公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

周大生（002867.SZ）

2020 年 07 月 19 日

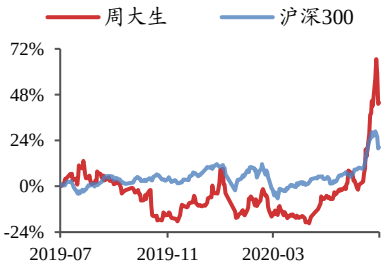
珠宝龙头拥抱直播电商，新渠道新营销驱动新成长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/7/17
当前股价(元)	29.85
一年最高最低(元)	35.04/16.81
总市值(亿元)	218.18
流通市值(亿元)	215.87
总股本(亿股)	7.31
流通股本(亿股)	7.23
近 3 个月换手率(%)	48.83

股价走势图



数据来源：贝格数据

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

● **持续成长的全国性珠宝首饰龙头，首次覆盖给予“买入”评级**

周大生是以镶嵌为特色的全国性珠宝首饰龙头。我们认为，居民收入水平提升、年轻消费受众扩大共同驱动我国珠宝市场持续增长，龙头企业凭借品牌和渠道优势，市占率持续提升。公司在钻石品类具备差异化优势，以轻资产模式实现门店快速扩张，同时积极拥抱直播电商等新兴营销渠道，有望实现持续高成长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 10.42/13.01/15.45 亿元，对应 EPS 为 1.43/1.78/2.11 元，当前股价对应 PE 为 21/17/14 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● **珠宝行业：黄金饰品为销售主力，年轻消费受众扩大推动钻石市场持续增长**

我国珠宝首饰行业市场空间广阔，对比海外发达市场，我国人均珠宝消费有较大提升空间。黄金为国内珠宝市场销售主力，享有投资、消费双重属性，金价上涨、居民收入提升将驱动行业持续增长。相较而言，钻石饰品渗透率低于黄金，但在年轻群体中受欢迎程度更高，未来消费代际变迁驱动下，钻石市场有望加速增长。竞争格局方面，近年来行业集中度持续提升，龙头企业凭借产品、品牌、渠道优势构筑竞争壁垒，未来有望享受行业增长和市占率提升的双重红利。

● **轻资产运营的珠宝首饰龙头，产品、渠道、营销多元驱动成长**

公司是国内珠宝首饰龙头，门店数居行业首位，产品力、渠道力、营销力突出。产品端，公司以钻石镶嵌类为主力品类形成差异化竞争，并通过外包生产环节、聚焦品牌与门店运营的模式实现轻资产发展。渠道端，公司主要以加盟形式在三四线城市扩张，低线消费升级趋势下开店空间广阔；而在线上，部分高性价比产品推出叠加多平台布局也带动公司电商收入快速增长。营销端，公司积极探索与快手辛巴等新型社媒平台头部主播在直播电商领域的合作尝试，效果突出；未来中低线城市的海量新型社媒平台用户，与公司聚焦三四线城市的门店拓展营销布局存在较高协同。长期来看，公司产品力突出，线上线下渠道布局丰富，同时积极拥抱直播电商等新型营销模式，有望共同驱动公司持续成长。

● **风险提示：**金价大幅波动；疫情持续过长；门店拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,870	5,439	5,953	7,263	8,501
YOY(%)	28.0	11.7	9.4	22.0	17.0
归母净利润(百万元)	806	991	1,042	1,301	1,545
YOY(%)	36.2	23.0	5.1	24.8	18.8
毛利率(%)	34.0	36.0	36.6	37.0	37.4
净利率(%)	16.6	18.2	17.5	17.9	18.2
ROE(%)	20.3	20.9	19.1	20.5	20.7
EPS(摊薄/元)	1.10	1.36	1.43	1.78	2.11
P/E(倍)	27.1	22.0	20.9	16.8	14.1
P/B(倍)	5.5	4.6	4.0	3.5	2.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 轻资产模式运营的全国性珠宝首饰龙头 4
2、 珠宝市场：黄金为销售主力，钻石渗透率有望持续提升 6
2.1、 黄金珠宝市场空间广阔，行业集中度逐年提升 6
2.2、 黄金：兼具投资、消费属性，金价上行、需求多元化驱动行业增长 8
2.3、 钻石：更受年轻消费者偏爱，消费代际变迁驱动渗透率提升 9
3、 周大生：全国性珠宝首饰龙头，产品渠道营销多维发力 9
3.1、 以钻石品类打造差异化，持续推动黄金产品时尚化 9
3.2、 渠道：线下加盟商拓店空间大，线上渠道高速增长 11
3.3、 营销：多效并举加大营销宣传，品牌价值逐年提升 13
3.4、 积极拥抱直播电商，线上时尚珠宝打开新增量空间 14
4、 盈利预测与投资建议 18
4.1、 关键假设 18
4.2、 盈利预测与估值 18
5、风险提示 18
附：财务预测摘要 19

图表目录

图 1: 公司是全国性珠宝龙头企业 4
图 2: 公司的“LOVE100”百面切工系列具备高知名度 4
图 3: 公司采用轻资产模式，实现产业链高效整合、运营 4
图 4: 近 3 年公司营业收入实现稳健增长 5
图 5: 近 3 年公司归母净利润实现快速增长 5
图 6: 公司毛利率近年逐渐提升、费用率相对稳定 5
图 7: 公司 ROE 常年处于行业领先水平 5
图 8: 黄金珠宝行业经过震荡调整后近年来稳步增长 6
图 9: 黄金是国内珠宝行业销售品类主力（2016） 6
图 10: 5 月金银珠宝零售额出现明显恢复迹象 6
图 11: 我国人均珠宝消费水平仍远低于日本和美国 6
图 12: 内地全国性品牌和区域性品牌竞争共存 7
图 13: 近 5 来年珠宝行业 CR5 不断提升 8
图 14: 珠宝龙头品牌如周大福渠道下沉趋势明显 8
图 15: 黄金价格与珠宝板块毛利率存在一定正相关性 8
图 16: 当前黄金首饰消费以婚庆纪念等刚需为主 8
图 17: 21-25 岁年轻人更加喜好钻石 9
图 18: 中国钻石婚庆渗透率仍远低于美日等发达国家 9
图 19: 镶嵌首饰对于收入及毛利润贡献较大 10
图 20: 素金业务产生的品牌使用费占营业利润 30%以上 10
图 21: 公司在研发上有自主研发和联合设计两种模式 10
图 22: 公司严格限定核心供应商数量 10
图 23: 公司情景风格系列是钻石日常装饰风格领航者 11
图 24: 我国钻石消费中“表达爱意”动机占比较高 11
图 25: 公司以加盟模式为主，2020Q1 加盟店占比 93% 12

图 26: 公司是国内门店总数排名第一的珠宝龙头企业 12
图 27: 加盟商镶嵌产品毛利率水平持续提升 12
图 28: 加盟商素金产品毛利率水平较高 12
图 29: 公司单店覆盖率仍有较大提升空间 13
图 30: 公司平均区域覆盖率仍有较大提升空间 13
图 31: 公司电商渠道销售中，普通黄金占比最高 13
图 32: 公司产品实现了全渠道布局 13
图 33: 公司选择王力宏作为代言人打造明星联名款 14
图 34: 公司近 6 年广告宣传费稳步上升 14
图 35: 周大生品牌价值自 2011 年起持续快速提升 14
图 36: 新品牌 DC 主打社交系列，采用 K 金+镶钻 14
图 37: 快手主播辛有志在周大生品牌直播专场上带货 15
图 38: 公司多次通过直播方式实现带货 15
图 39: 预计 2020 年直播电商市场规模可达 9610 亿元 15
图 40: 90 后在直播电商用户中占比最大（2019） 15
图 41: 市场珠宝主要用于日常佩戴，消费频率更高 16
图 42: 2019 年国内时尚珠宝市场空间达千亿 16
图 43: 时尚珠宝公司潘多拉毛利率常年在 70%左右 16
图 44: 时尚珠宝线上渗透率明显高于珠宝行业整体 16

表 1: 公司一口价产品设计更加时尚，同时定价较计重黄金也更高 11
表 2: “辛选珠宝节”热销产品多为低客单价产品 17
表 3: 珠宝行业上市公司估值情况：周大生作为珠宝首饰行业龙头，估值应享有一定溢价 18

1、 轻资产模式运营的全国性珠宝首饰龙头

周大生是全国性珠宝首饰龙头，镶嵌类产品占营业收入比重最高。公司 1999 年开出第一家门店，经过 20 余年发展已成为全国门店数量最多的珠宝企业，成长能力优异。公司一直坚持以镶嵌首饰为主力产品、素金首饰为人气产品，与其他珠宝企业形成差异化竞争。从报表端看，2019 年镶嵌首饰/素金首饰收入分别占比 55%/29%，从终端销售看，我们测算镶嵌首饰占比为 30%左右。公司产品优势突出，“LOVE100”百面切工、“情景风格珠宝”等系列钻石产品在行业内具备较高认知度。

图1：公司是全国性珠宝龙头企业



资料来源：公司官网

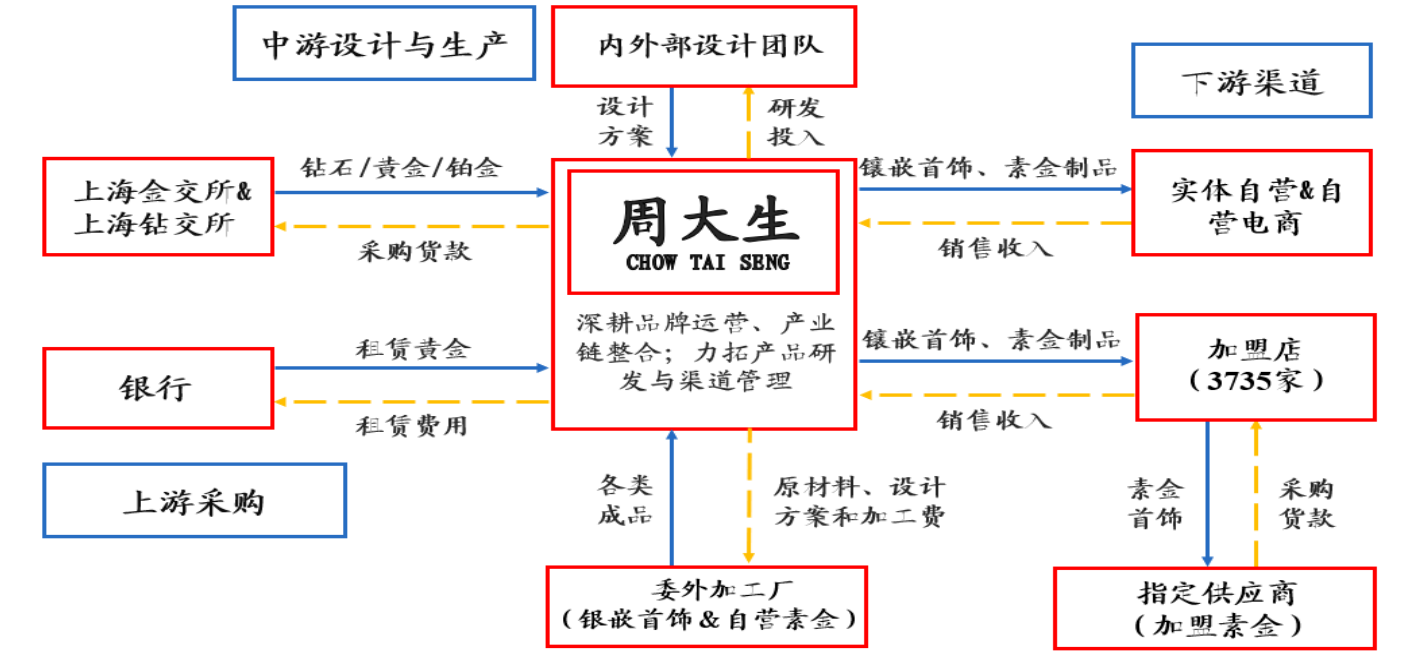
图2：公司的“LOVE100”百面切工系列具备高知名度



资料来源：公司官网

公司采用轻资产模式，实现产业链高效整合、运营。1）产品端，公司对计重素金首饰采用指定供应商模式，即加盟商直接向公司指定供应商采购，公司仅收取品牌使用费。2）生产端，公司将利润率较低的生产环节委托给外部生产企业，将精力放在品牌及门店运营端，提高核心竞争力。3）渠道端，公司以加盟模式为主，快速抢占三、四线珠宝市场。截至 2020 年一季度，公司门店数量达 4002 家，排名全国第一。

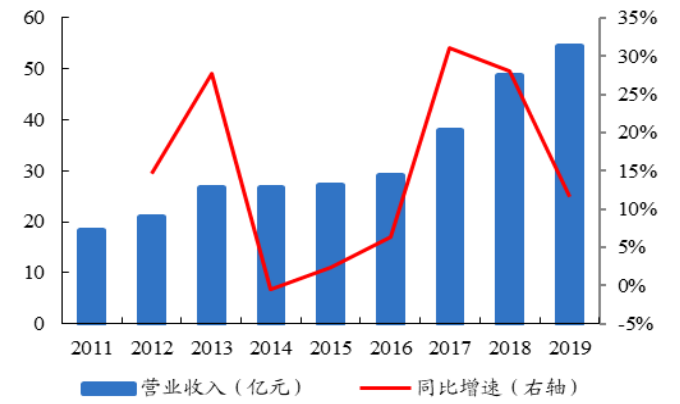
图3：公司采用轻资产模式，实现产业链高效整合、运营



资料来源：公司公告、开源证券研究所

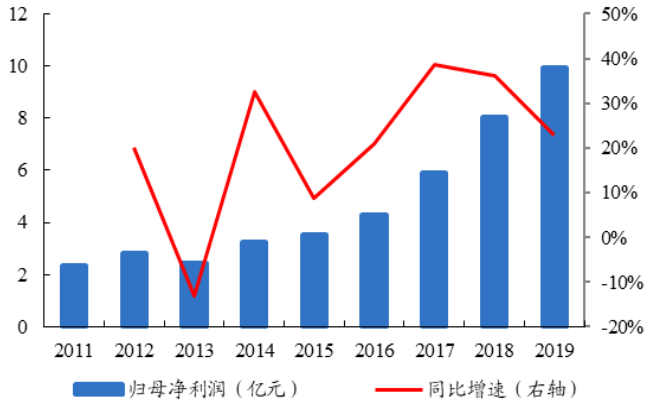
公司近年来营收、利润增长稳健，2020 年一季度业绩受到疫情一定程度影响。2019 年公司实现营收 54.4 亿元（+11.7%），近 3 年保持稳健增长，其中镶嵌首饰营收达 30 亿元（-2.7%，占比 55%）、素金首饰营收达 15.6 亿元（+39.4%，占比 29%）、品牌使用费及管理服务费营收共计 6.1 亿元（+21.9%，占比 11%）；实现归母净利润 9.9 亿元（+23%），近 3 年持续快速增长。2020 年一季度，疫情对公司线下门店客流造成冲击，公司实现营业收入 6.8 亿元(-38.3%)，实现归母净利润为 1.0 亿元(-48.2%)，业绩端受到一定影响。

图4：近 3 年公司营业收入实现稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

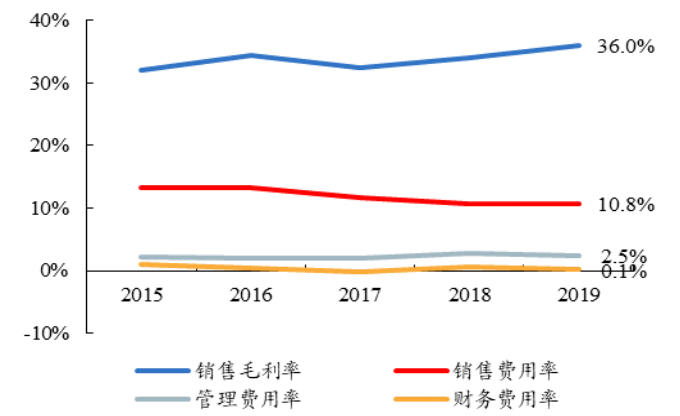
图5：近 3 年公司归母净利润实现快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

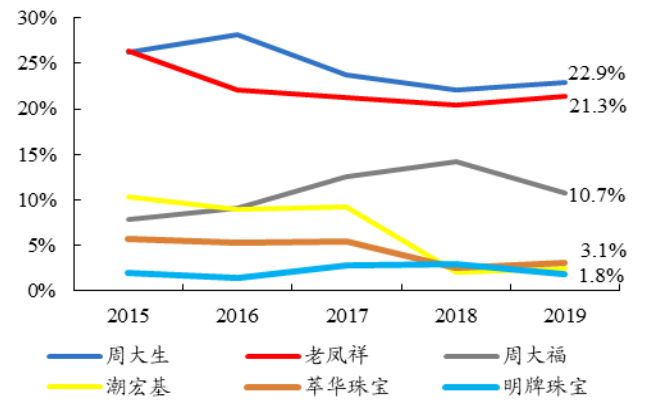
近年来公司毛利率稳步提升，费用率逐渐改善。2019 年公司毛利率为 36.0%(+2.0pct)，主要原因为镶嵌及素金首饰毛利率不断提升以及金价持续上行。在整体毛利结构中，品牌使用费及管理服务费为纯毛利并被记入加盟业务中，2019 年公司加盟业务/自营线下业务/自营线上业务/供应链、小贷及其他业务的毛利率分别为 34.4%/33.7%/27.5%/91.4%，对毛利的贡献分别为 12.5 亿、3.7 亿、1.4 亿、2.0 亿元。费用率方面，2019 年销售/管理/财务费用率分别为 10.8%/2.5%/0.1%，同比分别+0.13/-0.32/-0.40pct，整体费用率稳中有降。通过轻资产运营模式，公司实现了领先于行业平均水平的净利率，并保持较高的 ROE 水平。自 2011 年起，公司已经连续 9 年实现加权 ROE 达到 20%以上，处于行业内领先水平。

图6：公司毛利率近年逐渐提升、费用率相对稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司 ROE 常年处于行业领先水平



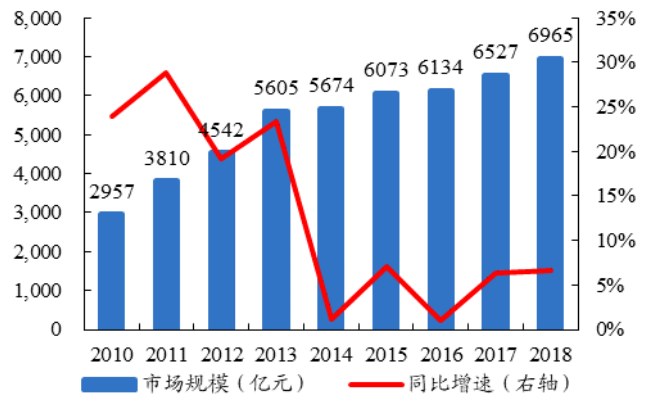
数据来源：各家公司公告、开源证券研究所

2、 珠宝市场：黄金为销售主力，钻石渗透率有望持续提升

2.1、 黄金珠宝市场空间广阔，行业集中度逐年提升

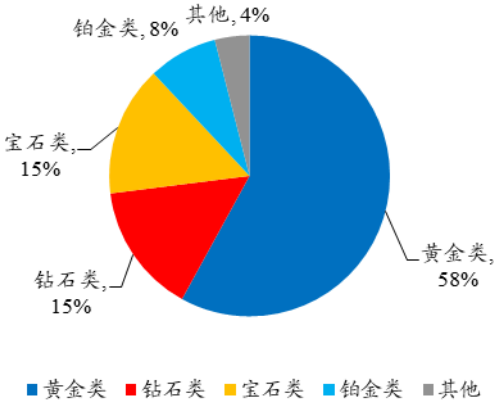
过去十年，我国黄金珠宝行业规模稳步增长。行业规模总量从 2010 年的 2957 亿元增长至 2018 年的 6965 亿元，复合增长率达 11.3%。增长率方面，珠宝行业先经过一段时期的高速发展，2013 年因“抢金潮”透支消费能力，行业增速出现回落，2017/2018 年受消费升级、通胀和避险等因素影响，增速稳中有升。从品类上看，根据 IBSWorld 2016 年统计，黄金为我国珠宝行业销售主力品类，占比达到 58%。

图8：黄金珠宝行业经过震荡调整后近年来稳步增长



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

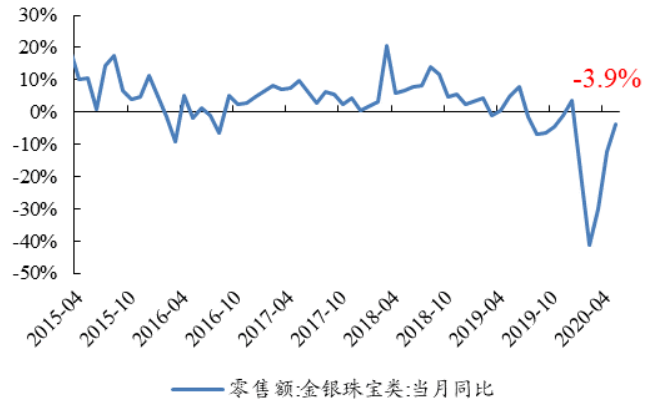
图9：黄金是国内珠宝行业销售品类主力（2016）



数据来源：IBSWorld、开源证券研究所

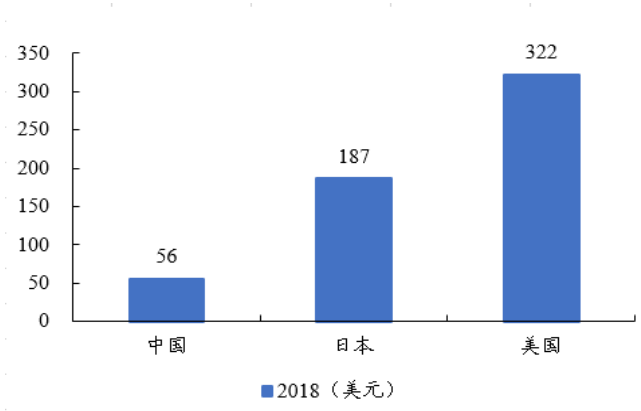
长期来看，消费升级和渗透率提高有望驱动行业规模持续增长。短期来看，疫情对珠宝消费产生了一定冲击，但目前国内珠宝消费仍以刚需为主，我们认为这部分需求仅被推迟而非完全消失。从社零数据看，5 月金银珠宝零售额同比-3.9%，环比 3 月已出现明显恢复。长期来看，我国人均珠宝渗透率有望持续提升，将带动珠宝市场持续增长。对比成熟市场，我国黄金珠宝首饰在人均消费方面仍有提升空间。根据前瞻产业研究院数据，我国 2018 年人均珠宝消费数额仅为 56 美元，而日本和美国分别为 187 美元、322 美元，分别为中国的 3.3 倍、5.8 倍。随着我国经济发展、人均可支配收入不断提高，珠宝消费水平有望逐渐向发达经济体水平靠拢。

图10：5 月金银珠宝零售额出现明显恢复迹象



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图11：我国人均珠宝消费水平仍远低于日本和美国



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

竞争格局方面，外资品牌占领高端市场、全国性龙头品牌主打大众市场。外资珠宝品牌如 Tiffany、Cartier、Bvlgari 等定位高端市场，主要覆盖一二线城市并以自营为主。而港资珠宝品牌如周大福、周生生，内资品牌如周大生、老凤祥、老庙黄金、潮宏基、明牌珠宝等则主打大众珠宝市场，其品牌认知度较外资品牌更低，因此在价格方面竞争更加激烈。而部分区域性品牌如北京的菜百、沈阳的萃华珠宝、深圳的爱迪尔、杭州的曼卡龙等，在其强势区域具备一定渠道优势和资源壁垒，亦可与全国性珠宝品牌竞争共存。

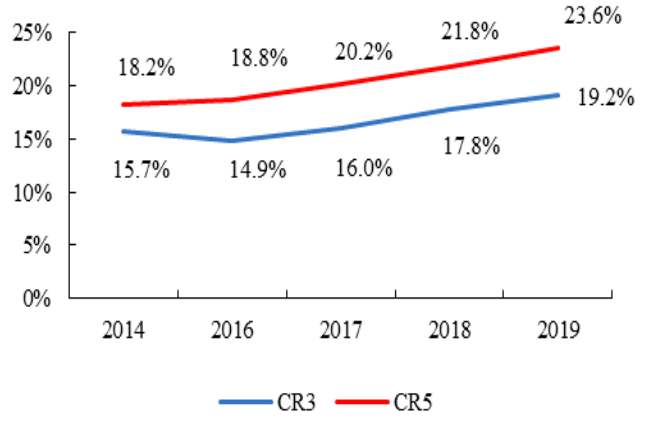
图12：内地全国性品牌和区域性品牌竞争共存



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

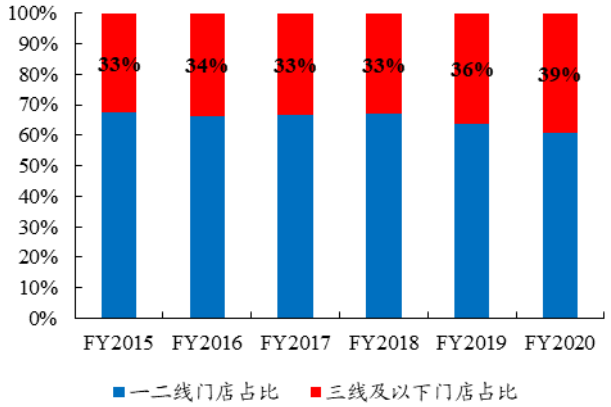
行业集中度稳步提升，龙头公司凭借品牌、渠道、规模优势，市占率有望持续提升。2018 年珠宝行业 CR5（行业排名前 5 家企业所占的市场份额）达到 23.6%，CR3 达到 19.2%，与 2014 年相比分别提高 5.4/3.5pct（不包括港澳台业务），行业集中度近年来持续提升。目前国内大众珠宝市场产品同质化较为严重，消费者对于品牌力的认知还有待提升，大众珠宝市场仍处于渠道为王时代，因此渠道力强的珠宝品牌具备竞争优势。近 3 年来全国性珠宝龙头品牌渠道下沉趋势明显，预计部分渠道力较弱的中小型珠宝品牌将逐渐被淘汰，行业整合出清是长期趋势。如成熟港资品牌周大福，通过加盟方式逐渐进入三、四线城市，2020 上半财年周大福在三、四线城市净开店 183 家，远超过一线、二线的 47、103 家，三四线城市的门店数占比已提升至 45%（同比 2019 财年增长 8pct）。除港资品牌外，以 Tiffany、Cartier 为代表的国际珠宝大牌也逐渐向二三线城市不断渗透，预计部分门店位置较差、经营管理能力较弱的中小珠宝品牌可能受到较严重的冲击。受疫情影响，中小品牌企业现金流承压，而头部公司在品牌、融资、渠道及规模上具有明显优势，现金流相对充沛，抗风险能力更强，行业集中趋势或将加速。

图13：近 5 来年珠宝行业 CR5 不断提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图14：珠宝龙头品牌如周大福渠道下沉趋势明显



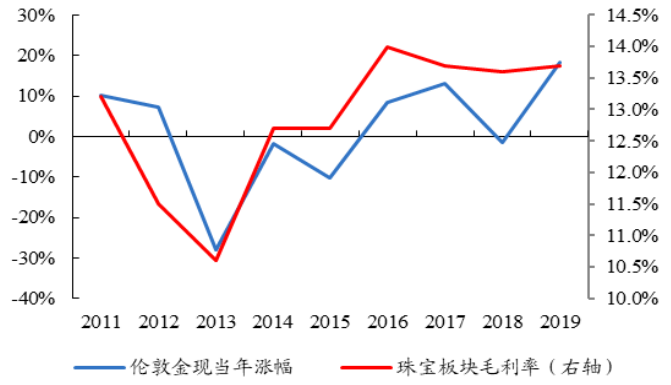
数据来源：周大福公司公告、开源证券研究所

2.2、 黄金：兼具投资、消费属性，金价上行、需求多元化驱动行业增长

黄金首饰具备投资属性，金价上涨带动需求增长。受疫情影响，全球货币政策处于较为宽松状态，为金价稳健上行提供基础。由于黄金首饰具备较强的投资属性，金价稳健上行对黄金消费构成利好：1）对于消费者，“买涨不买跌”的心态下，金价稳健上行将强化消费者对未来黄金产品保值增值的预期，刺激黄金消费；2）对于加盟商，由于其前期开店投入主要为购买黄金，因此金价上行使得其账面资产增加，且黄金产品终端售价提高将提升其盈利能力；3）对于品牌商（如周大生），金价上行将提升其产品的售价及毛利率，且加盟商盈利能力增强将提升拿货金额，品牌方有望实现收入及利润双增。随着疫情在全球范围内爆发，伦敦金价自 2020 年 3 月 19 日至 7 月 16 日已累计上涨逾 20%，有望提振黄金消费。

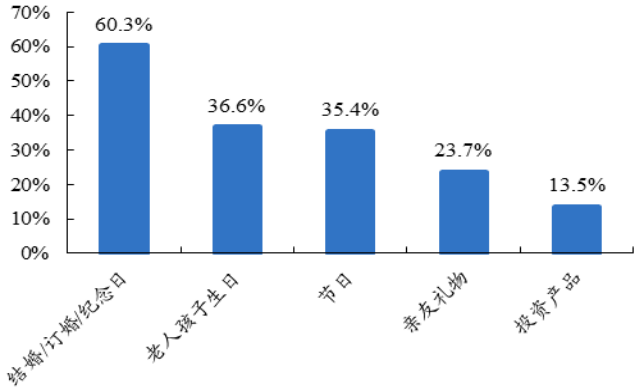
消费属性方面，消费者需求愈加多元化，有望带动日常黄金消费需求增长。尽管目前国内消费者购买黄金首饰的动机偏向刚需，婚庆/生日/重要节日占比 60%/37%/35%（需求有部分重合），但随着黄金工艺的不断进步、消费者观念的不断转变，预计未来日常消费需求提升有望带动黄金消费。根据香港贸易发展局的统计，内地消费者购买黄金珠宝配饰的动机日益多元化，有越来越多的消费者选择日常佩戴黄金珠宝首饰，且对于 K 金等注重设计感、时尚性的黄金产品的认可度在逐渐提升。

图15：黄金价格与珠宝板块毛利率存在一定正相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：此处珠宝板块选择周大生、老凤祥两家公司）

图16：当前黄金首饰消费以婚庆纪念等刚需为主



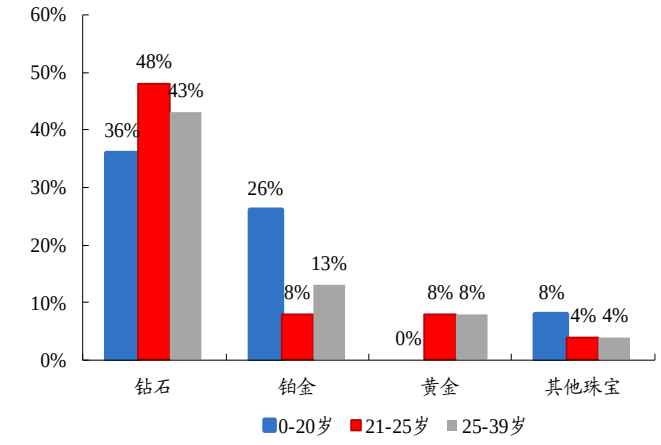
数据来源：中国黄金珠宝协会、开源证券研究所

2.3、 钻石：更受年轻消费者偏爱，消费代际变迁驱动渗透率提升

国内珠宝市场中钻石首饰渗透率有较大提升空间。2018 年上海钻石交易所钻石成交额达 58 亿元，过去 5 年 CAGR 达 6%，实现稳步增长。受益于消费持续升级，消费者对于消费属性较强的钻石接受程度更高，我们预计国内钻石市场有较大增长空间，主要原因为：三线及以下城市钻石渗透率具有提升空间。钻石在三、四线渗透率仅为 37%，远低于黄金的 70%（2016 年）。根据麦肯锡的报告，当人均 GDP 超 5000 美元/年时，消费者对钻石需求将大幅增长，而目前我国三四线城市人均 GDP 已突破 5000 美元/年大关，有望带动钻石渗透率不断提升。

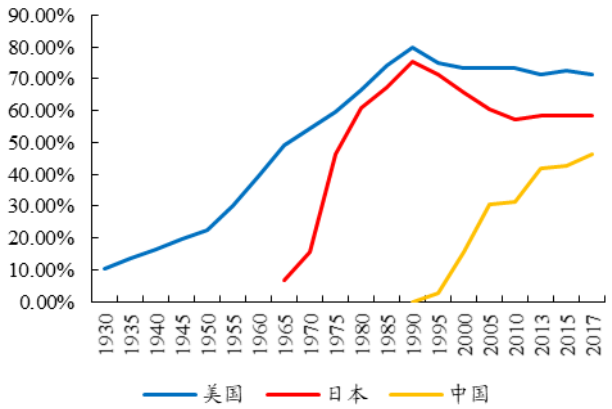
钻石更受年轻消费者喜爱，未来行业渗透率有望逐渐提升。相比于其他珠宝产品，年轻消费者对于钻石的喜爱程度最高，根据 De Beers 2016 年的调研，中国千禧一代女性对钻石的拥有率在 2016 年已超过年长一代。根据 De Beers 2018 年的调研，21-25 岁的年轻消费者对于钻石更加偏爱。随着收入逐渐提升，其消费意愿有望不断转化为消费订单。目前国内钻石消费中，最大消费用途为婚庆（占比 55%）；而在婚庆中，我国钻石产品渗透率仅为 47%，相比于美国、日本等发达市场，依然有较大的提升空间。目前国内钻石首饰仅占珠宝市场 28%左右，远低于全球平均水平（全球钻石消费占珠宝首饰 48%）。长期看，消费代际变迁驱动下，国内钻石消费市场仍有较大增长空间。

图17：21-25 岁年轻人更加喜好钻石



数据来源：De Beers、开源证券研究所

图18：中国钻石婚庆渗透率仍远低于美日等发达国家



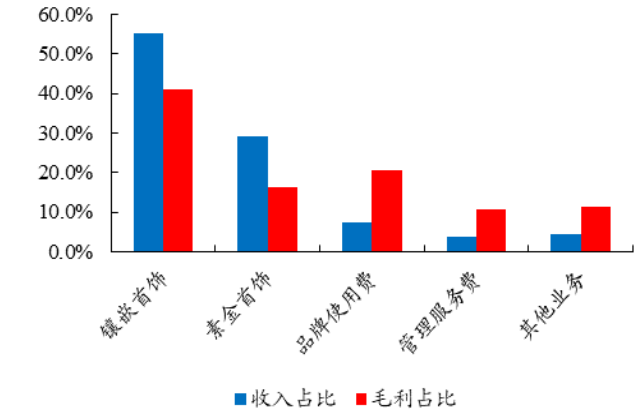
数据来源：De Beers、开源证券研究所

3、 周大生：全国性珠宝首饰龙头，产品渠道营销多维发力

3.1、 以钻石品类打造差异化，持续推动黄金产品时尚化

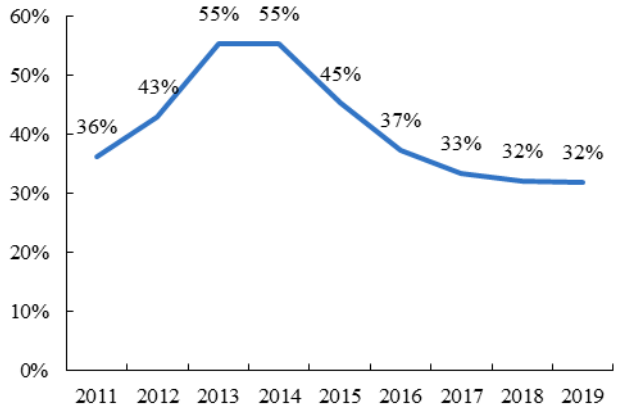
镶嵌类首饰为公司优势品类，素金首饰贡献重要利润。从财务指标上看，镶嵌首饰为公司贡献了更多的营收及毛利，而素金首饰则为公司贡献了较多的净利润。2019 年镶嵌首饰/素金首饰（含品牌使用费）分别为营收贡献 55%/40%，分别为毛利贡献 41%/35%。由于公司开展大部分素金首饰加盟业务时采用的是指定供应商模式，该业务基本不赚取买卖差价而是收取品牌使用费，因此可以近似认为品牌使用费是大部分素金首饰加盟业务产生的利润。2019 年公司品牌使用费对营业利润贡献占比达到 32%，因此素金首饰业务贡献了公司较大利润占比。

图19：镶嵌首饰对于收入及毛利润贡献较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

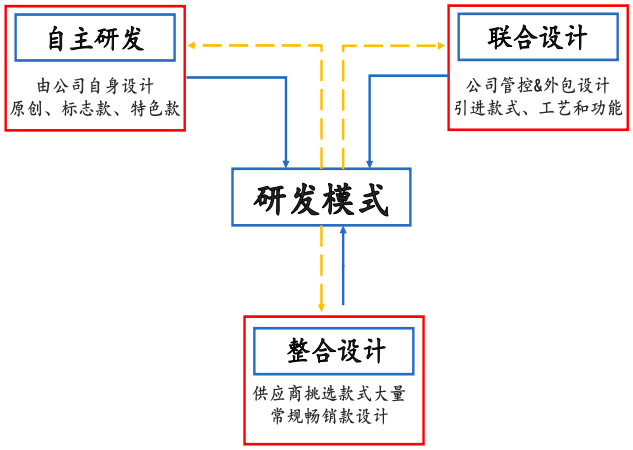
图20：素金业务产生的品牌使用费占营业利润30%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

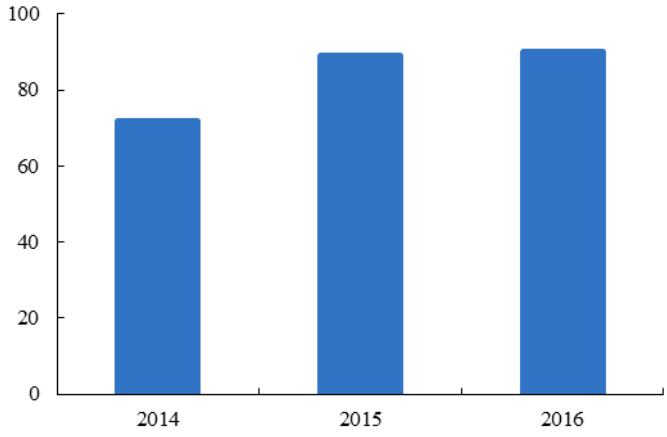
公司在钻石品类和黄金品类上经营模式不同。1）对于钻石，公司采用传统采购批发配货模式。该模式下，公司对于钻石产品的质量和交期的稳定性拥有较强把控力度。2）黄金可分为一口价产品和计重产品两种类型。对于一口价黄金（如硬金产品），公司采用采购批发配货模型。对于占比较高但同质化较为严重的计重黄金产品，公司仍采用指定供应商的轻资产模式。部分观点认为指定供应商模式将降低公司黄金首饰竞争力，但我们认为公司已绑定指定供应商，对产品质量把控力度较强。一方面，公司通过严格限制指定供应商数量保证单一供应商出货量较大，因此指定供应商对于公司依赖性较强。另一方面，公司在产品设计上除了进行自主研发及社会招标外，同时也会与指定供应商联合开发产品，因此对于产品质量的把控力度也较强。

图21：公司在研发上有自主研发和联合设计两种模式



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图22：公司严格限定核心供应商数量



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

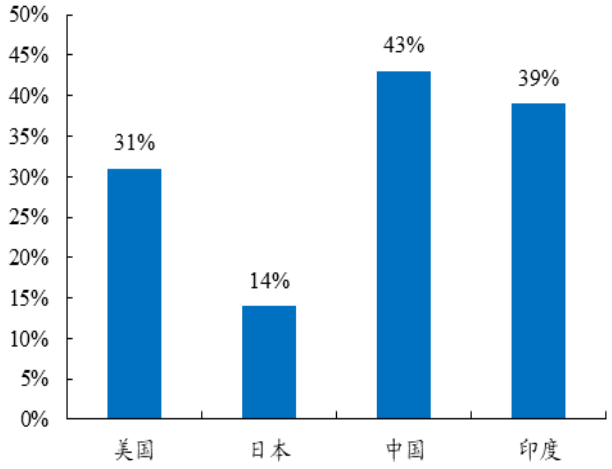
公司作为国内钻石品类经营龙头，攻（日常装饰）守（婚庆）兼备，竞争优势明显。消费者购买钻石的主要驱动力可分为婚庆以及日常装饰需求，公司钻石产品中婚庆/日常装饰风格占比分别为70%/30%左右。婚庆需求方面，公司以比利时“LOVE100”百面切工钻石为核心产品，其亮度较普通钻石高出20%左右，具备国际化竞争力。日常装饰方面，公司早在2015年便首创“情景风格珠宝”系列，是国内探索钻石日常装饰需求的领航者。根据De Beers 2018年调研，目前我国钻石消费场景中“表达爱意”动机占比明显高于美、日等发达国家，日常装饰需求相对较低，未来仍有提升空间。目前国内90%钻石品牌仍仅做婚恋方向产品，公司提前卡位日常装饰需求，在钻石赛道上攻（日常装饰）守（婚庆）兼备，行业龙头地位稳固。

图23：公司情景风格系列是钻石日常装饰风格领航者



资料来源：公司公告

图24：我国钻石消费中“表达爱意”动机占比较高



数据来源：De Beers、开源证券研究所

公司不断推进黄金产品时尚化，满足年轻消费者需求同时有望提升盈利能力。其中计重黄金产品以足金为代表，其终端价格与实时金价息息相关。而一口价产品以硬金、K 金为代表，由于其采用了更复杂的工艺，因此产品设计感与时尚度更高。公司是国内率先推行一口价黄金产品的全国性珠宝龙头企业，硬金作为一口价黄金代表产品，目前已占公司整体素金产品的 25%左右，未来有望提升至 30%以上。我们认为硬金产品占比提高有助于公司品牌年轻化及盈利能力提升：1）IP 系列产品是硬金的典型应用场景，公司于 2019 年陆续推出宝可梦、梵高、鸿运当头等 IP 系列新品，迎合年轻消费者需求，品牌不断年轻化。2）一口价黄金通常采用按件出售的方式，部分一口价黄金产品终端售价可达 600-1000 元/克，较普通计重黄金高出 50-100%，品牌使用费水涨船高，也带动了盈利能力的提升。

表1：公司一口价产品设计更加时尚，同时定价较计重黄金也更高

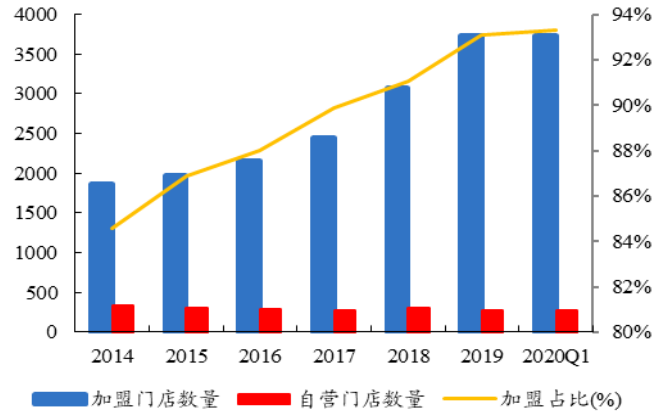
类型	属性	名称	产品价格/单价
一口价黄金	18K 金	18K 金小蛮腰手链	2060 元/件
	5G 黄金	5G 极光金葫芦套链	2159.40 元/件（3.54g，约 610 元/g）
	3D 硬金	本命佛生肖守护转运珠	960 元/件（1 件约 1g，约 960 元/g）
计价黄金	999 足金	黄金转运光珠手链女款	510 元/g+工费 136 元/件

资料来源：周大生天猫旗舰店、开源证券研究所

3.2、 渠道：线下加盟商拓店空间大，线上渠道高速增长

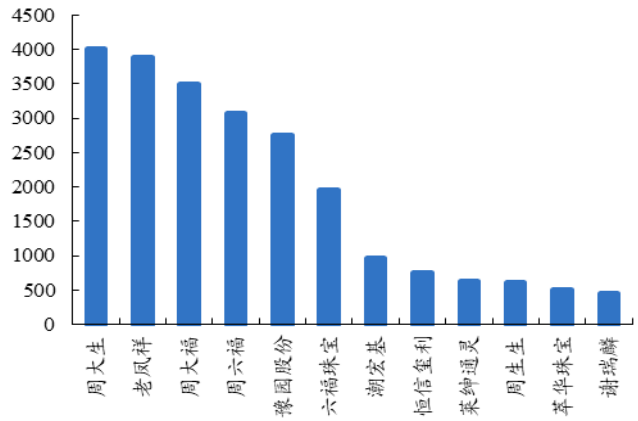
公司门店以加盟为主，主要位于三、四线城市。截至 2020 年一季度，公司门店数达 4002 家，位居国内珠宝行业第一。其中加盟门店数量达 3735 家，占比达 93%，且该比值在近年来呈现持续提升趋势，较 2014 年已提升 8.7pct。公司门店主要位于三四线城市，在发展初期公司选择避开竞争激烈的一二线珠宝市场，布局下沉渠道，经过 20 余年经营，已占据部分三四线城市中的多数优质区位，形成了地理位置上的护城河。

图25：公司以加盟模式为主，2020Q1 加盟店占比 93%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

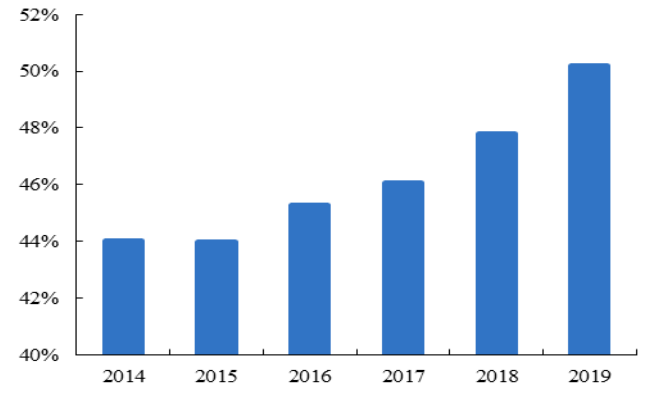
图26：公司是国内门店总数排名第一的珠宝龙头企业



数据来源：公司公告、开源证券研究所

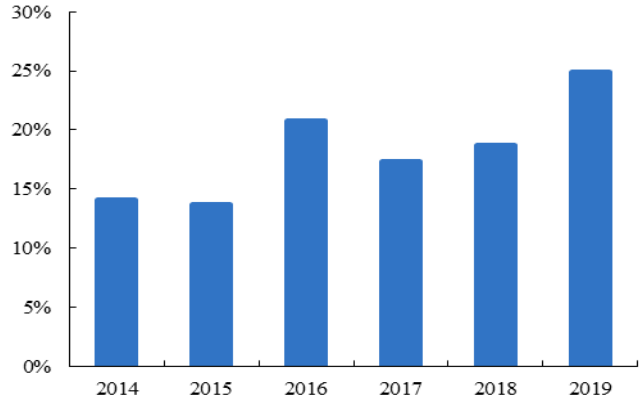
公司让利程度较大，加盟商积极性更高。1）素金产品方面：公司采用指定供应商模式，对普通计重产品仅收取 3-5 元/克的品牌使用费；2）镶嵌产品方面：我们测算公司以 3-3.5 折向加盟商出货，折扣力度较同行更大。3）加盟管理费方面：公司仅收取 3-5 万元/店/年，在行业内处于较低水平。受益于较优的让利政策，公司加盟商镶嵌产品及素金产品的毛利率均处于行业领先地位，分产品看：1）素金产品方面，2019 年加盟商素金产品毛利率达 20%以上；2）镶嵌产品方面，预计 2019 年加盟商镶嵌产品毛利率达 50%左右。目前国内大众珠宝市场仍是渠道为王的时代，具体体现在国内各大珠宝企业的广告费用率均处于较低水平。公司通过让利已经培育出了一批盈利能力较强的加盟商，为公司持续抢占大众珠宝市场份额打下了坚实基础。

图27：加盟商镶嵌产品毛利率水平持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

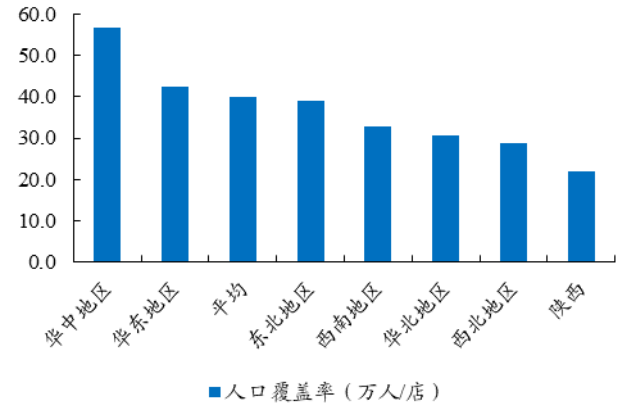
图28：加盟商素金产品毛利率水平较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

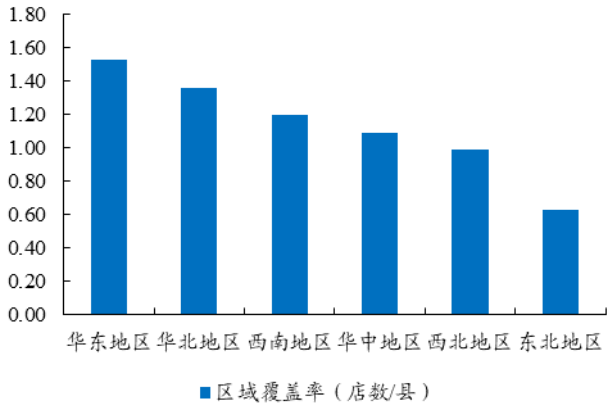
公司单店覆盖率及区域覆盖率仍有提升空间，中长期开店空间较大。分地区看，华东、华中、华北地区占比较大，而华南地区近期发展速度较快。我们采用两种指标来测算公司未来的拓店空间：1）以单店覆盖人口数量为衡量门店密度的指标之一，2018 年公司平均单店人口覆盖率为 40 万人/店左右，而该指标最高的地区陕西为 20 万人/店左右。假设未来公司平均单店人口覆盖率能够达到 20 万人/店，则静态测算，公司未来门店数量至少还有翻倍空间；2）以单个县城拥有的门店数量作为衡量门店密度的指标之二，2018 年公司门店所在区域，单个县城平均拥有 1.2 家门店左右，假设未来这一指标提升至 2 家/县城，则静态测算，公司未来门店数量有望达 5600 家。尽管疫情导致公司拓店速度有所放缓，但从中长期来看，公司仍有较大开店空间。

图29：公司单店覆盖率仍有较大提升空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

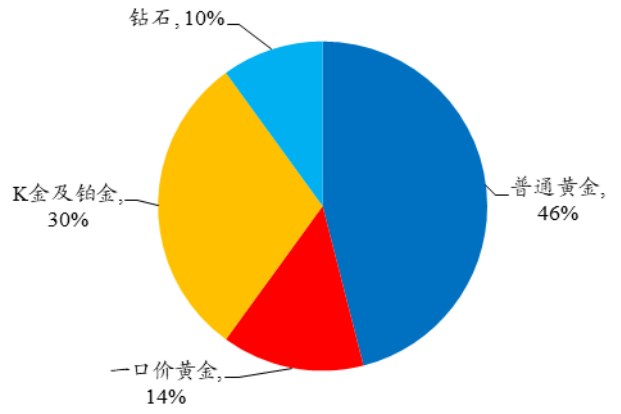
图30：公司平均区域覆盖率仍有较大提升空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

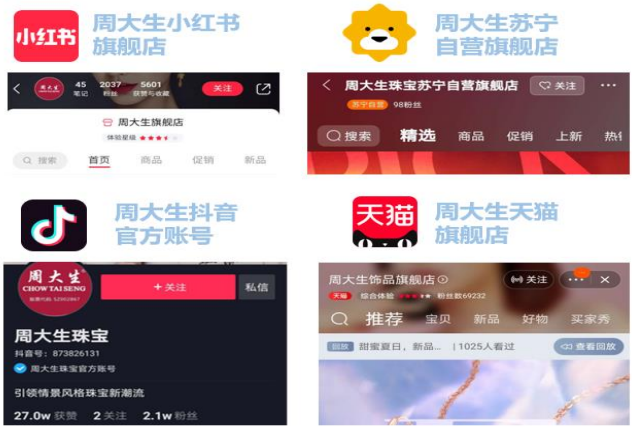
公司加大线上渠道布局，电商业务有望保持高速增长。2019 年公司电商业务实现营收 5 亿元（+43%），发展迅速，预计未来公司电商业务仍将保持高速发展，主要原因在于：1）电商业务用户以 1-3 线为主，未来下沉空间较大。目前公司电商用户画像中，1-3 线/4 线及以下用户占比分别为 71%/29%。目前公司电商产品结构中普通黄金、K 金/铂金、镶嵌类占比分别为 60%/30%/10%，且线上客单价明显低于线下渠道。由于低线城市消费者对于黄金产品更为喜好，预计未来电商业务仍有较大下沉空间。2）公司已布局线上全渠道。目前公司除天猫外还布局了苏宁、抖音等 30 多个线上渠道。2020 年 Q1 公司线上实现营收 1.9 亿元（+104%），我们预计公司 2020 年加大数字化营销投入，有望带动电商收入继续快速增长。

图31：公司电商渠道销售中，普通黄金占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：公司产品实现了全渠道布局



资料来源：小红书、苏宁、抖音、天猫、开源证券研究所

3.3、 营销：多效并举加大营销宣传，品牌价值逐年提升

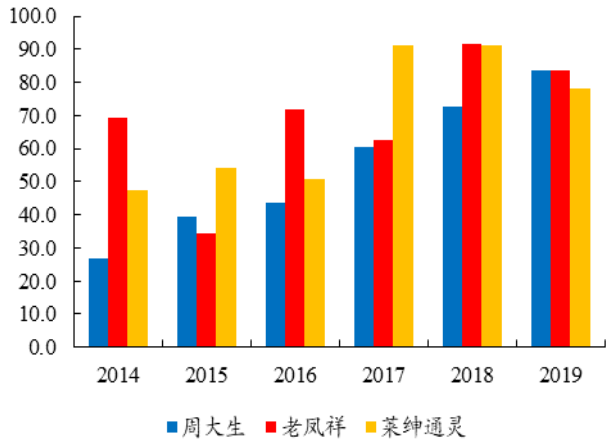
公司使用双代言人覆盖不同群体，近年来广告宣传费用稳步提升。公司是珠宝行业内首个使用双代言人的企业，Angelababy 为国内顶级流量明星，能够增加公司粉丝流量以及品牌印记。而王力宏作为国内实力派歌手拥有广泛受众，公司除邀请王力宏进行形象宣传之外，还推出了王力宏联名设计款，得到消费者良好反馈。传统渠道广告方面，公司主要负责代言人及中央电视台的广告费用；对于整体区域需要较大投入的广告，公司进行部分支持，而地方性广告支出主要由加盟商负责，有助于其因地制宜。公司 2019 年广告宣传费用达 8366 万元（+15%），自 2014 年以来稳步提升。

图33：公司选择王力宏作为代言人打造明星联名款



资料来源：周大生微信公众号

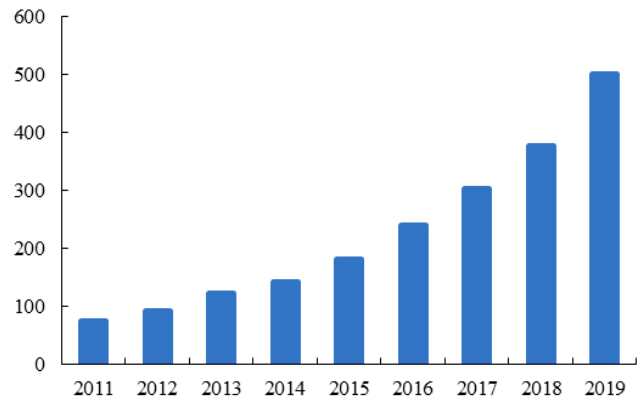
图34：公司近 6 年广告宣传费稳步上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司品牌知名度提升速度快，社交新品牌未来有望发力。根据 World Brand Lab 数据，2019 年周大生品牌价值已突破 500 亿，在整个轻工业中排名第二（仅次于周大福），其品牌价值自 2011 年起持续快速提升。除原品牌周大生外，公司在 2019 年设立新品牌 DC（设界）并完成天猫建店，预计 2020 年开始将加大该品牌推广力度。DC 主打社交系列并采用“18K 金+镶钻”组合，主要满足女性客户不同场合下的穿戴需求。我们预计公司 2020 年将通过线上营销以及快闪店进行推广：1）线上营销方面，预计公司将采用符合年轻人喜好的营销策略，比如与大 V、知名 KOL 等进行深度合作；2）线下方面设立快闪店，将可选产品置于墙上，顾客可自行扫码选购，降低了顾客去珠宝店时受推销员推销产品的压迫感。随着公司对新品牌投入的不断加大，DC 未来有望逐渐发力。

图35：周大生品牌价值自 2011 年起持续快速提升



数据来源：World Brand Lab、开源证券研究所

图36：新品牌 DC 主打社交系列，采用 K 金+镶钻



资料来源：公司官网

3.4、 积极拥抱直播电商，线上时尚珠宝打开新增量空间

公司多次通过合作网红进行直播带货，效果显著。传统的珠宝行业主要以线下门店销售为主，周大生作为拥有 20 多年发展历程的国内知名珠宝品牌，较早开始销售渠道由线下到线上的转型探索。早在 2016 年，公司就开始尝试在淘宝进行直播，并在珠宝行业内率先开展店铺直播。之后，公司与李佳琦、薇娅和烈儿宝贝等众多直播带货 KOL 展开深入合作，多次在小红书、抖音和快手等直播平台举办周大生品牌专场

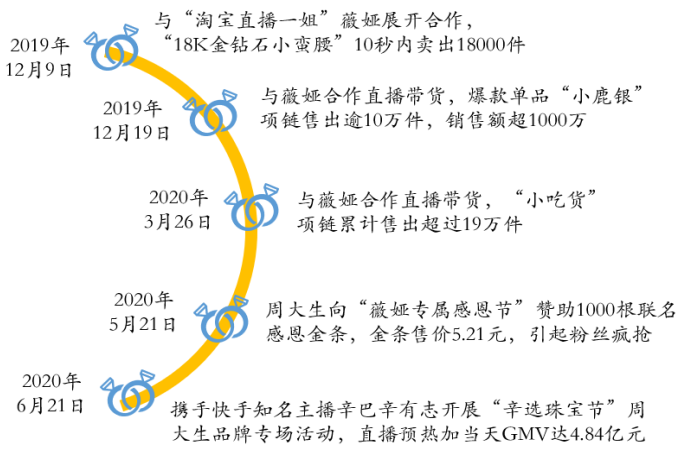
直播带货。新渠道对公司产品销售带动明显，例如与“淘宝直播一姐”薇娅合作后，“18K 金钻石小蛮腰”、“小吃货”套链以及“小鹿银”等多个爆款单品均实现可喜销售成绩。2020 年 6 月 21 日，周大生董事长周宗文携手佟大为和知名主播辛巴辛有志在快手上线“辛选珠宝节”周大生品牌直播专场，直播预热加当日累计 GMV 达到 4.84 亿元，创下珠宝品类单场直播的销售记录。

图37：快手主播辛有志在周大生品牌直播专场上带货



资料来源：新浪财经

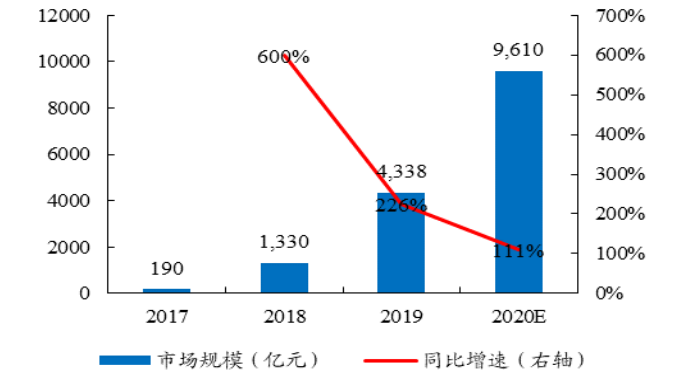
图38：公司多次通过直播方式实现带货



资料来源：开源证券研究所

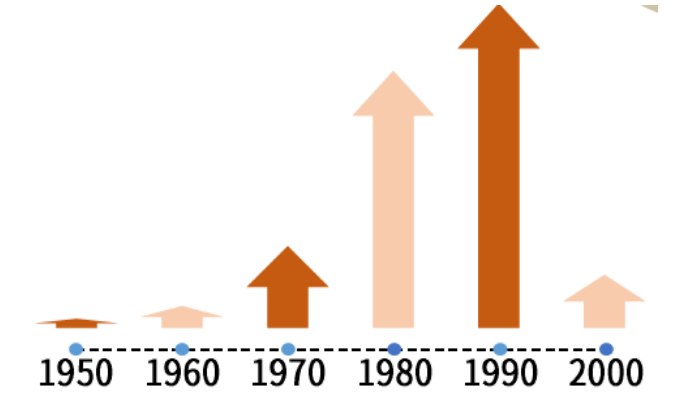
直播电商行业规模高速增长，用户主力军 90 后对钻石首饰接受程度更高。根据艾媒数据中心，2019 年直播电商市场规模达 4338 亿，同比增长 226%，近年来保持高速增长，预计 2020 年直播电商市场规模达 9610 亿。但相较于 2019 年全国 106324 亿元的网络零售额，直播电商渗透率仍有较大提升空间。而从用户年龄层次上来看，90 后和 80 后占据较大比例，分别约为 40%和 30%，是直播电商的主力人群。年轻消费群体具有更强的悦己性需求，对于钻石等非黄金类首饰的接受程度更高。

图39：预计 2020 年直播电商市场规模可达 9610 亿元



数据来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

图40：90 后在直播电商用户中占比最大（2019）



数据来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

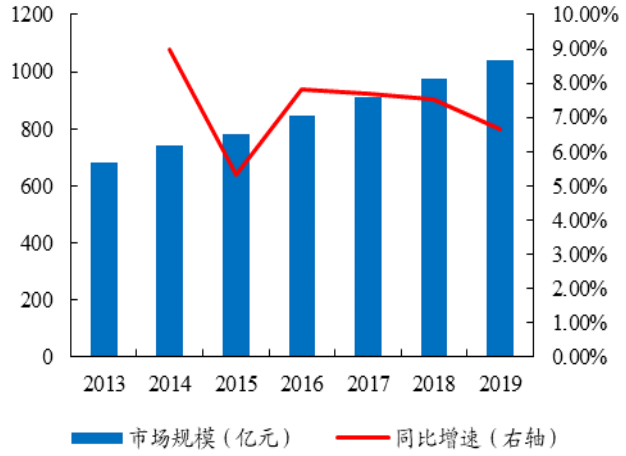
时尚珠宝市场达千亿，与传统珠宝具有不同消费场景。区别于传统由黄金、白金等贵金属及贵重宝石打造的精品珠宝，时尚珠宝一般由银、合金等非贵金属及准宝石加工制造而成，单价明显低于精品珠宝（通常在一千元以内），主要用于日常装饰佩戴且具有更高的消费频率，代表品牌如施华洛世奇、潘多拉等。时尚珠宝具有更多的快消属性，产品样式繁多且迭代更快。根据 Euromonitor 统计，2019 年国内时尚珠宝市场空间为 1045 亿元，占珠宝市场整体比重近 15%。未来随着品牌加大在时尚珠宝上对消费者的宣传教育，市场有望持续保持稳健增长。

图41：市场珠宝主要用于日常佩戴，消费频率更高



资料来源：施华洛世奇、潘多拉官网

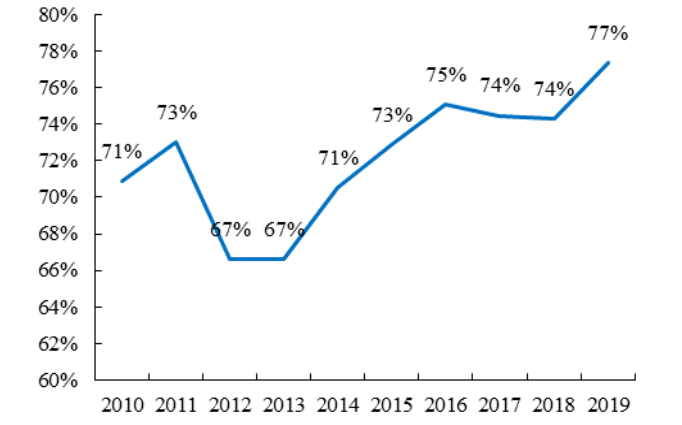
图42：2019 年国内时尚珠宝市场空间达千亿



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

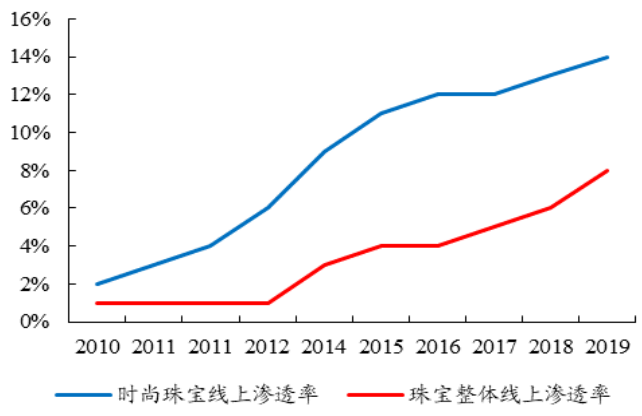
时尚珠宝毛利率较高，线上渗透率亦高于珠宝行业整体。时尚珠宝具有较高毛利率，以潘多拉为例，其产品毛利率常年在 70%左右，而国内珠宝企业毛利率仅有 30%左右。时尚珠宝的高毛利率特点使其可以承受直播电商主播的高佣金费用。此外，从品类特点来看，以素金、钻石镶嵌类为代表的精品珠宝客单价高、重体验，且消费主要集中在婚庆场景，消费者更愿意到店体验，因而线上渗透率较低；而以银饰为代表的时尚珠宝客单价较低，消费场景多为日常装饰性需求，消费者更容易冲动性下单（因为试错成本也低），因而具有较高的线上渗透率。根据 Euromonitor 统计，2019 年时尚珠宝线上渗透率为 14.2%，明显高于珠宝市场整体 7.7%的渗透率。

图43：时尚珠宝公司潘多拉毛利率常年在 70%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：时尚珠宝线上渗透率明显高于珠宝行业整体



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

公司直播带货品类多为客单价较低的产品，高度契合粉丝群体需求。在不损害线下加盟商利益前提下，6 月 21 日快手“辛选珠宝节”周大生品牌专场直播带货的商品主要以毛利率较高、客单价较低的银饰和珠宝品类为主，销售客单价平均为 250 元左右。拥有较低客单价的商品相较于其他单价较高的产品更适合通过网络直播“带货”，加之带货主播具有感染力的推销，更易激起消费者的购买欲望。同时，快手用户较多地集中于三四线城市，这与周大生门店布局多集中于三四线城市的线下销售策略相契合，周大生用户与快手用户较高的重合性更有助于带动电商直播销量，促进线上与线下的相互引流。

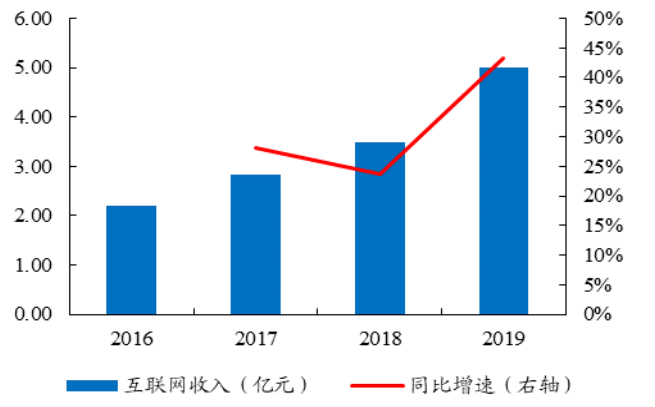
表2：“辛选珠宝节”热销产品多为低客单价产品

商品名称	单价（元）	销量（万）	销售额（万元）
银镀项链	58	10	579
金镶碧玉葫芦吊坠	583	2	1399
步步高升和田玉吊坠	176	7	1302
银镶锆石蝴蝶套链	110	7	763
银镶吊坠	250	7	1872
福袋吊坠	1091	1	1200
蓝宝石项链	88	10	882
英文项链	82	5	408
锆石珍珠套链	98	15	1499
银镀贝壳套链	98	10	973

数据来源：快手数据、开源证券研究所

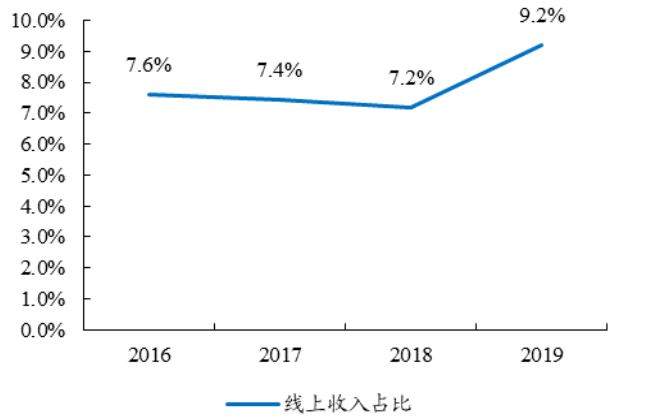
公司线上收入占比逐年提升。直播电商为周大生的低价珠宝品类开辟了新的销售与推广渠道，同时借助主播庞大的粉丝群体与超高人气有效提升了周大生品牌知名度，进一步推动公司线上业务发展。周大生的线上业务销售收入由 2016 年的 2.2 亿上升至 2019 年的 5.0 亿，年复合增长率达 31.4%，在主营业务收入中占比也逐年上升。2019 年，周大生线上业务收入占比为 9.2%，同比提升 2pct。未来，受益于“直播+电商”线上营销新业态，周大生的线上业务有望成为提升公司销量与品牌影响力的新引擎。

图45：公司线上销售收入逐年上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46：2019 年公司线上收入比重提升明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 关键假设

（1） 公司持续推进线下门店扩张，2020/2021/2022 分别净开店 450/580/600 家。

（2） 一口价黄金、品牌使用费在收入中占比提升以及规模优势将驱动毛利率持续改善。

4.2、 盈利预测与估值

我们认为轻资产运营模式有利于公司专注于产品设计、品牌运营、渠道管理等高附加值产业链环节，依托较大的让利程度，以加盟为主的经销体系有望实现公司规模的迅速扩张。未来，公司产品结构改善、毛利率持续提升，同时积极拥抱直播电商等新营销新渠道，有望带动公司线上渠道收入高增长，进一步打开成长空间。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 10.42/13.01/15.45 亿元（同比增速为 5.1%/24.8%/18.8%），对应 EPS 为 1.43/1.78/2.11 元，当前股价对应 PE 为 21/17/14 倍。公司作为行业龙头门店数量位居第一，新渠道拓展带来未来更高的增速，估值应享有一定溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：珠宝行业上市公司估值情况：周大生作为珠宝首饰行业龙头，估值应享有一定溢价

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600612.SH	老凤祥	57.80	16.9	5.1	16.6	15.0	21	20	18	15
1929.HK	周大福	8.13	-36.6	-	-	-	28	-	-	-
	行业平均						25	20	18	15
002867.SZ	周大生	29.85	23.0	5.1	24.8	18.8	22	21	17	14

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/17，周大福使用 2019 财年实际数据，老凤祥、周大生为开源证券预测数据）

5、风险提示

金价大幅波动，不利于公司成本控制；

疫情对客流持续冲击，黄金珠宝终端门店销售低迷；

公司门店扩张不及预期，影响未来增长。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4428	4162	5852	7211	8103
现金	1086	1294	2532	3090	3616
应收票据及应收账款	83	76	98	114	134
其他应收款	17	20	20	28	28
预付账款	22	26	27	38	38
存货	2589	2597	3024	3792	4136
其他流动资产	631	150	150	150	150
非流动资产	1459	1760	1774	1831	1896
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	29	32	62	86	101
无形资产	453	435	500	548	608
其他非流动资产	976	1292	1211	1196	1187
资产总计	5887	5922	7625	9042	9999
流动负债	1904	1153	2143	2674	2491
短期借款	600	0	585	1099	541
应付票据及应付账款	637	359	721	588	935
其他流动负债	666	794	837	986	1016
非流动负债	15	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	26	26	26	26
负债合计	1919	1179	2169	2700	2518
少数股东权益	27	33	33	33	33
股本	485	731	731	731	731
资本公积	1822	1650	1650	1650	1650
留存收益	1737	2408	2988	3752	4688
归属母公司股东权益	3941	4710	5423	6310	7449
负债和股东权益	5887	5922	7625	9042	9999

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	367	798	1079	559	1616
净利润	806	991	1042	1300	1545
折旧摊销	37	44	90	50	62
财务费用	26	8	12	15	17
投资损失	-24	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-549	-292	-46	-786	11
其他经营现金流	71	48	-19	-19	-19
投资活动现金流	-865	313	-84	-87	-108
资本支出	381	181	104	107	127
长期投资	-131	476	0	0	0
其他投资现金流	-615	969	20	20	20
筹资活动现金流	394	-903	-341	-429	-423
短期借款	600	-600	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	8	246	0	0	0
资本公积增加	140	-172	0	0	0
其他筹资现金流	-354	-377	-341	-429	-423
现金净增加额	-104	208	654	43	1085

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4870	5439	5953	7263	8501
营业成本	3214	3482	3774	4577	5323
营业税金及附加	46	56	57	69	81
营业费用	519	587	714	843	969
管理费用	126	121	143	167	196
研发费用	10	13	15	18	21
财务费用	26	8	12	15	17
资产减值损失	41	-12	12	12	12
其他收益	118	77	77	77	77
公允价值变动收益	-4	19	19	19	19
投资净收益	24	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1026	1257	1323	1660	1979
营业外收入	33	35	35	35	35
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1059	1292	1358	1695	2014
所得税	253	301	316	395	469
净利润	806	991	1042	1300	1545
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	806	991	1042	1301	1545
EBITDA	1100	1297	1409	1712	2025
EPS(元)	1.10	1.36	1.43	1.78	2.11

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	28.0	11.7	9.4	22.0	17.0
营业利润(%)	30.7	22.5	5.2	25.5	19.2
归属于母公司净利润(%)	36.2	23.0	5.1	24.8	18.8
获利能力					
毛利率(%)	34.0	36.0	36.6	37.0	37.4
净利率(%)	16.6	18.2	17.5	17.9	18.2
ROE(%)	20.3	20.9	19.1	20.5	20.7
ROIC(%)	17.8	20.4	16.8	17.2	18.8
偿债能力					
资产负债率(%)	32.6	19.9	28.4	29.9	25.2
净负债比率(%)	-11.9	-27.0	-35.5	-31.2	-41.0
流动比率	2.3	3.6	2.7	2.7	3.3
速动比率	0.6	1.2	1.2	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	53.4	68.5	68.5	68.5	68.5
应付账款周转率	5.3	7.0	7.0	7.0	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.36	1.43	1.78	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.09	1.48	0.76	2.21
每股净资产(最新摊薄)	5.39	6.44	7.42	8.63	10.19
估值比率					
P/E	27.1	22.0	20.9	16.8	14.1
P/B	5.5	4.6	4.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	19.4	15.9	14.1	11.6	9.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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	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	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，属于机密材料，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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835