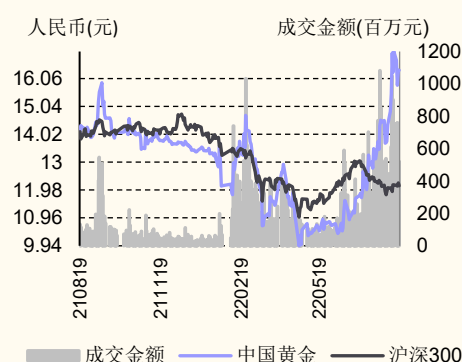


市场价格(人民币): 16.36元

目标价格(人民币): 17.60元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.80
已上市流通A股(亿股)	8.22
总市值(亿元)	274.85
年内股价最高最低(元)	17.05/9.94
沪深300指数	4180
上证指数	3278



央企背景黄金珠宝龙头，布局培育钻产业链

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,788	50,758	53,970	69,929	89,129
营业收入增长率	-11.72%	50.23%	6.33%	29.57%	27.46%
归母净利润(百万元)	500	794	920	1,292	1,853
归母净利润增长率	10.79%	58.84%	15.83%	40.40%	43.40%
摊薄每股收益(元)	0.333	0.473	0.548	0.769	1.103
每股经营性现金流净额	0.37	0.49	-0.03	-0.17	0.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.62%	12.12%	13.04%	16.58%	20.68%
P/E	0.00	29.04	30.54	21.76	15.17
P/B	0.00	3.52	3.98	3.61	3.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **背靠央企的黄金全产业链龙头，混改引入各界股东、发挥产业协同。**公司实控人国务院国资委，第一大股东中国黄金集团共持股 41.16%。2017 年混改引入各界股东，京东/中信银行等七家战略投资方合计持股 24.5%，30 个省级代理商持股 8.31%，三个员工持股平台持股 3.75%，背靠央企经营稳健，2021/1H22 收入 508/253 亿元、+50%/-4.8%，归母净利 7.9/4.4 亿元、+59%/9%，1H22 疫情影响收入同降，金价上行毛利率上行、净利同增。
- **投资类产品规模全国第一，7 月美国通胀见顶回落支撑金价上行，利好金条销量&毛利率双升。**公司主营黄金，2021 年收入占比 98.7%，金条规模第一、占 50%+。美国 7 月 CPI 同比 8.5%，环比 0%，通胀见顶回落金价上行，利好金条销售，黄金结转成本与售价差异为增量利润，业绩弹性大。
- **行业核心竞争力在渠道拓展能力，混改引入省代持股，门店数、净开店、单店收入多维度领先。**根据欧睿，行业近 4 年来集中度提升，CR5 由 2016 年的 14% 升至 21%，头部品牌拓店加速。2020 年我国黄金珠宝零售店 8.1 万家，销售额市占率较高的品牌门店数也具备优势。2020 年末周大福/老凤祥/周大生/老庙/中国黄金门店数占比 5.7%/5.3%/5.2%/4.2%/3.9%。头部品牌渠道优势显著，开店速度快，2021 年周大福/老凤祥/老庙/中国黄金净开店 1361/675/602/561 家。公司加盟平均单店收入 2021 年 610 万元，+5%，规模仅次于周大福，显著高于同业。
- **黄金品类升级+布局黄金回购，培育钻打开增长空间。**公司为唯一拥有金交所牌照的黄金龙头，获上海金交所标准金锭交易资格，设立中金精炼并于 2021 年 4 月投产，形成黄金回收+标准金锭交易的产业链闭环。1H22 半年报公告入局培育钻产业链，3-5 年内打造一体化龙头、组建人造钻石国际贸易平台，参与行业标准制定，打开想象空间。

估值投资建议

- 央企背景全产业链龙头具备资产稀缺性，拓品类/渠道业绩弹性高于同业，享受估值溢价，预计 22-24 年 EPS 0.55/0.77/1.10，CAGR3 为 53%，给予 22 年 32 倍 PE，目标价 17.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 金价波动，品类/渠道拓展不及预期，经济下行影响消费需求。

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

将渠道拆分为线上直营、线下直营、线下加盟。1) 线上：公司线上渠道主要布局天猫、京东旗舰店，抖音及微信商城，主要销售品类为投资金条，根据我们跟踪的魔镜、飞瓜数据，公司线上规模优势明显，抖音稳居第一、淘系亦实现较快增长，同时京东为其股东，具备协同优势，考虑培育钻石业务率先发力电商及直播渠道，预计 22-24 年电商保持较快增速，同比+50%/50%/50%，毛利率随培育钻石销售占比提升有所提升，分别为 2.9%/3.9%/5%；2) 线下直营：2020/2021 年直营门店净增个位数，1H22 疫情下直营门店净增 8 家，Q3 拟新开 9 家，直营开店加速，预计 22-24 年净开店 28/35/35 家，公司直营门店作为品牌标杆店，收入规模同业领先、品类布局更完善，22 年由于直营店主要布局一二线城市、上半年受疫情影响较大，预计单店收入-16%，23-24 年随品类扩充、古法金等产品升级，单店收入同增 5%/3%，线下直营收入同增 0%/37%/29%，同时毛利率呈提升趋势，主要系高毛利产品占比逐步提升，为 3.08%/3.4%/4%；3) 线下加盟：公司主要依托加盟拓店布局全国市场，预计 23-24 年维持较快开店速度，2022 年受疫情影响略有放缓，分别净开店 440/580/600 家，22 年受疫情影响，单店收入-10%，23-24 年维持平稳，预计加盟渠道收入同比+3%/14%/15%，毛利率 4.8%/4.8%/4.9%。

公司三项费用率平稳、处低位，预计 22-24 年随拓展培育钻石、电商业务销售费率增长，管理及研发费率维持历史水平。

■ 我们区别于市场的观点

公司主营黄金类产品，2021 年占总营收的 98.7%，其中金条销售规模全国第一、占总销售 50%+。美国 7 月 CPI 同比 8.5%，环比 0%，通胀见顶回落支撑金价上行，利好金条销售。金价上行周期中黄金产品结转成本与实际销售价格的差异为增量利润，业绩弹性大。

1H22 半年报中公告将布局培育钻石业务，3-5 年内打造一体化产业链龙头，上游制造端拟通过兼并收购方式布局 HTHP 培育钻生产，下游依托品牌&渠道优势打开零售空间。培育钻石产业链利润率高，当前行业平均水平看，生产/批发/零售环节毛利率约为 80%+/30%+/70%+，公司布局全产业链提升利润空间。

■ 股价上涨的催化因素

新产品、品类布局超预期，拓店速度超预期，行业景气度上行超预期。

■ 估值和目标价格

选取 PE 估值法，港股可比公司 22-24 年平均 PE 为 14/12/9 倍，A 股可比公司平均 PE 为 18/15/12 倍。公司作为央企背景全产业链龙头具备资产稀缺性，拓品类、拓渠道业绩弹性高于同业，3 年 CAGR 为 53%，享受估值溢价，给予 22 年 32 倍 PE，对应目标价 17.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 投资风险

金价波动，品类/渠道拓展不及预期，经济下行影响消费需求。

内容目录

投资要件	2
1、公司概况：央企背景龙头珠宝商，全产业链优势显著	6
1.1 背靠央企的黄金产业链龙头，混改引入各界股东、发挥产业协同	6
1.2 采购及生产模式：自产+委外加工+成品采购相结合，自产产品金条为主	7
1.3 销售模式：线下加盟、直营门店为主	8
2、金条销售规模全国第一，金价上行利好收入&毛利率双升	11
2.1 金价与美债收益率、避险情绪挂钩，7月美国通胀见顶回落支撑金价上行	11
2.2 收入端：黄金产品按克定价，金价波动影响消费需求	14
2.3 利润端：产品结构和存货周转速度决定毛利率、套保决策影响净利率 ..	16
3、渠道端：门店数、净开店、单店收入多维度领先，省代为第二大股东绑定优势资源	20
3.1 行业壁垒在渠道拓展能力，头部品牌依托加盟商资源加速拓店提升份额	20
3.2 省代入股绑定优质资源，加盟渠道具备领先优势	21
4、品类端：黄金产品升级、回购业务打通产业链，培育钻石望打开未来空间	23
4.1 黄金：黄金为我国珠宝市场主体、具备做大空间	23
4.2 唯一拥有金交所牌照的黄金龙头，布局回购业务打通全产业链	26
4.3 一体化布局培育钻石产业链打开想象空间	26
5、盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测	26
5.2 可比估值	28
6、风险提示	28

图表目录

图表 1：公司股权结构（截至 2022 年 7 月 14 日）	6
图表 2：公司品牌矩阵	6
图表 3：公司发展历程	7
图表 4：公司原材料采购金额中黄金采购额及占比（亿元，%）	8
图表 5：黄金原料不同采购方式占比（吨）	8
图表 6：公司自产和委外加工量及占比（吨）	8
图表 7：公司自产和委外加工单位成本（元/克）	8
图表 8：公司分渠道收入拆分（百万元）	8
图表 9：公司销售模式	10
图表 10：公司淘系黄金首饰月销及同比（百万元，%）	10
图表 11：公司抖音月销及排名（百万元）	10

图表 12: 1H22 公司淘系主要销售产品.....	10
图表 13: 公司淘系及抖音均价 (元)	11
图表 14: 公司近 30 天抖音播主构成 (按销售额)	11
图表 15: 黄金价格走势复盘.....	12
图表 16: 世界黄金总需求 (吨)	12
图表 17: 世界黄金总供给 (吨)	12
图表 18: 黄金供需缺口与金价走势对比	13
图表 19: 黄金价格与美国 10 年期国债收益率.....	13
图表 20: 黄金价格与 VIX.....	14
图表 21: 美国 CPI 当月同比、环比	14
图表 22: 我国黄金消费量及同比 (吨, %)	15
图表 23: 我国分类别黄金消费量及占比 (吨, %)	15
图表 24: 我国分类别黄金消费量同比增速 (%)	15
图表 25: 公司分产品收入增速与金价的对比 (%)	16
图表 26: 公司分产品收入结构.....	16
图表 27: 公司营收及同比 (百万元, %)	16
图表 28: 公司分产品毛利率.....	17
图表 29: 直营/批发渠道黄金饰品定价对比.....	17
图表 30: 按克计价黄金饰品直营利润分布 (假设成本金价 375 元/克)	18
图表 31: 按克计价黄金饰品批发利润分布 (假设成本金价 375 元/克)	18
图表 32: 黄金珠宝主要公司金饰产品结构、定价及毛利率对比.....	18
图表 33: 主要黄金珠宝公司存货周转天数 (天/次)	19
图表 34: 公司季度毛利率环比变动与金价环比涨跌幅	19
图表 35: 中国黄金 T+D 产生的投资收益及占归母净利的比 (万元, %)	19
图表 36: 公司归母净利及同比 (百万元, %)	19
图表 37: 可比公司销售费用率	20
图表 38: 可比公司管理费用率	20
图表 39: 可比公司毛利率	20
图表 40: 可比公司净利率	20
图表 41: 我国黄金珠宝市场集中度.....	21
图表 42: 2020 年中国黄金珠宝市场品牌销售额市占率.....	21
图表 43: 2020 年我国黄金珠宝品牌门店数量占比	21
图表 44: 主要黄金珠宝品牌年净开店数量 (家)	21
图表 45: 2021 年不同品牌价格定位、销售模式和大陆内地店铺统计	22
图表 46: 可比公司加盟单店收入及同比 (百万元)	22
图表 47: 可比公司加盟店数 (家)	23
图表 48: 可比公司加盟店净开店数 (家)	23
图表 49: 可比公司 2021 年新增直营店平均店铺面积 (平方米)	23
图表 50: 中国黄金直营店	23

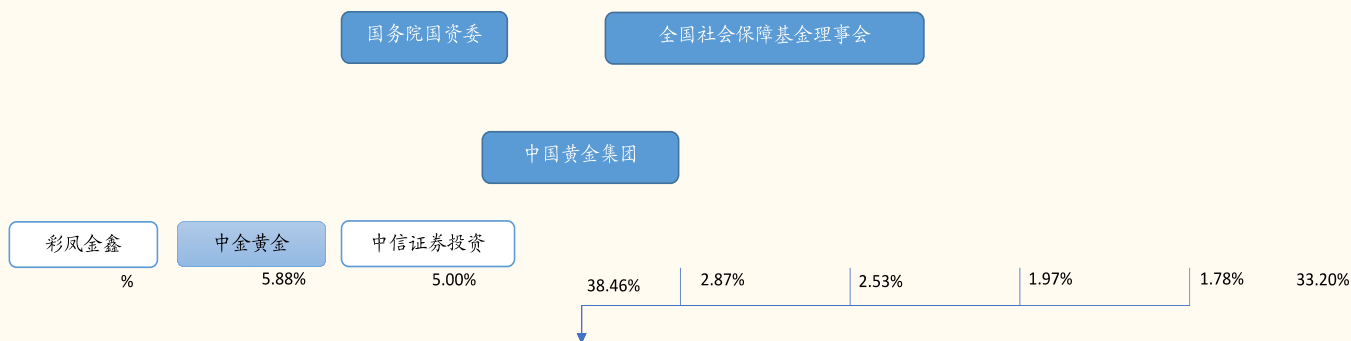
图表 51: 2021 年中国珠宝行业品类构成.....	24
图表 52: 2019 年主要国家消费珠宝材质.....	24
图表 53: 黄金珠宝消费者购买需求动机分布.....	24
图表 54: 未来一年黄金珠宝购买需求增长预测.....	24
图表 55: 不同类型黄金饰品对比.....	24
图表 56: 不同类型黄金饰品销售额占比.....	25
图表 57: 重点品牌古法黄金产品对比.....	25
图表 58: 公司盈利预测 (百万元).....	27
图表 59: 可比公司估值.....	28

1、公司概况：央企背景龙头珠宝商，全产业链优势显著

1.1 背靠央企的黄金产业链龙头，混改引入各界股东、发挥产业协同

公司为央企背景的黄金珠宝零售板块上市平台，业务覆盖黄金珠宝产品研发、设计、生产、销售、品牌运营的全产业链。公司实控人为国务院国资委，第一大股东为中国黄金集团。截至 2022 年 7 月 14 日，中国黄金集团直接持股上市公司 38.46%，通过中金黄金间接持股 2.70%，合计持股 41.16%。公司省代彩凤金鑫为第二大股东、持股 8.31%。

图表 1：公司股权结构（截至 2022 年 7 月 14 日）


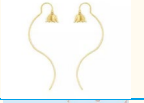



来源：公司公告，国金证券研究所

公司主营黄金类产品，2021 年占总营收的 98.7%。旗下拥有主品牌“中国黄金”、高端轻奢子品牌“珍·如金”和快时尚子品牌“珍·尚银”，主品牌以投资金条和黄金首饰为主；子品牌主打时尚设计类黄金、K 金饰品、定制类产品等。公司黄金资源储量、矿产金产量、精炼金产量、黄金投资产品市场占有率、黄金选冶技术水平、上海黄金交易所综合类会员实物黄金交易量六项指标均位列国内第一。

图表 2：公司产品矩阵

品牌	推出时间	品牌定位	产品系列、品类	产品克重&主流价格带	产品展示
中国黄金	2006	覆盖全年龄 消费人群	高级珠宝——撩系列	高端定制	
			黄金首饰——承福金/玲珑金/Kπ金/故宫金/贺岁金/花木兰/爱的抱抱系列		
			黄金首饰——婚嫁寿宴系列 囍福/龙凤系列	0.3g-36g; 300-30000 元/件	
			黄金首饰——高端礼藏/企业礼品		
			黄金腕表系列	10000-30000 元/件	

			投资金条	20g、50g、100g、200g、500g、1000g; 金价+加工费	
珍·如金	2012	高端轻奢	知性/优雅/忠于真我	1000-50000 元/件	
珍·尚银	2014	大众快时尚	-	160-700 元/件	

来源：公司官网，国金证券研究所

21 世纪初以来，我国黄金珠宝行业快速发展。2002 年上海黄金交易所开业、2007 年中国证监会批准上海期货交易所上市黄金期货，我国黄金金融投资渠道进一步打开、黄金产品市场需求量增长明显，根据中国黄金协会，我国黄金产品需求量年均增速约 20%。

2006 年公司前身中金黄金投资有限公司始建，推出“中国黄金投资金条”产品。早期公司以银行渠道销售为主、投资金条为其代表性产品。

2008 年公司在 4 个 9 的千足金基础上几经提纯，最终完成 5 个 9 精炼及加工技术攻关，率先推出“99999 至纯金”系列产品，围绕纯度更高、更赤、更纯的高纯金（含金量达 99.999%）。（周大福 1956 年提出千足金）。

2009 年，在已有的银行渠道基础上，公司在南京开设首家中国黄金专卖店。

2010 年上市公司主体中金珠宝有限公司成立，品类从金条拓展至黄金饰品，并开始以加盟方式扩展加盟渠道。公司采用“连锁+专卖”的经营模式，截至 2021 年在全国建立 30 家品牌服务中心、91 家直营专卖店、3630 家加盟店。

2010-2017 年公司先后三次增资至 14.4 亿元，并作为国家发改委第二批中央企业混合所有制试点企业进行混改，引入：1）七家战略投资方（合计持股 24.5%，包括中信证券、京东、兴业银行、中融信托、建信信托、越秀产投、浚源资本）；2）30 家省级服务中心形成了一家产业投资平台“彩凤金鑫”（持股 8.45%）；3）三个员工持股平台黄金君融、黄金东创、黄金玮业，推行“骨干员工持股计划”，三个平台合计持股 3.75%。混改之后引入各界投资者，充分利用其在资本市场、供应链物流、渠道拓展、内部团队管理等多方面资源，助力公司发挥产业协同优势。

图表 3：公司发展历程

时间	发展历程
2006	前身中金黄金投资有限公司成立
2008	更名为中国黄金集团营销有限公司；推出“99999 至纯金”
2009	开设中国黄金专卖店
2010	成立中金珠宝有限公司，中国黄金集团出资 2 亿元，出资比例 100%
2012	子品牌“珍·如金”推出
2013	首次增资注册资本金至 4.59 亿元
2014	增资至 8.59 亿元； 子品牌“珍·尚银”推出
2015	被评为“2015 年度中国黄金珠宝玉石首饰行业零售业十大品牌”
2017	进行混合所有制改革：作为国家发改委第二批中央企业混合所有制改革试点企业，引入包括中信证券、京东、兴业银行、中融信托、建信信托、越秀产投和浚源资本在内的多种所有制的投资者，并第三次增资至 14.4 亿元。
2018	更名为中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司
2021	上交所主板挂牌交易上市

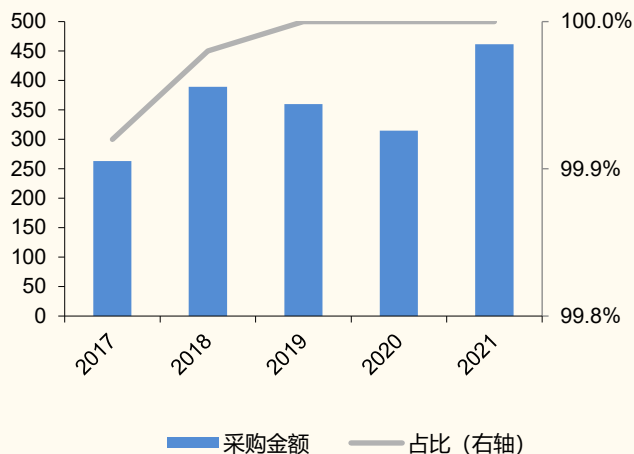
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 采购及生产模式：自产+委外加工+成品采购相结合，自产产品金条为主

公司主要采购黄金原材料及 K 金、部分黄金首饰成品，2021 年原材料采购占总采购量的 58.3%。2019 年以来只采购黄金这一种原料，K 金珠宝类产品和部分黄金制品以成品采购为主，不涉及生产环节。

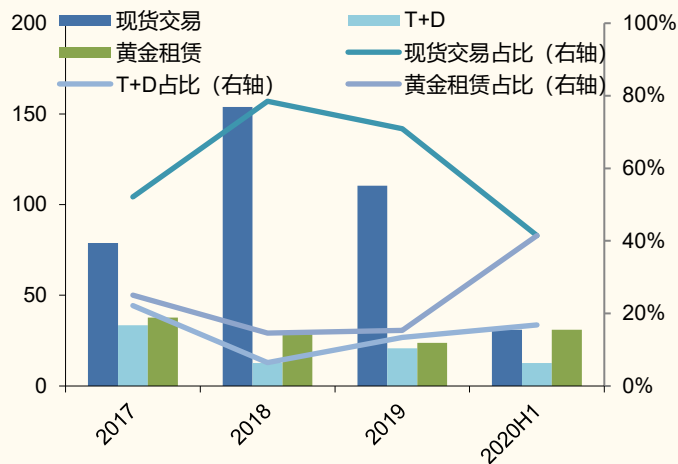
公司黄金原料主要向上海金交所、银行采购，采取现货采购、黄金租赁和T+D延期交易方式，其中向金交所采购为现货/T+D，黄金租赁主要与银行进行，T+D可用于对冲部分金价波动风险。根据公司招股说明书，1H20黄金套保比例17%、总体维持稳定。

图表 4：公司原材料采购金额中黄金采购额及占比（亿元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

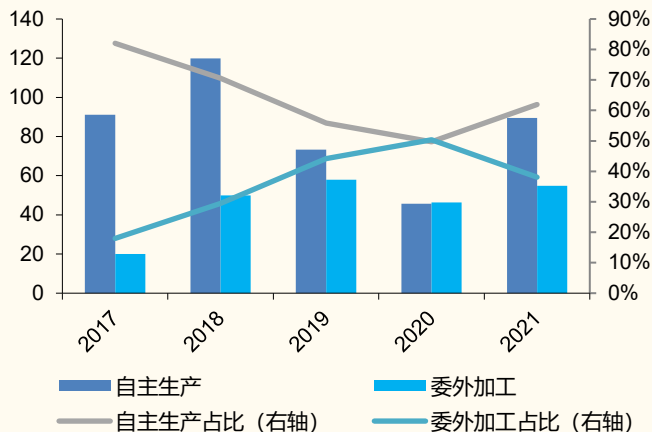
图表 5：黄金原料不同采购方式占比（吨）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

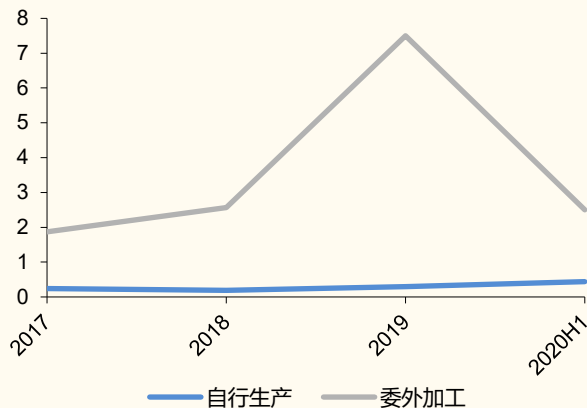
生产方面，以自产和委外加工相结合。分产品看，公司主要自产金条，黄金产品中的黄金首饰及黄金制品主要采用委外加工的模式。公司自产占比2021年提升12.3PCT至62%，自产产量同增95.7%至89.4吨。公司自产单位成本明显低于委外加工，2021H1二者成本分别为0.44、2.5元/克。

图表 6：公司自产和委外加工量及占比（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司自产和委外加工单位成本（元/克）



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 销售模式：线下加盟、直营门店为主

公司主要销售渠道分为直营和加盟，其中直营渠道包括大客户、银行、电商、直营门店；加盟主要系加盟商开始加盟店。截至2021年，公司共有门店3721家，其中直营91家（国内10家、柬埔寨1家），加盟3630家。1Q22公司新开直营店3家、加盟店10家；2Q22净开直营店5家、加盟店10家。

收入构成上，2021年直营占总收入的60%，其中线上10%、线下50%，加盟占比40.3%。根据公司招股说明书披露，2019年线下直营渠道中直营店/大客户/银行分别占比62%/30%/8%，直营和加盟门店为主要销售渠道。

图表 8：公司分渠道收入拆分（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021
直营					
加盟					

线上直营	总营收 (百万元)	698.3	2,708.7	2,852.2	2,418.3	4,833.4	
	yoy		287.9%	5.3%	-15.2%	99.9%	
	占比	2.5%	6.6%	7.5%	7.2%	9.5%	
	毛利 (百万元)	23.2	37.4	64.7	70.4	125.2	
	毛利率	3.3%	1.4%	2.3%	2.9%	2.6%	
线下直营	总营收 (百万元)	18,974.4	23,795.7	16,612.4	14,119.7	25,366.3	
	yoy		25.4%	-30.2%	-15.0%	79.7%	
	占比		58.2%	43.4%	41.8%	50.0%	
	门店数	60	63	79	85	91	
	净开店		3	16	6	6	
	毛利率	1.9%	1.8%	4.5%	3.5%	1.5%	
	直营店						
	营收 (百万元)	3533.4	9297.2	10337.4			
	yoy		163.1%	11.2%			
	占比	18.6%	39.1%	62.2%			
	毛利 (百万元)	213.76	284.88	571.36			
	毛利率	6.0%	3.1%	5.5%			
	单店收入 (百万元)		151.2	145.6			
	大客户						
	营收 (百万元)	13822.2	12319.2	4960.0			
	yoy		-10.9%	-59.7%			
	占比	72.8%	51.8%	29.9%			
	毛利 (百万元)	107.8	77.6	105.6			
	毛利率	0.8%	0.6%	2.1%			
	银行						
	营收 (百万元)	1618.8	2179.3	1314.7			
	yoy		34.6%	-39.7%			
	占比	8.5%	9.2%	7.9%			
	毛利 (百万元)	41.1	76.5	72.2			
	毛利率	2.5%	3.5%	5.5%			
	线下加盟	总营收 (百万元)	8,503.8	14,370.8	18,714.6	17,167.5	20,437.0
		yoy		69.0%	30.2%	-8.3%	19.0%
占比			35.1%	48.9%	50.8%	40.3%	
门店数		1,805	2,119	2,852	3,075	3,630	
净开店			314	733	223	555	
单店收入 (百万元)			7.3	7.5	5.8	6.1	
yoy				2.8%	-23.1%	5.2%	
单店毛利 (百万元)			0.3	0.4	0.3	0.3	
毛利率		5.8%	4.4%	5.8%	4.9%	4.7%	
品牌使用及管理服务费							
收入 (百万元)		218.7	98.8	104.7	114.5	137.3	
yoy			-54.8%	6.0%	9.4%	19.9%	
毛利率		100%	100%	100%	100%	100%	
单店服务费 (百万元)			0.05	0.04	0.04	0.04	
黄金产品批发							
收入 (百万元)		8,285.1	14,272.0	18,609.9	17,053.0	20,299.7	
yoy			72.3%	30.4%	-8.4%	19.0%	
毛利率		3.4%	3.7%	5.2%	4.3%	4.0%	
单店批发收入 (百万元)			7.3	7.5	5.8	6.1	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9：公司销售模式

销售模式		合作模式	主要客户
直营	直营店	1) 专卖店：现款现货； 2) 商场联营店：现款现货，部分商场因结算周期存在 45 天左右回款周期；	-
	大客户	大客户直接向公司集中采购大批量各类定制化或非定制化产品，或者大客户委托公司批量生产定制化产品	-
	银行	利用银行渠道体系完善、管理规范、网点众多的优点，依据不同合作情况以买断式或代销模式在银行网点内销售各类产品	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中信银行、交通银行等
	电商	在各电商平台开设旗舰店等方式面向终端消费者销售	京东、淘系、抖音、微信等
加盟		销售规模较大的省区存在两级加盟商（省级加盟商和终端加盟商）； 对个别无省级加盟商覆盖的区域或信誉良好、规模较大的加盟商，特许其为直接加盟商	-

来源：公司公告，国金证券研究所

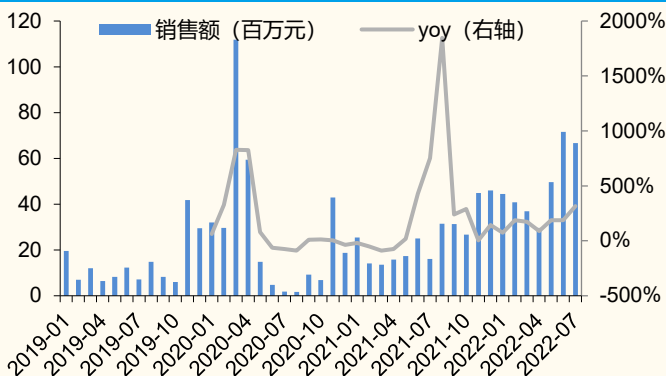
公司 2018 年开始发力电商渠道，布局淘系、京东、抖音、微信为主的主流线上平台，其中京东是重点布局的平台，京东和公司互为股东、合作紧密。2021 年公司电商渠道营收 48.3 亿元、同增 99.7%，占比提升 2.3PCT 至 9.5%，在淘系、抖音均取得靓丽增长。

根据魔镜数据，公司淘系销售额 2021 年 6 月以来延续高增、2H21 同增 142%、环比 1H21 增 77%；1H22 同增 145%、环比 2H21 增 39%，其中 2Q22 同增 160%，较 1Q22 的同增 130%提速。

7 月中国黄金淘系黄金首饰销售额 0.7 亿元，同增 317%，增速较 6 月/2Q22 均提速，主要系 7.6-7.20 金价下跌催化销量增长。拆分量价，7 月销量 +280%，增速较 6 月/2Q22 的+64%/+62%提速，均价 2369 元，+10%。

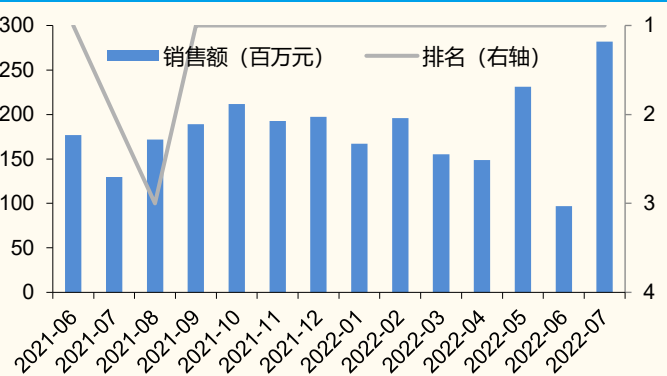
公司抖音渠道规模优势明显、2021 年 9 月以来保持第一，7 月销售额 2.8 亿元、同增 117%。抖音品类结构中，黄金首饰/珍珠/玉石占比 49%/13%/13%。

图表 10：公司淘系黄金首饰月销及同比（百万元，%）



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 11：公司抖音月销及排名（百万元）



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

从淘系销售结构看，以投资类金条为主要产品，1H22 销售额排名前四的均为不同克重的金条，古法金手镯销售额排名第五、平均单价 3.7 万元、销量 424 件。

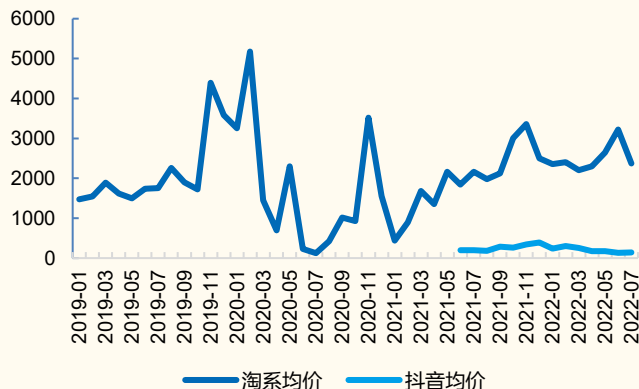
图表 12：1H22 公司淘系主要销售产品

销售额排名	产品名称	单价（元）	1H22 销售额（百万元）	1H22 销量（件）
1	50g 新款财富金条	20379	28.5	1400
2	100g 新款财富金条	40589	23.4	577
3	20g 新款财富金条	8172	19.2	2353
4	10g 薄片新款财富金条	4112	16.3	3966
5	古法足金素圈手镯	37024	15.7	424

来源：魔镜数据，国金证券研究所

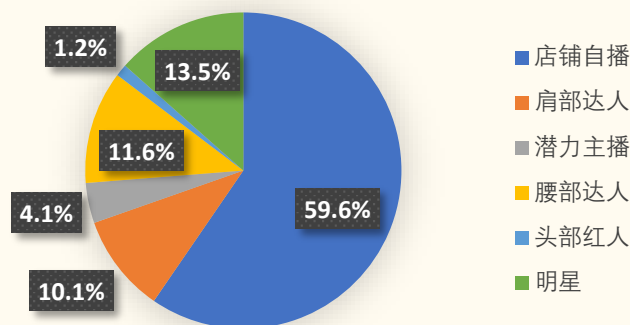
均价方面，抖音均价显著低于淘系，主要与品类结构差异有关。趋势上淘系黄金首饰均价 21 年 5 月以来中枢提升，抖音均价平稳。直播方面抖音渠道以店铺自播为主、近 30 天销售占比 60%。

图表 13: 公司淘系及抖音均价 (元)



来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 14: 公司近 30 天抖音播主构成 (按销售额)



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

2、金条销售规模全国第一，金价上行利好收入&毛利率双升

2.1 金价与美债收益率、避险情绪挂钩，7 月美国通胀见顶回落支撑金价上行

复盘金价历史走势，2002-2011 年中总体呈持续上涨行情，2005 年以前主要受供需缺口影响温和上涨，2006-2011 年金价三次冲高回落、持续上行，主要系全球经济高增长下高通胀预期、金融危机爆发、美联储降息。2012 下半年至 2015 年末，金融危机结束、美股走强、全球经济复苏背景下金价持续下行。2016 上半年受英国脱欧消息影响，金价冲高、后逐步回落；2019-2020 年先后受英国无序脱欧、全球经贸摩擦加剧、美联储加息预期、新冠疫情爆发等一系列事件影响，金价再次走出较长时间持续上涨行情；21 年全球疫情逐步得到控制，金价回落，22 年初受俄乌冲突影响再次冲高、3 月 9 日达高点 415 元/克，7 月逐步回落，8 月初随美联储收紧政策逐步转弱、实际利率下行，金价再度上行，8 月 12 日收 390 元/克。

总结来看，2007 年以前金价主要受供需（需求以消费需求+投资需求为主，08 年以前基本没有避险需求）关系波动，08 年金融危机后供需对金价的解释力度变弱，更多与美债收益率、避险情绪挂钩。

图表 15: 黄金价格走势复盘

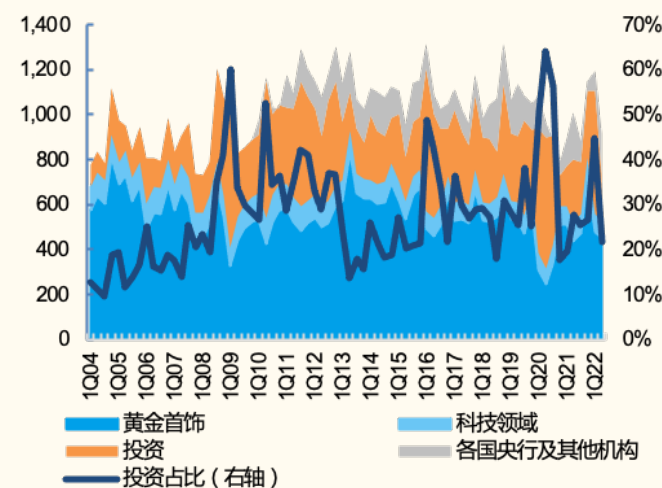


来源：上海金交所，国金证券研究所

从供需关系看，04年以来黄金首饰需求相对稳定，投资类需求波动较大（黄金ETF、金币及金条等），特别是08年金融危机影响下黄金避险属性凸显，投资类需求量占比飙升至60%，16年英国脱欧、20年新冠疫情、22年俄乌战争及引发的一系列全球政治经济局势动荡催生投资类需求高涨。

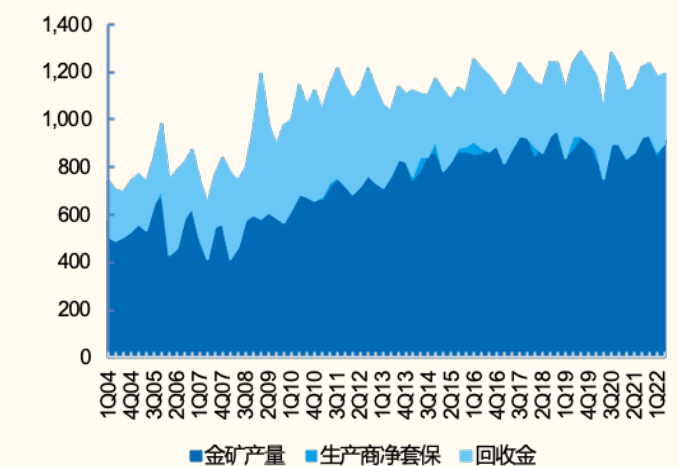
供给方面，主要为金矿生产供给，04年以来总供给量稳中有升、16年来趋于稳定。

图表 16: 世界黄金总需求 (吨)



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

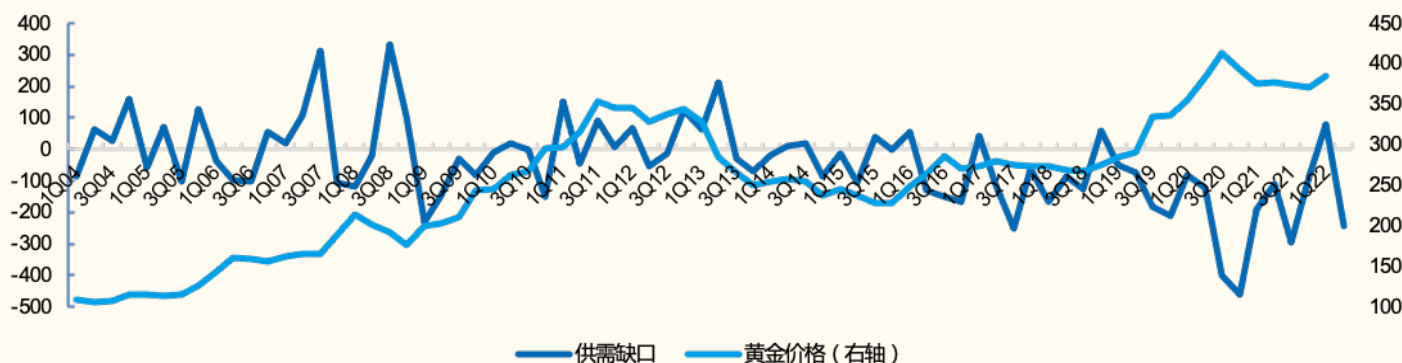
图表 17: 世界黄金总供给 (吨)



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

根据可获得的数据，2004-2008年，黄金价格和供需缺口总体呈同向变动，需求大于供给，金价上行。2008年以来，供需关系对金价解释力趋弱，黄金避险属性加强，更多与美债收益率、避险情绪挂钩。

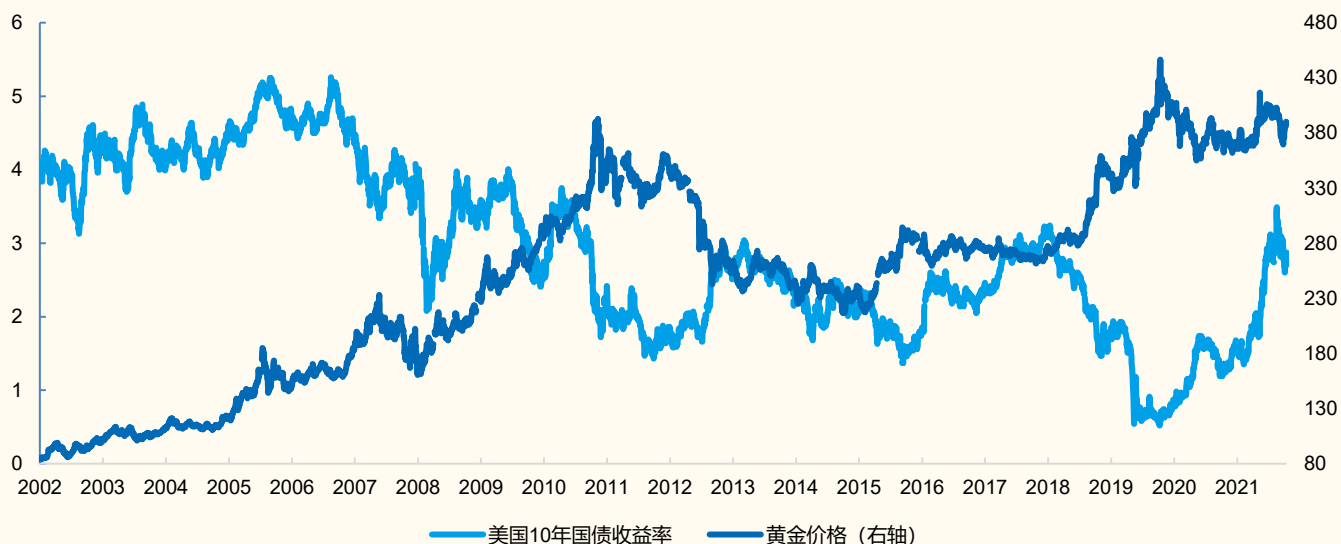
图表 18: 黄金供需缺口与金价走势对比



来源: Wind, 世界黄金协会, 国金证券研究所

从较长时间维度看, 美债收益率与金价负相关。金融危机后, 美联储 4 次 QE 带来美元流动性泛滥, 二者负向关系强化。

图表 19: 黄金价格与美国 10 年期国债收益率

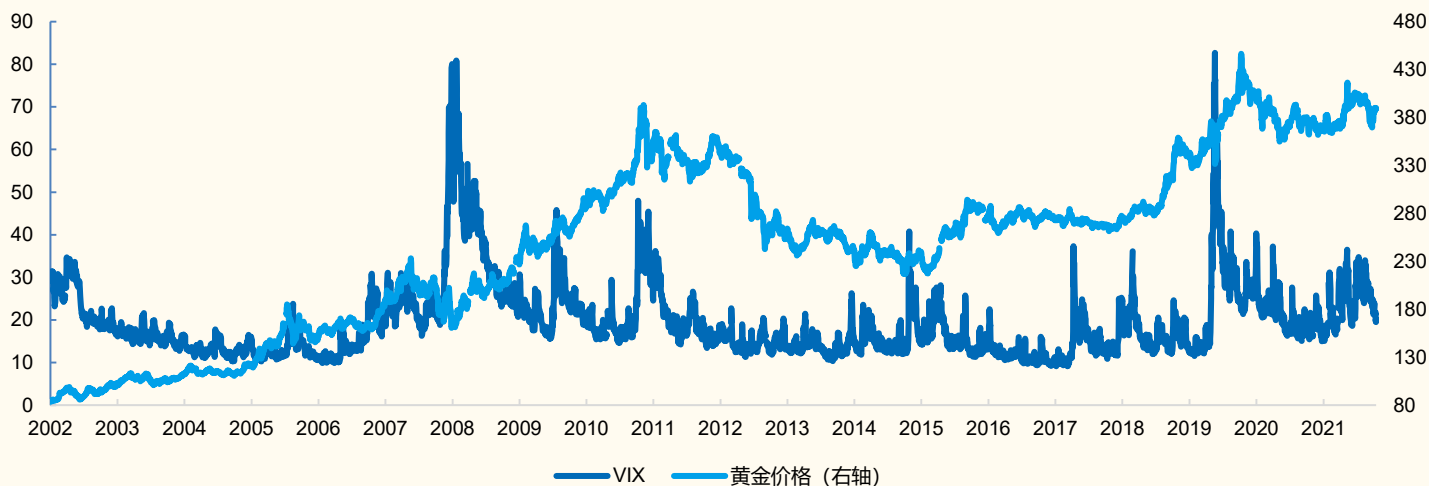


来源: Wind, CBOE, 国金证券研究所

短期黑天鹅事件爆发会使得金价暴涨, 而实际利率反应有所滞后、走势出现背离, 如 22 年 1 月 14 日-2 月 16 日, 10 年期美债收益率上行 23bp, 金价同向上涨 3%, 主要受俄乌冲突爆发影响, 2 月 17 日后美债利率逐步回落。

回顾历史上黑天鹅事件的出现导致 VIX 指数上行, 黄金价格通常后于 VIX 开启上涨, 08 年后黄金避险及抗通胀投资属性不断强化。

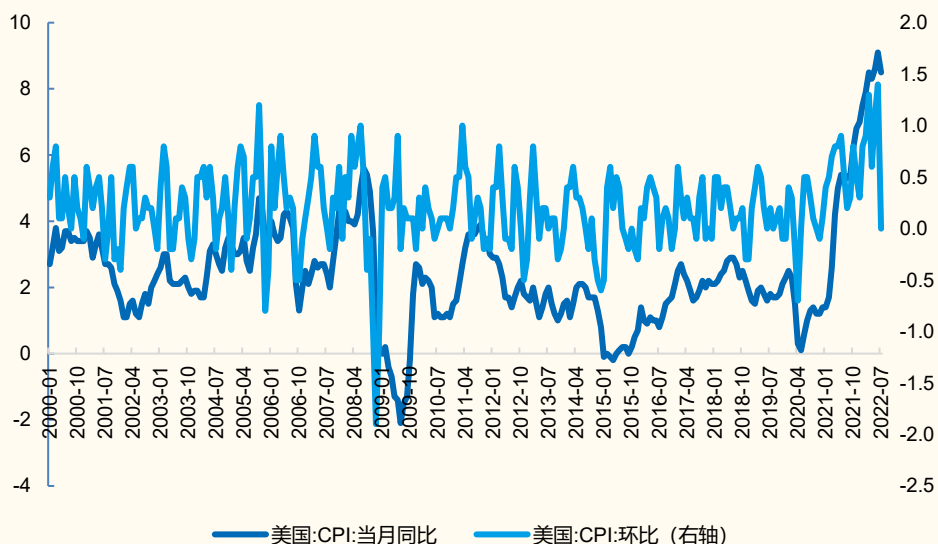
图表 20: 黄金价格与 VIX



来源: Wind, CBOE, 国金证券研究所

美国 7 月通胀数据见顶回落, 7 月 CPI 同比 8.5%, 前值 9.1%, 预期 8.7%; CPI 环比 0%, 前值 1.3%, 预期 0.2%, 预期利好下半年金价上行。

图表 21: 美国 CPI 当月同比、环比

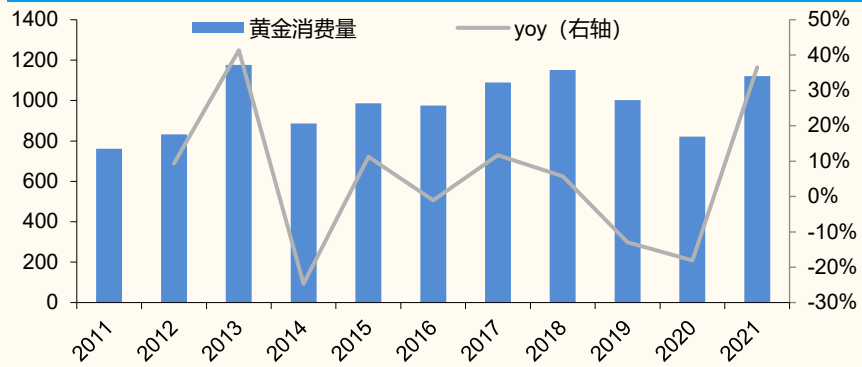


来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

2.2 收入端: 黄金产品按克定价, 金价波动影响消费需求

根据中国黄金协会, 2021 年我国黄金消费量 1120.9 吨, 同增 36.53%, 2019/2020 年分别同降 12.91%/18.13%。从历史规律看, 2014 年以来金价上涨激发投资需求, 金价下跌时利好首饰消费, 2021 年主要系黄金首饰消费量增长显著。

图表 22: 我国黄金消费量及同比 (吨, %)

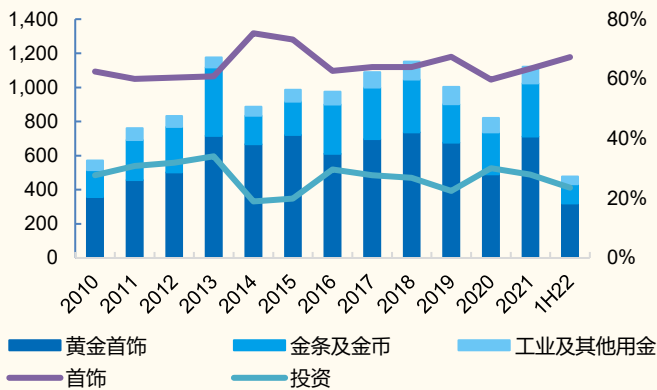


来源: 中国黄金协会, 国金证券研究所

2010 年以来从量的角度首饰消费及投资消费占比基本平稳, 分别占总消费量的约 60%/30%。2010-2012 年随金价上行, 投资需求持续增长, 销量占比从 2010 年 28% 提升至 2012 年的 32%。2013 年金价下跌, 首饰及投资用黄金销量均上涨, 分别同增 51%/43%, 这一时期消费偏向投资保值属性, 以财富保值为主要目的, 消费者通常选择纯度高、重量大、能直观反映其价值的金饰。

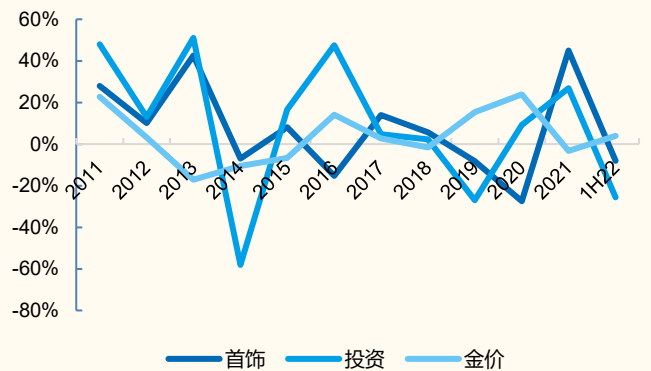
2014 年及以后黄金珠宝逐渐回归婚庆、节假日、日常佩戴等消费需求, 首饰黄金消费量和金价增速呈反向变动, 金价下跌时首饰金消费量增长, 21 年金价同降 3%, 首饰金消费量同增 45%; 投资类黄金消费量 2015-2018 年与金价呈同向变动, 2019-2021 年金价走势对其解释力度走弱, 2019、2021 年与金价呈反向变动, 2020 年由于全球疫情及经济下行金价上涨、投资类黄金消费量同向上涨。

图表 23: 我国分类别黄金消费量及占比 (吨, %)



来源: 中国黄金协会, 国金证券研究所

图表 24: 我国分类别黄金消费量同比增速 (%)

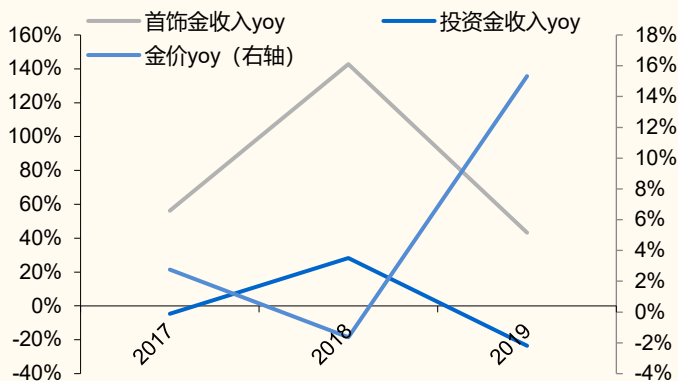


来源: 中国黄金协会, 上海金交所, 国金证券研究所

公司为国内投资金条销售规模第一, 金条销售占总收入的 50% 以上, 金条高克重、低毛利, 销量受金价影响大, 金价上行背景下公司收入、利润弹性高。

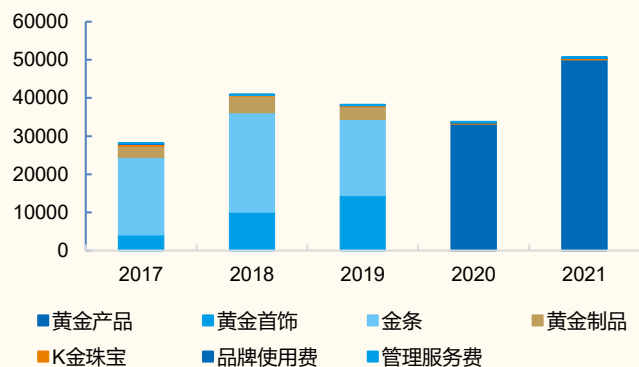
根据公司招股说明书披露的 2017-2019 年首饰用黄金和投资用黄金销售收入增速, 与金价走势对比, 投资类黄金收入增速与金价呈反向变动, 预计主要系 2016 年英国脱欧、全球股市走弱等因素催化下金价增 14%、避险需求大幅增长、全国投资类黄金消费量高增 47%, 2017-2018 年金价总体平稳, 对金价持续上涨预期减弱+2016 年透支部分需求致消费量波动; 2019 年公司投资金收入同降 23.54%, 与行业变化一致。首饰类黄金收入 2017-2019 年延续同比增长, 主要系: 1) 公司重视黄金饰品推广、加强终端店铺货, 2017-2019 年黄金首饰占总收入的比重逐年提升, 2019 年为 38%、较 2017 年提升 23PCT; 2) 从与金价的关联看, 2018 年金价下降 2%、驱动首饰金销售增长提速、同增 142.76%, 2019 年金价同增 15%、首饰金销售增速放缓至 43.26%。

图表 25: 公司分产品收入增速与金价的对比 (%)



来源: 公司招股说明书, 上海金交所, 国金证券研究所

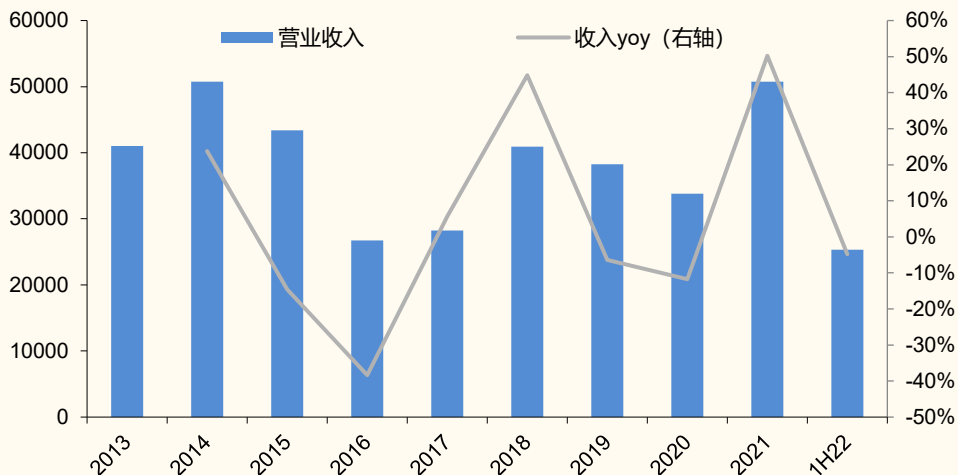
图表 26: 公司分产品收入结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司历史收入规模呈现波动, 2017 年混合所有制改革后推动较快增长, 2016-2018 年复合增 23.7%; 2020 年疫情影响线下销售、同降 11.72%, 2021 年同比高增 50.23%、低基数+疫后回暖共同驱动, 2019-2021 年复合增 15%; 1H22 部分地区疫情影响下同降 4.8%, 其中 1Q22/2Q22 分别同比+8%/-18%。

图表 27: 公司营收及同比 (百万元, %)



来源: 公司公告, 上海金交所, 国金证券研究所

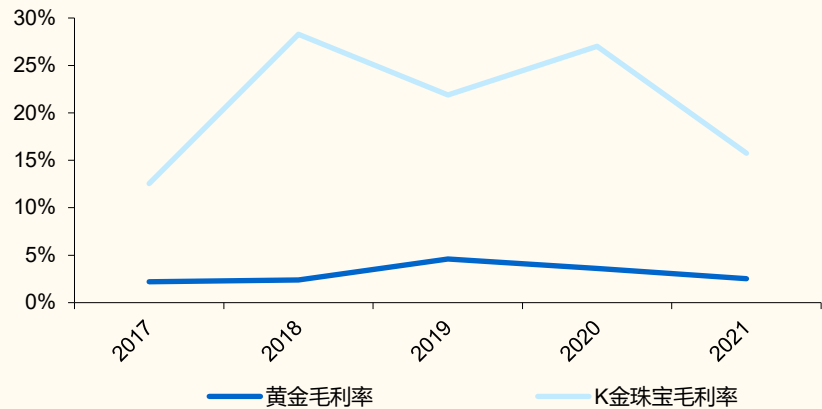
2.3 利润端: 产品结构和存货周转速度决定毛利率、套保决策影响净利率

公司黄金产品毛利率较低、不到 5%, K 金产品毛利率高于黄金, 2021 年黄金/K 金毛利率为 2.5%/16%。

黄金产品市场主流定价方式为按克计价, 受金价波动影响品牌商毛利率。2019 年公司黄金毛利率提升 2.2pct, 主要由于 2019 年美联储降息、英国脱欧等事件影响下金价较快、较大幅度上涨, 公司直营店渠道黄金产品结转成本与产品实际销售时黄金价差较大, 金条、黄金首饰、黄金制品毛利率均有提升; 2020-2021 年黄金毛利率下滑, 主要为金条需求增长、占比提升。

具体来看, 品牌商毛利率对金价波动的敏感性主要受产品结构、存货周转效率影响, 同时公司不同的套保策略产生投资收益/损失, 对净利润产生影响。

图表 28: 公司分产品毛利率

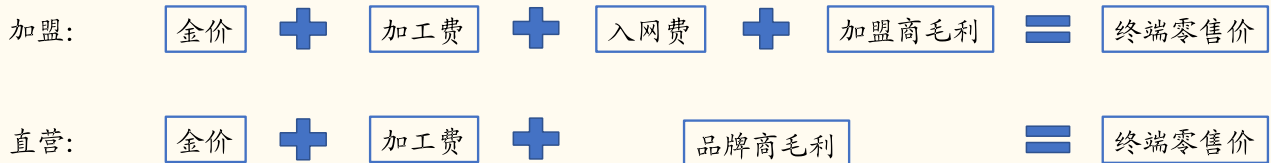


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 定价模式: 成本加成法定价, 终端加工费越低、毛利率对金价波动越敏感

金饰的成本为黄金采购成本(原料)和加工成本, 直营销销售模式下, 终端销售价格=金价+加工费+品牌商利润; 加盟销售模式下, 加盟商批发价格=金价+加工费+入网费, 品牌商对加盟商主要赚取入网费、及额外的加盟费, 加盟商零售价格=批发价+加盟商利润。

图表 29: 直营/批发渠道黄金饰品定价对比



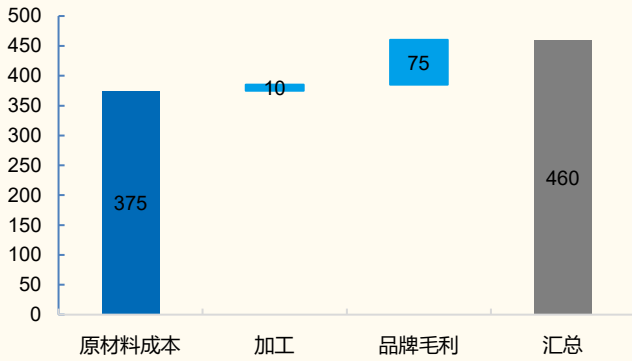
来源: 国金证券研究所

在黄金珠宝产业链的各个环节上, 下游品牌零售企业的毛利率处于较高水平, 其中黄金饰品品牌商的毛利率普遍在 10%+, 上游原料批发和中游加工企业的毛利率则处于较低水平, 仅 1%-3%。

加盟模式下品牌商销售给加盟商的黄金饰品批发毛利率在 5%左右, 加盟商毛利率约 12%。

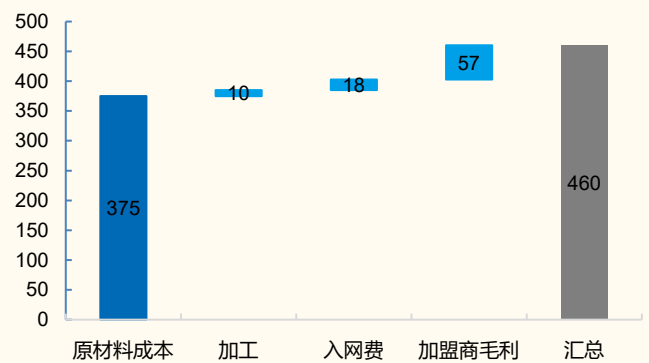
21 全年上海金交所黄金价格平均为 374.31 元/克, 我们取整假设平均成本金价 375 元/克, 对应每克加工费约 10 元、入网费(即品牌商批发业务利润)约 18 元、终端零售价约 460 元。金价不变假设下, 按克计价品牌商直营毛利 75 元/克(毛利率 16%)、品牌商批发利润(即入网费, 入网费毛利率 100%) 18 元/克(毛利率 4%)、加盟商零售毛利 57 元/克(毛利率 12%)。

图表 30: 按克计价黄金饰品直营利润分布 (假设成本金价 375 元/克)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 按克计价黄金饰品批发利润分布 (假设成本金价 375 元/克)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

成本金价相对固定, 按克计价黄金专柜销售价格以当日金价+加工费的方式浮动定价, 终端零售价随金价波动, 致利润率波动。一口价黄金价格固定、几乎不受影响; 按克计价模式下金价上涨、利润增加, 对于品牌商直营模式有直接影响, 批发模式下品牌商利润为入网费、金价波动影响由加盟商承担。

考虑不同黄金产品、不同品牌终端收取的加工费不同, 利润率对金价波动的敏感性不同, 终端收取加工费越高、毛利率弹性越小, 反正越大。对比同业, 公司产品结构中金条占比高、毛利率弹性大。

图表 32: 黄金珠宝主要公司金饰产品结构、定价及毛利率对比

公司 (品牌)	古法金/3D/5D/5G 等精加工产品	素金饰品	投资金条类	2021 年产品结构	2021 年毛利率
周大福	120-200 元/克	120-140 元/克	10-20 元/克	古法金占黄金销售额的 43%, 一口价黄金占比 6.3%, 其他以素金为主, 品类结构中黄金 71%/镶嵌 23%/钟表 7%	综合毛利率 23.5%
豫园股份 (老庙+亚一)	70-130 元/克	40-60 元/克	10-20 元/克	古法金占黄金珠宝销售额的 15%, 黄金珠宝占营收的 54%, 板块以黄金为主、镶嵌体量较小	黄金毛利率 9.17%
潮宏基	60-120 元/克	35-70 元/克	-	传统黄金占比 28% (黄金类以克重素金为主?), 时尚珠宝占比 60%	传统黄金毛利率 10.1%
周生生	90-135 元/克	80-130 元/克	-	传统黄金占比 68%、镶嵌类占比 15%、K 金占比 5%	综合毛利率 25.3%
周大生	60-180 元/克	20-140 元/克	-	黄金占比 61%, 其中古法/3D/5D/5G 等占比 10%+	黄金综合毛利率 10.6%, 其中黄金批发毛利率 4%, 黄金直营毛利率 23%
老凤祥	-	-	-	黄金珠宝占比 80%, 其中古法金占比近 20%, 以克重黄金为主	珠宝毛利率 9.02%
菜百股份	140-150 元/克	90-100 元/克	5-25 元/克	贵金属投资品 44%, 贵金属文化产品 10%, 黄金饰品 42%, 钻翠珠宝 2%	综合毛利率 11.26%, 其中贵金属投资产品 1.3%, 贵金属文化产品 12.1%, 黄金饰品 16.5%
中国黄金	180-250 元/克	160-200 元/克	10-25 元/克	K 金珠宝占比 0.8%, 黄金饰品和投资金条规模相当	黄金产品毛利率 2.5%
曼卡龙	160-350 元/克	10-90 元/克	-	黄金饰品 76%、以素金为主, 镶嵌类 24%	黄金毛利率 12.17%

来源: 天猫官旗, 京东, 公司公告, 国金证券研究所 (注: 加工费按照平均每克零售价减去金价得到, 包含加工成本及品牌商利润两部分)

K 金珠宝类产品多为按件计价的非标准化产品, 不同产品毛利率差异大, K 金产品及玉的毛利率较高, 部分银制品毛利率低。K 金珠宝毛利率 2017-2021 年波动较

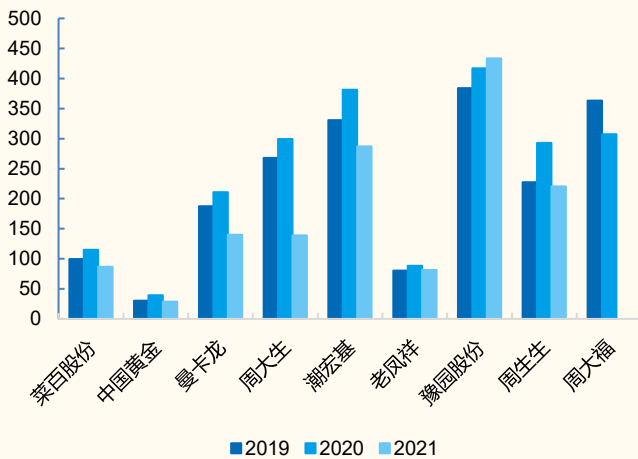
大主要与品类结构变化有关，2018年K毛利率提升15.7pct，主要由于当年公司与银行渠道客户开展毛利率较高的金银制品业务；2019年毛利率下滑6.3pct，主要系公司与几家银行客户合作推广毛利率偏低的金银制品；2020年毛利率上升5.1pct，主要系部分银行客户定制的金银制品毛利率较高。

■ 周转效率：存货周转速度越快，影响周期越短、毛利率弹性越小

金价波动对毛利率影响的本质是黄金产品结转成本与实际销售时黄金价格的差异，其与公司黄金原料存货周转效率有关，存货周转速度越慢，影响周期越长，反之影响周期越短。

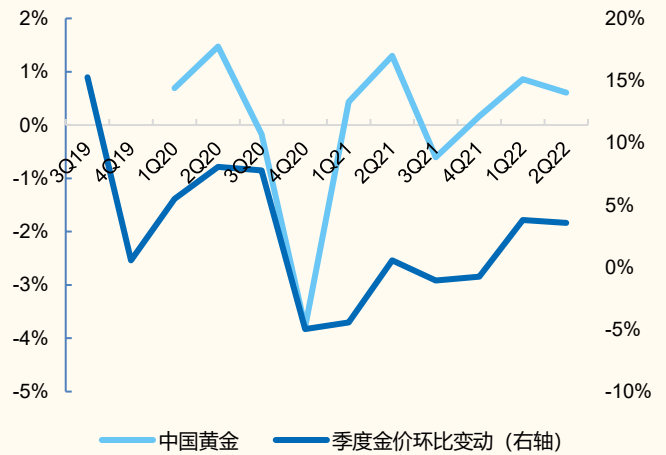
公司存货周转效率在同业中处较高水平，21年为28.6天/次，即影响周期在约1个月。从公司毛利率季度环比变动情况看，基本和季度金价环比涨跌幅同向变动，说明金价波动在一个季度内即传导至毛利端。

图表 33：主要黄金珠宝公司存货周转天数（天/次）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：公司季度毛利率环比变动与金价环比涨跌幅

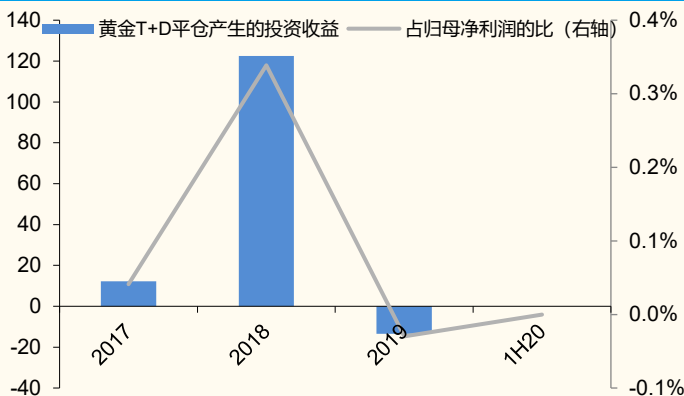


来源：上海金交所，公司公告，国金证券研究所

■ 黄金套保：T+D 多头对冲金价波动，产生投资收益/损失

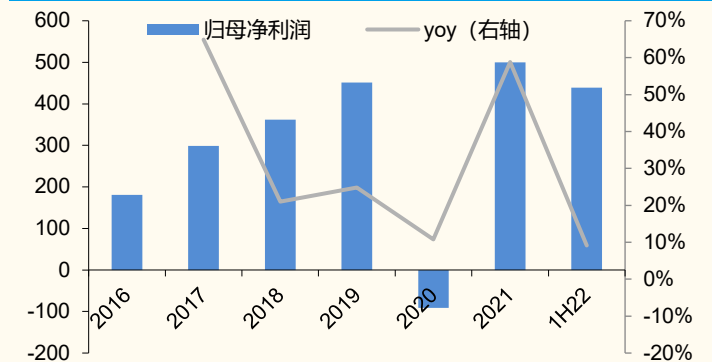
平仓的黄金 T+D 在当期产生投资收益/损失，公司黄金套保比例 1H20 为 17%、总体稳定在较低水平。根据招股说明书，2017-2019 年黄金 T+D 平仓产生的投资收益分别为 12.3/122.48/-13.43 万元，占归母净利的比不超过 0.5%、影响较小。

图表 35：中国黄金 T+D 产生的投资收益及占归母净利润的比（万元，%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 36：公司归母净利润及同比（百万元，%）

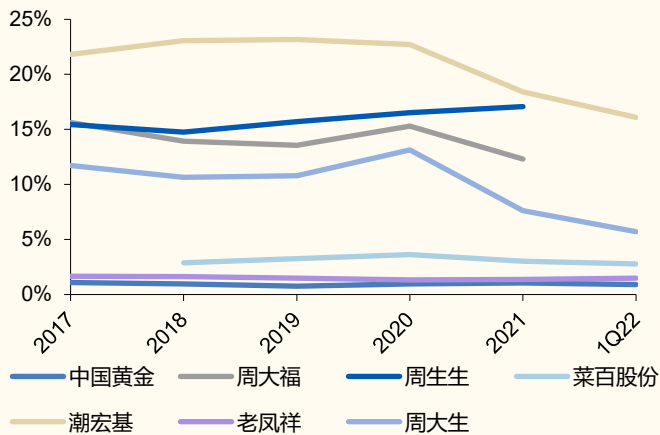


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 投资金条占比高，对比同业毛利率、费用率均较低

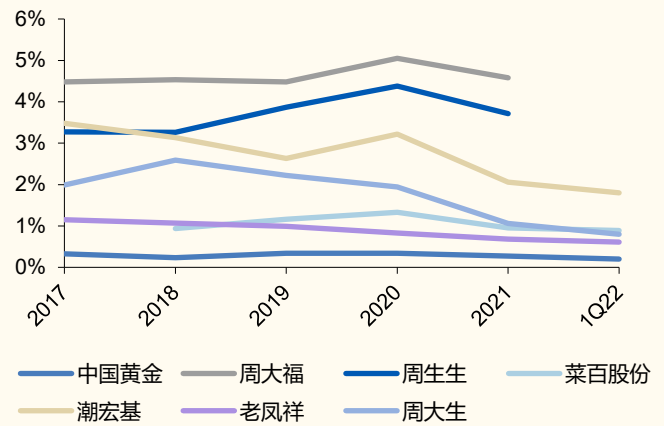
对比同业，公司毛利率、费用率、净利率均处较低水平，主要因为产品结构中金条占比较高，主要赚取加工费，销售规模大、毛利率较低、费用支出较少。

图表 37: 可比公司销售费用率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

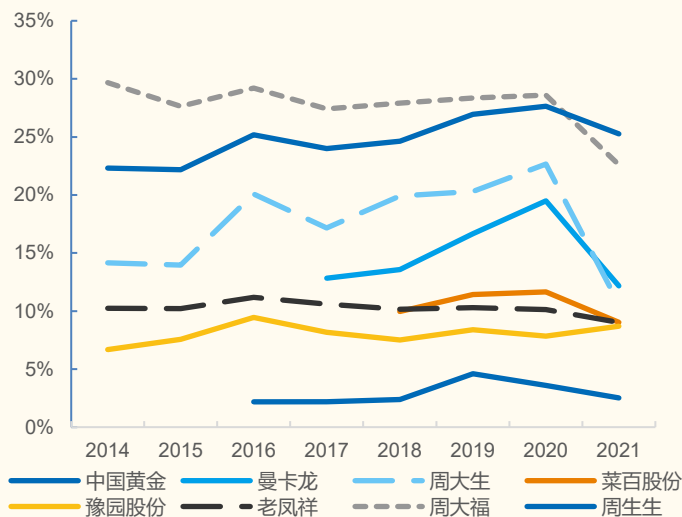
图表 38: 可比公司管理费用率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

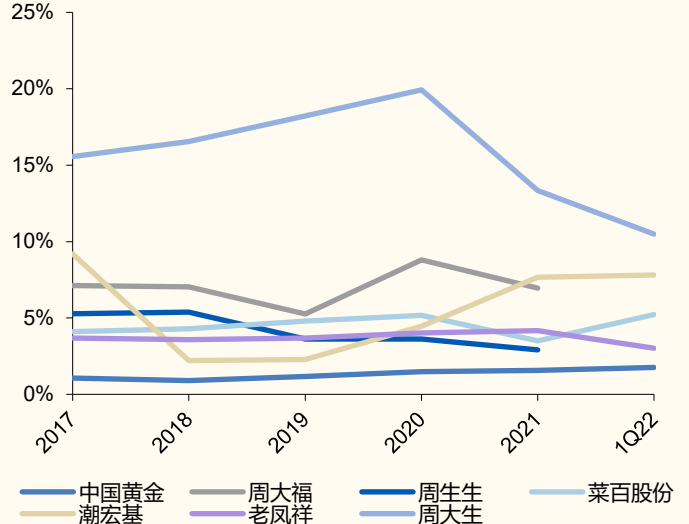
2021 年/1Q22 公司净利率 1.6%/1.8%，对比同业处低位。

图表 39: 可比公司毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 豫园股份为珠宝业务毛利率)

图表 40: 可比公司净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

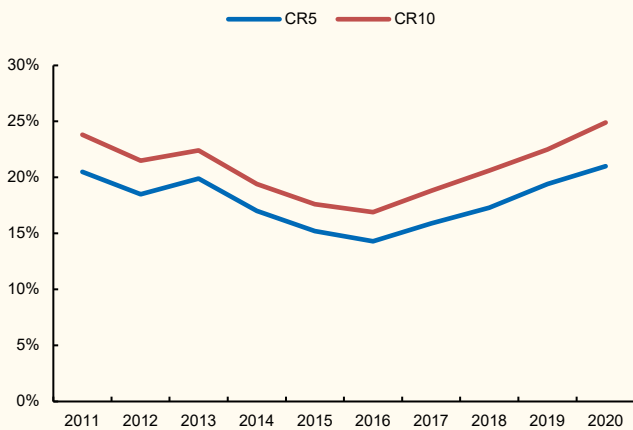
3、渠道端: 门店数、净开店、单店收入多维度领先, 省代为第二大股东绑定优势资源

3.1 行业壁垒在渠道拓展能力, 头部品牌依托加盟商资源加速拓店提升份额

根据欧睿, 我国黄金珠宝行业近 4 年来集中度提升, CR5/CR10 由 2016 年的 14.3%/16.9% 提升至 2020 年的 21%/24.9%。

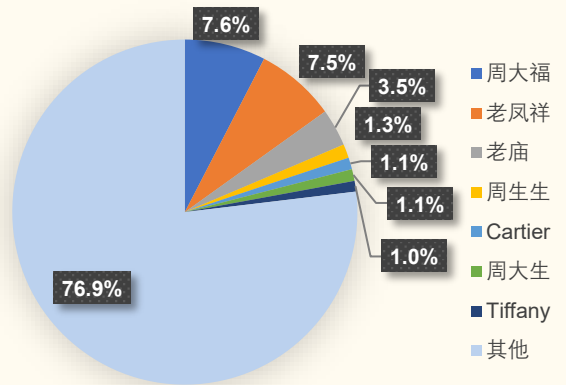
黄金珠宝市场国产品牌市占率高, 龙头品牌地位稳固。目前市占率排名前 10 的品牌中国产品牌占 7 个, 周大福、老凤祥、老庙、周生生和周大生占据前五, 均为黄金业务占比较高的传统本土珠宝商。其中, 周大福和老凤祥 20 年市占率分别 7.6%/7.5%, 高出第三名老庙 4PCT、优势明显。

图表 41: 我国黄金珠宝市场集中度



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 42: 2020 年中国黄金珠宝市场品牌销售额市占率



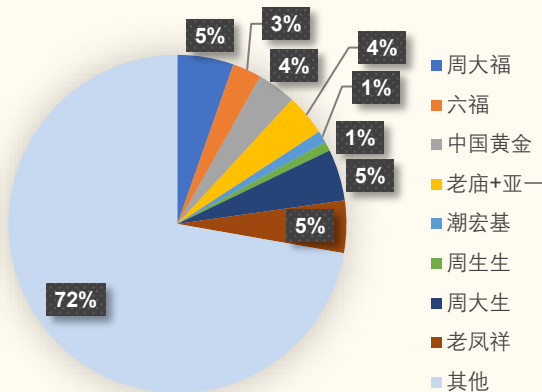
来源: 欧睿, 国金证券研究所

集中度提升主要来自头部品牌加速拓店。根据中国珠宝玉石协会, 2020 年我国黄金珠宝终端零售店铺数量约 8.1 万家, 其中销售额市占率较高的品牌终端门店数量同样较高, 当前市场主要竞争壁垒在渠道拓展能力。

目前我国门店数量超过 2000 家的品牌有 8 个, 且仍在以高于行业整体水平的速度持续扩张。截至 2020 年末, 周大福门店数量 4591 家, 占比 5.7% 位列第一, 其次为老凤祥/周大生/老庙/中国黄金, 门店数占比分别为 5.3%/5.2%/4.2%/3.9%。

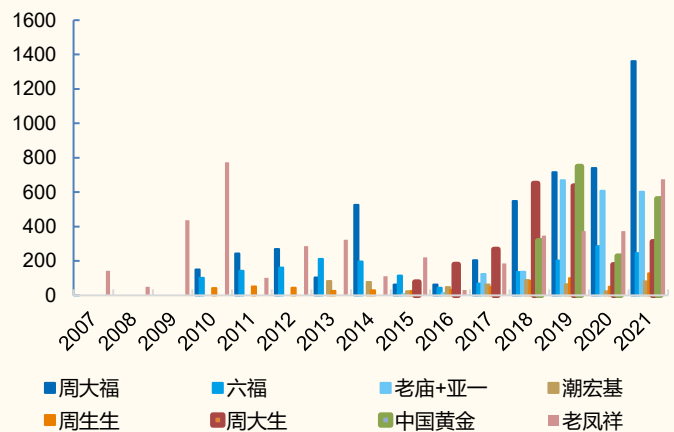
头部品牌门店数量具备显著优势, 同时拓店速度处行业领先水平。截至 2021 年末, 周大福/老凤祥/老庙/中国黄金/周大生年净开店数量显著多于其他品牌, 分别净增 1361/675/602/561/313 家。

图表 43: 2020 年我国黄金珠宝品牌门店数量占比



来源: 中国珠宝玉石协会, 各公司公告, 国金证券研究所

图表 44: 主要黄金珠宝品牌年净开店数量 (家)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3.2 省代入股绑定优质资源, 加盟渠道具备领先优势

从销售模式上, 本土品牌以加盟为主, 当前渠道壁垒主要体现在加盟商管理能力。本土头部品牌周大福、老凤祥、中国黄金、周大生、老庙+亚一等均以加盟店为主, 依托加盟商将业务布局至全国; 以莱百股份、曼卡龙、萃华珠宝为代表的区域性品牌以自营模式为主, 因而门店数量及营收规模低于全国性龙头, 在特定区域较有优势。海外高奢品牌以直营为主, 门店数量较少且集中在一二线城市。

2017 年公司混改引入 30 家省级服务中心形成了产业投资平台“彩凤金鑫”, 持股 8.45%, 深度绑定优质渠道资源, 省代入股发挥协同作用。

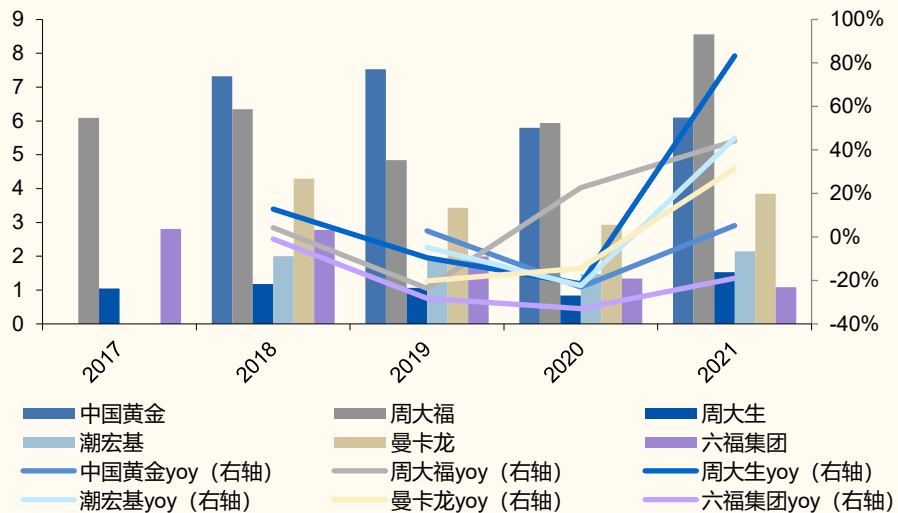
图表 45: 2021 年不同品牌价格定位、销售模式和大陆内地店铺统计

品牌定位	价格区间 (元)	公司名称	直营销售占比	2021 主要业务营收规模 (亿元)	直营门店 (个)	加盟门店 (个)	品牌规模
大众珠宝	2000-15000	周大福	55%	841	共 5757 家		全国性
		老凤祥	7%	587	186	4759	全国性
		中国黄金	60%	506	91	3630	
		周生生	100%	180	872	0	全国性
		周大生	14%	92	238	4264	全国性
		豫园股份 (老庙+亚一)	9%	511	233	3736	全国性
		菜百股份	100%	104	62	0	区域性 (华北)
		萃华珠宝	7%	35	24	492	区域性 (东北+华北)
		潮宏基	67%	46	365	711	区域性 (华东)
		曼卡龙	50%	12.5	102	104	区域性 (浙江)
		爱迪尔	19%	8.4	20	720	区域性 (华东+华南+西南)
高端珠宝	20000+	梵克雅宝	100%	-	24	0	国际性
		卡地亚	-	-	-	-	国际性
		蒂芙尼	100%	-	7	0	国际性
		海瑞温斯顿	100%	-	6	0	国际性

来源: 欧睿, 公司公告, 国金证券研究所 (注: 历峰集团报表未拆分梵克雅宝及卡地亚的经营数据, 蒂芙尼 2020Q3 已退市被 LVMH 收购, LVMH 未公告其经营数据)

公司加盟单店收入领先, 2021 年为 610 万元, 同比增长 5%, 2020-2021 年规模仅次于周大福, 显著高于其他可比公司。

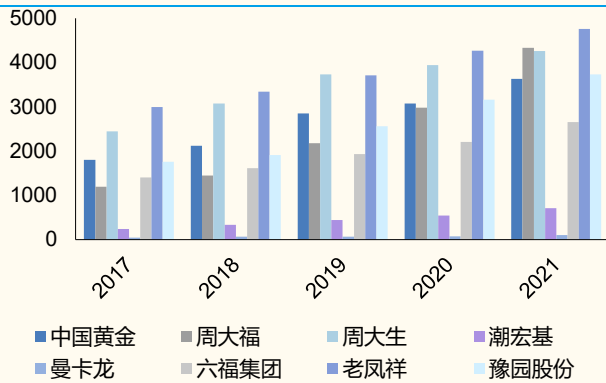
图表 46: 可比公司加盟单店收入及同比 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

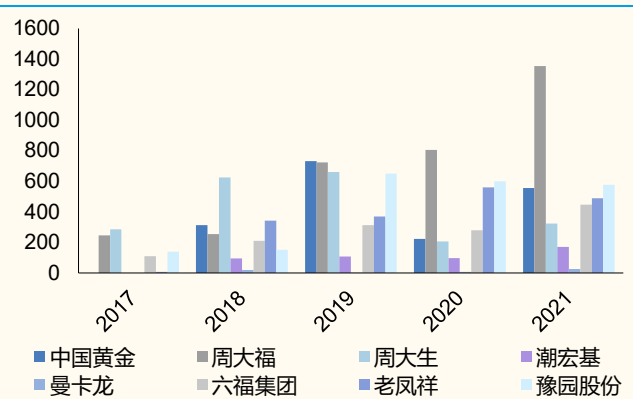
公司加盟开店速度处行业上游, 2021 年净增 555 家, 增幅仅次于周大福与老庙; 截至 2021 年末加盟店达 3630 家。

图表 47: 可比公司加盟店数 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

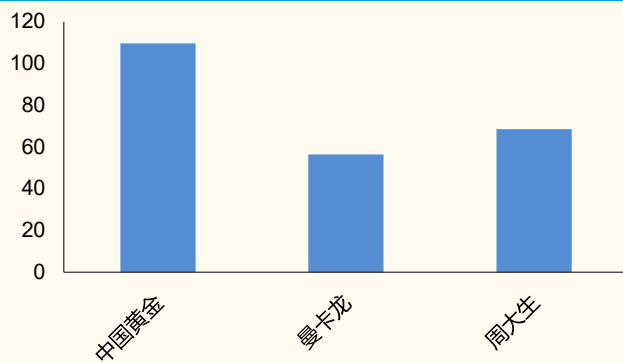
图表 48: 可比公司加盟店净开店数 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司直营店铺面积较大, 有利于发挥品牌形象建设和客户积累作用。公司的直营体系除了扮演维系并推进央地合作的重要角色外, 主要承担品牌形象建设、风格展示、积累客户和宣传推广的重要作用, 门店面积与同行相比较大, 2021 年末平均直营店铺面积为 138.7 平方米, 当年新开直营店平均面积为 109.6 平方米, 大于曼卡龙、周大生的新开直营店铺; 公司直营门店主要开设在一线城市的高端商圈和购物中心, 在客流量、消费水平有保证的情况下可充分发挥大面积门店的优势。

图表 49: 可比公司 2021 年新增直营店平均店铺面积 (平方米)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 50: 中国黄金直营店



来源: 品牌官网, 国金证券研究所

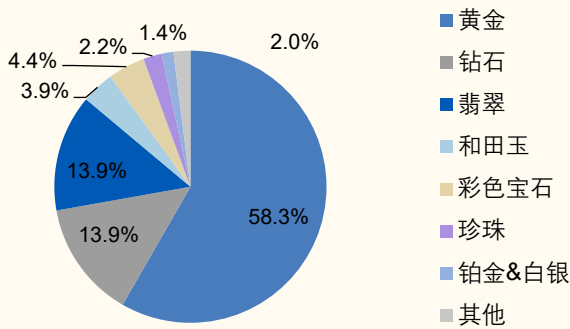
4、品类端: 黄金产品升级、回购业务打通产业链, 培育钻石望打开未来空间

4.1 黄金: 黄金为我国珠宝市场主体、具备做大空间

从品类构成来看, 我国黄金珠宝市场以黄金为主体, 2021 年黄金占比 58%, 具备做大空间。

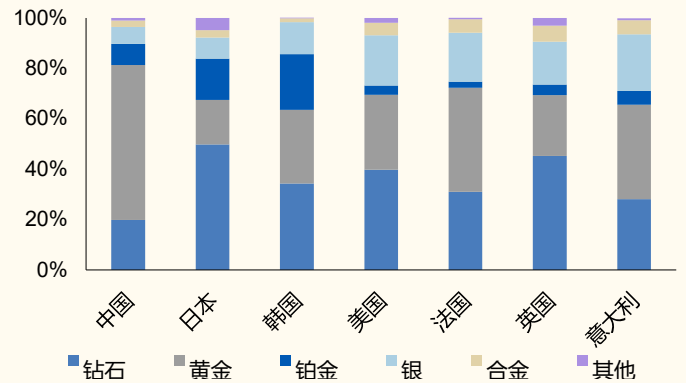
中国饰品市场黄金渗透率高。根据世界黄金协会 19 年数据, 中国消费者金饰产品拥有率 62%, 高于印度 (60%)、北美 (49%) 等其他全球主要市场, 已有金饰消费者中仍有 56% 考虑继续购买黄金 (印度 49%、北美 40%)。

图表 51: 2021 年中国珠宝行业品类构成



来源: 中国珠宝玉石首饰协会, 国金证券研究所

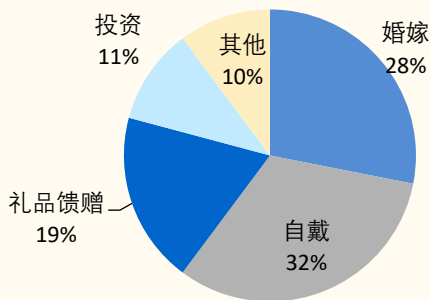
图表 52: 2019 年主要国家消费珠宝材质



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

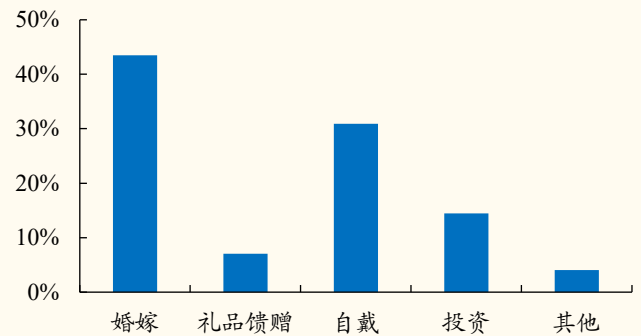
从消费者购买黄金珠宝动机来看, 自戴和婚嫁发挥了重要驱动。世界黄金协会调研显示 2020 年自戴需求占比 32%、成为占比最高的需求动机, 婚嫁仅跟其后、占比 28%。2020-2021 年疫情对婚嫁造成了一定影响, 使得婚嫁作为重要的黄金珠宝刚需场景并未起到太大的支撑作用, 但预计未来一年会成为黄金珠宝零售终端销售增长的主要支撑点、增长空间较大, 在市场增长驱动力中占比将达 43.49%, 同时自戴需求占比 30.9%、位列未来驱动力第二。

图表 53: 黄金珠宝消费者购买需求动机分布



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所 (调研时间: 2020 年 6 月)

图表 54: 未来一年黄金珠宝购买需求增长预测



来源: 《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》, 国金证券研究所

黄金品类 2016 年行业陆续开始品类升级, 出现 18K 金、22K 金、3D/5D、5G 黄金的新工艺品类。2017 年周大福率先在古法金品类进行重点布局, 19 年古法金逐渐获得行业热度, 其他头部品牌紧随其后推出古法金系列产品, 黄金品类进一步丰富并升级。

图表 55: 不同类型黄金饰品对比

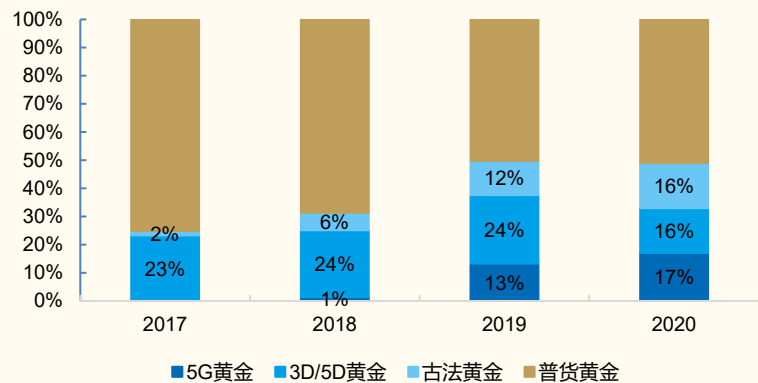
	应用时间	产品特点	生产过程	工艺差别	适用产品	主要产品优势
普货黄金	较早	硬度不高、产品易变形; 产品款式单一, 加工费低	生产过程包括预处理、浸取、回收、精炼	机械加工	日常佩戴首饰	单克价格相对较低
3D/5D 黄金	2014	使用电铸工艺, 硬度高, 不易变形, 高耐磨性; 极具立体感	由“电铸”模式生产而成, 通过对电铸液中的黄金含量、pH 值、工作温度、有机光剂含量和搅动速度等进行改良, 从而提升黄金的硬度及耐磨性。	机械加工	做工精度需求高的饰品如戒指、项链、手环等	纯度高、重量轻、硬度高耐磨性好、轻薄有型
5G 黄金	2017	耐磨性高、纯度高、韧性强、硬度高、重量轻、质感足、色泽	在融金过程中添加一定量的稀有元素(硬金粉), 经高温熔炉使黄金分子结构更加紧密	机械加工	K 金首饰(戒指、项链、手环等)的多种款	在同等结构的黄金款式下重量更轻, 不容

		量、款式时尚感强			式，将黄金首饰推出更多造型，满足不同的需求	易刮花、变形，便于保养
古法黄金	2018	具有单件高克重、高文化附加值、高客单价的“三高”属性；通常加工费较高	生产过程包括花丝、篆刻、搂胎、锤揲、镶嵌、修金等	以传统古法手工制金工艺为主，辅以机械加工	日常佩戴的首饰，以及用来摆设或收藏的大件黄金工艺品	哑光质感，细节处理精致，融合传统元素、古色古香，硬度高、耐磨性强

来源：中国珠宝玉石协会、前瞻产业研究院、中国黄金网、国金证券研究所

2019年古法金占黄金饰品销售额的12%（同比提升6PCT），2020年进一步提升4PCT至16%，5G、3D/5D也较17、18年实现占比提升，新工艺黄金品类产品逐渐受到消费者欢迎。

图表 56：不同类型黄金饰品销售额占比





来源：中国珠宝玉石首饰协会，国金证券研究所

古法金按克计价，加工费较传统黄金产品更贵，一般在50-90元/克，高于传统黄金加工费20+元/克；古法金产品克重范围大于传统黄金产品，除应用于3-5克的小型饰品之外，也适用于30-70克的大型饰品/摆件。

图表 57：重点品牌古法黄金产品对比

公司	古法金产品系列	产品图	计价方式	加工费范围	古法金主流克重范围	对比：品牌传统黄金主流克重范围和加工费	古法金应用品类
周大福	传承系列		按克计价，加工费按件计价（同一款产品加工费相同）	基础手镯产品约55-80元/克；工艺复杂的吊坠约100-130元/克	6-20克均有	1-5克；加工费约20-30元/克	手镯、吊坠、手链等
六福	福满传家系列		按克计价，加工费按克计价（同一款产品不同重量，加工费不同）	约80-90元/克	5-55克均有	3-25克均有；加工费约40-50元/克	首饰、吊坠、戒指以及大件婚礼项链
老庙	古韵金系列		按克计价，加工费按克计价（同一款产品不同重量，加工费不同）	约50-80元/克	3-60克均有	1-5克；一口价，不计算加工费	手镯、吊坠、手链、戒指等
潮宏基	古法系列		按克计价，加工费按件计价（同一款产品加工费相同）	约40-100元/克	5-20克均有	3-10克；加工费约40-50元/克	手镯、吊坠、手链等

周生生	古祖系列		按克计价，加工费按件计价（同一款产品加工费相同）	约 40-70 元/克	5-70 克均有	1-5 克；加工费约 30-50 元/克	手镯、吊坠、手链等
周大生	启福系列、非凡古法金系列		按克计价，加工费按件计价（同一款产品加工费相同）	约 40-90 元/克	3-60 克均有	1-5 克；加工费约 30-40 元/克	手镯、吊坠、手链等

来源：天猫，国金证券研究所

4.2 唯一拥有金交所牌照的黄金龙头，布局回购业务打通全产业链

公司为唯一拥有上海黄金交易所交易牌照的黄金珠宝龙头，设立中金精炼（深圳）科技集团，获得上海金交所标准金锭交易资格，并于 2021 年 4 月正式投产，形成黄金回收+标准金锭交易的产业链闭环，进一步提升其在黄金全产业链的影响力和品牌力。

公司黄金回购业务可以回收自有品牌、其他品牌的黄金投资产品/首饰产品，统一按照黄金实时价格减 2 元/克，其他品牌为减 8-10 元/克，且通常限制回收自有品牌产品，其他品牌不回收/折价回收，银行渠道回收标准则更严格。公司黄金回购价格具备市场竞争力。

2004 年以来，个人黄金交易放开，投资类金条产品需求增长，规模可观。根据全球黄金协会，截至 2021 年末中国黄金储量 1948 吨，占全球的 5.5%。公司当期黄金回购业务尚未完全对民间开放，待报价、运输、验金、合规风控等全链路完善，规模体量增长可期。

4.3 一体化布局培育钻石产业链打开想象空间

1H22 半年报中公司正式宣布拓展培育钻业务，作为公司未来 3-5 年发展的重要战略，计划在制造、生产、零售端全产业链介入，同时组建人造钻石国际贸易平台，早先已参与培育钻石行业标准制定。

公司产品结构中以黄金首饰和金条为主，天然钻石占比很低，具备推广培育钻零售端的天然优势。

布局规划上，制造端拟采用兼并收购的方式延续轻资产运作，收购现有的 HTHP 工厂/设备/技术人员并入上市公司体内，公司派管理团队进行管理；渠道方面拟先行布局电商/直播渠道，再逐步布局一二线城市为主的线下门店。2021 年 11 月 30 日，公司在长沙中国黄金街注册成立全资子公司中金珠宝电子商务（长沙）有限公司，独立培育电商主播。

产品方面，公司加强设计，采用自有设计团队+外部合作设计师/供应商的方式强化产品体系拓展，已陆续与故宫、苏州锦绣/绸缎进行跨界合作，丰富产品体系。品类结构上，培育钻石产品线预计以 50 分以上的配饰为主，婚嫁市场方面计划打造差异化定制产品，深度挖掘情侣/夫妻间的爱情故事、有纪念意义的元素等，注重营销故事的打造。

培育钻石产业链环节主要分为毛坯生产、切磨加工、批发及品牌零售。毛坯生产端参考力量钻石公告，1Q22 平均单克拉成本 106 元，销售均价约 700 元/克拉，毛利率 84%；印度切磨环节成本约 400 元/颗，IGI 证书+报关等费用约 1000 元/颗，培育钻石裸石交易平台 LGDeal 显示 8.16 最新报价 1 克拉大小 FG 色平均销售价格约 5000 元，加工 1 克拉裸钻约需要 3 克拉毛坯，则从毛坯到裸钻的加工批发环节毛利率在 30%左右；品牌端，参考小白光 1 克拉大小 FG 色培育钻报价 1.9 万元+，估算毛利率 70%+。公司拟通过兼并收购上游制造&依托品牌、渠道优势拓展零售，打造一体化布局，缩减中间批发商环节，提升利润率。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 2022-2024 年公司收入 540/699/891 亿元，同增 6%/30%/27%，归母净利 9.2/12.9/18.5 亿元，同增 16%/40%/43%。净利率 1.7%/1.8%/2.1%。

将渠道拆分为线上直营、线下直营、线下加盟。1) 线上：公司线上渠道主要布局天猫、京东旗舰店，抖音及微信商城，主要销售品类为投资金条，根据我们跟踪的魔镜、飞瓜数据，公司线上规模优势明显，抖音稳居第一、淘系亦实现较快增长，同时京东为其股东，具备协同优势，考虑培育钻石业务率先发力电商及直播渠道，预计 22-24 年电商保持较快增速，同比+50%/50%/50%，毛利率随培育钻石销售占比提升有所提升，分别为 2.9%/3.9%/5%；2) 线下直营：2020/2021 年直营门店净增个位数，1H22 疫情下直营门店净增 8 家，Q3 拟新开 9 家，直营开店加速，预计 22-24 年净开店 28/35/35 家，公司直营门店作为品牌标杆店，收入规模同业领先、品类布局更完善，22 年由于直营店主要布局一二线城市、上半年受疫情影响较大，预计单店收入-16%，23-24 年随品类扩充、古法金等产品升级，单店收入同增 5%/3%，线下直营收入同增 0%/37%/29%，同时毛利率呈提升趋势，主要系高毛利产品占比逐步提升，为 3.08%/3.4%/4%；3) 线下加盟：公司主要依托加盟拓店布局全国市场，预计 23-24 年维持较快开店速度，2022 年受疫情影响略有放缓，分别净开店 440/580/600 家，22 年受疫情影响，单店收入-10%，23-24 年维持平稳，预计加盟渠道收入同比+3%/14%/15%，毛利率 4.8%/4.8%/4.9%。

公司三项费用率平稳、处低位，预计 22-24 年随拓展培育钻石、电商业务销售费率增长，管理及研发费率维持历史水平。

图表 58：公司盈利预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收（百万元）	38,274	33,788	50,758	53,970	69,929	89,129
yoy	-6%	-12%	50%	6%	30%	27%
毛利率	5.13%	4.35%	3.09%	3.93%	4.14%	4.61%
销售费用率	0.97%	1.05%	0.91%	1.20%	1.22%	1.25%
管理费用率	0.34%	0.34%	0.27%	0.35%	0.36%	0.37%
研发费用率	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
归母净利（百万）	451	500	794	920	1,292	1,853
yoy	25%	11%	59%	16%	40%	43%
净利率	1.2%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%
线上						
电商营收	2,852.20	2,418.33	4,833.36	7,250.04	10,875.06	16,312.59
YoY	5%	-15%	100%	50%	50%	50%
占比	7%	7%	10%	13%	16%	18%
毛利率	2.27%	2.91%	2.59%	2.90%	3.50%	4.30%
线下						
直营	16,612.36	14,119.66	25,366.28	25,423.93	34,703.67	44,910.10
YoY	-30%	-15%	80%	0%	37%	29%
占比	43%	42%	50%	47%	50%	50%
毛利率	4.51%	3.50%	1.52%	3.08%	3.40%	4.00%
门店总数	79	85	91	119	154	189
净开店	16	6	6	28	35	35
单店收入	233.98	172.19	288.25	242.13	254.24	261.87
YoY	-39.5%	-26.4%	67.4%	-16%	5%	3%
单店毛利	10.55	6.02	4.38	7.46	8.64	10.47
加盟	18,714.60	17,167.45	20,436.98	21,151.16	24,190.61	27,738.75
YoY	30%	-8%	19%	3%	14%	15%
占比	49%	51%	40%	39%	37%	35%
毛利率	5.76%	4.90%	4.68%	4.77%	4.81%	4.91%
门店总数	2,852	3,075	3,630	4,070	4,650	5,250

净开店	733	223	555	440	580	600
单店收入	7.53	5.79	6.10	5.49	5.55	5.60
YoY	3%	-23%	5%	-10%	1%	1%
单店毛利	0.43	0.28	0.29	0.26	0.27	0.28
品牌使用费+管理服务费	104.68	114.50	137.29	170.28	192.83	221.12
yoy	6%	9%	20%	24%	13%	15%
单店服务费	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
yoy	-16%	-8%	6%	8%	0%	1%
服务费毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
批发收入	18,609.92	17,052.95	20,299.69	20,980.89	23,997.78	27,517.63
单店批发收入	7.49	5.75	6.06	5.45	5.50	5.56
yoy	3%	-23%	5%	-10%	1%	1%
批发毛利率	5.23%	4.26%	4.04%	4.00%	4.05%	4.15%
单店批发毛利	0.39	0.25	0.24	0.22	0.22	0.23

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 可比估值

公司为黄金珠宝产业链龙头，布局自主生产、品牌零售、黄金回购等全产业链条，拥有上海金交所交易牌照、取得上海金交所标准金锭交易资格，其他珠宝品牌龙头仅聚焦品牌零售。

港股可比公司周大福、周生生 22-24 年平均 PE 为 14/12/9 倍，A 股可比公司选取周大生、潮宏基、曼卡龙、老凤祥、菜百股份，22-24 年平均 PE 为 18/15/12 倍，中位数 12/10/9 倍。公司作为央企背景全产业链龙头具备资产稀缺性，拓品类、拓渠道业绩弹性高于同业，享受估值溢价，给予 22 年 32 倍 PE，对应目标价 17.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 59：可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)					PE					CAGR3	市值
	2022.08.18	20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E		亿元
周大福	13.57	0.52	0.58	0.63	0.75	0.96	26	23	22	18	14	18%	1357
周生生	7.58	0.69	0.82	1.24	1.50	1.80	11	9	6	5	4	30%	51
港股平均							19	16	14	12	9		
周大生	13.38	1.39	1.12	1.24	1.52	1.70	10	12	11	9	8	15%	147
潮宏基	5.38	0.15	0.39	0.44	0.53	0.62	36	14	12	10	9	17%	48
曼卡龙	17.22	0.42	0.34	0.41	0.50	0.61	41	51	42	34	28	22%	35
老凤祥	36.82	3.03	3.59	3.56	4.02	4.43	12	10	10	9	8	7%	193
菜百股份	10.62	0.52	0.47	0.62	0.75	0.86	20	23	17	14	12	22%	83
A 股平均							23	21	18	15	12		
A 股中位数							20	14	12	10	9		
公司	16.36	0.33	0.47	0.55	0.77	1.10	50	35	30	21	15	53%	275

来源：公司公告，国金证券研究所（注：1、周大生、潮宏基为国金证券预测值，周大福、周生生、曼卡龙、老凤祥、菜百股份为 Wind 一致预期；2、股价更新至 2022 年 8 月 18 日。）

6、风险提示

金价剧烈波动：公司产品低毛利、毛利率、销量与金价关联性较强，金价波动对公司利润产生波动。

品类/渠道拓展不及预期：行业主要竞争壁垒在渠道拓展能力，各头部品牌加速拓店提升份额，开店速度不及预期拖累公司业绩。公司入局培育钻石产业链，培育钻石终端需求有不及预期风险。

疫情反复、经济下行，消费承压：黄金珠宝销售渠道线下占比 90%+，疫情反复影响线下门店运营，同时作为可选消费品受经济景气度影响较大。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	38,274	33,788	50,758	53,970	69,929	89,129	货币资金	2,990	3,420	4,626	4,240	4,116	4,359
增长率	-11.7%	-11.7%	50.2%	6.3%	29.6%	27.5%	应收款项	1,160	903	1,141	1,493	1,916	2,442
主营业务成本	-36,312	-32,316	-49,192	-51,851	-67,076	-85,134	存货	3,398	3,687	4,120	4,594	5,943	7,543
%销售收入	94.9%	95.6%	96.9%	96.1%	95.9%	95.5%	其他流动资产	601	747	578	859	985	1,116
毛利	1,962	1,471	1,566	2,119	2,853	3,995	流动资产	8,149	8,756	10,465	11,186	12,961	15,460
%销售收入	5.1%	4.4%	3.1%	3.9%	4.1%	4.5%	%总资产	96.7%	97.0%	95.0%	94.9%	95.5%	96.1%
营业税金及附加	-45	-51	-77	-81	-105	-134	长期投资	17	17	56	56	56	56
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	86	93	107	121	132	141
销售费用	-370	-354	-461	-648	-853	-1,114	%总资产	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.3%	无形资产	77	75	71	82	91	98
管理费用	-129	-115	-138	-189	-252	-330	非流动资产	282	271	555	599	617	632
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	%总资产	3.3%	3.0%	5.0%	5.1%	4.5%	3.9%
研发费用	-9	-5	-15	-16	-21	-27	资产总计	8,431	9,027	11,020	11,785	13,578	16,092
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	0	32	200	1,018	2,074
息税前利润 (EBIT)	1,410	946	875	1,185	1,622	2,391	应付款项	362	379	473	501	648	823
%销售收入	3.7%	2.8%	1.7%	2.2%	2.3%	2.7%	其他流动负债	3,322	3,369	3,651	3,701	3,790	3,909
财务费用	-93	-92	-62	68	31	-29	流动负债	3,683	3,748	4,157	4,402	5,456	6,806
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-58	-51	-12	-94	-28	-33	其他长期负债	0	1	225	241	238	234
公允价值变动收益	-177	110	50	0	0	0	负债	3,683	3,749	4,382	4,643	5,694	7,040
投资收益	-491	-355	104	0	0	0	普通股股东权益	4,699	5,199	6,556	7,056	7,794	8,957
%税前利润	n.a	n.a	10.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,500	1,500	1,680	1,680	1,680	1,680
营业利润	590	558	954	1,160	1,626	2,330	未分配利润	1,422	1,882	2,290	2,790	3,528	4,692
营业利润率	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.6%	少数股东权益	48	79	82	86	90	94
营业外收支	17	71	47	0	0	0	负债股东权益合计	8,431	9,027	11,020	11,785	13,578	16,092
税前利润	607	629	1,001	1,160	1,626	2,330	比率分析						
利润率	1.6%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%	2.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-157	-127	-203	-235	-330	-473	每股指标						
所得税率	25.9%	20.2%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%	每股收益	0.301	0.333	0.473	0.548	0.769	1.103
净利润	450	502	798	924	1,296	1,857	每股净资产	3.133	3.466	3.902	4.200	4.639	5.332
少数股东损益	-1	2	3	4	4	4	每股经营现金净流	0.337	0.370	0.485	-0.034	-0.165	0.027
归属于母公司的净利润	451	500	794	920	1,292	1,853	每股股利	0.000	0.000	0.160	0.250	0.330	0.410
净利率	1.2%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.61%	9.62%	12.12%	13.04%	16.58%	20.68%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.35%	5.54%	7.21%	7.81%	9.51%	11.51%
净利润	450	502	798	924	1,296	1,857	投入资本收益率	22.01%	14.31%	10.45%	12.82%	14.48%	17.07%
少数股东损益	-1	2	3	4	4	4	增长率						
非现金支出	97	91	82	132	69	77	主营业务收入增长率	-6.45%	-11.72%	50.23%	6.33%	29.57%	27.46%
非经营收益	719	372	-31	11	45	106	EBIT 增长率	106.89%	-32.85%	-7.56%	35.49%	36.87%	47.37%
营运资金变动	-760	-410	-34	-1,124	-1,688	-1,996	净利润增长率	24.85%	10.79%	58.84%	15.83%	40.40%	43.40%
经营活动现金净流	505	556	815	-56	-277	45	总资产增长率	13.96%	7.07%	22.08%	6.94%	15.21%	18.52%
资本开支	-47	-22	-32	-50	-50	-50	资产管理能力						
投资	0	0	-40	0	0	0	应收账款周转天数	9.8	9.3	6.8	9.5	9.4	9.4
其他	0	10	0	0	0	0	存货周转天数	30.6	40.0	29.0	33.0	33.0	33.0
投资活动现金净流	-47	-12	-72	-50	-50	-50	应付账款周转天数	1.2	1.4	1.1	1.3	1.3	1.3
股权募资	9	0	831	0	0	0	固定资产周转天数	0.8	1.0	0.8	0.8	0.6	0.5
债权募资	0	0	0	168	818	1,056	偿债能力						
其他	-111	-117	-368	-439	-605	-800	净负债/股东权益	-62.99%	-64.79%	-69.20%	-56.55%	-39.30%	-25.24%
筹资活动现金净流	-102	-117	463	-271	213	256	EBIT 利息保障倍数	15.1	10.3	14.1	-17.4	-52.1	83.4
现金净流量	356	427	1,206	-377	-114	251	资产负债率	43.69%	41.53%	39.76%	39.40%	41.94%	43.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	2	2	8
增持	2	4	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.67	1.67	1.67	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402