

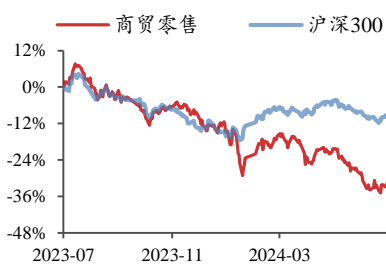
商贸零售

2024年07月18日

投资评级：看好（维持）

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《6月社零同比+2.0%，上半年社会消费稳健——行业点评报告》-2024.7.15

《昊海生科第四代玻尿酸获批，关注差异化医美产品——行业周报》-2024.7.14

《锦波生物业绩预告亮眼，看好重组胶原蛋白赛道发展——行业周报》-2024.7.7

黄金珠宝专题：金价上行有利行业长期景气，但也需警惕“涨价陷阱”

黄泽鹏（分析师）

骆峥（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524040008

● 多因素驱动金价持续上行，看好黄金珠宝行业长期景气

2024年3月以来，国际金价屡创新高，未来考虑美国降息预期、全球流动性提高和各国央行加大黄金储备等因素，我们持续看好金价长线表现。近年来金价上涨背景下，我国黄金消费也呈现出与金价共振向上趋势，量价齐升支撑行业规模增长。从中长期视角出发，黄金在大众心中的保值增值“确定性”标签逐步确定，拉动黄金投资类需求增长；而黄金首饰的工艺设计革新叠加“新中式”潮流风靡，也有望持续激发黄金日常消费类需求。我们看好黄金珠宝长期景气度表现和头部品牌的投资机会。

● 金价短期快速上涨有助于品牌方盈利能力提升，但也需警惕“涨价陷阱”

金价短期快速上涨，品牌方盈利能力首先在存货增值方面受益：即黄金存货（包括原材料和成品）的价值在金价上涨时提高，并在完成销售时兑现为毛利率的提升，但具体受益程度大小还需要考虑不同品牌采购模式（黄金租赁等套保比例）以及销售模式（批发或自营零售等）的差异。其次，部分品牌方在批发环节按照固定费率模式赚取每克黄金的批发差价，则金价上涨带来基数提高后，也会增厚对应批发毛利额。我们结合部分上市公司财务数据验证，确实看到部分品牌方单季度毛利率表现与该季度金价环比增速呈现出明显的正向关联性。

结合历史数据复盘，我们也注意到，盈利能力提升的另一面，金价上涨过快有时也会带来销售端的“涨价陷阱”，即金价急涨引起消费者的犹豫观望情绪，进而对终端动销产生抑制。当该情况出现时，加盟商环节会首先受损：一方面门店需加大折扣力度提振动销，从而削弱存货增值收益并激化市场竞争；另一方面金价高位意味着更高的新开店铺货成本，也会影响加盟商开店意愿和节奏。这几方面影响后续会进一步传导到品牌方环节：即加盟商的日常门店补货、大型订货会拿货、新开店铺货等都会下降，进而直接影响到上市公司加盟业务的收入表现。

● 终端动销是短期主要矛盾，后续需跟踪金价走势与市场反馈做研究判断

我们认为，当前黄金珠宝行业投资决策的主要矛盾在动销端，因此需要结合金价走势与市场反馈判断。（1）金价急涨：可能继续抑制终端动销；（2）金价震荡：有利于消费者逐步消化观望情绪但需要时间，需密切关注终端动销反馈的边际变化判断拐点；（3）金价急跌：消费者“买金”热情有望恢复，提振行业景气度。

● 相关标的：潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金等

我们看好黄金珠宝品牌公司基于“单店销售+门店数量”双轮驱动实现持续增长，行业头部集中度提升，“稳增长+高股息”属性也更加凸显。重点推荐估值回调到位且具备销售、开店弹性的潮宏基、周大生，以及受益金价上涨、在黄金投资类产品具备优势的老凤祥、中国黄金等，受益标的包括菜百股份、老铺黄金等。

● **风险提示：**消费恢复不及预期、市场竞争加剧、金价波动、新品推出不及预期。

目 录

1、 金价持续上行，支撑黄金珠宝行业长期景气.....	3
1.1、 金价在多因素催化下屡创新高，未来仍具备较强支撑.....	3
1.2、 基于数据复盘与需求分析，看黄金珠宝景气度的可持续性.....	4
1.3、 结论：金价上行等因素有望支撑黄金珠宝行业长期景气.....	6
2、 金价短期上涨利好品牌方盈利能力，但需警惕“涨价陷阱”.....	7
2.1、 金价短期快速上涨，将从存货增值等多方面利好品牌方盈利能力.....	7
2.2、 需警惕短期“涨价陷阱”，金价继续急涨或加剧终端观望情绪.....	8
3、 投资观点.....	9
4、 风险提示.....	10

图表目录

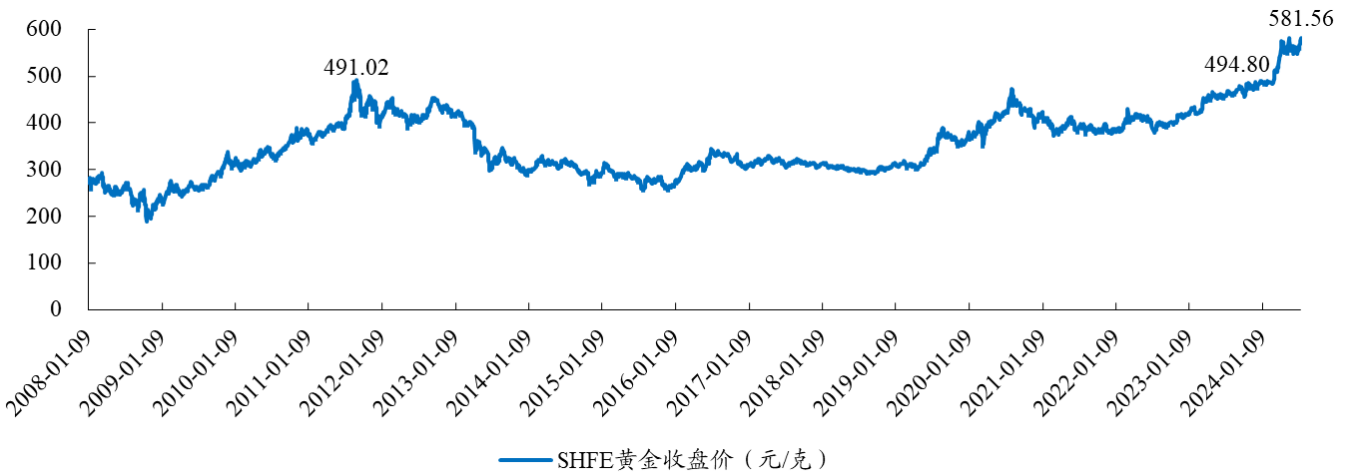
图 1： 2024 年 3 月以来，金价屡创历史新高.....	3
图 2： 美联储降息预期会影响金价走势.....	3
图 3： 巴以冲突激化中东地区地缘政治局势.....	3
图 4： 近年来，我国黄金消费量（重量）与金价逐步呈现共振向上趋势.....	4
图 5： 我国黄金珠宝行业规模与金价变化走势接近.....	4
图 6： 当前黄金珠宝行业消费趋势已由黄金品类主导.....	4
图 7： 近年来，银行理财等传统投资渠道收益率下行.....	5
图 8： 年轻人热衷于“攒金豆”.....	5
图 9： 2022 年我国偏日常消费的自戴场景已占较大比例.....	5
图 10： 古法金等产品将颜值与文化结合吸引消费者.....	5
图 11： 2023 年以来多数黄金珠宝标的股价表现与金价走势存在一定同步性，其中老凤祥等更为突出.....	6
图 12： 金价上行有望在中长期内带动黄金品类景气度.....	6
图 13： 黄金产品工艺革新、设计创新激发日常需求.....	6
图 14： 老凤祥单季度毛利率与金价变化有一定正向关联.....	7
图 15： 中国黄金毛利率与金价变化的正向关联较明显.....	7
图 16： 金价短期内急涨可能引起消费者观望情绪，进而抑制黄金首饰消费.....	8
图 17： 部分加盟商加大折扣力度来吸引消费者.....	8
图 18： 黄金产品占加盟商开店备货成本的主要部分.....	8
图 19： 品牌金价高企或在短期内扰动终端动销.....	9
图 20： 居民的黄金消费意愿构筑中长期需求基本盘.....	9
图 21： 2023 年头部品牌渠道扩张成绩亮眼.....	9
图 22： 黄金珠宝头部品牌成长势能充足.....	9
表 1： 上市公司原料获取与风险对冲方式直接关系到金价波动对其影响的程度.....	7
表 2： 黄金珠宝行业相关标的：潮宏基、老凤祥、周大生、周大福、中国黄金等.....	10

1、金价持续上行，支撑黄金珠宝行业长期景气

1.1、金价在多因素催化下屡创新高，未来仍具备较强支撑

上海金交所黄金价格屡创新高，带来市场关注。我们选取上海金交所 SHFE 黄金收盘价作为观测指标（简称金价，下同），2024 年 3 月 4 日金价突破前期峰值（491.02 元/克，2011 年 9 月 6 日）达到 494.80 元/克，并在随后数月内屡创新高，至 7 月仍保持高位，7 月 17 日达到了 581.56 元/克。金价持续强劲表现，也给整个黄金产业链（包括处于下游零售环节的黄金珠宝品牌企业）带来较高市场关注度，因此我们写作本篇报告，旨在聚焦金价变化因素、梳理黄金珠宝行业投资观点。

图1：2024 年 3 月以来，金价屡创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 7 月 17 日）

金价上涨是美国货币政策、地缘政治等多因素作用的结果，未来仍具备较强支撑。参考开源证券钢铁有色组行业深度报告《黄金价格定量分析：2024 年金价有望延续上行趋势》，金价上涨受多方面因素催化。（1）美国经济预期、美联储货币政策预期不断调整，复盘历史，金价波动与实际利率呈负相关关系，而美国 7 月公布 CPI 数据超预期回落在一定程度上提振降息预期；（2）地缘政治因素频发，前有俄乌冲突，后有中东地区多国冲突激化；（3）各国央行持续储备黄金，意在维护主权货币信用背书。展望未来，上述几大因素仍将持续作用，因此金价在中长期内具备较强支持。

图2：美联储降息预期会影响金价走势

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	93.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	91.6%	1.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	56.8%	38.5%	0.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	51.8%	40.3%	4.4%	0.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	40.4%	43.0%	12.8%	1.1%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	32.9%	42.5%	18.8%	3.4%	0.2%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.2%	20.0%	38.4%	28.8%	9.9%	1.6%	0.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.9%	14.2%	32.7%	31.8%	15.7%	4.1%	0.6%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.4%	6.7%	22.3%	32.3%	24.7%	10.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

数据来源：CME Group（截至 2024 年 7 月 17 日）

图3：巴以冲突激化中东地区地缘政治局势

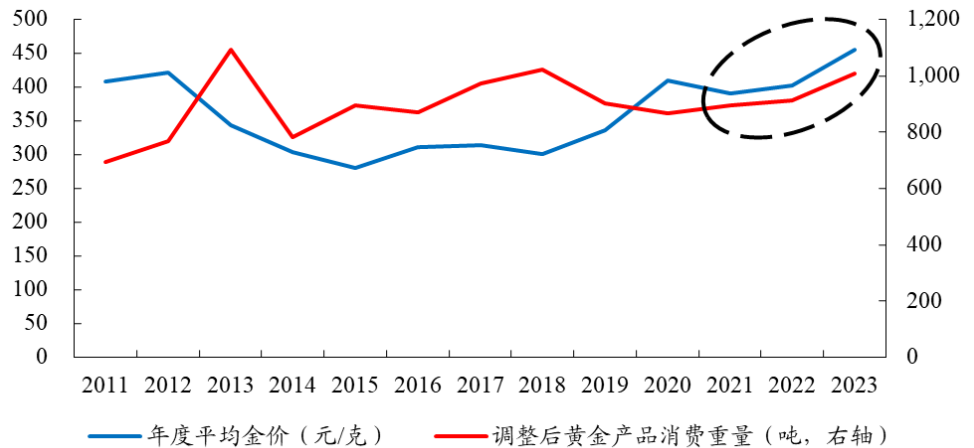


资料来源：环球时报

1.2、基于数据复盘与需求分析，看黄金珠宝景气度的可持续性

从消费量（重量）看，近年来我国黄金产品消费与金价呈现出共振向上趋势。为直观反映黄金消费与金价变化之间的关联，我们选取中国黄金协会披露的我国黄金首饰消费重量与金条及金币消费重量之和作为消费量代表指标，结合年度平均金价变化作图呈现（需要说明的是，考虑到2020年疫情对黄金珠宝终端消费的影响和2021年的递延释放效应，我们对2020、2021两年的数据做了适当平滑处理）。可以看到，自2019年金价摆脱低位震荡并从2022年起进入加速上升通道后，近几年我国黄金消费量与金价逐渐呈现出共振向上趋势。

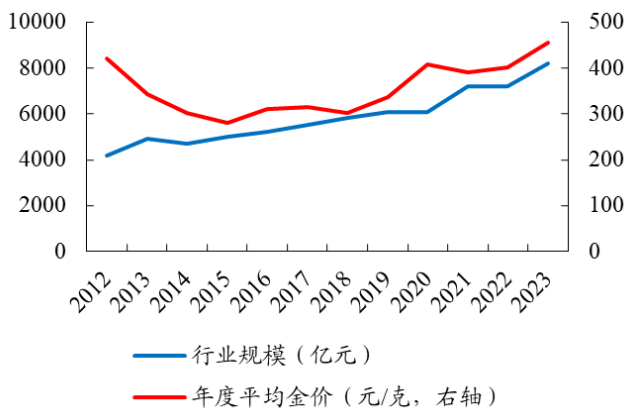
图4：近年来，我国黄金消费量（重量）与金价逐步呈现共振向上趋势



数据来源：Wind、中国黄金协会、开源证券研究所

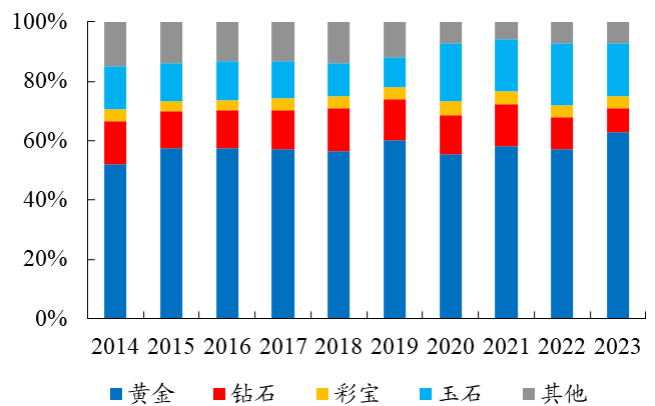
从消费额（金额）看，黄金珠宝行业规模稳健增长的背后是黄金品类的量价齐升。根据中宝协数据，我国黄金珠宝行业规模多年来保持稳健向上趋势，从2021年起行业规模与年度平均金价变化曲线走势更为接近。再看黄金珠宝行业内部细分品类结构：近年来钻石品类占比持续收缩，而黄金品类占比持续提高，2023年已达到63%为历史较高水平。综合看，行业消费趋势已由黄金品类主导，在填补钻石品类下滑导致的缺口之余，还创造了增量空间；而单就黄金品类而言，其市场规模增长则是量价齐升的结果，且金价因素贡献可能更大。

图5：我国黄金珠宝行业规模与金价变化走势接近



数据来源：Wind、中宝协、开源证券研究所

图6：当前黄金珠宝行业消费趋势已由黄金品类主导

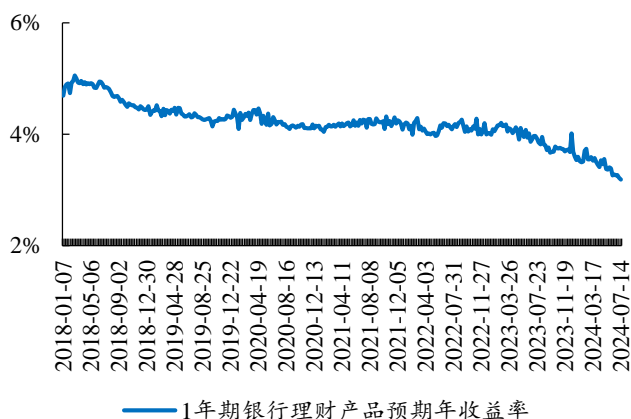


数据来源：中宝协、开源证券研究所

黄金品类具备投资和消费两大需求，其中投资类需求包括保值增值和避险等方面。

(1) **保值增值**：近年来，股市、国债、银行理财产品等传统投资渠道收益率表现普遍下行，居民对黄金资产的保值增值属性认知显著加强。此外值得注意的是，部分年轻人群开始将黄金作为日常储蓄方式之一，例如在终端逐渐兴起的“小金豆”等产品，以足金材质打造，参考金价与重量定价（每颗一般在1-10克），外观小巧，每月买一颗就等于变相存下数百到数千元，高度契合年轻人群的起步工资水平及财富积累意愿。(2) **避险**：古语有言“乱世买黄金”，以俄乌冲突为代表的国际地缘政治因素不稳定加剧，客观上也带来黄金资产的避险需求增强。

图7：近年来，银行理财等传统投资渠道收益率下行



数据来源：iFinD、开源证券研究所

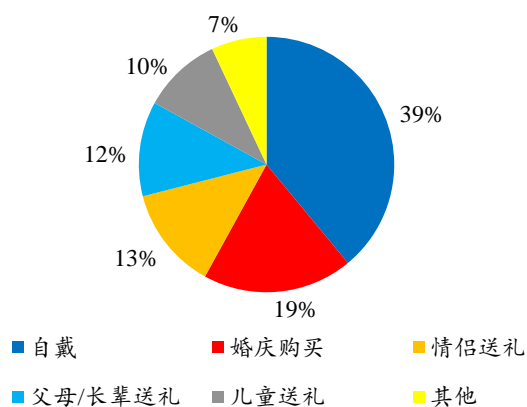
图8：年轻人热衷于“攒金豆”



资料来源：人民网公众号

黄金品类的消费需求结构也在变化：传统婚庆需求减少，悦己祈福等日常需求增加。根据世界黄金协会数据，2022年我国黄金珠宝消费场景中，带有日常消费性质的自戴场景已占到39%，反映出受市场环境变化影响，黄金珠宝消费需求正发生结构性变化，传统婚庆依赖度明显弱化，悦己等日常需求显著增强，成为行业重要增量。此外，消费者普遍开始寻求精神层面慰藉和满足，体现在黄金珠宝行业中则是日常消费场景快速发展，包括悦己、国潮、祈福等。结合产品看，精品黄金的风靡是上述趋势的集中体现，如古法金主打中华传统文化与工艺，迎合消费者对本土故事的诉求，跳出传统婚恋场景，以“美”定位时尚单品，并赋予诸多吉祥寓意；此外，近年来先后出现的3D/5D硬金、5G黄金等新工艺新材料，同样得到消费者喜爱。

图9：2022年我国偏日常消费的自戴场景已占较大比例



数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所

图10：古法金等产品将颜值与文化结合吸引消费者

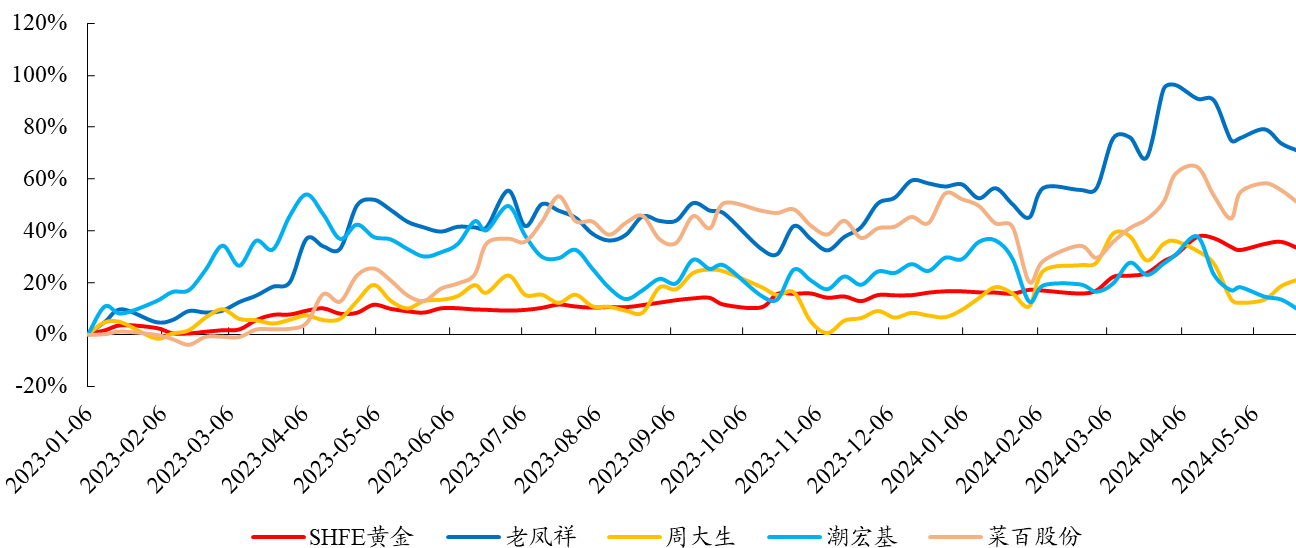


资料来源：老铺黄金天猫旗舰店

1.3、结论：金价上行等因素有望支撑黄金珠宝行业长期景气

自 2023 年以来，黄金珠宝行业多数标的股价与金价走势存在一定同步性。我们统计了黄金价格与黄金珠宝行业部分标的股价自 2023 年以来的累计涨跌幅数据，可以看到多数标的股价呈现上行趋势，与金价走势呈现出一定同步性，另一方面也反映出市场对黄金珠宝行业整体关注度和配置比例的提升。具体标的看，老凤祥等公司涨幅相对突出，我们认为原因可能与其商业模式有关，即其存货（原材料、产成品）增值在金价上行期间对公司盈利能力的提升相对更为突出。

图11：2023 年以来多数黄金珠宝标的股价表现与金价走势存在一定同步性，其中老凤祥等更为突出



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 5 月 24 日）

拉长看，金价上行有望带动行业景气度，中长期内仍有机会。从中长期视角出发，金价具备较强支撑，有望持续巩固黄金在大众心中保值增值的“确定性”标签，拉动黄金投资类需求品类增长；而黄金首饰不断革新工艺、创新设计，叠加“新中式”潮流风靡，也有望持续激发黄金日常消费类需求。因此，我们持续看好黄金珠宝行业长期景气度表现，以及由此带来的头部品牌公司投资机会。

图12：金价上行有望在中长期内带动黄金品类景气度

图13：黄金产品工艺革新、设计创新激发日常需求



资料来源：央视网



资料来源：潮宏基珠宝公众号

2、金价短期上涨利好品牌方盈利能力，但需警惕“涨价陷阱”

2.1、金价短期快速上涨，将从存货增值等多方面利好品牌方盈利能力

对品牌方而言，金价上涨有望从存货增值（原料、产品）和收费提价等方面受益。首先是存货增值方面：由于黄金珠宝品牌公司均备有一定规模的黄金存货，因此金价上涨期间存货价值会提升，但需要注意的是，只有在完成销售时才会兑现为财报毛利率提升，且其具体受益程度还取决于采购模式和销售模式两方面。（1）**原料采购模式**：业内主流黄金原材料获取方式为黄金租赁和现货交易，前者可理解为基本规避金价波动影响（理论上存货增值与负债增加对冲了），而后者则由上市公司直接承担金价变动影响（即可受益于金价上涨），风险对冲的方式则有黄金 T+D 合约和黄金远期等。（2）**产品销售模式**：直营模式下，门店完成零售之时存货增值即兑现为盈利能力增厚，而加盟模式下，产品批发给加盟商时确认收入成本，存货增值部分会增厚批发毛利。此外，在品牌使用费模式下，部分品牌方在批发环节是按照固定费率模式收取每克黄金的贴牌费（如进货价的 3%等），则金价上涨带来计算基数提高后，也会增厚对应批发毛利额。

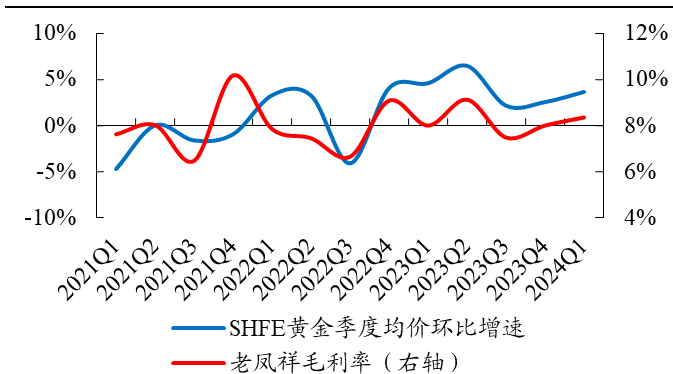
表1：上市公司原料获取与风险对冲方式直接关系到金价波动对其影响的程度

环节	方式	平台	实际操作	影响分析
原料获取	现货交易	上海黄金交易所	上金所会员向交易所直接下单交易采购黄金原材料，进行实物交割和资金清算。	完成采购即计入存货，金价波动影响存货价值，最终在销售时体现在毛利额变化中。
	黄金租赁	银行	签署《贵金属租赁合同》，租赁一定重量的黄金现货，到期偿还时归还等重量黄金。	实质是先以租赁方式取得并使用黄金原料，然后在规定期限内结算归还，品牌方可利用租赁黄金规避黄金价格波动风险。
风险对冲	黄金 T+D	上海黄金交易所	保证金交易，可买入或卖出多头和空头黄金延期交易合约，可选建仓当日或延期交割。	通常与黄金租赁配套使用，即根据租赁数量分析预期的黄金原材料采购交易，再采用黄金 T+D 合约进行套期操作。
	黄金远期	银行	签订合同，约定黄金交易价格、日期、数量、交易方向可为“买”或“卖”。	开展黄金远期交易与黄金租赁组合业务在一定程度上可锁定租赁成本，进一步规范黄金价格波动造成的黄金租赁风险。

资料来源：老凤祥、中国黄金、菜百股份等公司公告、江苏银行上海分行公众号、开源证券研究所

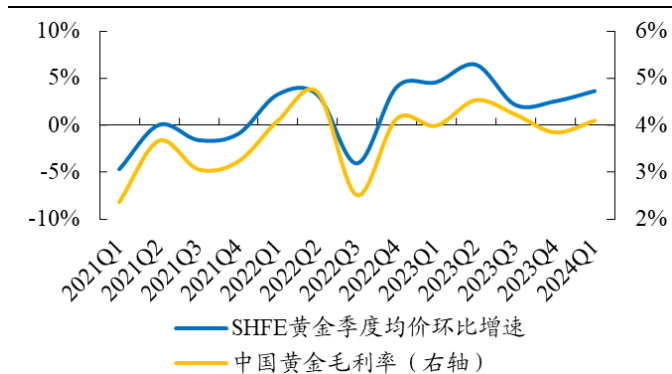
结合部分上市公司财务数据验证，品牌方毛利率受益金价上涨提振效果明显。从财务数据看，老凤祥、中国黄金等公司单季度毛利率表现与该季度金价环比增速正相关性较高，可以初步验证金价上涨对品牌方盈利能力的增厚。但需要说明的是，若品牌方的主要原材料获取方式为黄金租赁，则其销售毛利率的增厚会在一定程度上与投资收益、公允价值变动等科目变化相抵消，那么受益金价上涨的程度就会削弱。

图14：老凤祥单季度毛利率与金价变化有一定正向关联



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：中国黄金毛利率与金价变化的正向关联较明显

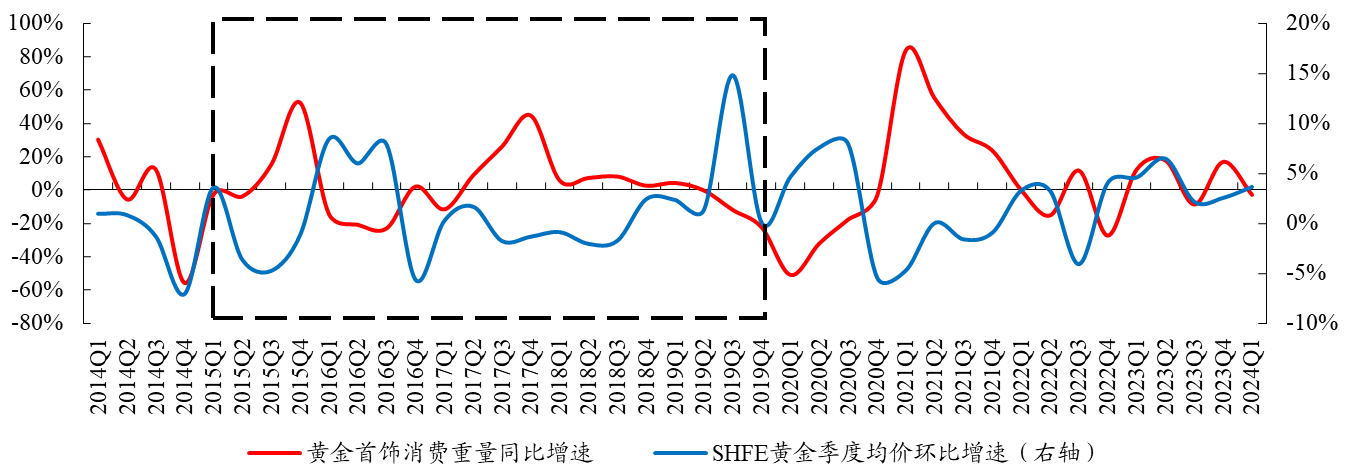


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、需警惕短期“涨价陷阱”，金价继续急涨或加剧终端观望情绪

金价再度急涨也可能导致“涨价陷阱”重现。前文我们论证了金价上涨对品牌方上市公司盈利能力的增厚作用，但另一方面，也需要警惕“涨价陷阱”重现，即金价短期急涨或引起消费者观望情绪，进而抑制终端动销。从历史复盘看，2015-2019年间黄金首饰消费量同比增速基本与金价环比变化呈现负向关联（数据区间说明：2013年抢金潮透支终端消费力，导致2013、2014年数据偏差较大；2020年后则存在疫情扰动）。这主要是因为多数消费者并非专业投资人，在购买黄金产品尤其黄金首饰时，消费属性占据主导地位，即便对长期金价趋势有判断，但短期仍容易受性价比思维影响，面对金价急涨情况，会暂时搁置购买计划，等待金价回调或稳定后再做决策。

图16：金价短期内急涨可能引起消费者观望情绪，进而抑制黄金首饰消费



数据来源：Wind、中国黄金协会、开源证券研究所

金价急涨若继续抑制动销，负面影响或持续沿产业链从终端向上游品牌方传导。若金价急涨继续抑制终端动销，加盟商环节会受到影响：一方面动销放缓，加盟商存在库存和资金压力，可能会选择加大折扣力度来吸引消费者、促进周转，但这样就削弱了存货增值收益，且激化终端市场竞争；另一方面，金价高位意味着更高的新开店铺货成本，也会影响加盟商开店意愿和节奏。这几方面影响后续会进一步传导到品牌方环节：即加盟商的日常门店补货、大型订货会拿货、新开店铺货等都会下降，进而直接影响到上市公司加盟业务的收入表现，即金价急涨时的“涨价陷阱”。

图17：部分加盟商加大折扣力度来吸引消费者



资料来源：鲁中晨报

图18：黄金产品占加盟商开店备货成本的主要部分



资料来源：中国宁波网

3、投资观点

终端动销是行业短期主要矛盾，后续需跟踪金价走势与市场反馈做研究判断。我们认为，尽管6月黄金珠宝动销有所恢复，但面对7月的金价波动，当前进行行业投资决策的主要矛盾仍在于终端动销，因此需要结合金价走势与消费市场反馈来判断。

(1) **金价急涨**：或继续抑制终端动销；(2) **金价震荡**：有利于消费者消化观望情绪，但需要一段时间，因此需关注终端动销反馈的边际变化判断拐点；(3) **金价急跌**：若出现该情况，存在一定可能性激发消费者“买金”热情，提振行业景气度。

图19：品牌金价高企或在短期内扰动终端动销



资料来源：周大福官方商城小程序

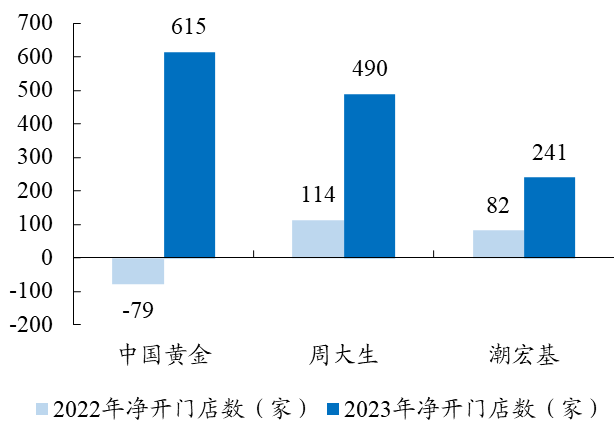
图20：居民的黄金消费意愿构筑中长期需求基本盘



资料来源：新华网

建议关注受益金价上行、产品渠道力突出、“高股息”属性凸显的黄金珠宝龙头公司。参考开源证券零售行业中期策略报告：我们看好黄金珠宝品牌公司基于“单店销售+门店数量”双轮驱动实现持续增长，且头部集中度有望进一步提升，“稳增长+高股息”属性也将逐步凸显。重点推荐：(1) 估值回调到位且具备销售、开店弹性的标的，包括潮宏基（时尚珠宝差异化、发力加盟带来拓店弹性）和周大生（拓店恢复、黄金产品力提升，“稳增长+高股息”属性凸显）等；(2) 具备商业模式特色和黄金品类优势的头部品牌，包括老凤祥（品牌力和加盟商资源突出，显著受益金价上涨）、中国黄金（特色产业投资平台与省代深度绑定，大展销模式助力增长）、周大福等；受益标的包括菜百股份、老铺黄金等。

图21：2023年头部品牌渠道扩张成绩亮眼



数据来源：周大生、潮宏基等公司公告、开源证券研究所

图22：黄金珠宝头部品牌成长势能充足



资料来源：老凤祥公众号

表2：黄金珠宝行业相关标的：潮宏基、老凤祥、周大生、周大福、中国黄金等

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002345.SZ	潮宏基	买入	40	4.48	0.49	0.58	0.68	9.1	7.7	6.6
600612.SH	老凤祥	买入	225	54.52	4.87	5.59	6.38	11.2	9.8	8.5
002867.SZ	周大生	买入	142	12.99	1.37	1.58	1.81	9.5	8.2	7.2
1929.HK	周大福	买入	820	8.21	0.73	0.82	0.92	11.3	10.0	8.9
600916.SH	中国黄金	买入	158	9.43	0.71	0.83	0.95	13.3	11.4	9.9
301177.SZ	迪阿股份	买入	75	18.70	0.38	0.67	1.00	49.2	27.9	18.7
600655.SH	豫园股份	买入	211	5.41	0.74	0.82	0.89	7.3	6.6	6.1
605599.SH	菜百股份	未评级	95	12.25	1.06	1.20	1.34	11.5	10.2	9.1
300945.SZ	曼卡龙	未评级	25	9.38	0.38	0.45	0.51	24.5	20.8	18.3
6181.HK	老铺黄金	未评级	125	75.89	4.52	5.67	6.77	16.8	13.4	11.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（注1：收盘日期为7月17日；注2：周大福对应预测财年为FY2025-FY2027，货币单位为港元；注3：1港元约合0.93元人民币，更新日期为7月17日；注4：菜百股份、曼卡龙、老铺黄金EPS为Wind一致预期预测值，其余公司为开源证券研究所预测值）

4、风险提示

消费恢复不及预期：经济形势等多因素影响消费信心恢复；

市场竞争加剧：珠宝行业龙头加速渠道扩张，抢占市场份额；

金价波动：金价波动影响黄金产品营收、毛利率；

新品推出不及预期：品牌方新品推出不力，产品盈利能力下滑。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn