

百年珠宝龙头， 好机制&强品牌加成渠道张力

600612 CH
Lao Feng Xiang
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb98.32

Hongke Li
hongke.li@htisec.com

Liting Wang
liting.wang@htisec.com

投资要点:

品牌历史最悠久、引领国潮审美。①**品牌历史悠久。**老凤祥品牌源于 1848 年，受益于良好的品牌运营意识（发展初期便投入上亿元广告投放&坚持由经销网点向专卖店转型）、领先的“国潮、国风、国韵”审美（拥有受国家津贴的高级工艺美术大师&坚持传承民族文化工艺），品牌连续入围“全球高档和奢侈品牌价值 50 强”。②**聚焦创新，持续开发新品，全面提升产业链发展能级。**2022 年东莞生产基地通过重组研发中心、拓宽 CNC 车间等方式，不断提升创新和产品升级能力；建成并投产老凤祥海南加工基地，其与东莞生产基地在技术、工艺、款式、市场信息等方面互动互补，③**近年来不断加强营销：**零售端布局“藏宝金”“凤祥喜事”等主题店，同时做深做实会员商城，试点新媒体全网营销。

公司存在“逆势稳健增长”&“顺势高业绩弹性”两大特征。①公司依托加盟扩张淡化波动，强品牌力是逆势抢份额保障；②行业景气度提升时，加盟商受益于终端需求走强&存货上涨双重利好（主因批发模式），且公司采取灵活的对冲策略，业绩弹性相对更高。我们认为，**公司核心壁垒体现在强品牌力驱动下依托批发（加盟）持续稳定扩张，以及高资产周转率驱动的较高 ROE。壁垒源于有效激励机制、以品牌建设为核心的渠道管理能力。**

机制：多轮股改形成有效激励、持续推进职业经理人制度。公司年度经营目标完成度高且人均创收 2017-22 年 CAGR12.5% 优于同行，反映良好激励机制。其得益于**（1）不断盘活有限股权及持股平台：**①**2017 年前：**1996 年上海市经委批复成立“老凤祥有限”职工持股会，多轮转让重组后形成有效持股平台：职工持股会持股 15.99%，自然人（经营者）群体持股 6%。②**2018-22 年：**混改后工美基金平台持有老凤祥有限 21.99% 股权，其中 38 名公司经营骨干/机构投资者各持有 3.47%/18.52% 份额。③**2023 年：**海南金貌晓（总经销商关联人士/企业）拟受让 5.58% 工美平台持有的老凤祥有限股权。我们认为，**总经销可通过有限持股平台共享公司发展收益，强化对其激励。**（2）**推进职业经理人制度：**公司自 2018 年“双百”行动以来，积极探索子公司试行职业经理人制度。2023 年末基本实现子公司职业经理人制度全覆盖目标。2023 年公司根据“双百”和“十四五”规划，拟进一步深化改革，在公司范围内全面推广实施职业经理人制度。

渠道：管理运作精细化。公司早期采用总经销批发的模式快速覆盖三四线城市，实现“经销网点”向“品牌专卖店”的转型；2010 年起在河南、山东、重庆采取合资子公司模式。2023 年海南金貌晓拟受让 5.58% 老凤祥有限股权，我们认为，**子公司&总经销持股模式为公司后续加强终端管理（未来三年内建立统一信息数据管理平台）、优化结构（推进“藏宝金”等新店型）奠定基础。**

盈利预测与估值：预计 2023-25 年收入各 714、839 和 980 亿元（此前 738、860 和 1001 亿元）；归母净利各 22.14、25.72 和 28.89 亿元（此前 21.96、25.56 和 29.28 亿元）。参照可比公司及考虑龙头溢价，给予 24 年 20 倍 PE，对应市值 514 亿元，对应目标价 98.32 元，对应 0.61 倍 PS（原 83.97 元，23 年 20 倍 PE），维持“优于大市”。**风险提示：**金价与汇率波动、竞争加剧、市场低迷、国企改革不及预期

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，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	58691	63010	71436	83858	98006
(+/-)YoY(%)	13.5%	7.4%	13.4%	17.4%	16.9%
净利润 (百万元)	1876	1700	2214	2572	2889
(+/-)YoY(%)	18.3%	-9.4%	30.2%	16.1%	12.3%
全面摊薄 EPS(元)	3.59	3.25	4.23	4.92	5.52
毛利率(%)	7.8%	7.6%	8.0%	7.9%	7.9%
净资产收益率(%)	21.9%	17.6%	20.4%	20.8%	23.4%

资料来源：公司年报（2021-2022），HTI
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 复盘：品牌力和渠道管理能力是业绩稳健增长的来源	6
1.1 如何理解公司业绩在逆势时的稳定性？	8
1.1.1 模式：强品牌力提升毛利率稳定性	8
1.1.2 供应链优势：全产业链布局以及完善的品类储备	9
1.1.3 品牌力赋能渠道力：依托强品牌力吸引优质总经销，扩张下沉并举 ...	10
1.2 股权结构：区国资委为实控人，上市公司持有老凤祥有限 78% 股权	11
1.3 财务：高周转驱动高 ROE，随产品结构改善提升利润率	11
2. 机制：多轮股改形成有效激励，完善市场化考核体系	13
2.1 老凤祥有限股改：持续盘活员工持股平台	13
2.1.1 1993-2010 年：不断盘活员工持股平台，公司跨越式发展	13
2.1.2 2018 年：入选“双百”名单，混改助力二次腾飞	16
2.1.3 2023 年：区域总经销持股，高质量发展新三年	18
2.2 团队激励：不断完善市场化考核体系，人均创收优于同行	19
3. 渠道：依托品牌推进市场建设，实现区域总经销持股	20
4. 盈利预测与估值	23
5. 风险提示	25
财务报表分析和预测	26

图目录

图 1	公司收入及增速 (2005-2023)	7
图 2	公司归母净利润及增速 (2005-2023)	7
图 3	公司加权 ROE (%) (2010-2023)	7
图 4	公司现金分红及分红率 (2012-2022)	7
图 5	核心子公司老凤祥有限净利润及增速 (2013-2022)	7
图 6	核心子公司老凤祥有限股利及股利支付率 (2014-2022)	7
图 7	老凤祥分业务占比 (亿元, 2017-2022)	8
图 8	老凤祥产品结构 (按销售额, 2022)	8
图 9	老凤祥珠宝首饰业务毛利率、批发毛利率与金价变动 (2010-2022)	8
图 10	老凤祥终端零售价与沪金收盘价对比 (2010-2022)	9
图 11	老凤祥东莞珠宝首饰有限公司收入及增速 (2014-2022)	9
图 12	老凤祥东莞珠宝镶嵌有限公司收入及增速 (2018-2022)	9
图 13	行业黄金消费量及公司黄金销量 (吨, 2013-2023)	10
图 14	主要公司 ROE 水平 (%) (2016-2022)	11
图 15	主要公司净利率水平 (%) (2016-2022)	11
图 16	主要公司毛利率 (2016-2022)	12
图 17	主要公司存货周转天数对比 (天, 2016-2022)	12
图 18	主要公司应收账款周转天数 (天, 2016-2022)	12
图 19	主要公司应付账款周转天数对比 (天, 2016-2022)	12
图 20	公司费用率拆解 (%) (2016-2022)	12
图 21	经营活动净现金流/归母净利润 (%) (2016-2022)	12
图 22	公司收入目标完成情况 (2008-2023)	13
图 23	公司利润目标完成情况 (2008-2023)	13
图 24	公司归母净利润目标完成情况 (2008-2023)	13
图 25	老凤祥有限公司珠宝收入及净利润增速 (1993-2010 年)	14
图 26	2004 年实现管理层持股后股权结构 (截至 2004 年 4 月)	15
图 27	2010 年资产重组前后股权架构	15
图 28	老凤祥有限收入及增速 (2009-2018)	16
图 29	老凤祥有限净利及增速 (2009-2018)	16
图 30	2018 年实现混改后股权结构图	16

图 31	老凤祥有限股利及股利支付率（2014-2023H1）	18
图 32	公司员工构成（人，2012-2022）	19
图 33	可比公司人均创收	19
图 34	总营销网点及净增（家，2011-2023）	20
图 35	2012 年-2017 年按品类划分总经销点（家，2012-2017）	20
图 36	子公司收入占比区域限额以上金银珠宝零售额（%）	21
图 37	河南子公司收入及增速（2011-2023H1）	21
图 38	河南子公司净利润、净利率及增速（2013-2019）	21
图 39	重庆子公司收入及增速（2016-2023H1）	21
图 40	重庆子公司净利润、净利率及增速（2016-2023H1）	21
图 41	山东子公司收入及增速（2015-2023H1）	22
图 42	山东子公司净利润、净利率及增速（2013-2023H1）	22

表目录

表 1	老凤祥自建工厂介绍	10
表 2	截至 2018 年 11 月央美平台中机构投资者信息及出资情况	17
表 3	老凤祥两轮双百行动综合改革相关举措	17
表 4	2023 年上海老凤祥有限公司部分非国有股股权转让明细	19
表 5	重要合资子公司介绍	21
表 6	子公司收入/利润占比	22
表 7	分业务收入毛利率预测 (2020-2025E)	24
表 8	可比公司估值表 (20240327)	24
表 9	合并损益表及预测	25

1. 复盘：品牌力和渠道管理能力是业绩稳健增长的来源

老凤祥为黄金珠宝百年民族品牌，品牌、渠道领先。公司控股子公司上海老凤祥有限(持股 78.01%)负责珠宝板块运营，前身由 1848 年的“老凤祥银楼”发展而来，是跨越了中国三个世纪的民族品牌。老凤祥品牌价值深厚，2022-23 年连续入围“全球高档和奢侈品牌价值 50 强”，是亚洲地区珠宝首饰行业唯一入选的中国品牌；并连续入选“全球奢侈品企业百强榜”。公司集“研发、设计、生产和销售”于一体，是少有的兼具设计能力&生产能力的珠宝品牌运营商。

公司拥有领先同行的品牌运营及审美意识，产品传承民族文化艺术优势。①**品牌运营意识**：公司在行业发展初期便投入上亿元进行全国性广告投放，且坚持推进由经销网点向品牌专卖店转型，持续巩固和发展品牌形象；②**领先的“国潮、国风、国韵”审美**：公司全资子公司上海工艺美术有限公司集设计、生产、科研、拍卖行、博物馆、检测站、刊物出版等于一体，拥有包括享受国家津贴的高级工艺美术大师和具有精湛技艺的高级技师，传承民族文化艺术，为产品奠定“国潮、国风、国韵”审美，契合国潮趋势。

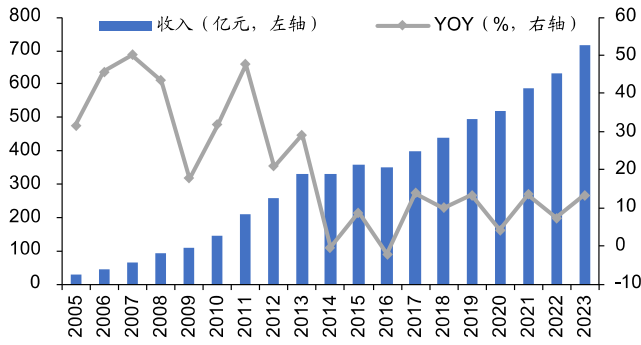
历史业绩稳健增长，看好未来市占率进一步提升。2010-23 年，公司收入和归母净利润 CAGR 各 13.16%和 16.86%，按限额以上口径测算公司市占率由 2010 年的 11.35%提升至 2023 年的 21.58%；2023 年实现收入 714 亿元同比增 13.37%，归母净利润 22.14 亿元同比增 30.23%。门店数看，截至 2023 年底，公司拥有海内外营销网点 5994 家(含海外银楼 15 家)，全年净增 385 家，总经销网点数 2011-23 年 CAGR 10%。

黄金饰品定价公允且透明度高，2020-22 年期间行业加速出清后，黄金珠宝龙头间或面临更加激烈的竞争。**高质量发展新三年规划下，我们看好公司在好机制和强品牌下的渠道张力，发展有望提质提效提速，从而有望在行业“内卷”加速背景下进一步提升市占率，主要基于以下几点：**

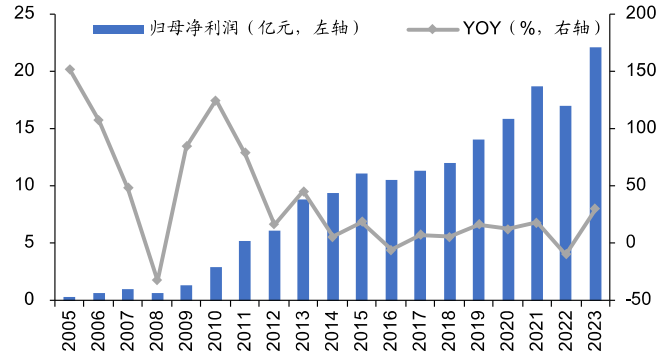
(1) 渠道：多年积淀的优质经销商资源、公司持续优化链条分配：①**多年沉淀的渠道心智**：黄金饰品毛利率低、周转率高，对加盟商资金实力较高；公司在行业发展初期即开放连锁加盟模式，抓住早期时间窗口，依托强品牌力积累优质区域经销商资源，在经销商端积累了较强的 B 端心智。②**坚守与渠道“共赢”价值**：黄金饰品零售端加价率低，销售链条中利润空间相对薄于镶嵌品类，极度考验公司在渠道管理中利润分配能力。公司一方面通过提高品牌影响力以增厚加盟商门店零售端利润，另一方面渠道管理模式持续进化，逐步形成“总经销-合资销售子公司-总经销持股”三种合作模式。

(2) 管理：有效激励机制下不断进化的能力。上海市黄浦区国资委为公司实控人，在多次国企改革中，公司均通过机制设计以盘活员工持股平台、完善业务部门市场化的考核体系；公司人均创收由 2015 年的 1438 万元提升至 2355 万元，2015-2022 CAGR 10.29%；期间费用率由 2017 年的 3.23%缩减至 2022 年的 2.33%，主因公司混改后持续精简组织，员工总数由 2017 年的 2517 减少到 2022 年的 2207 人。

(3) 产品&品牌：品牌历史最悠久，全品类布局。①**品牌**：公司前身由 1848 年的“老凤祥银楼”发展而来，且在发展初期便坚持向“品牌专卖店”转型以加深品牌形象，2010-2022 年公司门店终端指导价与沪金价格差价维持在 63 元-121 元区间，体现较强品牌溢价；近年来门店端推出“藏宝金”“凤祥喜事”等新店型以提升品牌形象。②**产品**：2014-17 年公司逆势建立素金、镶嵌生产基地，2022 年公司黄金珠宝时尚创意中心投产；③**坚持多品类发展**：公司自 2005 年起一直把产业链拓展和产品结构转型升级作为品牌发展的基础性工作，始终致力于丰富和扩展自身产品品类，形成包括黄金、铂金、钻石、白玉、翡翠、珍珠等较为齐全的产品门类。

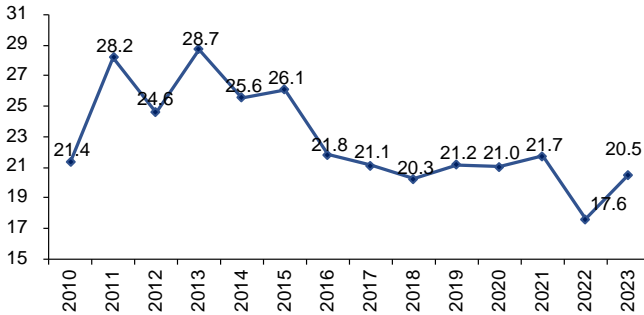
图1 公司收入及增速 (2005-2023)


资料来源：公司 2005-22 年年度报告，2023 年业绩快报，HTI

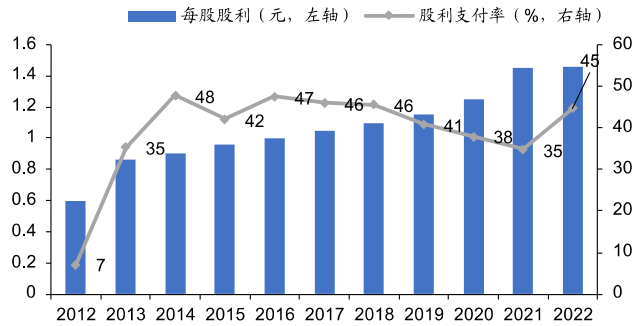
图2 公司归母净利润及增速 (2005-2023)


资料来源：公司 2005-22 年年度报告，2023 年业绩快报，HTI

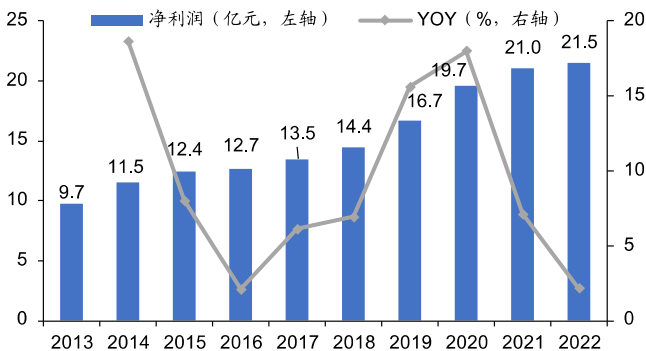
我们认为，公司核心壁垒体现在强品牌力驱动下依托批发（加盟）模式的持续稳定扩张，以及高资产周转率带来的较高 ROE（2010-21 年、2023 年加权 ROE 高于 20%）。核心壁垒来源于多轮股改&“双百”行动&业务部门市场化考核体系形成的有效激励机制、以品牌建设为核心的渠道管理能力。

图3 公司加权 ROE (%) (2010-2023)


资料来源：公司 2005-22 年年度报告，2023 年业绩快报，HTI

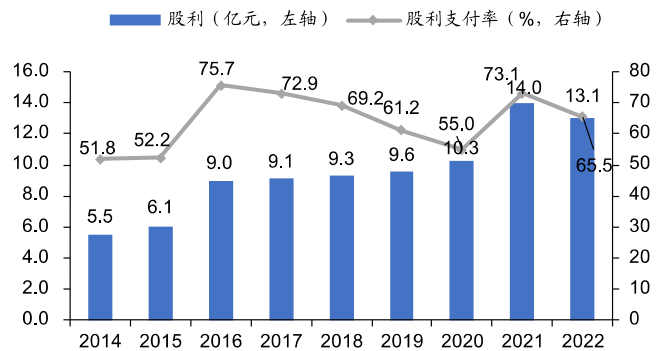
图4 公司现金分红及分红率 (2012-2022)


资料来源：公司 2012-2022 年度报告，HTI

图5 核心子公司老凤祥有限净利润及增速 (2013-2022)


资料来源：公司 2013-2022 年度报告，HTI

注：我们简称控股子公司上海老凤祥有限公司为“老凤祥有限”，下同

图6 核心子公司老凤祥有限股利及股利支付率 (2014-2022)


资料来源：公司 2014-2022 年度报告，HTI

1.1 如何理解公司业绩在逆势时的稳定性？

我们认为，公司逆势稳健增长得益于门店持续的有效扩张、批发模式稳定性以及自建产能。

1.1.1 模式：强品牌力提升毛利率稳定性

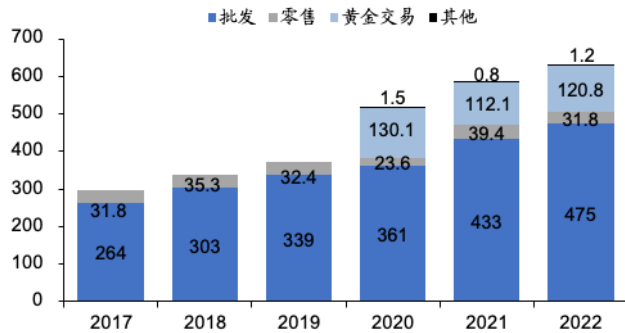
公司业务以批发模式为主。①业务与品类占比：2017-2022 年批发收入占比维持在 76%以上；产品结构以黄金为主，2022 年黄金/镶嵌/珠宝各占比 88%/10%/2%。②公司批发业务采用成本加价的模式：根据公司投资者问答，公司素金产品定价根据批发时上海黄金交易所的金价，加上公司合理的利润以及费用制定。

强品牌力确保批发加价的空间。黄金饰品定价透明度高，品牌批发加价的空间主要来自于门店终端零售指导价以及沪金价格的差额。得益于公司品牌优势，公司在门店的终端零售指导价高于同行。我们认为，公司强品牌力确保批发加价的空间。我们测算，2010-2022 年公司门店终端指导价与沪金价格差价维持在 63 元-121 元区间。

公司批发销售以订货会为主。根据公司投资者问答，“公司每年召开四次订货会，分别在元旦、五一、十一、春节之前举办。公司根据订货会的销售计划，合理安排资金结构，进行原料采购、产品生产，开展具体的经营活动”。

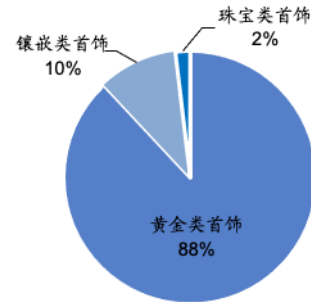
公司通过集中订货（缩短销售周期）、成本加成定价机制提高了批发业务毛利率的稳定性，同时强势品牌力确保了公司批发加价的空间。公司 2018-2022 年批发毛利率稳定在 8.38%-9.41%。我们认为，未来随着公司“藏宝金”“凤祥喜事”等新店型推进，公司产品结构中高工费的古法金占比有望提升，驱动公司毛利率进一步提升。

图7 老凤祥分业务占比（亿元，2017-2022）



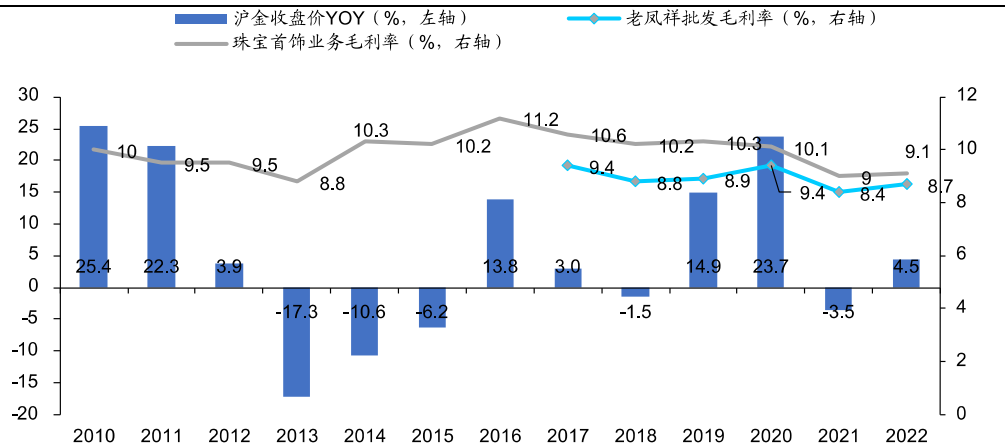
资料来源：公司 2017-2022 年度报告，HTI

图8 老凤祥产品结构（按销售额，2022）

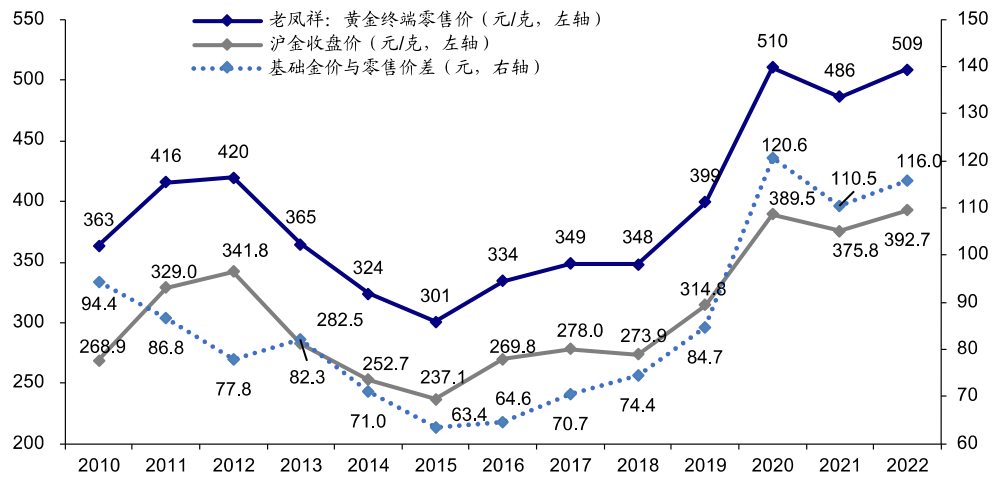


资料来源：公司 2022 年度报告，HTI

图9 老凤祥珠宝首饰业务毛利率、批发毛利率与金价变动（2010-2022）



资料来源：公司 2010-2022 年度报告，HTI

图10 老凤祥终端零售价与沪金收盘价对比 (2010-2022)


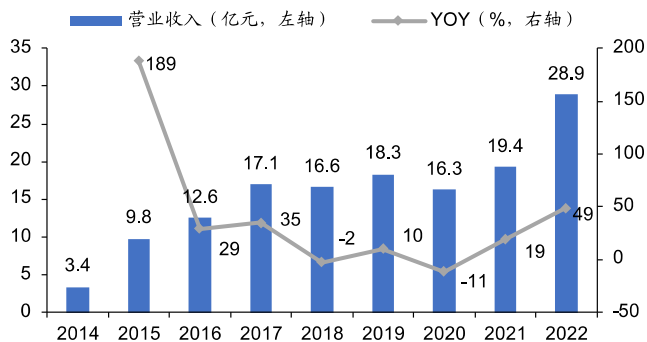
资料来源: 公司 2010-2022 年度报告, HTI

1.1.2 供应链优势: 全产业链布局以及完善的品类储备

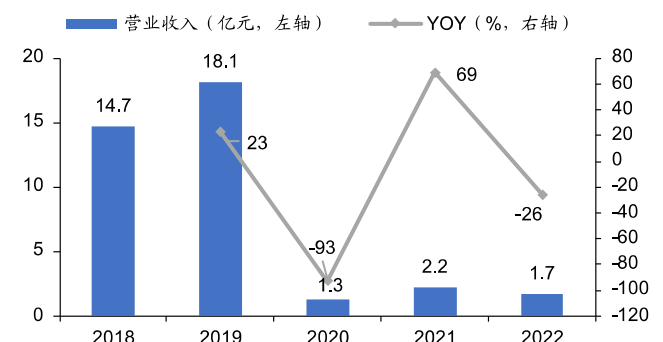
公司自建黄金、镶嵌(钻石、彩宝、金镶)等品类加工工厂, 实行全产业链布局。

①2014年7月, 公司建立老凤祥东莞珠宝首饰有限公司(负责东莞素金生产基地), 一期工程全面建成投产后不到半年, 黄金饰品加工量达11.5吨。至2016年年底, 基地年产能达40吨。②2017年7月, 老凤祥(东莞)珠宝镶嵌首饰有限公司成立(负责东莞镶嵌生产基地), 基地于8月投产, 该基地具有三条生产线, 涵盖钻石、彩宝、金镶三大系列产品生产, 投产后日均产能稳定在1000件左右, 并逐渐形成80-100万件镶嵌饰品的年产能。③2022年, 公司新设立的老凤祥(海南)黄金珠宝时尚创意中心有限公司在海南的加工基地建设完成并投产运营, 与东莞的两个生产基地在技术、工艺、款式、市场信息等方面形成互补互动。

尽管公司当前产品以黄金为主, 但公司有较强的全品类布局能力。公司从2005年开始, 一直把产业链拓展和产品结构转型升级作为品牌发展的基础性工作, 始终致力于丰富和扩展自身产品品类, 在确保老四类产品稳中有增的同时, 努力提高新八类产品的销售占比, 形成包括黄金、铂金、翡翠、珍珠等较为齐全的产品门类。

图11 老凤祥东莞珠宝首饰有限公司收入及增速 (2014-2022)


资料来源: 公司 2014-2022 年度报告, HTI

图12 老凤祥东莞珠宝镶嵌有限公司收入及增速 (2018-2022)


资料来源: 公司 2018-2022 年度报告, HTI

表 1 老凤祥自建工厂介绍

基地名称	投产时间	所属子公司	主要业务及技术创新情况	产能情况
东莞素金生产基地	2014年7月	老凤祥东莞珠宝首饰有限公司	围绕主题产品、系列产品,针对年轻化、时尚化的产品趋势,开发符合消费需求的高附加值的原创设计精品。截至2017年通过自主创新装备100+台(套)自动化首饰机械,获得专利66件,其中发明专利3件。	2H2014试生产后黄金饰品加工量达11.5吨,盈利560万元。2016年形成40吨年产能。
东莞镶嵌生产基地	2017年8月	老凤祥(东莞)珠宝镶嵌有限公司	三条生产线涵盖钻石、彩宝、金镶三大系列产品生产。2017年引进德国3D首饰打印设备及日本的精密铸造机,并将国内先进的数控铣床、数控车床集合应用于镶嵌饰品的生产。拥有行业内最先进的自动化机器设备。	2017年末生产镶嵌产品4.3万件,销售收入3395万元。日均产能稳定在1000件左右,并将逐步形成年产80-100万件镶嵌饰品的产能。
海南生产基地	2022年	老凤祥(海南)黄金珠宝时尚创新中心有限公司	与东莞的两个生产基地在技术、工艺、款式、市场信息等方面形成互补互动。	

资料来源:公司年度报告(2014, 2016, 2017, 2018, 2022), HTI

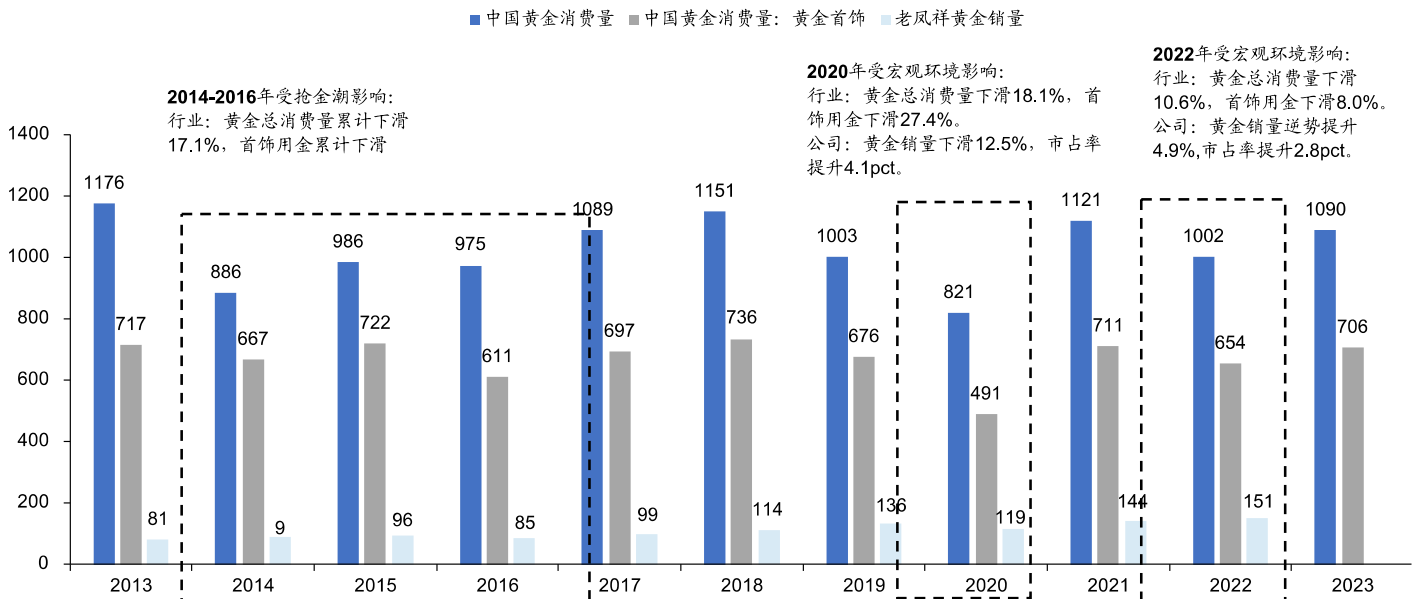
1.1.3 品牌力赋能渠道力: 依托强品牌力吸引优质总经销, 扩张下沉并举

以2014-16年为例, 公司依托强品牌力吸引优质总经销实现区域下沉, 在行业下行期通过全国化网点布局实现业绩增长。

(1) 2014-16年行业景气度下行, 公司逆势扩张: 受“抢金潮”影响, 中国黄金总消费量由2013年的1176吨下滑至2016年的975吨(累计下滑201吨, 2013-16CAGR -6.1%), 其中黄金首饰用金由2013年的717吨下滑至2016年的611吨(累计下滑106吨, 2013-16CAGR -5.2%), 而公司黄金销量由2013年的81吨逆势增至85吨(2013-16CAGR 2%), 市占率由2013年的11%提升至2016年的14%。

(2) 门店持续有效扩张是公司业绩逆势增长来源: 2013-16年公司总经销网点数由2624提升至2988家, 累计净增364家, CAGR 4.4%, 驱动公司收入由329.8亿元提升至349.6亿元, 2013-16年收入CAGR 2.0%, 利润总额CAGR 7.2%。

图13 行业黄金消费量及公司黄金销量(吨, 2013-2023)



资料来源: 公司2013-2022年度报告, 中国黄金协会, HTI

1.2 股权结构：区国资委为实控人，上市公司持有老凤祥有限 78% 股权

黄浦区国资委为公司实际控制人。2010 年 9 月，公司通过向上海市黄浦区国资委定向增发的方式取得其持有的 27.57% 老凤祥有限的股权和 100% 上海工艺美术有限公司股权，同时上海市国资委对公司持股比例提升至 42.09%，为公司实际控制人。

上市公司合计持有老凤祥有限 78.01% 股权。公司黄金珠宝业务（含黄金交易）由控股子公司上海老凤祥有限公司（以下简称“老凤祥有限”）运营，2010 年 9 月完成资产重组后公司对其持股比例由 50.44% 提升至 78.01%（上市公司通过全资子公司第一铅笔间接持有 20.50%）。

2022 年核心子公司老凤祥有限贡献上市公司 99% 收入以及 94.7% 利润，根据公司公告，我们测算了老凤祥有限的业绩情况及分红率，2010-22 年老凤祥有限收入由 102.4 提升至 503.6 亿元，对应 CAGR14.2%，净利润由 3.0 提升至 21.5 亿元，对应 CAGR17.8%，2014-22 年分红率维持在 51.81%-75.67% 区间。

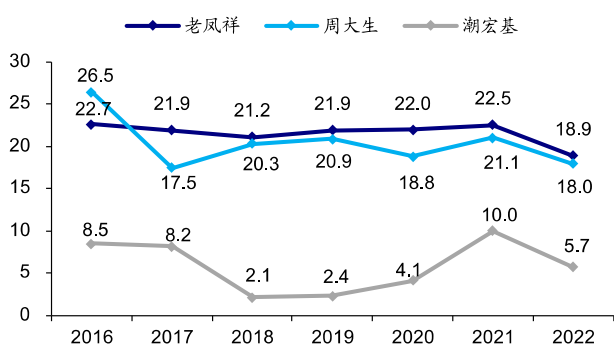
由于老凤祥有限为公司核心业务板块，因此我们在后文中梳理了老凤祥有限公司股权变更情况。

1.3 财务：高周转驱动高 ROE，随产品结构改善提升利润率

公司 ROE 水平领先行业，高周转为其主要驱动力。① 2016-21 年公司 ROE 水平维持 20%+，高于直营占比较高的潮宏基、同时略优于同样加盟占比较高的周大生，2022 年在疫情影响行业总体经营不利的情况下仍保持着好于同业的回报率；② 高周转：2019 年公司存货周转天数 80.5 天、优于周大生的 268.1 天及潮宏基的 330.6 天，应收账款周转天数 3.0 天、优于周大生的 5.2 天及潮宏基的 19.8 天，2020-2022 年在疫情影响、同行普遍周转率下降、账期延长的背景下，老凤祥仍维持了稳定较优的周转率水平。

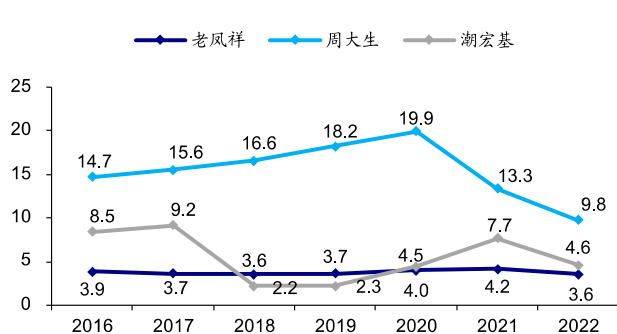
随产品结构升级，公司利润率有望提升。公司以批发为主，且黄金产品占比 90%+，因此毛利率低于同行。我们认为，随着公司逐步推进“藏宝金”、“凤祥喜事”等新店型落地，高工费的古法金等产品占比有望逐步提升，品类结构升级驱动公司利润率改善。

图14 主要公司 ROE 水平（%，2016-2022）



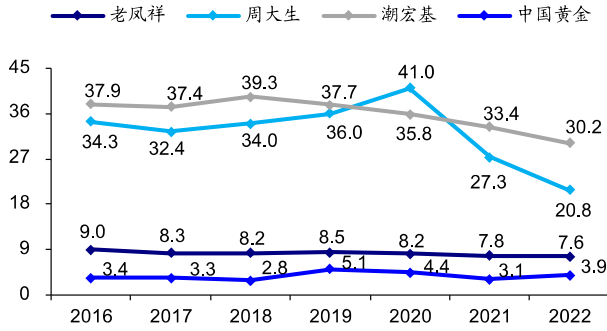
资料来源：Wind, HTI

图15 主要公司净利率水平（%，2016-2022）



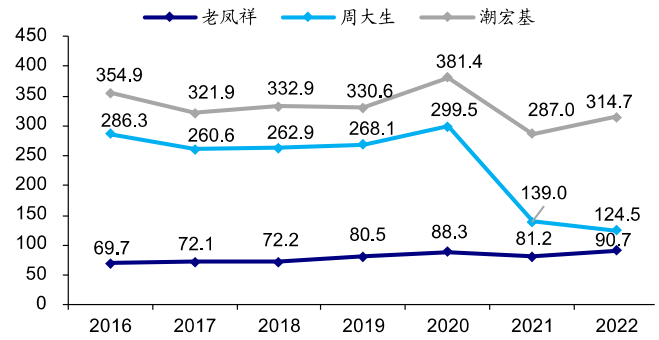
资料来源：Wind, HTI

图16 主要公司毛利率 (2016-2022)



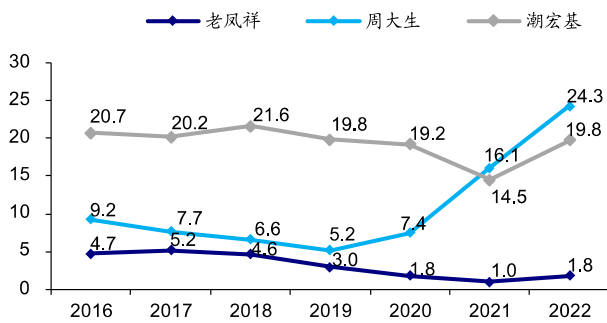
资料来源: Wind, HTI

图17 主要公司存货周转天数对比 (天, 2016-2022)



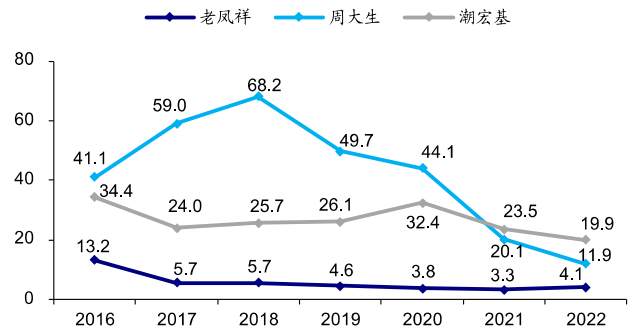
资料来源: Wind, HTI

图18 主要公司应收账款周转天数 (天, 2016-2022)



资料来源: Wind, HTI

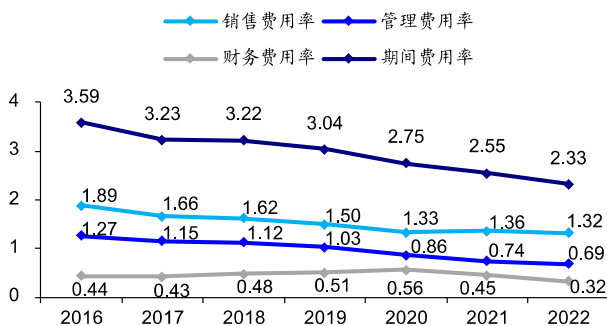
图19 主要公司应付账款周转天数对比 (天, 2016-2022)



资料来源: Wind, HTI

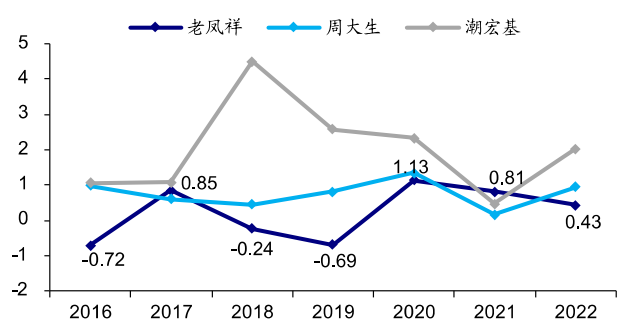
费用率持续优化。期间费用率由 2017 年的 3.23% 缩减至 2022 年的 2.33%，逐年优化，其中销售、管理、财务费用率分别缩减 0.34pct、0.46 pct、0.10 pct 至 1.32%、0.69%、0.32%，费用率优化源于公司混改后持续精简组织，员工总数由 2017 年的 2517 减少到 2022 年的 2207 人，逐年精简，在人均成本上升的情况下带来了费用率的优化。

图20 公司费用率拆解 (% , 2016-2022)



资料来源: Wind, HTI

图21 经营活动净现金流/归母净利润 (% , 2016-2022)

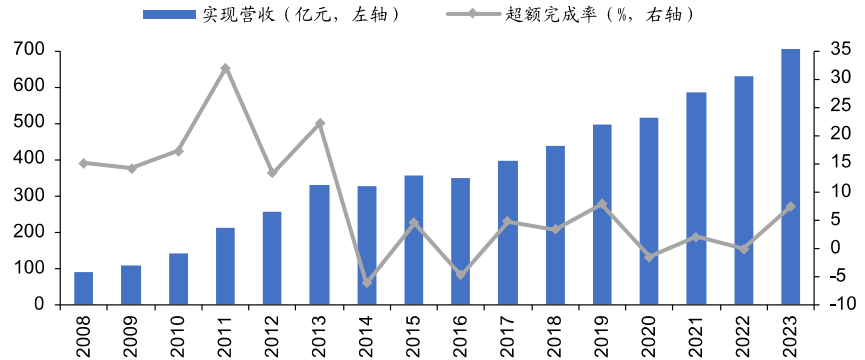


资料来源: Wind, HTI

2. 机制：多轮股改形成有效激励，完善市场化考核体系

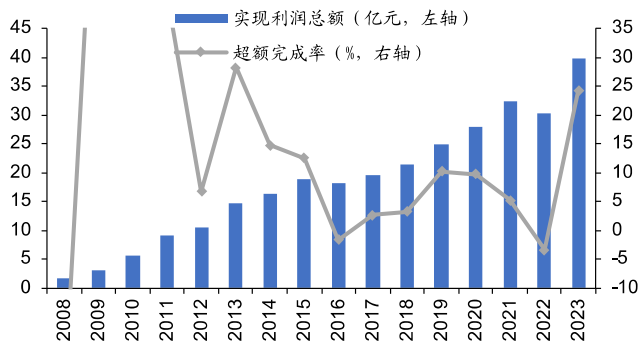
公司自 2006 年以来，每年都会提出当年的经营目标，目标不低但完成度较高，反应管理层较强的执行力及团队积极进取的氛围。我们认为，良好的激励机制以及业务部门市场化的考核体系是“老凤祥”品牌实现快速发展的根源。

图22 公司收入目标完成情况 (2008-2023)



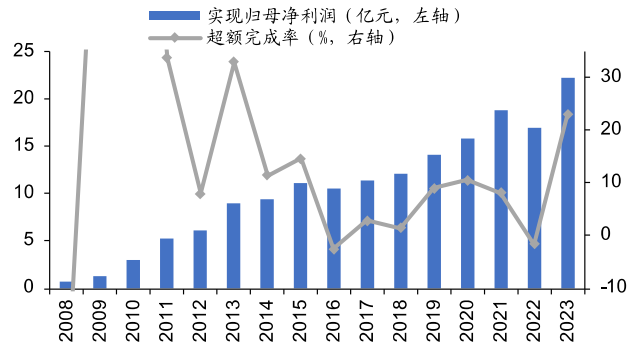
资料来源：公司 2006-2022 年年报、股东大会会议资料，2023 年业绩快报，HTI

图23 公司利润目标完成情况 (2008-2023)



资料来源：公司 2006-2022 年年报、股东大会会议资料，2023 年业绩快报，HTI

图24 公司归母净利润目标完成情况 (2008-2023)



资料来源：公司 2006-2022 年年报、股东大会会议资料，2023 年业绩快报，HTI

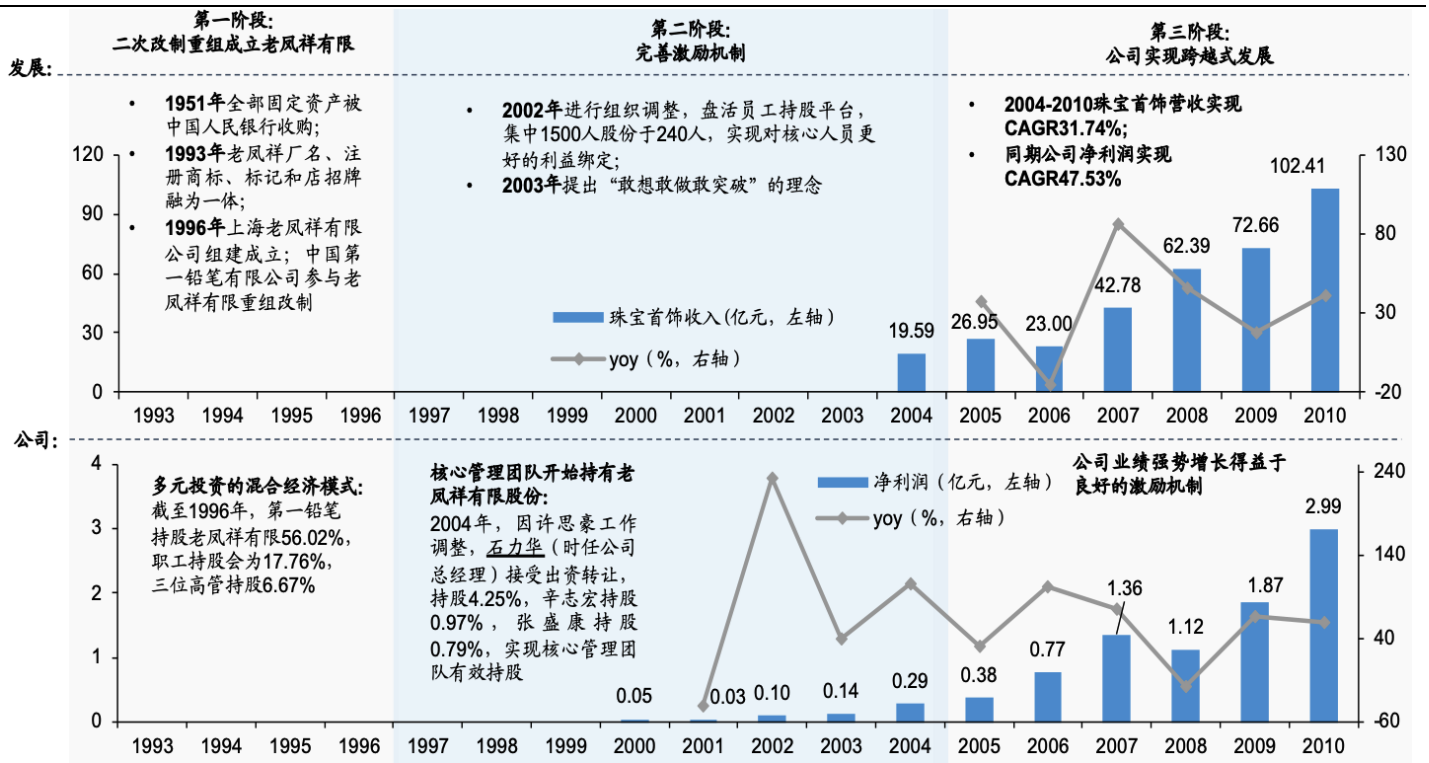
2.1 老凤祥有限股改：持续盘活员工持股平台

2.1.1 1993-2010 年：不断盘活员工持股平台，公司跨越式发展

公司 2004-2010 年珠宝首饰业务收入由 19.59 亿元提升到 102.41 亿元，CAGR 31.74%。核心子公司老凤祥有限净利润 0.29 亿元提升到 2010 年 2.99 亿元，CAGR 47.53%。同期金银珠宝类社零总额 CAGR 34.93%，公司实现跨越式发展。

我们认为，2004-2010 年老凤祥有限实现跨越式发展得益于：①2002 年盘活员工持股平台，由人人持股变为主要经营管理岗位人员和专业人员持股，将原本 1500 人持有的股份集中至 200+人，实现管理层的有效激励；②2004 年通过《自然人出资转让协议》，时任第一铅笔总经理并兼任老凤祥有限总经理的石力华先生开始持有老凤祥有限股份，自此实现核心管理团队的有效持股。

图25 老凤祥有限公司珠宝收入及净利润增速 (1993-2010年)



资料来源: 公司招股书, 公司历年年报, HTI

具体发展过程如下:

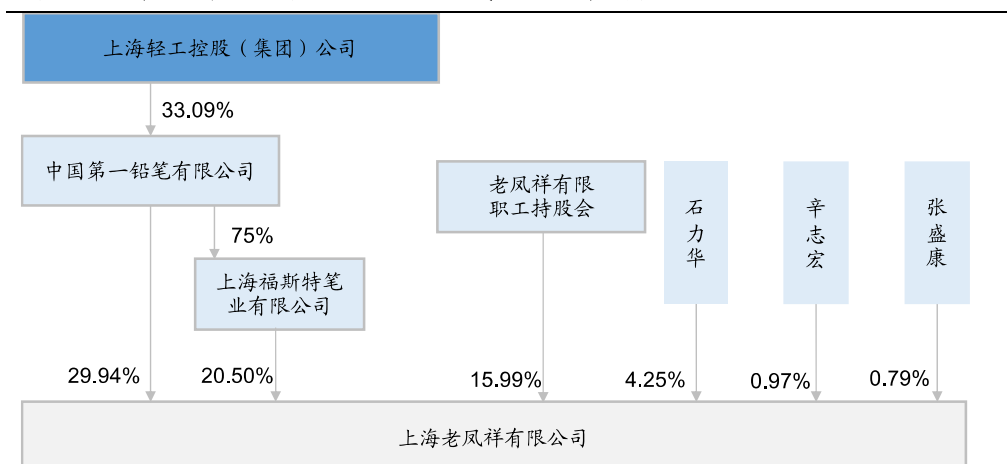
1993年-1996年: 品牌二次重组改制成立老凤祥有限公司。 ①公司前身为创立于1848年的“凤祥银楼”, 1951年中国人民银行收购老凤祥银楼全部固定资产, 筹办“国营上海金银饰品店”。1958年改名为上海金银制品厂。②1993年在上海二轻工系统运作下, 上海远东金银饰品厂与上海环球金银制品厂合并成立上海老凤祥首饰总厂, 产品标记由“沪C”更改为“老凤祥”, 自此老凤祥厂名、注册商标、标记和店招牌融为一体, 老凤祥开始发力零售市场。③1996年4月, 上海老凤祥首饰总厂 (自有品牌“凤祥牌”)、上海宇宙金银制品厂 (自有品牌“宇宙牌”)、上海珠宝玉器厂 (自有品牌“中龙牌”)、上海首饰研究所 (自有品牌“嘉龙牌”) 和上海大同行珠宝首饰汇市五家企业组建为上海老凤祥有限公司以解决同业竞争问题, 重组后企业销售额由上海500强中的第232位提升至88位。

1996年: 建立职工持股会、实现第一铅笔控股, 实现多元投资的混合经济模式。 ①1996年12月, 上海市经济委员会批复同意成立“老凤祥有限”职工持股会, 职工持股会占注册资本29%, 实现人人持股。②中国第一铅笔股份有限公司因经济环境而调整战略方向, 参与上海老凤祥有限公司重组改制。重组后, 第一铅笔持股老凤祥有限56.02% (直接持股33.25%, 通过75%控股子公司上海福斯特笔业公司间接持股22.77%), 为公司实控人; 老凤祥有限职工持股会持股变更为17.76%, 自然人许思豪、辛志宏、张盛康各出资持股3.84%、1.43%、1.40%股份。辛志宏先生目前为上市公司市场总监并兼任老凤祥有限董事、常务副总经理。第一铅笔收购后, 对老凤祥有限引入了良好的利润分红激励机制。

集中原有职工持股会股份, 进一步完善激励机制。 由于职工持股会过于分散 (共有1500+员工持股), 业绩改善并不明显, 2001年前后老凤祥有限账面利润约500万元, 但未分配利润已亏损至约1300万元。2002年第一铅笔管理团队对老凤祥有限资产结构、人员结构、股权结构、战略思想进行调整, 要求主要经营管理岗位人员和专业人员持股, 将原本1500+人持有的股份集中到200+人手中; 并于2003年提出“敢想敢做敢突破”的理念。

2004年4月，因许思豪工作调整，时任第一铅笔总经理并兼任老凤祥有限总经理的石力华与许思豪、辛志宏、张盛康签署了《自然人出资转让协议》，其中：石力华出资580万元，占老凤祥有限出资总额的4.25%；辛志宏出资132万元，占老凤祥有限出资总额的0.97%；张盛康出资108万元，占老凤祥有限出资总额的0.79%。

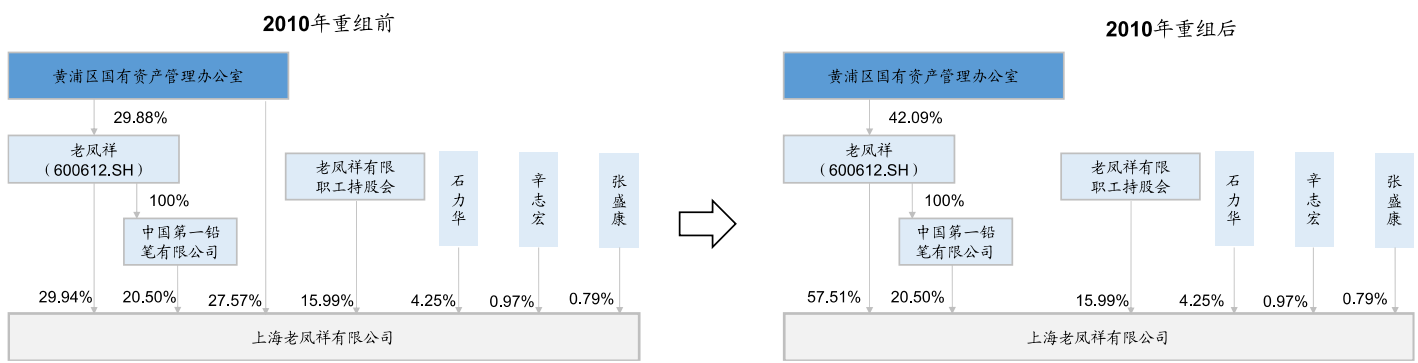
图26 2004年实现管理层持股后股权结构（截至2004年4月）



资料来源：公司2004年度报告，HTI

2005-2010年：上市公司对老凤祥有限持股比例增加至78.01%。2005年，第一铅笔33.09%的国家股股权由上海轻工控股（集团）公司划入上海市黄浦区国资办。2009年，上市公司“第一铅笔”更名为“老凤祥”，上海福斯特笔业公司更名为“中国第一铅笔有限公司”。2010年9月，公司通过向上海市黄浦区国资委定向增发的方式取得其持有的27.57%老凤祥有限的股权和100%上海工艺美术有限公司股权，同时上海市国资委对公司持股比例提升至42.09%，为公司实际控制人。

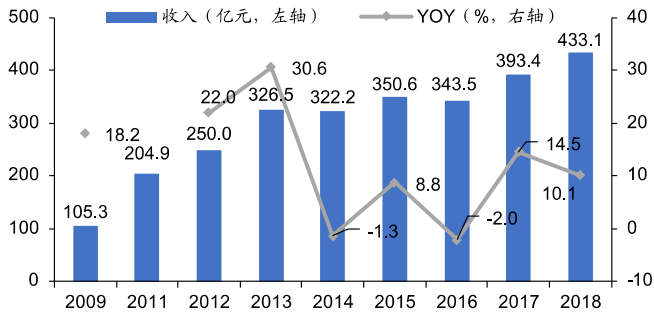
图27 2010年资产重组前后股权架构



资料来源：公司2009-2010年度报告，HTI

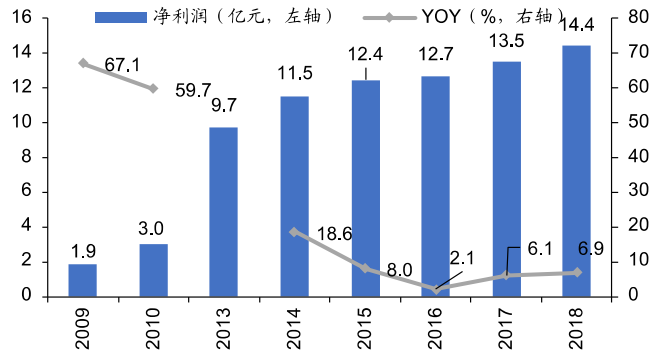
2010年重组后进一步巩固了上市公司珠宝首饰的主营业务地位，公司再次继续延续高增长态势。公司2011-2018年老凤祥有限收入由204.89提升到433.12亿元，CAGR11.29%，2010-2018年净利润由2.99提升到14.40亿元，CAGR21.71%；2011-2018年门店数由2015提升至3521家，净增1506家，CAGR8.30%，同期限额以上全国黄金珠宝零售额由1381提升至2454亿元，CAGR8.56%。2010-2018年，公司收入目标完成率在93.96%-132.04%，利润目标完成率在98.38%-161.32%。

图28 老凤祥有限收入及增速 (2009-2018)



资料来源：公司 2009-2018 年度报告、发行股份购买资产暨关联交易报告书，HTI

图29 老凤祥有限净利及增速 (2009-2018)

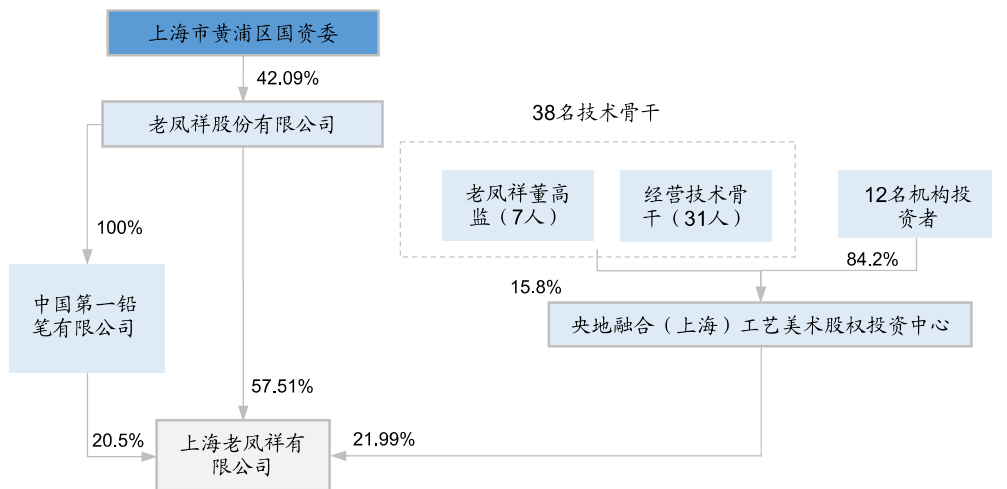


资料来源：公司 2009-2018 年度报告，HTI

2.1.2 2018年：入选“双百”名单，混改助力二次腾飞

2018年“双百行动”助力二次混改腾飞。解决股权僵化问题，构建合理的股权结构成为老凤祥股份积极寻求股改的动因之一。2018年，老凤祥股份被选为“双百行动”试点企业，引入优势互补的战略合作伙伴受让职工股股权为老凤祥股份注入新活力。根据2018年《关于老凤祥有限公司之股权转让协议》，“老凤祥有限”职工持股会及自然人代表所持有的“老凤祥有限”21.99%全部股权均以2017年度净利润为基准，所测算的以10倍左右的市盈率估值，每1.00元注册资本转让价格为人民币60.00元（含税）的市场化价格退股转让给央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）（以下简称“工美平台”）。

图30 2018年实现混改后股权结构图



资料来源：公司 2018 年年度报告，HTI

表 2 截至 2018 年 11 月央美平台中机构投资者信息及出资情况

名称	认缴出资额 (万元)	出资比例
国新张创 (上海) 股权投资基金管理有限公司	300	0.100%
上海国际集团资产管理有限公司	30000	10.000%
国泰君安证裕投资有限公司	40000	13.333%
中信兴业投资集团有限公司	50000	16.667%
上海国企改革发展股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	30000	10.000%
上海品牌发展股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	30000	10.000%
交银国信资产管理有限公司	10000	3.333%
国新控股 (上海) 有限公司	5000	1.677%
上海龙锦东深一贾资产管理合伙企业 (有限合伙)	12300	4.100%
宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司	10000	3.333%
上海润邦投资集团有限公司	5000	1.667%
上海润邦能源服务有限公司	30000	10.000%
有限合伙人中的机构投资者认缴出资总规模合计	252600	84.200%

资料来源: 央地融合 (上海) 工艺美术股权投资中心 (有限合伙) 合伙协议, HTI

持续推进职业经理人制度等改革举措。①**职业经理人制度:**公司自 2018 年“双百”行动以来,积极探索子公司试行职业经理人制度。2023 年末基本实现子公司职业经理人制度全覆盖目标。2023 年公司根据“双百”和“十四五”规划,拟进一步深化改革,在公司范围内全面推广实施职业经理人制度。②**股权结构调整:**公司将根据发展的主要方向,全面梳理下属企业的股权结构,按市场化的操作原则加快推进股权结构调整。公司不仅抓住契机,解决了“老凤祥钻石公司”股权的历史遗留问题,为其长远发展搭建良好的股权结构和体制基础;而且通过引进“国新双百壹号”,进一步加强与“中国国新控股”的合作,以期能发挥央地融合优势,加速公司发展升级,推动公司长远发展,实现公司做优、做强、做大的战略目标。

表 3 老凤祥两轮双百行动综合改革相关举措

年份	内容
2018	公司被纳入中央国企改革“双百行动”企业名单。引进了以央企国新为核心的战略投资者,由其受让了上海老凤祥有限公司职工持股会及自然人经营者的 21.99% 股权。
2019	完成了上海老凤祥钻石加工中心有限公司自然人股东 9.71% 股权的改革工作,引进了战略投资者国新双百壹号 (杭州) 股权投资合伙企业。 以“双百行动”为契机,大力推行职业经理人制度,形成了公司关于推行职业经理人制度的方案及实施细则。
2020	完成了老凤祥钻石加工、珠宝玉器公司和中铅公司 3 家不同类型的职业经理人聘用和签约工作,开启了老凤祥加快推进市场化经营机制改革试点的工作。
2021	制定了《2021-2022 新一轮双百改革实施方案》,根据实施方案的要求,年内公司持续推进公司系统职业经理人制度的实施范围,实施了第二批 14 家企业 (部门),为公司职业经理人制度的全覆盖奠定了基础。 探索解决 B 股这一历史遗留问题,推进了公司 B 股转 H 股的工作。
2022	在全公司三分之二以上的企业实施职业经理人制度,完成了计划预定的全部三批次职业经理人制度试点。 以推进资源整合为抓手,梳理和调整中铅板块和工美板块下属子公司的股权关系。
2023	推进工美基金平台转让,根据公司 2023 年 12 月 30 日公告,预计全部股权转让且完成工商变更登记后,海南金晓、央视融媒体、东方明珠等将持有老凤祥有限股权。 根据公司 2024 年 2 月 29 日公告,公司根据“双百”行动和“十四五”规划的目标任务,拟进一步深化改革,在公司范围内全面推广实施职业经理人制度,推行经理层成员任期制和契约化管理。

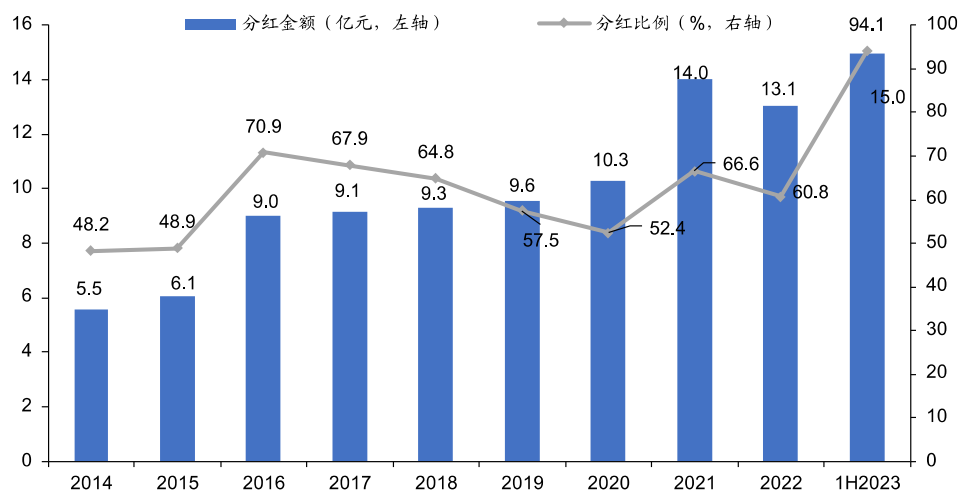
资料来源: 公司 2018-2022 年年度报告, 2023 年关于放弃控股子公司上海老凤祥有限公司部分非国有股股权优先购买权的进展公告等, 第十一届董事会第七次 (临时) 会议决议公告, HTI

2.1.3 2023 年：区域总经销持股，高质量发展新三年

以“十四五”规划为引领，全面落实“三年行动计划”。根据 2021 年澎湃新闻百家号援引老凤祥董事长采访，公司力争在“十四五”期末实现销售收入超千亿元、进入全球奢侈品百强公司前十位，努力实现新一轮的跨越式发展。根据公司 2022 年年报，为进一步有效落实公司“十四五”发展规划，加快培育和形成发展新动能、新活力，公司结合发展现状与特点，制定了《老凤祥股份有限公司全力推动高质量发展三年行动计划（2023-2025 年）》，明确了具体重点任务。在新的发展计划下，我们认为，公司有望通过机制设计、渠道精进、产品推新等方式推进公司高质量发展。

总经销拟受让 5.58% 工美基金平台所持有的老凤祥有限股权。① 根据公司 2023 年 4 月 28 日披露的《关于放弃控股子公司上海老凤祥有限公司 8.0416% 非国有股股权优先购买权暨关联交易的公告》，海南金貌晓受让工艺美术基金持有 5.58% 的非国有股股权。② 海南金貌晓由公司总经销商关联人士/企业设立：海南金貌晓共计有 20 位合伙人，其中 19 位有限合伙人均为老凤祥有限的部分总经销商或该总经销商的关联人，共计出资 11.20 亿元，占出资比例 99.96%；海南览岛企业管理有限公司为其中 1 位总经销商关联人士设立的企业，作为普通合伙人出资 50 万元，占出资比例 0.04%。

图31 老凤祥有限股利及股利支付率（2014-2023H1）



资料来源：公司 2014-2022 年年度报告，公司 2023 年半年度报告，HTI

表 4 2023 年上海老凤祥有限公司部分非国有股股权转让明细

受让人	受让有限股权比例	支付对价 (亿元)
海南金祝晓	5.58%	10.95
央视融媒体产业投资基金	1.50%	2.94
东方明珠	2.44%	4.99
中国华融	1.43%	2.99
泰安骞兴基金	0.95%	1.99
南京禾合谷	0.52%	1.10
宁波君和同详	2.44%	5.00
国新资产	2.44%	4.99
中保投任祥	1.29%	2.64
国新控股	0.98%	2.00
上海融智启源私募	0.95%	1.99
上海国改二期基金	0.98%	2.00
安徽中安优选壹号	0.49%	1.00
合计	21.99%	44.56

资料来源：老凤祥股份有限公司关于放弃控股子公司上海老凤祥有限公司部分非国有股股权优先购买权的公告，关于放弃控股子公司上海老凤祥有限公司部分非国有股股权优先购买权的进展公告，HTI

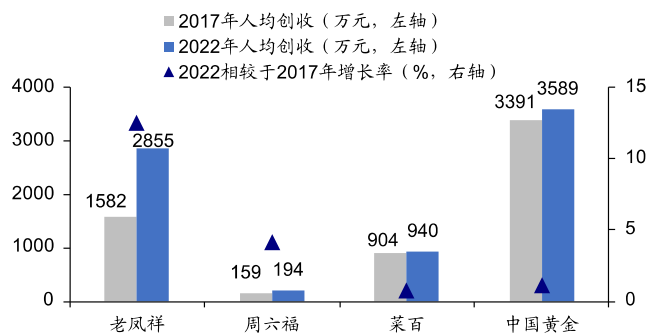
2.2 团队激励：不断完善市场化考核体系，人均创收优于同行

公司给予业务人员市场化考核体系。公司以批发为主，销售人员职责为区域经销商拓展、加盟网点拓展等，2014-22 年公司销售团队维持在 1100 人以上，为公司进行渠道下沉、业务拓展的主力。

在不断完善的市场化考核下，公司人均创收维持较高增速。公司人均创收由 2015 年的 1438 万元提升至 2355 万元，2015-2022 CAGR 10.29%。

图32 公司员工构成 (人, 2012-2022)


资料来源：Wind, HTI

图33 可比公司人均创收


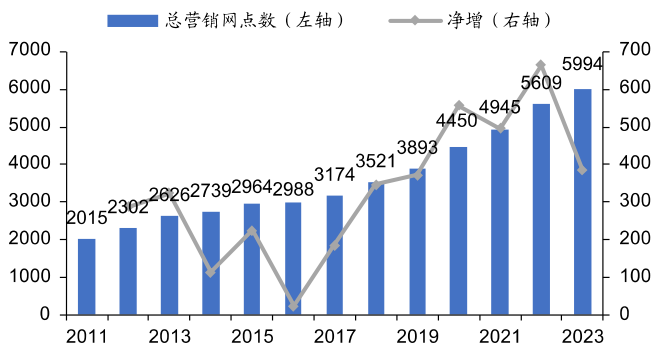
资料来源：Wind, HTI

3. 渠道：依托品牌推进市场建设，实现区域总经销持股

早期：依托总经销批发模式实现持续有效扩张并完成“经销网点”向“品牌专卖店”的转型。公司早期采用总经销批发的模式快速实现对三四线城市的覆盖，2007年提倡批发业务在抓好市场开拓和价格控制的同时，不断深化和完善专卖店的经营模式，实现“经销网点”向“品牌专卖店”的转型，2011年公司强调力争到“十二五”期末，老凤祥拥有的专卖店超过1000家，其中在全国80%的特大城市都要建立老凤祥旗舰店。2013年公司强调要依托品牌推进市场化建设，把专卖店的扩张放到首要位置上，更大范围地运用、配置各种资源和市场，分区域推进老凤祥专卖店在全国一、二、三、四线城市的均衡布局。2017年提出优化总经销及下属经销商、专卖店三级管控模式，强化目标管理，落实门店动态监管。2012-17年公司总经销网点由2302提升至3174家（累计净增872家，2012-17年CAGR6.64%），其中银楼连锁专卖店由763提升至1418家（累计净增655家，2012-17年CAGR13.02%），占比由33.15%提升至44.68%。

我们认为，公司在行业发展初期就形成了较强的品牌意识，在快速发展的同时注重业态转型（逐步收缩经销商网络和店中店规模），通过“品牌专卖店”的形式实现消费者心智的塑造。

图34 总营销网点及净增（家，2011-2023）



资料来源：公司 2011-22 年度报告，公司 2023 年快报，HTI

图35 2012年-2017年按品类划分总经销点（家，2012-2017）



资料来源：公司 2012-2017 年度报告，HTI

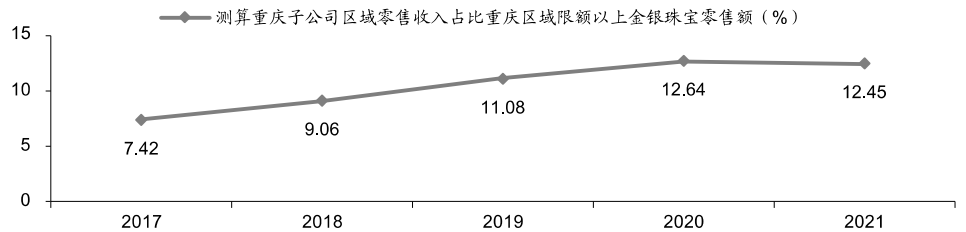
2010年起，河南、重庆、山东设立区域子公司。我们认为，加盟与批发模式有利于公司快速实现全国化扩张，但由于经销商与品牌方的核心诉求存在一定分歧，加盟模式相较于自营模式对终端&品牌形象管控力度相对弱，公司2010年在河南首次尝试区域销售合资子公司模式。2010年上海老凤祥有限公司与洛阳金鑫集团有限公司合资成立老凤祥河南首饰有限公司，分别持股51%/49%（2020年股权结构变更，上海老凤祥有限公司与老凤祥（海南）首饰有限公司分别持股51%/49%），2013年、2015年公司复制“河南模式”，在山东、重庆设立销售子公司，老凤祥有限均保持对子公司的控股权。子公司负责向总公司采购，并对区域的经销商进行销售。

我们进一步测算了成立子公司后“老凤祥”品牌在区域的市占率情况；由于子公司主要为批发业务收入，我们结合公司当年批发业务毛利率及零售业务毛利率，测算其对应区域零售收入，测算其对区域限额以上金银珠宝零售额的市占率。以重庆为例，在该口径下，老凤祥在重庆区域市占率由2017年的7.42%提升至2021年的12.45%。

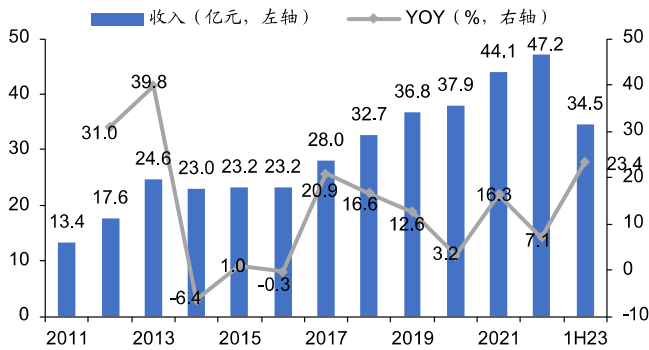
表 5 重要合资子公司介绍

成立时间	公司名称	持股比例	业绩概况
2010年4月	老凤祥河南首饰有限公司	2010年公司二级子公司上海老凤祥有限公司/洛阳鑫鑫集团有限公司分别占比51%/49%;2020年发生股权变更,上海老凤祥有限公司/老凤祥(海南)首饰有限公司持股比例分别变为51%/49%。	2011-22年收入由13.40提升至47.22亿元,收入CAGR12.13%;利润由0.19提升至0.65亿元,利润CAGR11.90%;2011-19年净利润由0.30提升至0.48亿元,净利润CAGR5.93%
2013年3月	老凤祥(山东)首饰有限公司	2013年公司三级子公司上海老凤祥银楼有限公司/鲁滨集团有限公司分别占比55%/45%;2016年发生股权变更,上海老凤祥银楼有限公司/山东鲁滨首饰有限公司持股比例分别变为55%/45%。	2015-22年收入由18.45提升至54.59亿元,收入CAGR16.76%;利润由0.27提升至0.78亿元,利润CAGR16.36%;2014-22年净利润由0.19提升至0.58亿元,净利润CAGR14.86%
2015年12月	老凤祥(重庆)首饰有限公司	2015年公司二级子公司上海老凤祥有限公司/重庆成鑫珠宝有限责任公司分别占比51%/49%。	2016-22年收入由3.08提升至7.43亿元,收入CAGR15.81%;利润由0.10提升至0.28亿元,利润CAGR18.72%;净利润由0.08提升至0.21亿元,净利润CAGR18.13%

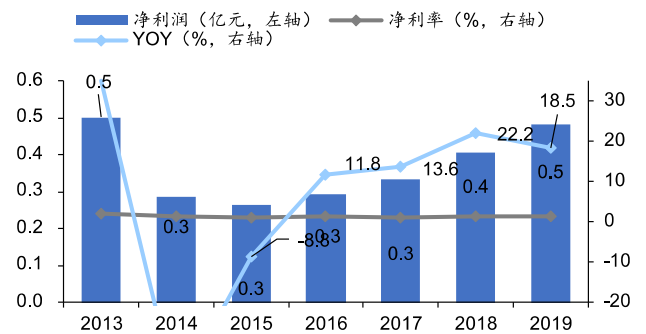
资料来源: Wind, HTI

图36 子公司收入占比区域限额以上金银珠宝零售额 (%)


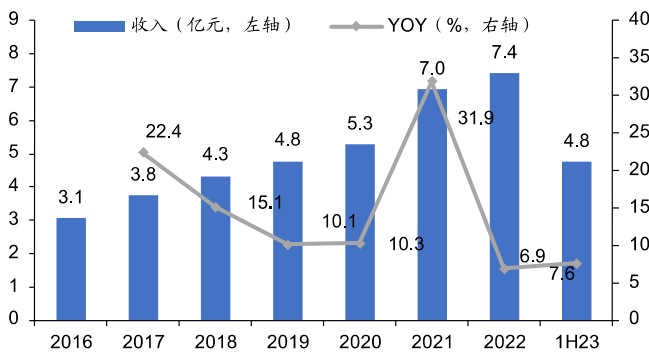
资料来源: 公司 2017-2021 年度报告, Wind, 2017-2021 年重庆统计年鉴, HTI

图37 河南子公司收入及增速 (2011-2023H1)


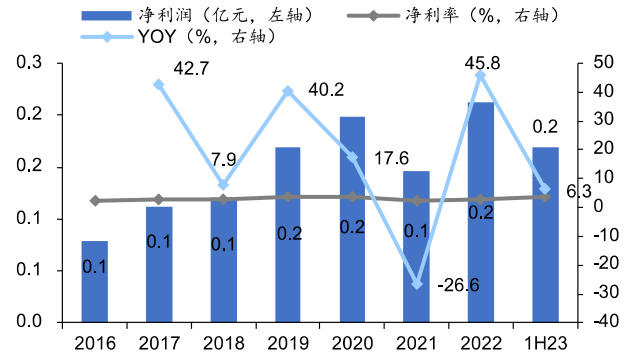
资料来源: 公司 2011-22 年度报告, 公司 2023 半年报, HTI

图38 河南子公司净利润、净利率及增速 (2013-2019)


资料来源: 公司 2013-2019 年度报告, HTI

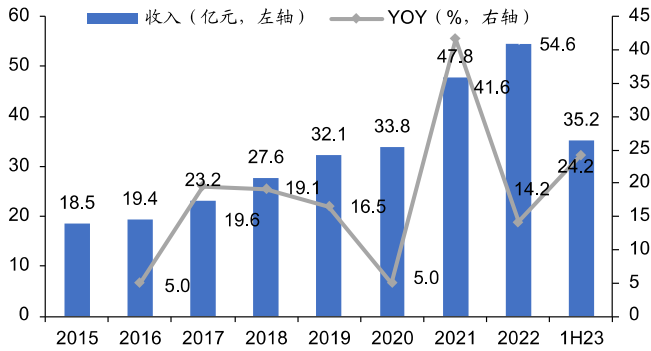
图39 重庆子公司收入及增速 (2016-2023H1)


资料来源: 公司 2016-22 年度报告, 公司 2023 半年报, HTI

图40 重庆子公司净利润、净利率及增速 (2016-2023H1)


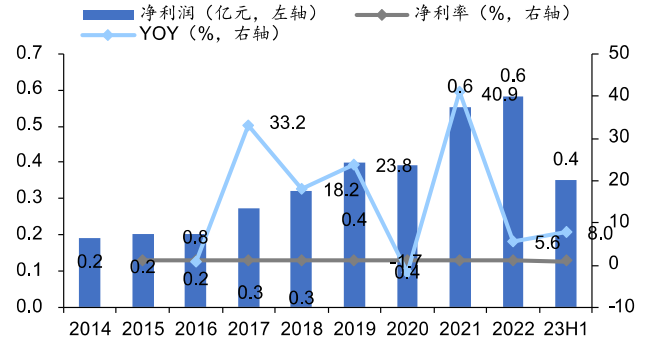
资料来源: 公司 2016-22 年度报告, 公司 2023 半年报, HTI

图41 山东子公司收入及增速 (2015-2023H1)



资料来源：公司 2015-22 年度报告，公司 2023 半年报，HTI

图42 山东子公司净利润、净利率及增速 (2013-2023H1)



资料来源：公司 2014-22 年度报告，公司 2023 半年报，HTI

实现区域总经销持股子公司股份：为了进一步加强总经销模式管理，2017 年公司提出同时优化总经销及下属经销商、专卖店三级管控模式，强化目标管理，落实门店动态监管。2023 年 4 月公司公告放弃工美平台 8.04%老凤祥有限股权优先购买权，拟将其转让给海南金貌晓；其中海南金貌晓由 20 位合伙人出资成立，为公司总经销商关联人士/企业，本次受让 5.58%股权。

我们测算了自 2018 年混改以来二级子公司老凤祥有限的分红，二级子公司老凤祥有限 2014-1H23 年累计实现净利润 148.48 亿元，分红累计 101.02 亿元。我们认为，公司总经销持股后可以共享老凤祥品牌价值增厚带来的回报，对于品牌形象维护，门店信息系统建设等方面有更强的积极性。

我们认为，子公司模式（2016-22 年河南、山东、重庆三个子公司收入占比公司珠宝首饰收入维持在 17.68%-21.67%区间）及总经销持股模式为公司后续进一步加强终端管理奠定基础（计划未来 3 年建立统一信息数据管理平台）。

表 6 子公司收入/利润占比

亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
收入													
上市公司-珠宝首饰业务收入	159.7	194.1	258.4	253.0	260.0	258.0	296.0	338.0	371.0	381.0	469.0	504.0	356.0
老凤祥河南首饰有限公司	13.4	17.6	24.6	23.0	23.2	23.2	28.0	32.7	36.8	37.9	44.1	47.2	34.5
占比 (%)	8.4	9.0	9.5	9.1	8.9	9.0	9.5	9.7	9.9	10.0	9.4	9.4	9.7
老凤祥(重庆)首饰有限公司						3.1	3.8	4.3	4.8	5.3	7.0	7.4	4.8
占比 (%)						1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.3
老凤祥(山东)首饰有限公司				18.5	19.4	23.2	27.6	32.1	33.8	47.8	54.6	35.2	
占比 (%)				7.1	7.5	7.8	8.2	8.7	8.9	10.2	10.8	9.9	
利润													
上市公司利润总额	9.1	10.7	14.8	16.4	19.0	18.2	19.7	21.5	24.9	27.9	32.4	30.3	22.8
老凤祥河南首饰有限公司	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.5
占比 (%)	2.1	2.2	2.5	2.3	1.8	2.1	2.3	2.6	2.6	2.4	1.9	2.1	2.3
利润率 (%)	1.4	1.4	1.5	1.7	1.5	1.7	1.6	1.7	1.7	1.8	1.4	1.4	1.5
老凤祥(重庆)首饰有限公司						0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
占比 (%)						0.5	0.8	0.7	0.9	1.0	0.6	0.9	1.0
利润率 (%)						3.2	4.0	3.7	4.8	5.1	2.9	3.8	4.8
老凤祥(山东)首饰有限公司				0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8	0.5	
占比 (%)				1.4	1.5	1.8	2.0	2.1	1.9	2.3	2.6	2.1	
利润率 (%)				1.5	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司 2011-2022 年度报告，公司 2023 半年报，HTI

4. 盈利预测与估值

维持对公司的判断。我们认为，公司核心壁垒体现在强品牌力驱动下依托批发（加盟）模式的持续稳定扩张，以及高资产周转率带来的较高 ROE（2010-21 年、2023 年加权 ROE 高于 20%）。公司当前以十四五千亿目标为引领，全面落实三年行动计划，成功推进工美基金股权转让，实现质的有效提升和量的合理增长值得期待。

盈利预测与估值。预计公司 2023-25 年收入 714 亿元、839 亿元和 980 亿元；归母净利润 22.14 亿元、25.72 亿元和 28.89 亿元。核心假设如下：

（1）珠宝首饰业务：我们假设公司总门店数 2023-25 年各净增 385/504/502 家，单店收入各同比增 7%/10%/10%，毛利率各 9.1%/8.9%/8.8%。

（2）黄金交易业务：我们假设 2023-25 年收入各增 10%/10%/10%，毛利率各 0.3%/0.1%/0.1%。

（3）其他业务：我们假设工艺品销售 2023-25 年收入维持 20%增速，毛利率维持 15%；商贸业务收入维持 35%增速，毛利率维持 0.92%；笔类及其他业务收入增速各 25%/15%/10%，毛利率维持 32.8%；其他业务收入各增 15%/10%/10%，毛利率维持 61.3%。

（4）费用：我们假设 2023-25 销售费用率各 1.4%/1.3%/1.3%，管理费用率各 0.7%/0.7%/0.7%，财务费用率各 0.2%/0.2%/0.1%。

参照可比公司以及考虑老凤祥作为龙头溢价，我们给予 2024 年公司估值 20 倍 PE，对应市值 514 亿元，对应目标价 98.32 元，对应 0.61 倍 PS（原目标价 83.97 元，23 年 20 倍 PE），维持“优于大市”评级。

表 7 分业务收入毛利率预测 (2020-2025E)

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
珠宝首饰						
收入 (百万元)	38079	46860	50362	57448	68409	80949
同比增速	2.6%	23.1%	7.5%	14.1%	19.1%	18.3%
毛利率	10.1%	9.0%	9.1%	9.1%	8.9%	8.8%
总门店数 (家)	4450	4945	5609	5994	6498	7000
净增 (家)	557	495	664	385	504	502
单店收入 (万元)	856	948	898	958	1053	1156
同比增速	-10.2%	10.7%	-5.2%	6.7%	9.8%	9.8%
黄金交易						
收入 (百万元)	13015	11208	12083	13291	14620	16082
同比增速	19.9%	-13.9%	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	1.3%	0.7%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%
工艺品销售						
收入 (百万元)	84	92	92	110	132	159
同比增速	-18.7%	9.5%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	19.7%	21.8%	17.5%	15.0%	15.0%	15.0%
商贸						
收入 (百万元)	136	74	110	149	201	272
同比增速	-4.8%	-45.9%	49.8%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利率	1.7%	2.2%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
笔类及其他						
收入 (百万元)	243	260	204	255	293	322
同比增速	-26.5%	6.8%	-21.6%	25.0%	15.0%	10.0%
毛利率	32.7%	38.4%	32.8%	32.8%	32.8%	32.8%
其他业务						
收入 (百万元)	164	197	160	184	202	223
同比增速	-84.9%	20.3%	-19.0%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	66.2%	65.7%	61.3%	61.3%	61.3%	61.3%
合计						
收入 (百万元)	51722	58691	63010	71436	83858	98006
同比增速	4.2%	13.5%	7.4%	13.4%	17.4%	16.9%
毛利率	8.2%	7.8%	7.6%	8.0%	7.9%	7.9%

资料来源: Wind, HTI

表 8 可比公司估值表 (20240327)

简称	周大福	潮宏基	周大生	中国黄金	菜百股份	平均
PE (倍, 2024)	14.8	11.7	12.2	15.0	12.8	13.3
PS (倍, 2024)	1.0	0.8	1.1	0.3	0.6	0.7

资料来源: Wind 一致预期, HTI

表 9 合并损益表及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	58691	63010	71436	83858	98006
同比增长 (%)	13.5%	7.4%	13.4%	17.4%	16.9%
营业总成本 (百万元)	55858	59915	67611	79339	92767
营业成本 (百万元)	54130	58233	65728	77246	90269
毛利率 (%)	7.8%	7.6%	8.0%	7.9%	7.9%
营业税金及附加 (百万元)	232	216	243	285	333
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用 (百万元)	797	829	985	1055	1235
销售费用率 (%)	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用 (百万元)	402	402	500	587	686
管理费用率 (%)	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
财务费用 (百万元)	267	204	120	132	209
财务费用率 (%)	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失 (百万元)	-4	-3	-6	-6	-6
投资收益 (百万元)	14	-66	71	-84	-98
营业利润 (百万元)	3232	3017	3968	4531	5057
同比增长 (%)	15.6%	-6.7%	31.5%	14.2%	11.6%
营业外收入 (百万元)	12	13	13	13	13
营业外支出 (百万元)	3	3	3	3	3
利润总额 (百万元)	3242	3028	3979	4541	5068
同比增长 (%)	16.0%	-6.6%	31.4%	14.1%	11.6%
所得税费用 (百万元)	794	760	995	1135	1267
有效所得税率 (%)	24.5%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润 (百万元)	2447	2268	2984	3406	3801
少数股东损益 (百万元)	571	568	770	834	912
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	1876	1700	2214	2572	2889
同比增长 (%)	18.3%	-9.4%	30.2%	16.1%	12.3%
净利润率 (%)	3.2%	2.7%	3.1%	3.1%	2.9%
摊薄每股收益 (元)	3.59	3.25	4.23	4.92	5.52
扣除非经常损益后的净利润 (百万元)	1589	1727	2156	2516	2940

资料来源: Wind, HTI

5. 风险提示

(1) **市场低迷风险。** 面临疫情、房地产调控的大环境, 中国经济增速放缓; 黄金珠宝作为可选消费品, 行业近年来收入增速也受到影响, 处于景气调整周期。

(2) **金价与汇率波动风险。** 公司目前销售占比最大的仍然是素金类产品。金价和汇率的大幅波动风险会在一定程度上影响公司的经营。

(3) **市场竞争加剧风险。** 如果公司不能持续保持当前品牌、渠道和产品的竞争优势, 可能会在激烈的市场竞争中失去已有的市场份额, 从而导致公司市场占有率下降。

(4) **国企改革不及预期风险。**

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	63010	71436	83858	98006
每股收益	3.25	4.23	4.92	5.52	营业成本	58233	65728	77246	90269
每股净资产	19.36	22.13	25.13	28.67	毛利率%	7.6%	8.0%	7.9%	7.9%
每股经营现金流	1.84	11.00	-4.27	9.89	营业税金及附加	216	243	285	333
每股股利	1.46	1.61	1.77	1.99	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	829	985	1055	1235
P/E	23.88	18.34	15.79	14.06	营业费用率%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%
P/B	4.01	3.51	3.09	2.71	管理费用	402	500	587	686
P/S	0.64	0.57	0.48	0.41	管理费用率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
EV/EBITDA	7.04	6.89	6.78	5.45	EBIT	3392	4097	4734	5350
股息率%	1.9%	2.1%	2.3%	2.6%	财务费用	204	120	132	209
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
毛利率	7.6%	8.0%	7.9%	7.9%	资产减值损失	-3	-6	-6	-6
净利润率	2.7%	3.1%	3.1%	2.9%	投资收益	-66	71	-84	-98
净资产收益率	17.6%	20.4%	20.8%	23.4%	营业利润	3017	3968	4531	5057
资产回报率	6.5%	9.1%	8.2%	8.6%	营业外收支	11	11	11	11
投资回报率	12.3%	15.9%	13.8%	14.5%	利润总额	3028	3979	4541	5068
盈利增长 (%)					EBITDA	3626	4436	5074	5689
营业收入增长率	7.4%	13.4%	17.4%	16.9%	所得税	760	995	1135	1267
EBIT 增长率	6.0%	20.8%	15.6%	13.0%	有效所得税率%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-9.4%	30.2%	16.1%	12.3%	少数股东损益	568	770	834	912
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1700	2214	2572	2889
资产负债率	53.9%	41.7%	47.3%	42.0%					
流动比率	1.84	2.42	2.12	2.41	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.49	0.73	0.54	0.75	货币资金	5577	6606	6711	9306
现金比率	0.41	0.69	0.47	0.69	应收账款及应收票据	812	140	712	486
经营效率指标					存货	16799	14966	21505	21116
应收账款周转天数	1.77	1.40	1.40	1.40	其它流动资产	1559	1514	1551	1544
存货周转天数	90.72	87.00	85.00	85.00	流动资产合计	24747	23225	30479	32452
总资产周转率	2.61	2.84	3.00	3.02	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	185.92	218.71	269.51	331.48	固定资产	334	319	303	288
					在建工程	46	46	46	46
					无形资产	56	53	49	45
					非流动资产合计	1258	1109	1040	951
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	26005	24334	31519	33403
净利润	1700	2214	2572	2889	短期借款	6893	4611	8611	7811
少数股东损益	568	770	834	912	应付票据及应付账款	815	463	1039	716
非现金支出	268	425	345	345	预收账款	4	7	8	10
非经营收益	455	174	364	474	其它流动负债	5751	4503	4697	4943
营运资金变动	-2027	2170	-6349	555	流动负债合计	13463	9584	14356	13481
经营活动现金流	964	5753	-2234	5175	长期借款	200	200	200	200
资产	-74	-52	-51	-49	其它长期负债	360	352	358	357
投资	12	-190	-190	-190	非流动负债合计	560	552	558	557
其他	9	152	-74	-88	负债总计	14023	10137	14914	14038
投资活动现金流	-53	-91	-315	-328	实收资本	523	523	523	523
债权募资	-784	-3571	3978	-800	归属于母公司所有者权益	10128	11574	13147	14995
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1853	2623	3458	4370
其他	-1575	-1063	-1324	-1452	负债和所有者权益合计	26005	24334	31519	33403
融资活动现金流	-2359	-4634	2654	-2252					
现金净流量	-1469	1029	105	2596					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1**Summary****Investment Highlights:**

Lao Feng Xiang, with a rich history, leads the national trend aesthetic. It has a long-standing brand since 1848, benefiting from strong brand management and aesthetic leadership in 'national trend, style, and charm'. The brand consistently ranks among the top 50 global luxury brands. Focusing on innovation, it continuously develops new products, enhancing the industrial chain. In 2022, the Dongguan base improved innovation and product upgrade capabilities, and the Hainan processing base started operations, complementing Dongguan in technology and market information. The Company has intensified marketing efforts, with themed stores and a deepened membership mall, piloting new media marketing.

The Company exhibits 'resilient growth against the trend' and 'high performance elasticity with the trend'. It relies on franchising for expansion, with strong brand power ensuring market share during downturns. When industry prosperity rises, franchisees benefit from stronger end-demand and inventory gains, with the Company employing flexible hedging strategies for higher performance elasticity. The core barrier is the continuous stable expansion driven by strong brand power and high asset turnover resulting in high ROE, stemming from effective incentives and brand-centric channel management.

Mechanism: Multiple stock reforms have created effective incentives, with ongoing promotion of the professional manager system. The Company's annual operational goals are met with a 12.5% CAGR in per capita revenue from 2017-22, outperforming peers. This is due to revitalizing equity and promoting the professional manager system, aiming for full coverage by the end of 2023. **Channels:** The Company initially expanded rapidly through wholesale distributor models, transitioning to brand stores. Since 2010, it has adopted joint venture subsidiaries in several provinces. The stake acquisition by Hainan Jin Niu Xiao lays the foundation for stronger terminal management and structural optimization.

Earnings Forecast and Valuation: The Company's revenue for 2023-25 is projected at RMB 71.4, 83.9, and 98.0 billion, with NPATs at RMB 2214, 2572, and 2889 million. Given a 20x PE valuation for 2024, the target price is RMB 98.32, with a market capitalization of RMB 51.4 billion, maintaining an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Risks include gold price and exchange rate fluctuations, increased competition, market downturns, and state-owned enterprise reform falling short of expectations.

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，李宏科，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, Hongke Li, 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，汪立亭，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, Liting Wang, 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).

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

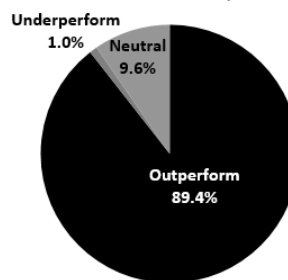
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

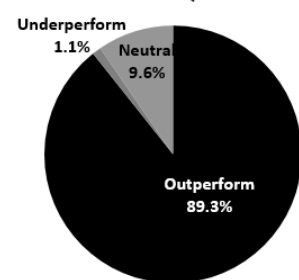
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains 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

评级分布 Rating Distribution

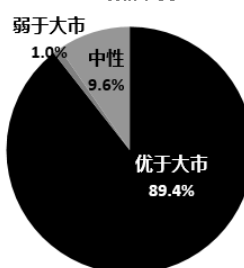
Most Recent Full Quarter



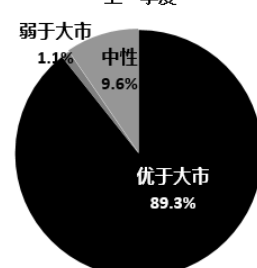
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 2023 年 12 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
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*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 December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*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。海通证券 (600837.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，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 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. Haitong Securities (HS; 600837 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 HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS 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 HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 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 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、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, adaptation, 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 (“HTSIPL”) 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。HTSIPL 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、HTISCL 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，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 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策。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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。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.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. 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.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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共发售或认购。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实权益。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") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("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》(第 289 章) 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
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

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。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。

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”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

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”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“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 (Cap. 289). 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) 6536 1920

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. 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”).

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>

Lao Feng Xiang - 600612 CH



1. 31 Aug 2021 OUTPERFORM at 46.39 target 70.09.
2. 2 Nov 2021 OUTPERFORM at 46.09 target 70.11.
3. 10 May 2022 OUTPERFORM at 39.39 target 49.88.
4. 6 Sep 2022 OUTPERFORM at 38.23 target 49.88.
5. 1 Nov 2022 OUTPERFORM at 38.63 target 49.88.
6. 10 May 2023 OUTPERFORM at 65.3 target 74.22.
7. 15 Sep 2023 OUTPERFORM at 64.12 target 83.97.