

中国黄金（600916）

央企黄金珠宝龙头，培育钻石迎来新契机，静待发布

买入（首次）

2022年11月30日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 谭志千

执业证书：S0600120120018

tanzhq@dwzq.com.cn

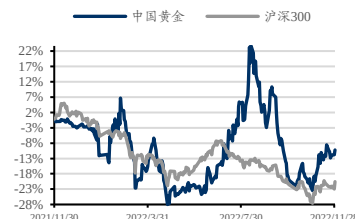
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	50,758	51,284	57,623	66,381
同比	50%	1%	12%	15%
归属母公司净利润（百万元）	794	913	1,110	1,351
同比	59%	15%	22%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.47	0.54	0.66	0.80
P/E（现价&最新股本摊薄）	26.18	22.79	18.74	15.40

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **背靠大央企，黄金业务增长稳健：**中国黄金是我国黄金珠宝头部品牌，背靠大央企中国黄金集团，主要负责黄金产品的零售，公司早年以投资类金条起家，后逐步市场化，黄金饰品类业务占比提升，陆续推出了轻奢品牌“珍如金”和快时尚珠宝品牌“珍尚银”，2021年，公司营业总收入/归母净利润分别实现508亿元/7.9亿元，yoy+50%/+59%。
- **公司终端超过3500家门店，渠道优势明显：**公司主要依靠直营店、大客户、银行、电商、加盟店渠道进行销售，公司通过省代拓展下沉区域门店，2017年以来加快开店节奏，截至2022年9月末，公司拥有3532家线下门店，其中加盟店3427家，直营店105家。
- **培育钻石下游景气度高，国内零售端市场方兴未艾：**培育钻石目前仍处于渗透率快速提升的阶段，下游需求旺盛，印度数据显示2022年1-10月培育钻石出口同比增速50%以上，目前下游需求主要在美国，国内市场方兴未艾，占全球消费市场规模比重较低，仍处于消费者接受度提升的阶段，近期国内下游品牌端频频进入培育钻石赛道，共同把行业做大，国内市场零售端需求同样前景广阔。
- **公司未来准备切入培育钻石赛道，璀璨星钻静待发布：**公司目前镶嵌类产品布局较少，包袱较少，培育钻石或给公司提供一个切入钻石赛道的契机。未来公司积极建设培育钻石研发设计中心、展示交易中心和供应链服务中心，合理布局全渠道推广节奏，在实操层面，零售端公司可能会先通过电商渠道试销，根据实际销售情况再逐步布局线下渠道。同时背靠央企优势，未来或可实现培育钻石上下游产业链的合作，打通产业链布局，贡献新的业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**中国黄金是我国黄金珠宝头部企业，背靠大央企，资源优势明显，未来或切入培育钻石赛道，或实现培育钻石上下游产业链打通，为公司的利润端有望带来增量，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为9.1/11.1/13.5亿元，同比增速15%/22%/22%，最新收盘价对应2022-2024年PE分别为23/19/15倍，首次覆盖，给与“买入”评级。
- **风险提示：**经济景气度下降，培育钻石业务布局不及预期，门店拓展不及预计等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.38
一年最低/最高价	9.80/17.50
市净率(倍)	3.07
流通 A 股市值(百万元)	10,178.22
总市值(百万元)	20,798.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.03
资产负债率(% ,LF)	43.68
总股本(百万股)	1,680.00
流通 A 股(百万股)	822.15

相关研究

内容目录

1. 背靠中央的黄金珠宝零售龙头，未来或将介入培育钻石领域	5
1.1. 发展历程：背靠大央企稳步成长，上市后加快扩张	5
1.2. 中国黄金背靠中央，享受产业链一体化布局优势	6
1.3. 业务收入：疫情之下业绩短期承压，结构优化盈利改善	8
2. 行业部分：黄金消费景气度回升，培育钻石市场空间广阔	10
2.1. 黄金消费属性凸显，珠宝行业迈上新台阶	10
2.2. 培育钻石行业渗透率快速提升，未来市场空间广阔	14
2.2.1. 培育钻石渗透率持续提升，下游保持高景气	14
2.2.2. 下游需求以美国为主，中国市场方兴未艾	15
3. 借助国企背景布局全产业链，品牌力+渠道构筑企业护城河	18
3.1. 上游供应链优势突出，自行生产和委外加工并行	18
3.2. 多渠道发力，门店稳步拓展，电商渠道快速发展	18
3.2.1. 线下渠道：加盟商入股深度绑定，渠道门店稳步扩张	19
3.2.2. 电商渠道：电商体系已经搭建，增长动力足	20
3.3. 首创黄金回购业务，黄金产业链实现闭环	21
3.4. 黄金饰品矩阵完善，国潮 IP 吸引年轻一代消费者	21
4. 国内培育钻石市场方兴未艾，公司有望在培育钻石迎来新的发展契机	22
5. 盈利预测与投资评级	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 投资评级	24
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权架构 (截至 2022 年 11 月)	7
图 3: 2016-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速情况	8
图 4: 2016-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速情况	8
图 5: 2016-2022H1 公司各产品收入占比	9
图 6: 2016-2020H1 公司黄金产品内部收入占比	9
图 7: 2016-2022H1 公司黄金产品收入及增速	9
图 8: 2016-2022H1 公司 K 金珠宝类产品收入及增速	9
图 9: 2016-2022Q1-Q3 公司毛利率和净利率情况	9
图 10: 2016-2021 年公司黄金珠宝产品毛利率情况	9
图 11: 2016-2021 年可比公司销售费用率对比情况	10
图 12: 2016-2021 年可比公司管理费用率对比情况	10
图 13: 2007-2021 年我国黄金珠宝市场规模及增速	10
图 14: 2015-2021 年限额以上黄金珠宝类零售额	10
图 15: 2021 年中国黄金珠宝市场份额占比情况.....	11
图 16: 2007-2021 年我国黄金消费量及增长	11
图 17: 2011-2021 年我国黄金消费结构 (消费量口径)	11
图 18: 2010-2018 年不同城市宽裕小康和大众富裕家庭比例	12
图 19: 2021 年年轻人对不同品类国产品牌购买偏好度.....	12
图 20: 2021 年黄金产品库存中各金饰比重 (价值口径)	12
图 21: 2018 年 6 月-2022 年 10 月印度培育钻石进出口额渗透率情况	14
图 22: 2018 年 6 月-2022 年 10 月印度培育钻石毛坯进口额及增速	15
图 23: 2018 年 6 月-2022 年 10 月印度培育钻石裸钻出口额及增速	15
图 24: 2013-2021 年我国钻石饰品需求及增速	15
图 25: 2018 年中、美、日三国人均钻石珠宝需求.....	15
图 26: 央视报道培育钻石认可度快速提升.....	16
图 27: 2017-2021 年黄金产品自产和委外加工数量占比	18
图 28: 2017-2020H1 金条自行生产和委外加工单位成本	18
图 29: 公司主要销售渠道一览.....	18
图 30: 2017-2021 年公司经销模式和直销模式收入占比	19
图 31: 2017-2020H1 公司细分渠道收入占比	19
图 32: 2017-2020H1 公司细分渠道毛利率	19
图 33: 2017-2021 年加盟店渠道收入及增速	20
图 34: 2018-2022Q1-Q3 公司加盟店数量	20
图 35: 2017-2021 年电商渠道收入及增速	20
图 36: 公司与长沙芙蓉区政府联合打造中国黄金街.....	20
图 37: 公司已在多个电商平台入驻布局.....	20
图 38: 公司旧金回购业务流程一览.....	21
图 39: 中国黄金承福金产品展示.....	22
图 40: 中国黄金玲珑金产品展示.....	22
图 41: 中国黄金积极打造品牌 IP	22
图 42: 中国黄金培育钻石项链产品展示.....	23

图 43: 中国黄金培育钻石裸钻产品展示.....23

表 1: 中国黄金主要产品一览.....6

表 2: 中国黄金董事会及管理层（截至 2022 年 11 月）.....7

表 3: 黄金品类呈现多样化，工艺持续改善.....13

表 4: 主要品牌核心指标对比.....13

表 5: 近期国内下游品牌端密集布局培育钻石赛道.....16

表 6: 全球培育钻石终端市场规模测算.....17

表 7: 公司 2022-2024 年收入预测.....23

表 8: 可比公司估值表.....24

1. 背靠中央的黄金珠宝零售龙头，未来或将介入培育钻石领域

背靠中央的黄金珠宝零售龙头，未来或将介入培育钻石领域。作为中国黄金集团黄金珠宝零售板块的唯一平台，公司主要从事产品的研发、设计、生产、销售及品牌运营。公司以黄金为主要产品，历经十余年发展，在品牌力、产品力、渠道网络等领域打下了坚实基础，2022 年半年报中，公司公布未来或将介入培育钻石领域。2021 年，公司营业总收入/归母净利润分别实现 508 亿元/7.9 亿元，yoy+50%/+59%。截至 2022 年 9 月末，公司已开设门店达 3532 家。其中加盟店 3427 家，直营店 105 家。

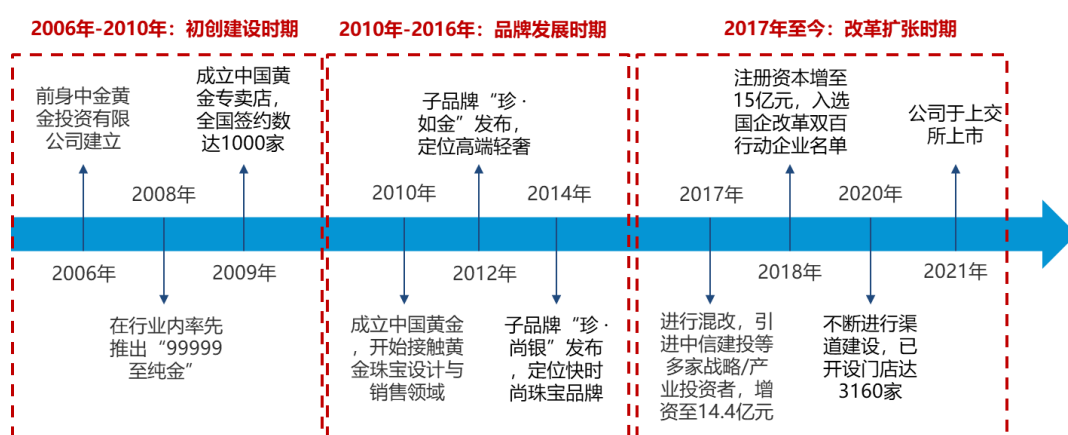
1.1. 发展历程：背靠大央企稳步成长，上市后加快扩张

初建设时期（2006 年-2009 年）：推出中国黄金投资金条，为公司发展奠定基础。公司前身为中金黄金投资有限公司，其主产品“中国黄金投资金条”为公司之后的业务发展奠定了基础。2009 年，公司成立中国黄金专卖店，全国门店数达 1000 家。

品牌发展时期（2010 年-2016 年）：专注于品牌建设，加速多品牌战略布局。2010 年上市主体中金珠宝有限公司成立，开始进入黄金珠宝设计与销售领域。2012 年发布高端轻奢品牌“珍·如金”及 2014 年推出快时尚珠宝品牌“珍·尚银”，产品线覆盖各年龄段及不同群体市场的消费需求。

改革扩张时期（2017 年至今）：引入战略投资者，营销渠道规模扩张。2017 年，公司开展混合所有制改革，引入多元化外部投资者，希望与各方协同互补，引领业务创新升级。同时，公司开始推进中国黄金营销渠道规模扩张，通过在一、二线城市打造品牌形象店，提升品牌的影响力，在三、四线及以下城市开店，提高市场渗透率。截至 2022 年 9 月末，公司已开设门店达 3532 家。

图1：公司发展历程

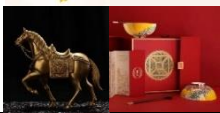


数据来源：公司官网，公司公告，网易财经，东吴证券研究所

公司以黄金为主要产品，投资金条占比较高。公司母品牌“中国黄金”以投资金条

和黄金首饰为主，包含承福金、玲珑金、花木兰、爱的抱抱等多个系列，涵盖投资理财、婚嫁寿诞、高级珠宝等诸多需求场景。两个子品牌“珍·如金”和“珍·尚银”以 K 金饰品、定制类产品和时尚黄金珠宝为主。

表1：中国黄金主要产品一览

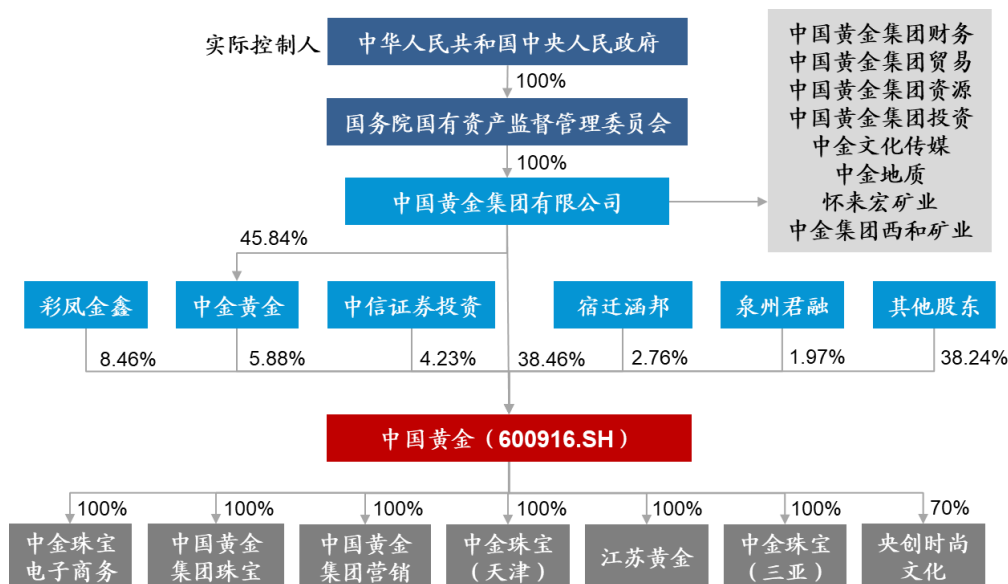
品牌	适用场景	产品系列	品牌定位	产品图例
“中国黄金”品牌	高级珠宝	撩系列/承福金/国宝金/故宫金/贺岁金/花木兰系列/十二星座系列	覆盖不同年龄段的全部消费人群	
	投资理财	投资金条		
	婚嫁寿诞	囍福/龙凤系列		
	礼品	高端礼藏/企业礼品		
子品牌珍·如金	轻奢首饰	知性/优雅/忠于真我	高端轻奢首饰品牌	
子品牌珍·尚银	时尚饰品	花语系列/小蛮腰系列/LUCKY 系列/风尚几何/圆舞曲系列/童梦/诱惑	快时尚饰品品牌	

数据来源：公司官网，淘宝，京东，东吴证券研究所

1.2. 中国黄金背靠中央，享受产业链一体化布局优势

中国黄金背靠中央，享受产业链一体化布局优势。公司背靠中央，实际控制人为国资委。截至 2022 年 11 月，中国黄金集团通过直接和间接的方式合计持有公司 41% 的股权，集团下设多个子公司分别负责矿业、地质、贸易、资源、财务等工作，公司作为中国黄金集团黄金珠宝零售板块的唯一平台，从事产品研发、设计、生产、销售、品牌运营等工作。中国黄金集团布局不同领域，助力公司享受产业链一体化布局优势。

图2: 公司股权架构 (截至 2022 年 11 月)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

董事会及高管均在集团内部任职多年, 管理团队经验丰富且功能完善。公司主要管理人员均在中国黄金集团任职多年, 拥有丰富的黄金珠宝从业经历和管理经验。其中, 董事长陈雄伟先生已在黄金珠宝行业深耕多年, 目前担任中国黄金协会副会长, 中国珠宝玉石首饰行业协会副会长, 在行业内具有较强的影响力。

表2: 中国黄金董事会及管理层 (截至 2022 年 11 月)

姓名	职位	年龄	任职日期	简介
陈雄伟	董事长	61	2018 年 6 月	高级黄金投资分析师、工程师, 曾任中金黄金投资董事长、总经理, 中国黄金集团珠宝董事长、总经理, 现任中国黄金党委书记、董事长
方浩	董事	48	2018 年 6 月	非执业注册会计师, 曾先后担任中信证券投行(上海)部门负责人, 金石灏沏基金总经理, 中国旅游产业基金管理公司总经等职位, 现任中信证券投资总经理、董事, 中国黄金董事
李晓东	董事、副总经理	55	2019 年 5 月任董事、副总经理	高级工程师, 曾任北京工业信息中心工程师, 国际商业机器(中国)软件部销售经理, 中国黄金集团营销副总经理, 中国黄金集团珠宝副总经理等职位, 现任中国黄金副总经理、董事
王雯	董事	50	2018 年 6 月	曾任龙电期货交易所专员, 中国黄金市场营销部业务专员、结算交易处处长、自营业务管理处处长等职位, 现任中国黄金营销管理部副总经理、中国黄金董事
魏浩水	董事、总会计师	56	2018 年 6 月任董事、2021 年 2 月任总会计师	正高级会计师, 曾任中金黄金总会计师, 财务负责人兼财务部经理, 中国黄金资产财务部总经理; 现任公司董事, 中金黄金监事, 中金辐照监事会主席
刘炜明	总经理	37	2021 年 12 月	曾任中国黄金集团珠宝的黄金投资管理部副总经理、银行业务部总经理、生产投资部总经理等职位, 现任中金精炼法人代表、董事长, 中国黄金总经理
成长	副总经理	44	2018 年 6 月	高级黄金投资分析师。曾任中金黄金生产部业务员、市场证券部高级, 中国黄金集团珠宝的黄金投资管理部总经

陈军 副总理、董事会秘书 45 2018年6月任
董事会秘书、
2021年12月任
副总经理

理等职位，现任公司副总经理

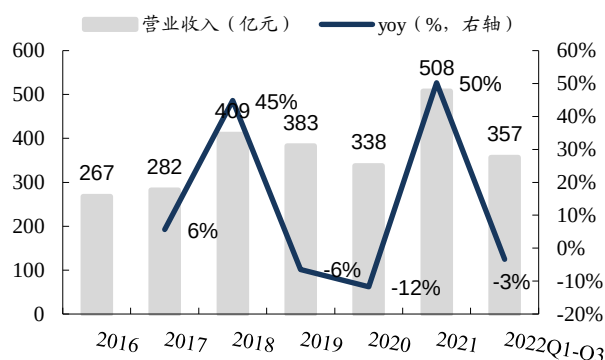
高级黄金分析师。曾任中国黄金旗舰店店面主管,中国黄金集团营销直营店管理部副经理,中国黄金集团珠宝董事会秘书等职位,现任中国黄金副总经理、董事会秘书

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业务收入：疫情之下业绩短期承压，结构优化盈利改善

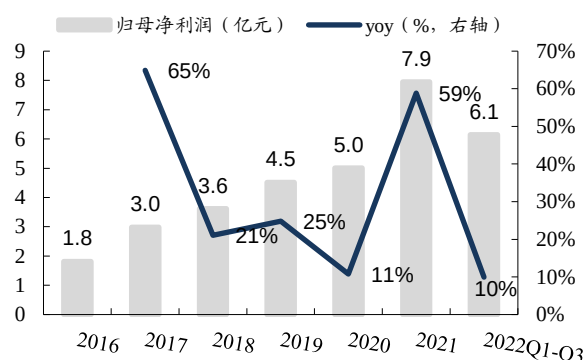
随着未来疫情好转，公司业绩静待恢复。公司业绩和金价呈现较强相关，2019-2020年受疫情、行业景气度等影响营收下滑，2021年黄金消费景气度回升，公司分别实现营业收入、归母净利润 508 亿/7.9 亿，同比增长 50%/59%。2022 年上半年受新冠疫情的影响，公司营业收入有所下滑，随着疫情的好转，公司 Q3 业绩有所恢复，2022 年前三季度归母净利润实现同比增长 10%。

图3：2016-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

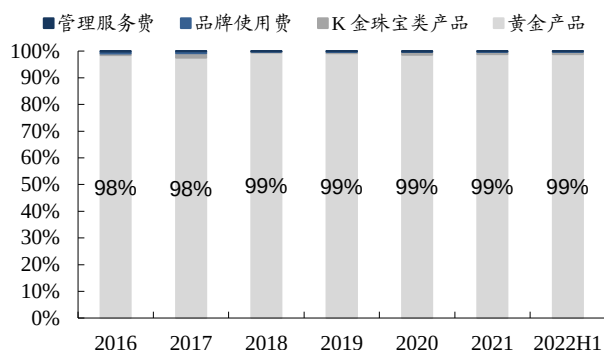
图4：2016-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

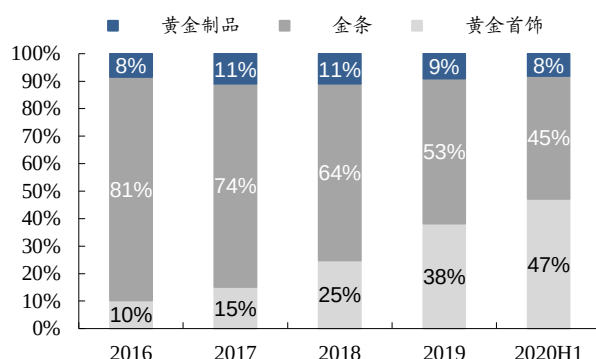
黄金产品贡献主要营收，近年来产品结构逐渐优化。公司黄金产品为公司主要收入来源，产品主要由投资属性较强的金条和消费属性较强的黄金首饰构成，其中投资金条产品为公司传统优势业务。2016年以来，公司优化产品结构，黄金首饰收入占比逐渐提升。2021年公司黄金产品和K金珠宝类均实现较大增长，未来随着培育钻石业务的开拓，公司产品结构将进一步得到优化。

图5: 2016-2022H1 公司各产品收入占比



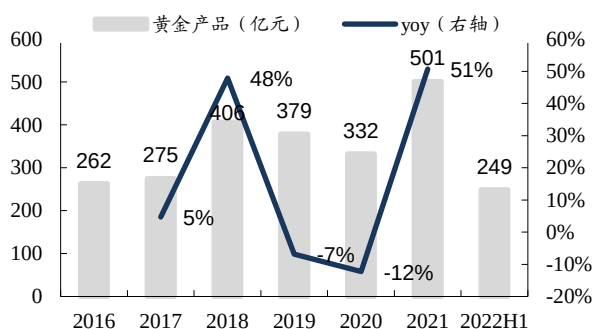
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 2016-2020H1 公司黄金产品内部收入占比



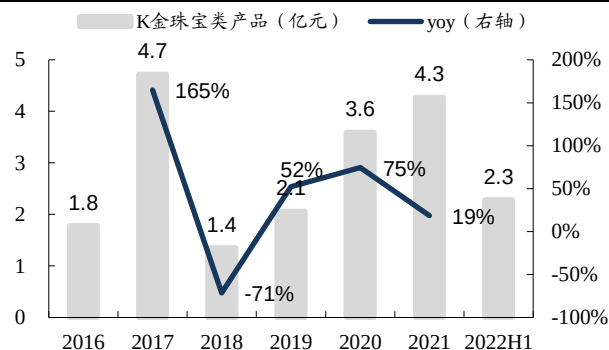
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 2016-2022H1 公司黄金产品收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

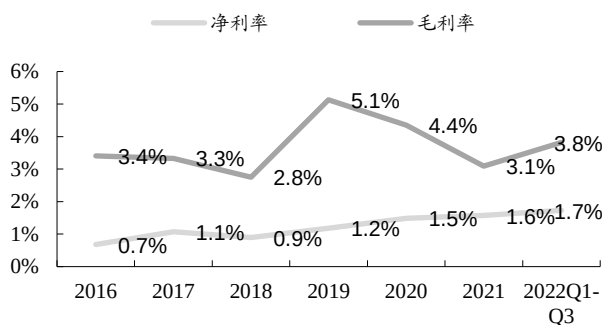
图8: 2016-2022H1 公司 K 金珠宝类产品收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

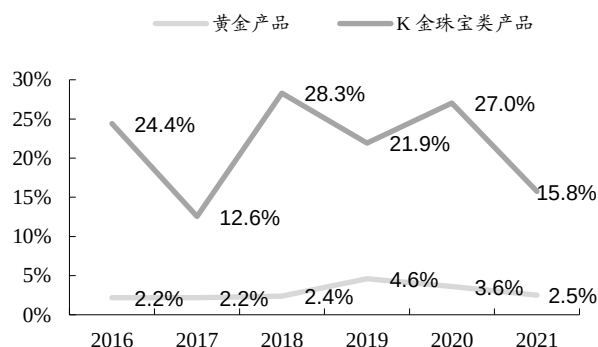
黄金投资类产品和回购业务使得公司整体毛利率处于较低水平。公司的主要收入来自于黄金类产品,且投资金条占比较高,使得黄金产品的毛利率较低,2021年金价上涨,黄金回购业务大幅增长,对毛利率的摊薄也有一定影响,未来随着饰品收入占比的提升,以及潜在的培育钻石业务,我们判断公司整体毛利率或有提升。

图9: 2016-2022Q1-Q3 公司毛利率和净利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

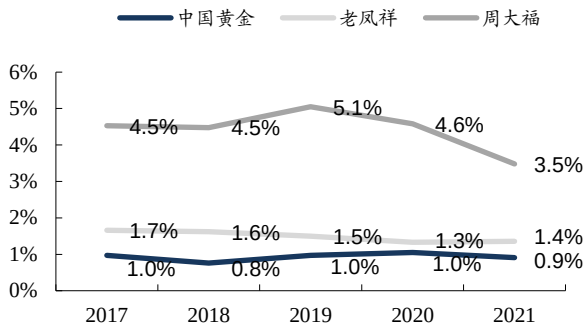
图10: 2016-2021 年公司黄金珠宝产品毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

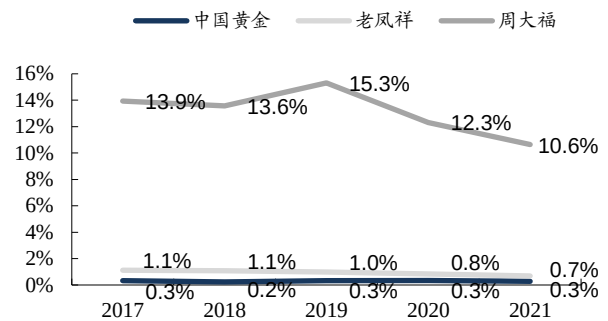
公司费用率相比行业可比公司偏低。费用率相比行业内可比公司处于偏低水平，主要是受公司产品结构影响，公司黄金产品尤其是金条产品占比较大，所需销售费用和管理费用均相对较少。

图11: 2016-2021 年可比公司销售费用率对比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: 2016-2021 年可比公司管理费用率对比情况



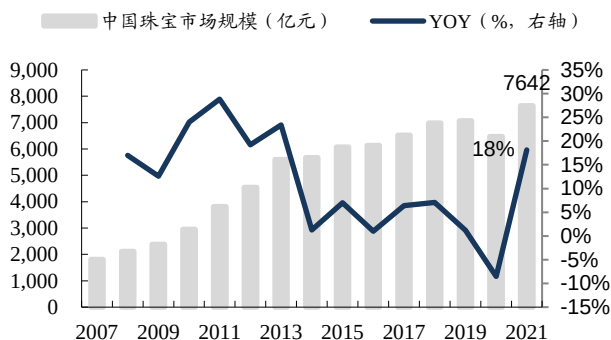
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业部分：黄金消费景气度回升，培育钻石市场空间广阔

2.1. 黄金消费属性凸显，珠宝行业迈上新台阶

中国珠宝行业疫情以来恢复稳定，2021 年国内珠宝行业规模为 7642 亿元，同比增长 18%。珠宝行业的景气度与宏观经济，消费水平息息相关。随着国内经济的飞速增长，珠宝行业 2003 年起迎来“黄金十年”的高速增长期。2013 年，随着国际金价下跌，中国消费者掀起“抢金”热潮，由于黄金消费需求的透支，外加经济增速放缓，2014-2016 年珠宝行业市场规模增速较慢、波动较大。2020 年受疫情影响，我国珠宝首饰市场增速放缓。2021 年，国内珠宝行业疫后复苏强劲，珠宝市场规模为 7642 亿元，同比增长 18%。

图13: 2007-2021 年我国黄金珠宝市场规模及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图14: 2015-2021 年限额以上黄金珠宝类零售额

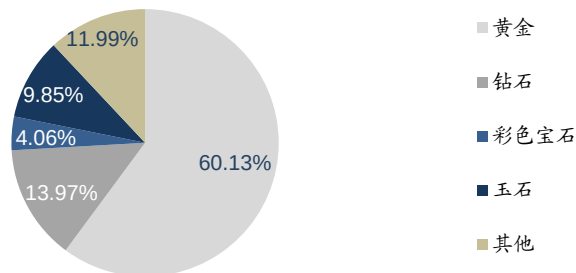


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

黄金是我国珠宝市场的主要消费品。我国黄金珠宝行业目前主要可以分为黄金、钻石两大类饰品以及铂金、K 金和翡翠等其他饰品。2021 年黄金在国内珠宝首饰市场占比达 60.13%，是我国珠宝市场的主要消费品。在婚庆风俗及传统的投资保值观念影响下，

黄金消费依旧占据重要的地位。

图15: 2021年中国黄金珠宝市场份额占比情况



数据来源: 中商情报网, 东吴证券研究所

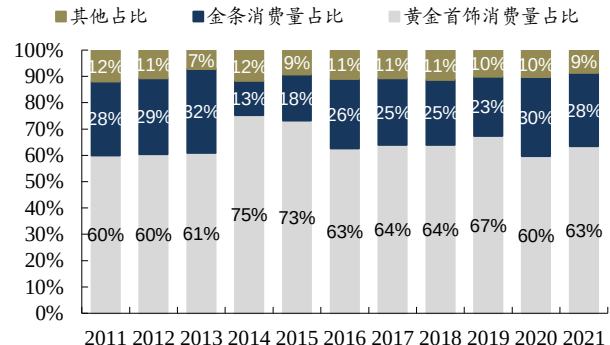
近年来黄金消费属性凸显, 黄金珠宝行业迈上新台阶。从黄金市场来看, 过去曾经出现过2次“黄金热潮”: (1) 2013年前后: 黄金的投资属性为主要驱动因素, 国内消费者黄金因国际金价下跌而“囤积”黄金。(2) 2021年前后: 疫情后终端消费持续恢复, 黄金工艺改善拉动年轻消费群体需求, 黄金的消费属性凸显, 黄金珠宝行业迈上新台阶。

图16: 2007-2021年我国黄金消费需求及增长



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

图17: 2011-2021年我国黄金消费结构(消费量口径)

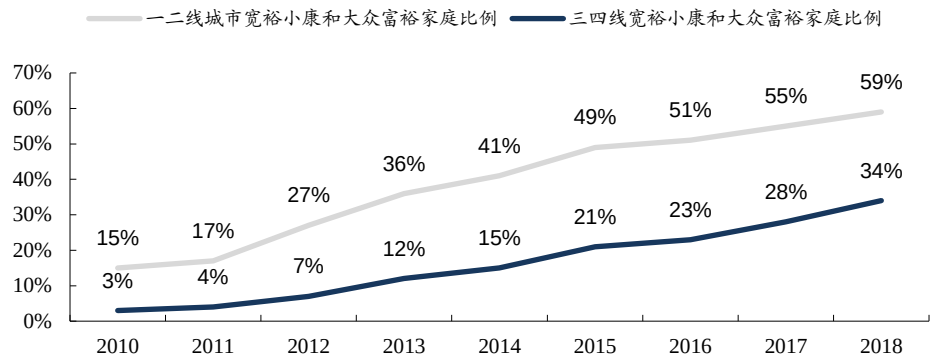


数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

(1) 中低线城市释放红利, 消费新生力量崛起

麦肯锡《2020年消费者调查报告》显示, 以二线及以下城市年轻女性为代表的消费新生代成为了增长新引擎。他们生活压力较小, 不担心生活成本或未来储蓄问题, 具有较强的购买意愿。同时, 他们拥有更多空闲时间外出就餐、追逐最新潮流趋势、购买高档产品, 提高生活品质和社会地位。因此, 对于珠宝企业而言, 渠道下沉更加能够享受中低线城市带来的红利。

图18: 2010-2018年不同城市宽裕小康和大众富裕家庭比例



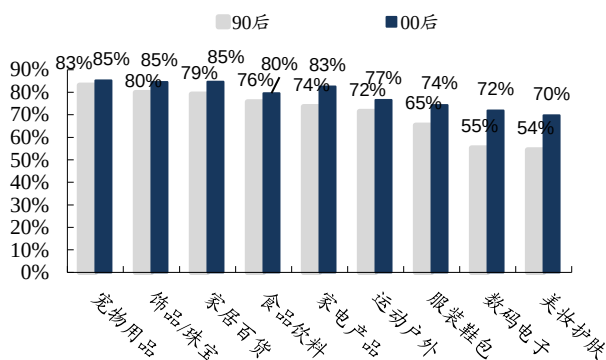
数据来源: 麦肯锡, 东吴证券研究所

注: 宽裕小康和大众富裕家庭指年可支配收入达到 14-30 万元人民币的家庭

(2) 国潮兴起, 消费者更愿意为带有中华文化元素的品牌及产品买单

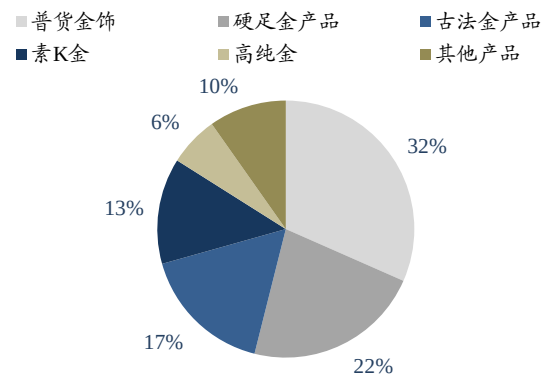
《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》显示, 金店消费者有 75.59% 的年龄在 25 到 35 岁。随着国潮的兴起, 对传统文化的认同在不断提升, 消费观念在改变, 工艺进步后的黄金产品兼具传统文化的底蕴和现代饰品的时尚, 也迎来了一波发展潮流。

图19: 2021 年年轻人对不同品类国产品牌购买偏好度



数据来源: 极光调研, 东吴证券研究所

图20: 2021 年黄金产品库存中各金饰比重 (价值口径)



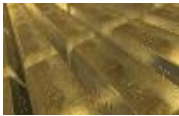
数据来源: 中国黄金报社, 东吴证券研究所

(3) 工艺改善技术更迭, 金饰设计独具匠心

消费者目前更关注饰品本身的工艺、特性、文化, 更加多元化的需求带动珠宝品牌持续更新黄金工艺、加大技术研发创新。硬金、古法金等多种黄金品类问世。传统足金较软, 无法进行复杂的设计。“3D 硬足金”打破传统工艺制造, 主要以电铸模式生产而成, 硬度是普通足金的 4 倍。“5G 黄金”经溶金、加工、高温熔炼催化后, 黄金分子结构更加紧密, 因此硬度更高、韧性更强。“古法金”借助浇铸、锻打、雕刻、打磨等加工手法后进行手工精雕细琢, 磨砂工艺是其代表特征。由于工艺非常厚实, 古法金要比普通金克重更大, 所以价格比 3D 硬金和普通黄金高。因此, 从普通足金, 到 3D 硬金、

5G 黄金、古法金是黄金工艺的不断进化。

表3: 黄金品类呈现多样化, 工艺持续改善

	传统足金	3D 硬金	5G 黄金	古法黄金
示意图				
工艺	基础工艺	电铸法硬化工艺	溶金时加入硬金粉, 再经高温熔炼催化	纯手工黄金锻造工艺
品质	硬度较低, 易磨损, 不易保持花纹	高硬度 (为普通足金 4 倍), 耐磨, 易断	高硬度, 高强度, 高韧性, 高延展性	黄金用料密实, 不易出现划痕
造型	造型传统、单一	造型丰富, 艺术性强	造型多样化及个性化	哑光质感, 多与传统元素结合
价格	以克计价	以件计价, 较强溢价能力	以件计价, 较强溢价能力	以克计价, 工艺设计费用高
适宜人群	以保值为目的	以造型时尚, 多变, 饰品化为目的	贴合年轻市场需求	以外观优雅及厚重感强为目的

数据来源: 中宝协, 东吴证券研究所

中国黄金的黄金产品规模领先, 门店数处于行业较高水平。对比行业内各品牌, 中国黄金作为黄金珠宝行业龙头央企, 黄金产品规模领先, 渠道布局较广, 门店数处于行业较高水平。黄金珠宝品牌的形成本身需要较长时间, 是一个运营比较重的行业, 较为考验行业渠道壁垒, 资金周转效率等, 是有一定行业壁垒的, 有增长的稳定性和持续性。

表4: 主要品牌核心指标对比

	2021 年收入 (亿元)	2021 年归母净 利润 (亿元)	内地门店数 (家)	加盟店 占比	主要 品类	品牌特色
中国黄金	507.58	7.94	3720	98%	全品类	主打黄金产品, 具有投资金条及黄金回购等业务, 黄金产品规模领先
周大福	821.22	55.71	5459	约 70%	全品类	珠宝行业龙头, 黄金产品实力强劲, 引领古法金潮流
周大生	91.55	12.25	4502	95%	全品类	钻石镶嵌产品为核心, 率先推出“情景风格珠宝”的产品定位
老凤祥	586.91	18.76	4945	96%	全品类	老牌传统黄金饰品品牌
周生生	182.50	5.34	641	0%	全品类	注重产品设计, 定位高端人群
六福珠宝	97.43	11.55	2646	97%	全品类	定位大众市场, 全品类均衡发展
潮宏基	46.36	3.51	1076	66%	全品类	走自主原创道路发展的民族品牌, 融合东方文化和国际时尚
Tiffany	305	37.3	约 30+	0%	镶嵌	高端奢侈品牌
迪阿股份	46.23	13.02	483	0%	镶嵌	专注求婚钻戒
恒信玺利	22.61	1.13	715	81%	镶嵌	专注婚戒

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

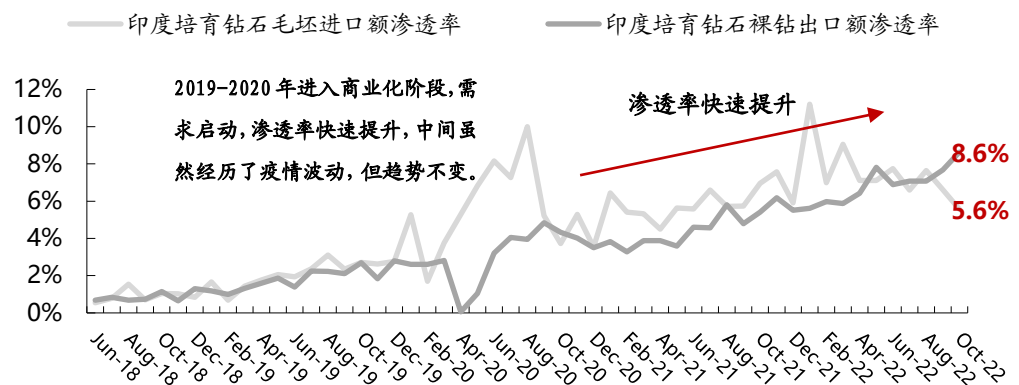
注：（1）Tiffany 数据为 FY2020 收入及净利润，按 2020 年美元兑人民币平均汇率（1 美元=6.8996 人民币）折算，周生生数据为 FY2021 收入及归母净利润，周大福、六福集团数据为 FY2022 收入及归母净利润，均按 2021 年港币兑人民币平均汇率（1 港币=0.83004 人民币）折算；（2）六福珠宝、周大福门店数量为截至 2022/3 数据，其余为截至 2021 年末数据。

2.2. 培育钻石行业渗透率快速提升，未来市场空间广阔

2.2.1. 培育钻石渗透率持续提升，下游保持高景气

均价到达消费者的心理价位之后才开始需求大幅增长，渗透率快速提升。培育钻石很早就实现了实验室阶段的技术突破，但一直没有实现商业化，主要因为早年不够成熟的时候培育钻石的生产成本较高，产出的培育钻石价格接近甚至一度高于天然钻石。直到 2018 年批发价格开始降到天然钻石的 20%，零售价格降到天然钻石的 50%，上游生产工艺和技术进步下，传导到下游零售端，2018-2020 年批发价格比例维持稳定，培育钻石零售价格在 2020 年降到了天然钻石的 35%，达到了消费者的心理价位阈值，才迎来了需求的快速增长。根据 GJEPC 的数据，2022 年 10 月印度培育钻石进口渗透率已经超过 8%。

图21：2018年6月-2022年10月印度培育钻石进出口额渗透率情况

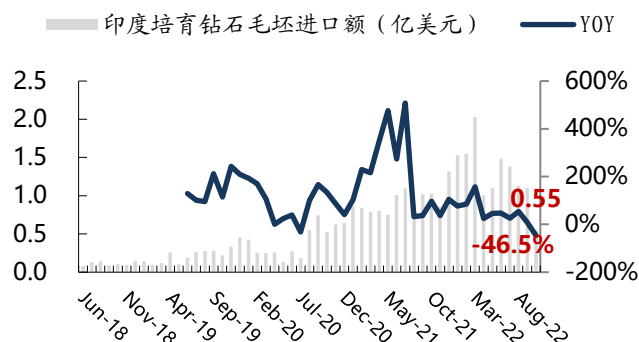


数据来源：GJEPC，东吴证券研究所

注：渗透率的计算为培育钻石进口(出口)/(钻石总进口(出口)额+培育钻石进口(出口))

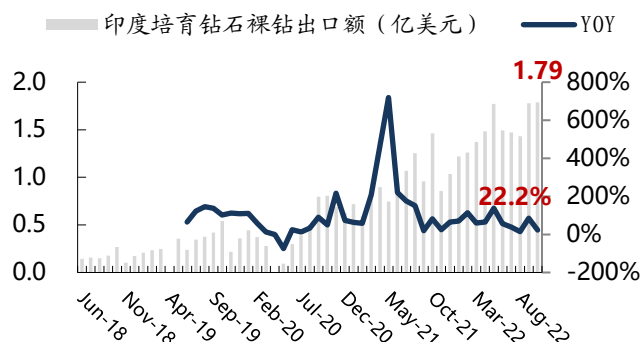
培育钻石终端需求持续保持高景气度，行业空间不断打开。培育钻石本身和天然钻石完全一样，而在同等价位上培育钻石的净度，色度和克拉数等显著优于天然钻石。全球培育钻石产业链中超过 90% 的切割环节均在印度完成，我们可以通过监测印度的进出口数据跟踪培育钻石行业的整体景气度。从 GJEPC 每月披露的数据来看，自 2020 年疫情后，培育钻石出口额呈现出大幅增长的趋势，2021 年全年培育钻石出口总额约为 11.4 亿美元，同比增长超过 100%。反映出全球培育钻石终端消费的高景气度，行业正处于快速发展，渗透率快速提升阶段。

图22: 2018年6月-2022年10月印度培育钻石毛坯进口额及增速



数据来源: GJEPC, 东吴证券研究所

图23: 2018年6月-2022年10月印度培育钻石裸钻出口额及增速

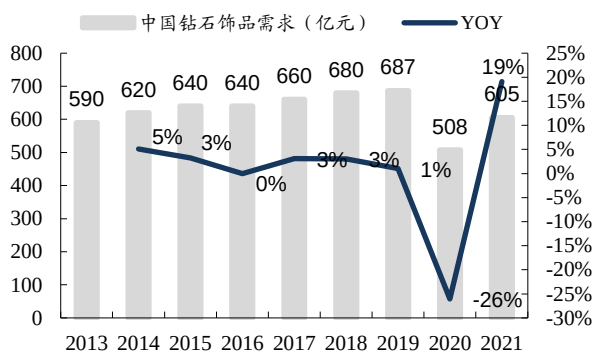


数据来源: GJEPC, 东吴证券研究所

2.2.2. 下游需求以美国为主，中国市场方兴未艾

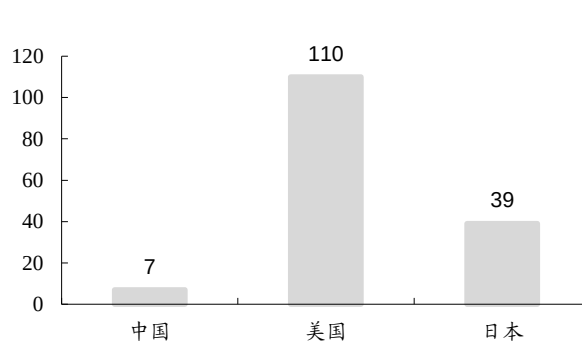
我国钻饰市场渗透率仍处于较低水平，未来仍有广阔空间。我国钻石饰品需求逐年上升，疫情前2019年达到687亿元，2020年受疫情影响较大，2021年有明显恢复。据戴比尔斯，我国婚庆钻饰渗透率从2005年的31%上升至2017年的47%，而相较于同期美国超过70%和日本近60%的渗透率仍有较大提升空间。

图24: 2013-2021年我国钻石饰品需求及增速



数据来源: De Beers, 贝恩, 东吴证券研究所

图25: 2018年中、美、日三国人均钻石珠宝需求



数据来源: De Beers, 世界银行, 东吴证券研究所

注: 单位为美元/人

培育钻石的终端消费仍以海外为主，国内市场关注度提升。生产端培育钻石供应主要来自中国。终端消费则仍以海外为主，国内市场方兴未艾，占全球消费市场规模比重较低，渗透率还有较大提升空间。虽然国内市场目前还处于发展的初期阶段，但据央视报道，2022年以来国内市场培育钻石的接受度有明显提升。

图26：央视报道培育钻石认可度快速提升



数据来源：央视报道，东吴证券研究所

近期国内下游品牌端密集布局培育钻石赛道，国内市场方兴未艾。近期国内下游品牌端频频进入培育钻石赛道，豫园股份和曼卡龙已经分别孵化出其培育钻石子品牌露璨和慕璨，且已经在天猫旗舰店有实际销售，潮宏基旗下时尚子品牌 venti 通过与品牌设计师合作的方式推出了培育钻石系列，同时也与力量钻石成立了培育钻石品牌公司，参与创建并运营培育钻石饰品品牌。培育钻石与天然钻石的化学成分、物理、化学属性及光学性质完全相同，同时具有高性价比、高品质等多重优势。现阶段国内消费者还处于一个接受度提升的过程中，国内市场零售端需求同样前景广阔。

表5：近期国内下游品牌端密集布局培育钻石赛道

珠宝品牌	培育钻石子品牌	设立时间	品牌特色	线下门店	产品图片
豫园珠宝	露璨 LUSANT	2021 年	定位年轻、时尚的培育钻石品牌	1	
曼卡龙	慕璨 OWN SHINE	2021 年	玩转日常穿搭的时尚智慧女性珠宝品牌	-	
潮宏基	梵迪 VENTI	2022 年推出 培育钻石系列珠宝	时尚轻奢珠宝品牌，为优雅女性提供充满创意的时尚珠宝	71	
新兴培育钻石品牌		设立时间	品牌特色	线下门店	产品图片
凯丽希 Caraxy		2015 年	国内首个实验室培育钻石品牌，主打绿色环保理念	在南京、广州、杭州等一线城市开设线下体验中心	
小白光 Light Mark		2020 年	国内新锐培育钻石品牌，面向 Z 世代消费者，主打“克拉自由”概念	13	

	EOBO	2020 年	塑造年轻人喜欢的钻石 品牌和场景体验	-	
	ANOTA	2021 年	以培育钻石为主要卖 点，用前卫的设计理念 和风格引领新生代消费 群体的审美偏好	-	
培育钻石 生产厂商	设立的下 游零售品牌	设立时间	品牌特色	线下门店	产品图片
豫金刚石	波琳克琳 Brisa&Relucir	2017 年	实现多珠宝材质与培育 钻石的混搭，打造趣味 穿搭方式	-	
沃尔德	ANNDIA	2021 年	以科技钻源为背景的多 场景培育钻石品牌	1	
力量钻石	待定	2022 年	待定	暂无	暂无
三磨所	黛诺 DEINO	2022 年	专注于异形钻石产品设 计研发	1	

数据来源：各品牌官网，淘宝，东吴证券研究所

根据贝恩估算，2021 年全球珠宝首饰市场规模约为 3200 亿美元，其中钻石市场规模约为 840 亿美元，我们保守假设全球钻石市场规模保持不变，假设培育钻石分别达到天然钻石市场规模（销售额）的 10%到 100%，分别进行测算，则对应培育钻石终端市场规模为 84 亿美元至 840 亿美元，从克拉数来看对应约为 1950 万克拉至约 2 亿克拉。如果考虑培育钻石凭借其质价比，应用到更多场景，替代部分其他珠宝，则培育钻石未来远期市场规模会更大。

表6：全球培育钻石终端市场规模测算

	渗透率假设						
	10%	20%	30%	50%	75%	90%	100%
2021 年全球珠宝首饰市场规模（亿美元）	3200	3200	3200	3200	3200	3200	3200
2021 年全球钻石市场规模（亿美元）	840	840	840	840	840	840	840
培育钻石市场规模（亿美元）	84	168	252	420	630	756	840
上游厂商出货折扣系数	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
全球培育钻石毛坯市场规模（亿美元）	21	42	63	105	158	189	210
汇率	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
全球培育钻石毛坯市场规模（亿元）	137	273	410	683	1024	1229	1365
毛坯市场单价（元/克拉）	700	700	700	700	700	701	700
全球培育钻石毛坯市场规模（万克拉）	1950	3900	5850	9750	14625	17525	19500

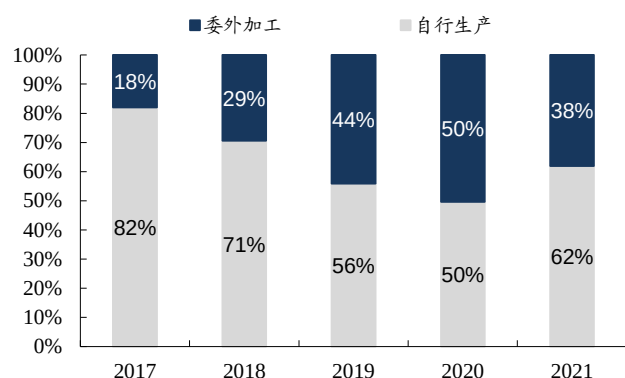
数据来源：贝恩，东吴证券研究所

3. 借助国企背景布局全产业链，品牌力 + 渠道构筑企业护城河

3.1. 上游供应链优势突出，自行生产和委外加工并行

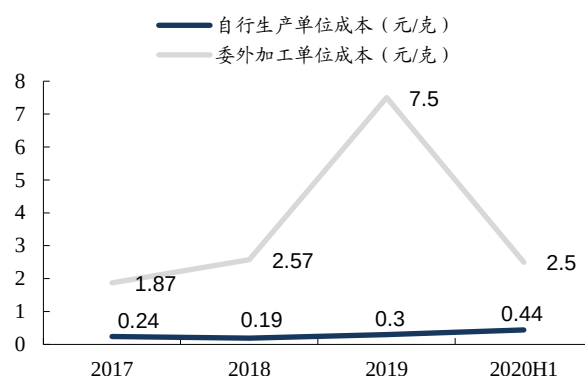
金条产品自行生产，黄金首饰委外加工。公司最初以投资金条起家，后逐渐培育黄金首饰、黄金制品等黄金产品业务。公司金条产品采用自行生产，黄金首饰主要采用委外加工的方式，而K金珠宝类产品以成品采购为主。近年来随着公司黄金首饰业务高速发展，金条产品与黄金首饰收入规模几乎持平。2021年公司黄金产品委外加工数量达55吨，占比38%。

图27：2017-2021年黄金产品自产和委外加工数量占比



数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

图28：2017-2020H1金条自行生产和委外加工单位成本



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 多渠道发力，门店稳步拓展，电商渠道快速发展

公司主要依靠直营店、大客户、银行、电商、加盟店渠道进行销售。公司具有丰富的终端销售渠道，直销模式主要包括直营店渠道、大客户渠道、银行渠道、电商渠道等；经销模式主要为加盟店渠道。

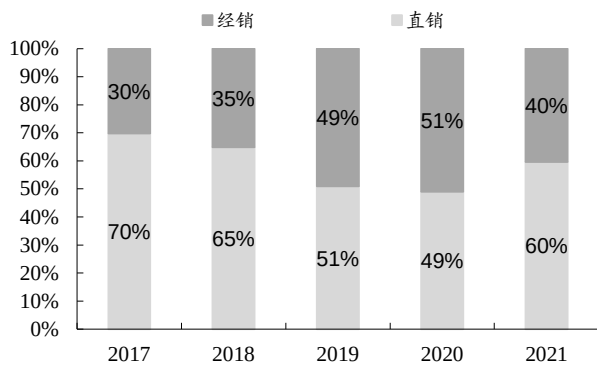
图29：公司主要销售渠道一览

直销	直营店渠道	自行开店、商场联营开店： 现款现货为主，部分商场因结算周期存在45天左右回款周期
	大客户渠道	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（投资金条、文化产品、个性化工艺品等），或者大客户委托公司批量生产定制化产品
	银行渠道	与工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中信银行、交通银行等各大中型银行合作，以买断式或代销模式在银行网点内销售各类产品
	电商渠道	通过第三方电子商务平台进行零售
经销	加盟店渠道	在较大省份设立“省级加盟商-终端加盟商”两级加盟商；在个别无省级加盟商覆盖的区域或加盟商信誉良好、规模较大，设立直接加盟商

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

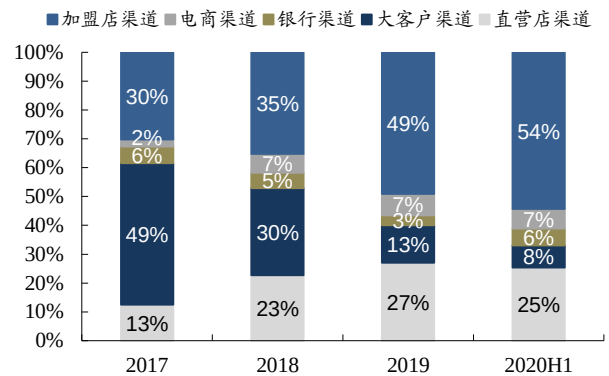
随着加盟店的扩张,公司加盟收入贡献占比提升,原有的大客户渠道收入占比下降,公司渠道收入结构更加均衡。

图30: 2017-2021 年公司经销模式和直销模式收入占比



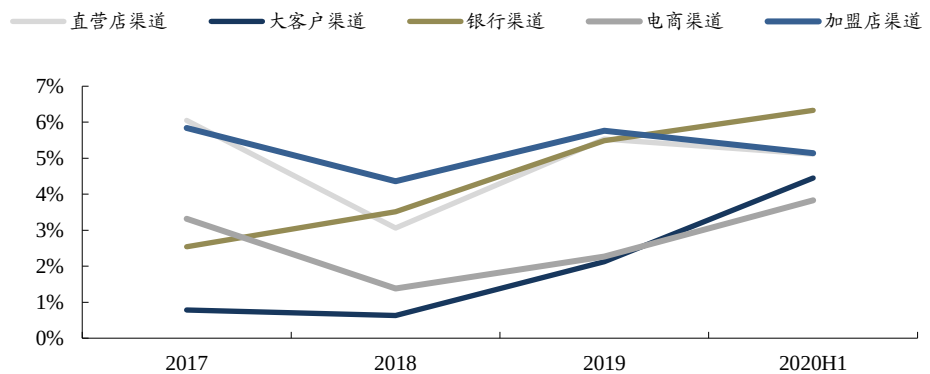
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 2017-2020H1 公司细分渠道收入占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图32: 2017-2020H1 公司细分渠道毛利率

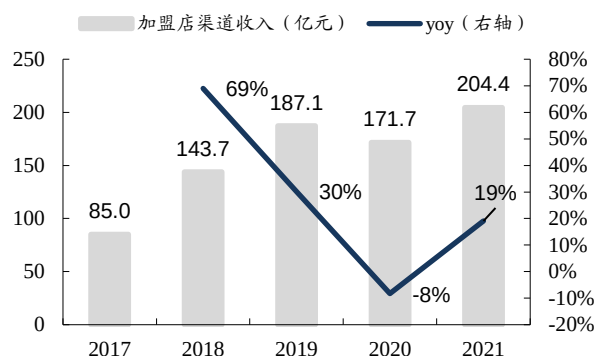


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

3.2.1. 线下渠道: 加盟商入股深度绑定, 渠道门店稳步扩张

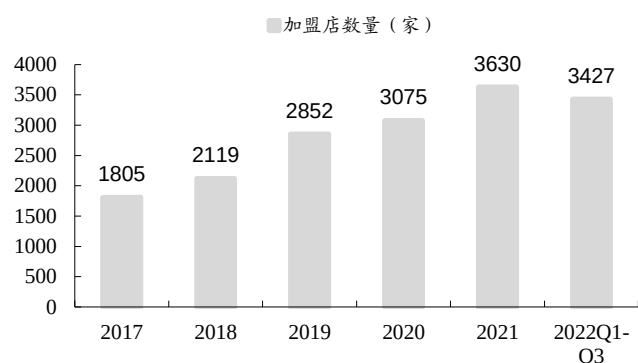
加盟商入股深度绑定, 渠道下沉门店布局逐步完善。公司在较大的省份设立省级和终端两级加盟商, 并在其他区域设立直接加盟商, 省级加盟商组建了彩凤金鑫产业投资平台, 持有公司 8.46% 股份, 渠道资源与公司深度绑定。公司采取渠道下沉战略, 线下门店先从三四线城市展开布局。公司加盟店拓店速度较快, 截至 2022 年 9 月末, 公司已开设门店达 3532 家。其中加盟店 3427 家, 直营店 105 家。

图33: 2017-2021 年加盟店渠道收入及增速



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

图34: 2018-2022Q1-Q3 公司加盟店数量

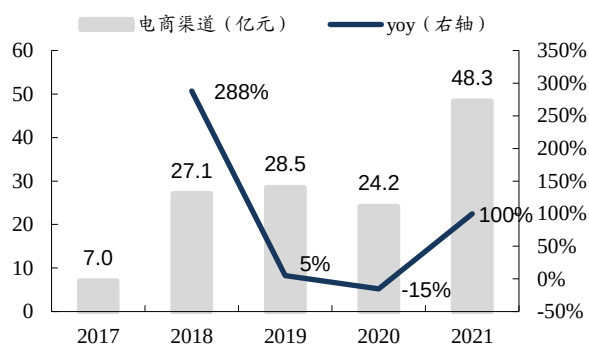


数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 电商渠道: 电商体系已经搭建, 增长动力足

成立全资子公司中金珠宝电商, 电商渠道增长动力充足。2021 年, 公司于长沙新设全资子公司中金珠宝电子商务有限公司, 与长沙芙蓉区政府联合打造中国黄金街, 引入珠宝零售实体业态, 成为公司新增直播引流基地。目前公司已经入驻天猫、京东、抖音、小红书、网易严选等平台。电商体系已经搭建起来, 未来试水培育钻石时电商渠道也有望发挥重要作用。

图35: 2017-2021 年电商渠道收入及增速



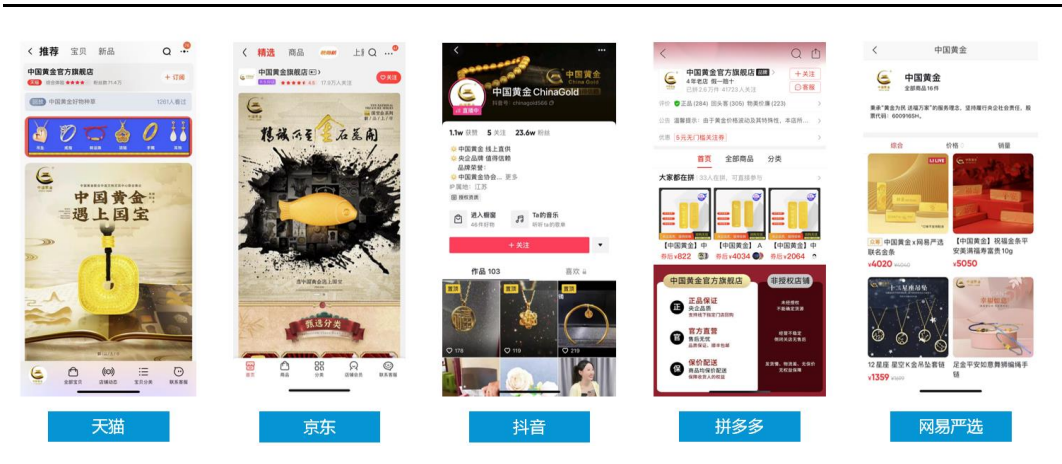
数据来源: 公司公告, 招股说明书, 东吴证券研究所

图36: 公司与长沙芙蓉区政府联合打造中国黄金街



数据来源: 搜狐, 东吴证券研究所

图37: 公司已在多个电商平台入驻布局

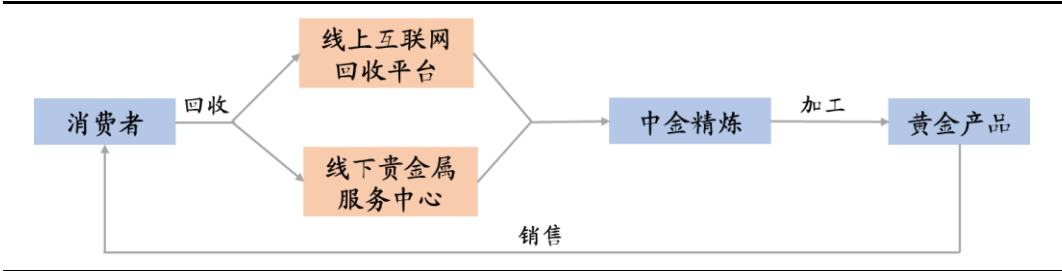


数据来源：淘宝，京东，抖音，拼多多，网易严选，东吴证券研究所

3.3. 首创黄金回购业务，黄金产业链实现闭环

首创黄金回购业务，实现全产业链布局。公司于 2020 年底获得上海黄金交易所“标准金锭”交易牌照。2021 年 4 月，中金精炼正式投产，同年 9 月，中国黄金贵金属服务中心在深圳开业，精炼回购补齐了公司业务闭环。2021 年黄金震荡上涨，公司黄金回购消费需求加大，收入贡献明显。

图38：公司旧金回购业务流程一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 黄金饰品矩阵完善，国潮 IP 吸引年轻一代消费者

黄金饰品加大工艺设计投入，完善产品矩阵。公司早期以投资金条产品为主，随着公司发展和技术创新，公司黄金饰品收入比重不断增加，产品结构不断优化，盈利能力逐步提升，现有投资金条、承福金、玲珑金、Kπ金、龙凤系列等多样化品类。

图39: 中国黄金承福金产品展示



数据来源: 淘宝, 东吴证券研究所

图40: 中国黄金玲珑金产品展示



数据来源: 淘宝, 东吴证券研究所

国潮 IP 吸引年轻一代消费者。目前 Z 世代逐渐成为消费主力军, 黄金饰品领域也迎来了国潮风。公司精准把握市场热点, 结合“国潮风”, 积极打造品牌 IP, 设计出诸如故宫、航天十二宫、花木兰等系列产品, 构建年轻化、活力化的新一代产品序列, 更符合年轻一代消费者的选择。

图41: 中国黄金积极打造品牌 IP



数据来源: 公司官网, 淘宝, 东吴证券研究所

4. 国内培育钻石市场方兴未艾, 公司有望在培育钻石迎来新的发展契机

国内培育钻石市场消费者接受度逐步提升。相较于天然钻石, 培育钻石具有高品质、高性价比等多项优势。随着我国消费者对培育钻石的接受程度持续提升, 国内培育钻石市场消费潜力较大。

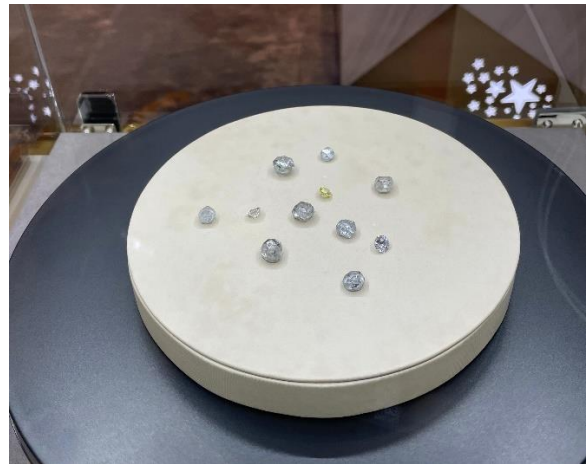
公司切入培育钻石赛道。公司主要业务为黄金产品, 目前钻石产品布局较少, 包袱较少, 培育钻石或给公司提供一个切入钻石赛道的契机。未来公司积极建设培育钻石研发设计中心、展示交易中心和供应链服务中心, 合理布局全渠道推广节奏, 在实操层面, 零售端公司可能会先通过电商渠道试销, 根据实际销售情况再逐步布局线下渠道。同时, 中国黄金未来可能会进行情感营销, 赋予培育钻石产品情感含义, 从而吸引更多的消费者群体。

图42: 中国黄金培育钻石项链产品展示



数据来源: 公司门店照片, 东吴证券研究所

图43: 中国黄金培育钻石裸钻产品展示



数据来源: 公司门店照片, 东吴证券研究所

中国黄金背靠国企优势, 或可实现与上下产业链的合作。母公司中国黄金集团下设多个子公司, 涵盖矿业、地质、贸易、资源、财务等多个领域, 中国黄金依靠母公司资源, 未来或可实现培育钻石上下产业链的合作, 打通产业链布局, 共同推动行业发展。

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

直营层面: 我们预计公司将基本维持现有线下渠道数量, 单店收入因疫情反复或有一定影响, 2022-2024 年单店收入增速分别为-5%/8%/3%, 大客户和银行客户维持稳定增长, 电商将实现高速增长, 合计 2022-2024 年我们预计将实现收入 278/314/356 亿元, 同比增速-8%/13%/14%。

经销层面: 我们预计公司 2022-2024 年将分别新增门店-100/400/300 家, 单店收入增速分别为 3%/8%/5%, 合计 2022-2024 年我们预计将实现收入 234/256/296 亿元, 同比增速 14%/10%/16%。

综上, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 513/576/664 亿元, 同比增速 1%/12%/15%。

表7: 公司 2022-2024 年收入预测

亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	337.9	507.6	512.8	576.2	663.8
yoy	-12%	50%	1%	12%	15%
直营收入	165.4	302.0	277.7	313.8	356.2
yoy	-15%	83%	-8%	13%	14%
经销收入	171.7	204.4	233.8	256.0	296.0

yoy	-8%	19%	14%	10%	16%
其他收入	0.8	1.2	1.3	6.5	11.6

数据来源：wind，东吴证券研究所

5.2. 投资评级

中国黄金是我国黄金珠宝头部企业，背靠大央企，资源优势明显，未来或切入培育钻石赛道，或实现培育钻石上下游产业链打通，为公司的利润端有望带来增量，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.1/11.1/13.5 亿元，同比增速 15%/22%/22%，最新收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 23/19/15 倍，我们选取行业其他黄金珠宝公司周大福、周大生、老凤祥和潮宏基作为可比公司，中国黄金背靠大央企，有一定标的稀缺性，且培育钻石业务前景广阔，可享有一定溢价，首次覆盖，给与“买入”评级。

表8: 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿)	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002867.SZ	周大生	146	13.34	12.2	12.3	14.1	12	12	10
1929.HK	周大福	1,352	13.52	67	66	86	20	21	16
600612.SH	老凤祥	174	41.18	18.8	18.2	20.8	9	10	8
002345.SZ	潮宏基	39	4.39	3.5	3.4	4.1	11	11	9
行业平均							13	13	11
600916.SH	中国黄金	208	12.38	7.9	9.1	11.1	26	23	19

数据来源：周大福、周大生和中国黄金盈利预测来自于东吴证券研究所，周大福 2021 年归母净利润对应为 2022 财年数据，其他年份类推，其他公司归母净利润来自 Wind 一致预期，周大福市场数据和财务数据的货币单位为港币，其他公司的市场数据和财务数据为人民币，数据最新截至 2022 年 11 月 29 日。

6. 风险提示

经济景气度下降：黄金珠宝消费与经济景气度高度相关，未来如果整体宏观经济和消费行业面临较大压力，黄金珠宝消费也会受到一定影响，从而影响到公司的业绩。

培育钻石业务布局不及预期：培育钻石行业目前面临较为激烈的市场竞争环境，公司计划布局培育钻石业务，如果在培育钻石领域投入较大，但产品开发或产业链收购情况不及预期，将导致公司业绩有所下滑。

门店拓展不及预计：公司未来比较重要的假设是每年能够保持稳定且较快的加盟店拓展速度，但随着门店密度越来越大，同业之间竞争激烈，可能存在加盟店拓展不及预期的风险。

中国黄金三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,465	11,522	12,857	14,390	营业总收入	50,758	51,284	57,623	66,381
货币资金及交易性金融资产	4,626	5,555	5,420	7,397	营业成本(含金融类)	49,192	49,254	55,042	63,169
经营性应收款项	1,208	1,117	1,645	1,527	税金及附加	77	77	86	100
存货	4,120	4,089	5,085	4,741	销售费用	461	513	807	1,075
合同资产	0	0	0	0	管理费用	138	205	173	199
其他流动资产	512	761	707	724	研发费用	15	15	17	20
非流动资产	555	568	580	592	财务费用	62	20	44	52
长期股权投资	46	46	46	46	加:其他收益	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	359	370	380	390	投资净收益	104	-51	-58	-66
在建工程	1	4	5	7	公允价值变动	50	0	0	0
无形资产	15	15	15	15	减值损失	-12	0	0	0
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	51	51	51	51	营业利润	954	1,149	1,397	1,700
其他非流动资产	77	77	77	77	营业外净收支	47	0	0	0
资产总计	11,020	12,090	13,437	14,981	利润总额	1,001	1,149	1,397	1,700
流动负债	4,157	4,714	4,949	5,138	减:所得税	203	233	283	345
短期借款及一年内到期的非流动负债	32	532	632	732	净利润	798	915	1,113	1,355
经营性应付款项	177	151	215	206	减:少数股东损益	3	3	3	4
合同负债	132	148	165	190	归属母公司净利润	794	913	1,110	1,351
其他流动负债	3,815	3,883	3,936	4,010	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.54	0.66	0.80
非流动负债	225	225	225	225	EBIT	863	1,220	1,498	1,818
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	933	1,231	1,510	1,831
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.09	3.96	4.48	4.84
租赁负债	225	225	225	225	归母净利率(%)	1.57	1.78	1.93	2.03
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	50.23	1.04	12.36	15.20
负债合计	4,382	4,939	5,174	5,363	归母净利润增长率(%)	58.84	14.88	21.59	21.73
归属母公司股东权益	6,556	7,065	8,175	9,526					
少数股东权益	82	85	88	92					
所有者权益合计	6,638	7,150	8,263	9,618					
负债和股东权益	11,020	12,090	13,437	14,981					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	815	927	-109	2,020	每股净资产(元)	3.90	4.21	4.87	5.67
投资活动现金流	-72	-75	-82	-90	最新发行在外股份(百万股)	1,680	1,680	1,680	1,680
筹资活动现金流	463	77	56	48	ROIC(%)	11.30	13.14	14.02	14.72
现金净增加额	1,206	929	-135	1,978	ROE-摊薄(%)	12.12	12.92	13.57	14.18
折旧和摊销	70	11	12	13	资产负债率(%)	39.76	40.86	38.50	35.80
资本开支	-32	-24	-24	-24	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.18	22.79	18.74	15.40
营运资本变动	-34	-70	-1,336	534	P/B(现价)	3.17	2.94	2.54	2.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

