rising sales volumes, with a high-ticket product mix supporting strong margins.

**High-net-worth customers contribute the majority of revenue, and Laopu amplifies this through a comprehensive membership system and premium channel strategy.** The company has established a tiered membership system (standard, gold, and black cards) with benefits including reward points, private VIP rooms, and exclusive discounts, significantly enhancing repurchase rates and brand stickiness. By the end of 2024, loyal members totaled 350,000, with a 2021–2024 CAGR of 53%. High-net-worth members are particularly significant: at the Beijing SKP store, from January to July 2025, black card members (spending above RMB 500,000) accounted for only 10–15% of total members but contributed about 70% of sales. The average ticket size at Beijing SKP rose from RMB 25,000 in 2024 to over RMB 40,000 in January–July 2025, and even higher during promotional months, reflecting deeper repurchases from core high-net-worth clients. **On the channel side**, Laopu follows a “fewer but larger stores” strategy, with 36 self-operated stores across 15 major cities by the end of 2024, and by 1H25 achieved 100% coverage of China’s top 10 luxury malls. Stores are positioned alongside Cartier, Van Cleef & Arpels, Bulgari, and Tiffany to share high-net-worth traffic. In 2024, Laopu’s average revenue per mall reached RMB 328 million, up 249.3% YoY, ranking first among all jewelry brands in Mainland China in revenue and sales per square meter (Frost & Sullivan). **On the operation side**, the company creates scarcity and exclusivity through limited releases and entry restrictions, offering Evian water and Godiva chocolates to queuing customers, reinforcing a premium experience. Sales staff, recruited from flight attendants and tour guides for their storytelling skills, are paid primarily fixed salaries (over 80%), with performance evaluated more on customer satisfaction than sales volume, ensuring a service-oriented culture. Looking ahead, Laopu has significant room to expand globally. Referencing international luxury peers, we expect store count to rise to 60–70 by 2028, including 45–50 in China and 15–20 overseas, prioritizing high-end districts in Japan and Southeast Asia with strong Chinese consumer bases and cultural affinity.

**In 2024, China’s jewelry market came under pressure, but the ancient craft gold track has broad development space.** In 2024, the total sales of China’s jewelry market declined to RMB 780 billion, a year-on-year decrease of 4.9%, mainly due to macroeconomic fluctuations, weak consumer spending, and high gold prices that suppress purchasing power. The industry as a whole shows a “volume reduction and price stability” pattern. Yet gold remained resilient, with sales of RMB 568.8 billion and share rising to 73%, supported by its investment value and demand in weddings and daily wear, while diamonds, colored stones, and pearls were more vulnerable. Against this backdrop, the ancient gold segment has grown rapidly, expanding from RMB 13 billion in 2018 to RMB 219.3 billion in 2024 (CAGR 62.8%), and is expected to reach RMB 421.4 billion by 2028 (CAGR 17.7%). While competition and homogenization intensify, Laopu has built strong barriers through industry standard-setting, intangible heritage craftsmanship, and cultural storytelling, strengthening its positioning as “China’s No.1 Ancient Handcrafted Gold Brand.” In 2023, Laopu held a 2.0% market share, ranking seventh, and was the only top-ten brand focused solely on ancient gold with a fully self-operated model, highlighting its scarcity. Its single-store sales have ranked first nationwide for two consecutive years, underscoring premium positioning and profitability. With a differentiated product portfolio, cultural attributes, and high-end mall presence, Laopu is poised to capture greater share as the ancient gold segment expands.

**Earnings Forecast & Valuation: Growth momentum remains strong; initiate with Outperform rating.** In 2024, revenue rose 167.5% and net profit rose 253.9%. Driven by multiple factors such as brand positioning, channel layout, and continuous optimization of

product structure, the profit growth momentum of Laopu Gold is strong. We forecast revenue growth of 186.0%/42.3%/20.8% in 2025E–2027E. Gross margin has remained stable at 41–42% in 2021-2024, well above industry peers, driven by the rising mix of high-margin products, mainly benefiting from the increased contribution of high gross profit margin products.

We expect GPM to be 39.7%/40.0%/40.2% in 2025E–2027E. Offline stores delivered higher gross margins (41.3%) than online (40.2%) due to premium mall positioning. In 2024, net margin reached 17.3% and ROE 37.6%, both significantly improved through scale expansion and operating leverage; we forecast net margin to rise further to 18.7%/19.9%/20.1% in 2025E–2027E. Backed by rising brand equity, robust demand for premium gold jewelry, and overseas expansion, Laopu's long-term growth outlook remains strong. We initiate coverage with an Outperform rating, applying a 24x 2026E PE multiple, deriving a target price of HKD 955.8, implying 22.5% upside from current levels.

**Risks:** Volatility in gold prices, weaker-than-expected store productivity, intensifying competition in ancient gold, stock overhang from share unlocks.

## APPENDIX 2

### ESG Comments

#### Environmental:

老铺致力于尽量减低生产营运对环境及自然资源的影响，并采取积极措施及行动将该等影响降到最低。报告期内，没有发生任何会对环境造成严重影响的严重环境违规事件及行政处罚。

#### Social:

老铺要求供货商遵守所在国家及地区法律，不得雇用任何童工、非自愿劳工等，确保整个供应链的员工权益得到保障。在供货商准入期间，公司通过尽职调查和实地考察对供货商进行评估，以确保其遵守环境、社会及管治相关法规。

#### Governance:

老铺严格遵守反贪污及防止贿赂的法律及法规，始终秉持诚实执业、诚信经营、公平公正的原则。公司积极培养合规文化，始终保持对违纪违规行为的高压态势，内部控制及审计部门每年牵头识别舞弊风险。

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，陈芳园，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Ashley Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

600612.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600612.CH is/was a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

## 截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

## 截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

## 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution,  
as of June 30, 2025Haitong International Equity Research Ratings Distribution,  
as of March 31, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

## Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：**在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

### 第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22

December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect

any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) ) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

---

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---