

证券研究报告

2024年05月27日

行业报告：行业专题研究

商贸零售：黄金珠宝年报&一季报总结

24年行业韧性有望持续，看好品牌受益金价上行

作者：

分析师 何富丽 SAC执业证书编号：S1110521120003

分析师 朱琳 SAC执业证书编号：S1110524050001



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

展望2024年全年，短期的金价震荡或会影响黄金珠宝销售在终端表现，但长期来看，从全球地缘政治、央行储备黄金举措等多方面来看，我们认为金价上行趋势较为乐观，而且对于黄金珠宝消费来说，节日送礼、婚庆等需求偏刚性，所以从业绩角度，我们对于黄金珠宝销售仍保持谨慎乐观态度，估值方面从开店空间+金价趋势上来看亦存在较强支撑，综合来看，建议重点关注：

【中国黄金】24Q1归母净利润同比20%+增长超预期，受益β层面金价上涨、α层面公司管理改善，同时配合三免两减政策，23年净开615家超预期、24年开店预期有望延续积极。

【菜百股份】24Q1归母净利润同比+16.15%超预期，公司作为北京地区收入规模领先的黄金珠宝企业，在当地已经拥有较强的市场地位，同时也正通过线下直营+线上渠道加大外埠市场品牌影响力。

【老凤祥】金饰龙头品牌力强，作为内资黄金珠宝行业龙头、老凤祥品牌影响力持续向上，渠道掌控力进一步加强，深度绑定总经销。未来公司有望继续优化布局，通过多类型门店（藏宝金、凤祥喜事等）提升品牌调性。

【周大生】黄金消费景气持续，通过区域展销提升供货效率，同时品牌调性持续向上，黄金产品仍有提升空间，且省代模式调整后有望推动公司持续开店扩张。

注：中国黄金、菜百股份、老凤祥、周大生均与纺织服装组联合覆盖

风险提示：金价波动风险、开店不及预期、新品推广不及预期等

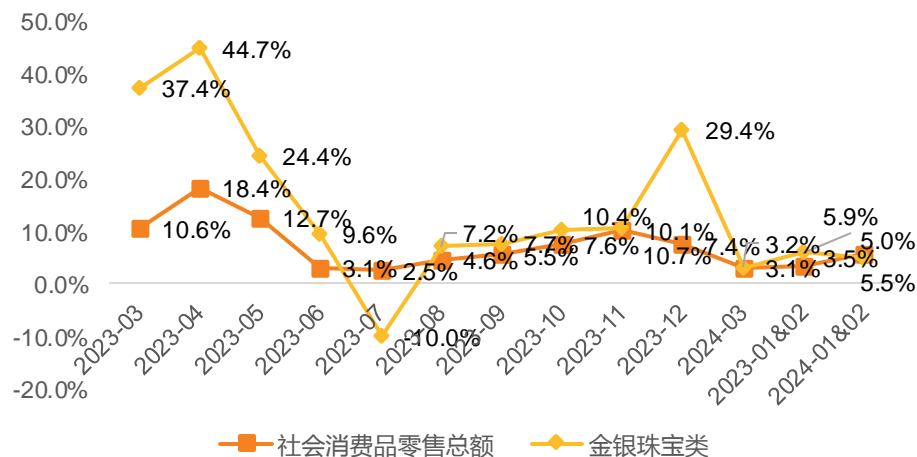
1 行业情况概述

1.1 市场需求：23年高景气，24年有望展韧性

社零表现：23年疫情后消费反弹，社会零售规模全年同比增长7.2%，其中黄金珠宝由于其偏刚性属性，增速表现在商品零售中位列第一，全年同比增长13.3%；进入24年后，社零增速相对放缓，黄金珠宝虽受到前期疫情缓解后的高基数影响，但因金价支撑以及需求稳健仍表现稳定。

金价波动与黄金需求变化：23年以来黄金价格持续升高，上海金全年涨幅达16%，在金价加持下，23年黄金消费市场持续火热，全年全国黄金消费量1089.69吨，同比+8.78%，其中黄金首饰706.48吨，同比+7.97%；金条及金币299.60吨，同比+15.70%。2024年金价上行趋势延续，截止目前上海金已经上涨14%，并在3月20日至4月12日呈现短期极速上涨态势，涨幅达到12%，对金条金币需求促进明显，本身一季度就是黄金消费旺季，24Q1黄金消费需求量仍实现新突破达308.91吨，同比+5.94%，其中金条金币同比+26.77%。

2023年以来社零总额与金银珠宝类yoy



2023年以来金价波动与季度黄金消费变化



1.2 供给扩容：23年龙头展店提速，格局有望集中

门店数量：2019年至2023年间，各黄金珠宝品牌处于渠道扩张区间，品牌门店数量大多实现明显增长。其中老凤祥、豫园股份、中国黄金及周大生的门店扩张趋势较迅猛。2023年，中国黄金/周大生分别净增615/490家门店，表现超预期。老凤祥、豫园股份分别净增385/429家门店，维持了门店扩张速率。从门店总数来看，老凤祥接近6000家、周大生突破5000家、豫园股份接近5000家，渠道方面优势明显；迪阿股份由于公司主动进行渠道调整优化，2023年门店数量缩减160家，2024年公司将继续聚焦门店经营质量提升，未来品牌势能提升、配饰礼物产品体系搭建等方面工作成果值得期待。

2019-2023&24Q1各品牌开店数量以及净增数量

品牌名称	2019		2020		2021		2022		2023		2024Q1		
	门店数量	净增	门店数量	净增	门店数量	净增	门店数量	净增	门店数量	直营/加盟	净增	门店数量	净增
老凤祥	3893	372	4450	557	4945	495	5609	664	5994	187/5807	385		
豫园股份 (老庙及亚一)	2759	669	3367	608	3959	592	4565	606	4994	261/4733	429		
潮宏基	971	64	995	24	1076	81	1158	82	1399	274/1125	241		
曼卡龙			170	9	206	36	210	4	218	98/120	8		
中国黄金			3160		3721	561	3642	-79	4257	103/4154	615	4265	8
菜百股份					58	14	70	12	87	全直营	17	86	-1
周大生	4011	636	4189	178	4502	313	4614	114	5106	331/4775	490	5129	23
迪阿股份					461	108	688	227	528	全直营	-160	491	-37

1.3 需求变化：黄金表现亮眼，镶嵌持续萎缩

品类营收：各品牌在2023年全部实现黄金饰品的双位数增长，其中周大生由于黄金产品销售模式发生改变，自2021年开始实现持续高增长；另一方面，镶嵌产品销售自2022年开始规模持续萎缩。分品类业务占比变化反应了需求端对黄金珠宝行业的消费偏好变化，由于当前经济环境，消费者对于保值属性、高性价比等方面有较高要求，因此黄金首饰成为当下消费热点。

2019-2023各品牌分品类营业收入（亿元）及yoy

品牌	品类	2019		2020		2021		2022		2023	
		营收	yoy	营收	yoy	营收	yoy	营收	yoy	营收	yoy
周大生	素金首饰	15.85	39.43%	16.75	5.70%	55.65	232.22%	84.68	52.16%	137.2	62.01%
	镶嵌首饰	29.99	-2.71%	22.09	-26.35%	22.29	0.90%	13	-41.69%	9.18	-29.40%
豫园股份	黄金饰品	204.57	22.66%	221.68	8.36%	274.48	23.82%	330.71	20.49%	367.27	11.05%
迪阿股份	镶嵌产品	16.49	10.43%	24.48	48.47%	45.95	87.68%	36.5	-20.56%	21.74	-40.45%
中国黄金	黄金产品	378.69	-6.82%	332.31	-12.25%	500.72	50.68%	462.02	-7.73%	554.85	20.09%
	K金珠宝类产品	2.06	52.38%	3.59	74.57%	4.27	18.78%	4.84	13.39%	3.56	-26.51%
曼卡龙	素金饰品	5.75	3.35%	5.06	-11.97%	9.5	87.82%	13.39	40.89%	17.69	32.14%
	镶嵌饰品	3.17	-12.03%	2.99	-5.94%	2.98	-0.15%	2.59	-13.03%	1.46	-43.63%
潮宏基	时尚珠宝首饰	22.93	8.65%	22.12	-3.54%	27.76	25.50%	24.82	-10.60%	29.89	20.43%
	传统黄金首饰	8.07	11.51%	6.51	-19.37%	12.84	97.21%	14.45	12.56%	22.65	56.75%
菜百股份	黄金饰品	37.7	0.05%	26.22	-30.47%	43.21	64.82%	39.96	-7.51%	61.59	54.11%
	钻翠珠宝饰品	9.6	-20.35%	1.29	-86.52%	2.29	76.62%	2.14	-6.24%	2.14	0.07%

2

板块整体解析

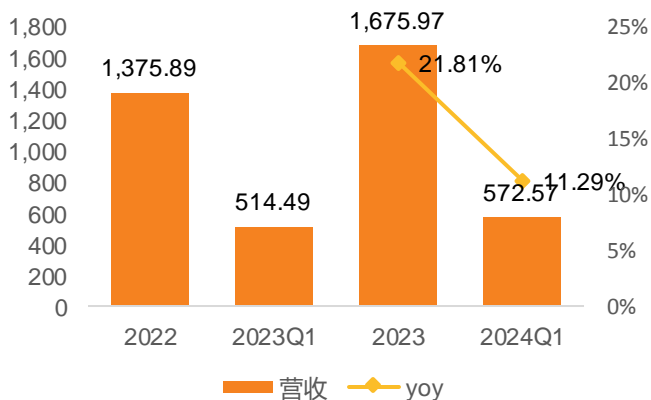
2.1 板块整体：23年收入高增、业绩弹性更高，24Q1高基数下稳增长

我们选取老凤祥、周大生、中国黄金、菜百股份、潮宏基、曼卡龙这6家A股上市公司作为样本进行板块整体分析。由于迪阿股份以镶嵌产品为主、豫园股份涉及较多餐饮、房地产等其他业务并且利润方面涉及投资收益，故在2.1及2.2分析中把二者剔除，后续2.3章节也有加回二者的数据仅供参考。

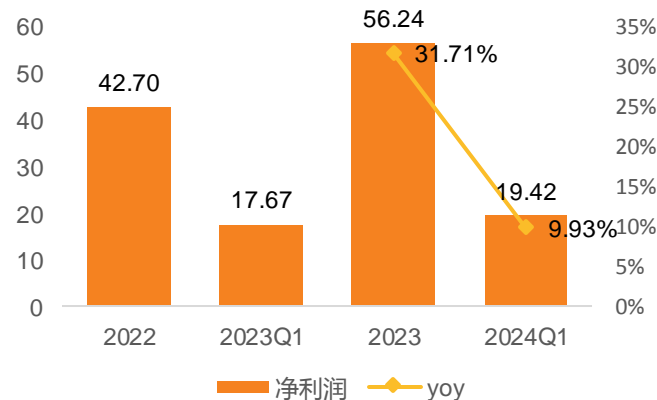
营收端：2023年/2024Q1板块整体营收分别为1675.97/572.57亿元，分别同比+21.81%/+11.29%，23年板块整体受益于国民经济的持续恢复，叠加黄金新工艺商业化的成功，促进了黄金首饰类消费，同时叠加黄金价格上行，投资类型的产品表现也比较亮眼。

利润端：2023年/2024Q1板块整体净利润分别为56.24/19.42亿元，分别同比+31.71%/+9.93%，23年利润增速快于营收增速，主要由于23年板块整体毛利率提升、费用率下降，对于综合净利率有明显利好；24Q1由于毛利率端表现稍弱，故利润增速放缓。

2023&2024Q1板块整体营收（亿元）及yoy（%）



2023&2024Q1板块整体净利润（亿元）及yoy（%）



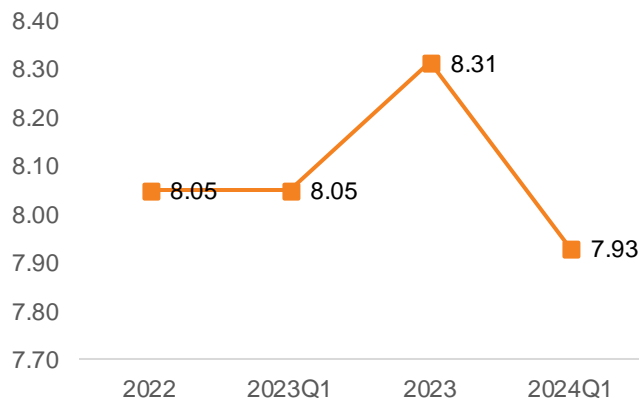
2.2 板块整体：23年金价上涨毛利率提升明显，同时费用率呈现下行趋势

我们选取老凤祥、周大生、中国黄金、菜百股份、潮宏基、曼卡龙这6家A股上市公司作为样本进行板块整体分析。

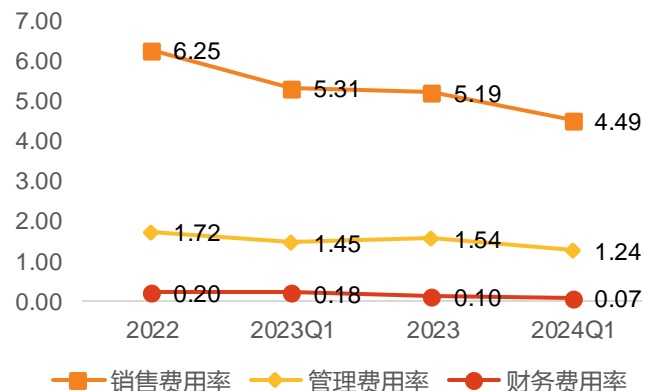
毛利率端：2023年/2024Q1板块以整体法计算毛利率分别为8.31%/7.93%，分别同比+0.26pct/-0.12pct，23年板块整体虽然由于毛利率较低的黄金产品占比提升拉低毛利率，但同时金价上行使得部分公司毛利端受益，所以板块整体毛利率仍提升明显。

费用端：2023年/2024Q1板块以算数平均法计算销售费用率分别为5.19%/4.49%，管理费用率分别为1.54%/1.24%，财务费用率为0.10%/0.07%，整体来看由于品牌公司规模效应日益体现，各项费用率呈现明显下行趋势。

2023&2024Q1板块整体毛利率（%）



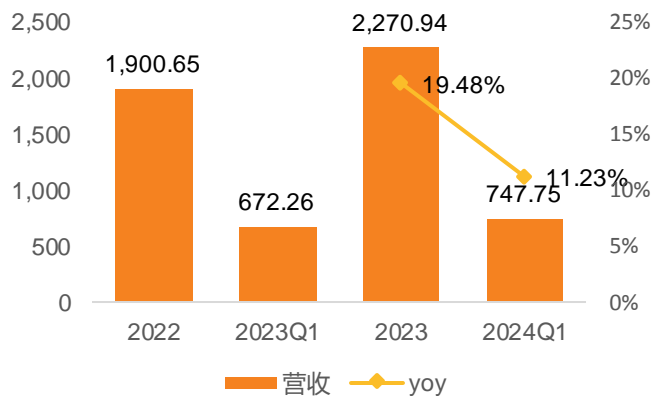
2023&2024Q1板块整体费用率（%）



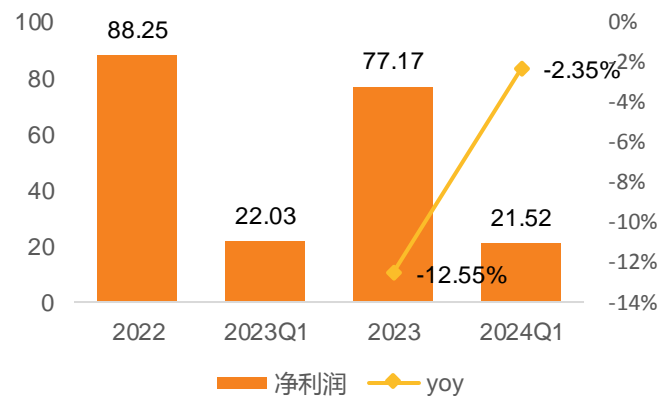
2.3 板块整体补充分析

另外，我们也选取老凤祥、周大生、中国黄金、菜百股份、豫园股份、潮宏基、迪阿股份、曼卡龙这8家A股上市公司作为样本进行板块整体补充分析，具体表现可以参考下图。

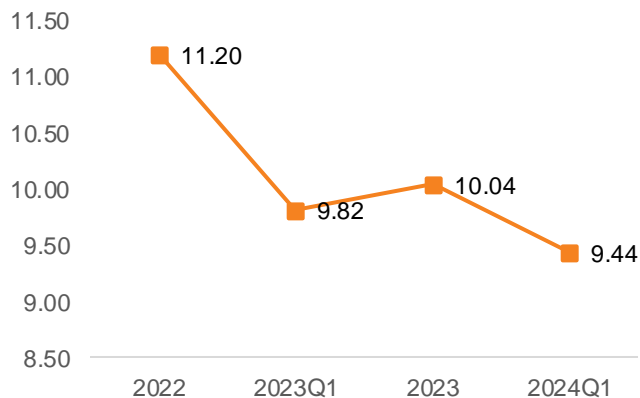
2023&2024Q1板块整体营收（亿元）及yoy（%）



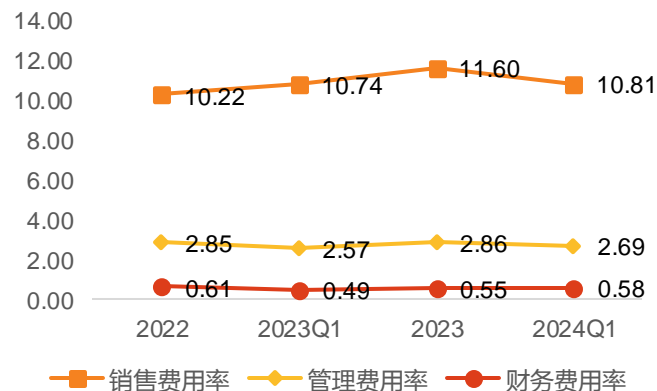
2023&2024Q1板块整体净利润（亿元）及yoy（%）



2023&2024Q1板块整体毛利率（%）



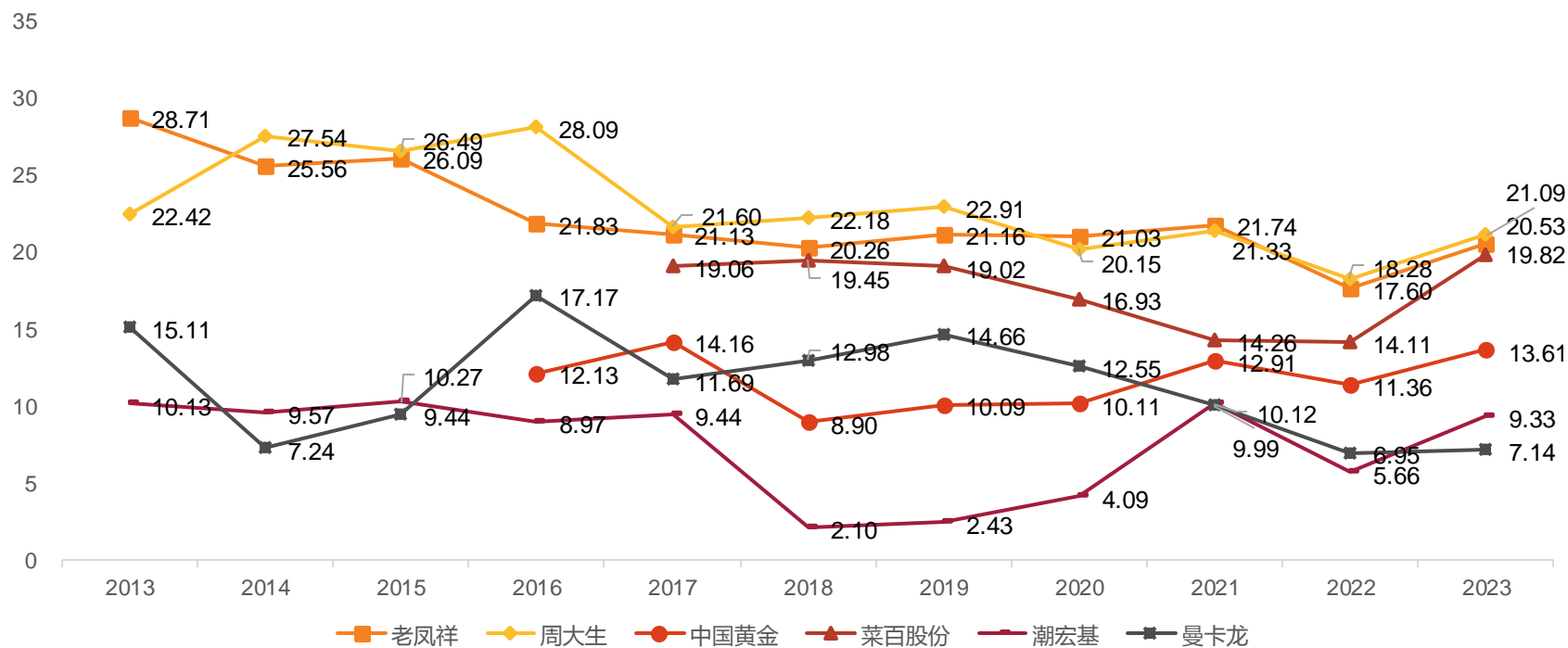
2023&2024Q1板块整体费用率（%）



2.4 板块整体：ROE分析

从ROE表现来看，老凤祥、周大生、菜百股份ROE相对较高，处于接近或超过20%的水平，但从趋势上看，2013-2023年，老凤祥、周大生ROE呈现向下趋势；中国黄金、曼卡龙ROE处于中位，中国黄金较为稳定，基本持续在10%上下，曼卡龙波动较为剧烈；潮宏基ROE水平相对较低，处于10%以下。

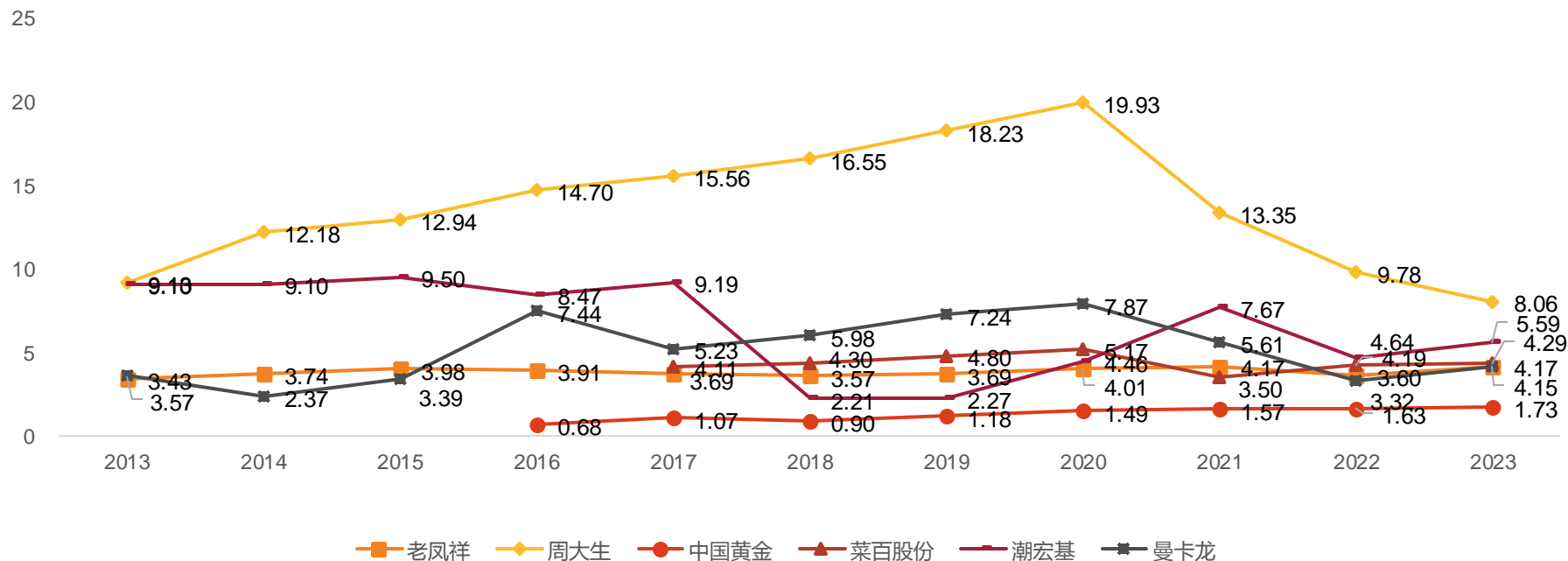
2013-2023各品牌ROE (%)



2.4 板块整体：销售净利率分析

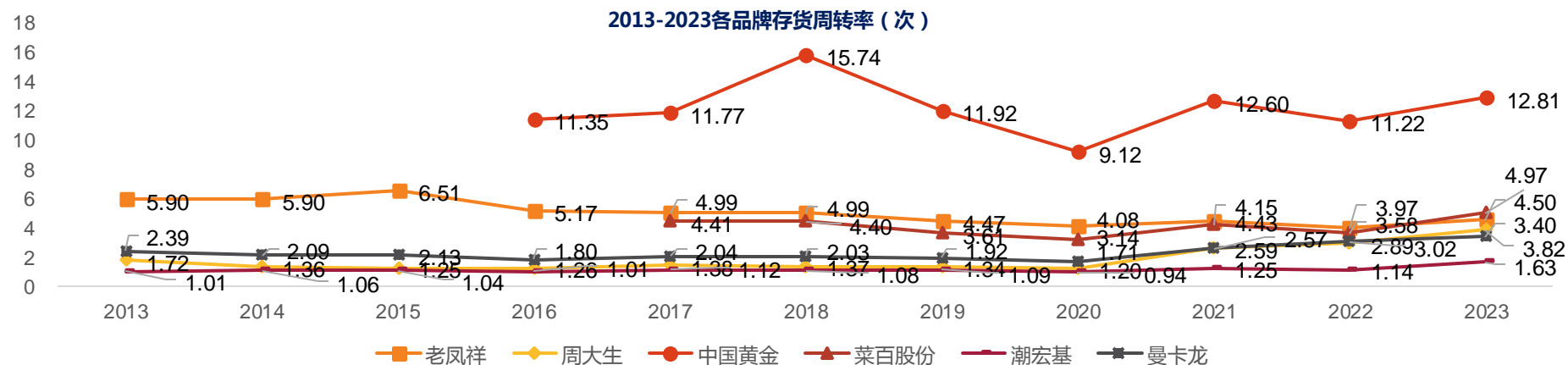
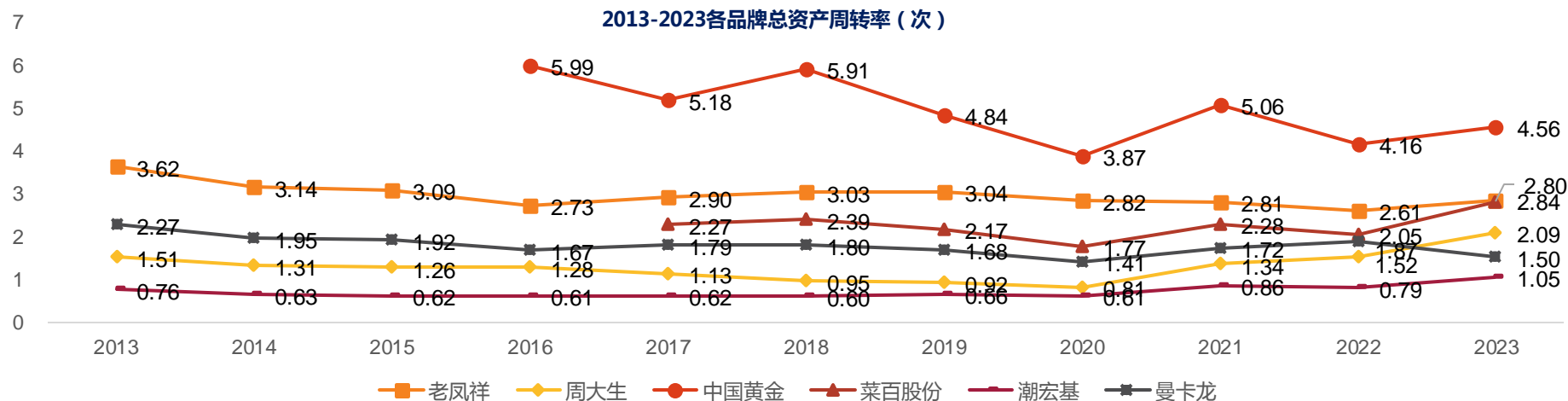
从销售净利率表现来看，周大生净利率表现领先，早期呈现持续向上趋势，主要受益于规模扩张、品牌势能提升，自21年开始，净利率表现下滑，主要由于公司黄金业务开始转型，随着黄金产品占比提升，净利率从双位数下降至个位数，与其他公司趋同；老凤祥、菜百股份、中国黄金销售净利率均相对稳定，只是老凤祥由于品牌优势、菜百股份由于直营模型，净利率高于中国黄金，在3-4%左右；潮宏基、曼卡龙由于是较新品牌，而且也有女包等其他业务扰动，净利率水平波动较大。

2013-2023各品牌销售净利率(%)



2.4 板块整体：资产周转率分析

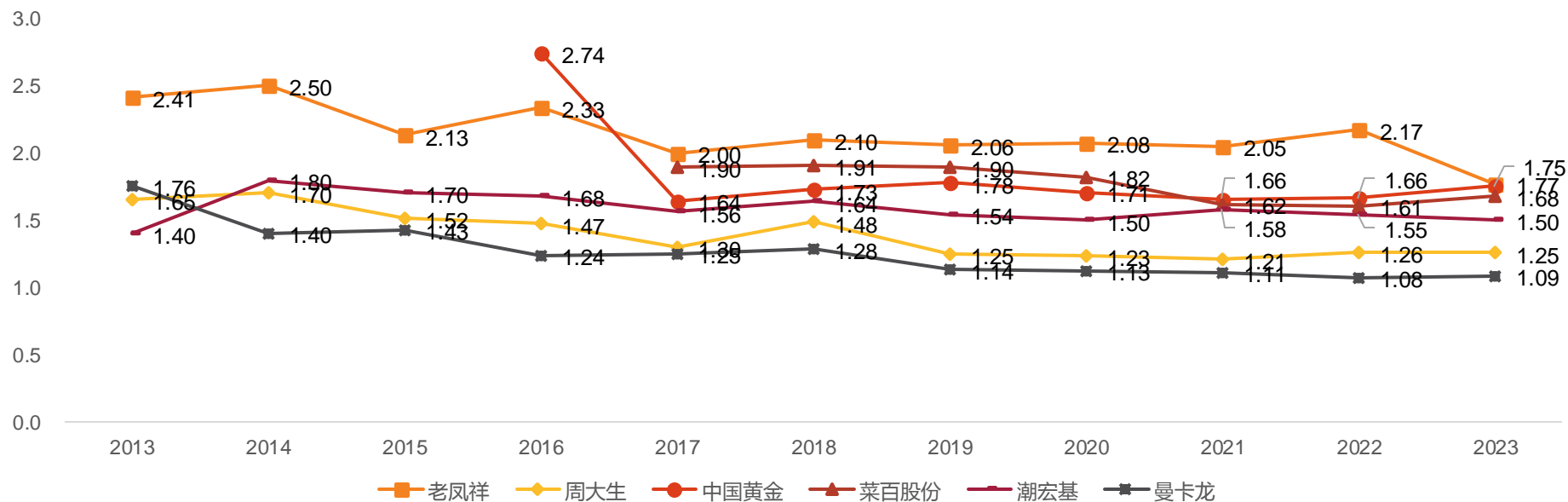
珠宝公司资产周转率主要受存货周转率影响，中国黄金资产周转、存货周转在可比公司中领先，主要由于其每个月均会举行订货会，订货会次数多于同业，从存货周转率上也有体现，周大生、潮宏基、曼卡龙由于会涉及到镶嵌产品，周转较慢。



2.4 板块整体：权益乘数分析

从权益乘数上看，老凤祥、菜百股份、中国黄金负债水平较高，主要由于各公司积极采取黄金租赁等方式开展业务。

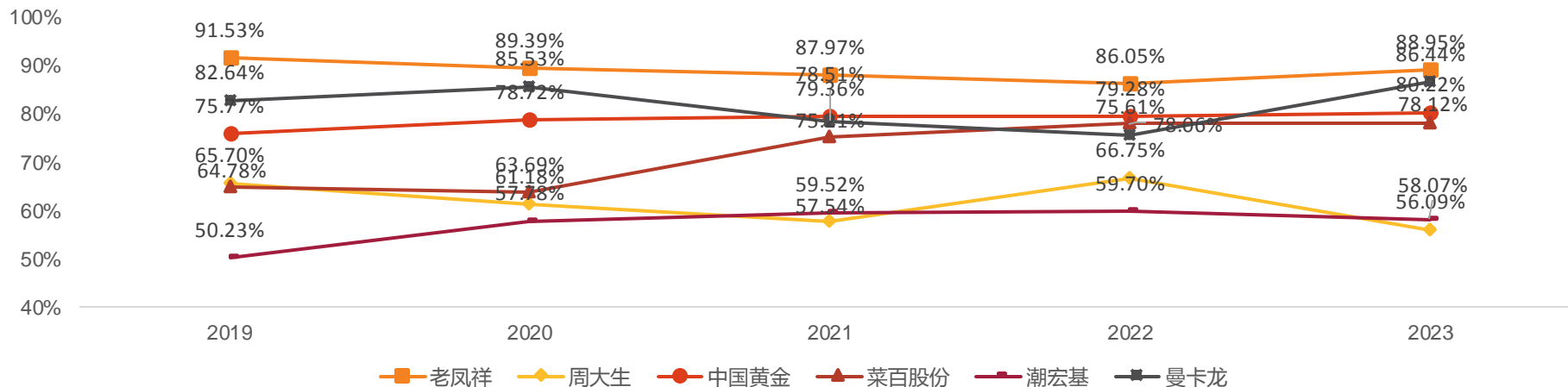
2013-2023各品牌权益乘数



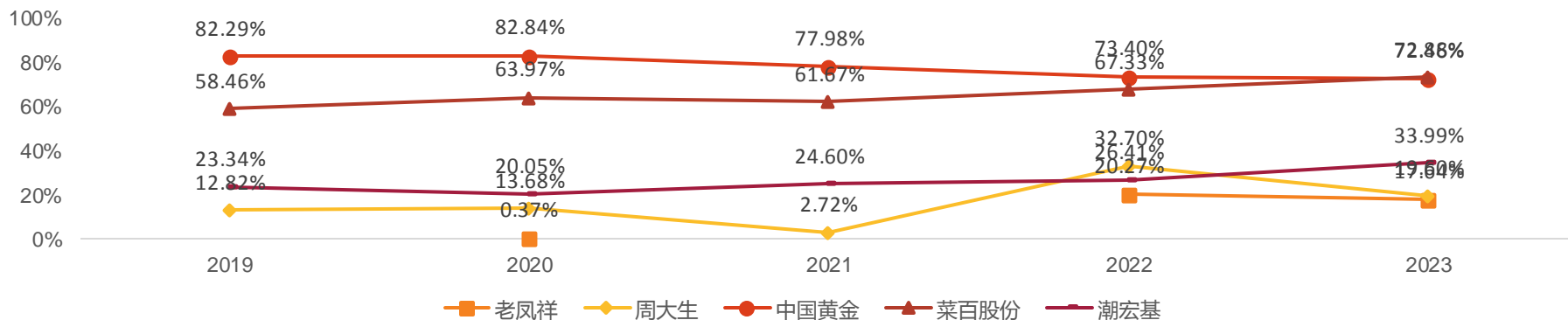
2.5 板块整体：资产负债表分析

从资产负债表方面分析，黄金珠宝公司资产方面主要以存货及货币资金为主，老凤祥、曼卡龙、中国黄金占比皆在70%以上，资产质量相对较好；负债方面由于开展黄金租赁业务，交易性金融负债占比较大，中国黄金、菜百股份最为明显。

2019-2023各品牌存货+货币资金占总资产比例



2019-2023各品牌交易性金融负债占总负债比例



3 个股表现解析

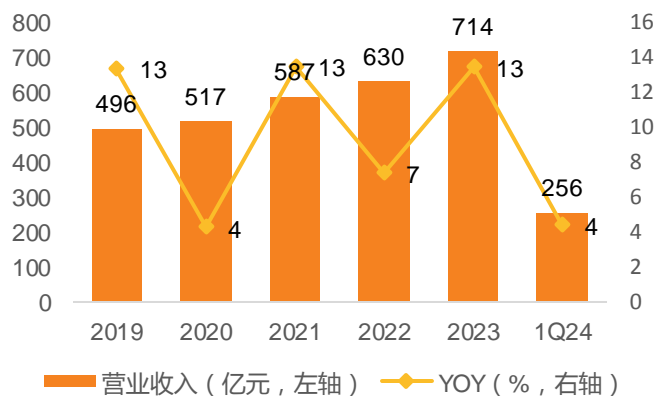
3.1 老凤祥：24Q1实现归母净利8亿同增12%，看好金价上行销售延续持续受益

收入&利润：23年公司实现营收714.36亿元同比+13.37%，归母净利润22.14亿元同比+30.23%，符合预期；24Q1公司实现营收256.30亿元同比+4.36%，归母净利润8.02亿元同比+12.00%。

24年预算：24年营业总收入750.07亿元，同比+5.00%，利润总额41.38亿元，同比+4.00%，归属于上市公司股东的净利润23.04亿元，同比+4.04%。

经营概况：持续推动境内外市场拓展。2023年度净增加网点385家，截止23年底，老凤祥共计拥有营销网点5994家（含境外银楼15家），其中自营银楼网点187家，连锁加盟店5807家（23年净增392家），预计2024年新增网点数量不少于300家。**加强自主创新产品的开发推广**。公司积极围绕“国潮、国风、国韵”，以“藏宝金”“凤祥喜事”为主题，推出多款时尚潮品，同时潜心厚植品牌底蕴，不断优化品牌矩阵，丰富产品层次，提升品牌形象。**金饰龙头品牌力强，总经销深度绑定**。作为内资黄金珠宝行业龙头、老凤祥品牌影响力持续向上，渠道掌控力进一步加强，海南金猊晓受让工美基金持有的5.58%老凤祥股权，深度绑定总经销。预计24年在金价支撑下，老凤祥作为行业龙头，销售趋势有望延续。

2019-2024Q1老凤祥收入及yoy



2019-2024Q1老凤祥归母净利润及yoy



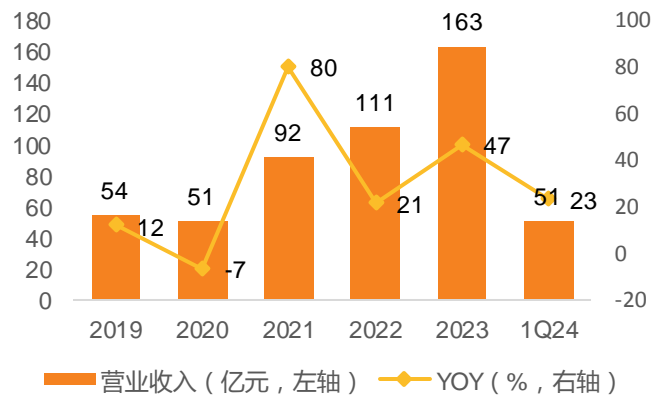
3.2 周大生：24Q1实现营收51亿同比+23%，看好后续品牌调性提升开店加速

收入&利润：23年公司实现营收162.90亿元同比+46.52%，归母净利润13.16亿元同比+20.67%；24Q1公司实现营收50.70亿元同比+23.01%，归母净利润3.41亿元同比-6.61%。

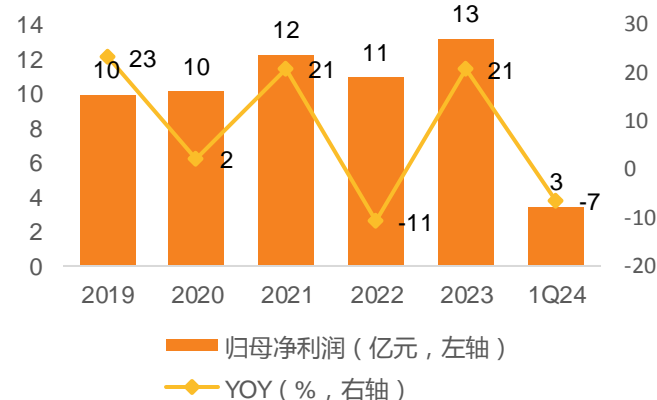
24年预算：24年度公司营业收入预计同比增长15%-25%，净利润预计同比增长5%-15%。2024年净增门店数量400-600家。

经营概况：门店数量持续突破。2023年度累计新增门店988家，累计撤减门店498家（含加盟客户选址重开或变更经营主体的撤店为143家，剔除相关影响后加盟撤店率为6.17%），净增加门店490家。24Q1累计新增门店66家，累计撤减门店43家，净增加门店23家。截止24年3月31日，周大生品牌终端门店数量5129家，较23年底净增23家，其中加盟门店4793家，自营门店336家。**黄金消费景气持续，通过区域展销提升供货效率**。自营平均单店营业收入557.76万元，同比+23.64%，平均单店毛利为145.65万元，同比+20.93%；加盟业务单店平均主营业务收入268.01万元，同比+37.98%，平均单店毛利39.98万元，同比+17.36%，其中平均黄金产品批发销售收入228.34万元，同比+53.42%，对应单店毛利平均11.59万元，同比+63.59%。

2019-2024Q1周大生收入及yoy



2019-2024Q1周大生归母净利润及yoy

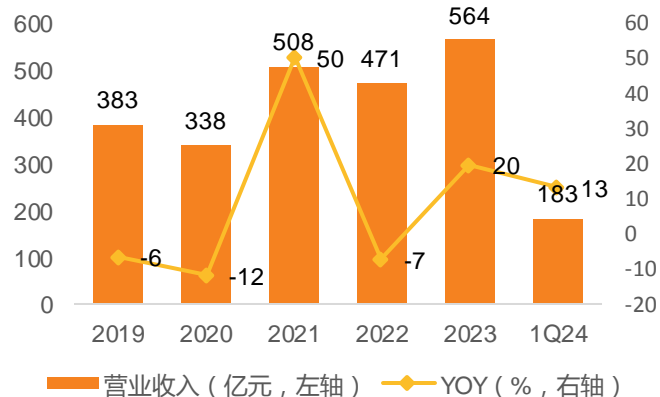


3.3 中国黄金：24Q1业绩同增21%，23年净开615家门店超预期

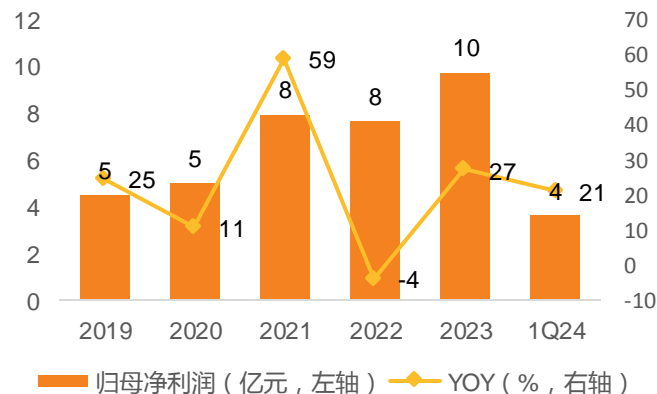
收入&利润：23年公司实现营收563.64亿元、同比+19.61%，归母净利润9.73亿元、同比+27.20%，扣非净利润8.81亿元、同比+26.81%；24Q1公司实现营收182.51亿元、同比+13.08%，归母净利润3.63亿元、同比+21.09%，扣非净利润3.69亿元、同比+33.21%。

经营概况：2023年度增加门店998家，关闭门店383家，净增加门店615家超预期。24Q1增加门店19家，关闭门店11家，净增加门店8家。截止24年3月31日，中国黄金已开业门店合计4265家，预计24年仍将持续积极开店。作为央企品牌，中国黄金始终以“黄金为民，福送万家”的品牌内核，用黄金珠宝打造一系列具有特色的文脉传承优品。公司近期管理改善明显，在产品设计和渠道开拓等方面加速探索，并且以全产业链布局为品牌战略发展方向，持续加大回购渠道的建设，完成黄金流转的闭环。

2019-2024Q1中国黄金收入及yoy



2019-2024Q1中国黄金归母净利润及yoy

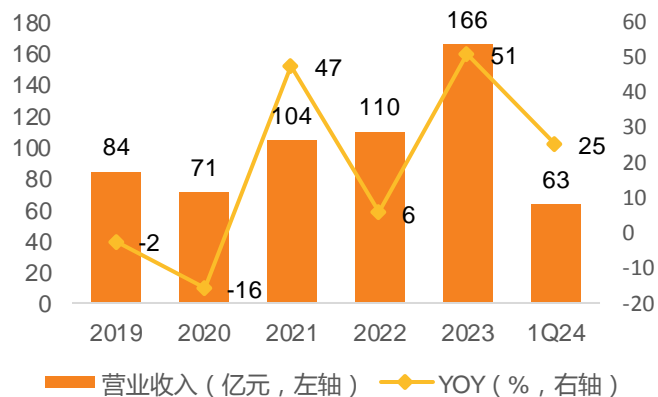


3.4 菜百股份：24Q1业绩同增16%超预期，看好品牌壁垒继续夯实继续受益金价

收入&利润：23年公司实现营收165.52亿元同比+50.61%，归母净利润7.07亿元同比+53.61%；24Q1公司实现营收63.16亿元同比+25.01%，归母净利润2.72亿元同比+16.15%。

经营概况：2023年度增加门店19家，关闭门店2家，净增加门店17家。24Q1增加门店1家，关闭门店2家，净减少门店1家。截止24年3月31日，菜百股份已开业门店合计86家。**长期致力于“菜百首饰”品牌建设，打造细分赛道品牌矩阵。**公司开发专注于古法金品类的子品牌“菜百传世”和专注于时尚轻奢珠宝的子品牌“菜百悦时光”，品牌价值和影响力不断提升，同时，公司深入挖掘中华优秀传统文化资源，与多家文化地标单位合作开发蕴含中国传统文化元素、具有传统情感寓意的系列黄金珠宝产品。**积极发力线上业务，满足消费者需求变化。**公司准确把握线上消费节奏特点，在互联网节日、平台重要活动节点等时段重点开展营销策划，强化直播渠道建设，23年线上渠道营收翻倍，线上平台累计访问量约3600万名，同比增约18%。

2019-2024Q1菜百股份收入及yoy



2019-2024Q1菜百股份归母净利润及yoy

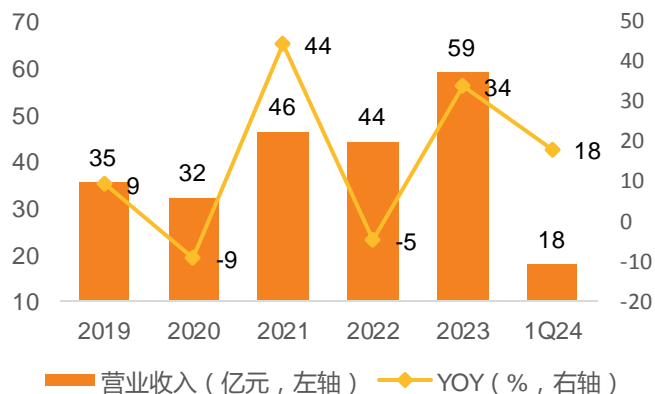


3.5 潮宏基：24Q1实现归母净利润1.31亿元同比+5.5%，看好渠道开拓空间

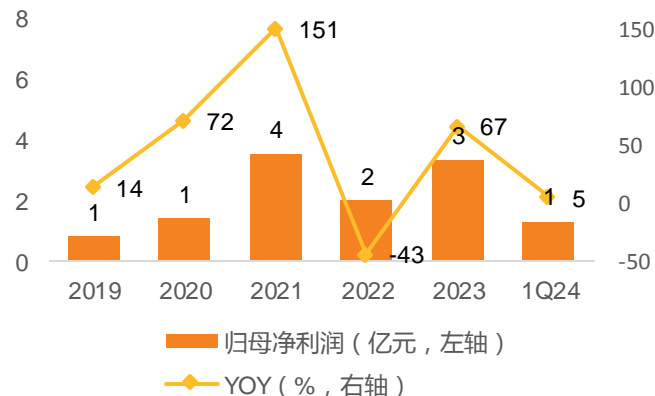
收入&利润：23年全年实现营收59.00亿元同比+33.56%；归母净利润3.33亿元同比+67.41%。23Q4实现营收14.01亿元同比+35.14%，实现归母净利润0.20亿元同比+157.23%；24Q1实现营收17.96亿元同比+17.87%，实现归母净利润1.31亿元同比+5.47%。

经营概况：加快市场开拓及渠道下沉，夯实总部运营赋能加盟代理。在渠道拓展上，公司积极做好拓店资源配套保障，在成长与空白区域加速渗透，成熟市场主抓渠道下沉，全力打造更多区域性标杆店。截至23年底门店共计1399家，净开店241家，其中自营店274家，加盟代理店1125家。 **进一步提升产品力，多维度升级品牌影响力**。2023年公司积极利用研发资源和供应链优势，精耕品牌印记系列，进一步提升产品力。以“时尚东方、非遗新生”为传播主线，以手工花丝为锚定，强化潮宏基在时尚东方的品牌调性，洞察市场风向趋势，继续强化对时尚品类产品的运营。2023年时尚黄金品类毛利贡献突出，销售业绩实现较大幅度的增长。

2019-2024Q1潮宏基收入及yoy



2019-2024Q1潮宏基归母净利润及yoy

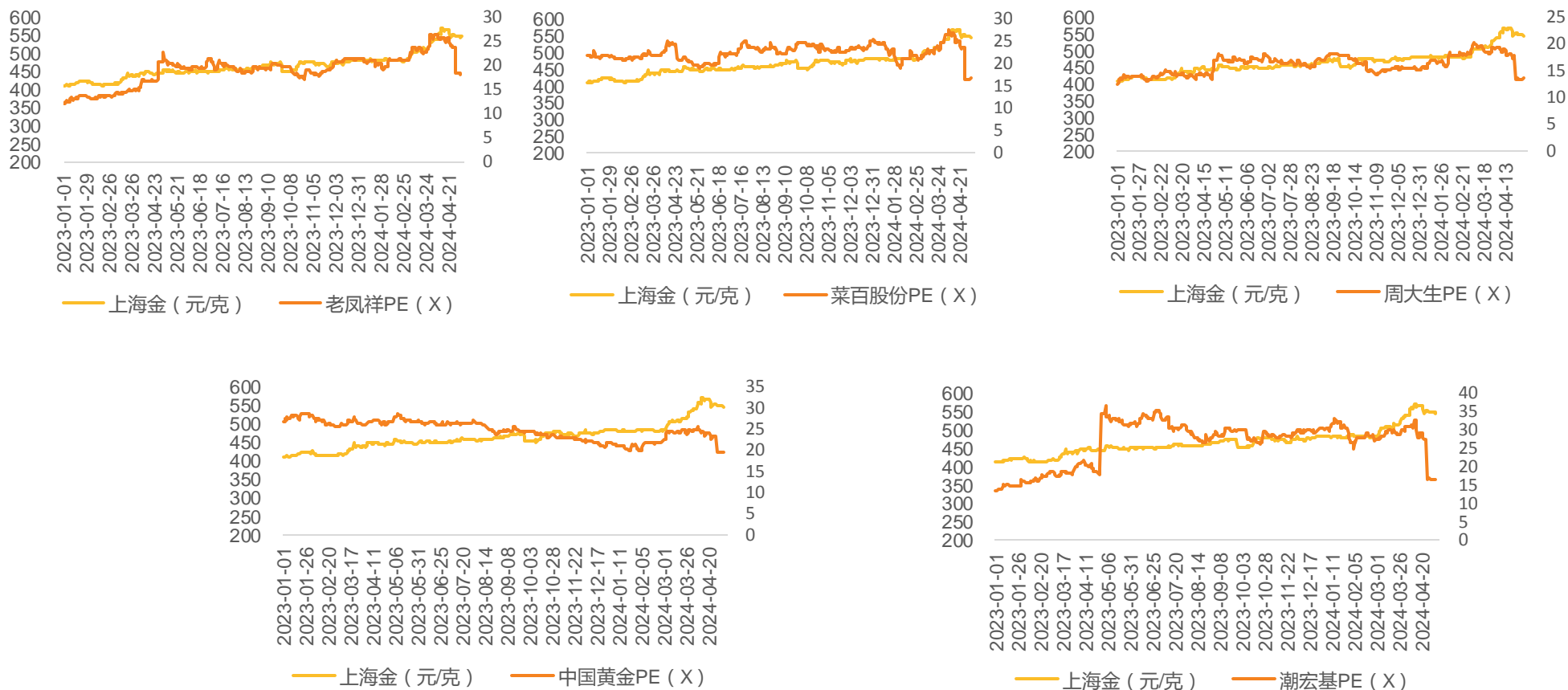


4 行情表现分析

4.1 黄金珠宝板块2023年以来表现

2023年以来，黄金珠宝由于其偏刚性的消费属性以及金价上行趋势带来了较高的市场关注度，业绩稳定+黄金属性加持使得板块整体表现优于商贸零售其他板块，按总市值加权平均来计算黄金珠宝板块2023年区间涨跌幅为12.61%，商贸零售整体为-15.89%。具体来看，部分公司估值表现与金价走势强相关，其中老凤祥相关性体现的最为明显。

2023年以来各公司PE (TTM) 变化与金价表现对比



4.2 黄金珠宝板块2024年投资建议

从2024Q1股价表现来看，中国黄金、老凤祥走势较强，中国黄金主要受益于自身管理改善，Q1业绩表现在整个板块中较为突出，老凤祥股价与金价走势相关性较强。

展望2024年全年，短期的金价震荡或会影响黄金珠宝销售在终端表现，但长期来看，从全球地缘政治、央行储备黄金举措等多方面来看，我们认为金价上行趋势较为乐观，而且对于黄金珠宝消费来说，节日送礼、婚庆等需求偏刚性，所以从业绩角度，我们对于黄金珠宝销售仍保持谨慎乐观态度，估值方面从开店空间+金价趋势上来看亦存在较强支撑，综合来看，建议重点关注：

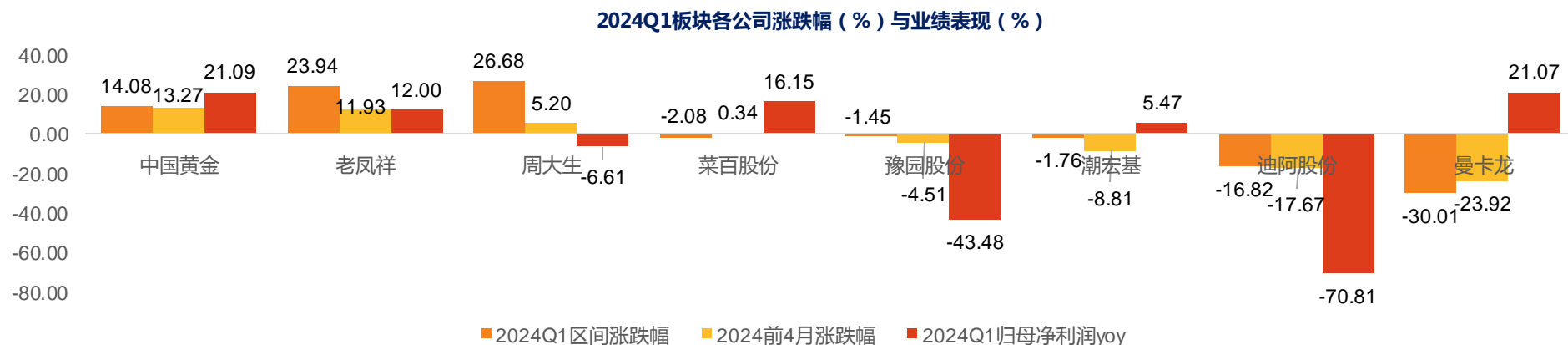
【中国黄金】24Q1归母净利润同比20%+增长超预期，受益 β 层面金价上涨、 α 层面公司管理改善，同时配合三免两减政策，23年净开615家超预期、24年开店预期有望延续积极。

【菜百股份】24Q1归母净利润同比+16.15%超预期，公司作为北京地区收入规模领先的黄金珠宝企业，在当地已经拥有较强的市场地位，同时也正通过线下直营+线上渠道加大外埠市场品牌影响力。

【老凤祥】金饰龙头品牌力强，作为内资黄金珠宝行业龙头、老凤祥品牌影响力持续向上，渠道掌控力进一步加强，深度绑定总经销。未来公司有望继续优化布局，通过多类型门店（藏宝金、凤祥囍事等）提升品牌调性。

【周大生】黄金消费景气持续，通过区域展销提升供货效率，同时品牌调性持续向上，黄金产品仍有提升空间，且省代模式调整后有望推动公司持续开店扩张。

注：中国黄金、菜百股份、老凤祥、周大生均与纺织服装组联合覆盖



4.3 风险提示

金价波动风险：金价的影响因素较多，未来金价走势存在较大不确定性，本文对于金价的判断仅供参考；

开店不及预期：目前来看，黄金珠宝品牌仍在进行渠道拓张，但是市场终将趋于饱和，未来各品牌开店节奏或低于预期；

新品推广不及预期：黄金产品存在同质化现象，因此各品牌均在拓展IP等产品，若未能抓住销售热点，新品销售或不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS