



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 03 月 20 日

基础数据

03 月 19 日收盘价（港元）	748.00
总市值（亿港元）	1,259.38
总股本（亿股）	1.68

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外零售】老铺黄金：用户破圈，成长逻辑清晰-2024.10.30

分析师：韩亦佳

S0190517080003
BOT963
hanyij@xyzq.com.cn

分析师：马睿晴

S0190524070010
请注意：马睿晴并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
maruiqing@xyzq.com.cn

老铺黄金(06181.HK)

港股通（沪/深）

出海空间有多大？

投资要点：

老铺黄金是拥有高品牌溢价的新中式奢侈品牌，以工艺和文化满足了高净值人群的身份认同感、同时兼顾保值，具有非常抢眼的社交属性，并形成了明显的大众破圈之势，同店高速增长、开店空间大，成长逻辑清晰。中国内地开店空间远未达天花板，今年将以东南亚为起点，出海启动第二成长曲线。

本文将分析全球黄金饰品消费文化的多元化、中国品牌的出海现状，并测算老铺黄金的出海空间。

- 全球黄金饰品的消费文化是多元化的，不同地区对黄金饰品的需求、纯度、款式和文化寓意的偏好非常不同。
- 中国品牌出海现状：中国黄金珠宝品牌出海仍处于探索阶段，门店数量不多，出海选址集中在东南亚和东亚地区，尤其定位在①华人聚集的商圈，②国际旅游热门城市商圈，③机场免税店、④部分奢侈品零售商圈。
- 参考老铺黄金的产品特征和出圈原因，我们认为其出海需满足“有奢侈品消费背景”+“有足金消费文化”这两类条件的交集。我们以 5 个条件筛选可能的目标城市：①国际大城市、②国人热门旅游城市、③奢侈品重地、④喜欢足金文化、⑤华人多，以该城市的 Cartier 和 Tiffany 门店数量为基础，乘以系数，向下取整，是老铺黄金在该城市的开店预算，系数的多寡取决于该城市满足条件的多与少。合计 39 家门店，包括 9 家东南亚（新加坡 4+吉隆坡 2+曼谷 2+雅加达 1）、12 家日韩（东京 7+首尔 5）、11 家中东（迪拜 3+利雅得 2+多哈 2+科威特城 1+巴库 1+阿布扎比 1+伊斯坦布尔 1）、3 家美国（纽约 2+洛杉矶 1）、4 家欧洲（巴黎 2+伦敦 2）门店满足条件。
- 店效参考：参考 Cartier/Tiffany/梵克雅宝三大全球奢侈珠宝品牌在国际市场的店效，我们给予 1.5 亿-3 亿-4 亿 3 种假设，测算出老铺黄金出海有望带来 60/117/156 亿元的收入增量。以上测算考虑了足金镶钻在全球审美中的局限性，或许新兴技术正在模糊足金的保值属性与 K 金的时尚价值二者的边界，这一现象已经在中国市场的古法黄金、足金镶钻等产品的突破上得以体现，足金镶钻的全球流行趋势可以期待，届时将是老铺黄金更大的空间。

我们预计公司 24/25/26 年归母净利润分别为 14.62/28.42/36.49 亿元，同比 +251.6%/+94.3%/+28.4%，维持“增持”评级。根据彭博一致预期，老铺黄金 3 月 19 日收盘价对应 2025 年预测 PEG 为 1.0，对标港股新消费标的（泡泡玛特/毛戈平/蜜雪集团）平均 PEG 已达 1.7，估值仍有差距。

- 风险提示：金价波动风险、消费需求疲软、渠道扩张不及预期、数据统计和测算风险

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3,180	8,767	16,038	20,440
同比增长（%）	145.7	175.7	82.9	27.4
归母净利润（百万元）	416	1,462	2,842	3,649
同比增长（%）	337.9	251.6	94.3	28.4
毛利率（%）	41.9	41.5	41.7	41.9
ROE（%）	34.9	56.3	55.7	43.7
每股收益（元）	2.92	8.86	17.22	22.11
市盈率	236.9	77.9	40.1	31.2

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 全球黄金饰品的消费文化多元化	3
二、 中国黄金珠宝品牌出海现状.....	6
三、 国际奢侈珠宝品牌龙头的全球市场布局如何?	7
四、 老铺黄金出海的潜在空间有几何?	9
五、 投资建议	13
六、 风险提示	14

图目录

图 1、 2024 年全球各国金饰消费量和人均消费量	3
图 2、 中国黄金珠宝市场的分场景需求	4
图 3、 印度黄金珠宝市场的分场景需求	4
图 4、 不同国家黄金偏好一览（对黄金喜好度偏高的国家以红框标出）	5
图 5、 中国金饰品牌（周大福+六福珠宝+老凤祥）海外门店布局的主要城市	6
图 6、 Cartier 全球门店布局	7
图 7、 2023 年 Cartier 全球各国流水占比	7
图 8、 Tiffany 全球门店布局	8
图 9、 2023 年 Tiffany 全球各国流水占比	8
图 10、 梵克雅宝全球门店布局	8
图 11、 2023 年梵克雅宝全球各国流水占比	8
图 12、 国际奢侈珠宝品牌经营利润率	9

表目录

表 1、 K 金纯度	4
表 2、 中国金饰品牌主要布局海外城市商圈情况（仅统计周大福、六福珠宝、老凤祥的部分门店）	6
表 3、 国际珠宝品牌龙头中国内地单店流水表现	8
表 4、 国际珠宝品牌龙头，中国内地以外的国际市场单店流水表现	8
表 5、 老铺黄金出海可能的目标城市	10
表 6、 老铺黄金潜在可能的出海城市初步筛选	10
表 7、 老铺黄金出海的开店空间	11
表 8、 3 种情境假设下，老铺黄金潜在的出海业务空间测算	12
表 9、 老铺黄金主要盈利预测	13
表 10、 港股新消费标的估值对比（数据更新至 2025.3.19）	13

一、全球黄金饰品的消费文化多元化

全球黄金饰品的消费文化是多元化的，不同地区对黄金饰品的需求、纯度、款式和文化寓意有不同的偏好。

①消费量的多元化。中国、印度和美国为全球前三大金饰消费市场，中东国家人均金饰消费量居于前列。黄金饰品高消费往往与当地文化习俗（婚嫁和宗教）和富裕程度有着直接关系。中国内地与印度作为全球黄金饰品消费的核心市场，2024年金饰消费量合计1042吨（中国内地479吨，印度563吨），占全球总量56%，其次是美国132吨。人均黄金消费量较大的国家集中在中东和新加坡，印度、中国、美国、意大利、澳大利亚，人均金饰消费量规模相似，处于全球第二梯队。

图1、2024年全球各国金饰消费量和人均消费量

	2024年金饰消费量, 吨	2024年人均金饰消费量, 克
亚洲及其它		
印度	563	0.39
巴基斯坦	18	0.07
斯里兰卡	6	0.26
大中华区	511	
中国内地	479	0.34
中国香港	28	3.71
中国台湾	4	0.18
日本	15	0.12
印度尼西亚	23	0.08
马来西亚	12	0.33
新加坡	7	1.15
韩国	12	0.23
泰国	9	0.13
越南	13	0.13
澳大利亚	9	0.33
中东		
沙特阿拉伯	35	1.05
阿联酋	35	3.31
科威特	12	2.52
埃及	26	0.23
伊朗	27	0.29
其他中东国家	22	
土耳其	41	0.48
俄罗斯	41	0.29
美洲		
美国	132	0.39
加拿大	14	0.35
墨西哥	13	0.10
巴西	16	0.07
欧洲(独联体除外)		
法国	14	0.20
德国	10	0.12
意大利	18	0.30
西班牙	9	0.18
英国	17	0.26
主要国家合计	1,679	
其他国家和库存变化	198	
全球	1,877	

数据来源：WCG，兴业证券经济与金融研究院整理

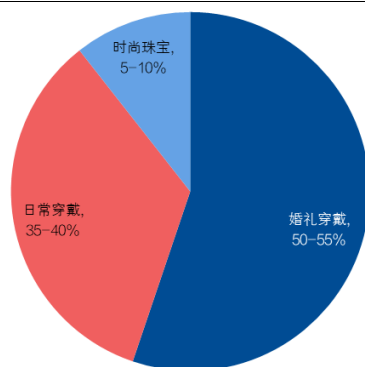
②消费场景的多元化。自戴和婚礼需求为购买黄金饰品的主要需求，西方更早开始转向自戴需求的观念。中国已完成足金饰品从“婚嫁标配”向“日常穿搭”的转型，自戴需求为推动中国金饰消费的主动力，自戴场景占比约在 30-40%，婚庆场景占比约 20%；印度市场仍更依赖婚嫁（占比约 50-55%）与宗教节庆（如排灯节），黄金作为家族财富载体的属性无可替代；美国购买黄金饰品的需求主要集中在时尚、自我表达，自戴为购买黄金饰品的重要驱动力。

图2、中国黄金珠宝市场的分场景需求



数据来源：《2024 中国金饰零售市场洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、印度黄金珠宝市场的分场景需求



数据来源：Metals Focus, WGC, 兴业证券经济与金融研究院整理

③审美的多元化。东方传统文化中黄金首饰占据重要地位，欧美则更偏好 K 金饰品和钻石，侧重于美观时尚。

- 中国、东南亚和中东国家，广泛盛行佛教、伊斯兰教等，在历史传统文化和宗教文化中，足金常常代表吉祥和财富，价值属性彰显。中国市场偏好足金，2023 年古法金饰品消费占比达到 35%。印度和中东国家，亦受佛教和伊斯兰教的影响，偏好高纯度金饰，以 22K 为主。
- 欧美日韩市场消费者则更重视首饰的设计感和时尚性，足金的硬度较低，K 金相对更易使得饰品保证硬度&光泽度，设计上不受拘束，14K 和 18K 是西方国家市场的主流选择。

表1、K 金纯度

黄金纯度	金含量
24K	100%
22K	92%
18K	75%
14K	58%
10K	42%

数据来源：WGC，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、不同国家黄金偏好一览（对黄金喜好度偏高的国家以红框标出）

国家/族群	历史/文化影响	黄金喜好度	黄金饰品消费量(吨, 2024年)	人均黄金饰品消费量(克)	对黄金饰品的喜欢
印度	1) 黄金具有吉利的含义, 在印度教和耆那教文化中尤为如此, 古代法典作者摩奴就曾规定, 应在重大仪式和场合佩戴金饰; 2) 馈赠黄金是印度婚礼的传统, "Stridhan", 即给新娘的黄金嫁妆	极高 (黄金消费量全球第一; 婚礼黄金花费占家庭年收入约50%-55%)	563	0.39	足金与珠宝结合 (22K金饰为主, 18K金饰需求近年增长)
韩国	黄金象征财富与投资价值	中	12	0.23	K金为主 (K金消费占比超60%, 14K-18K金饰, 近年开始追捧24K足金)
日本	1) 象征财富与权力; 2) 受佛教影响, 黄金象征纯净与神圣, 常用于神社和寺庙装饰	中	15	0.12	K金为主 (18K金为主)
泰国	1) 古名称"暹罗", 意为"黄金" 2) 黄金在佛教中象征神圣与纯净, 广泛用于佛像镀金、寺庙装饰; 3) 民间传统中, 黄金是婚礼嫁妆的核心组成部分 4) 金饰的主要生产国, 主要生产23K, 出口量低于当地消费量	高	9	0.13	足金为主 (23K、24K金饰)
马来西亚	1) 金饰产量位列第一, 主要生产22K, 擅长素金, 出口量约为当地消费量2倍 2) 伊斯兰教法对黄金使用规定, 男性禁止佩戴金饰, 女性可佩戴但需低调 3) 黄金地位根植于传统文化, 展示财富和地位, 常用于庆祝、婚庆等重要场合	中	12	0.33	足金 (22K为主)
印度尼西亚	1) 黄金地位根植于传统文化, 展示财富和地位 2) 在爪哇黄金是王室的象征 3) 伊斯兰教法对黄金使用规定, 男性禁止佩戴金饰, 女性可佩戴但需低调	中	23	0.08	足金
越南	1) 象征财富、繁荣与祝福 2) 黄金地位根植于传统文化, 展示财富和地位	高	13	0.13	足金与K金并存
缅甸	1) 通过黄金表达自己的信仰, 是神圣的存在 2) 被广泛用于佛教寺庙的装饰	高	-	-	足金
新加坡	1) 繁荣和财富的象征 2) 传统文化中用于重大场合婚礼、节日、庆祝场合 3) 中国、印度、马来西亚等多国移民文化交融	高	7	1.15	K金/珠宝 (以22K金饰为主)
阿联酋	1) 财富和地位的象征; 2) 传统文化中, 黄金是婚礼、节庆的重要礼物; 3) 伊斯兰教法对黄金使用规定, 男性禁止佩戴金饰, 女性可佩戴但需低调 4) 许多家庭将黄金首饰代代相传, 将其视为一种继承形式和价值储存手段 5) 传统上迪拜为"黄金之城", 与瑞士和伦敦并列为世界三大黄金交易中心 6) 阿联酋境内的黄金交易主要由消费者对珠宝的需求推动, 这几乎占有所有黄金交易的一半	高	35	3.31	足金 (21K/22K高纯度金饰为主)
沙特阿拉伯	1) 财富和地位的象征; 2) 传统文化中, 黄金是婚礼和节庆的重要礼物; 3) 伊斯兰教法对黄金使用规定, 男性禁止佩戴金饰, 女性可佩戴但需低调	中	157	1.05	足金 (21K/22K金饰为主)
土耳其	1) 象征财富、繁荣与投资价值 2) 传统文化中送给订婚或已婚女人。	高	41	0.48	足金/珠宝 (22K金饰为主, 偏好繁复设计; 现代珠宝流行14K/18K常用于日常日间穿戴)
科威特	1) 伊斯兰教法对黄金使用有严格规定, 男性禁止佩戴金饰, 女性可佩戴但需低调; 2) 黄金是婚礼和节庆的重要礼物。	高	12	2.52	足金、K金 (21K-24K高纯度金饰)
澳大利亚	1) 黄金象征财富与投资价值; 2) 澳大利亚是全球主要黄金生产国之一	中	9	0.33	K金/珠宝 (偏好21K/22K金饰)
美国	1) 黄金象征爱情、财富与投资价值; 2) 美国是全球主要黄金消费国之一	中	132	0.39	K金 (14K/18K/10K金饰为主, 14K最流行)
加拿大	1) 黄金象征财富与投资价值; 2) 加拿大是全球主要黄金生产国之一	中	14	0.35	K金/珠宝
意大利	1) 黄金象征财富与艺术价值; 2) 意大利是全球著名的黄金珠宝设计中心	高	18	0.30	K金与珠宝设计 (18K金为主, 强调工艺与时尚设计; 意大利高端品牌如Bulgari主打珠宝镶嵌)

数据来源: WCG、中国黄金网、MUSUBI KILN 官网、Art in Context 官网、《JNA 亚洲珠宝》、伊斯兰之光网站、苏富比网站、腾讯网、经济日报、ICBC、Turkish Jewelry 官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

二、中国黄金珠宝品牌出海现状

中国黄金珠宝品牌的出海仍处于探索阶段，周大福在海外共 40 家门店，六福珠宝 27 家，老凤祥 5 家，相较国内的门店家数是九牛一毛。

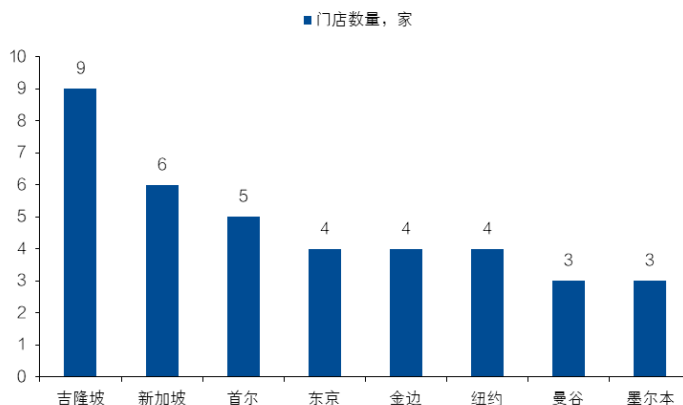
品牌的海外门店主要集中在东南亚和东亚地区，尤其定位在①华人聚集的商圈，②国际旅游热门城市商圈，③机场免税店、④部分奢侈品零售商圈，热门城市包括吉隆坡、新加坡、首尔、东京、金边、纽约、曼谷、墨尔本。

表2、中国金饰品牌主要布局海外城市商圈情况（仅统计周大福、六福珠宝、老凤祥的部分门店）

国家	城市	商场/商圈	入驻品牌
1) 面向华人社区的商圈（~33 家）			
美国	纽约	法拉盛/新世界商城等唐人街	周大福/六福珠宝
	布雷亚	Brea Mall	周大福/六福珠宝
加拿大	多伦多	CF Fairview Mall	周大福
澳大利亚	悉尼	Westfield Sydney	六福珠宝
柬埔寨	金边	太子中央广场	周大福
马来西亚	吉隆坡	IOI City Mall	周大福
马来西亚	吉隆坡	柏威年广场	周大福/六福珠宝
2) 国际热门旅游商圈（~24 家）			
日本	东京	银座	周大福
菲律宾	帕拉纳克市	冈田马尼拉娱乐城	六福珠宝
泰国	芭提雅	尚泰芭提雅购物中心	六福珠宝
美国	纽约	第五大道	老凤祥
3) 热门旅游城市的机场免税店（~12 家）			
新加坡		樟宜机场 T1	周大福
韩国	首尔	乐天免税明洞	周大福
泰国	普吉岛	King Power	周大福
4) 奢侈品零售商圈或富人区（~3 家）			
加拿大	温哥华	阿尔贝尼街	老凤祥
柬埔寨	金边	堆谷区商圈	六福珠宝

数据来源：周大福、六福珠宝、老凤祥官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、中国金饰品牌（周大福+六福珠宝+老凤祥）海外门店布局的主要城市



数据来源：周大福、六福珠宝、老凤祥官网，兴业证券经济与金融研究院整理

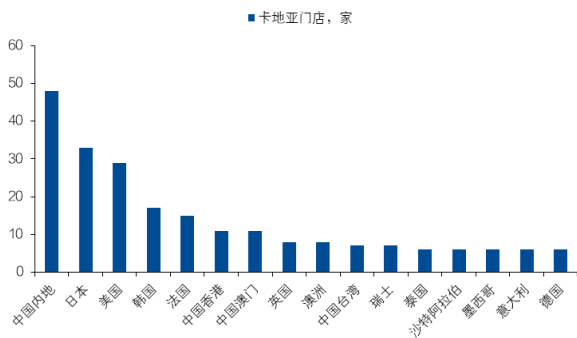
三、国际奢侈珠宝品牌龙头的全球市场布局如何？

Cartier、Tiffany 和梵克雅宝为全球奢侈珠宝的前三大龙头品牌，2023 年奢侈珠宝品类流水规模约 98/75/30 亿美元，份额分别为 17%/13%/5%，其海外门店布局具备参考价值。

美国和亚太地区为三大品牌的核心市场。

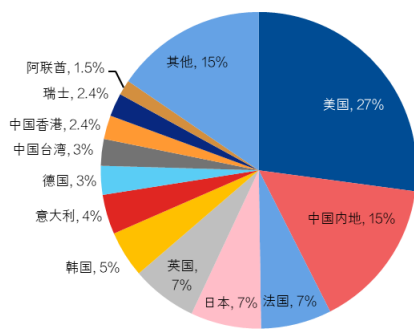
- 从门店选址来看，中国内地、日本、美国和韩国，是最重要的战略市场，门店数远超其他国家。其次，欧洲的法国、英国、德国、意大利为重点布局市场，美洲的墨西哥、中东的阿联酋和沙特阿拉伯、东南亚的泰国是各自区域的优先布局城市。
- 从流水贡献来看，美国、中国内地和日本贡献过半流水。三大龙头品牌美国市场贡献份额在 27% 左右，中国内地市场份额占 15-40%，美国和中国为各品牌的前两大市场；亚太地区的日本和韩国份额合计占到 12-23%；欧洲市场的英国、法国、德国为重要市场，西欧份额一般不超过 10%；此外中东的阿联酋亦能贡献 2% 左右流水。

图6、Cartier 全球门店布局



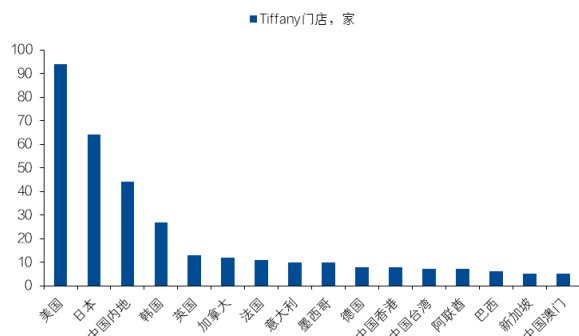
数据来源：品牌官网，兴业证券经济与金融研究院整理
注：统计日期：2025.2.18

图7、2023 年 Cartier 全球各国流水占比



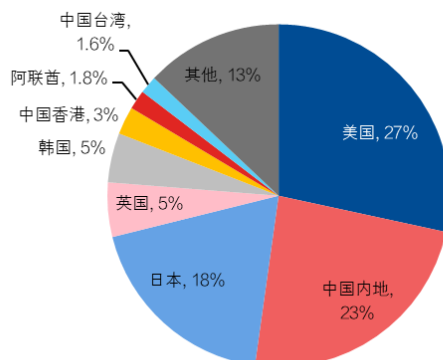
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、Tiffany 全球门店布局



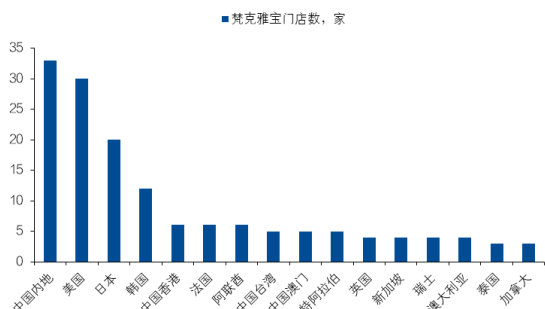
数据来源：品牌官网，兴业证券经济与金融研究院整理
注：统计日期：2025.2.18

图9、2023 年 Tiffany 全球各国流水占比



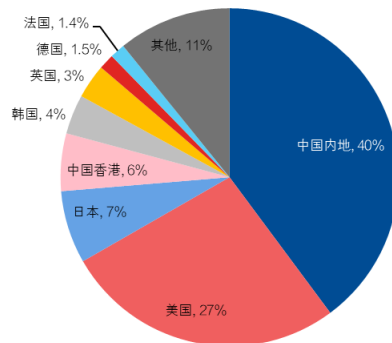
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、梵克雅宝全球门店布局



数据来源：品牌官网，兴业证券经济与金融研究院整理
注：统计日期：2025.3.14

图11、2023 年梵克雅宝全球各国流水占比



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

店效表现。根据欧睿，我们测算三大珠宝品牌中国内地平均年店效约 2.4 亿元，除中国外的国际市场平均店效约 1.5 亿元。

表3、国际珠宝品牌龙头中国内地单店流水表现

	2023 年中国内地流水, 亿元	中国内地门店数, 家	单店年 GMV, 万元
Cartier	106	48	22,182
Tiffany	122	44	27,730
梵克雅宝	75	33	22,586
平均			24,166

数据来源：品牌官网、欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

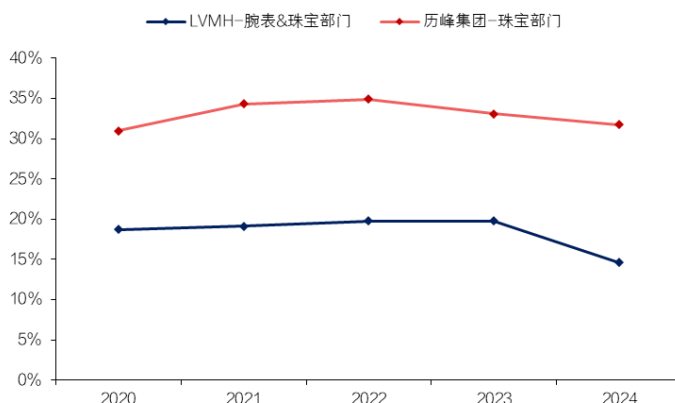
表4、国际珠宝品牌龙头，中国内地以外的国际市场单店流水表现

	2023 年中国内地以外市场流水, 亿元	中国内地以外的门店数, 家	单店年 GMV, 万元
Cartier	586	233	25,153
Tiffany	408	356	11,475
梵克雅宝	138	141	9,820
平均			15,483

数据来源：品牌官网、欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

利润率高。优秀的历峰集团珠宝部门（包括 Cartier、梵克雅宝、布契拉提三大主要品牌）经营利润率稳定在 31% 以上水平，LVMH 的腕表珠宝部门（包括 Tiffany、宝格丽 Bulgari、尚美巴黎 Chaumet）在 15-20% 水平。

图12、国际奢侈珠宝品牌经营利润率



数据来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

注：历峰集团财年截至 3 月末，2024 年数据对应 FY2025

四、老铺黄金出海的潜在空间有几何？

老铺黄金的出海已踏上征程。老铺黄金 2024 年 3 月在中国香港尖沙咀开设超千平方米旗舰店、2024 年底在海港城开出中国香港第二家门店，2025 年计划在新加坡滨海湾金沙酒店（高端商业地标）开设海外首店，并计划 2025-2026 年在东南亚新增 5 家门店。

老铺黄金在中国市场的出圈主要得益于足金镶钻的产品创新和奢侈品的定位，既能满足高净值人群的身份认同，也可通过足金材质实现保值升值的需求。因此我们认为老铺黄金出海的的城市也需满足类似条件，“有奢侈品消费背景”+“有足金消费文化”。

目标城市筛选逻辑：①国际大城市、②国人热门旅游城市、③奢侈品重地、④喜欢足金文化、⑤华人多。满足条件①或②或③，代表该城有奢侈品消费密度高，典型城市代表是迪拜（2024 年阿联酋人均年奢侈品消费额约 1526 美元，全球排名第四，迪拜奢侈品消费额贡献居于阿联酋首位）、新加坡（2024 年人均年奢侈品消费额约 1670 美元，全球排名第三），满足条件④或⑤，代表该城市有足金文

化渗透度高，典型代表是东南亚华人社区（吉隆坡、金边）与中东传统金饰市场（迪拜黄金街）形成战略支点。

表5、老铺黄金出海可能的目标城市

①国际大城市		②国人热门旅游城市		③奢侈品重地		④喜欢足金文化		⑤华人多	
国家	城市	国家	城市	国家	城市	国家	城市	国家	城市
阿联酋	迪拜	澳大利亚	墨尔本	阿联酋	迪拜	阿联酋	迪拜	加拿大	温哥华
澳大利亚	悉尼	澳大利亚	悉尼	阿联酋	阿布扎比	阿联酋	阿布扎比	美国	纽约
法国	巴黎	韩国	首尔	阿塞拜疆	巴库	阿塞拜疆	巴库	美国	旧金山
韩国	首尔	马来西亚	槟城	澳大利亚	悉尼	巴林	麦纳麦	澳大利亚	墨尔本
加拿大	多伦多	马来西亚	吉隆坡	法国	巴黎	多米尼加共和国	圣多明哥	韩国	首尔
美国	纽约	美国	洛杉矶	韩国	首尔	卡塔尔	多哈	印度尼西亚	雅加达
日本	东京	美国	纽约	加拿大	多伦多	科威特	哈瓦利	印度尼西亚	棉兰
新加坡	新加坡	日本	东京	卡塔尔	多哈	科威特	杰赫拉	日本	东京
印尼	雅加达	泰国	曼谷	科威特	科威特城	科威特	科威特城		
英国	伦敦	泰国	普吉岛	马来西亚	吉隆坡	缅甸	内比都		
		澳大利亚	泰国	清迈	美国	旧金山	吉达		
		新加坡	—	新加坡	美国	洛杉矶	麦加		
				沙特阿拉伯	利雅得	美国	纽约		
				泰国	曼谷	沙特阿拉伯	利雅得		
				土耳其	伊斯坦布尔	泰国	曼谷		
				新加坡	新加坡	土耳其	伊斯坦布尔		
				印度尼西亚	雅加达	西班牙	马德里		
				英国	伦敦	新加坡	新加坡		
				澳大利亚	悉尼	印度尼西亚	雅加达		
				西班牙	马德里	英国	伦敦		
						越南	河内		
						越南	胡志明市		

数据来源：GaWC、携程、Cartier 品牌官网、Tiffany 品牌官网、商务部、界面新闻、澎湃新闻、首尔市官方网站、BBC、CPGG、中国新闻网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：条件①为 2024 年 GaWC 全球城市 TOP20；条件②为参考携程《2025 年春节旅游总结报告》；条件③为 Cartier 精品店门店数 ≥2 或 Tiffany 门店数 ≥2 的城市；条件④为综合金饰消费量、当地黄金历史文化及消费特征主观判断；条件⑤为华人规模较高或占比高的城市

“有奢侈品消费背景” + “有足金消费文化”，两类条件的交集是老铺黄金出海的目标城市，我们共筛出 25 个城市，分布在东南亚的新马泰&印尼、东亚的日本&韩国、英法美、中东国家等。

表6、老铺黄金潜在可能的出海城市初步筛选

国家	城市	Cartier 门店数量, 家	Tiffany 门店数量, 家	①是否为国际大城市	②是否为国人热门旅游城市	④是否喜欢足金文化	⑤是否华人多	同时满足的条件
新加坡	新加坡	4	5	√	√	√	√	①②③④⑤
马来西亚	槟城	0	0		√	√	√	②④⑤
	吉隆坡	2	3		√	√	√	②③④⑤

泰国	普吉岛	1	1		√	√	√	②④⑤
	清迈	0	0		√	√		②④
	曼谷	3	3		√	√	√	②③④⑤
印尼	雅加达	1	3	√		√	√	①③④⑤
日本	东京	14	17	√	√		√	①②③⑤
韩国	首尔	11	14	√	√		√	①②③⑤
美国	旧金山	3	1				√	③⑤
	洛杉矶	4	1		√		√	②③⑤
	纽约	5	5	√	√		√	①②③⑤
加拿大	多伦多	2	4	√			√	①③⑤
澳大利亚	悉尼	0	2	√	√		√	①②③⑤
	墨尔本	0	1		√		√	②⑤
法国	巴黎	8	8	√			√	①③⑤
英国	伦敦	8	10	√			√	①③⑤
西班牙	马德里	0	2				√	③⑤
土耳其	伊斯坦布尔	3	2			√		③④
阿联酋	阿布扎比	1	2			√		③④
阿塞拜疆	巴库	1	2			√		③④
卡塔尔	多哈	3	3			√		③④
科威特	科威特城	2	2			√		③④
沙特阿拉伯	利雅得	4	3			√		③④
阿联酋	迪拜	3	5	√	√	√	√	① ③④⑤

数据来源：GaWC、携程、Cartier 品牌官网、Tiffany 品牌官网，兴业证券经济与金融研究院整理

以该城市的 Cartier 和 Tiffany 门店数量为基础，乘以系数，向下取整，是老铺黄金在该城市的开店预算。因为我们以该城市的奢侈品门店数量为基础，相当于给予“奢侈品消费密度”相当大的权重，因此我们会给予条件④（=喜欢足金文化）更高的系数，设定条件④对应 0.6 系数，其他条件各自对应 0.1 系数，若当地佛教受众较广，则额外+0.1 系数，系数高低取决于满足条件的多寡，以上全部条件均满足的系数加总为 1.1。经表 7 测算，合计约 17 个城市的 39 家门店（不含中国港澳台），包括 9 家东南亚门店（新加坡 4+吉隆坡 2+曼谷 2+雅加达 1）、12 家日韩门店（东京 7+首尔 5）、11 家中东门店（迪拜 3+利雅得 2+多哈 2+科威特城 1+巴库 1+阿布扎比 1+伊斯坦布尔 1）、3 家美国门店（纽约 2+洛杉矶 1）、4 家欧洲门店（巴黎 2+伦敦 2）。

表7、老铺黄金出海的开店空间

国家	城市	同时满足的条件	系数	老铺黄金的开店空间，家
新加坡	新加坡	①②③④⑤⑥	1.1	4
马来西亚	檳城	②④⑤⑥	0.9	0
	吉隆坡	②③④⑤	0.9	2
泰国	普吉岛	②④⑤⑥	0.9	0
	清迈	②④⑥	0.8	0
	曼谷	②③④⑤⑥	0.9	2
印尼	雅加达	①③④⑤	0.8	1

日本	东京	①②③⑤⑥	0.5	7
韩国	首尔	①②③⑤	0.4	5
美国	旧金山	③⑤	0.2	0
	洛杉矶	②③⑤⑥	0.4	1
	纽约	①②③⑤	0.4	2
加拿大	多伦多	①③⑤	0.3	0
澳大利亚	悉尼	①②③⑤	0.4	0
	墨尔本	②⑤	0.2	0
法国	巴黎	①③⑤	0.3	2
英国	伦敦	①③⑤	0.3	2
西班牙	马德里	③⑤	0.2	0
土耳其	伊斯坦布尔	③④	0.7	1
阿联酋	阿布扎比	③④	0.7	1
阿塞拜疆	巴库	③④	0.7	1
卡塔尔	多哈	③④	0.7	2
科威特	科威特城	③④	0.7	1
沙特阿拉伯	利雅得	③④	0.7	2
阿联酋	迪拜	①③④⑤	0.9	3
合计				39

数据来源：兴业证券经济与金融研究院测算

注：标准⑥=当地佛教受众较广

收入预算：

- **保守假设：**若老铺黄金在国际市场的平均年店效=全球三大珠宝品牌龙头在国际市场的平均店效 1.5 亿元/年，测算老铺黄金出海有望带来约 60 亿元的收入增量，对比 2024 年老铺黄金预期收入有 69%增量空间。
- **乐观假设：**我们预期老铺黄金 2025 年在国内平均单店店效将超过 Cartier 和 Tiffany，乐观假设下，老铺黄金国际市场的平均年店效能达到中国内地市场水平 4 亿元/年，测算出海的潜在的业务贡献约 156 亿元，对应 2024 年预期收入增量空间为 178%。
- **中性假设：**中国人奢侈品购买力较强，全球三大珠宝品牌龙头在中国内地市场的店效较中国内地以外市场高 1 亿元/年左右，假设老铺黄金在中国内地和国际市场的平均年店效也有类似差距，即老铺黄金在海外的平均店效约 3 亿元，据此测算出海的潜在业务贡献约 117 亿元，对应 2024 年预期收入增量空间为 133%。

表8、3 种情境假设下，老铺黄金潜在的出海业务空间测算

	保守	乐观	中性
国际市场平均单店店效，亿元	1.5	4	3
海外潜在开店空间，家	39		
潜在的海外收入空间，亿元	60	156	117
对比 2024 年的收入增幅	69%	178%	133%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院测算

需注意，以上测算考虑了足金镶钻在全球审美中的局限性，或许新兴技术正在模糊足金的保值属性与 K 金的时尚价值二者的边界，这一现象已经在中国市场的古法黄金、足金镶钻等产品的突破上得以体现，足金镶钻的全球流行趋势可以期待，届时将是老铺黄金更大的空间。

五、投资建议

老铺黄金以工艺和文化满足了高净值人群的身份认同感、同时兼顾保值，在高净值人群中具有非常抢眼的社交属性，并形成了明显的大众破圈之势，同店高速增长、开店空间大，成长逻辑清晰。

出海启动第二成长曲线。公司计划今年启动东南亚出海，新加坡首店已在装修中，根据我们的测算，老铺黄金有机会在海外开启 39 家门店（不含中国港澳台），包括 9 家东南亚门店、12 家日韩门店、11 家中东门店、3 家美国门店、4 家欧洲门店等，有望带来 60-156 亿元的收入增量。

我们预计公司 24/25/26 年归母净利润分别为 14.62/28.42/36.49 亿元，同比 +251.6%/+94.3%/+28.4%，维持“增持”评级。根据彭博一致预期，老铺黄金 3 月 19 日收盘价对应 2025 年预测 PEG 为 1.0，对标港股新消费标的（泡泡玛特/毛戈平/蜜雪集团）平均 PEG 已达 1.7，估值仍有差距。

表9、老铺黄金主要盈利预测

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3,180	8,767	16,038	20,440
同比增长（%）	145.7	175.7	82.9	27.4
归母净利润（百万元）	416	1,462	2,842	3,649
同比增长（%）	337.9	251.6	94.3	28.4
毛利率（%）	41.9	41.5	41.7	41.9
ROE（%）	34.9	56.3	55.7	43.7
每股收益（元）	2.92	8.86	17.22	22.11

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、港股新消费标的估值对比（数据更新至 2025.3.19）

证券代码	证券名称	市值，亿港元	PEG
09992.HK	泡泡玛特	1,830	1.4
02097.HK	蜜雪集团	1,765	2.2
01318.HK	毛戈平	557	1.5
平均			1.7
06181.HK	老铺黄金	1,259	1.0

数据来源：wind、彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司 PEG 测算的盈利预测数据依据均为彭博一致预期

六、风险提示

- **金价波动风险:** 黄金珠宝消费与金价的相关性较高, 金价波动对于黄金珠宝的消费行为有较大影响;
- **消费需求疲软:** 老铺黄金产品属于可选消费的黄金珠宝品类, 消费环境具有不确定性;
- **渠道扩张不及预期:** 老铺黄金目前尚未正式于海外开店, 海外市场的经营情况存在不确定性, 拓店速度可能不及预期;
- **数据统计和测算风险:** 未来开店计划以公司口径为准, 本文为自行测算开店空间, 存在数据偏差和测算误差风险。

附表									
利润表					现金流量表				
单位:百万元人民币					单位:百万元人民币				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,180	8,767	16,038	20,440	除税前利润	553	1,950	3,789	4,866
营业成本	-1,848	-5,128	-9,350	-11,876	折旧和摊销	120	138	159	181
毛利	1,332	3,638	6,688	8,564	经营活动现金流	-29	100	1,286	2,527
销售费用	-579	-1,315	-2,406	-3,066	投资活动现金流	-59	-138	-159	-181
管理费用	-168	-336	-454	-590	融资活动现金流	99	678	-22	-22
财务费用	-18	-22	-22	-22	现金净变动	11	640	1,104	2,324
其他收益及亏损	-14	-15	-18	-21	现金的期末余额	70	710	1,814	4,138
除税前溢利	553	1,950	3,789	4,866					
所得税	-137	-487	-947	-1,216					
净利润	416	1,462	2,842	3,649					
资产负债表					主要财务比率				
单位:百万元人民币									
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,776	4,041	7,016	10,744	成长性(%)				
货币资金	70	710	1,814	4,138	营业收入增长率	145.7	175.7	82.9	27.4
存货	1,268	2,389	3,689	4,880	毛利润增长率	145.8	173.1	83.8	28.1
贸易应收账款	376	881	1,451	1,664	净利润增长率	337.9	251.6	94.3	28.4
其它	62	62	62	62					
非流动资产	382	382	382	382	盈利能力(%)				
物业、厂房及设备	58	58	58	58	毛利率	41.9	41.5	41.7	41.9
有使用权资产	252	252	252	252	净利润率	13.1	16.7	17.7	17.9
其它	72	72	72	72	ROE	34.9	56.3	55.7	43.7
资产总计	2,158	4,423	7,398	11,126	偿债能力(%)				
流动负债	474	577	709	789	资产负债率	29.8	16.8	11.9	8.6
应付账款	58	161	293	373	流动比率	3.7	7.0	9.9	13.6
借款	128	128	128	128	速动比率	1.1	2.9	4.7	7.4
租赁负债	101	101	101	101					
其他	187	187	187	187	营运能力(次)				
非流动负债	169	168	168	168	资产周转率	1.8	2.7	2.7	2.2
租赁负债	165	165	165	165	存货周转率	1.8	2.8	3.1	2.8
其他	4	3	3	3					
负债合计	643	745	877	957	每股资料(元)				
股本	143	843	843	843	每股收益	2.92	8.86	17.22	22.11
储备	1,373	2,835	5,677	9,326	每股净资产	10.62	22.29	39.51	61.63
股东权益合计	1,515	3,678	6,520	10,169					
负债及权益合计	2,158	4,423	7,398	11,126	估值比率(倍)				
					PE	236.9	77.9	40.1	31.2
					PB	65.0	31.0	17.5	11.2

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、潮州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co.,Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏圣信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、

泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO.,LTD、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融担担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融担担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融担担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众淼控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融担担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、XD 民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融担担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融担担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资(控股)有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、黄石市新城产业投资集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、江门高新技术工业园有限公司、林州市城投控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融担担保有限公司、徽商银行股份有限公司、淄博市淄川区财金控股有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、江西省信用融担担保集团股份有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk