

黄金珠宝行业点评

金价走强与产品力提升共振，黄金珠宝消费需求持续向好

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
证券分析师：柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001
执证编码：S0980522120001

事项：

近期金价上行趋势良好，3月20日COMEX黄金收盘价1982.8美元/盎司，美元实际利率是影响金价的关键性指标，而随着硅谷银行事件发酵，市场避险情绪增加及对美联储加息预期有所弱化，带动金价强势运行。对黄金珠宝零售企业的销售也将带来一定积极影响。

国信零售观点：年初至今黄金珠宝销售数据一直保持着优异的复苏趋势。其中黄金品类表现更优，除婚嫁等刚性需求外，保值避险和个性配饰的双重需求共振也是重要原因：1）金价的波动与黄金珠宝零售上市公司的业绩有着直接联系，整体上在金价上行趋势中，会进一步强化消费者对于黄金保值增值的印象，拉高对黄金品类的消费偏好。这一过程中珠宝零售企业的毛利率和销售收入均有望得到提升。2）同时，目前黄金产品的消费属性逐步强化，更中长期的成长源于产品本身工艺的进步和设计感的提升，近年来出现的3D、5G黄金技术便到了较大的推动销售作用。未来随着品牌方自身不断加大研发设计投入，兼具时尚感及保值属性的黄金产品有望持续增长。

总体上，我们认为当前金价上行趋势客观上有助于提升黄金珠宝企业的销售表现，且进入Q2，行业在去年同期低基数下（2022年3-5月黄金珠宝社零分别同比-17.9%/-26.7%/-15.5%）有望迎来进一步的数据改善。我们综合销售品类结构、产品力及渠道能力，推荐关注黄金品类占比较高、产品设计力及品牌力行业领先的**周大福**；套保机制灵活且黄金品类品牌悠久的**老凤祥**；以及开展投资金条类业务且黄金品牌力强的**中国黄金**。此外，**周大生**、**潮宏基**均在近几年加大黄金品类布局，积极开展IP系列、个性化产品系列研发生产，且通过加速开店扩张有望实现更为积极的业绩成长。

评论：

◆ 金价上行，关注对黄金珠宝企业的影响

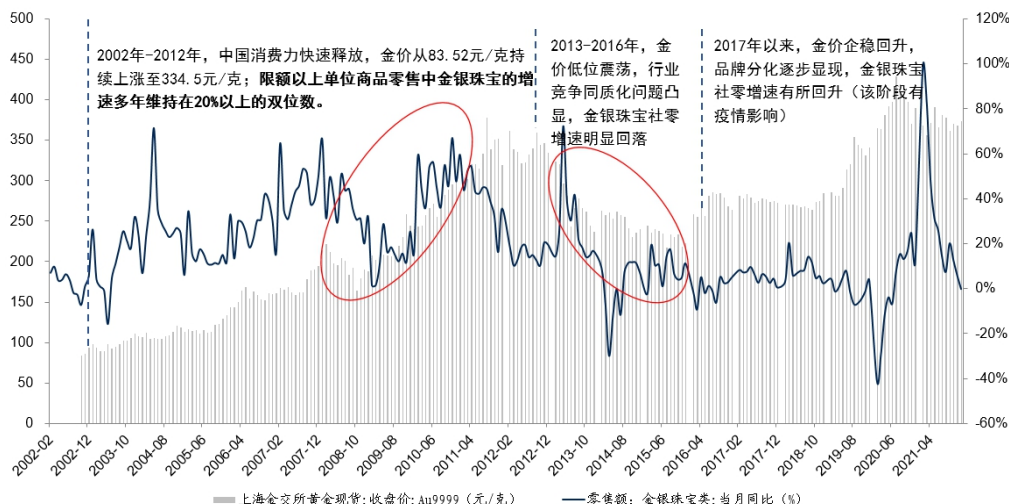
在硅谷银行破产、瑞信风波等事件影响下，市场避险情绪增加及对美联储加息预期有所弱化，带动金价持续上行。3月20日COMEX黄金收盘价1982.8美元/盎司，较3月10日硅谷银行宣布破产当天收盘价上涨5.9%，而随着风险事件外溢，COMEX黄金上周周涨幅为6.46%。参考过去，金价走强也将对黄金零售企业带来收入及利润端的一定影响。

中国是黄金品类消费大国，消费者在婚嫁、送礼及喜庆节假日中有购买黄金产品的习惯，从上市公司的产品品类构成也可以看出此点。周大福2023财年上半年（2022年4-9月）收入中，黄金首饰及产品收入占比75.6%；周大生2022上半年素金首饰占收入比重76.9%。而黄金的消费需求（投资需求与大部分消费需求）与金价波动具有一定的相关性，故企业的基本面也随之相关。具体从收入和毛利两个维度看：

1）**收入角度**，理论上价格的短期上涨会导致金饰需求减少，反之则会增加。但由于黄金的投资理财属性，持续稳定的上涨会推动需求增加，主要系符合国内部分消费者购买金饰时“买涨不买跌”的投资理念。同时，对于加盟占比较高的品牌商而言，金价上行时期由于存货价值的提升，加盟商的囤货意愿更为强烈，品牌方在开店以及铺货方面更加积极，从而提振品牌公司端的收入。总结来看，当金价的中长期上涨确定性较强、处于持续上升过程中时，金饰的需求量反而会受推升。

此外，从价格的维度看，金价上涨也会提高产品的终端售价，从而拉升同店销售。尤其是现在黄金产品销售多数以按克计价为主的情况下。据中国黄金报社及世界黄金协会 2021 年统计数据，57% 的 24K 足金产品按克计价，且 42.5% 的受访零售商计划增加按克计价产品比重。

图1：上海金交所黄金现货价格及金银珠宝品类社零增速情况

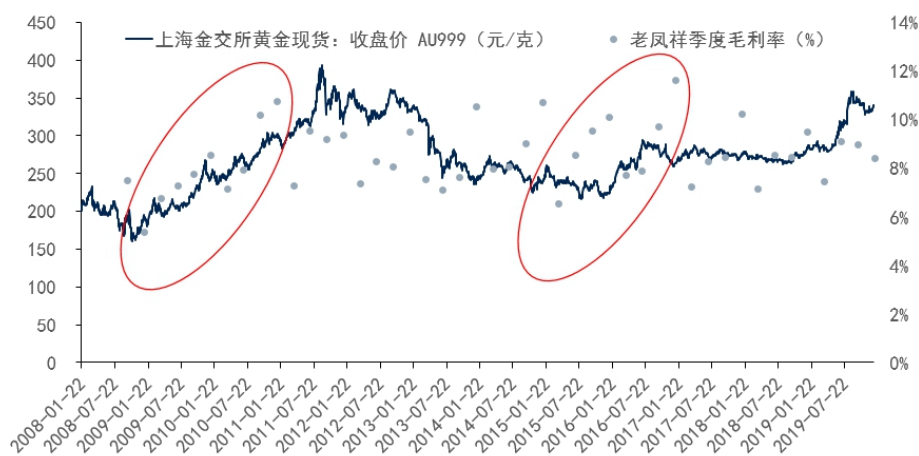


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2) **毛利率角度**，多数黄金珠宝企业在近几年推进下沉扩张过程中，加盟模式下的收入占比不断提高。而批发价格一般为订货会前几日的交易所的黄金报价，零售价格也根据交易所的黄金报价调整。因而从成本角度来看，国内珠宝品牌在运营中通常会保有大量黄金库存，包括金锭原料、金饰在产品和成品，销货成本以存货成本计算。因此一般来看，金价的持续上涨下公司的毛利率将有望得到提升。

以黄金产品占比较高的企业老凤祥为例，在 2009 年/2016 年黄金上涨持续较长的年份，公司的季度毛利率呈现明显提升的趋势，显示金价的持续上涨对公司的毛利率确实有一定的推动作用。但同时也要看到，目前各企业均有采取套保机制以减弱金价波动对经营的影响。

图2：上海金交所黄金现货价格及老凤祥季度毛利率



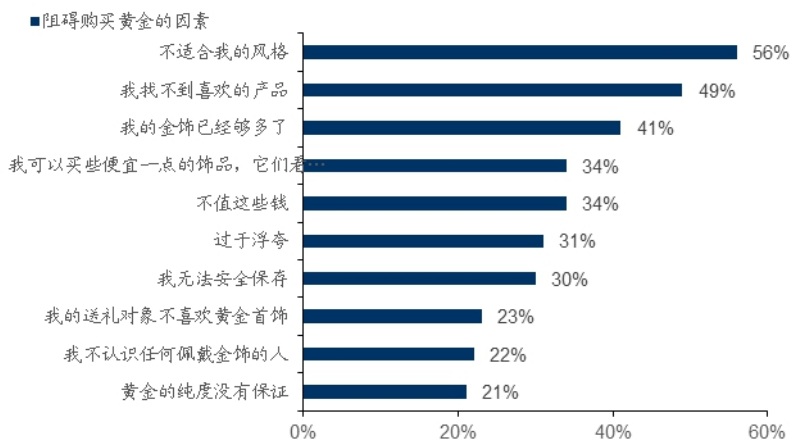
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 黄金工艺提升，以时尚感推动品类中长期成长

同时，近年来，黄金产品本身的时尚个性化消费属性也在逐步增强，因此除了上述短期金价对终端动销的影响外，中长期更需要关注黄金产品本身工艺的进步和设计感的提升，对于年轻消费人群需求的拉动。

站在消费者角度而言，消费者在注重保值增值功能时，也更为关注其饰品特征，对于工艺设计感有了更高的期待，尤其是年轻消费者崛起，更为注重产品的个性化和设计美感。在此背景下，各品牌方也在积极改进黄金生产技术，进行创意设计研究，以契合终端消费者需求，如古法金、3D 硬金和 5G 黄金等多种黄金饰品近年受到消费者的青睐。

图3：阻碍年轻消费者购买黄金的因素



资料来源：世界黄金协会、国信证券经济研究所整理 注：访谈对象为 18 至 24 岁之间考虑购买但之前从未购买过金饰的人

具体来看，普通黄金产品易变形且产品款式单一，而古法金饰品传承传统古法手工制金工艺，风格更加国潮化，做工更加细腻精致、呈现质感更加独特；3D 硬金饰品硬度高，产品具备立体感；5G 黄金饰品硬度高、质感足、款式时尚感强。各大珠宝品牌商积极推出相应系列产品，如周大福“传承”古法金系列，以千年前的符号、图案、文化为元素，结合现代的审美、结构、佩戴习惯进行时尚创作。

表1：不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体差别

产品品类	工艺	产品特点	主要消费群体
普通足金饰品	现代机械加工工艺	硬度不高，产品易变形；产品款式单一	消费群体覆盖广泛
古法金饰品	以传统古法手工制金工艺为主，辅以现代机械加工工艺	古色古香，整体呈现哑光质感；细节处理更加精致；融合传统元素，更具文化内涵和收藏价值	消费群体覆盖广泛，但由于平均客单价较高，主力消费人群为消费能力较强的 30-45 岁人群
3D 硬金饰品	现代机械加工工艺	同体积下重量仅为普通足金的 30%；硬度高，不易变形，具有高耐磨性；极具立体感	以年轻时尚消费人群为主
5G 黄金饰品	现代机械加工工艺	耐磨性强、纯度高、韧性强、硬度高、重量轻、质感足、色泽亮、款式时尚感强	以年轻时尚消费人群为主

资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、国信证券经济研究所整理

从实际消费数据看，据世界黄金协会统计数据，2021 年古法金势头强劲，占零售商黄金产品库存的 16.7%，仅次于普货金饰和硬足产品；据中国珠宝玉石首饰行业协会统计数据，2017-2019 年，普货黄金饰品的市场份额从 75.15% 降至 2019 年的 50.20%，反之，古法金饰品的市场份额从 1.6% 快速增加至 12.17%，3D 硬金饰品的市场份额从 23.25% 增加至 24.36%。

对于企业而言，在同质化较为严重的黄金产品零售行业，设计属性更强的产品有助于提升企业差异化竞争优势，定价也相对更高从而提升毛利率。例如周大福（中国市场）传承系列定价相对较高，占黄金首饰及产品零售值的比重从 2020 财年的 32.2% 提升至 2022 财年的 42.1%，也带动黄金首饰及产品平均售价从 2020 财年的 4100 港元提升至 2022 财年的 5500 港元。

◆ 投资建议

整体来看，我们认为当前金价上行趋势客观上有助于提升黄金珠宝企业的销售表现，且进入 Q2，行业在去年同期低基数下（2022 年 3-5 月黄金珠宝社零分别同比-17.9%/-26.7%/-15.5%）有望迎来进一步的数据改善。我们综合销售品类结构、产品力及渠道能力，推荐关注黄金品类占比较高、产品设计力及品牌力行业领先的**周大福**；套保机制灵活且黄金品类品牌悠久的**老凤祥**；以及开展投资金条类业务且黄金品牌力强的**中国黄金**。此外，**周大生**、**潮宏基**均在近几年加大黄金品类布局，积极开展 IP 系列、个性化产品系列研发生产，且通过加速开店扩张有望实现更为积极的业绩成长。

◆ 风险提示：

消费复苏不及预期；金价下行；市场竞争环境恶化；加盟商经营管理不善

表2：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2023/3/21	EPS			PE			总市值（亿元） 2023/3/21
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
1929.HK	周大福	买入	14.90	0.67	0.64	0.79	21.24	21.17	17.97	1490.00
002867.SZ	周大生	买入	16.23	1.12	1.16	1.41	15.92	10.84	8.91	177.87
002345.SZ	潮宏基	增持	7.24	0.39	0.36	0.44	14.23	20.10	16.55	64.33
600612.SH	老凤祥	买入	53.19	3.59	3.61	4.17	12.78	11.11	9.62	217.06
600916.SH	中国黄金	暂无	12.90	0.47	0.53	0.67	29.04	24.23	19.29	216.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所 注：潮宏基、中国黄金为 wind 一致预测，周大福货币单位为港元

相关研究报告：

《商贸零售行业双周报暨 22 年年报前瞻-品牌大促分化明显，产品力驱动龙头表现优异》——2023-03-13
 《商贸零售行业 2023 年 3 月投资策略-消费回暖趋势明确，三八大促有望助力美妆品牌复苏》——2023-02-28
 《海外化妆品企业运营观察-国际品牌业绩分化，欧莱雅集团逆势表现亮眼》——2023-02-21
 《商贸零售行业 2023 年 2 月投资策略-春节假期消费回暖明显，行业复苏趋势有望持续》——2023-02-02
 《商贸零售行业双周报-水果零售龙头百果园登陆港股，美妆个护 12 月线上略有承压》——2023-01-17

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032