

# 黄金珠宝行业年度策略

买入（维持评级）

## 行业中期年度报告

证券研究报告

化妆品组

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001） 联系人：蔡昕妤

luoxiaoting@gjzq.com.cn

caixy@gjzq.com.cn

## 关注珠宝疫后修复弹性，把握培育钻零售机会

### 投资建议

黄金珠宝：防控优化有望迎疫后修复，建议关注：1) 金条销售占比高、金价上行预期下毛利率&销量有望双升的弹性标的；2) 具备自身向上弹性、防控优化下优先受益的珠宝龙头。

培育钻石：Q4 美国终端零售保持快增、铺货需求减弱；中游印度库存维持低位；9 月中旬来培育裸钻全球报价企稳，供需回归理性。建议关注两条投资主线：1) 布局培育钻零售的传统珠宝商；2) 技术硬核的上游生产龙头。

推荐标的：中国黄金、周大生、中兵红箭、潮宏基。

### 黄金珠宝：疫情加速行业洗牌，防控优化龙头先受益

黄金珠宝行业总体呈周期性，与金价及结婚对数挂钩。2014 年来结婚对数同比持续下滑、2018 年以来新生人口数同比持续下滑，金银珠宝零售额 2016-2019 年（不考虑疫情影响）连续下滑、15-19 年 CAGR4 为-4%。

复盘 2020 年、2022 年上半年两轮疫情后修复，黄金珠宝疫后均呈现明显的需求回补，且估值先于业绩反应。20 年 7 月零售额增速首次回正（4 月武汉解封）、同增 7.5%，2Q20 同降 13%，3Q20/4Q20 分别增 9%/14%，显著快于历史增速（14-19 年 CAGR5 为-2.6%）；2022 年 6 月初疫情缓解、6 月/7 月零售额同增 8%/22%，修复速度及力度均好于 2020 年。

2Q22 淡季+疫情影响、同降 10%，3Q22 增 9%，22M10-11 疫情反复、同降 3%，防控优化背景下，预计 1-2Q23 逐步修复，2Q23 或存低基数效应。

当前行业趋势：1) 黄金工艺升级+悦己需求崛起，拆分量价，2H21 以来不考虑疫情波动，量的贡献增加，3Q22 金银珠宝零售额同增 9%、主要由量贡献，3Q22 金价同增 3%、推算销量同增 6%。2) 龙头加速开店、下沉市场仍具较大成长空间，行业集中度持续提升，1-3Q22 黄金珠宝上市公司珠宝营收同增 6.6%，金银珠宝零售额同增 2.2%，行业集中度 2017 年来持续提升，主要系头部品牌加速开店，1-3Q22，市占率排名前三的周大福/老凤祥/老庙持续保持快于同业的开店速度，净开店 1188/292/550，从行业空间看，下沉市场人均消费、渗透率贡献主要增量。

### 培育钻石：上游扩产热情不减，期待零售端发力

印度进出口：2Q22 中游铺货需求减弱，关注节后补库需求。2Q22 毛坯进口增速放缓、裸钻出口延续快增，进口增速首次出现慢于出口、供需格局回归理性。进入 22Q4，10-11 月毛坯进口额-30%、现下滑，主要系：1) 印度排灯节假期延长，2) 10 月下旬河南疫情影响，11 月降幅环比收窄，预计 12 月随疫情缓解、进一步修复；裸钻出口额 10-11 月增 22%、增速环比放缓。

供需测算：上游扩产热情不减，期待零售发力。预计 22/23 年全球 HTHP 培育钻产量 707/1147 万克拉，+64%/63%，CVD 扩产快于 HTHP，预计 22/23 年产能 1146/1935 万克拉，+80%/69%。全球培育钻总产量 1853/3082 万克拉，+73%/66%。预计全球 22 年零售额 514 亿元、毛坯消耗量 1853 万克拉。展望 23 年，中国市场随零售商逐步入局、低基数下延续高增，但对全球增量贡献有限，主流美国市场铺货完成。

零售：美国市场婚庆需求先行、11 月培育钻零售+69.6%、平均支出增加；中国仍处培育早期，零售商利润率与天然钻石接近、具备布局动力。

### 风险提示

黄金珠宝：终端零售不及预期；加盟渠道拓展不及预期；疫情反复。

培育钻石：价格准确性，印度进出口数据波动，培育钻毛坯/裸钻价格波动。

## 内容目录

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 内容目录.....                                                | 2  |
| 图表目录.....                                                | 2  |
| 1、黄金珠宝：疫情加速行业洗牌，防控优化龙头先受益.....                           | 5  |
| 1.1 行业基本面：板块总体呈周期性，疫后有需求回补、估值先于业绩反应 .....                | 5  |
| 1.2 金价跟踪：截至 12 月 9 日今年国内金价累计涨 8%.....                    | 6  |
| 1.3 上市公司业绩复盘：Q3 环比改善，龙头持续跑赢大盘 .....                      | 7  |
| 1.4 行情回顾：11 月末防控优化估值升 13%、当前为 19 倍 .....                 | 9  |
| 1.5 行业趋势：悦己需求贡献增量、龙头逆势开店集中度提升 .....                      | 11 |
| 1.5.1 趋势一：黄金工艺升级+悦己需求崛起，2H21 以来逐步贡献增量、行业开始展现成长性 .....    | 11 |
| 1.5.2 趋势二：龙头加速开店、下沉市场仍具较大成长空间，行业集中度持续提升.....             | 12 |
| 1.6 投资建议：把握防控优化弹性标的、金价上涨受益标的 .....                       | 14 |
| 1.6.1 投资主线一：关注金价上涨弹性标的中国黄金 .....                         | 14 |
| 1.6.2 投资主线二：黄金产品发力、渠道优化、具备自身向上 alpha 的周大生 .....          | 15 |
| 2、培育钻石：上游扩产热情不减，期待零售端发力.....                             | 15 |
| 2.1 印度进出口跟踪：2022 中游铺货需求减弱，关注节后补库需求 .....                 | 15 |
| 2.2 板块基本面回顾：1-2022 行业扩产收入增长提速，3Q22 毛坯降价致收入净利承压.....      | 16 |
| 2.3 行情回顾：当前板块估值 43 倍、8 月中旬高点回落 49%、处 2022 年 1.7%分位 ..... | 17 |
| 2.4 供需分析：上游扩产热情不减，期待零售发力 .....                           | 18 |
| 2.4.1 供给端：上游持续扩产，明年未见减产迹象 .....                          | 18 |
| 2.4.2 需求端：美国终端需求延续快增、中国市场明年望加速培育 .....                   | 19 |
| 2.5 零售：美国市场快速渗透，中国仍处培育早期 .....                           | 20 |
| 2.5.1 美国零售：培育钻在婚庆市场快速渗透、11 月销售额同增 69.6% .....            | 20 |
| 2.5.2 中国零售：仍处培育早期、利润率与天然钻石接近、品牌具备布局动力 .....              | 22 |
| 2.6 投资建议：关注国内零售布局、技术领先的毛坯龙头 .....                        | 25 |
| 3、风险提示.....                                              | 26 |
| 3.1 黄金珠宝 .....                                           | 26 |
| 3.2 培育钻石 .....                                           | 26 |

## 图表目录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 图表 1： 未来一年中国消费者黄金珠宝购买需求增长预测 .....      | 5 |
| 图表 2： 我国结婚登记对数、出生人口数、金银珠宝零售额 yoy ..... | 5 |
| 图表 3： 我国 GDP 增速与金银珠宝零售额增速对比 .....      | 5 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 4: 我国金银珠宝零售额增速与金价增速对比 .....       | 5  |
| 图表 5: 金银珠宝月度零售额及同比 (亿元) .....        | 6  |
| 图表 6: 金银珠宝季度零售额及同比 (亿元) .....        | 6  |
| 图表 7: 2020-2022 年黄金珠宝板块估值变化 .....    | 6  |
| 图表 8: 国内、国际金价对比 (人民币、美元) .....       | 7  |
| 图表 9: 美元兑人民币中间价 .....                | 7  |
| 图表 10: 黄金珠宝板块营收增速与金银珠宝零售额增速对比 .....  | 7  |
| 图表 11: 黄金珠宝板块季度营收及增速 .....           | 7  |
| 图表 12: 黄金珠宝板块年度毛利额及同比 .....          | 7  |
| 图表 13: 黄金珠宝板块季度毛利额及同比 .....          | 7  |
| 图表 14: 黄金珠宝板块年度归母净利及同比 .....         | 8  |
| 图表 15: 黄金珠宝板块季度归母净利及同比 .....         | 8  |
| 图表 16: 传统黄金和时尚珠宝公司季度营收增速 .....       | 8  |
| 图表 17: 传统黄金和时尚珠宝公司季度归母净利增速 .....     | 8  |
| 图表 18: 传统黄金和时尚珠宝公司季度毛利率 .....        | 9  |
| 图表 19: 传统黄金和时尚珠宝公司季度销售费率 .....       | 9  |
| 图表 20: 传统黄金和时尚珠宝公司季度管理费率 .....       | 9  |
| 图表 21: 传统黄金和时尚珠宝公司季度净利率 .....        | 9  |
| 图表 22: 传统黄金和时尚珠宝公司存货周转率 .....        | 9  |
| 图表 23: 传统黄金和时尚珠宝公司应收账款周转率 .....      | 9  |
| 图表 24: 2022 年以来黄金珠宝板块涨跌幅 .....       | 10 |
| 图表 25: 2022 年以来黄金珠宝板块估值 .....        | 10 |
| 图表 26: 板块涨跌幅对比 (%) .....             | 10 |
| 图表 27: 重点个股涨跌幅 .....                 | 11 |
| 图表 28: 我国金银珠宝零售额与金价季度同比增速 .....      | 11 |
| 图表 29: 金银珠宝零售额与金价较 19 年复合增速对比 .....  | 11 |
| 图表 30: 周大福同店黄金首饰平均售价及同比 (港元) .....   | 12 |
| 图表 31: 2020 年中国黄金珠宝市场主要品牌市占率 .....   | 12 |
| 图表 32: 2020 年重点品牌门店数量占比 .....        | 12 |
| 图表 33: 主要珠宝品牌净开店 (家) .....           | 13 |
| 图表 34: 部分省市人均珠宝首饰零售额 (元/人) .....     | 13 |
| 图表 35: 我国人均珠宝消费额及同比 (元, %) .....     | 13 |
| 图表 36: 周大福各财年中国内地零售店数量结构 .....       | 14 |
| 图表 37: 周大福各财年中国内地零售额分城市占比 .....      | 14 |
| 图表 38: 中国黄金季度毛利率环比变动与金价环比涨跌幅对比 ..... | 14 |

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图表 39: 中国黄金存货周转天数 .....                        | 14 |
| 图表 40: 中国黄金盈利预测 .....                          | 15 |
| 图表 41: 周大生盈利预测 .....                           | 15 |
| 图表 42: 印度培育钻石进出口增速 (分月度) .....                 | 16 |
| 图表 43: 印度培育钻石进出口增速 (分季度) .....                 | 16 |
| 图表 44: 超硬材料板块季度营收及同比增速 .....                   | 16 |
| 图表 45: 超硬材料板块季度归母净利及同比增速 .....                 | 16 |
| 图表 46: 超硬材料板块季度毛利率及变动幅度 .....                  | 17 |
| 图表 47: 超硬材料板块季度净利率及变动幅度 .....                  | 17 |
| 图表 48: 超硬材料板块主要公司固定资产净增加 (亿元) .....            | 17 |
| 图表 49: 超硬材料板块主要公司购建固定资产的现金流出 (亿元) .....        | 17 |
| 图表 50: 2022 年以来培育钻石板块涨跌幅 .....                 | 18 |
| 图表 51: 2022 年以来培育钻石板块估值 .....                  | 18 |
| 图表 52: 板块涨跌幅对比 (%) .....                       | 18 |
| 图表 53: 重点个股涨跌幅 .....                           | 18 |
| 图表 54: 全球培育钻 HTHP 产能测算 .....                   | 19 |
| 图表 55: 全球培育钻 CVD 产能测算 .....                    | 19 |
| 图表 56: 全球培育钻消耗量、库存测算 .....                     | 20 |
| 图表 57: 美国培育钻自印度进口额及同比 .....                    | 20 |
| 图表 58: 美国培育钻自印度进口额/钻石总体进口额 .....               | 20 |
| 图表 59: 美国培育钻和天然钻需求量 .....                      | 21 |
| 图表 60: 美国培育成品钻零售价和成本走势 (以 2020 年 1 月为基准) ..... | 22 |
| 图表 61: 中国培育钻自印度进口额及同比 .....                    | 22 |
| 图表 62: 中国培育钻自印度进口额/钻石总体进口额 .....               | 22 |
| 图表 63: 淘系培育钻石首饰月度销售额及同比 .....                  | 23 |
| 图表 64: 淘系培育钻石首饰销售额渗透率 .....                    | 23 |
| 图表 65: 重点培育钻石品牌淘系、京东销售额及同比 (万元) .....          | 23 |
| 图表 66: 国内培育钻石产业链价值分布 (以 1 克拉钻戒为例) .....        | 24 |
| 图表 67: 天然钻石产业链利润分布 (假设毛坯钻开采单位成本=100) .....     | 24 |
| 图表 68: 潮宏基盈利预测 .....                           | 25 |
| 图表 69: 中兵红箭盈利预测 .....                          | 25 |
| 图表 70: 力量钻石盈利预测 .....                          | 26 |

## 1、黄金珠宝：疫情加速行业洗牌，防控优化龙头先受益

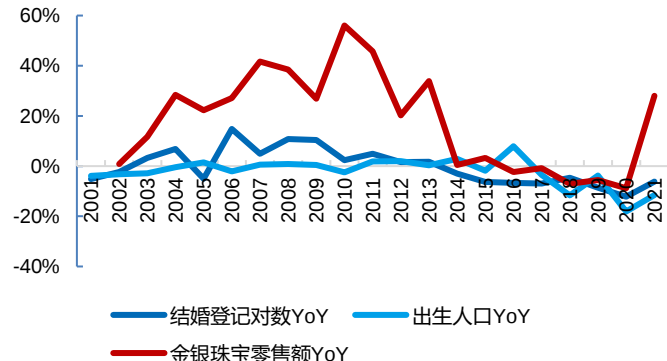
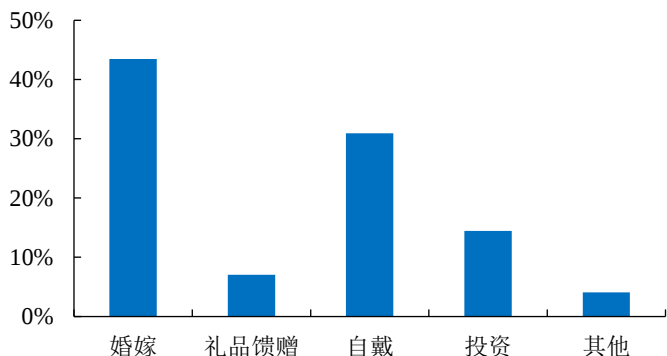
### 1.1 行业基本面：板块总体呈周期性，疫后有需求回补、估值先于业绩反应

我国黄金珠宝行业呈现周期性，主要受结婚对数和金价两大因素影响。

消费场景以婚庆为主，此外还有自戴、新生儿送礼等，历史数据看金银珠宝零售额增速与结婚登记对数、出生人口有一定关联，2014 年来结婚对数同比持续下滑、2018 年以来新生儿人口数同比持续下滑，金银珠宝零售额 2016-2019 年（不考虑疫情影响）连续下滑、15-19 年 CAGR4 为-4%。

图1：未来一年中国消费者黄金珠宝购买需求增长预测

图2：我国结婚登记对数、出生人口数、金银珠宝零售额 yoy



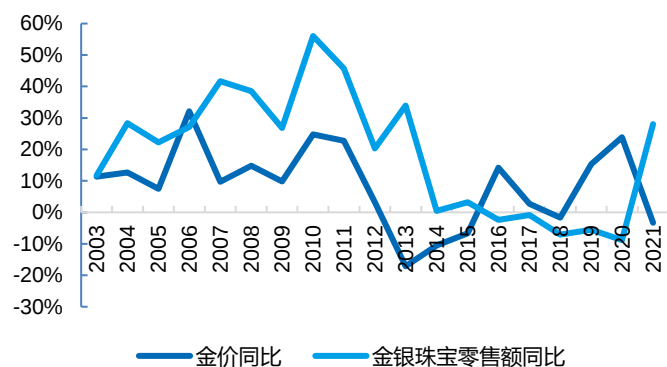
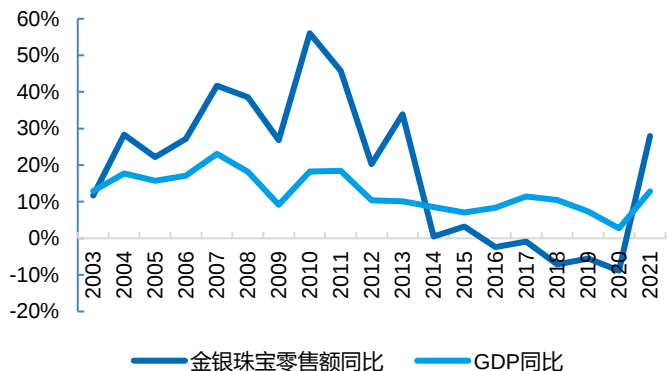
来源：世界黄金协会、中国黄金报社、北京黄金经济发展研究中心联合发布的《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》（2020 年 11 月），国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

品类结构上，黄金消费占主导，根据中国黄金协会，2021 年我国黄金消费占珠宝总体的 58%、黄金产品定价主要采用金价+加工费的模式，终端价格及消费需求受金价影响较大，金价持续上行时、利好投资类金条消费，金价短期下跌利好金饰需求释放。

图3：我国 GDP 增速与金银珠宝零售额增速对比

图4：我国金银珠宝零售额增速与金价增速对比



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

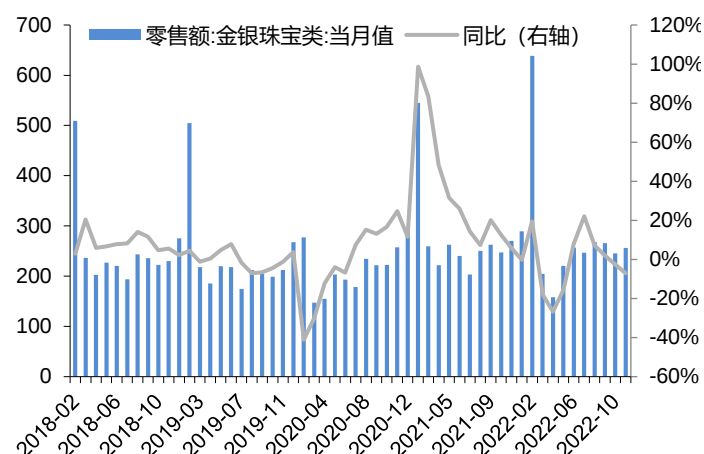
复盘 2020 年、2022 年上半年两轮疫情后修复，黄金珠宝疫后均呈现明显的需求回补。

2020 年 1-2 月金银珠宝零售额同降 45%，3-6 月延续同比下滑、但降幅总体持续收窄，2020 年 7 月增速首次回正（4 月武汉解封）、同增 7.5%，2020 同降 13%。Q3 现消费复苏，3Q20/4Q20 分别增 9%/14%，显著快于历史增速（14-19 年 CAGR5 为-2.6%）。

2022 年 6 月初疫情缓解、6 月零售额同增 8%、7 月同增 22%，修复速度及力度均好于 2020 年。

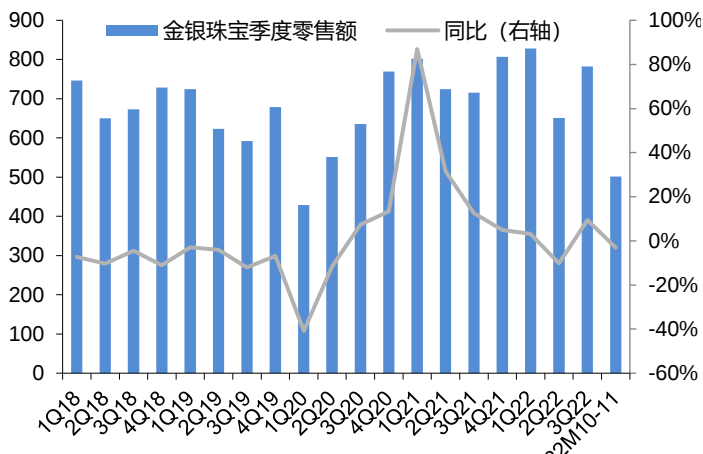
分季度，2Q22 淡季+疫情影响、同降 10%，3Q22 增 9%，22M10-11 疫情反复、同降 3%，防控优化背景下，预计 1-2Q23 逐步修复，2Q23 或存低基数效应。

图表5: 金银珠宝月度零售额及同比 (亿元)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表6: 金银珠宝季度零售额及同比 (亿元)



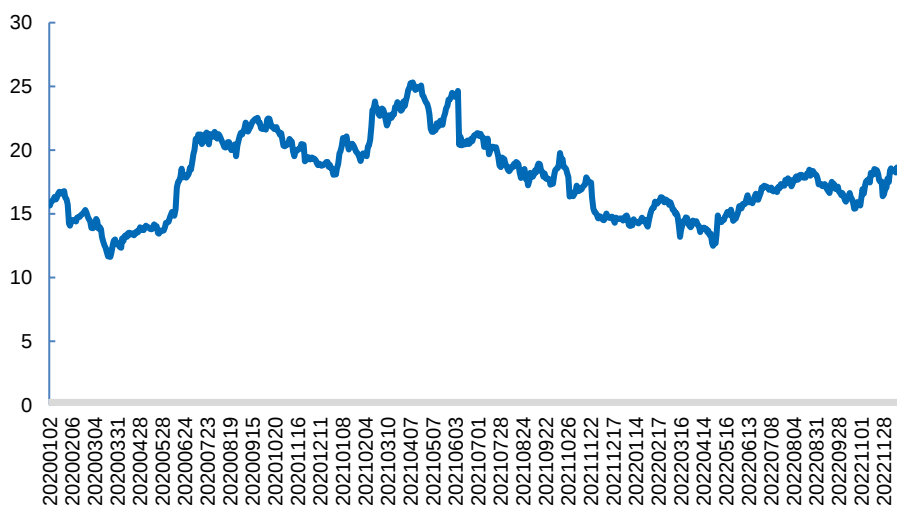
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

2020年以来, 板块估值在10-25倍波动。复盘两轮疫情下估值变化, 黄金珠宝线下消费占比90%+, 与疫情好转/放开时点有强相关性, 估值启动先于业绩/社零数据兑现。

20年疫情, 估值从1月20日的17倍下行至最低点3月23日的12倍、累计下调29%, 后随疫情逐步得到缓解, 估值4-5月从13倍上升至15倍、提升15%; 20年5、6月金银珠宝零售额分别同降3.9%、同降6.8%, 降幅较2-4月明显收窄, 景气度拐点出现拉升板块估值, 从20年6月初的14倍升至10月底的22倍、估值提升57%、达到19年来高点。

2022年5月下旬至8月受益疫情缓解、部分地区520、7月、七夕销售较好, 金银珠宝零售额数据明显修复, 板块估值提升30%至17倍。11月末以来防控优化、估值提升、累计涨13%。

图表7: 2020-2022年黄金珠宝板块估值变化



来源: Wind, 国金证券研究所

## 1.2 金价跟踪: 截至12月9日今年国内金价累计涨8%

今年以来截至12月9日, 国内/国际金价分别累计涨8%/跌1%。2月中下旬俄乌冲突催化, 金价累计上涨12%、达今年以来高点, 后逐步回落; 7月金价出现短期内较大幅度下跌, 7月5日-7月20日国内金价累计下跌4.7%, 从390+元/克降至372元/克; 11月中旬以来, 金价再度拉升, 主要系美国衰退预期升温, 11月国内/国际金价累计涨4%/7%, 在明年利率端下行速率快于通胀端的情况下, 实际利率综合水位预计将有所回落、提振金价, 当前金价处上行通道。

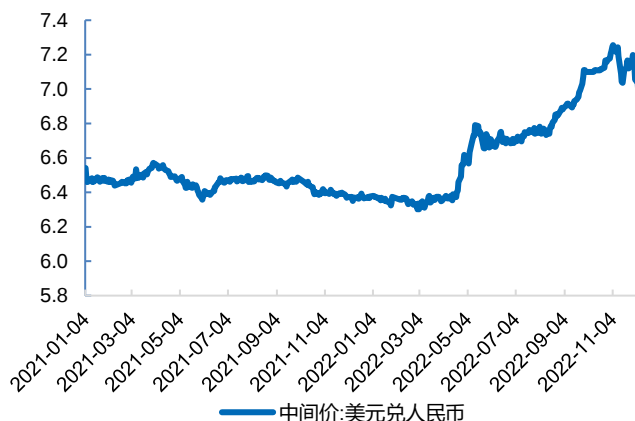
年内国内国际金价分别在4-5月、8-11月两次出现走势背离, 主要系人民币兑美元贬值。

图表8：国内、国际金价对比（人民币、美元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：美元兑人民币中间价



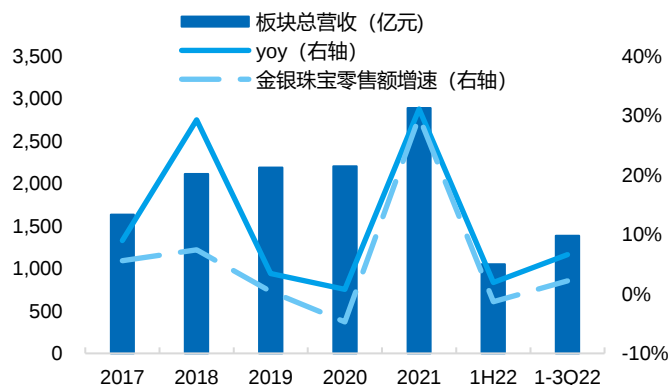
来源：中国人民银行，国金证券研究所

### 1.3 上市公司业绩复盘：Q3 环比改善，龙头持续跑赢大盘

1-3Q22 黄金珠宝上市公司珠宝业务营收 1386 亿元、同增 6.61%；分季度看，Q1/Q2/Q3 分别同比+12.6%/-8%/+10.5%，主要受到多地疫情反复影响，其中 7 月金价急跌催化、销售增长提速。

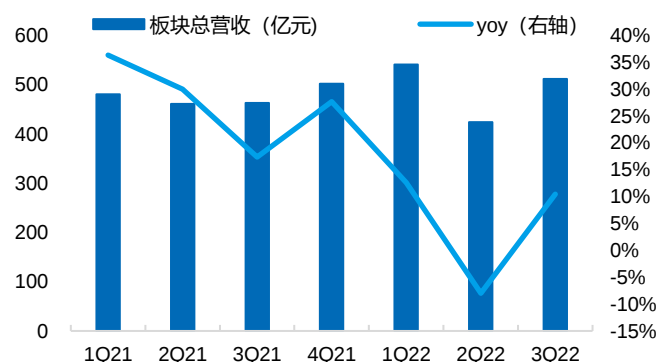
上市公司合计收入增速持续跑赢大盘，1-3Q22 金银珠宝零售额同增 2.2%，行业集中度 2017 年来持续提升。

图表10：黄金珠宝板块营收增速与金银珠宝零售额增速对比



来源：公司公告，国家统计局，国金证券研究所

图表11：黄金珠宝板块季度营收及增速



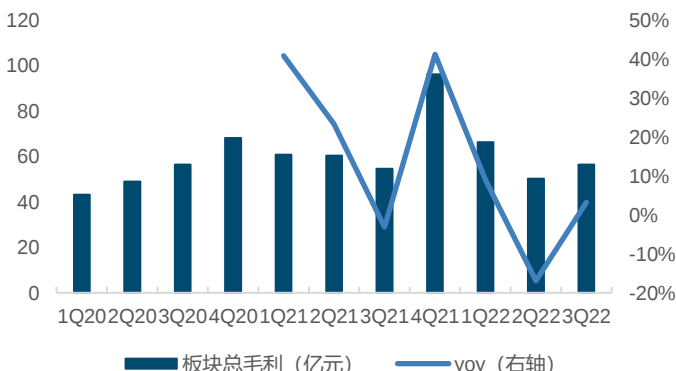
来源：公司公告，国金证券研究所

1-3Q22 板块总毛利 173 亿元、同降 2%，分季度看，22Q1-3 毛利额分别同比+9%/-17%/+3%，Q3 毛利增速回正、增幅小于收入端，主要系重点公司结构中黄金占比提升、加盟占比提升，高毛利天然钻石镶嵌业务主要受行业景气度影响增长承压。

图表12：黄金珠宝板块年度毛利额及同比



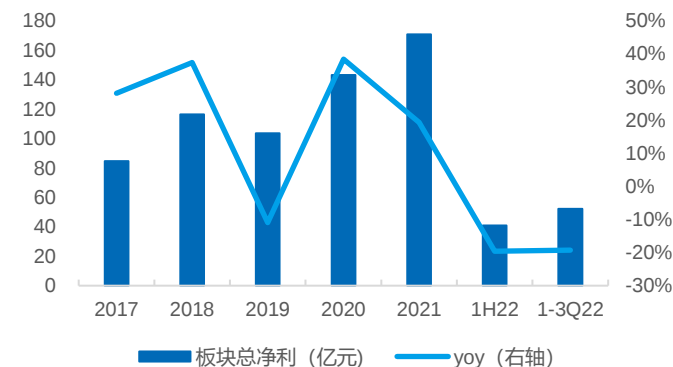
图表13：黄金珠宝板块季度毛利额及同比



来源：公司公告，国金证券研究所

22Q1-3 各季度来看，板块归母净利持续承压，前三季度同降 19%，Q3 随上海等地疫情缓解 7 月金价下跌提振消费、同降 12%、降幅环比收窄。同比仍承压主要系：1) 低毛利的黄金产品、加盟渠道收入占比提升；2) 多地疫情反复、影响费用。

图表14：黄金珠宝板块年度归母净利及同比

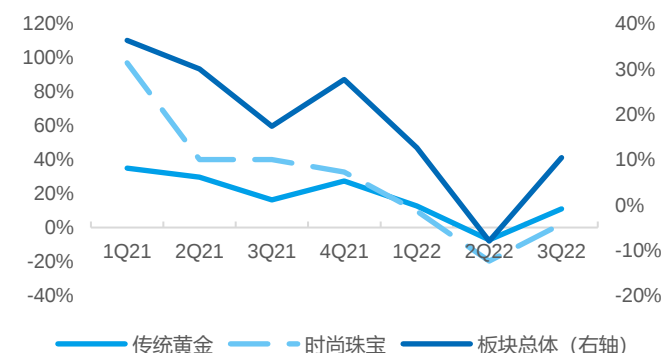


来源：公司公告，国金证券研究所

分板块对比来看，1-3Q22 传统黄金、时尚珠宝相关公司营收分别同比+7%/-3%，2022 年来连续三个季度传统黄金公司增速快于时尚珠宝。

1-3Q22 传统黄金、时尚珠宝公司归母净利累计同比-19%/-21%，2-3Q22 疫情对时尚珠宝品类影响较大，黄金相对平稳，1Q22 时尚珠宝板块净利增 9%、好于传统黄金的-17%，疫情相对可控情况下更具向上弹性。

图表16：传统黄金和时尚珠宝公司季度营收增速



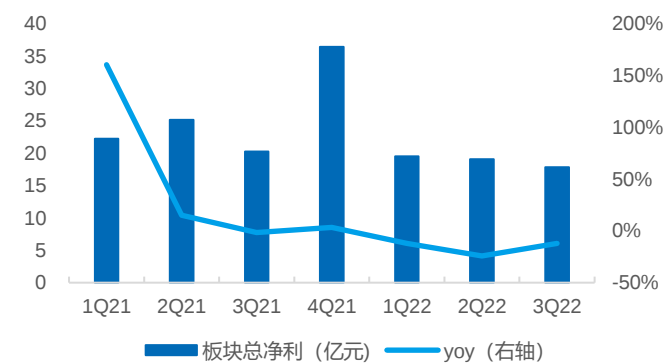
来源：公司公告，国金证券研究所

2H20 以来板块毛利率总体下行，主要系低毛利加盟占比提升，传统黄金毛利率呈现波动、主要与金价相关，时尚珠宝毛利率相对平稳。3Q22 传统黄金/时尚珠宝毛利率 9.3%/43%，环比-0.7/-2.3PCT，同比-0.4/-5.2PCT。

传统黄金板块销售费率总体平稳、处低位，时尚珠宝板块销售费率波动较大，2H20 以来中枢呈提升趋势。3Q22 板块总体销售费率 4.24%、同比提升 0.1PCT，其中传统黄金/时尚珠宝分别提升 0.1/1.9PCT。

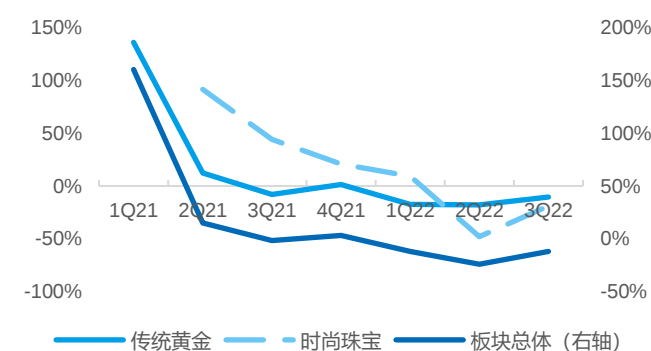
来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：黄金珠宝板块季度归母净利及同比



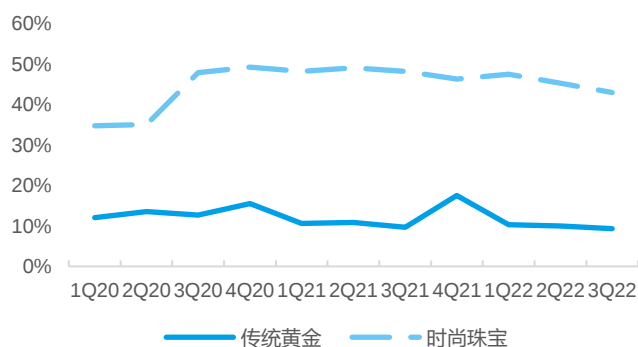
来源：公司公告，国金证券研究所

图表17：传统黄金和时尚珠宝公司季度归母净利增速



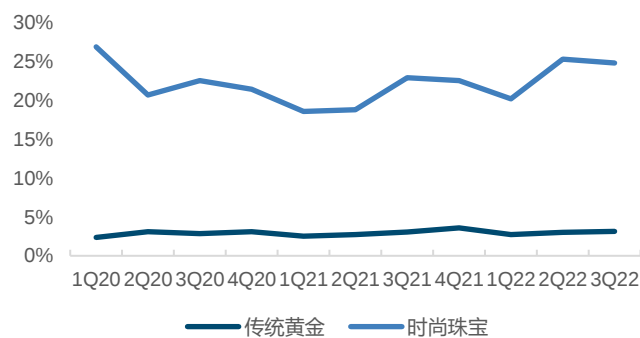
来源：公司公告，国金证券研究所

图表18: 传统黄金和时尚珠宝公司季度毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 传统黄金和时尚珠宝公司季度销售费率

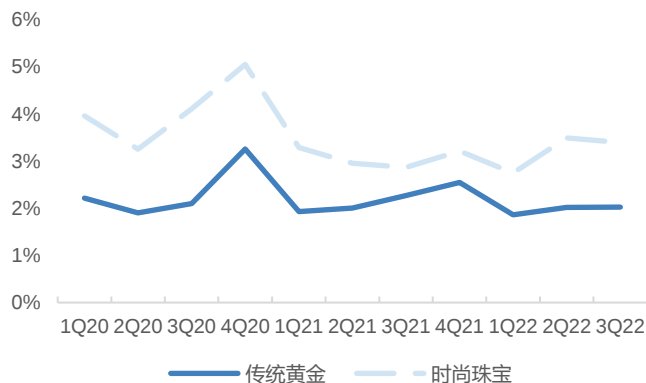


来源: 公司公告, 国金证券研究所

管理费率 Q3 总体略降 0.2PCT, 传统黄金/时尚珠宝分别同比-0.2/+0.5PCT。

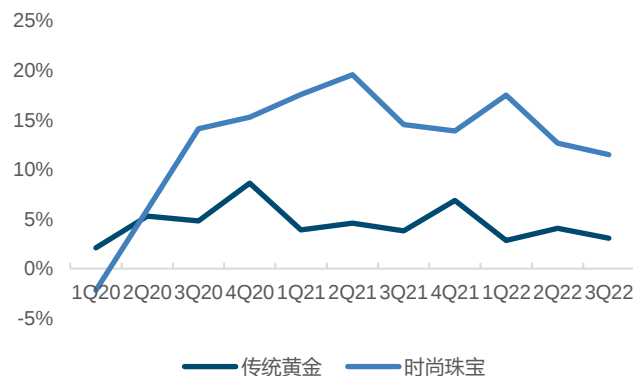
净利率方面 2H21 以来板块总体波动下行, 3Q22 传统黄金/时尚珠宝分别为 3.1%/11.5%。

图表20: 传统黄金和时尚珠宝公司季度管理费率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表21: 传统黄金和时尚珠宝公司季度净利率

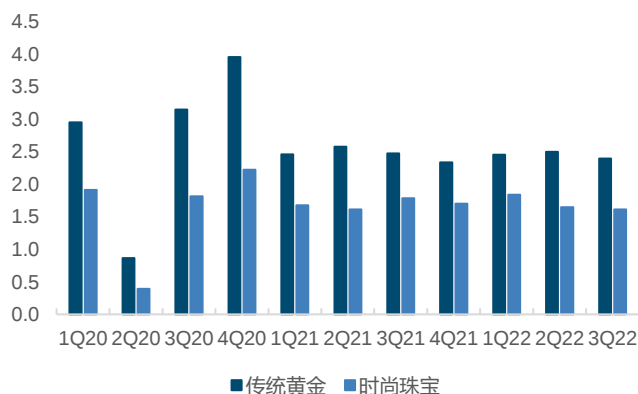


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3Q22 板块存货周转率同环比均有放缓, 传统黄金/时尚珠宝分别为 2.4/1.6 次/年。

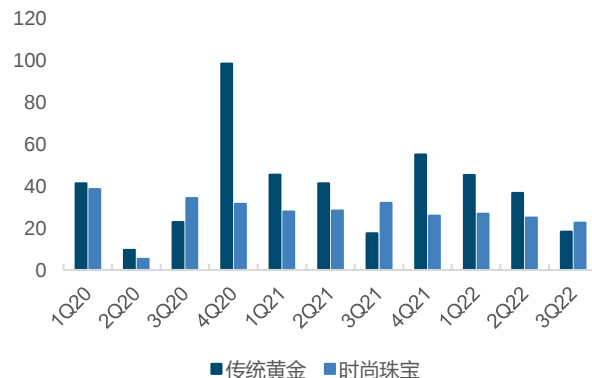
Q3 传统黄金/时尚珠宝应收账款周转率分别为 18/23 次/年, 环比均放缓, 主要系 9 月末多家珠宝公司举办订货会、黄金类产品批发通常有给予加盟商账期支持, 部分货款 10 月结算; 同比来看, 传统黄金略有加快、时尚珠宝放缓。

图表22: 传统黄金和时尚珠宝公司存货周转率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 传统黄金和时尚珠宝公司应收账款周转率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 1.4 行情回顾: 11 月末防控优化估值升 13%、当前为 19 倍

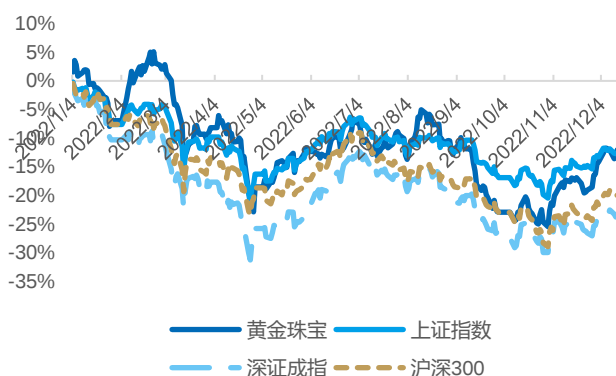
2022 年以来截至 12 月 14 日, 上证指数、深证成指、沪深 300 分别跌 12.73%、跌 23.8%、跌 19.95%, 黄金珠宝板块

跌 11.96%，跑赢沪深 300 7.99PCT。板块对比，黄金珠宝处行业中上游。

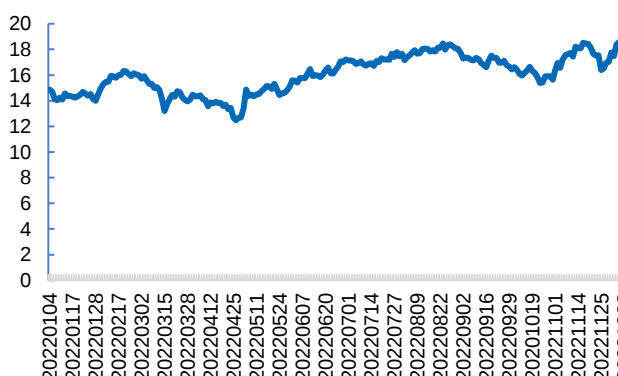
板块估值 1 月末至 3 月初抬升 7% 至 16 倍，主要系春节+情人节销售靓丽、金价上行优化品牌商盈利；随后多地疫情反复、估值回调 19% 至 13 倍；5 月下旬至 8 月受益疫情缓解、部分地区 520、7 月、七夕销售较好，金银珠宝零售额数据明显修复，板块估值提升 30% 至 17 倍。11 月末以来防控优化、估值提升、累计涨 13%，截至 12 月 14 日收盘为 19 倍、今年累计涨 25%、处近 5 年 70% 分位。

个股方面，2022 年初至 12 月 14 日，萃华珠宝（↑62.96%）/明牌珠宝（↑10.16%）涨幅居前，曼卡龙（↓32.1%）/ST 金洲（↓29.8%）跌幅居前。

图表24：2022 年以来黄金珠宝板块涨跌幅



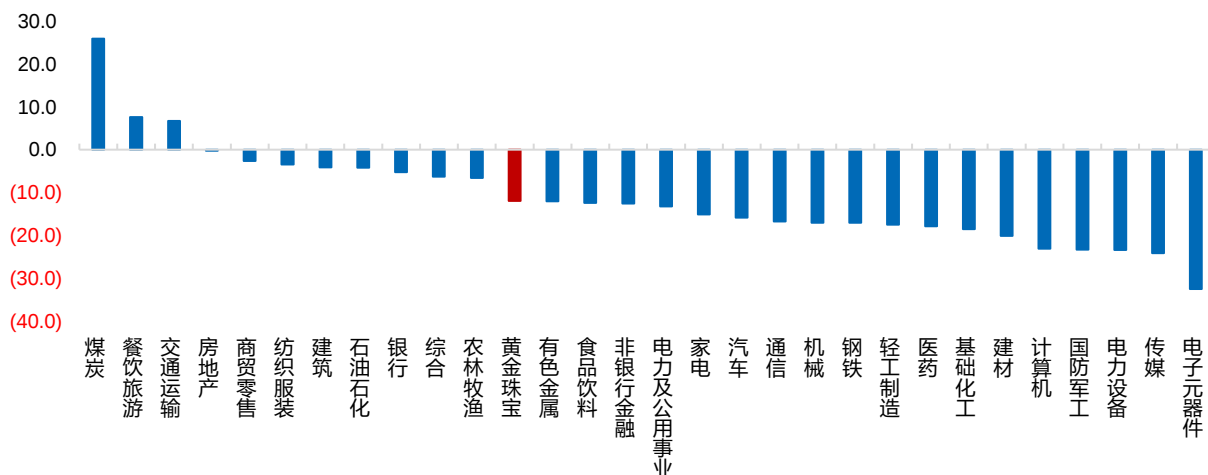
图表25：2022 年以来黄金珠宝板块估值



来源：Wind，国金证券研究所（注：此处统计 2022 年 1 月 4 日至 12 月 14 日涨跌幅）

来源：Wind，国金证券研究所（注：此处统计 2022 年 1 月 4 日至 12 月 14 日涨跌幅）

图表26：板块涨跌幅对比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：此处统计 2022 年 1 月 4 日至 12 月 14 日涨跌幅）

图表27：重点个股涨跌幅

| 证券代码      | 证券简称  | 收盘价<br>(元) | 累计涨跌幅<br>(%) | 相对板块涨跌幅<br>(%) | 累计成交量<br>(万股) | 市值<br>(亿元) |
|-----------|-------|------------|--------------|----------------|---------------|------------|
| 002731.SZ | 萃华珠宝  | 17.49      | 62.96        | 74.92          | 164373        | 45         |
| 002574.SZ | 明牌珠宝  | 5.42       | 10.16        | 22.12          | 142807        | 29         |
| 002721.SZ | 金一文化  | 3.28       | 0.31         | 12.27          | 686958        | 31         |
| 600612.SH | 老凤祥   | 42.99      | -2.44        | 9.52           | 30556         | 225        |
| 600916.SH | 中国黄金  | 13.09      | -2.53        | 9.43           | 514885        | 220        |
| 002345.SZ | 潮宏基   | 4.82       | -8.48        | 3.48           | 346353        | 43         |
| 000026.SZ | 飞亚达   | 10.53      | -8.55        | 3.41           | 108011        | 45         |
| 603900.SH | 莱绅通灵  | 6.80       | -12.32       | -0.36          | 73482         | 23         |
| 002867.SZ | 周大生   | 14.21      | -17.19       | -5.23          | 177991        | 156        |
| 600655.SH | 豫园股份  | 7.86       | -20.89       | -8.93          | 257152        | 307        |
| 605599.SH | 菜百股份  | 9.69       | -25.71       | -13.75         | 73391         | 75         |
| 000587.SZ | *ST金洲 | 1.06       | -29.80       | -17.84         | 537570        | 23         |
| 300945.SZ | 曼卡龙   | 14.18      | -32.10       | -20.14         | 150915        | 29         |

来源：Wind，国金证券研究所（注：此处统计 2022 年 1 月 4 日至 12 月 14 日涨跌幅）

## 1.5 行业趋势：悦己需求贡献增量、龙头逆势开店集中度提升

### 1.5.1 趋势一：黄金工艺升级+悦己需求崛起，2H21 以来逐步贡献增量、行业开始展现成长性

拆分量价，2004-2015 年行业规模的增长主要由量贡献、行业处快速成长期。2014 年“抢金潮”后，步入成熟期、增速放缓，受制于 GDP 增速放缓、结婚对数下滑等宏观因素致需求量疲软，行业规模 2016 年开始呈同比下滑。

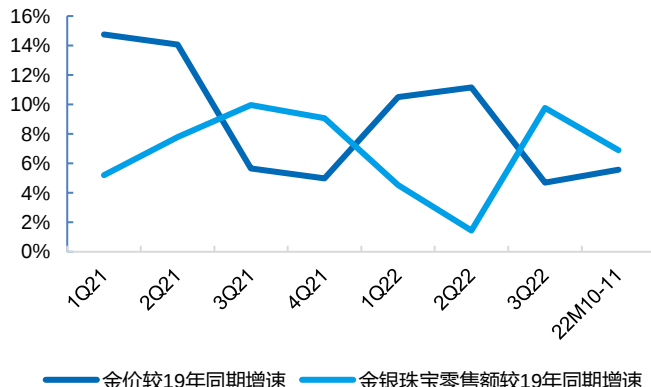
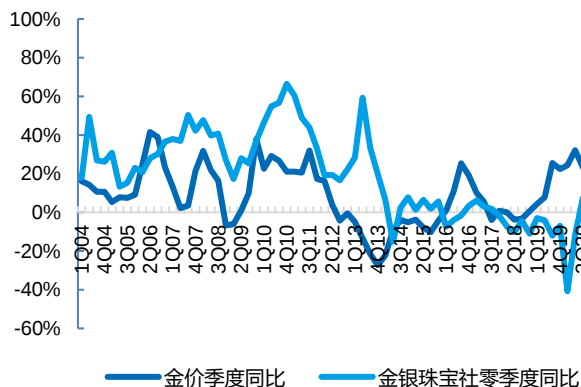
2H21 以来不考虑疫情波动，量的贡献增加。20 年 7 月零售额增速疫后首次回正，3-4Q20 同增 9%/14%、高于疫前历史增速、需求现回补；1~4Q21 较 19 年同期增 9%/8%/10%/9%、实现“抢金潮”后最快增长，1H21 主要由价贡献、量尚未恢复至疫前水平，2H21 量价贡献各半。

1-3Q22 零售额同比+3%/-10%/+9%，其中 Q1-2 仍主要由价贡献，因为：1）3 月俄乌冲突催化金价急升；2）疫情影响线下销售。分析受疫情影响小的 1-2 月，零售额同比+17%、金价同降 2%。

3Q22 主要由量贡献，3Q22 金价同增 3%、推算销量同增约 6%，其中 7 月金价下跌有所催化。

图表28：我国金银珠宝零售额与金价季度同比增速

图表29：金银珠宝零售额与金价较 19 年复合增速对比



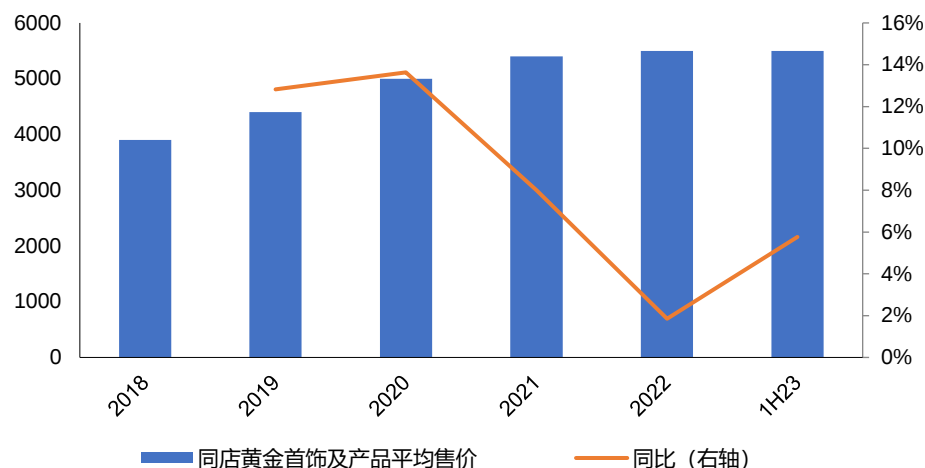
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

除金价和疫情影响外，我们认为量的增长主要来自黄金工艺升级、悦己需求的崛起。如古法金工艺于 2019 年兴起，带动黄金首饰向高客单、大克重发展，同时古法金终端加工费高于普通黄金首饰、故品牌及加盟商利润空间相对更大。参考周大福财报，2023 上半财年（对应 2022 年 4-9 月），其传承系列零售额占中国大陆黄金首饰及产品品牌零售额的 40.7%，带动同店黄金首饰平均售价同比增长 6%，均价自 2019 年大力推广古法金产品以来，持续提升。

中国黄金、老凤祥、周大生、潮宏基等头部珠宝品牌先后推出自己的古法金系列，带动行业向上增长。根据中国珠宝首饰行业协会，2020 年古法金占我国黄金首饰及产品零售额的 16%，3D/5D、5G 黄金分别占比 16%/17%，预计 2021-2022 年精加工工艺黄金首饰零售额占比进一步提升、带动客单价及销量（主要表现为大克重产品占比提升）增长。

图表30：周大福同店黄金首饰平均售价及同比（港元）

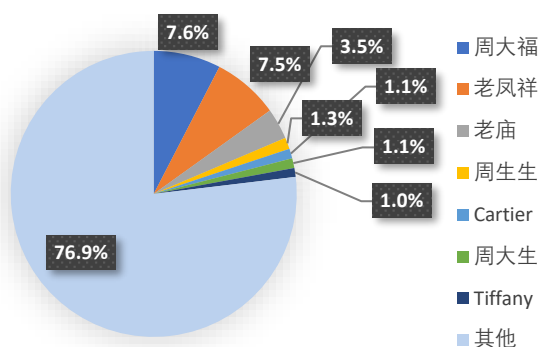


来源：周大福公告，国金证券研究所

### 1.5.2 趋势二：龙头加速开店、下沉市场仍具较大成长空间，行业集中度持续提升

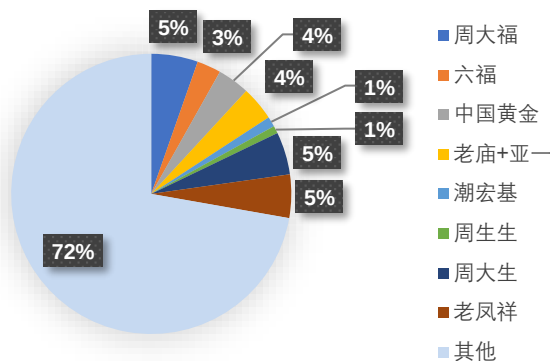
龙头业绩持续跑赢大盘主要体现在开店能力。根据 Euromonitor, 2020 年我国黄金珠宝行业 CR5 为 21%、CR10 为 24.9%、集中度较低，其中市占率前三的均为本土品牌，分别是周大福、老凤祥、老庙，根据中国珠宝玉石协会及各公司公告，2020 年我国黄金珠宝终端零售店铺数约 8.1 万家，其中销售额市占率较高的品牌终端门店数量同样较高，当前市场主要竞争壁垒在渠道拓展能力。

图表31：2020 年中国黄金珠宝市场主要品牌市占率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

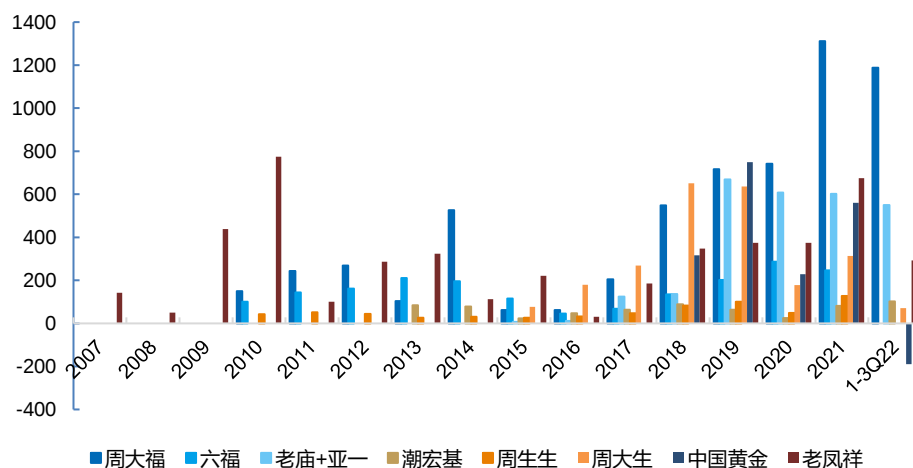
图表32：2020 年重点品牌门店数量占比



来源：中国珠宝玉石协会，各公司公告，国金证券研究所

1-3Q22，龙头周大福、老凤祥和老庙持续保持快于同业的开店速度，分别净开店 1188 家/292 家/550 家，在上市公司中排名前三（周生生、六福尚未披露三季度情况、故暂不考虑）。

图表33：主要珠宝品牌净开店（家）



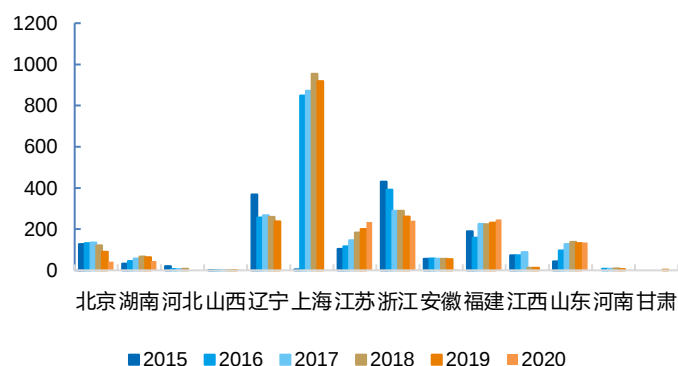
来源：各公司公告，国金证券研究所

开店空间来看，低线市场为当前头部品牌主要竞争区域，其人均消费和渗透率均较一线城市、东部沿海经济发达地区有明显提升空间。

根据 Euromonitor 和国家统计局，2021 年我国人均珠宝消费额 541 元、同增 18%，较 19 年增 4%、创新高。16-19 年零售额规模同降、人均消费持续增长、CAGR3 为 3%。

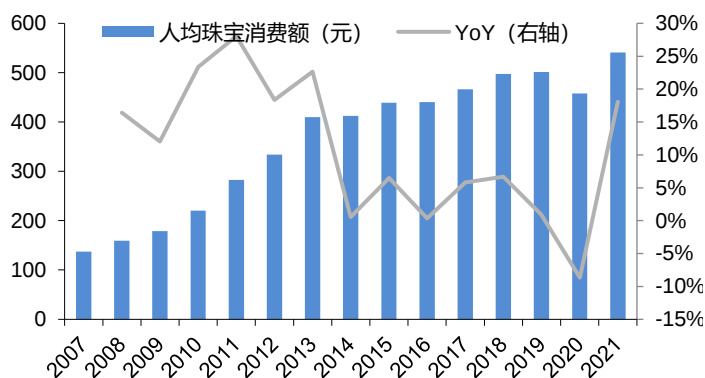
人均消费的增长预计主要系低线城市消费力、渗透率的提升。我国珠宝首饰零售额规模较高的为江浙沪及山东辽宁，人均消费额上海 2020 年超 900 元、显著高于其他省市。

图表34：部分省市人均珠宝首饰零售额（元/人）



来源：各省统计年鉴，国金证券研究所

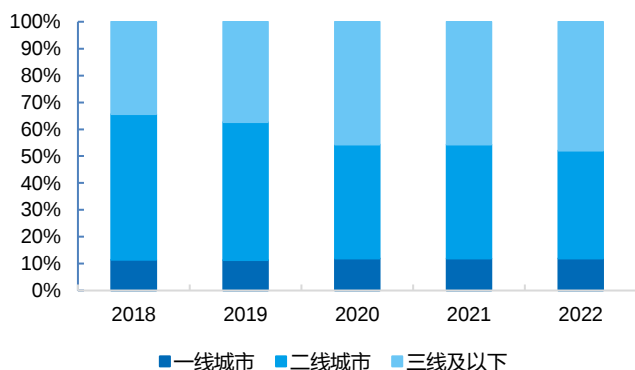
图表35：我国人均珠宝消费额及同比（元，%）



来源：Euromonitor，国家统计局，国金证券研究所（注：由 Euromonitor 年珠宝首饰零售额规模除以年末总人口得到人均消费额）

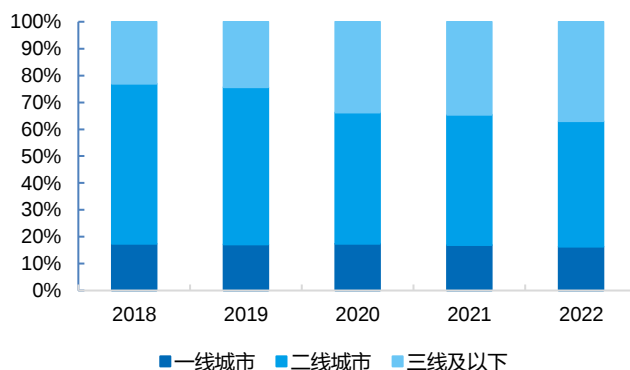
以周大福为例，截至 2022 财年末（2022 年 3 月底），在中国大陆共有 5757 家零售点，其中三线及以下城市门店数占比 47.9%（+2.2PCT），自 2018 年提出新城镇计划突破下沉市场以来，占比提升 13.5PCT。从零售值贡献来看，2022 财年三线及以下城市零售值贡献 36.9%（+2.3PCT），较 2018 年提升 13.9PCT。加速下沉低线城市有望成为龙头业绩增长主要驱动力。

图表36：周大福各财年中国内地零售店数量结构



来源：周大福公告，国金证券研究所

图表37：周大福各财年中国内地零售额分城市占比



来源：周大福公告，国金证券研究所

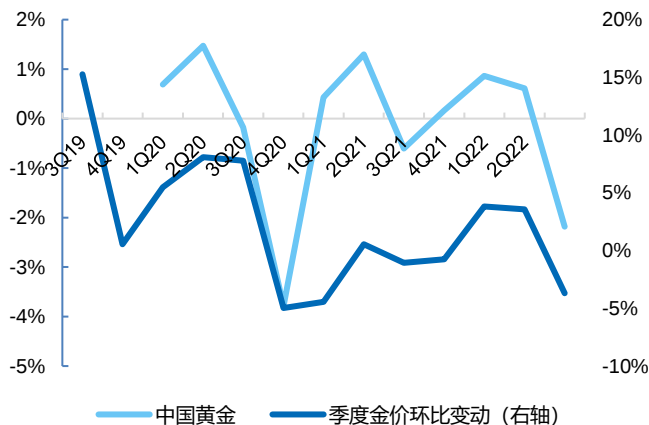
## 1.6 投资建议：把握防控优化弹性标的、金价上涨受益标的

### 1.6.1 投资主线一：关注金价上涨弹性标的中国黄金

公司主营黄金首饰及产品、金条占比 50%+，在我们 2022 年 8 月 8 日发布的《金价上涨，珠宝品牌业绩弹性几何？》中，通过理论分析及历史数据验证，得出其他条件不变假设下，金价持续上行，金条占比高、直营占比高、黄金套保比利低的公司望实现毛利率&销量双升，其中中国黄金为我们认为金价上涨时弹性最大的标的。

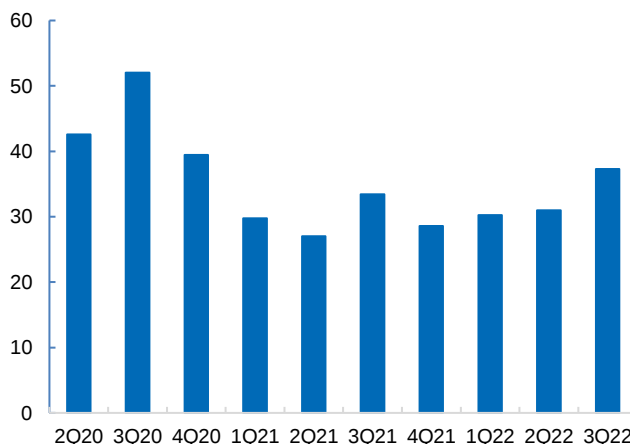
历史数据来看，公司季度毛利率与金价环比同向变动，且存货周转稳定在 1 个月左右，金价变动能够在季度内传导至毛利端。3Q22 金价在 7 月急跌，季度金价环比-4%，公司毛利率环比-2PCT。

图表38：中国黄金季度毛利率环比变动与金价环比涨跌幅对比



来源：上海金交所，中国黄金公告，国金证券研究所

图表39：中国黄金存货周转天数



来源：中国黄金公告，国金证券研究所

1H22 半年报公司披露将入局培育钻全产业链，预计 1Q23 部分进展望落地，叠加疫情放开或有望加速培育钻零售布局、业绩向上弹性强。

公司近 5 年平均毛利率在 3%-5%，净利率在 1%-2%，培育钻石零售毛净利率高于黄金、且公司目标一体化布局内化毛坯/裸钻批发价波动，有望显著改善其盈利能力。

预计 22-24 年 eps 分别为 0.53/0.73/1.06 元，对应 PE 32/23/16 倍，维持“增持”评级。

**图表40：中国黄金盈利预测**

| 项目             | 2020    | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 33,788  | 50,758 | 51,922 | 65,715 | 84,832 |
| 营业收入增长率        | -11.72% | 50.23% | 2.29%  | 26.56% | 29.09% |
| 归母净利润(百万元)     | 500     | 794    | 891    | 1,233  | 1,786  |
| 归母净利润增长率       | 10.79%  | 58.84% | 12.13% | 38.43% | 44.85% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.333   | 0.473  | 0.530  | 0.734  | 1.063  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.37    | 0.49   | 0.07   | -0.08  | -0.03  |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 9.62%   | 12.12% | 12.68% | 16.00% | 20.29% |
| P/E            |         | 29.04  | 31.55  | 22.79  | 15.74  |
| P/B            |         | 3.52   | 4.00   | 3.65   | 3.19   |

来源：中国黄金公告，国金证券研究所（注：采用 2022 年 12 月 23 日收盘价）

### 1.6.2 投资主线二：黄金产品发力、渠道优化、具备自身向上 alpha 的周大生

9 月推出“周大生经典”面向年轻群体，主打时尚黄金首饰、加盟投资门槛低于标准店，有望驱动开店加速；产品方面，强化黄金产品设计取得良好成效，1H22 疫情影响下，自营+加盟黄金销量可比口径仍取得 15% 增长。22Q2-3 主要受西南、广深地区疫情影响较大，疫后修复叠加自身经营改善、预计弹性较大。

预计 22-24 年 eps 为 1.03/1.37/1.51 元，对应 PE 为 14/10/9 倍，维持“买入”评级。

**图表41：周大生盈利预测**

| 项目             | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 5,084  | 9,155  | 11,753 | 13,923 | 14,857 |
| 营业收入增长率        | -6.53% | 80.07% | 28.37% | 18.47% | 6.71%  |
| 归母净利润(百万元)     | 1,013  | 1,225  | 1,127  | 1,500  | 1,650  |
| 归母净利润增长率       | 2.21%  | 20.85% | -7.96% | 33.12% | 9.94%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.387  | 1.117  | 1.029  | 1.369  | 1.505  |
| 每股经营性现金流净额     | 1.86   | 0.18   | 0.42   | 0.98   | 1.41   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 18.81% | 21.16% | 17.90% | 20.70% | 19.88% |
| P/E            | 19.22  | 15.92  | 13.81  | 10.37  | 9.43   |
| P/B            | 3.62   | 3.37   | 2.47   | 2.15   | 1.88   |

来源：周大生公告，国金证券研究所（注：采用 2022 年 12 月 23 日收盘价）

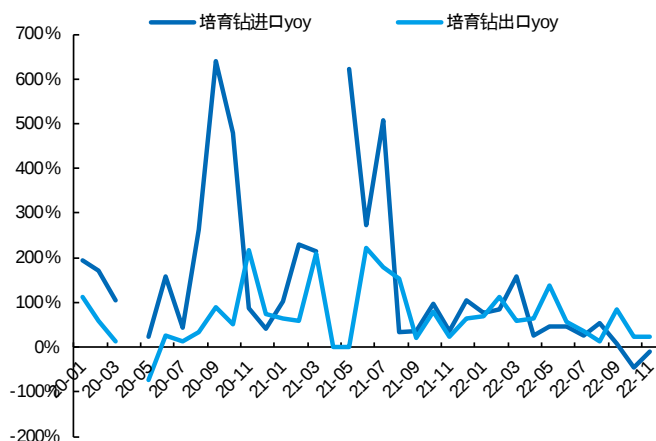
## 2、培育钻石：上游扩产热情不减，期待零售端发力

### 2.1 印度进出口跟踪：2022 中游铺货需求减弱，关注节后补库需求

1-3Q22 印度培育钻毛坯进口额同增 106%/30%/27%，裸钻出口额同增 77%/82%/42%，1Q22 进出口均增长提速、毛坯产量供不应求价格上涨、市场景气度处高位；2Q22 毛坯进口增速有明显放缓，裸钻出口增长进一步提速，首次出现出口增速大于进口、中游铺货需求开始减弱；3Q22 随市场毛坯价格、裸钻批发价格下行，进出口增速均放缓。

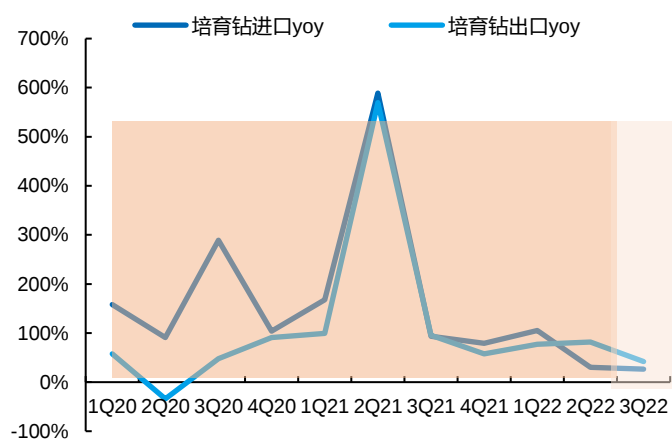
进入 22Q4，10-11 月毛坯进口额同比-30%、现下滑，主要系：1) 印度排灯节假日假期延长、工厂停工，2) 10 月下旬河南疫情影响生产，11 月降幅环比收窄，预计 12 月随疫情缓解、进一步修复；裸钻出口额 10-11 月同增 22%、增速环比放缓。

图表42: 印度培育钻石进出口增速 (分月度)



来源: GJEPC, 国金证券研究所

图表43: 印度培育钻石进出口增速 (分季度)



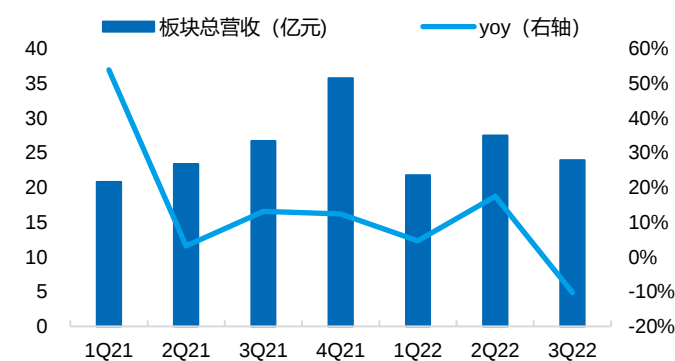
来源: GJEPC, 国金证券研究所

## 2.2 板块基本面回顾: 1-2Q22 行业扩产收入增长提速, 3Q22 毛坯降价致收入净利承压

1-3Q22 培育钻板块上市公司总营收 73 亿元、同增 3%，其中 1H22/单 Q3 同比+11%/-10%、Q3 环降 13%。Q3 毛坯出厂价下降、力量钻石均价-30%，致力量钻石/中兵红箭/黄河旋风营收分别同比+80%/-17%/-7%，力量钻石环比增速略有放缓、黄河旋风环比降幅扩大、中兵红箭 Q3 现下滑。

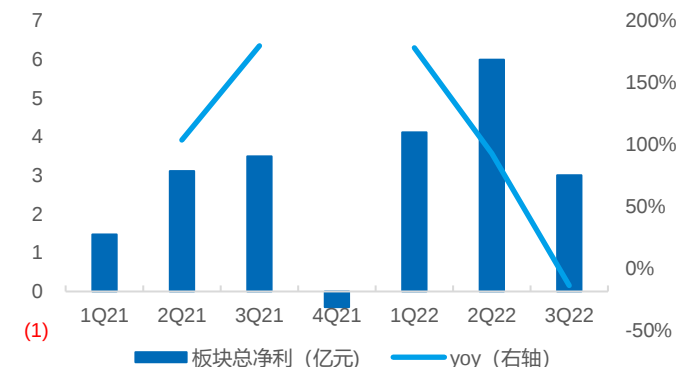
1-3Q22 板块上市公司归母净利润 13 亿元、同增 62%，1H22/单 Q3 同比+120%/-14%、Q3 环降 50%。

图表44: 超硬材料板块季度营收及同比增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表45: 超硬材料板块季度归母净利及同比增速



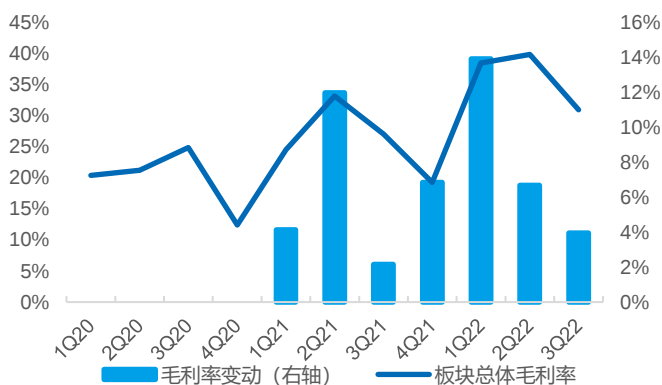
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1H22 随高毛利培育钻业务占比提升、毛利率同环比均提升。1Q22 板块毛利率+14PCT 至 38.4%;2Q22 板块毛利率 39.8%、同比提升 6.6PCT、环比提升 1.5PCT。

3Q22 板块毛利率 31%、同比提升 4PCT、环比下降 9PCT，同比提升主要系高毛利培育钻业务占比提升，环比下降主要系毛坯价格下降。力量钻石/中兵红箭/黄河旋风毛利率 59%/28%/30%，同比-1/+3/+0.2PCT，环比-9/-8/-11PCT。

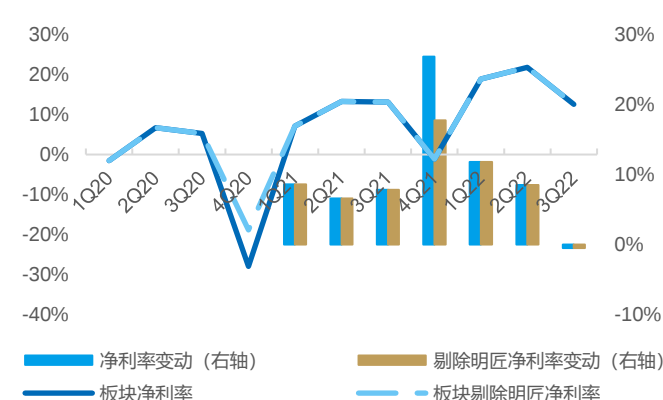
1H22 板块净利率 20.5%、+10.14PCT；3Q22 板块净利率 13%、同降 1PCT、环降 9PCT。

图表46: 超硬材料板块季度毛利率及变动幅度



来源: 公司公告, 国金证券研究所

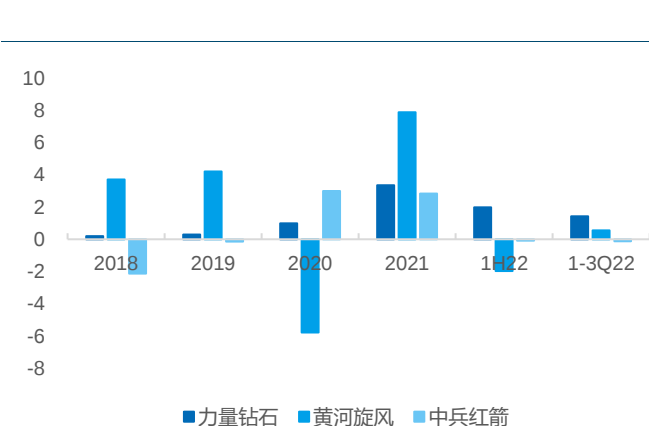
图表47: 超硬材料板块季度净利率及变动幅度



来源: 公司公告, 国金证券研究所

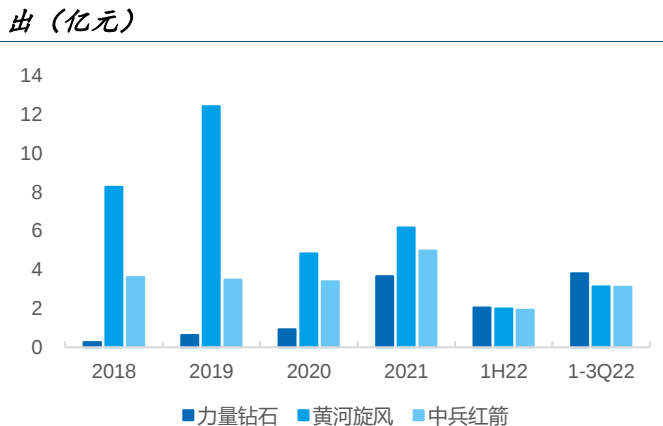
龙头公司进一步扩产, 力量钻石 1-3Q22 固定资产净增加 3.4 亿元, 其中单 Q3 固定资产净增加 1.4 亿元, 购建固定资产的现金净流出 1.8 亿元, 新增装机 150 台。黄河旋风 Q3 固定资产净增加 0.6 亿元, 购建固定资产的现金净流出 1.1 亿元。

图表48: 超硬材料板块主要公司固定资产净增加 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表49: 超硬材料板块主要公司购建固定资产的现金流出 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

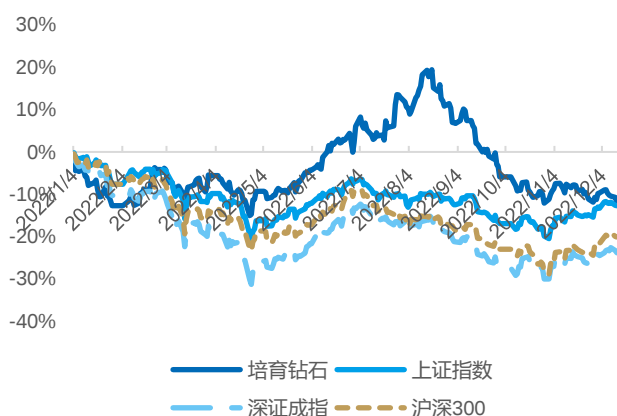
### 2.3 行情回顾: 当前板块估值 43 倍、8 月中旬高点回落 49%、处 2022 年 1.7%分位

2022 年以来截至 12 月 14 日, 上证指数、深证成指、沪深 300 分别跌 12.73%、跌 23.8%、跌 19.95%, 培育钻石板块跌 11.36%, 跑赢沪深 300 8.58PCT。板块对比, 处行业中游。

截至 12 月 14 日收盘, 板块动态估值 43 倍、处 2022 年以来 1.7%分位, 8 月中旬以来至 10 月末三季报披露完毕, 板块估值持续下行、高点回落 49%, 主要系 1) 中游印度铺货需求减弱、假期因素致进出口数据波动, 2) 随上游扩产, 毛坯及裸钻批发价下行。9 月中下旬, 全球培育裸钻批发价总体企稳、三季报利空出尽, 估值总体平稳。

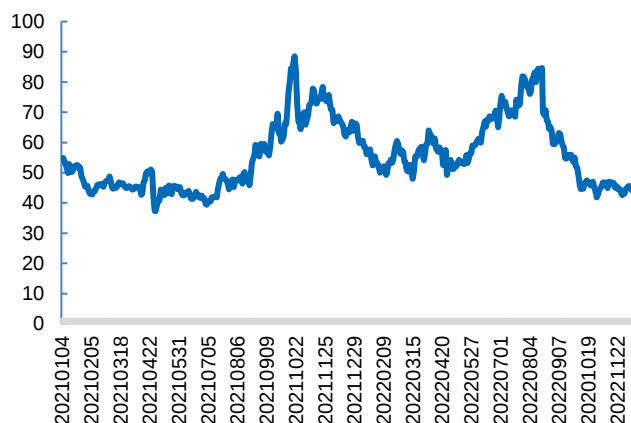
个股方面, 2022 年初至 12 月 14 日, 四方达 (↑16.96%) 涨幅居前, 黄河旋风 (↓46.75%) / 沃尔德 (↓28.19%) 跌幅居前。

图表50：2022年以来培育钻石板块涨跌幅



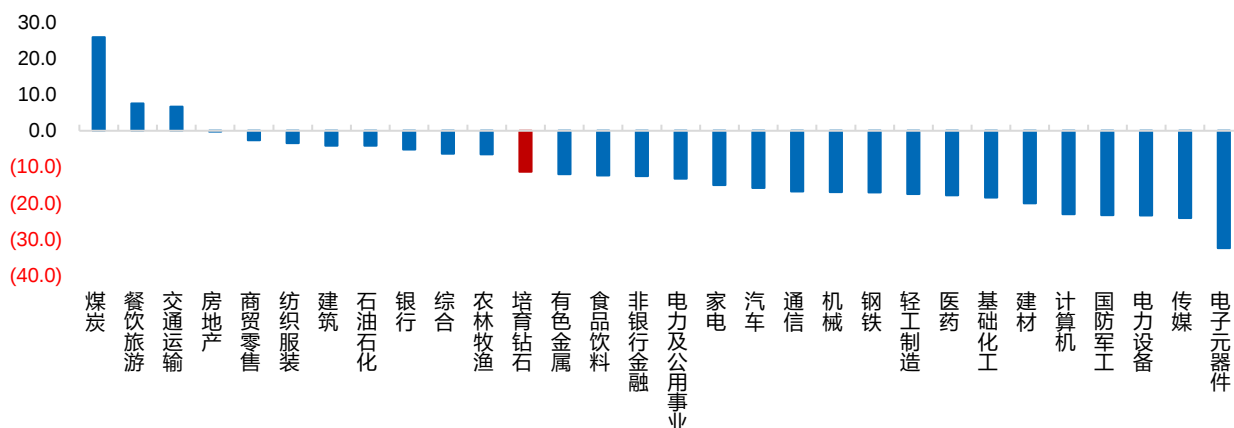
来源：Wind，国金证券研究所（注：此处统计2022年1月4日至12月14日涨跌幅）

图表51：2022年以来培育钻石板块估值



来源：Wind，国金证券研究所（注：此处统计2022年1月4日至12月14日涨跌幅）

图表52：板块涨跌幅对比（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：此处统计2022年1月4日至12月14日涨跌幅）

图表53：重点个股涨跌幅

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价<br>(元) | 累计涨跌幅<br>(%) | 相对板块涨跌幅<br>(%) | 累计成交量<br>(万股) | 市值<br>(亿元) |
|-----------|------|------------|--------------|----------------|---------------|------------|
| 300179.SZ | 四方达  | 12.76      | 16.96        | 28.32          | 265842        | 62         |
| 301071.SZ | 力量钻石 | 128.80     | -9.81        | 1.53           | 39428         | 187        |
| 002046.SZ | 国机精工 | 11.93      | -19.23       | -7.87          | 229556        | 63         |
| 000519.SZ | 中兵红箭 | 20.35      | -23.58       | -12.22         | 1109468       | 283        |
| 688028.SH | 沃尔德  | 32.90      | -28.19       | -16.83         | 20009         | 36         |
| 600172.SH | 黄河旋风 | 5.41       | -46.75       | -35.39         | 1050751       | 78         |

来源：Wind，国金证券研究所（注：此处统计2022年1月4日至12月14日涨跌幅）

## 2.4 供需分析：上游扩产热情不减，期待零售发力

### 2.4.1 供给端：上游持续扩产，明年未见减产迹象

HTHP：扩产主要在中国，目前市场年供给增量在1500-2000台，预计2022年国内主流HTHP六面顶压机产能约1950台，23年自主拼装能力提升、预计产能扩至3550台（其中包含力量钻石自主拼装的100台）。目前明年订单基本已签完、HTHP上游扩产热情未减。

海外HTHP扩产规模预计较小、预计22、23年全球HTHP培育钻产量707/1147万克拉，同增64%/63%。

图表54：全球培育钻 HTHP 产能测算

| 区域                   | 2020 | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>中国</b>            |      |       |       |       |       |       |
| 用于生产培育钻石的压机数         | 2200 | 3810  | 5760  | 9310  | 10810 | 12310 |
| 其中：中兵红箭              |      | 1250  | 1600  | 1950  | 2300  | 2300  |
| 黄河旋风                 |      | 1200  | 1500  | 1800  | 2100  | 2100  |
| 郑州华晶                 |      | 800   | 800   | 800   | 800   | 800   |
| 力量钻石                 |      | 360   | 910   | 1910  | 2310  | 2310  |
| 其他                   |      | 200   | 950   | 2850  | 3300  | 4800  |
| 新增压机数                |      | 1300  | 1610  | 1950  | 3550  |       |
| 洛阳启明                 |      | 300   | 310   | 400   | 500   |       |
| 焦作天宝                 |      | 200   | 300   | 400   | 600   |       |
| 国机精工                 |      | 250   | 250   | 350   | 450   |       |
| 桂林桂冶                 |      | 250   | 150   | 0     | 0     |       |
| 辽宁营口鑫源               |      | 150   | 200   | 250   | 300   |       |
| 辽宁营口鑫宇               |      | 150   | 200   | 250   | 300   |       |
| 博泰圣莎拉                |      |       | 200   | 300   | 400   |       |
| 力量钻石（自主安装）           |      |       |       |       | 1000  |       |
| 年平均生产克拉数/台           | 1227 | 1289  | 1353  | 1421  | 1478  | 1522  |
| yoy                  |      | 5%    | 5%    | 5%    | 4%    | 3%    |
| 中国HPHT法培育钻石毛坯产量（万克拉） | 270  | 387   | 647   | 1071  | 1486  | 1759  |
| yoy                  |      | 43%   | 67%   | 65%   | 39%   | 18%   |
| <b>海外</b>            |      |       |       |       |       |       |
| 用于生产培育钻石的压机数         | 250  | 350   | 450   | 550   | 650   | 750   |
| 新增压机数                |      | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   |
| 年平均生产克拉数/台           | 1200 | 1260  | 1323  | 1389  | 1445  | 1488  |
| yoy                  |      | 5%    | 5%    | 5%    | 4%    | 3%    |
| 国外HPHT法培育钻石毛坯产量（万克拉） | 30   | 44    | 60    | 76    | 94    | 112   |
| yoy                  |      | 47%   | 35%   | 28%   | 23%   | 19%   |
| <b>合计</b>            |      |       |       |       |       |       |
| HPHT法培育钻石毛坯产量（万克拉）   | 300  | 431   | 707   | 1147  | 1580  | 1871  |
| yoy                  |      | 43.8% | 63.9% | 62.2% | 37.8% | 18.4% |

来源：贝恩，钻石观察，国金证券研究所

CVD：国内 CVD 产能集中在成都、深圳等地，2022 年新增设备约 2000 台，其中 20%~30%出口印度。明年 CVD 扩产主要来自中国和印度，设备需求量预计在 6000 台；单产方面，目前主流机型托盘为 2-2.5 英寸、预计明年会提升至 4 英寸、单产有较大提升空间。全球 CVD 扩产速度预计快于 HTHP。预计 22、23 年 CVD 全球产能为 1146/1935 万克拉，同增 80%/69%。

综上，全球培育钻产量 22、23 年分别为 1853/3082 万克拉，同增 73%/66%。

图表55：全球培育钻 CVD 产能测算

| 区域                  | 2020 | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>中国</b>           |      |       |       |       |       |       |
| 用于生产培育钻石的CVD设备数量    | 800  | 1600  | 3200  | 6250  | 12000 | 18000 |
| 新增压机数               |      | 800   | 1600  | 3050  | 3000  | 2000  |
| 年平均生产克拉数/台          | 375  | 450   | 558   | 698   | 851   | 1004  |
| yoy                 |      | 20%   | 24%   | 25%   | 22%   | 18%   |
| 中国CVD法培育钻石毛坯产量（万克拉） | 30   | 72    | 179   | 436   | 1021  | 1807  |
| yoy                 |      | 140%  | 148%  | 144%  | 134%  | 77%   |
| <b>海外</b>           |      |       |       |       |       |       |
| 用于生产培育钻石的CVD设备数量    | 4500 | 6500  | 10500 | 15500 | 17500 | 19100 |
| 新增压机数               |      | 2000  | 4000  | 5000  | 2000  | 1600  |
| 年平均生产克拉数/台          | 820  | 869   | 921   | 967   | 1016  | 1067  |
| yoy                 |      | 6%    | 6%    | 5%    | 5%    | 5%    |
| 国外CVD法培育钻石毛坯产量（万克拉） | 370  | 565   | 967   | 1500  | 1778  | 2037  |
| yoy                 |      | 53%   | 71%   | 55%   | 19%   | 15%   |
| <b>全球</b>           |      |       |       |       |       |       |
| HPHT法培育钻石毛坯产量（万克拉）  | 300  | 431   | 707   | 1147  | 1580  | 1871  |
| yoy                 |      | 43.8% | 63.9% | 62.2% | 37.8% | 18.4% |
| CVD法培育钻石毛坯产量（万克拉）   | 400  | 637   | 1146  | 1935  | 2799  | 3845  |
|                     |      | 59.2% | 79.9% | 68.9% | 44.6% | 37.4% |
| 培育钻石毛坯总产量（万克拉）      | 700  | 1068  | 1853  | 3082  | 4379  | 5715  |
| yoy                 |      | 52.6% | 73.4% | 66.3% | 42.1% | 30.5% |

来源：贝恩，钻石观察，国金证券研究所

#### 2.4.2 需求端：美国终端需求延续快增、中国市场明年望加速培育

全球需求扩展难抵上游新增产能，全球库存高企。

美国：渗透率提升参考历史幅度，结合 22 年 1~11 月实际情况，预计 22 年零售额 434 亿元、+49%。

中国：渗透率提升速度参考美国经验，预计 22 年零售额 29 亿元、+82%。

预计全球 22 年零售额 514 亿元、毛坯消耗量 1853 万克拉。展望 23 年，中国市场随零售商逐步入局、低基数下延续高增，但对全球增量贡献有限，主流美国市场铺货完成。

图表56：全球培育钻消耗量、库存测算

| 项目                 | 2020 | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>美国</b>          |      |        |       |       |       |       |
| 美国天然钻石饰品零售总额（亿元）   | 2345 | 3236   | 3430  | 3533  | 3639  | 3748  |
| yoy                |      | 38%    | 6%    | 3%    | 3%    | 3%    |
| 美国培育钻石饰品渗透率        | 5.6% | 8.2%   | 11.2% | 13.7% | 16.2% | 18.7% |
| 变动                 |      | 2.7%   | 3.0%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  |
| 美国培育钻石饰品零售总额（亿元）   | 138  | 291    | 434   | 563   | 705   | 864   |
| yoy                |      | 110%   | 49%   | 30%   | 25%   | 23%   |
| 美国培育钻裸钻市场规模        | 69   | 145    | 217   | 281   | 353   | 432   |
| 培育钻裸钻零售均价（元/克拉）    | 8911 | 7638   | 7256  | 6893  | 6549  | 6221  |
| yoy                |      | -14.3% | -5%   | -5%   | -5%   | -5%   |
| 美国培育钻裸钻消费量（万克拉）    | 78   | 190    | 299   | 408   | 539   | 695   |
| yoy                |      | 145.2% | 57.4% | 36.4% | 32.0% | 29.0% |
| 美国培育钻毛坯消耗量（万克拉）    | 259  | 634    | 998   | 1361  | 1796  | 2316  |
| <b>中国</b>          |      |        |       |       |       |       |
| 中国天然钻石饰品零售总额（亿元）   | 469  | 558    | 575   | 604   | 634   | 665   |
| yoy                |      | 19%    | 3%    | 5%    | 5%    | 5%    |
| 中国培育钻石饰品渗透率        | 2.3% | 2.7%   | 4.7%  | 7.7%  | 10.7% | 13.7% |
| 变动                 |      | 0.5%   | 2.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  |
| 中国培育钻石饰品零售总额（亿元）   | 11   | 16     | 29    | 51    | 76    | 106   |
| yoy                |      | 44%    | 82%   | 77%   | 51%   | 39%   |
| 中国培育钻裸钻市场规模        | 5    | 8      | 14    | 25    | 38    | 53    |
| 裸钻单价1克拉（元）         | 8911 | 7638   | 7256  | 6893  | 6549  | 6221  |
| yoy                |      | -14.3% | -5.0% | -5.0% | -5.0% | -5.0% |
| 中国培育钻裸钻消费量（万克拉）    | 6    | 10     | 20    | 37    | 58    | 85.3  |
| yoy                |      | 68.0%  | 91.2% | 86.2% | 58.5% | 46.3% |
| 中国培育钻毛坯消耗量（万克拉）    | 20   | 34     | 66    | 123   | 194   | 284   |
| <b>全球</b>          |      |        |       |       |       |       |
| 中国&美国培育钻饰市场规模占全球比例 | 90%  | 90%    | 90%   | 88%   | 85%   | 84%   |
| 全球培育钻裸钻消费量（万克拉）    | 93   | 223    | 354   | 506   | 702   | 928   |
| 全球培育钻毛坯消费量（万克拉）    | 310  | 743    | 1182  | 1685  | 2341  | 3095  |
| 全球培育钻石毛坯总产量（万克拉）   | 700  | 1068   | 1853  | 3082  | 4379  | 5715  |
| 全球培育钻库存（毛坯、万克拉）    | 390  | 716    | 1387  | 2784  | 4822  | 7443  |

来源：贝恩，钻石观察，国金证券研究所

## 2.5 零售：美国市场快速渗透，中国仍处培育早期

### 2.5.1 美国零售：培育钻在婚庆市场快速渗透、11月销售额同增69.6%

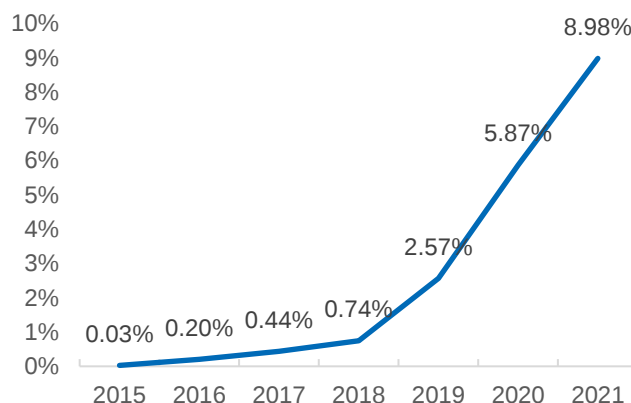
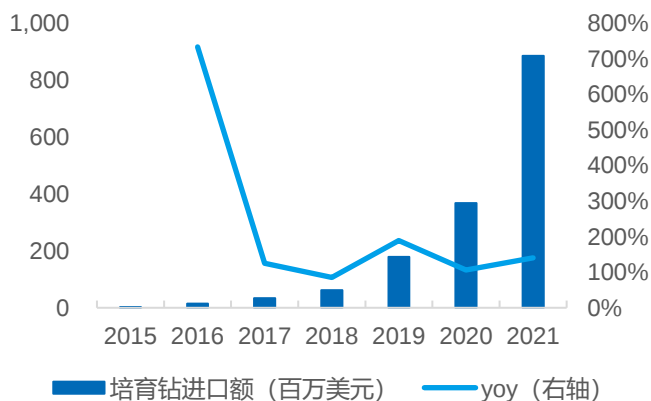
根据贝恩《The Global Diamond Report 2020 - 21》，2020 年全球培育钻石终端市场中美国占比 80%，中国占比 10%，为主要消费市场。

美国需求持续扩容。根据 GJEPC 印度出口数据，全球培育钻量渗透率 21 年为 17.9%，美国渗透率提升迅速，21 年印度出口美国培育钻裸钻 8.9 亿美元、同增 140%，量渗透率达 29.9%（+13.1PCT）

Tenoris 所统计的 1200 家珠宝零售商中，截至今年 9 月已有 70%+销售培育钻饰品，1 月为 27%。

图表57：美国培育钻自印度进口额及同比

图表58：美国培育钻自印度进口额/钻石总体进口额



来源：GJEPC，国金证券研究所

来源：GJEPC，国金证券研究所

根据 Tenoris 调查的美国 900 家珠宝专门零售商样本（据 IBIS World，2022 年美国各类珠宝店铺总数约 4.67 万家，

珠宝专卖店渠道销售额占总规模的 40%-42%)，2022 年 1-10 月钻石零售额同比持平、其中均价同增 8%、销量同降 8%；天然钻石销售额同降 5%、1 克拉圆钻零售价下降 1%；培育钻石同增 37%，其中 10 月销售额同增 42%、均价同降 4%、销量同增 46%。

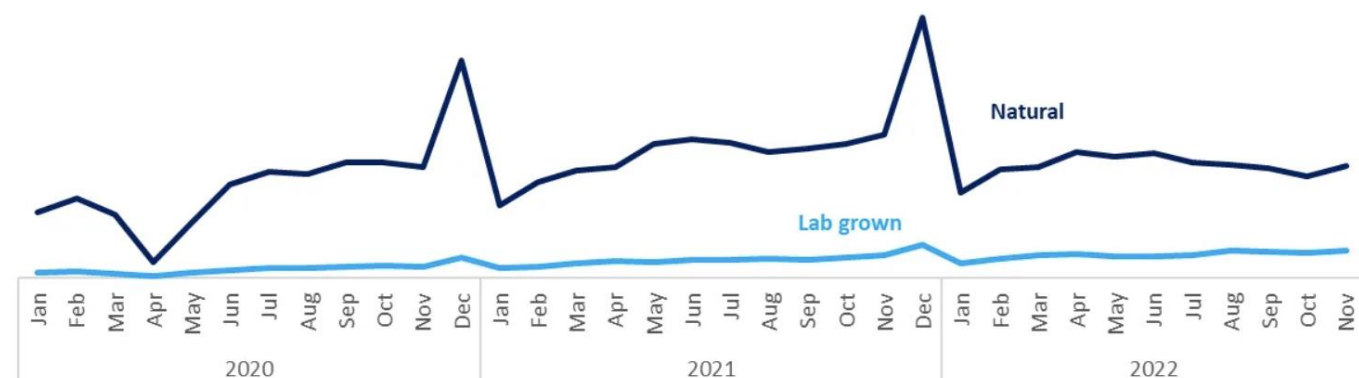
11 月培育钻石珠宝首饰零售额同增 69.6%、销量同增 62.4%、平均支出同增 7%。

美国市场主流分数段、品级持续提升、单位价格下跌背景下平均支出仍增加。

21 年美国订婚戒市场平均预算 4000 美元、平均克拉数 1.5 克拉（2020 年为 1.34 克拉），预算低于天然钻的 8000 美元、克拉数与天然钻相当（均落在 1~2 克拉之间），2021 年及以前，消费者选择和天然钻石品级相近的培育钻石；2022 年 11 月，主流培育钻分数段增大至 2 克拉、预算 5000-7000 美元、品级为 FG/VS1，消费者逐步偏好比天然钻石尺寸更大、颜色净度更好的培育钻石。我们认为培育钻降低消费门槛、受众范围更大、预计最终消费量有望超天然钻；此外除婚庆领域外，悦己+送礼空间更大。

图表59：美国培育钻和天然钻需求量

### Demand for Diamonds Rose in November as LG Continued to Increase Diamond Sales by US Specialty Jewelers



Source: Tenoris

www.Tenorib.bi

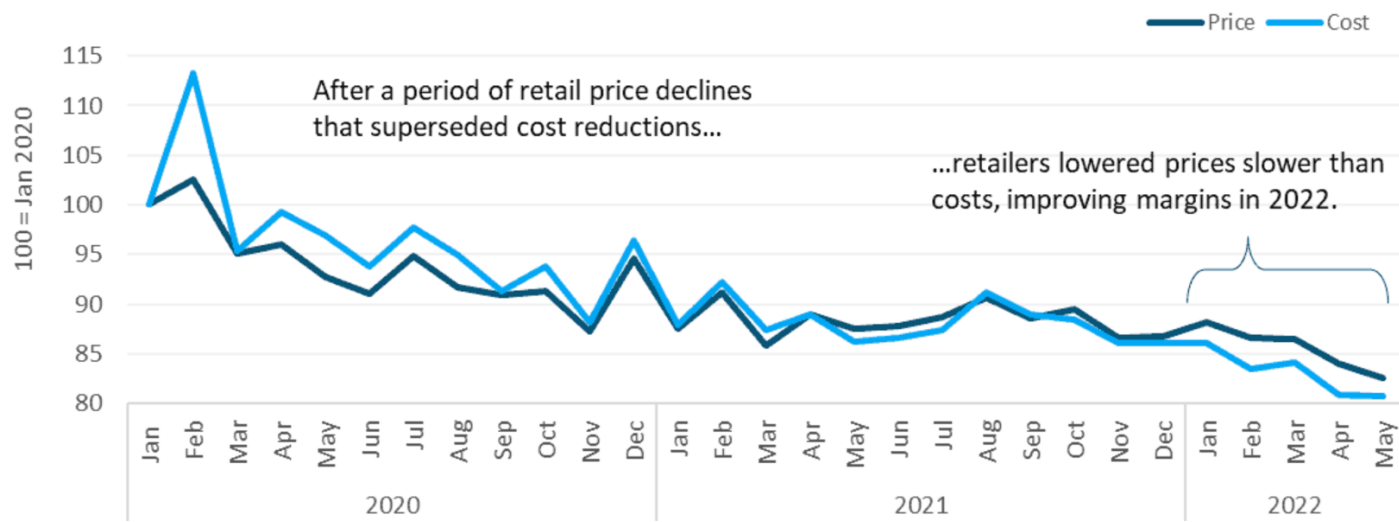
来源：Tenoris, EDAAH GOLAN, 国金证券研究所（注：统计样本来自美国 1200 家珠宝零售商）

价格方面，钻石戒指与成品裸钻表现分化，零售毛利率均提升。培育成品钻零售均价 9 月为 2623 美元，同比下降 3.5%，2022 年 1-8 月为 2930 美元、同降 6%，9 月均价较 1-8 月进一步下降 10%。2022 年 1-8 月培育钻订婚戒指零售均价 3916 美元、同增 14.3%，其中平均分数段 1.38 克拉、同增 4.9%，推算分数段和单价均有提升，因而零售商销售培育钻婚戒的毛利率为 54.4%、提升 0.2PCT。

成品钻零售商毛利率同样得到提升，2022 年 1-8 月为 51.8%、同比提升 3.4PCT。主要系 1) 随全球产能扩张和生产技术提升，培育钻成本持续下行，但零售端价格下降速度 2022 年以来开始慢于成本下降速度；2) 1 克拉圆形培育裸钻批发价下行，零售饰品端价格上行。

图表60：美国培育成品钻零售价和成本走势（以2020年1月为基准）

### Lab-Grown Retail Prices and Costs Are Declining Specialty Jewelers Average Per Carat Price and Cost

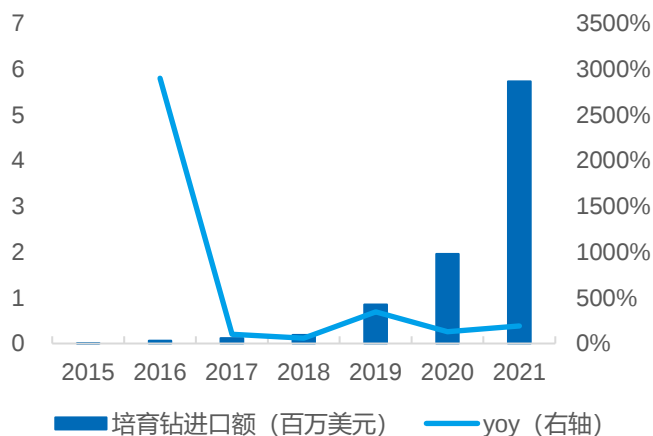


来源：Tenoris, EDAH N GOLAN, 国金证券研究所

#### 2.5.2 中国零售：仍处培育早期、利润率与天然钻石接近、品牌具备布局动力

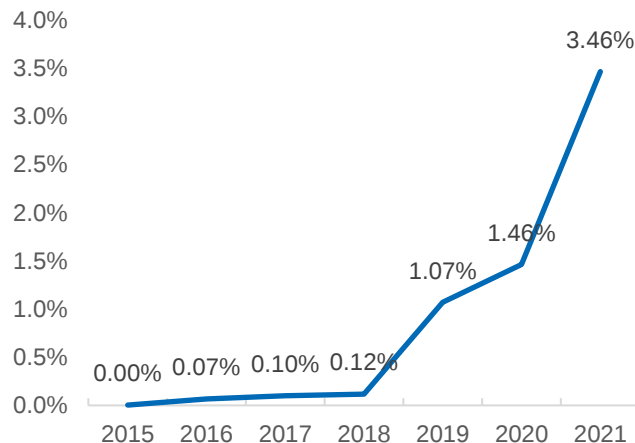
中国市场逐步打开。21年印度出口中国培育钻裸钻量渗透率9.4% (+2.7PCT)，产业链各环节参与者积极入局零售（如传统珠宝零售商中国黄金、豫园股份、曼卡龙、潮宏基等；毛坯厂延伸产业链的沃尔德旗下品牌Anndia、国机精工旗下品牌黛诺、上海征世旗下Z Diamond、力量钻石合作潮宏基、郑州华晶旗下波琳克琳等；贸易商晶拓推出品牌小白光），预计2023年有更多品牌入场。当前首批消费者以性价比为主、偏好经典基本款式，预计在渠道、供应链方面占优势的品牌有望率先放量。

图表61：中国培育钻自印度进口额及同比



来源：GJEPC, 国金证券研究所

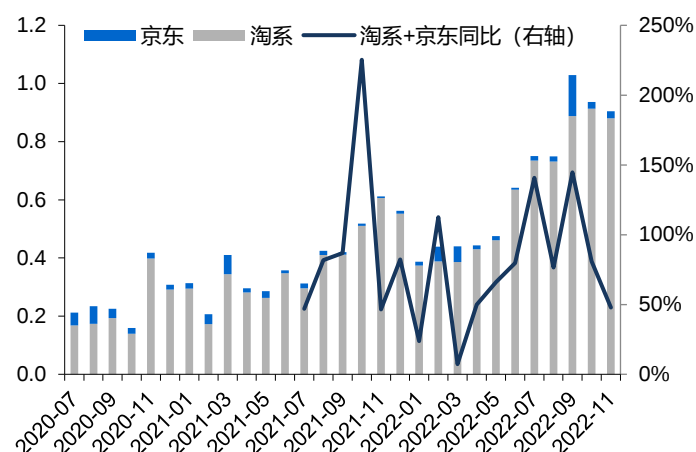
图表62：中国培育钻自印度进口额/钻石总体进口额



来源：GJEPC, 国金证券研究所

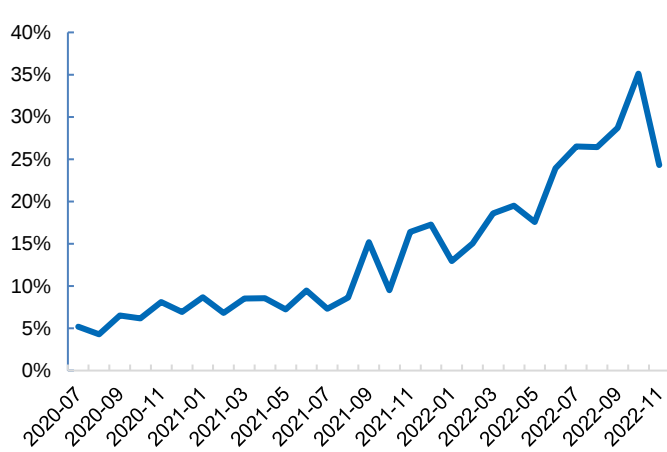
电商数据来看，22M1-11 淘系+京东培育钻销售额合计约7亿元、累计同增73%，月度呈现波动但总体延续较快增长。淘系培育钻石11月占淘系钻石首饰销售额的渗透率为24%，较10月的35%下降11PCT，自21年8月以来整体呈上升趋势。

图表63: 淘系培育钻石首饰月度销售额及同比



来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

图表64: 淘系培育钻石首饰销售额渗透率



来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

图表65: 重点培育钻石品牌淘系、京东销售额及同比 (万元)

| 品牌                      | 平台 | 销售额（万元） |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | YOY   |       |      |          |
|-------------------------|----|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----------|
|                         |    | 22-01   | 22-02 | 22-03 | 22-04 | 22-05 | 22-06 | 22-07 | 22-08 | 22-09 | 22-10 | 22-11 | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22 | 22M10-11 |
| Diamond Foundry/VARI 芮爱 | 淘系 | 79      | 79    | 143   | 35    | 49    | 307   | 70    | 150   | 136   | 50    | 450   | 131%  | 10%   | 16%  | 3%       |
|                         | 京东 |         |       |       |       |       |       | 1     | 5     | 1288  | 0.2   | 1     | -     | -     | -    | -        |
|                         | 合计 |         |       |       |       |       |       | 72    | 155   | 1424  | 50    | 451   | -     | -     | 435% | 3%       |
| 小白光                     | 淘系 | 103     | 139   | 192   | 338   | 589   | 466   | 304   | 152   | 113   | 223   | 372   | 2282% | 1043% | -48% | -68%     |
|                         | 京东 | 24      | 11    | 17    | 28    | 34    | 37    | 39    | 57    | 43    | 24    | 139   | -     | -     | -    | -        |
|                         | 合计 | 128     | 150   | 210   | 366   | 623   | 503   | 343   | 209   | 155   | 247   | 511   | 2571% | 1125% | -35% | -59%     |
| 凯丽希                     | 淘系 | 112     | 82    | 110   | 156   | 172   | 269   | 66    | 91    | 141   | 101   | 52    | -39%  | 39%   | -40% | -86%     |
|                         | 京东 |         |       |       |       | 0.2   | 0.4   | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 1.3   | 0.01  | -     | -     | -    | -        |
|                         | 合计 |         |       |       |       | 172   | 270   | 67    | 92    | 142   | 101   | 52    | -     | 39%   | -40% | -86%     |
| 慕璨（曼卡龙）                 | 淘系 |         |       |       |       |       |       | 17    | 34    | 74    | 38    | 35    | -     | -     | -    | -        |
| 黛诺（国机精工）                | 淘系 |         |       |       |       |       |       |       |       |       | 16    | 59    | -     | -     | -    | -        |
| 露璨（豫园股份）                | 淘系 | 9       | 2     | 19    | 8     | 4     | 11    | 12    | 8     | 61    | 8     | 41    | -     | -     | -    | -        |
| Anndia（沃尔德）             | 淘系 |         |       | 4     | 15    | 6     | 19    | 21    | 10    | 10    | 5     | 5     | -     | -     | -    | -        |
| 波琳克琳（郑州华晶）              | 淘系 | 0.5     | 2     | 4     | 0.4   | 73    | 1     | 0.2   | 1     | 40    | 1     | 10    | -     | -     | 175% | 180%     |

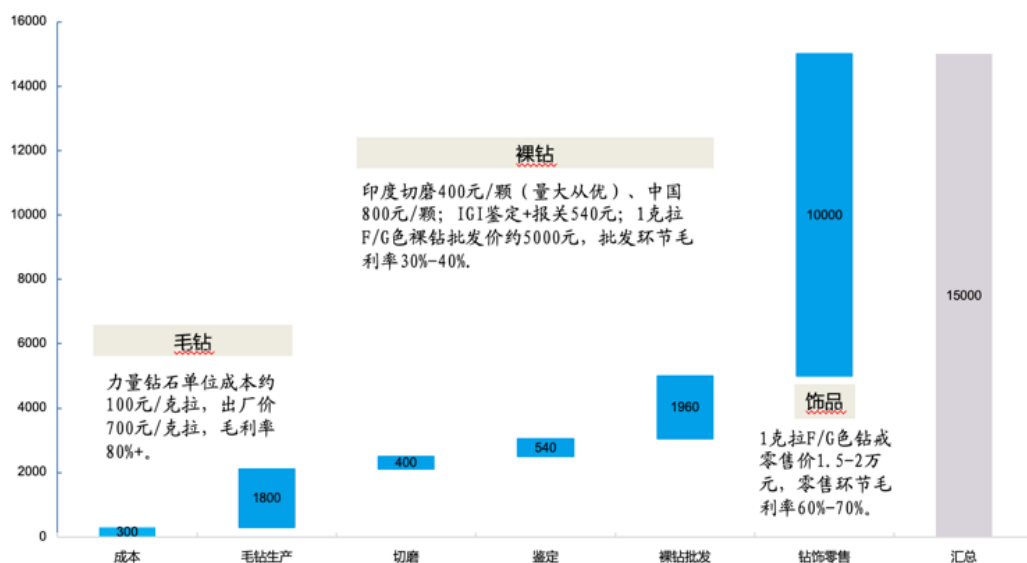
|           |    |     |     |     |      |      |      |      |     |      |     |      |    |     |     |      |
|-----------|----|-----|-----|-----|------|------|------|------|-----|------|-----|------|----|-----|-----|------|
| 超钻        | 淘系 | 23  | 12  | 21  | 22   | 42   | 41   | 39   | 37  | 22   | 7   | 7    | -  | -   | -   | 367% |
| 合计（淘系+京东） |    | 757 | 691 | 768 | 1245 | 1230 | 1722 | 1343 | 982 | 2359 | 894 | 1556 | 2% | 74% | 27% | -45% |

来源：魔镜数据，国金证券研究所

目前产业链利润集中在上游毛坯生产和下游零售，对应当前批发价及毛坯出厂均价的毛利率分别约 80%/60%-70%。

培育钻石产业链上，根据力量钻石公告，毛坯单位生产成本在 100 元/克拉、对应裸钻切磨损耗率 2/3，1 克拉裸钻生产成本为 300 元、切磨+鉴定成本合计约 960 元，终端零售价 1 克拉 F/G 色钻石饰品约 1.5 万元，对应从成品钻到饰品的毛利率为 60%-70%。

图表66：国内培育钻石产业链价值分布（以 1 克拉钻戒为例）



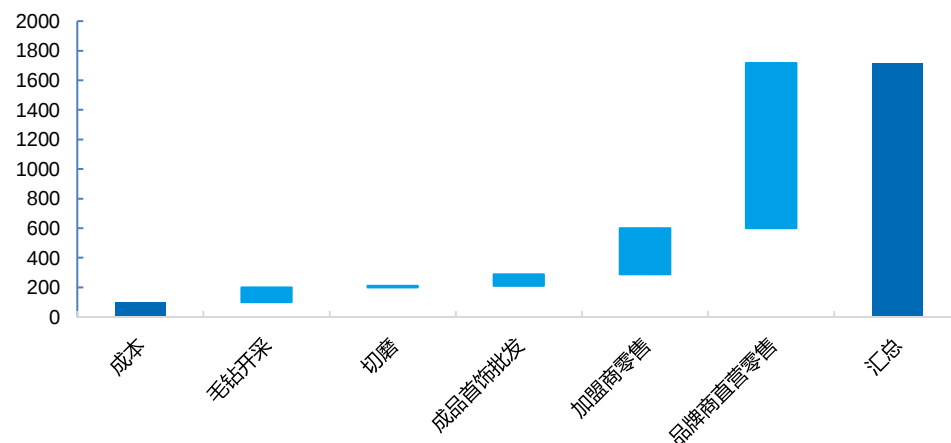
来源：力量钻石公告，LGDeal，钻石观察，国金证券研究所

对比培育钻石和天然钻石产业链利润分布，钻石矿全球最大开采商毛利率在 50% 左右，切磨环节参考贝恩、毛利率在 5% 左右，天然钻石品牌零售商参考规模较大、业务结构相对集中的国内外镶嵌龙头周大生、周大福、迪阿股份、莱绅通灵、Tiffany，培育钻石在零售端毛利率与天然钻石接近，在 60%-65% 左右。

国内珠宝商以加盟和直营相结合的模式销售，参考周大生，其镶嵌业务批发毛利率在 27% 左右，直营零售毛利率在 65% 左右，加盟商零售毛利率在 52% 左右。

综上，零售环节天然/培育钻石总体均在 60%+、差距不大。

图表67：天然钻石产业链利润分布（假设毛坯钻开采单位成本=100）



来源：Alrosa 公告，周大生公告，贝恩，国金证券研究所

## 2.6 投资建议：关注国内零售布局、技术领先的毛坯龙头

**Q4** 美国终端零售需求保持快增、铺货需求减弱；中游印度库存仍维持低位运行；9月中旬来培育裸钻全球报价企稳，供需格局回归理性。建议关注两条投资主线：1) 布局培育钻零售的传统珠宝品牌商中国黄金、潮宏基、曼卡龙；2) 技术硬核的上游生产龙头中兵红箭、力量钻石。

潮宏基：公司主营时尚珠宝和女包业务，目前通过新锐设计师品牌 VENTI 在线上推出培育钻产品系列、并于 8 月 16 日公告将与力量钻石合资设立子公司生而闪耀（注册资金 1000 万元）、共同运营培育钻品牌，预计今年底或明年初新品牌的定位和产品推出、先布局线上。

**Q3** 疫后修复，主业环比改善，预计 **Q4** 进一步修复。长期看公司加盟渠道云店系统管理有序、加速开店，1H22/Q3 分别净开店 22 家/85 家，全年维持净开 200 家店目标不变（对应 **Q4** 目标 93 家），产品上 IP 专利款黄金产品销售靓丽，望获益疫后悦己需求崛起、具备向上弹性。

预计 22-24 年归母净利 3.3/3.9/4.3 亿元，同比-6%/+18%/+10%，对应 22-24 年 PE 13/11/10 倍，维持“买入”评级。

图表68：潮宏基盈利预测

| 项目             | 2020   | 2021    | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 3,215  | 4,636   | 5,258  | 6,337  | 7,398  |
| 营业收入增长率        | -9.24% | 44.20%  | 13.40% | 20.53% | 16.74% |
| 归母净利润(百万元)     | 140    | 351     | 331    | 389    | 428    |
| 归母净利润增长率       | 72.05% | 151.03% | -5.62% | 17.56% | 9.91%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.154  | 0.387   | 0.372  | 0.438  | 0.481  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.37   | 0.18    | 0.08   | 0.05   | 0.11   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 4.07%  | 9.96%   | 8.66%  | 9.60%  | 9.92%  |
| P/E            | 26.57  | 14.23   | 12.89  | 10.96  | 9.97   |
| P/B            | 1.08   | 1.42    | 1.12   | 1.05   | 0.99   |

来源：潮宏基公告，国金证券研究所（注：采用 2022 年 12 月 23 日收盘价）

中兵红箭：公司为超硬材料龙头、HTHP 技术全球领先、小钻优势显著、包销占比高、出厂价坚挺。军工业务 **Q3** 对业绩有所拖累，预计 **Q4** 交付顺利，北方红阳多个重点型号项目完成工程样机性能验证、提价望改善盈利。

公司大股东中兵投资于 10.26、11.8 分别公告增持公司股份计划，目前已实施完毕、中兵投资持股 2.01 亿股、占比 14.45%，两次增持合计占比 1.83%。大股东增持彰显信心。

预计 22-24 年归母净利为 13.32/17.31/19.89 亿元，3 年 CAGR 为 60%，对应 22-24 年 PE 为 20/15/13 倍，维持“买入”评级。

图表69：中兵红箭盈利预测

| 项目             | 2020   | 2021   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 6,463  | 7,514  | 8,919   | 10,723 | 11,998 |
| 营业收入增长率        | 21.45% | 16.26% | 18.71%  | 20.22% | 11.89% |
| 归母净利润(百万元)     | 275    | 485    | 1,332   | 1,731  | 1,989  |
| 归母净利润增长率       | 7.58%  | 76.77% | 174.42% | 29.95% | 14.94% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.197  | 0.349  | 0.956   | 1.243  | 1.429  |
| 每股经营性现金流净额     | 1.29   | 1.13   | 0.91    | 1.33   | 1.74   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 3.22%  | 5.39%  | 13.67%  | 16.05% | 16.61% |
| P/E            | 50.82  | 76.52  | 20.02   | 15.41  | 13.40  |
| P/B            | 1.64   | 4.12   | 2.74    | 2.47   | 2.23   |

来源：中兵红箭公告，国金证券研究所（注：采用 2022 年 12 月 23 日收盘价）

力量钻石：公司 **Q3** 受限电+价格环比下降影响，业绩出现波动；**Q4** 目前看毛坯市场价格稳定，预计旺季下 **Q4** 业绩有

望环比回升，预计 Q4 总营收 2.6 亿元、环增 17%，净利 1.4 亿元、环增 26%，22 年全年营收 9.3 亿元、净利 4.9 亿元，当前市值对应估值 38 倍，处历史低位。

展望明年公司继续加快装机速度，乐观情况下（毛坯价持平）总营收 14 亿元、同增 53%，净利 7.8 亿元、同增 57%；悲观情况下（毛坯价每半年跌 10%），23 年总营收 13 亿元、同增 38%，总净利 6.9 亿元、同增 42%。目标市值 210~234 亿元，当前 186 亿元，涨幅 13%~26%。

**图表 70：力量钻石盈利预测**

| 项目             | 2020   | 2021    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 245    | 498     | 939     | 1,411  | 1,921  |
| 营业收入增长率        | 10.67% | 103.50% | 88.50%  | 50.15% | 36.16% |
| 归母净利润(百万元)     | 73     | 240     | 481     | 747    | 1,006  |
| 归母净利润增长率       | 15.64% | 228.17% | 100.80% | 55.37% | 34.66% |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.612  | 3.968   | 3.32    | 5.16   | 6.95   |
| 每股经营性现金流净额     | 2.15   | 4.73    | 8.86    | 15.12  | 21.17  |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 16.40% | 25.00%  | 34.88%  | 37.26% | 35.93% |
| P/E            | 79.48  | 32.29   | 38.60   | 24.84  | 18.45  |
| P/B            |        | 18.06   | 18.72   | 12.87  | 9.22   |

来源：力量钻石公告，国金证券研究所（注：采用 2022 年 12 月 23 日收盘价）

### 3、风险提示

#### 3.1 黄金珠宝

终端零售不及预期：黄金珠宝行业销售渠道线下为主，21 年来疫情反复、社零增速整体放缓，线下渠道发展可能受限。

疫情持续时间超预期：2022 年来多地疫情反复影响线下客流，黄金珠宝行业线下为主，疫情持续时间超预期对销售造成影响。

加盟渠道拓展不及预期：当前黄金珠宝品牌商主要以加盟模式拓店、下沉市场。行业竞争激烈、头部集中趋势延续，加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。

#### 3.2 培育钻石

数据准确性：1) 培育裸钻批发价：国金美妆珠宝团队周度跟踪全球培育钻裸钻批发报价（来自全球培育裸钻 B2B 交易平台 LGDeal，取同一时间最高、最低报价），实际成交价通常是在公开报价上给予一定的折扣，公开报价或无法直接体现实际成交价变化趋势；2) 珠宝品牌/大盘电商数据跟踪：数据来自魔镜、飞瓜等第三方平台，或与品牌实际销售情况有所差异，不作为盈利预测及投资建议的直接依据。

印度进出口数据波动：印度培育钻进口数据波动，或影响板块表现。

培育钻毛坯/裸钻价格波动：Q4 美国旺季下培育钻价格望企稳，但展望明年行业扩产积极性仍较高，短期需求扩展若跟不上供给，培育钻毛坯/裸钻价格明后年或再次波动。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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                                | 北京                        | 深圳                                      |
|-----------------------------------|---------------------------|-----------------------------------------|
| 电话：021-60753903                   | 电话：010-66216979           | 电话：0755-83831378                        |
| 传真：021-61038200                   | 传真：010-66216793           | 传真：0755-83830558                        |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn               |
| 邮编：201204                         | 邮编：100053                 | 邮编：518000                               |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 7 楼 | 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号<br>嘉里建设广场 T3-2402 |