



國證國際
S D I C S I

情緒價值系列報告——老鋪黃金深度解读

国证国际研究部

2025年1月16日

分析师：

曹莹 Gloria Gao (中央編號： BPE391)

gloriacao@sdicsi.com.hk

杨怡然 Laura Yang (中央編號： B0Z723)

laurayang@sdicsi.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明

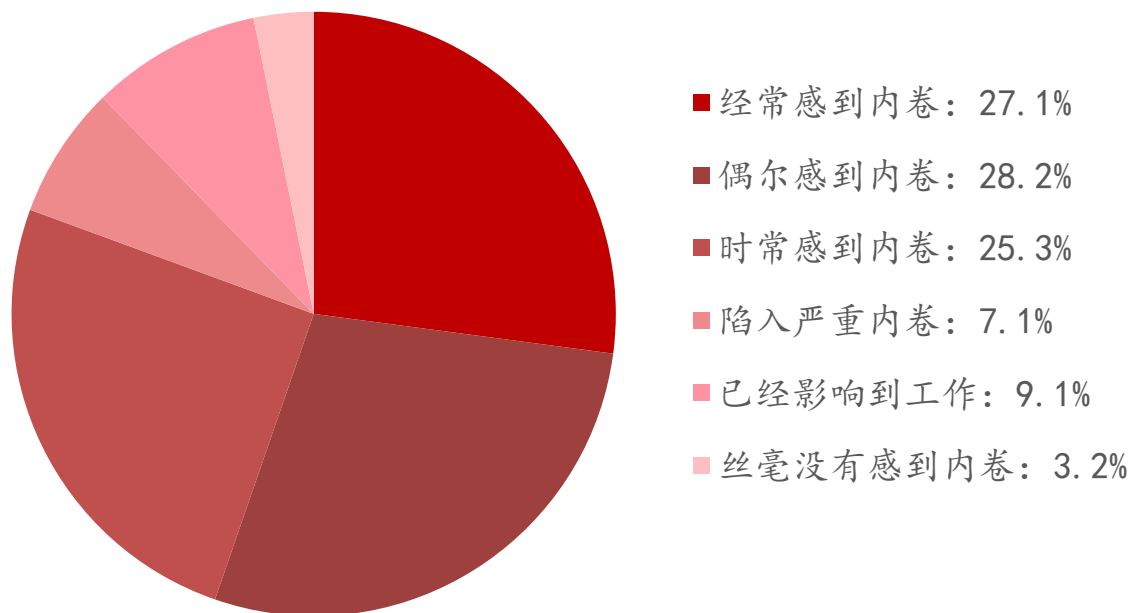
1 我们为什么关注情绪价值消费？



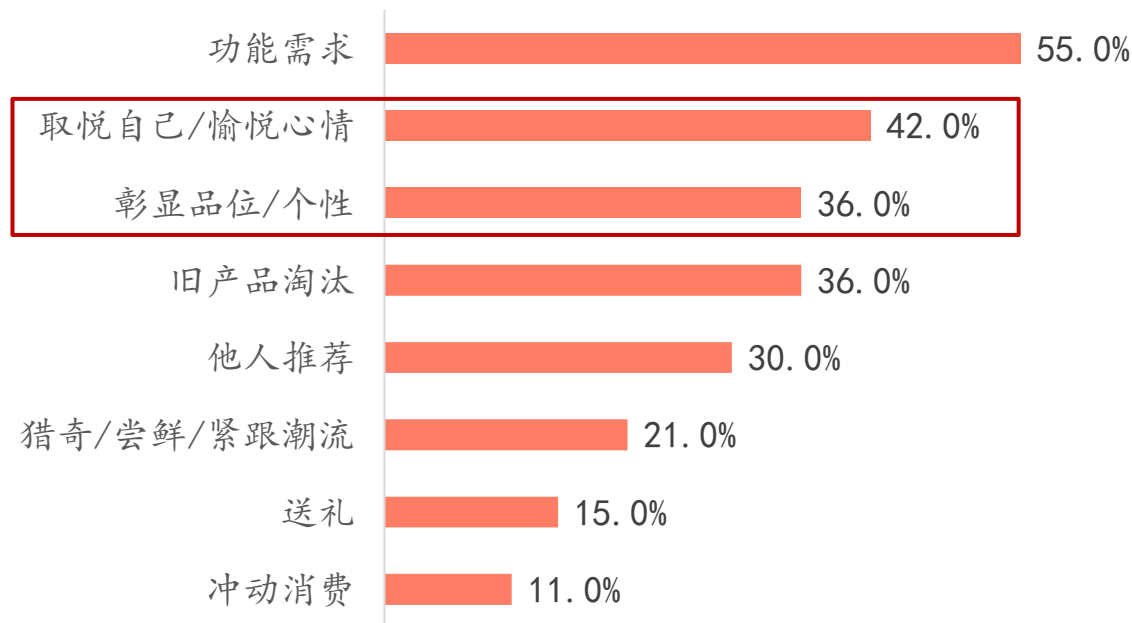
1 情绪价值从何而来

- ❖ “内卷”、“焦虑”等社会现象的普遍，导致情绪需要出口；
- ❖ 消费不再以“实用”为单一目的，消费者更加重视商品蕴含的情绪价值和情感链接。

图表1 你觉得自己被“内卷”的程度是多少？



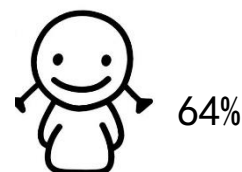
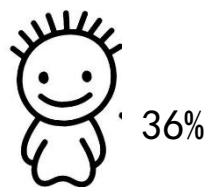
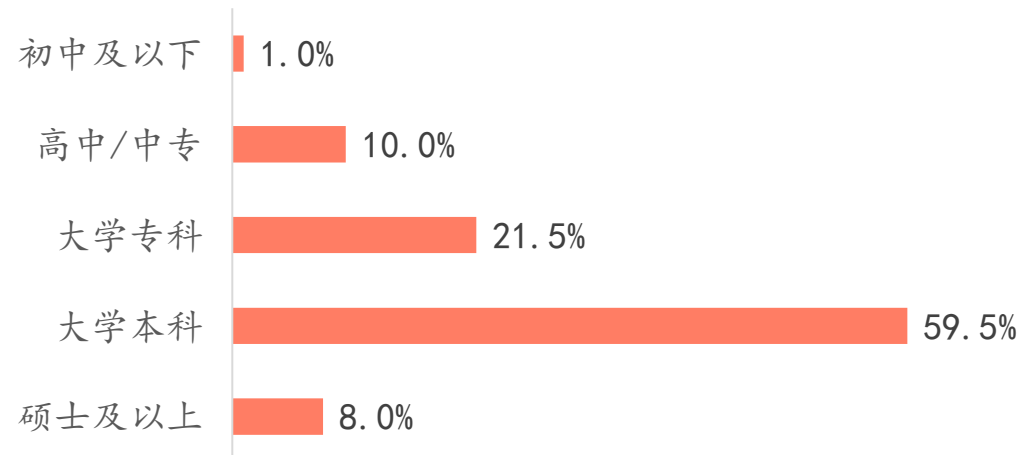
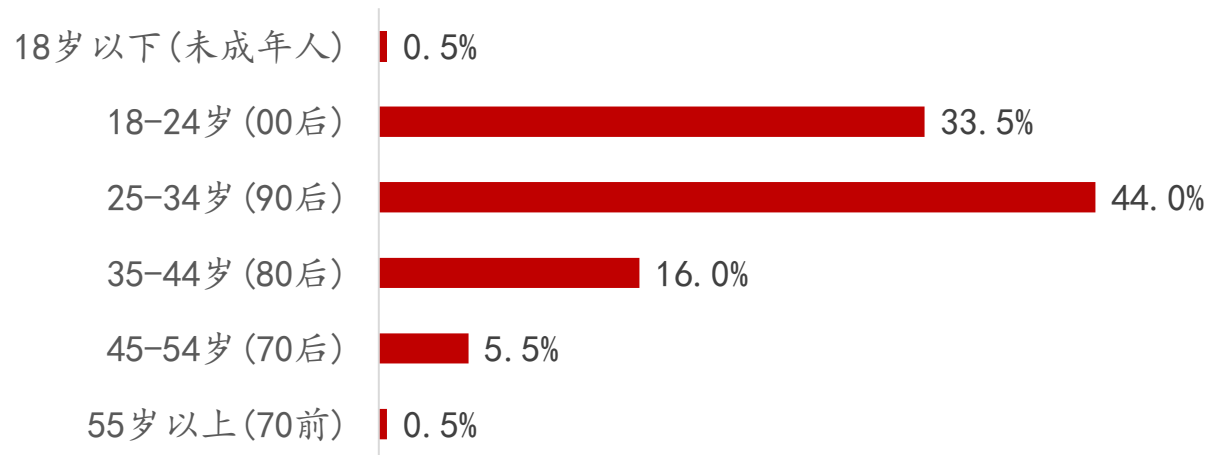
图表2 消费者消费动机的转变





1 情绪价值消费者画像

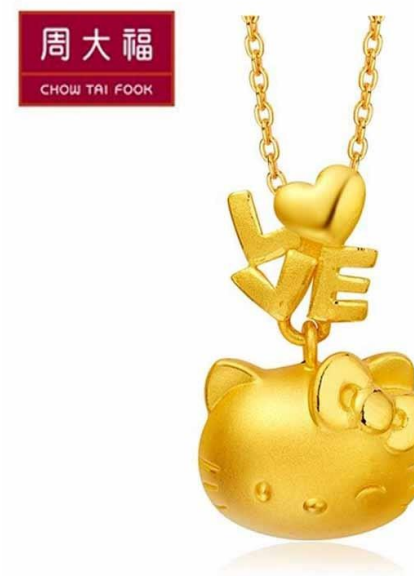
- ❖ “Z世代”：拒绝内卷、更关注个人体验及感受。年轻消费者愿意接受新鲜事物，对个性化、多元化和互动性的内容有极高需求，因此支付意愿更强。
- ❖ 90后00后、女性、高学历人群，更愿意为情绪买单。





1 黄金也能提供新的情绪价值

- ❖ 随着时代的变迁，黄金的消费不再仅仅是传统的“三金”，年轻消费者赋予了黄金更多消费形态：
 - ❖ 1) “实物定投”，囤金，购买金豆、小金条代替现金储蓄；
 - ❖ 2) 送礼送黄金饰品，兼具保值属性，更有面子；
 - ❖ 3) 黄金工艺和设计的创新使得“自戴”消费者逐渐增多，超过传统“三金”购买势头；
 - ❖ 4) IP联名的风潮也蔓延到了黄金行业，吸引更多年轻消费群体。
- ❖ 黄金消费，既能悦人也能悦己，情绪价值拉满。





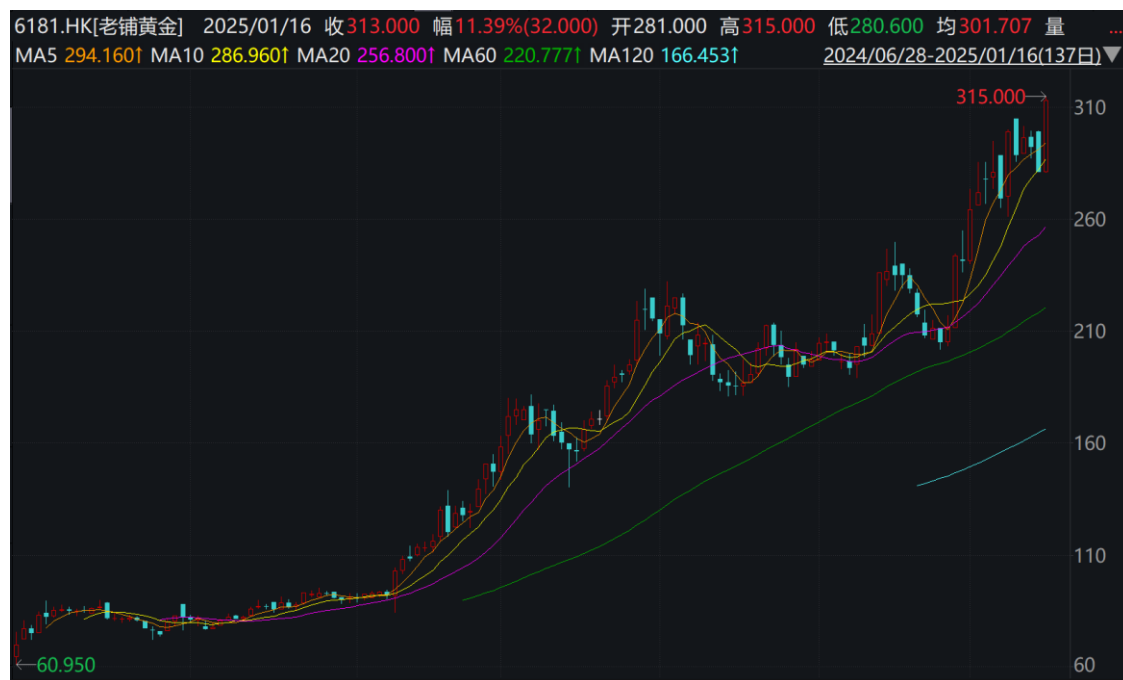
2 关于老铺黄金的核心思考



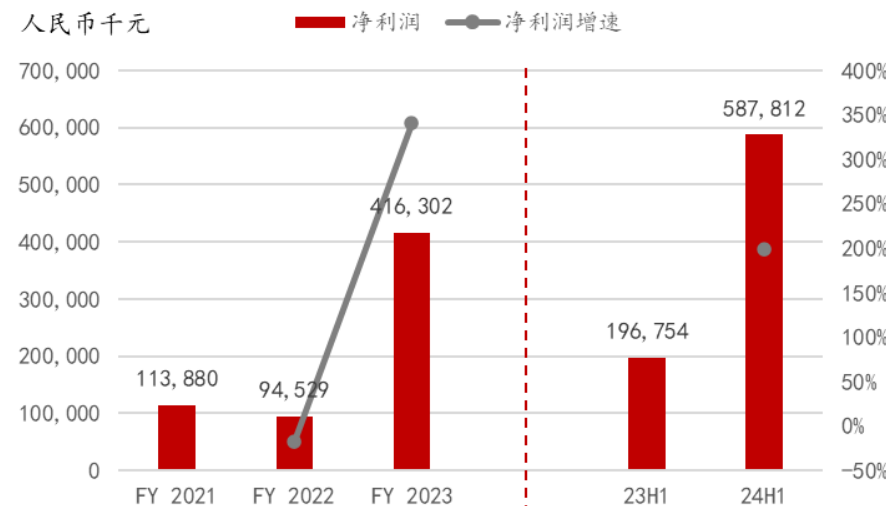
2 老铺黄金的业绩及股价表现

- ❖ 老铺黄金上市以来股价上涨**385%**，在港股消费板块中表现一枝独秀。
- ❖ 公司增长强劲，**23全年、24上半年**都实现了收入翻倍增长，净利润翻两倍增长的强劲表现。

图表3 老铺黄金股价表现



图表4 老铺黄金净利润表现





2 老铺黄金的核心竞争优势是什么？

❖ 也可以用来解释，为什么只有老铺的表现才这么好？

❖ 答案是层层递进的关系：

❖ 渠道。难度：★★★★

❖ 入驻高端商场只能慢慢来，必须伴随品牌影响力的增强而逐步渗透。

❖ 设计。难度：★★★★

❖ 公司产品独树一帜的关键，由公司创始人、徐董事长负责，引领而不是迎合消费者的审美。

❖ 品牌。难度：★★★★★

❖ 黄金首饰赛道缺少真正的高端品牌。老铺占领了这个市场，也是它如此独特的核心原因。只有品牌才能带来长久的溢价，建立高端品牌是公司长远的目标，老铺正在路上。



2 怎样看老铺的发展空间？

- ❖ **门店数量：**目前老铺已经入驻25个商场，门店数量36家，有部分商场有多个店面。从国际奢侈品店在中国的门店数量来看，未来的开店空间大约在50-70家门店，从门店数量上来说还有翻倍的空间。
- ❖ **单店店效：**店效还有显著的提升空间。
 - ❖ 品牌发展初期，入驻的高端商场有限，且点位多在地下一层。商场的位置对门店店效有直接的引流作用。随着点位的优化，未来店效将持续增长。
 - ❖ 品牌影响力持续提升，公司的IPO上市、金刚杵等产品的出圈、排队新闻等对于品牌有着直接的传播作用，会进一步吸引客流。
 - ❖ 目标群体渗透率提升。公司的目标群体为中产及高净值人群，这部分人群高端消费以外资品牌为主，还有较大的渗透空间。
 - ❖ 23年平均单店店效为1亿人民币，24年上半年增长113%，半年实现23年全年的店效。我们认为未来店效仍将保持增长。
- ❖ **海外拓展：**以华人群体为主。
 - ❖ 目前老铺仅在大陆地区及香港、澳门开设门店，海外尚未涉足。在海外的华人区仍有较多拓展空间，比如新加坡、日韩、欧美等国。

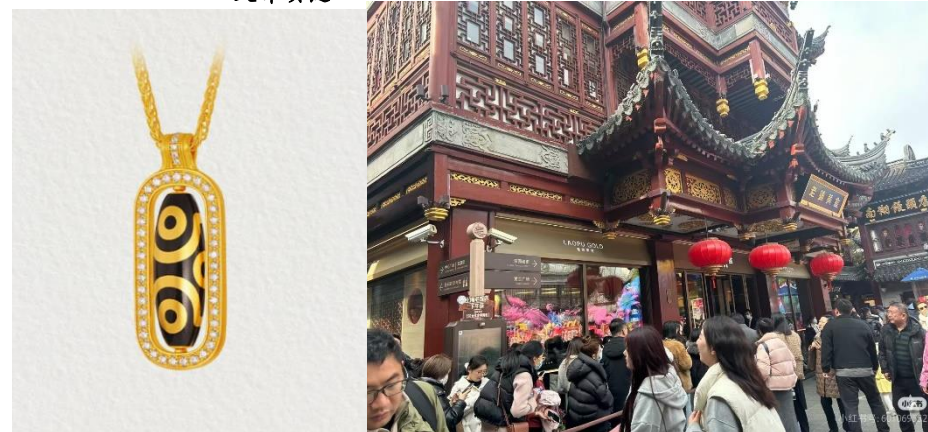


2 下半年公司发展更新

❖ 门店:

- ❖ 下半年新增了3家门店，包括郑州丹尼斯大卫城店、香港海港城店、东方新天地禅房主体门店
- ❖ 另有4家门店升级，例如深圳万象城和杭州万象城门店都新增了二楼电梯口柜台门店（原有门店都在地下一层）；武汉世贸广场店移位扩铺，成为老铺在华中区最大的门店；广州太古汇店同样扩大了面积。
- ❖ 需要注意公司的门店数量拓展有限，门店的优化应该成为关注重点。
- ❖ 门店表现依然强劲，屡屡因为排队被媒体报道。

天珠项链 上海豫园门店元旦排队



❖ 产品:

- ❖ 9月份产品全线上调价格约10%，引发调价前夕的消费热潮。
- ❖ 推出新品天珠系列，以独特的设计吸引消费者。

❖ 基石投资人股票解禁:

- ❖ 12月28日基石投资人禁售期到期，所持有股份占总股本的6.4%。从当时来看大宗交易比较少，我们认为公司已经和平渡过解禁期的影响。

❖ 为什么这两年增长这么强劲?

- ❖ 几方面原因：老铺的品牌声量伴随着IPO和产品出圈而有明显提升、疫情后需求的恢复、黄金价格上涨带动消费者对黄金饰品的关注。



3 中国黄金珠宝行业概览

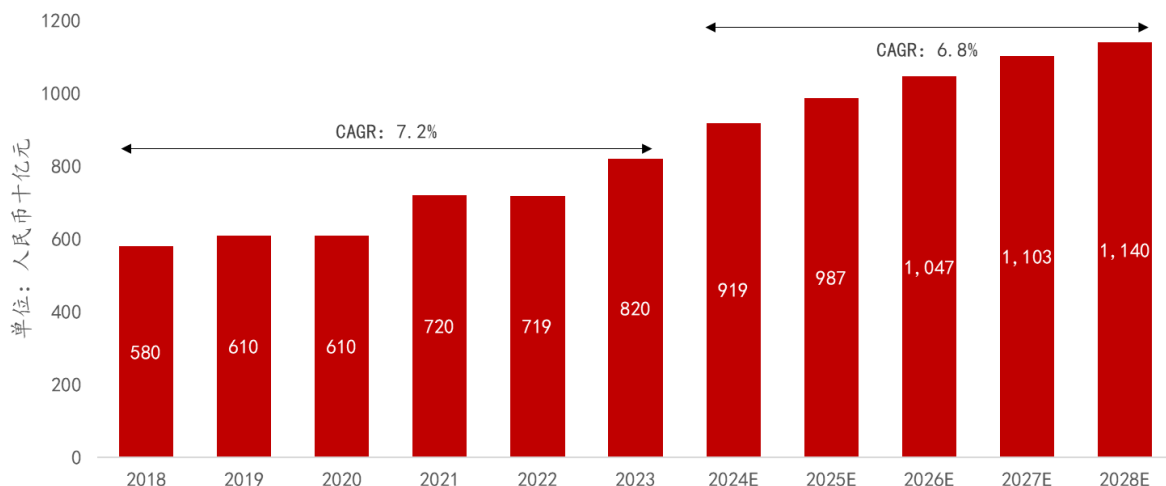


3 黄金珠宝行业：需求持续旺盛

❖ 珠宝具备着存量少、价值高、增值快等属性，被视为利润空间较大的投资工具。中国珠宝市场的需求一直较为旺盛,中国珠宝市场规模由2018年的人民币5,800亿元稳步增长至**2023年的人民币8,200亿元**，复合年增长率为**7.2%**，主要是由于居民购买力不断提高及对日常佩戴的需求多样化。未来随着中国公民购买力的持续提高，珠宝产品需求持续旺盛，预计中国珠宝市场于2023年至2028年将以6.8%的复合年增长率进行增长，并于2028年底前达到总销售收入人民币11,400亿元。黄金产品是中国消费者最受欢迎的珠宝品类，2023年黄金产品在中国珠宝市场占据了63.2%的最大份额，市场规模为人民币5,180亿元。

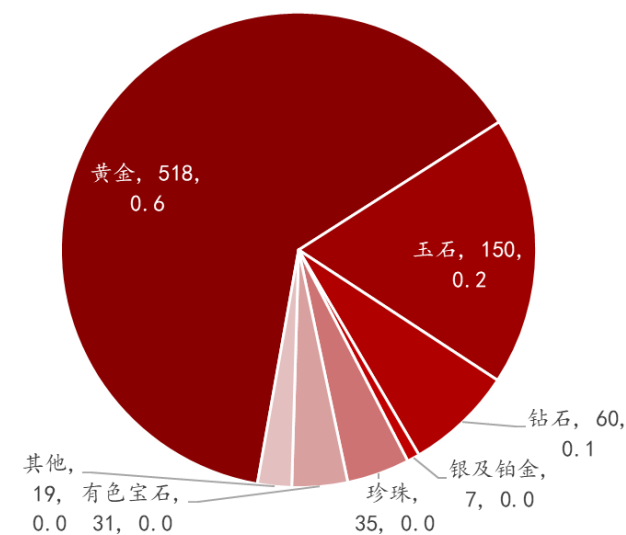
图表5 中国珠宝市场规模及增速（十亿人民币）

中国珠宝市场规模（按销售收入计）



资料来源：招股书，国证国际证券研究

图表6 2023年中国珠宝市场构成（十亿人民币）



资料来源：招股书，国证国际证券研究



3 黄金珠宝行业：需求持续旺盛

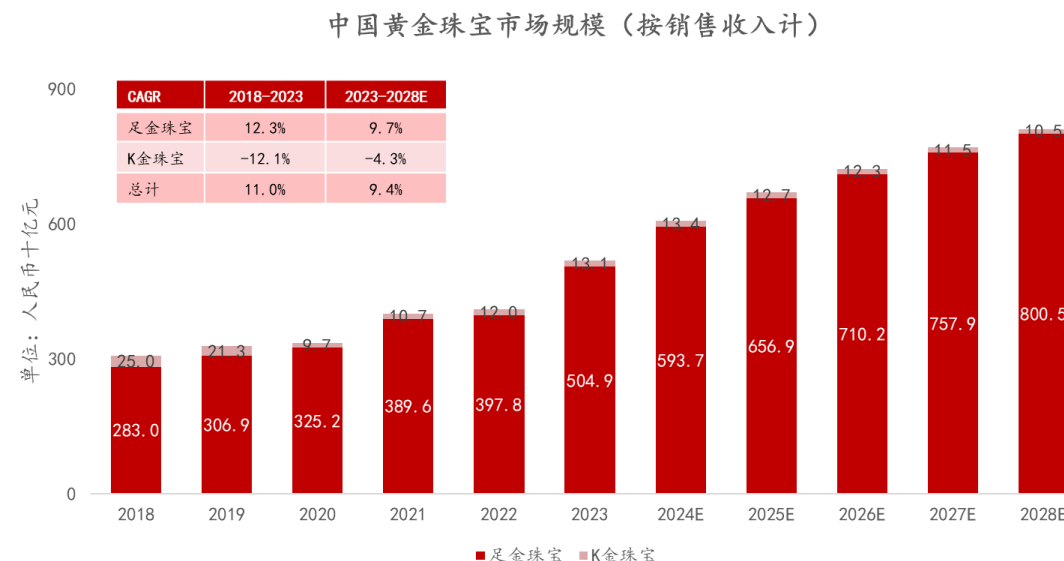
- ❖ **黄金珠宝市场规模快速增长。**按销售收入计，黄金珠宝的市场规模由2018年的人民币3,080亿元整体增长至2023年的人民币5,180亿元，复合年增长率为11.0%。2020年由于受到疫情的影响，线下销售受阻，黄金珠宝销售有所下滑。随着消费升级及年轻化消费群体的兴起，黄金珠宝市场预计将继续以复合年增长率9.4%的速度增长，增速领先细分板块，规模预计于2028年达到人民币8,110亿元。
- ❖ **根据黄金的纯度，可把黄金珠宝分为足金（黄金纯度达99.0%及以上）及K金（通常指由黄金和其他金属混合制成的合金，其含金量相等于或低于22K(91.6%)或甚至18K(75.0%)）。其中足金珠宝是最主要的黄金珠宝制品。**

图表7 中国珠宝市场规模增速

CAGR	2018-2023	2023-2028E
黄金	11.0%	9.4%
玉石	7.5%	4.9%
钻石	-4.5%	-3.9%
银及铂金	-21.3%	-4.0%
珍珠	3.8%	2.1%
有色宝石	6.0%	-3.3%
其他	2.5%	0.1%

资料来源：招股书，国证国际证券研究

图表8 中国黄金珠宝市场的规模及增速



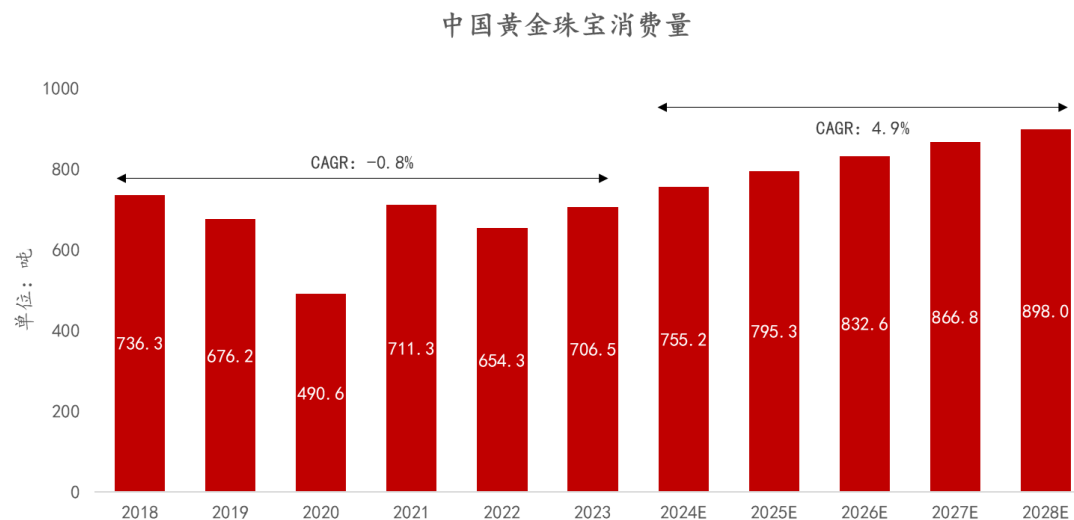
资料来源：招股书，国证国际证券研究



3 黄金珠宝行业：需求持续旺盛

- ❖ 从消费量角度来看，中国黄金珠宝消费量重拾增长。2023年消费量为706.5吨，2018年至2023年期间的复合年增长率为-0.8%，主要是由于2019年经济下行压力导致整体消费量下降，同时2020年及2022年受到疫情管控的负面影响，消费量也有所下滑。但是在23年我们看到了黄金消费量的回升。
- ❖ 今年以来金价持续上行。近年来，受到地缘政治、美联储降息、人民币贬值等多重因素的影响，金价持续稳步上涨，以上金所SEG黄金9999为例，目前已上涨至637元/克。黄金在过去十年年化收益率约为5.68%，所以目前正处于涨幅相对比较快的阶段。从长期来看，金价向上的走势是不会变的。

图表9 中国黄金珠宝消费量 (吨)



资料来源：招股书，国证国际证券研究

图表10 上海黄金交易所9999黄金价格 (元/克)



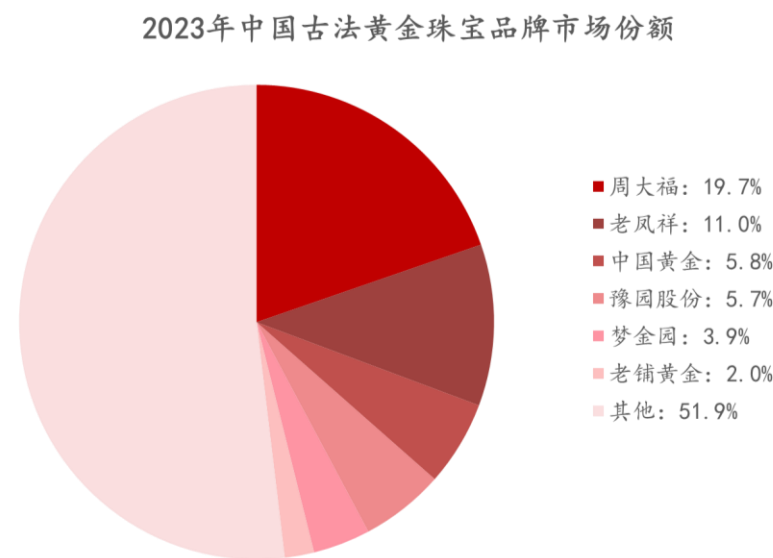
资料来源：iFind，国证国际证券研究



3 黄金珠宝行业：集中度适中

- ❖ 古法黄金市场竞争相对激烈，老铺黄金有其独特优势。中国古法黄金珠宝市场份额相对集中在头部企业，按照2023年中国古法黄金珠宝销售收入计的前五大品牌市场份额合计46.1%。
- ❖ 其中，排名第一的品牌是周大福，主要销售镶宝石珠宝、铂金/K金产品、黄金产品及手表，2023年古法黄金珠宝收入预计约310亿元，占19.7%的市场份额；
- ❖ 排名第二的品牌是老凤祥，主要从事珠宝及黄金、文房及工艺品的销售，2023年古法黄金珠宝收入预计约173亿元，占11.0%的市场份额；
- ❖ 除了前五大品牌外，老铺黄金在行业中排名第七，2023年古法黄金珠宝收入预计约32亿元，占2.0%的市场份额。
- ❖ 在古法黄金珠宝市场的前十大参与者中，老铺黄金是唯一专注于古法黄金珠宝产品的品牌和采用自营模式经营全部线下门店的三个品牌之一。根据上市公司资料，前五大竞争者的线下门店数量在2800到6900家不等，而老铺黄金目前线下门店数量仅有36家，已能跻身行业前列，因此我们相信老铺黄金的运营优势将随着规模的扩张而持续显现。

图表11 按2023年销售收入计的中国古法黄金珠宝市场份额



资料来源：招股书，国证国际证券研究



3 黄金珠宝行业：短期需求受到抑制

❖ 24年以来，由于金价快速上涨以及宏观环境影响，抑制了黄金珠宝的消费需求，上市公司业绩普遍受到负面影响。在此背景下，板块整体走弱，跌幅在20-60%之间。老铺黄金在强劲需求的带动下依旧实现了非常亮眼的业绩，股价逆势增长，自6月上市以来涨幅已达300%。

图表12 24年初以来板块内公司股价涨幅

公司	代码	股价	市值（亿元）	股价变动（%）	PE(TTM)
周大福	1929. HK	6.8	679	-57.29	15.16
老铺黄金	6181. HK	281.0	473	301.43	54.19
老凤祥	600612. SH	50.6	213	18.29	13.07
老凤祥B	900905. SH	3.5	213	21.03	6.57
中国黄金	600916. SH	8.4	141	-33.47	14.44
周大生	002867. SZ	12.7	139	-9.34	12.96
迪阿股份	301177. SZ	26.5	106	-57.86	707.74
菜百股份	605599. SH	10.7	83	5.01	12.42
ST金一	002721. SZ	2.5	67	-23.01	5.64
六福集团	0590. HK	13.9	82	-39.91	6.50
周生生	0116. HK	6.6	44	-36.36	6.22

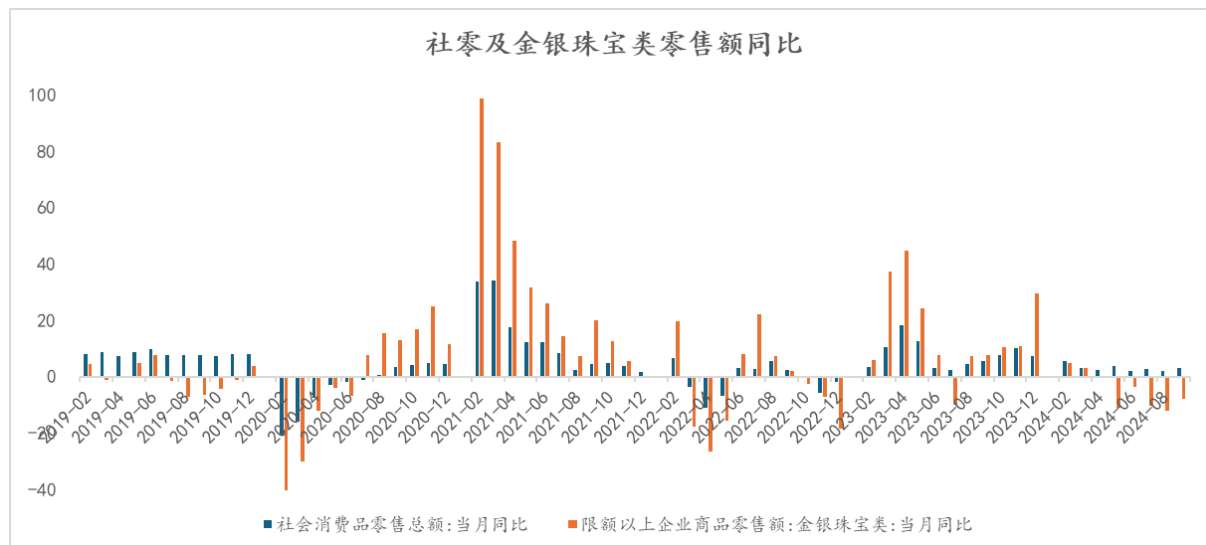
资料来源：iFind，国证国际证券研究
注：时间截止2025年1月15日



3 黄金珠宝行业：短期需求受到抑制

❖ 我们观察到金银珠宝的消费和社会零售的整体情况相比，波动更为剧烈。消费较为火爆的时候，金银珠宝的增速更高，当消费比较疲软的时候，金银珠宝的消费需求则更为低迷。由于24年以来黄金价格的快速上升，叠加本身消费需求环境的疲软，金银珠宝消费出现比较明显的下滑。24年1-3月规模以上金银珠宝企业零售额同比增长4.5%，但是进入4月，同比开始出现比较明显的下降，4-9月累积销售额的同比降幅达到7.2%。进入10月，降幅有显著收窄，我们认为黄金价格上涨对行业的短期冲击已经得到缓解。

图表13 社零及金银珠宝类零售额同比表现



资料来源：统计局，国证国际证券研究

图表14 上海黄金交易所9999黄金价格（元/克）



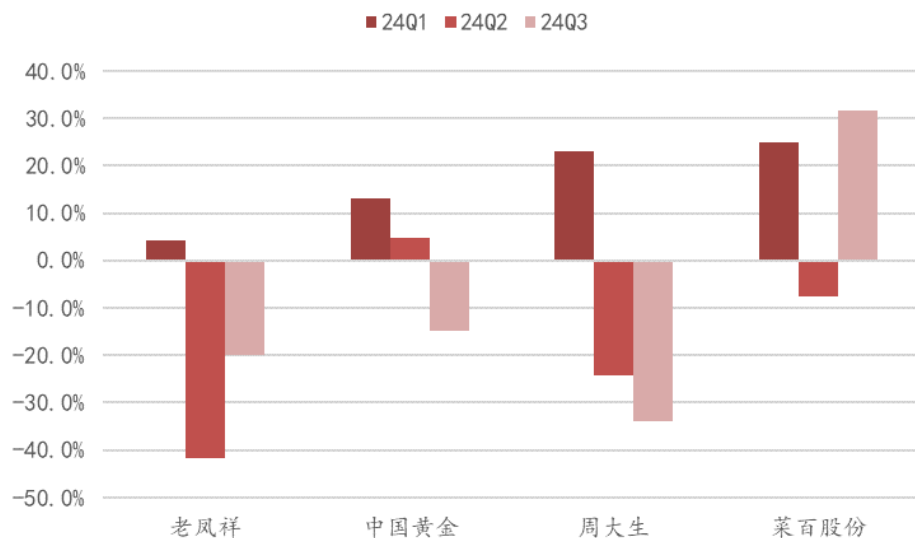
资料来源：iFind，国证国际证券研究



3 黄金珠宝行业：短期需求受到抑制

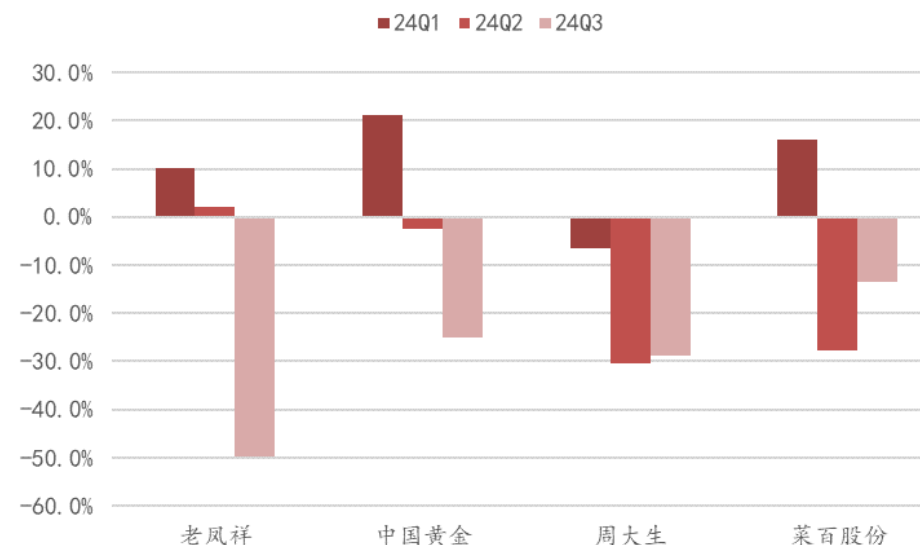
❖ 我们观察到上市同行的业绩在二季度和三季度出现不同程度的下滑。一方面金价的上涨导致公司毛利率下降，另一方面，需求不振也对业绩产生了负面影响。相比之下，老铺黄金24年上半年依然实现了强劲增长，收入增长148%，净利润增长198%。我们认为一方面是公司体量较小，知名度提升后增速显著提升，另一方面是公司定位高端，公司的产品不与金价直接挂钩，而是采用一口价的形式，坚持不降价、并且每年低频次提价，因此抗波动能力相对较强。

图表15 24年1-3季度收入同比增速



资料来源：统计局，国证国际证券研究

图表16 24年1-3季度净利润同比增速



资料来源：iFind，国证国际证券研究



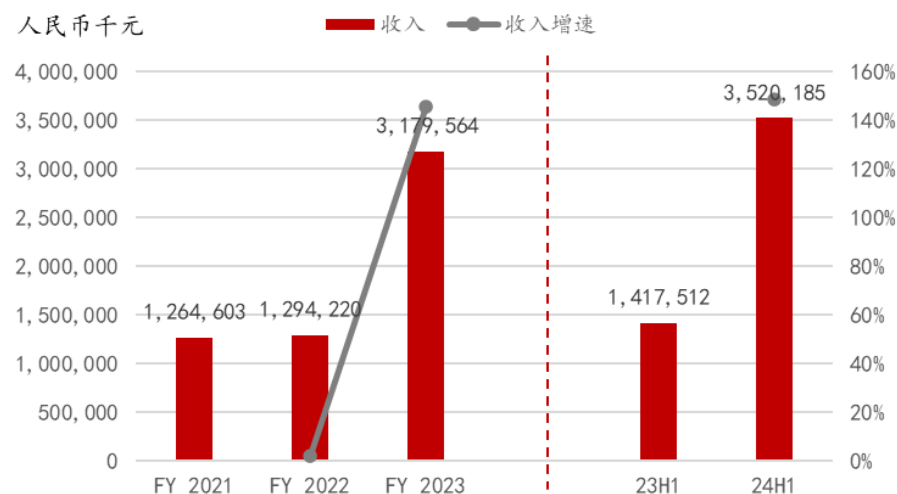
4 老铺黄金6181 深度解读



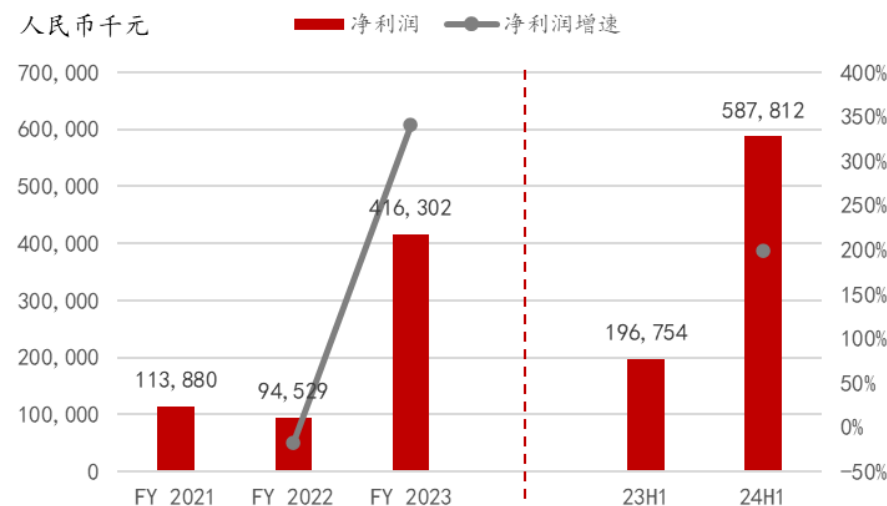
4 老铺黄金：近几年增长强劲

- ❖ 收入快速增长，毛利率保持稳定：2021/2022/2023公司收入为12.65/12.94/31.80亿元，年复合增长率达58.6%，24H1实现收入35.20亿元，同比增长1.48倍。2021/2022/2023公司毛利率为41.2%/41.9%/41.9%，24H1毛利率为41.3%，相对稳定。公司产品的主要原材料是黄金，占原材料成本比超9成。
- ❖ 利润强劲增长：2021/2022/2023/24H1净利润分别为1.13/0.95/4.16/5.87亿元，24H1实现了同比198%的增长，平均单店收入实现了113%的增长。公司的强劲增长一方面来源于品牌知名度提升带来的销售增长，另一方面来源于黄金价格上涨带来的需求增加。

图表17 老铺黄金收入及增速



图表18 老铺黄金净利润及增速





4 老铺黄金：股权较为集中

- ❖ 公司股权比较集中。公司的大股东为徐高明和徐东波父子，合计控股67.6%。
- ❖ 股权激励平台：包括天津金橙、天津金积、天津金谛、天津金咏、天津金莅，其中天津金橙由红乔金季担任普通合伙人。股权激励的范围主要是公司中高层管理人员，以及文房文化的前员工。
- ❖ 陈国栋、黑蚁资本、复星创富、腾讯均为财务投资人。其中陈先生为个人投资者，曾任融科智地控股有限公司董事及深圳市联想科技园有限公司董事兼总经理，两家公司均为联想控股子公司。黑蚁资本、复星创富为投资基金。腾讯则是通过上市时作为基石投资人成为股东。
- ❖ H股全流通：公司已经申请了H股全流通，目前H股占总股本的42.6%。非H股均由以上几位上市前股东所有。

图表19 老铺黄金股权架构（截止2024-6-30）

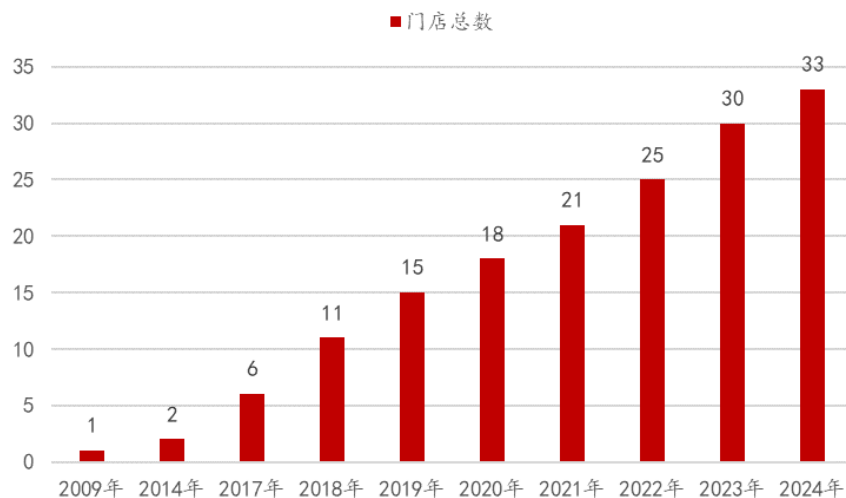




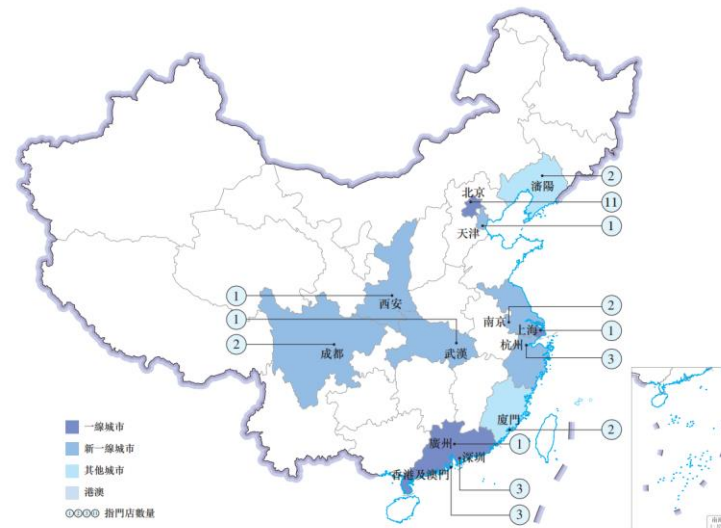
4 老铺黄金：门店布局

❖ 目前门店数量36家。公司自2017年业务完成后，开始稳步的扩张，保持每年新开3-4家门店的节奏，覆盖了主要的一二线城市，包括北上广深、香港、澳门、杭州、西安等城市，共计进入了15个城市，25个商场。

图表20 老铺黄金门店数量



图表21 老铺黄金门店布局

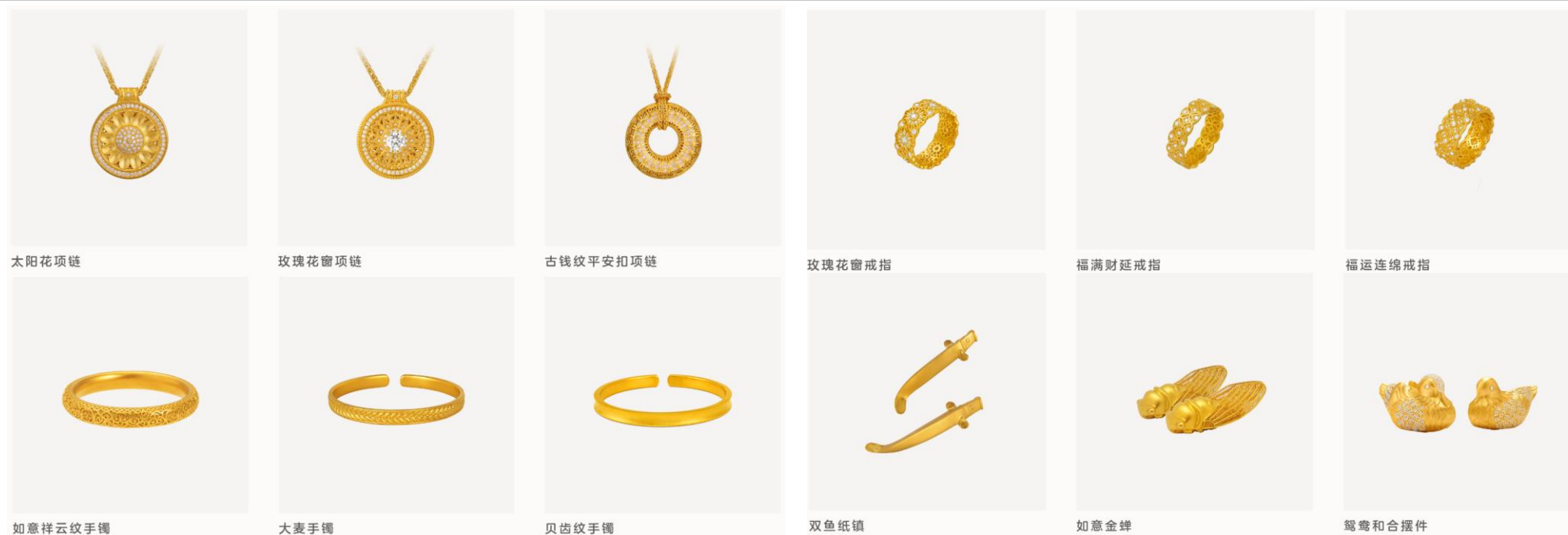




4 老铺黄金：古法黄金概念的开创者

- ❖ 老铺黄金创立于2009年，是中国第一家推广「古法黄金」概念的品牌，第一家推出「足金镶嵌钻石」产品的品牌，第一家推出「金胎烧蓝」产品的品牌。
- ❖ 古法黄金的特点在于利用复杂的工艺技术，用足金制作花样繁复的黄金首饰。因为足金偏软，所以制作的难度较大。公司秉持「经典」、「极致」和「传世」的核心价值，用传统的手工方法制作珠宝。部分传统工艺如「花丝镶嵌」、「金银错」技艺为国家级非物质文化遗产。

图表22 老铺黄金产品





4 老铺黄金：定位高端，增长可期

- ❖ 投资亮点：首推古法黄金，定位高端金饰，进行差异化竞争。
- ❖ 公司品牌定位高端。公司不断地推出高质量产品，使老铺黄金(Laopu Gold)在消费者中，成为一个广受高净值人群认可和高度关注的品牌。根据胡润研究院于2023年3月发布的《2023胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，老铺黄金品牌与众多一线珠宝品牌一同上榜高净值人群最青睐的十大珠宝品牌，是仅有的两家中国珠宝品牌之一。这是公司首次登上前十大品牌，可见老铺黄金的品牌在不断上升。从这个维度来说，我们认为老铺黄金具备做成奢侈品的潜质。如果可以做成一家奢侈品品牌，那么无论从市场空间还是提价空间来看，都有很大的想象空间。

图表23 2023中国高净值人群最青睐的珠宝

中国高净值人群最青睐的珠宝	
1	宝格丽 Bvlgari
2	卡地亚 Cartier
3	梵克雅宝 Van Cleef & Arpels
4	蒂芙尼 Tiffany & Co.
5	周大福 Chow Tai Fook
6	香奈儿 Chanel
7	宝诗龙 Boucheron
8	伯爵 Piaget
9	尚美巴黎 Chaumet
10	老铺黄金 Laopu Gold

资料来源：《2023胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，
国证国际证券研究

4 老铺黄金：差异化的竞争优势

- ❖ 投资亮点：首推古法黄金，定位高端金饰，进行差异化竞争。
- ❖ 老铺黄金门店的高价产品占比远远高于同行，走高端定价策略的路线。根据招股书披露，公司10000元以下的产品销售额约占整体收入的10%，10000-50000的产品销售额达到65%，是公司的核心价格带。我们在“老铺黄金”的天猫旗舰店看到，门店所有产品共计231件，其中价格低于10000元的产品大概有46件，占比20%。而其他同类品牌中，10000元以下产品的占比基本在80%以上。老铺黄金在定价策略上明确了自己的高端市场定位。
- ❖ 老铺的产品均为一口价，不与金价直接挂钩，并且保持了每年两次次的涨价，这与奢侈品永远涨价，从不降价的策略一致，也展现了老铺要在高端金饰领域做大做强的决心。

图表24 老铺黄金不同价位产品销售额分布

	2021年	2022年	2023年
足金黄金产品			
低于人民币10,000元	3.70%	3.50%	1.90%
人民币10,000元至人民币50,000元	26.90%	26.50%	24.30%
人民币50,000元至人民币250,000元	15.20%	15.60%	13.40%
人民币250,000元以上	6.00%	5.60%	4.20%
足金镶嵌产品			
低于人民币10,000元	6.60%	8.50%	8.20%
人民币10,000元至人民币50,000元	32.60%	31.80%	40.70%
人民币50,000元至人民币250,000元	6.20%	5.70%	5.60%
人民币250,000元以上	2.20%	2.70%	1.50%

图表25 淘宝旗舰店1000元以下产品SKU占比

	总SKU	10000元以下产品占比
老铺黄金	231	20%
周大福	2600	86%
中国黄金	652	96%
周生生	2052	80%
菜百	1200	90%



4 老铺黄金：差异化的竞争优势

- ❖ 投资亮点：首推古法黄金，定位高端金饰，进行差异化竞争。
- ❖ 精简SKU，聚焦在4-5个产品系列，凸显产品特色，每年针对每个系列推出新款式。
- ❖ 产品设计由徐董事长带领，把控整体的方向和审美。
- ❖ 以吊坠为例，产品系列包括玫瑰花窗系列、十字金刚杵系列、太阳花系列、嘎乌盒系列、蝴蝶系列、葫芦系列等。今年推出了新品天珠系列，也以独特的设计吸引了许多消费者。

图表26 老铺黄金产品系列



玫瑰花窗项链



十字金刚杵项链



嘎乌盒吊坠



蝴蝶锁骨链



葫芦项链



天珠项链



4 老铺黄金：差异化的竞争优势

- ❖ 投资亮点：从门店布局上也可以看到公司将高端策略进行到底。
- ❖ 与同行通过加盟形式大量扩张，以及致力于进入下沉市场不同，公司在开店节奏和选址上始终比较克制，并且仅以自营模式拓店。公司目前拥有36家门店，均为自营门店。自营模式让公司能够严格控制产品及服务质量，对销售及客户服务进行精细管理，有利树立及维护公司的品牌形象。公司的门店大多位于中国一线和新一线城市的奢侈品区，例如SKP、万象城等准入门槛较高的商场。在全国十大高端购物中心中公司已经进入了其中八家，该覆盖率在国内黄金珠宝品牌中排名第一。

图表27 老铺黄金门店装修



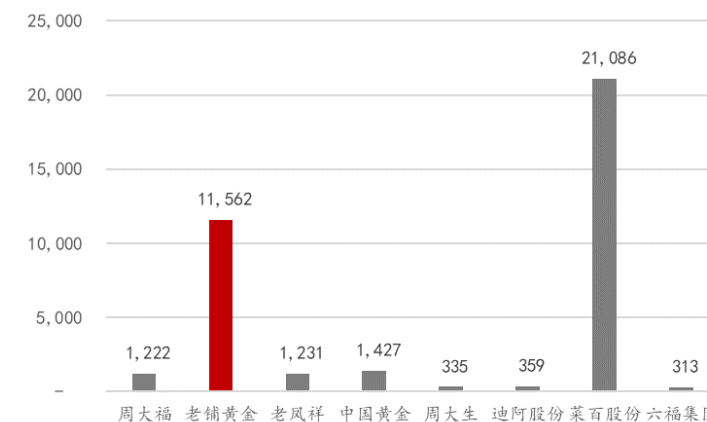


4 老铺黄金：财务表现对比

❖ 投资亮点：高端化带来亮眼财务表现。

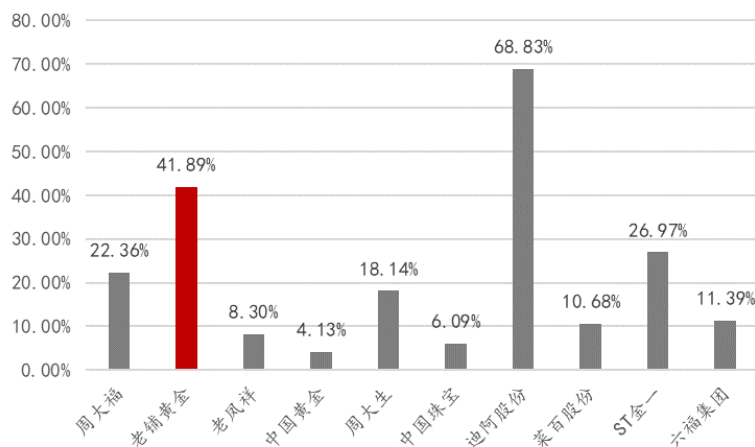
❖ 由于1) 公司多数产品的定价较高，2) 古法黄金饰品的毛利率显著高于普通黄金饰品，3) 公司采取自营模式而同行多以加盟模式为主，老铺黄金的毛利率、单店营收和净利率在同行中都处于较优水平。我们认为老铺在产品定位上拥有向奢侈品发展的潜力。

图表30 2023年各公司单店收入（万元）



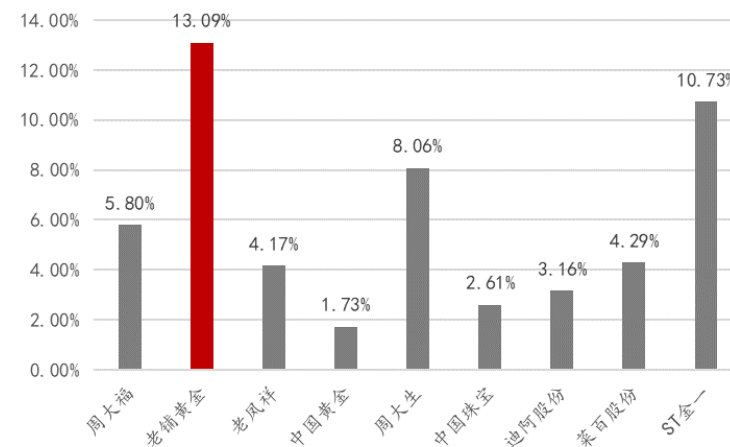
资料来源：公司财报，国证国际证券研

图表28 2023年各公司毛利率



资料来源：公司财报，国证国际证券研究

图表29 2023年各公司净利率



资料来源：公司财报，国证国际证券研究

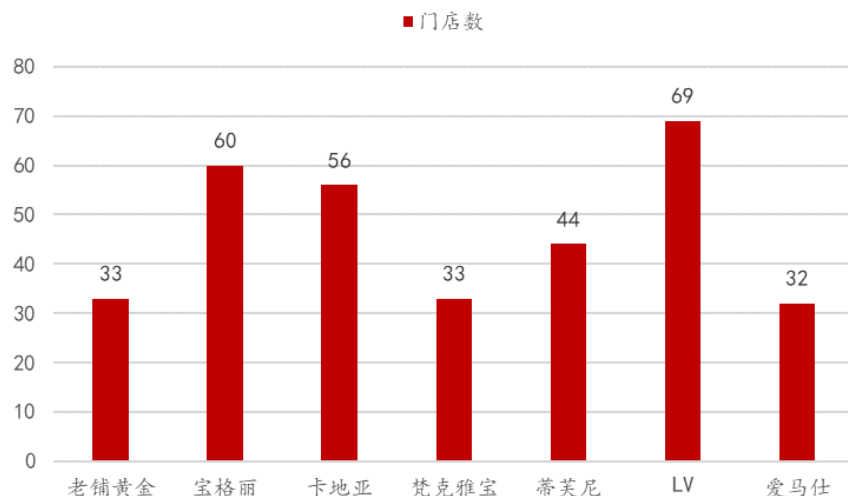


4 老铺黄金：未来增长空间广阔

❖ 增长潜力：渗透率低，发展空间广阔

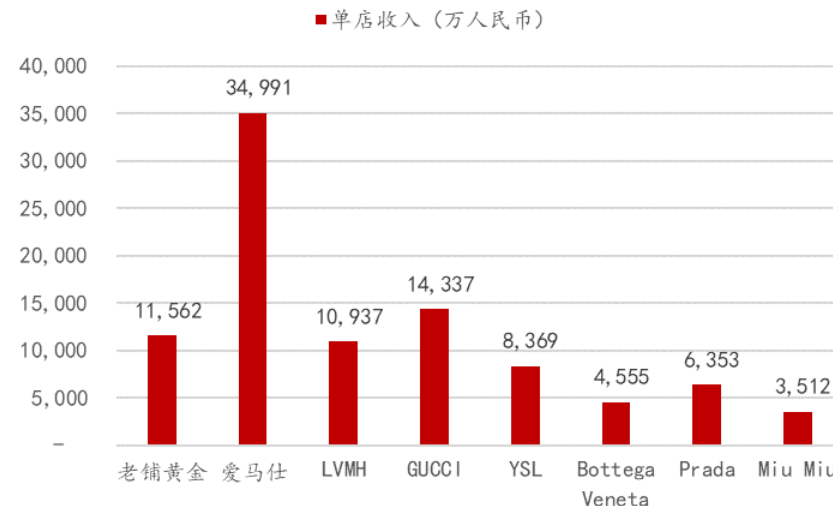
- ❖ 老铺黄金目前的门店数量较少，仅有36家，未来拓展的空间巨大。相比之下，其他同行的门店数量多得多，表明在中国仍旧有大量的点位可以布局。但是考虑到公司本身的品牌定位，我们认为完全参考同行也并未可取，参考一些奢侈品品牌，以及高端商场的点位布局更为有参考价值。
- ❖ 从同行中我们可以看到，头部奢侈品品牌在中国的门店数量在30-70家不等，老铺相比之下门店数量还有拓展的空间。和同行相比，除了爱马仕一枝独秀外，老铺黄金的单店收入已经接近或者赶超，表明公司强大的吸金能力。

图表31 各品牌在中国内地门店数量



资料来源：公司官网，国证国际证券研究

图表32 各品牌23年在中国内地的单店营收



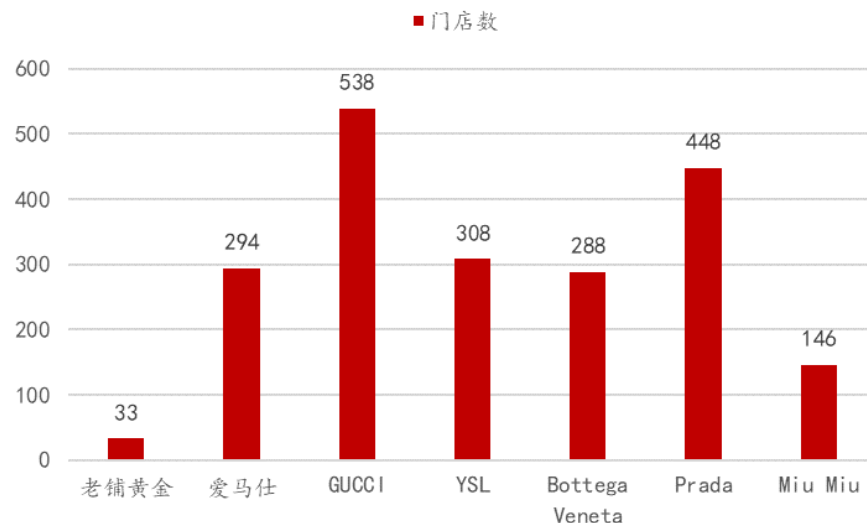
资料来源：公司财报，国证国际证券研究,数据根据23年财报计算



4 老铺黄金：未来增长空间广阔

- ❖ 增长潜力：渗透率低，发展空间广阔
- ❖ 从全球门店的布局来看，参考一些头部奢侈品同行，都在100家以上，意味着老铺黄金在全球的门店布局的上限还有很高。当然考虑到文化差异，在亚洲地区的发展潜力更大一些。综合来看，我们认为老铺的门店数量可能还有翻倍的空间。

图表33 各品牌在全球的门店数量（2023年）



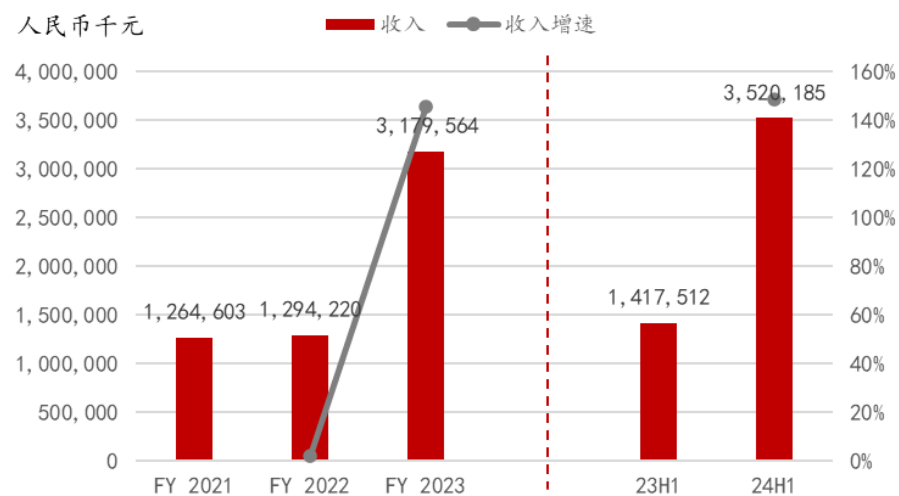
资料来源：公司财报，国证国际证券研究



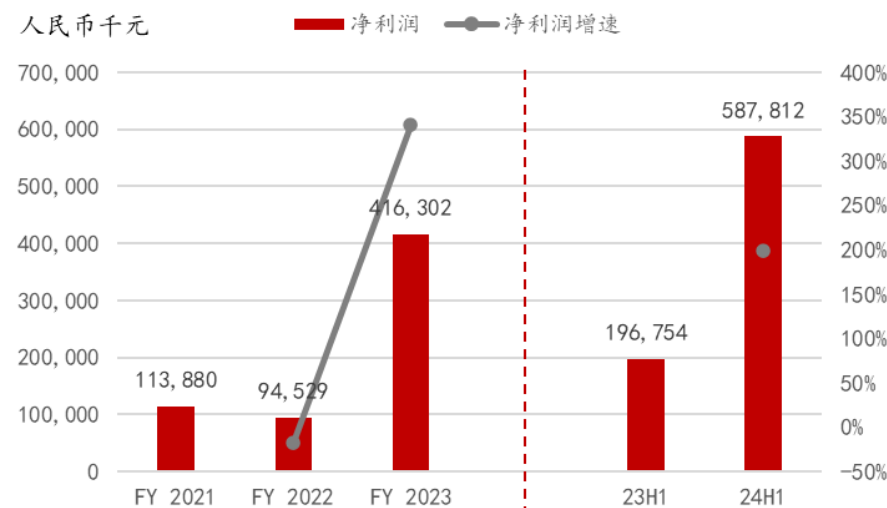
4 老铺黄金：业绩预测

- ❖ 老铺黄金在24年上半年实现了强劲的业绩增长，虽然下半年行业因为金价的快速上涨承受一些压力，但是我们认为老铺的高端定位使得它的业绩收到金价波动的影响较小，我们依旧预期今年整体实现较快增长。
- ❖ 根据wind一致预测，24/25/26年净利润预期将达到11/15/19亿人民币。当前市值为473亿港元，对应25年预测PE为28.6x，我们认为估值较为合理。我们看好公司长期的发展潜力，当下仍是很好的布局机会。

图表34 老铺黄金收入及增速



图表35 老铺黄金净利润及增速





风险提示

- 经济复苏不及预期，消费意愿弱
- 金价大幅波动
- 行业竞争加剧



國證國際
S D I C S I

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发给任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解釋)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010

客户服务热线 香港：2213 1888 国内：40086 95517