

黄金珠宝行业研究

买入（维持评级）

行业周报

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

关注黄金珠宝 Q1 兑现、培育钻零售实质性落地

投资建议

黄金珠宝：节后高线城市珠宝消费望进一步提振，低线城市截至正月十三增速虽较假期放缓、但仍延续高增；市场需求修复下，开店需要一定反应周期，同店增长将消化主要的回补需求。展望 1Q23，预计 3-4Q22 开店较好、低线城市占比高、黄金销售占比高的品牌有望优先受益，建议关注一季报兑现有望较优的周大福/老凤祥/潮宏基/周大生。

培育钻石：全球培育裸钻批发价格延续 22 年 9 月以来总体企稳，但行业产能尚未出清。建议继续关注全产业链布局、全渠道培育中国市场&跨境电商开拓海外业务的中国黄金，关注后续实质性业务落地带来的催化。

周观点：关注黄金珠宝一季报兑现、国内培育钻零售进展

本周我们组织周大生、豫园股份、曼卡龙公司交流。周大生：1 月自营+加盟终端门店的销售整体有 20%的增长，自营口径情人节当天有 30%的增长，春节口径 20%+增长。经典店 22 年 9 月推出、10 月加盟商上报开店计划 100+家，今年会重点推进，目前已开出 20+家。豫园股份：黄金珠宝贡献总营收的 70%+，2022 年营收规模预计超 300 亿元、净开店超 600 家，连锁化餐饮（门店数 160 家）收入增长较快。曼卡龙：1 月同店有低双位数增长，今年将继续重视电商渠道发展，Z 世代概念店 Q2 将陆续开出。

培育钻河南局部小厂转生产工业钻，但 CVD 仍继续扩产，行业产能总体尚未出清。建议继续关注全产业链布局、全渠道培育中国市场&跨境电商开拓海外业务的中国黄金，关注后续实质性业务落地带来的催化。

价格跟踪

全球培育裸钻批发价、库存跟踪：截至 23 年 2 月 24 日，全球培育钻价格延续自 22 年 9 月中旬以来总体企稳，本周 CVD 克拉钻及大钻均价回升低个位数，CVD 及 HTHP 小钻价格下滑低个位数。全球培育钻裸钻各交易平台库存截止 23 年 2 月 25 日的最新一周环比略增 1%。

天然钻批发价跟踪：IDEX 指数本周（23 年 2 月 20 日-2 月 26 日）累计跌 0.05%、降幅环比收窄。2023 年 1 月 IDEX 指数累计环跌 1.21%、降幅环比扩大。1 月一克拉 RAPI 价格指数下降 0.9%，延续 22 年 11 月-12 月的降幅连续收窄，30 分价格指数上升了 3.1%。

贵金属价格跟踪：23 年 2 月 20 日-2 月 24 日黄金、白银、铂金价格分别累计涨 0.25%/跌 0.61%/涨 3.69%。

行业动态

行情回顾：23.2.20-23.2.24 上证综指/深证成指/沪深 300 涨 1.34%/0.61%/0.66%，黄金珠宝/培育钻涨 1.36%/0.71%，跑赢大盘 0.7PCT/0.05PCT。潮宏基（↑6.79%）、周大生（↑4.92%）涨幅居前，迪阿股份（↓3.81%）跌幅居前。

估值回顾：截至 23 年 2 月 24 日收盘，培育钻石板块动态估值 46 倍、处 2022 年来 18%分位，23 年 1 月中旬以来回升 11%；黄金珠宝获益旺季消费情绪修复、22 年 11 月末以来累计涨 18%，当前板块估值 19 倍。

行业新闻：2022 年 IGI 收检培育钻石 HTHP、CVD 占比各半；第七届广州珠宝钻石国际年会召开；世界白银协会预计 2023 年银饰需求回落；戴比尔斯 2022 年收入同比增长 18%、毛坯钻石收入同增 22%至 60 亿美元，利润同增 60%。

重点公告：老凤祥监事蒋维娜女士于 2023 年 2 月 21 日申请辞去公司第十届监事会监事职务；国机精工董事长朱峰先生于 2023 年 2 月 21 日申请辞去其担任的公司第七届董事会董事长、董事职务；惠丰钻石 2022 年归母净利 7357 万元，同比增长 31.35%，扣非净利 6845.9 万元，同比增长 42.01%。

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

1、黄金珠宝周观点：关注重点公司一季报兑现情况.....	4
2、培育钻石周观点：本周全球培育裸钻批发价延续企稳、库存环比微增，关注国内品牌零售布局.....	6
2.1 全球培育裸钻批发价、库存跟踪：本周 CVD 1 克拉及以上均价略有回升、CVD 及 HTHP 小钻均价小幅下滑，全球库存环比微增 1.3%.....	6
2.2 天然钻裸钻批发价跟踪：IDEX 指数本周累计跌 0.05%、降幅环比收窄，1 月一克拉 RAPI 指数降 0.9%.	9
3、行情回顾.....	10
3.1 黄金珠宝：涨 1.36%、跑赢大盘 0.7PCT，板块居中游.....	10
3.2 培育钻石：涨 0.71%、跑赢大盘 0.05PCT，板块居中下游.....	11
3.3 板块估值：黄金珠宝获益旺季消费情绪修复、22 年 11 月末以来累计涨 18%，培育钻板块估值 46 倍、23 年 1 月中旬以来回升 11%.....	12
4、数据跟踪.....	13
4.1 贵金属价格：23.2.20-23.2.24 金价累计涨 0.25%.....	13
4.2 进口：22 年 12 月国内钻石进口 5.16 亿美元、同降 26.4%.....	14
4.3 零售：22 年 12 月国内珠宝零售额-18.4%、23 年 1 月美国珠宝全渠道零售+8.8%.....	15
5、行业动态.....	16
5.1 国内动态.....	16
5.2 海外动态.....	16
5.3 上市公司公告.....	17
6、风险提示.....	18
6.1 黄金珠宝.....	18
6.2 培育钻石.....	18

图表目录

图表 1：基于开店速度、店均销售的保守/中性/乐观假设下重点公司 23 年业绩弹性（同比 2022 年增速）...	5
图表 2：黄金珠宝重点标的估值情况.....	6
图表 3：培育钻石重点标的估值情况.....	6
图表 4：0.5-0.69 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）.....	7
图表 5：0.5-0.69 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）.....	7
图表 6：0.7-0.89 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）.....	7
图表 7：0.7-0.89 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）.....	7
图表 8：0.9-0.99 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）.....	7
图表 9：0.9-0.99 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）.....	7

图表 10:	1-1.49 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）	8
图表 11:	1-1.49 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）	8
图表 12:	1.5-1.99 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）	8
图表 13:	1.5-1.99 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限（相对天然钻折扣，%）（周度）	8
图表 14:	中游裸钻库存最近一周持平（以 2022 年 12 月 3 日为基准）	9
图表 15:	IDEX 价格指数自 2022 年 3 月延续下跌趋势	10
图表 16:	中国钻石价格指数 2022 年 11 月以来累计跌 5%（人民币计价，以 2021 年 7 月 1 日为基点 100）	10
图表 17:	23.2.20-23.2.24 黄金珠宝板块跑赢大盘 0.7PCT	10
图表 18:	23.2.20-23.2.24 黄金珠宝板块涨跌幅走势	10
图表 19:	23.2.20-23.2.24 黄金珠宝处各板块涨跌幅中游（%）	11
图表 20:	23.2.20-23.2.24 黄金珠宝个股涨跌幅	11
图表 21:	23.2.20-23.2.24 培育钻石板块跑赢大盘 0.05PCT	12
图表 22:	23.2.20-23.2.24 培育钻石板块涨跌幅走势	12
图表 23:	23.2.20-23.2.24 培育钻石处各板块中下游（%）	12
图表 24:	23.2.20-23.2.24 培育钻石个股涨跌幅	12
图表 25:	黄金珠宝板块市盈率（TTM）22 年 11 月末以来累计涨 18%	13
图表 26:	培育钻石板块市盈率（TTM）23 年 1 月中旬以来回升 11%	13
图表 27:	23.2.20-23.2.24 黄金价格累计涨 0.25%（元/克）	14
图表 28:	23.2.20-23.2.24 白银价格累计跌 0.61%（元/克）	14
图表 29:	23.2.20-23.2.24 铂金价格累计涨 3.69%（元/克）	14
图表 30:	22 年 12 月镶嵌类黄金首饰进口额同增 2%（万美元，%）	14
图表 31:	22 年 12 月钻石进口额同降 26%（万美元，%）	14
图表 32:	2022 年上海钻石交易所成品钻石进口额同比下降 36%（亿美元）	15
图表 33:	22 年 12 月国内金银珠宝零售额同比-18%	15
图表 34:	我国分品类社会消费品零售额同比	15
图表 35:	美国珠宝零售额（全渠道）22 年 10-11 月同比下滑	16
图表 36:	美国成品钻月度进口额及同比（亿美元，%）	16
图表 37:	重点上市公司公告	17

1、黄金珠宝周观点：关注重点公司一季报兑现情况

本周我们组织周大生、豫园股份、曼卡龙公司交流，要点反馈如下：

■ 周大生：春节销售靓丽，经典店今年重点推进

最新销售情况：

1月自营+加盟终端门店的销售整体有20%的增长，自营口径情人节当天有30%的增长，春节口径20%+增长。

春节的婚庆需求有一定反弹，但还没有全面的恢复。重要的结婚节点集中在下半年，今年有补结婚需求预计下半年会有进一步修复。

分品类，黄金的增速快于钻石，整体20%+增长，钻石略下滑，金价贡献10%。

经典店进展：

经典店主要在于降低开店门槛（综合店400-500万，经典店200-300万）。

产品配置上，经典店偏向黄金（80%），加盟商没有太多自主配货空间，主要在于把公司自主研发的、有联名IP的品牌差异化产品铺下去。钻石通过寄售模式。

经典店面向年轻人、时尚为主，基础面积60平就可以开，也可以选择开大一些的，适当增加投资额和配货。单店收入占到综合店的70%。

目前推进情况来看，经典店对老加盟商吸引力更强，加盟商在当地有做的较好的老店，选择开经典店降低投资并和综合店形成互补，预计在强势区域会第一批开店。

经典店模型去年9月推出，10月已经报上来100多家开店计划，后受到疫情影响推迟，今年会重点落地，目前已经有20家开出。

今年渠道策略：

前两年关注开店数量，今年将更关注精细化运营，把终端门店竞争力做强，从而把品牌做强。

分区域共有40多个办事处，有专人辅导门店，设定门店增长指引，分析达不成的原因，改善后是否变好等，做深度门店管理。

今年新品、品类展望：

黄金：和莫奈有合作，推出高端、轻奢、艺术三个路线；推出金镶钻系列。

订货会新品：4月推出钻石镶嵌推出和国家宝藏的联名，研发导向是公司牵头，设计、画图阶段整合出去。后半年的2次订货会前还会继续出新品。

品类结构：黄金里一口价20%，克重80%，古法金40%+，古法金占比变化不大。

分品类增长目标上，黄金只要有持续性增长，门店一定能增长，镶嵌份额已经很低了，影响相对不大。今年黄金保增长，镶嵌加一些拉动。

■ 豫园股份：预计22年餐饮高成长，黄金珠宝净开店600+家

分业务经营近况：

- ✓ 黄金珠宝：贡献总营收的70%+，2022年营收规模300亿+，大部分店在1000万的营收水平，2022全年净开店600+家。实现加盟快速开店的原因（对加盟商政策优势）：1）订货在好运宝app订货，提供锁定金价的工具，但不强制加盟商进行锁价；2）爆款的预测：配合营销做投放，前置仓配货缩短反应周期；3）金融支持：资金是拓店时很大的壁垒，加盟商过去主要做民间借贷，2021年开始公司组织加盟商、银行、公司三方谈判，为银行提供优质加盟商名单，银行有小微企业扶持的kpi，为加盟商降低借款成本，公司在其中没有做增信或担保，给到加盟商融资支持。
- ✓ 餐饮：预计今年高增速，2022年2月开始多地持续受到疫情影响。1）景区、正餐餐饮可以类比19年（当时还没有连锁化面馆），2）连锁面馆进入常态化运营，21年面馆单店流水（2万+/天*365*160）、翻台率数据较好。18年收购了松鹤楼，面馆比较适合做供应链，做连锁化落地，20年在上海、北京、苏州等传统强势区域开了20家左右门店，21年开了约60家，22年开了超过80家，目前超过160家门店，门店数量实现翻倍。利润率方面，20%的食材成本，20%不到的租金成本、折旧摊销人力等，净利率10%左右，销售高的店如北外滩单店日均流水非常高，弹性就比较高。
- ✓ 酒业：拥有另外两个上市公司股权（金徽酒、舍得酒）。1）公司原来拥有金徽酒38%股权、22年减持13%至25%，后续承诺继续减持5%，减持主要因为触及同一时期控制人同业竞争问题。22年和金徽酒之前的大股东亚特集团形成合约，把13%股权卖回给亚特，解决同业竞争并获得一部分投资收益。2）公司拥有舍得集团70%、集团持有上市公司32.23%的股权。

- ✓ 化妆品、表业收入体量都不超过 10 亿，对公司报表影响有限，都还在做内功修炼和商业化探索。
- ✓ 商业物业：1) 最大的部分是豫园商圈（城隍庙），现有豫园商圈约 10 万方，豫园二期约 20 万方，于 20 年完成拆迁工作，目前在规划阶段。长远规划豫园商业中心。2) 此外日本北海道度假村业务 2H22 随着日本疫情管控政策放松出现明显好转，目前中国游客赴日流量尚未修复。后续将再收购北海道度假村 Kiroro。度假村业务公司作为业主方主要获得租金收入，运营由外部团队来做（复星旅文旗下 Clubmed 和日本企业在运营）。

黄金产品升级进展：

目前黄金产品结构上，古韵金占比 20%，普货黄金占比 80%。IP 类产品的销售会带动普货的销售。

古韵金产品公司于 18 年开始推，19 年收入 5 亿，至 22 年收入增长至 40 亿，占比 20%。

老庙品牌渠道策略：

分区域看，老庙在华东江苏比较强，华北华南比较一般。渠道拓展策略上，薄弱区域先做直营打样，北京去年开了门店，带动华北区域销售明显的好转。

■ 曼卡龙：1 月同店低双位数增长，重视电商渠道发展，Z 世代概念店 Q2 陆续开出

公司经营理念：1) 数据化经营管理；2) 大力发展电商；3) 定位 25-35 岁年轻白领女性，年轻化+国潮。

产品设计：一是曼卡龙核心设计师推出的主题系列，二是内部针对 K 近镶嵌、手工花丝等品类的产品开发小组，采用赛马机制。

23 年 1 月销售情况：同店有小两位数的上涨，消费环境改善，客流同比环比恢复明显。

开店计划：核心商圈以曼卡龙直营店为主，二三四线城市以加盟店为主，对直营店进行调整和优化，对加盟商进行整合和区域优化；23 年相比 21 年净开店会有一些增量。

产品开发流程：前端通过数据化的商品标签洞察客群的品类，产品在测款时通过消费者的调研进行改良。

电商渠道：1) 线上占比约 35%、22 年线上 GMV 10 亿元左右；2) 产品体系：曼卡龙经典款，二是线上专款，三是线上线下同款。

线上和线下客单价差距：1) 线上分渠道来看，抖音客单价 400-800 元，天猫端 3000-5000 元，目前也在加大天猫端客单价的差距，承接更高客单价的款式；2) 线下客单价约 5000-20000 元。

曼卡龙 Z 世代概念店情况更新：完全定位曼卡龙 Z 时代人群旗舰店，未来货品满足 Z 时代需求，Q2-Q3 可以看到陆续开店，首家店开在江浙一带。定增资金计划开店 84 家，但不是仅仅只开 84 家。

■ 周观点

随节后一二线城市复工复产、流动人口增加，叠加情人节催化，高线城市珠宝消费有望进一步提振，低线市场截至正月十三增速虽较假期放缓、但仍延续高增长；市场需求修复下，开店需要一定反应周期，同店增长将消化主要的回补需求，展望一季度，预计 3-4Q22 开店较好、低线城市占比高、黄金销售占比高的品牌有望优先受益，建议关注一季报兑现较强的周大福/老凤祥/潮宏基/周大生。

图表 1：基于开店速度、店均销售的保守/中性/乐观假设下重点公司 23 年业绩弹性（同比 2022 年增速）

公司	口径	2023年收入/净利（亿元）			较2022年增速			公司2023年对应估值			截至23.2.24的TTM估值 修复到公司近2年分位数
		保守	中性	乐观	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观	
迪阿股份	收入	53	58	62	36%	47%	58%	18	17	16	47
	净利	14	15	16	43%	56%	68%				
周大福	收入	1159	1211	1335	13%	18%	31%	23	21	19	51
	净利	79	84	94	23%	31%	47%				
周大生	收入	120	127	135	5%	11%	18%	14	12	11	50
	净利	12	14	16	9%	23%	41%				
潮宏基	收入	53	58	61	17%	28%	34%	14	13	13	90
	净利	3.6	3.9	4.0	16%	24%	28%				
中国黄金	收入	600	672	711	25%	40%	48%	24	22	22	19
	净利	9	10	10	14%	22%	27%				
老凤祥	收入	670	674	705	8%	9%	14%	13	13	12	74
	净利	20	20	22	12%	15%	24%				

来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

图表2：黄金珠宝重点标的估值情况

代码	公司名称	收盘价	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE				3年CAGR	PEG	最新市值 23年（亿元）
		2023/2/24	21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E			
600916.SH	中国黄金	12.19	507.58	481.29	666.93	751.10	7.94	8.23	9.90	14.73	37	26	25	21	21%	1.2	205
002867.SZ	周大生	15.98	91.55	115.12	135.62	144.84	12.25	11.44	14.21	15.61	14	15	12	11	8%	1.5	175
002345.SZ	潮宏基	6.76	46.36	45.43	57.41	67.76	3.51	3.10	3.96	4.26	17	19	15	14	7%	2.0	60
301177.SZ	迪阿股份	54.06	46.23	39.45	58.05	73.59	13.02	9.62	15.11	19.36	17	22	14	11	14%	1.0	216
600612.SH	老凤祥	48.74	586.91	618.48	674.22	738.71	18.76	17.45	20.19	22.57	14	15	13	11	6%	2.0	200
1929.HK	周大福	15.72	989.38	1033.37	1243.96	1449.75	67.12	62.55	81.14	97.95	23	25	19	16	14%	1.4	1572
平均											20	20	16	14			

来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

2、培育钻石周观点：本周全球培育裸钻批发价延续企稳、库存环比微增，关注国内品牌零售布局

全球培育裸钻批发价格延续 22 年 9 月中旬以来总体企稳趋势；河南疫后生产秩序恢复，头部公司按计划扩产节奏不变，零售端布局及前期铺货望消化上游库存，建议关注零售端标的中国黄金、潮宏基；上游生产龙头中兵红箭、力量钻石。

图表3：培育钻石重点标的估值情况

代码	公司名称	收盘价	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE				3年CAGR	PEG	最新市值 23年（亿元）
		2023/2/24	21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E			
301071.SZ	力量钻石	127.80	4.98	9.09	13.25	18.19	2.40	4.64	7.44	10.48	32	40	25	18	22%	1.1	185
300179.SZ	四方达	13.30	4.17	5.17	9.24	16.02	0.92	1.64	2.29	3.19	70	39	28	20	51%	0.5	65
000519.SZ	中兵红箭	22.49	75.14	77.77	98.77	116.73	4.85	8.24	16.48	18.91	64	38	19	17	57%	0.3	313
平均											56	39	24	18			

来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

2.1 全球培育裸钻批发价、库存跟踪：本周 CVD 1 克拉及以上均价略有回升、CVD 及 HTHP 小钻均价小幅下滑，全球库存环比微增 1.3%

截至 23 年 2 月 24 日，全球培育钻价格延续自 22 年 9 月中旬以来总体企稳，本周 CVD 克拉钻及大钻均价回升低个位数，CVD 及 HTHP 小钻价格下滑低个位数。

■ 折扣：本周 CVD 多分数段折扣总体回升、HTHP 下滑

1 克拉 CVD 本周折扣回升、HTHP 下滑。

1~1.49 克拉 HTHP、CVD 折扣较上周回升，1.5~1.99 克拉 HTHP、CVD 折扣较上周下滑。

0.5~0.69、0.7~0.89 小克拉 CVD 折扣回升、HTHP 下滑。

■ 价格：CVD 克拉钻及大钻均价回升低个位数，CVD 及 HTHP 小钻价格下滑低个位数

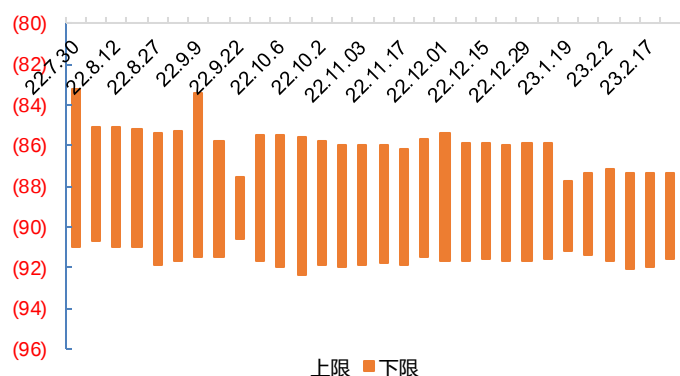
1 克拉 CVD/HTHP 价格较上周回升 2%/下滑 1%。

1~1.49 克拉 CVD/HTHP 价格较上周回升 1%/回升 2%。

1.5~1.99 克拉 CVD/HTHP 价格较上周回升 1%/下滑 2%。

0.5~0.69 克拉 CVD/HTHP 较上周下滑 3%/下滑 1%；0.7~0.89 克拉 CVD/HTHP 较上周下滑 3%/下滑 1%。

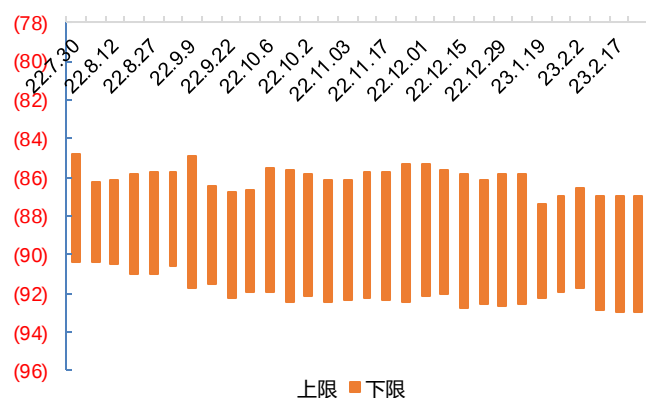
图表4: 0.5-0.69 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



来源: LGDeal, 国金证券研究所

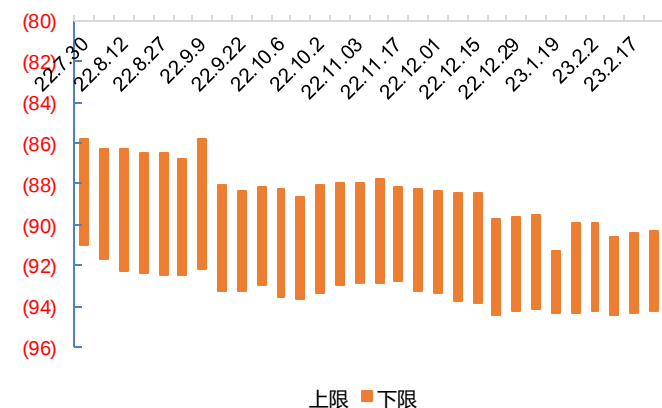
注: 培育钻定价模式为锚定天然钻价格, 如相对天然钻价格的-95%, 即为天然钻价格的 5%, 下同。

图表6: 0.7-0.89 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



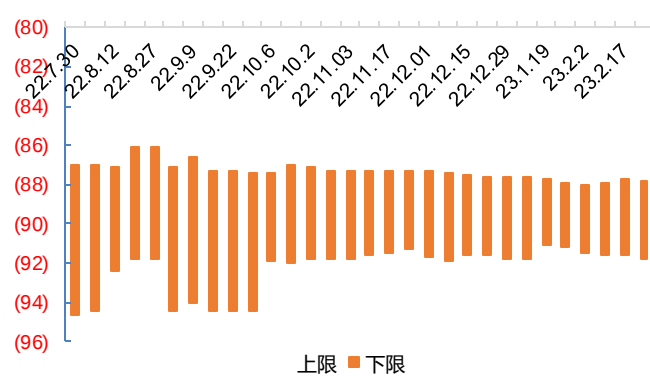
来源: LGDeal, 国金证券研究所

图表8: 0.9-0.99 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



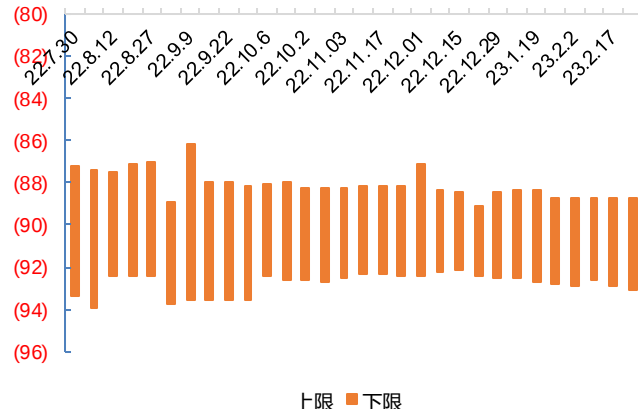
来源: LGDeal, 国金证券研究所

图表5: 0.5-0.69 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



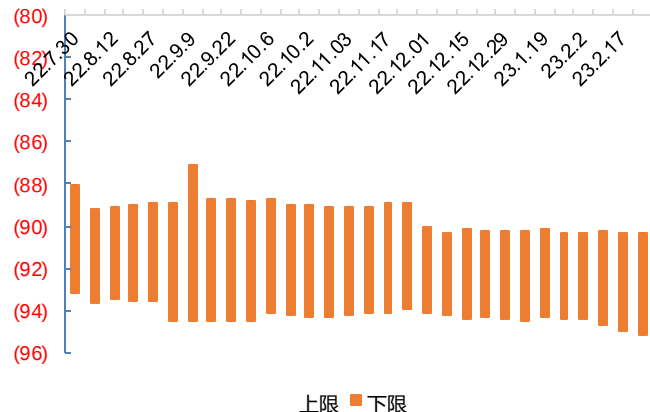
来源: LGDeal, 国金证券研究所

图表7: 0.7-0.89 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



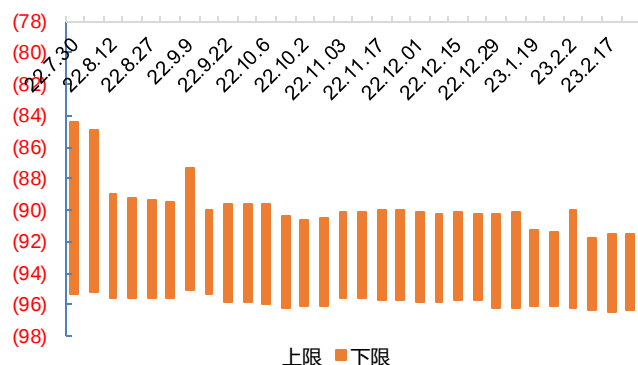
来源: LGDeal, 国金证券研究所

图表9: 0.9-0.99 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



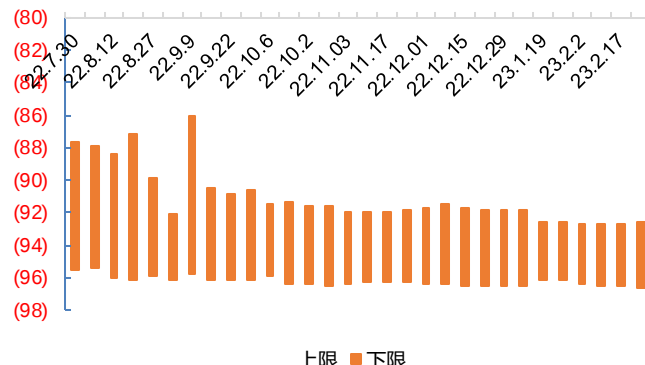
来源: LGDeal, 国金证券研究所

图表10: 1-1.49 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



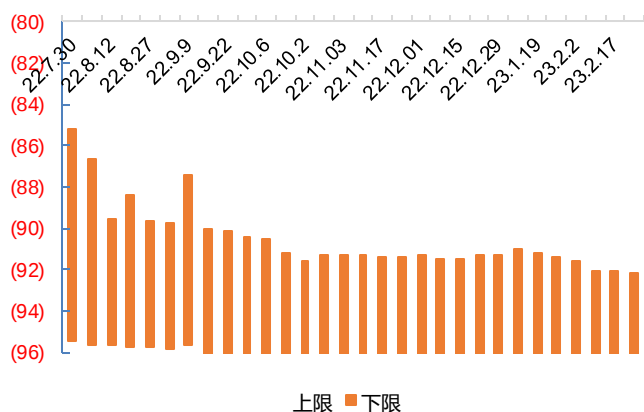
来源: LGDeal, 国金证券研究所

图表11: 1-1.49 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



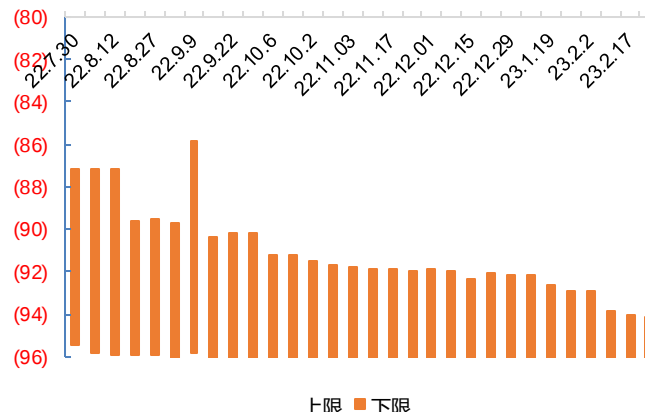
来源: LGDeal, 国金证券研究所

图表12: 1.5-1.99 克拉 CVD 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



来源: LGDeal, 国金证券研究所

图表13: 1.5-1.99 克拉 HTHP 裸钻批发价上限、下限 (相对天然钻折扣, %) (周度)



来源: LGDeal, 国金证券研究所

■ 全球培育钻裸钻各交易平台库存: 截止1月末较22年12月首次跟踪累计升个位数, 最近一周环增1%

截至 22.12.25, LGDea 库存量 14.7 万颗, Brilliant Earth16.5 万颗, James Allen 5 万颗, Clean Origin 2 万颗。

截至 23.1.28, LGDea 库存量 15.7 万颗, Brilliant Earth16.5 万颗, James Allen 5.3 万颗, Clean Origin 2.9 万颗。

截至 23.2.5, LGDeal 库存量 15.9 万颗 (环增 1%), Brilliant Earth16.4 万颗 (环降 1%), James Allen 4.8 万颗 (环降 9%), Clean Origin 3.1 万颗 (环增 9%)。

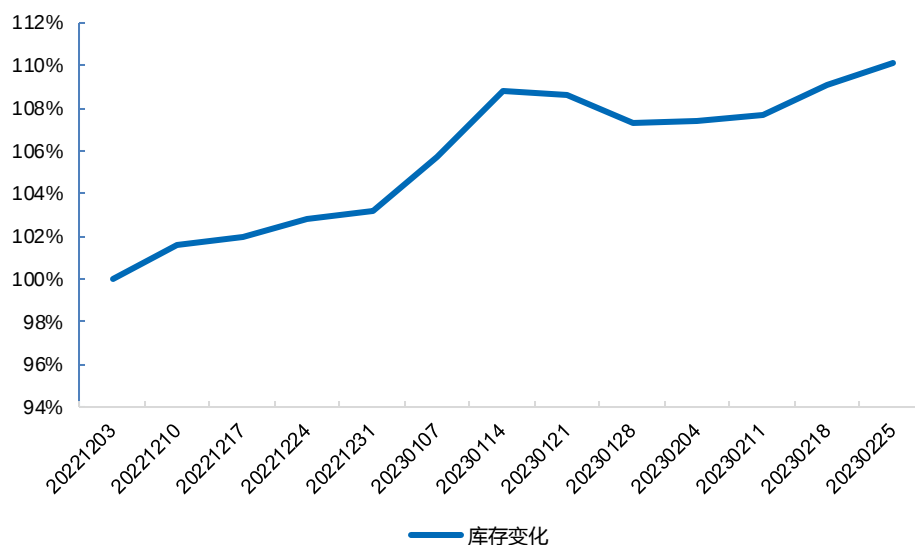
截至 23.2.10, LGDeal 库存量 15.9 万颗 (环增 0.4%), Brilliant Earth16.6 万颗 (环增 1%), James Allen 4.8 万颗 (环增 1%), Clean Origin 3.4 万颗 (环增 9%)。

截至 23.2.19, LGDeal 库存量 15.7 万颗 (环降 1%), Brilliant Earth15.5 万颗 (环降 7%), James Allen 5 万颗 (环增 3%), Clean Origin 3.4 万颗 (环降 2%)。

截至 23.2.26, LGDeal 库存量 16.1 万颗 (环增 2%), Brilliant Earth16.6 万颗 (环增 9%), James Allen 5 万颗 (环比持平), Clean Origin 3.2 万颗 (环降 4%)。

根据钻石观察, 截止 2023 年 2 月 18 日, 中游裸钻库存较 22 年 12 月首次跟踪累计升个位数, 最近一周小幅环增 1%。

图表14：中游裸钻库存最近一周持平（以2022年12月3日为基准）



来源：钻石观察，国金证券研究所

2.2 天然钻裸钻批发价跟踪：IDEX 指数本周累计跌 0.05%、降幅环比收窄，1 月一克拉 RAPI 指数降 0.9%

IDEX 指数本周（23 年 2 月 20 日-2 月 26 日）累计跌 0.05%、降幅环比收窄。2023 年 1 月 IDEX 指数累计环跌 1.21%。

自 2022 年 3 月初开始下跌以来，IDEX 指数已连续 10 个月下跌，22 年 4 月-12 月、23 年 1 月分别累计跌 2.1%、0.69%、1.18%、2.05%、2.41%、2.35%、2%、2.6%、0.8%、1.2%。22 年 1 月和 2 月有大幅提升，分别+5.7%/+4.1%，22 年 9-12 月降幅持续环比收窄。2023 年以来，延续下跌趋势、1 月降幅环比扩大。

根据 IDEX，成品钻石价格指数 2023 年 1 月末的收盘数据相比 2022 年 1 月末的收盘数据下跌了 12.5%，整体仍然呈现大幅下滑的趋势。1 月份主要细分品类的裸钻价格指数表现如下：0.5 克拉/1 克拉/1.5 克拉/2 克拉/3 克拉/4 克拉/5 克拉圆形钻石分别下跌 1.36%/下跌 1.96%/下跌 1.31%/下跌 1.04%/上涨 0.47%/上涨 0.51%/下跌 1.76%。

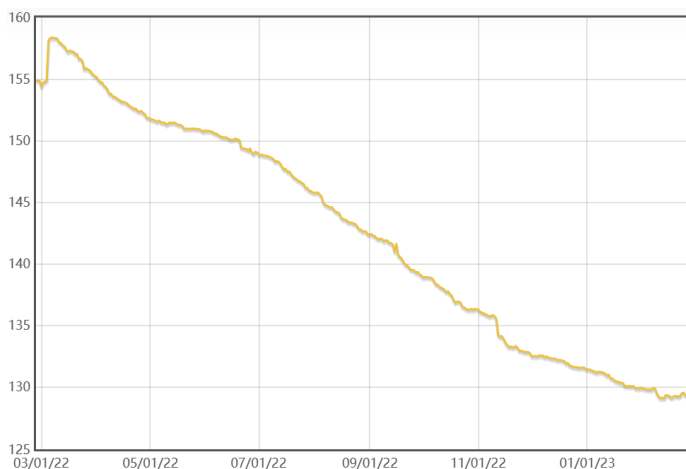
根据 Rapaport，1 月一克拉 RAPI 价格指数下降 0.9%，延续 22 年 11 月-12 月的降幅连续收窄，其中小钻表现优于带证书的大钻，其中 30 分价格指数上升了 3.1%，50 分、1 克拉、3 克拉成品钻价格指数分别下降 0.2%、0.9%、0.3%。

在截至 2 月 1 日的 12 个月中，30 分、50 分、1 克拉、3 克拉成品钻价格指数分别下降 5.7%、13.8%、17.3%、9.5%。

2022 年 12 月，制造商将裸钻的产量维持在较低的水平，降价以出售不太受欢迎的商品并提高流动性。切割商仍对增加产量持谨慎态度。戴比尔斯将 2 克拉以上的毛坯钻平均降价 10%，将 0.75 克拉以下的毛坯钻价格平均提高 10%。尽管有美国的制裁和行业抵制，Alrosa 的商品仍在进入市场。美国市场关注于 VS1-SI 净度，G-J 色的中等级别带有证书的小克拉钻石，较好品质的钻石市场表现疲软。异形钻石表现尚可。中国市场复苏，1 至 2 克拉 D-H 色、VS-SI2 净度、3X 级别的钻石需求稳定。印度市场毛坯钻交易稳定，较小克拉的钻石走强。

根据上海钻石交易所，中国钻石价格指数（30 分-2.99 克拉各分数段）自 22 年 11 月初以来累计跌 10%+。截至 23 年以来截至 1 月 20 日，各分数段钻石价格指数呈止跌小幅回升趋势。

图表15: IDEX 价格指数自 2022 年 3 月延续下跌趋势



来源: IDEX, 国金证券研究所

图表16: 中国钻石价格指数 2022 年 11 月以来累计跌 5%(人民币计价, 以 2021 年 7 月 1 日为基点 100)



来源: 上海钻石交易所, 国金证券研究所

3、行情回顾

3.1 黄金珠宝: 涨 1.36%、跑赢大盘 0.7PCT, 板块居中游

23.2.20-23.2.24 上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 1.34%、涨 0.61%、涨 0.66%, 黄金珠宝板块¹涨 1.36%, 跑赢沪深 300 0.7PCT。

板块对比来看, 黄金珠宝处行业中游。

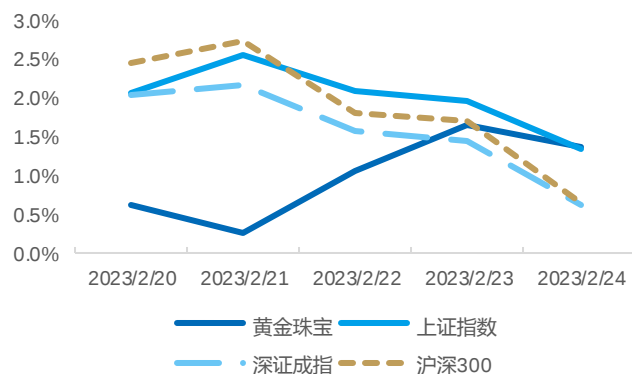
个股方面, 潮宏基(↑6.79%)、周大生(↑4.92%)涨幅居前, 迪阿股份(↓3.81%)、周生生(↓3.64%)跌幅居前。

图表17: 23.2.20-23.2.24 黄金珠宝板块跑赢大盘 0.7PCT

板块名称	累计涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	1.34
深证成份指数成份	0.61
沪深 300	0.66
黄金珠宝板块	1.36

来源: wind, 国金证券研究所

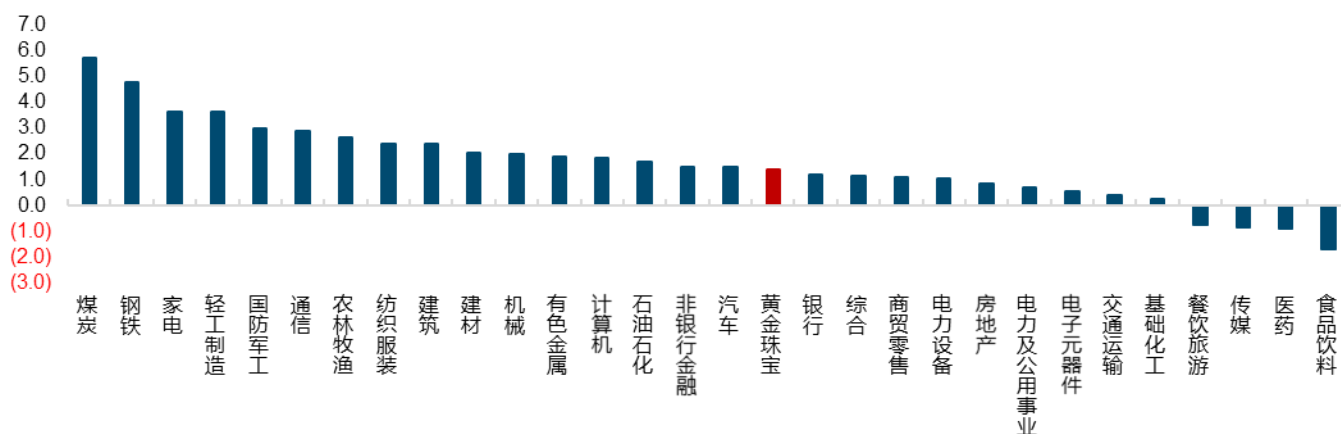
图表18: 23.2.20-23.2.24 黄金珠宝板块涨跌幅走势



来源: wind, 国金证券研究所

¹ 此处的黄金珠宝板块为国金证券选取的主业珠宝首饰相关的 A 股上市公司, 包含有周大生、潮宏基、飞亚达、老凤祥、中国黄金、豫园股份等个股。

图表19：23.2.20-23.2.24 黄金珠宝处各板块涨跌幅中游 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表20：23.2.20-23.2.24 黄金珠宝个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
002345.SZ	潮宏基	6.76	6.79	5.43	8368	60
002867.SZ	周大生	15.98	4.92	3.56	4667	175
605599.SH	菜百股份	9.96	3.21	1.85	1181	77
1929.HK	周大福	15.72	2.61	1.25	3013	1,572
000026.SZ	飞亚达	11.54	1.67	0.31	2477	48
603900.SH	莱绅通灵	6.90	1.47	0.11	1251	24
600655.SH	豫园股份	7.81	0.64	-0.72	2894	305
0590.HK	六福集团	24.95	0.40	-0.96	145	146
000587.SZ	*ST金洲	0.72	0.00	-1.36	0	15
300945.SZ	曼卡龙	14.30	0.00	-1.36	1273	29
600612.SH	老凤祥	48.74	-0.53	-1.89	493	255
600916.SH	中国黄金	12.19	-0.89	-2.25	7837	205
002721.SZ	金一文化	3.43	-1.15	-2.51	9667	33
002574.SZ	明牌珠宝	7.61	-1.68	-3.04	10063	40
002731.SZ	萃华珠宝	15.36	-2.04	-3.40	804	39
0116.HK	周生生	10.60	-3.64	-5.00	206	72
301177.SZ	迪阿股份	54.06	-3.81	-5.17	734	216

来源：Wind，国金证券研究所

3.2 培育钻石：涨 0.71%、跑赢大盘 0.05PCT，板块居中下游

23.2.20-23.2.24 上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 1.34%、涨 0.61%、涨 0.66%，培育钻石板块²涨 0.71%，跑赢沪深 300 0.05PCT。

板块对比来看，培育钻石处行业中下游。

个股方面，中兵红箭（↑2.69%）、力量钻石（↑1.31%）涨幅居前，黄河旋风（↓2.38%）跌幅居前。

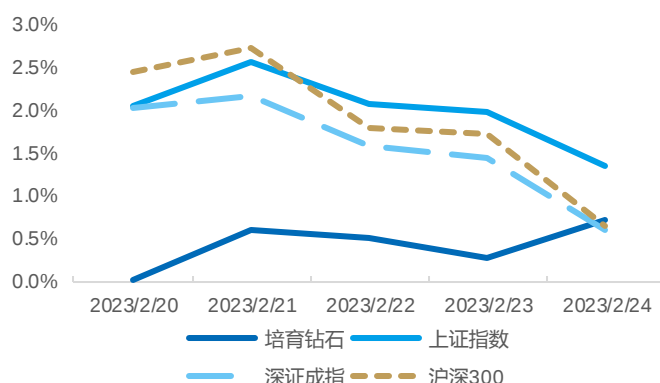
² 此处的培育钻石板块为国金证券选取的培育钻石相关的 A 股上市公司，包含有力量钻石、中兵红箭、黄河旋风、国机精工、沃尔德、四方达等个股。

图表21: 23.2.20-23.2.24 培育钻石板块跑赢大盘 0.05PCT

板块名称	累计涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	1.34
深证成份指数成份	0.61
沪深 300	0.66
培育钻石板块	0.71

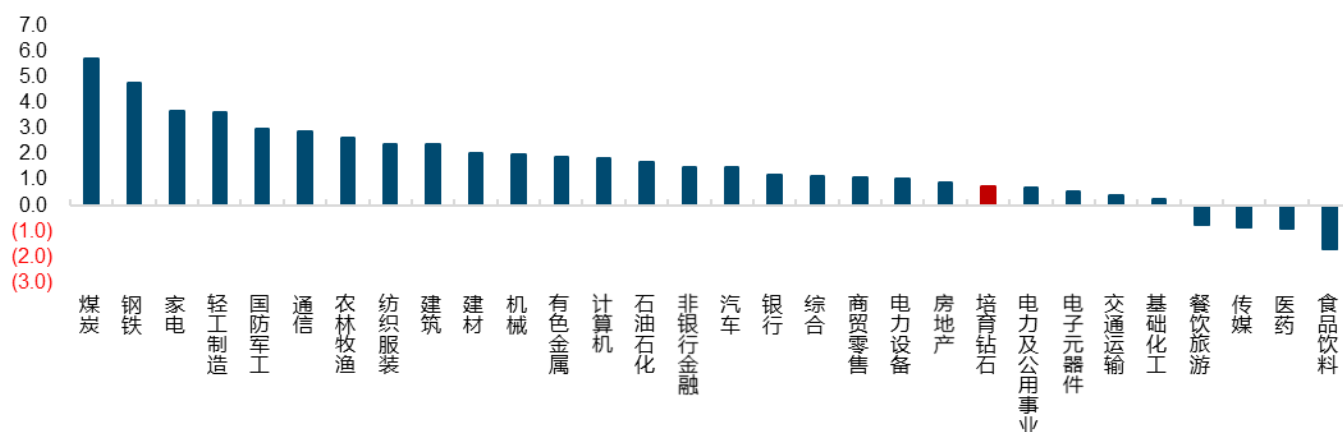
来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 23.2.20-23.2.24 培育钻石板块涨跌幅走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表23: 23.2.20-23.2.24 培育钻石处各板块中下游 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 23.2.20-23.2.24 培育钻石个股涨跌幅

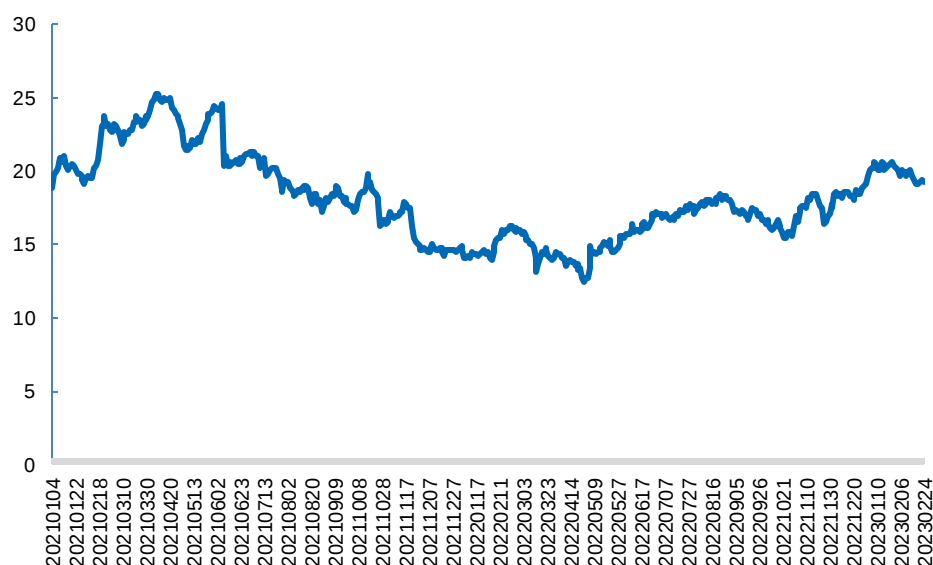
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
000519.SZ	中兵红箭	22.49	2.69	1.98	20346	313
301071.SZ	力量钻石	127.80	1.31	0.60	780	185
300179.SZ	四方达	13.30	1.29	0.58	1807	65
002046.SZ	国机精工	12.62	1.20	0.49	3199	67
688028.SH	沃尔德	34.85	0.61	-0.10	315	38
600172.SH	黄河旋风	6.16	-2.38	-3.09	24548	89

来源: Wind, 国金证券研究所

3.3 板块估值: 黄金珠宝获益旺季消费情绪修复、22 年 11 月末以来累计涨 18%, 培育钻板块估值 46 倍、23 年 1 月中旬以来回升 11%

黄金珠宝板块 22 年 1 月末至 3 月初小幅抬升 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; 随后上海、北京等多地疫情爆发、估值回调 19%至 13 倍; 5 月下旬至今受益于疫情缓解、部分地区 520、7 月、七夕销售较好, 金银珠宝零售数据明显修复, 板块估值提升 30%至 17 倍。22 年 11 月末以来受益政策利好、消费情绪修复, 估值持续提升、累计涨 18%, 当前板块估值处 2021 年以来 68%分位、截至 23 年 2 月 24 日收盘为 19 倍。

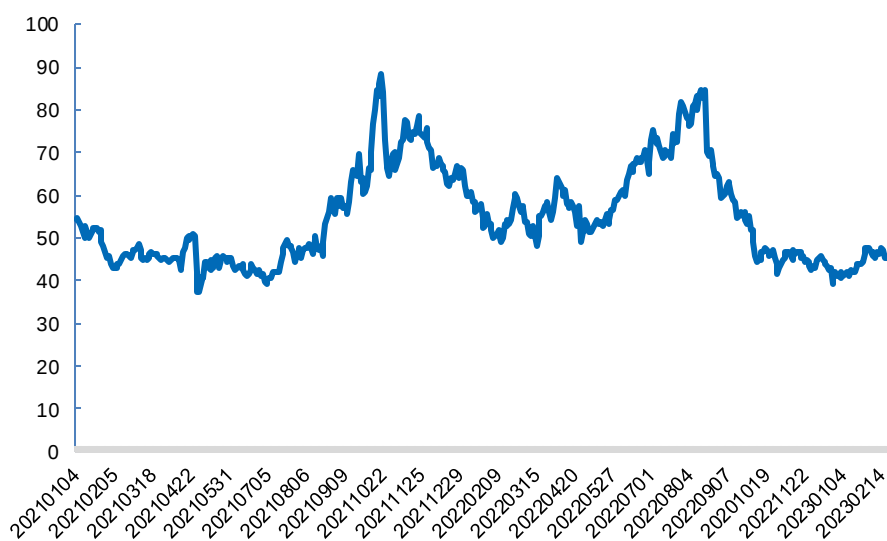
图表25：黄金珠宝板块市盈率（TTM）22年11月末以来累计涨18%



来源：Wind，国金证券研究所

截至23年2月24日收盘，培育钻石板块动态估值46倍、处2022年以来22%分位，板块估值自22年11月以来总体企稳、23年1月中旬以来回升11%。基本面看全球培育裸钻批发价延续9月中旬以来企稳态势、河南生产秩序恢复、龙头公司1Q23基本面望稳健。

图表26：培育钻石板块市盈率（TTM）23年1月中旬以来回升11%



来源：Wind，国金证券研究所

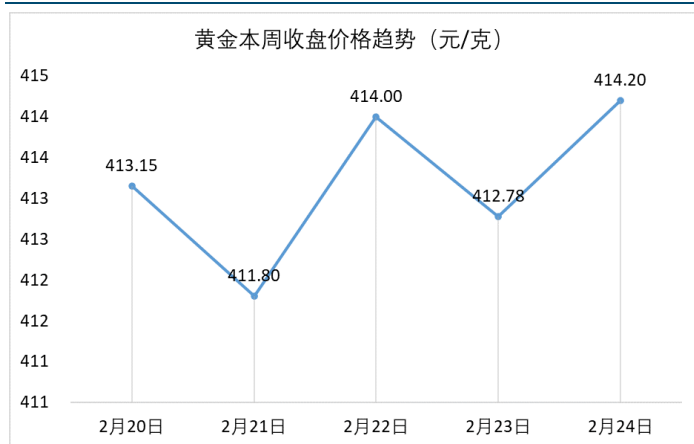
4、数据跟踪

4.1 贵金属价格：23.2.20-23.2.24 金价累计涨0.25%

23年2月20日-2月24日黄金、白银、铂金价格分别累计涨0.25%/跌0.61%/涨3.69%，金价有所回升，较上周增幅回正。

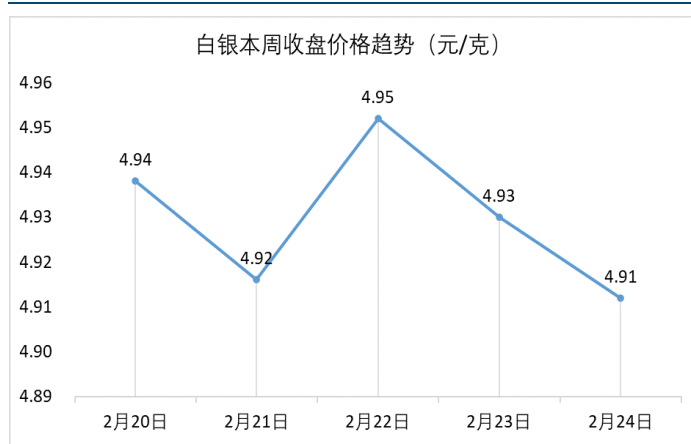
在23年利率端下行速率快于通胀端的情况下，实际利率综合水位预计将有所回落、提振金价。

图表27: 23.2.20-23.2.24 黄金价格累计涨 0.25% (元/克)



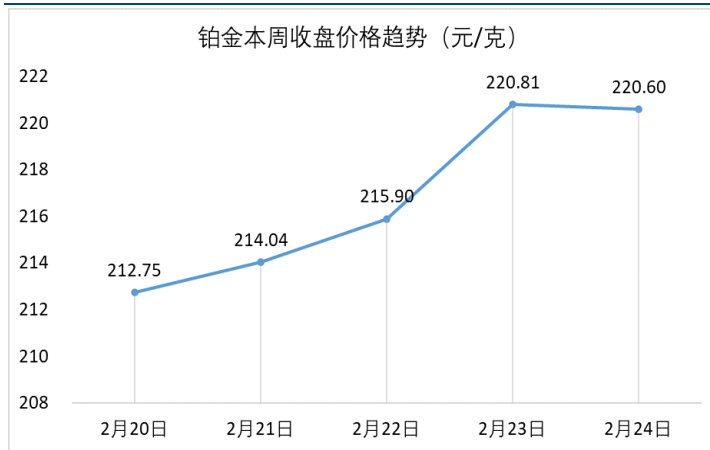
来源: 中宝协基金, 上海黄金交易所, 国金证券研究所

图表28: 23.2.20-23.2.24 白银价格累计跌 0.61% (元/克)



来源: 中宝协基金, 上海黄金交易所, 国金证券研究所

图表29: 23.2.20-23.2.24 铂金价格累计涨 3.69% (元/克)



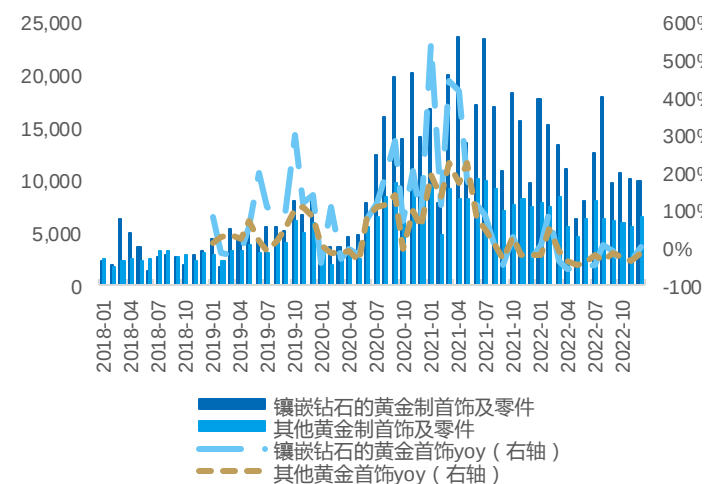
来源: 中宝协基金, 上海黄金交易所, 国金证券研究所

4.2 进口: 22 年 12 月国内钻石进口 5.16 亿美元、同降 26.4%

根据海关总署, 22 年 12 月镶嵌类黄金首饰进口额 1 亿美元、同增 2%, 较 11 月的同比-35%增速回正; 其他黄金首饰进口额 0.65 亿美元、同降 14%, 较 22 年 10-11 月降幅收窄。

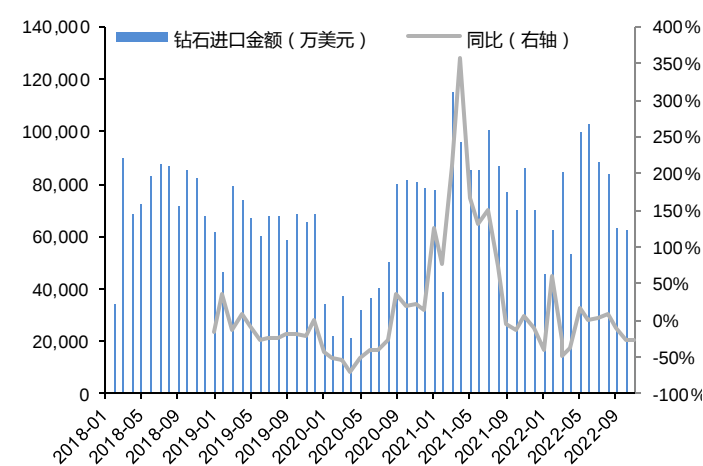
钻石 22 年 12 月进口额 5.16 亿美元、同降 26.4%。

图表30: 22 年 12 月镶嵌类黄金首饰进口额同增 2% (万美元, %)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表31: 22 年 12 月钻石进口额同降 26% (万美元, %)



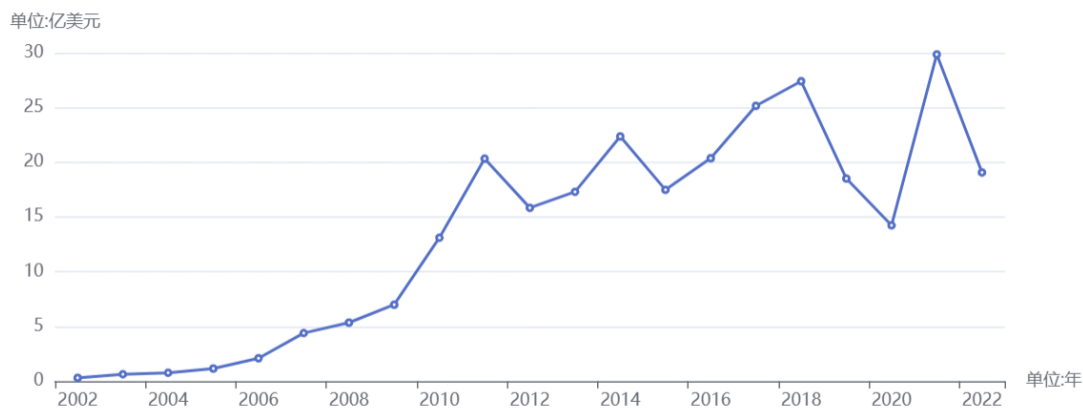
来源: 海关总署, 国金证券研究所

据上海钻交所，2022 年上海钻石交易所钻石交易总额为 44.24 亿美元，同比 2021 年降 37.5%，其中成品钻进口额同降 36%至 19.07 亿美元。22 年 6 月份随着疫情得到逐步控制，钻石市场有所回暖，当月通过上海钻交所的成品钻进口额同增 48%至 4.41 亿美元。（上海钻交所 21 年交易额占海关总署进口总额的 30%）。

22 年 7-10 月上交所成品钻进口额环比逐月下滑，预计主要系 1) 销售淡季、2) 国内疫情反复。10 月交易额 1.04 亿美元，7-10 月累计为 6.81 亿美元。

23 年 1 月上交所成品钻进口额为 0.28 亿美元。

图表32：2022 年上海钻石交易所成品钻石进口额同比下降 36%（亿美元）



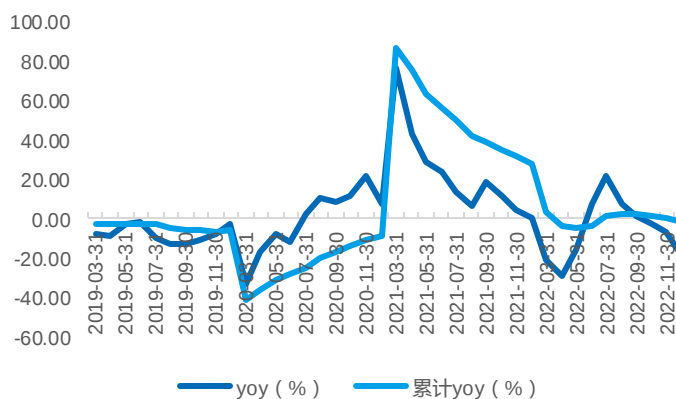
来源：上海钻石交易所，国金证券研究所

4.3 零售：22 年 12 月国内珠宝零售额-18.4%、23 年 1 月美国珠宝全渠道零售+8.8%

■ 国内：22 年 12 月国内珠宝零售-18.4%

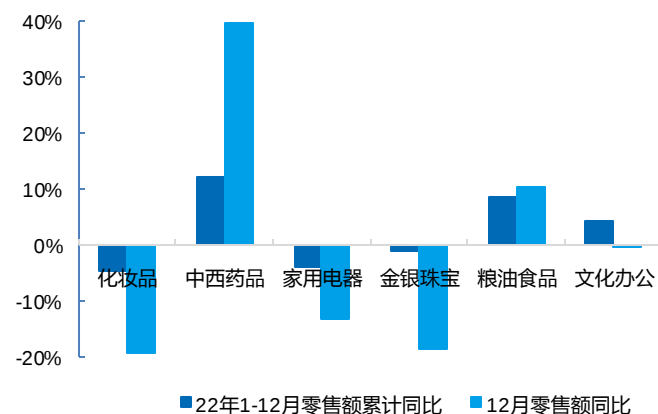
国内 12 月金银珠宝零售额同比降 18.4%，1-12 月累计同比-1.1%。

图表33：22 年 12 月国内金银珠宝零售额同比-18%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表34：我国分品类社会消费品零售额同比



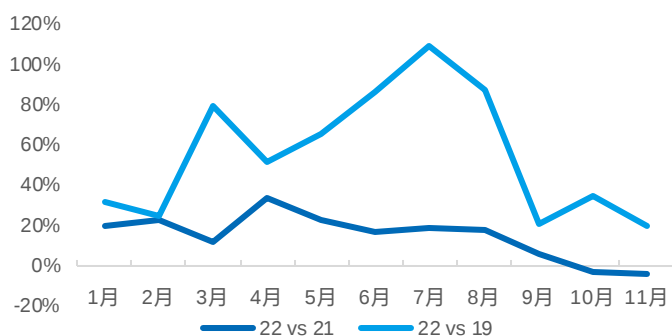
来源：国家统计局，国金证券研究所

■ 美国：22 年 11-12 月假日季珠宝全渠道零售同比+8.8%、延续 12 月以来的增长

根据万事达卡统计的美国珠宝全渠道零售额数据，23 年 1 月同比+8.8%，延续 22 年 12 月的同比增长，可能反映了情人节临近的消费情况。23 年 1 月美国珠宝全渠道零售同比+6.5%、较 4Q22 增速回正。

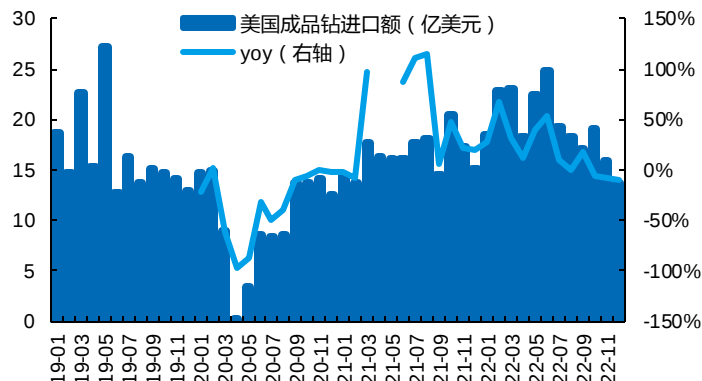
根据美国商务部，11 月美国成品钻进口额 15.8 亿美元、环降 18%、同降 8%；22Q3 累计进口额 54.36 亿美元、同比+8%，较 22Q2 的+35%放缓。

图表35：美国珠宝零售额（全渠道）22年10-11月同比下滑



来源：万事达卡，国金证券研究所

图表36：美国成品钻月度进口额及同比（亿美元，%）



还有一个重要的原因，是中国市场的复苏拉升了小颗粒钻石价格的需求。自 2022 年 12 月初至上周末的 11 周内，0.30 克拉裸钻仅有 1 周出现降价，其余均呈现不同程度的涨价态势。

另外，据 Rapaport 的统计，截至 2023 年 2 月 1 日，RapNet 平台上 0.30 克拉区段的库存同比下降了 35% 左右。

■ 瑞士 1 月钟表出口额增长 9%

据中宝协基金，瑞士钟表业联合会数据显示，1 月瑞士钟表出口额同比增长 9% 至 20.1 亿美元，分目标市场来看，美国同比增长 26% 至 3.45 亿美元，中国香港特区同比增长 10% 至 1.8 亿美元，中国内地同比下降 17% 至 2 亿美元。

■ Lucapa 再现 150ct 大颗粒毛坯钻石

据中宝协基金，Lucapa 钻石公司在 Lulo 28 号矿区开采出一枚 150ct 的大颗粒毛坯钻石。截至目前公司已在 Lulo 地区已采出 36 枚 100ct 以上的毛坯钻石，其中 5 枚来自 28 号矿区。

■ The Knot：培育钻石订婚戒指占比上升，受欢迎程度翻一番

据 Rapaport，创意婚礼策划网站 The Knot 进行了一项调查，询问了近 12,000 对在 2022 年结婚的夫妇。The Knot 上周发布了调查结果，参加调查的消费者去年平均为他们的订婚戒指支出了约 5,800 美元，而前一年则为 6,000 美元。调查还发现，在 2022 年购买的中心宝石中，有 36% 是实验室培育的，在过去的两年里，其受欢迎程度几乎翻了一番。在所有受访者中，约有三分之一的人在订婚戒指上花费了 1,000 至 4,000 美元。

"潘多拉、蓝色尼罗河和 Grown Brilliance 等主要珠宝品牌去年增加了更多的培育钻石系列，"The Knot 解释说，"随着越来越多的情侣选择价格相对便宜的培育钻石，与历史水平相比，克拉数也有所增加。"

调查显示，最受欢迎的订婚戒指宝石是钻石，是 85% 的受访者的选择，比 2017 年高出 1 个百分点。The Knot 发现，在调查中约有 23% 的宝石重达 2 克拉或以上，这与 2019 年相比增加了 11 个百分点。

在钻石切割形状方面，圆形是订婚戒指中选择最多的，约占所有受访者中的 37%。但椭圆形也越来越受欢迎，与 2017 年相比，选择占比从 7% 提高到了 21%。

5.3 上市公司公告

图表 37：重点上市公司公告

公司	公告时间	公告内容
金刚 3	23.2.21	公司持有的巩义农村商行 7900 万股股权于 2023 年 2 月 20 日 10 时至 2023 年 2 月 21 日 10 时止（延时除外）在阿里司法拍卖网络平台进行司法拍卖。截至 2023 年 2 月 21 日，公司持有的巩义农商行 7900 万股股权在淘宝网司法拍卖网络平台成交，成交价为人民币 9985.6 万元。
老凤祥	23.2.21	公司监事蒋维娜女士于 2023 年 2 月 21 日提交书面辞职报告，因工作调整原因申请辞去公司第十届监事会监事职务。
国机精工	23.2.21	公司董事会于 2023 年 2 月 21 日收到董事长朱峰先生递交的书面辞职报告。朱峰先生因达到法定退休年龄，申请辞去其担任的公司第七届董事会董事长、董事职务。朱峰先生辞去本公司董事长职务后不再在公司担任其他职务。
周大生	23.2.22	发布 2023 年 2 月 17 日-2 月 20 日投资者关系活动记录表。
	23.2.24	发布 2023 年 2 月 22 日投资者关系活动记录表
	23.2.25	公司控股股东周氏投资将其持有的部分股份进行质押，本次质押数量为 1640 万股，占其所持股份比例为 2.69%，占公司总股本比例为 1.50%。本次质押后控股股东及其一致行动人质押股份数量为 1.0125 亿股，占其所持股份比例为 14.62%，占公司总股本比例为 9.24%。
曼卡龙	23.2.24	发布发行人（曼卡龙）、保荐机构（浙商证券）及发行人会计师（天健会计师事务所）关于发行注册环节反馈意见落实函的回复。
	23.2.24	发布 2023 年 2 月投资者关系活动记录表。
惠丰钻石	23.2.24	发布 2022 年年度业绩快报。2022 年归母净利 7357 万元，同比增长 31.35%，扣非净利 6845.9 万元，同比增长 42.01%，对应 22Q4 归母净利 1478 万元，同比下降 18%，扣非净利润 1324 万元，同比下降 12%。
明牌珠宝	23.2.24	公司于 2023 年 2 月 24 日向深圳证券交易所申请延期回复《关于对浙江明牌珠宝股份有限公司的关注函》，争取在 2023 年 3 月 3 日前完成回复及披露工作。
豫园股份	23.2.25	公司已于近日完成工商变更登记手续，取得上海市市场监督管理局换发的《营业执照》（统

一社会信用代码:91310000132200223M),公司注册资本由 38.904 亿元人民币变更为 38.999 亿元人民币,同时完成了《公司章程》的工商备案。
--

来源: Wind, 国金证券研究所

6、风险提示

6.1 黄金珠宝

终端零售不及预期: 黄金珠宝行业增量主要来自悦己需求的增长、可选属性强,终端零售增长受宏观环境影响有所波动。

疫情持续时间超预期: 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。

6.2 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: 培育裸钻批发价格延续 22 年 9 月以来总体企稳趋势,展望 23 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：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402