珠宝产业链全梳理　高端可选消费品的驱动拆分

今天我们研究的行业，也是典型的“卫生事件次生灾害赛道”。在意外事件发生后，从行业指数上来看，其反弹力度远不如沪深 300。



图：行业指数 VS 沪深 300

来源：Wind

并且，龙头公司的财务数据也遭遇打击。2020 年一季报数据显示，其营收增速、利润增速分别为-3.44%，4.87%。



图：行业龙头 A

来源：Wind

此外，龙头 B 也受到影响，线下门店流量遭殃。该龙头自上市以来，从峰值高位 27 元，一路跌到峰值低位 16.4 元，跌幅近 40%，且其上市至今，已经连续三年处于横盘状态中。2020 年一季报数据显示，其营收增速、利润增速分别为-38.25%，1%。



图：行业龙头 B

来源：Wind

这条产业链，就是**珠宝首饰产业链**，上述两家龙头公司分别是老凤祥和周大生。

对于珠宝这条产业链，眼下，我们需要解决几个核心问题：

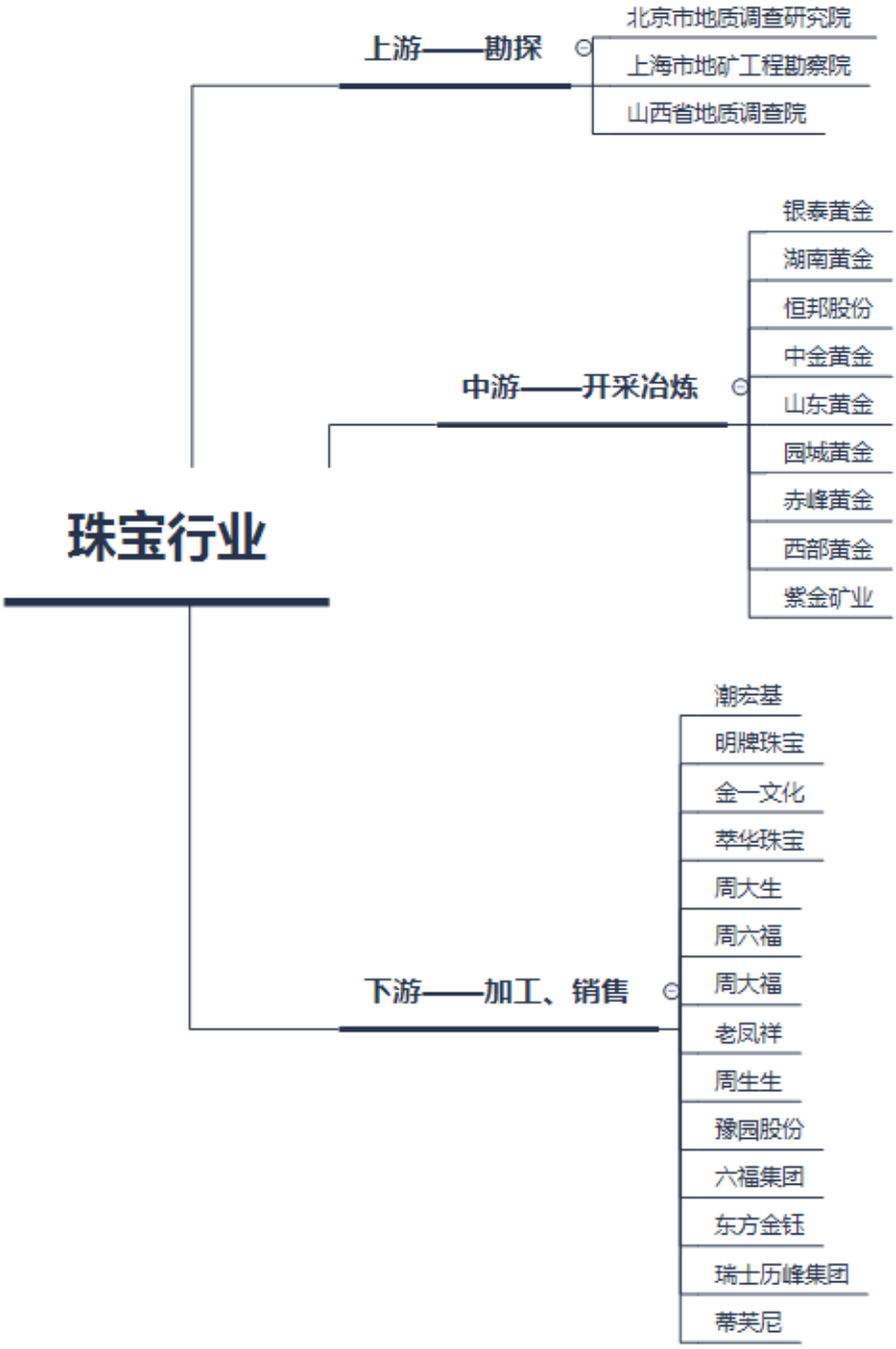
一是，珠宝作为高端可选消费，其未来的驱动力，到底该怎么拆分？

二是，珠宝行业，未来的增长情况到底如何？能否跑出超越整体经济增速的阿尔法？具体的增长逻辑，该看什么？

三是，整个珠宝行业中，哪些属于缩量板块，哪些属于增量板块？

(壹)

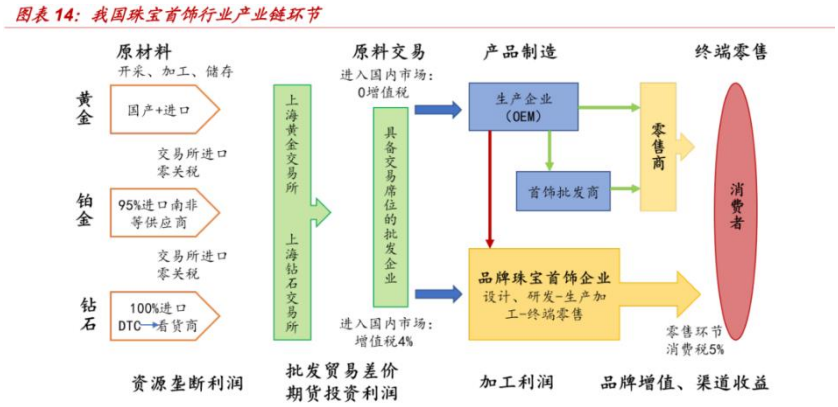
珠宝首饰，这条产业链主要涉及三个环节，分别是原材料勘探、原材料开采冶炼、珠宝生产加工销售。



图：珠宝产业链

来源：塔坚研究

从产业链上，各环节代表公司的情况，可以发现，勘探环节主要参与者是相关研究院，没有上市公司主体。而上市公司，主要参与开采冶炼和加工销售环节。



图：珠宝行业产业链情况

来源：中商产业研究院、中泰证券

在原材料获取这个环节，较为特殊。黄金、铂金、钻石，其分布具有地域属性。就我国目前现状来看，黄金，有一部分可以自供，而铂金和钻石，这两类原材料则严重依赖进口。

由于珠宝行业，其原材料获取地域属性显著，因此竞争格局上，毛坯钻矿资源和开采权被全球几大毛坯开采商垄断。从产量上来看，2018 年全球前四大钻石开采商包揽全球近 65%毛坯钻石产量。因此，上游开采环节，竞争格局高度垄断，这种竞争格局长期来看，很难发生变化。

而中游的开采环节，印度则包揽了全球 90%的市场份额。印度，进口全球各地的毛坯钻石，然后对其进行切割、抛光等工序，以完成毛坯钻的初步加工环节。随后，再将其出口。而内地珠宝市场中，进口的钻石则大部分来自于印度市场，此外也来自于美国、以色列特拉维夫等地。但这些地方，进口的主要是高质量、大克拉的毛坯钻，印度市场进口的为小颗粒毛坯钻。

因此，整个珠宝产业链梳理下来，可以发现，对于原材料的开采和初步加工，内地参与度不高，因此这条产业链，我们重点关注珠宝首饰的加工及销售环节。

（贰）

珠宝首饰，作为一种高端可选消费，其增长主要受到宏观经济数据的影响，如**人均 GDP 水平、人均可支配收入**这两大数据，代表购买力水平。

对于消费者来说，购买珠宝的用途主要为婚庆、投资、收藏、日常装饰等。其中，婚庆需求驱动占比较高，为 46%。由于珠宝具备稳定和稀缺属性，因此其还是一种保值、增值工具，所以投资是珠宝的第二大用途，占比约为 32%。珠宝作为工艺品，具有收藏价值，这部分需求驱动力占比为 14%。

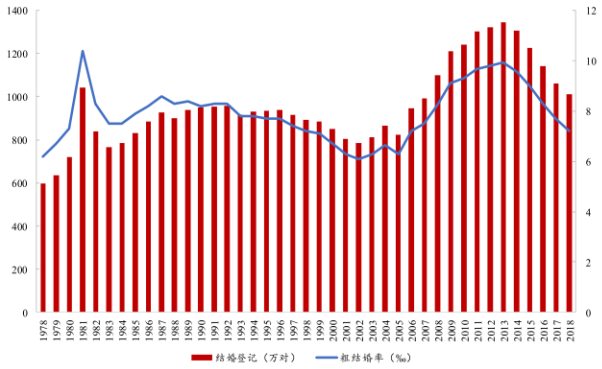
好，既然珠宝行业，其较大的需求驱动来源于结婚，那么这个行业的增长，如果用公式表达的话，我们可以拆解为：

珠宝行业增速=结婚登记人数增速*珠宝客单价增速*渗透率提升；

其中结婚登记人数和渗透率，代表这个行业“量”的因子，而客单价则代表行业“价”的因子。

先来看与结婚登记人数相关的内地婚恋市场情况：

2018 年，内地结婚登记对数共计为 1010.8 万对，较去年同期下降 4.92%，且近五年结婚登记对数复合增速为-5.58%。2018 年，内地的粗结婚率为 7.2‰（千分之 7.2），较去年同期下降 0.5‰，近五年 CAGR 为-6.21%。粗结婚率这个指标，即，代表当年的每一千人中结婚的人数。



图：结婚率情况

来源：民政部、银河证券

注意，内地的结婚率近年来呈现下降的趋势，这样的下降直接造成珠宝行业总量的承压，那么，这样的下降还会持续吗？

（叁）

造成我们目前结婚率、结婚人数逐年下降的原因主要有两个方面，一方面是随着老龄化人口占比的提升，适婚年龄人口占比下降，另一方面是社会晚婚趋势较为显著。具体来看：

人口的出生率，从 1990 年的 21.06‰，逐步下滑到 1999 年的 14.85‰，而当下这部分人口正好进入适婚年龄。鉴于这个阶段人口基数明显低于前期水平，导致适婚人口总数也出现同等下滑。

并且，考虑到这一趋势会受到 1999 年以后出生率的再一次下滑带来的影响，因此长期来看，内地适婚人口会维持这种负增长局面，除非有新的"婴儿潮"出现。并且，即便有新的婴儿潮，也会有很长的时间滞后效应。

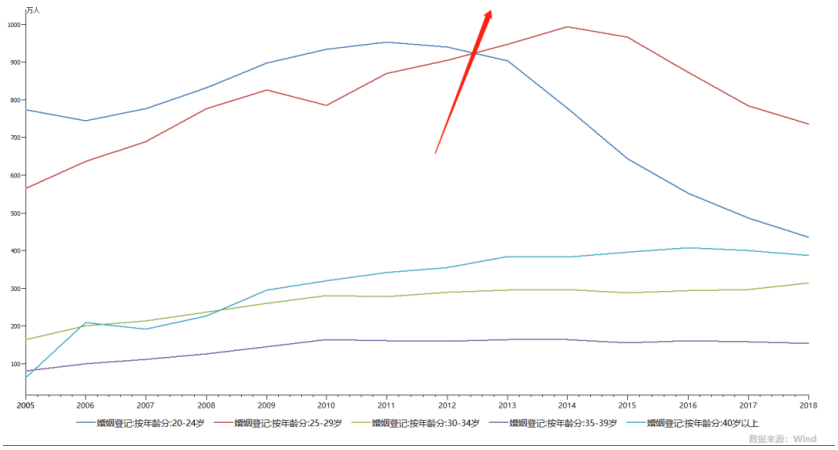
对新生儿层面，我们之前在分析长春高新所在的生长激素赛道时，做过研究，详见专业版报告库，此处不详述。



图：人口出生率

来源：统计局、塔坚研究

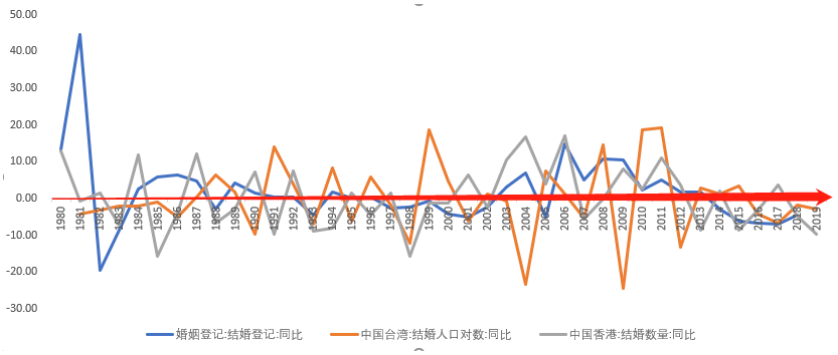
再看结婚登记这部分群体，从他们的年龄分布上来看，2013 年之后，结婚登记的公民年龄段从占比较高的 20-24 岁延后至 25-29 岁，这一点，可以说明晚婚趋势已经较为明显。



图：中国结婚登记对数

来源：民政部、Wind

透过对出生率和结婚登记人口年龄段的分析，我们发现结婚登记对数的下滑是一个长期趋势，同时我们也参考与我们婚姻文化较为接近的中国香港和中国台湾地区，它们，也处于结婚登记人数负增长趋势中。



图：中国大陆、中国台湾、中国香港地区结婚对数增速情况

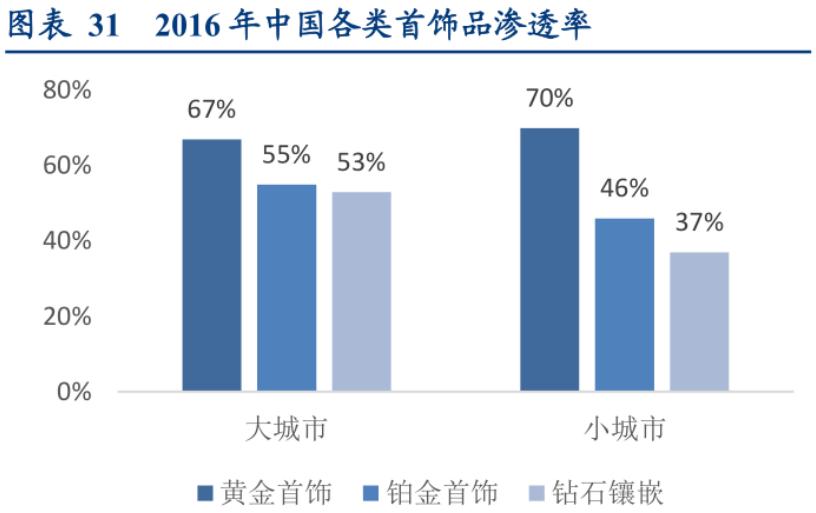
来源：Wind、塔坚研究

因此，我们截取近三年，中国香港和中国台湾结婚人数增速的均值，分别为-2.44%和-4.54%，再考虑到 2018 年我国大陆地区这一数据为-4.63%，因此大致可以测算，未来内地结婚人数增速保中枢即为历史水平——-4.63%。

(肆)

以上数据分析完，结论已经比较明确了。结婚这部分人群给珠宝行业带来的量，其实是总体谨慎的状态。

接着我们来看，影响珠宝行业量的另一个因子——渗透率。



图：珠宝首饰渗透率

来源：艾瑞咨询

从产品渗透率层面来看，一线城市钻石和铂金首饰渗透率较高，但黄金首饰的渗透率不及三四线城市。这个现象说明，一线城市人群更喜欢购买铂金、钻石产品。

根据戴比尔斯的研究显示，中国女性对于珠宝类产品的偏好较为一致：48%的年轻千禧一代和 43%的老千禧一代将钻石作为首选；而在 Z 一代中（指在 1995-2009 年间出生的人），36%将钻石作为首选，26%将铂金首饰排在第二位。这就解释了，年轻人占比较高的一线城市，其钻石和铂金渗透率较高的原因。

另外，从价格上来看，钻石的定价不透明，毛利相对较高。

一般而言，钻石的价格主要看 4 个维度，分布是重量、颜色、净度和切工。但由于钻石行业目前缺乏公开透明的权威报价体系（相对于黄金市场），此外，其价格被上游钻石生产商控制，并且钻石切割工艺本身也会极大的影响价值，导致钻石的定价体系相对于黄金（黄金价格=重量*单位报价+工费）来说并不标准化，也就缺少可比性。

此外，再考虑到不同钻石饰品零售商会考虑营销成本、市场定位和品牌价值等，价格会差别较大。

因此钻石饰品，相较于黄金更具有提价空间，是珠宝行业里更好的细分赛道。LVMH 集团以 162 亿美元，收购蒂芙尼（Tiffany），应该也是基于这个基础逻辑。

根据华创证券披露，钻石镶嵌类流通环节毛利率约为 50%左右，而素金类首饰流通环节毛利率在 20%-25%，明显低于钻石镶嵌类饰品。

因此，从长远来看，不论是需求侧的消费升级，还是供给侧的利润驱动，均会促使高客单价的钻石、铂金饰品渗透率进一步提升，在渗透率层面向一二线城市看齐，即，从黄金升级到铂金、从铂金升级到钻石。

因而，对内地市场的公司来说，一个基本的逻辑是，谁做铂金、钻石业务做的好，谁的未来前景才会更好。

同时，非婚嫁需求端（54%）中，产品线也会从单一的戒指，向多元化产品扩展。

2014 年,我国消费者够买的钻戒占钻石品类的 67%,到了 2016 年这一比例下降到 49%。其他非钻戒类首饰的占比，出现显著提升，这表明消费者开始为满足自身非婚嫁需求而购买钻石首饰，作为日常佩戴装饰品。

总结一下，珠宝行业的长期增长方面，量不是主驱动，结构升级带来的价格提升，才是增长的主驱动，而这部分驱动的具体呈现，就是钻石类产品的占比提升。

（伍）

分析到这里，我们再回顾一下对于珠宝行业规模的预测公式：

珠宝行业增速=结婚登记人数增速*珠宝客单价增速*渗透率提升；

其中，结婚登记人数增速已经预测好（-4.63%），而珠宝客单价增速和渗透率提升，重点在于三四线城市铂金、钻石的渗透率提升、非婚嫁珠宝需求提升，但这些驱动因子，仅是从定性的角度去分析，很难将每一个指标进行量化拆分。

但，这几个因子背后，驱动力都是购买力的增强——人均可支配收入增速。

所以，我们粗略用人均可支配收入增速，代表珠宝客单价增速*渗透率提升这两个因子总和，其中人均可支配收入，我们又分两种情景：

乐观情况下，遵循农村居民人均可支配收入增速 11.53% （考虑到珠宝行业渗透率下沉的驱动）。

保守情况下，遵循城镇居民人均可支配收入增速 7.9%；

整体测算，可得到未来珠宝首饰行业的增速中枢在 3%到 6.37%左右。

驱动因子表述	珠宝行业增速
结婚登记人数增速——维持2018年水平（-4.63%）	
渗透率*客单价——此处由于无法细拆，但二个因子背后的驱动力都是人均可支配收入的提升，因此我们分两种情景假设	
保守情况下——遵循城镇居民人均可支配收入增速7.9%	2.90%
乐观情况下——遵循农村居民人均可支配收入增速11.53%（考虑到珠宝行业渗透下沉驱动）	6.37%

图：珠宝行业未来增速测算

来源：塔坚研究

对于人均可支配收入的具体测算，以及中国与日本、美国等成熟地区的对比，我们在之前的消费系列报告中，如游戏、保险等，做过多次分析，详见专业版报告库，此处不赘述。

此外，我们再以人均珠宝消费水平，和发达地区情况做一个交叉印证：

从人均珠宝消费情况来看，2018 年美国和中国人均珠宝消费额分别是 322 美元、和 56 美元。这个数据乍看差异很大，似乎成长性很高，但其实此处藏着一个逻辑陷阱。

虽然中美之间差距巨大，但珠宝消费额作为高端消费，背后的核心驱动力，是人均可支配收入，珠宝消费是无法脱离人均可支配收入这个基础逻辑的。在人均可支配收入未达到美国水平之前，珠宝的消费额，不可能达到美国水平。

因而，要想判断人均珠宝消费额增速，核心是要判断人均可支配收入差异。

我们将人均可支配收入水平设定为锚，来看，如果内地收入水平达到发达地区水平，那么，人均珠宝消费的增速情况如何。

2018 年，城镇居民人均可支配收入中位数为 5201 美元，为美国 1974 年水平。美国从这个水平达到 2018 年的收入水平，花费了 44 年时间。那么，如果按照这个来测算，内地的珠宝消费额要想从 56 美元上升到 322 美元，大致需要 40 年。

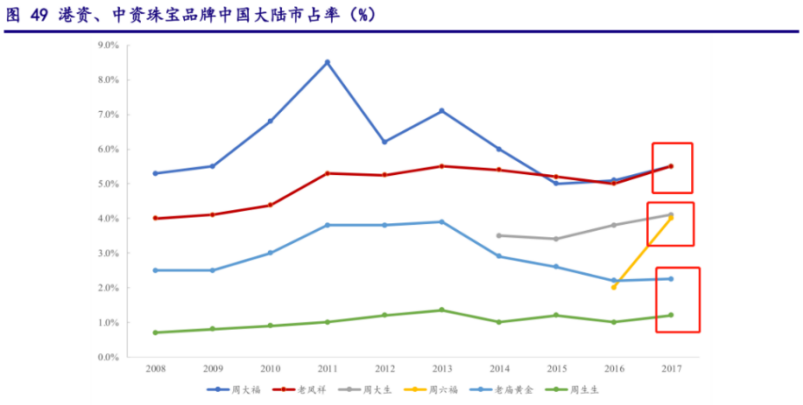
如果按照这个来测算，预计年化增速中枢为 3.56%，这基本上与前述增速的下限匹配。

（陆）

好，既然整个珠宝行业的增速在 3%-6%之间，那么，行业中的代表公司，却有高于行业水平的增速，是什么情况？比如，2019 年老凤祥收入增速为 13.45%、周大生为 11.60%。这个原因在于：竞争格局。

目前，在中国市场，外资、中国港资、内地品牌呈现三足鼎立的竞争格局。其中，外资珠宝品牌，比如 **Tiffany、Cartier、Bvlgari** 等主要定位于高端品牌，覆盖一二线城市，内地的高端珠宝市场几乎被外资品牌垄断。

而中国港资的**周大福、周生生、六福**以及内地品牌**周大生、老凤祥、老庙黄金（豫园股份旗下）、潮宏基**等则占据中高端品牌。



图：港资、中资珠宝品牌市占率情况

来源：银河证券

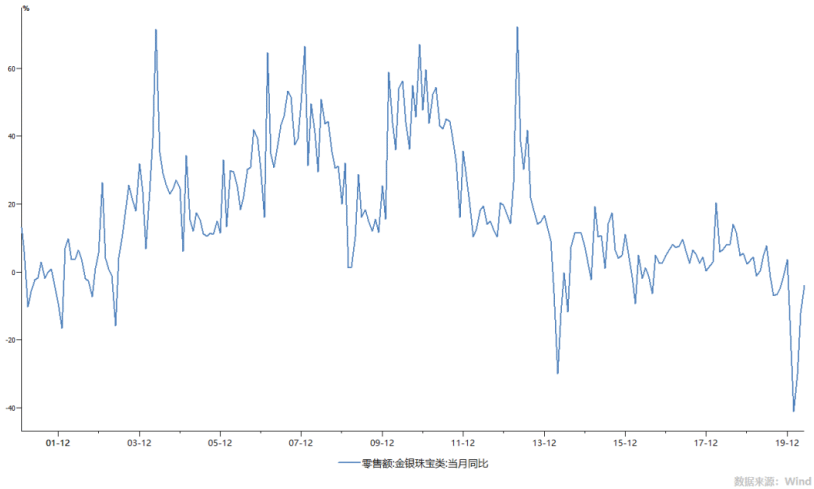
目前，内地珠宝市场中，中国港资和内地品牌按照市占率高低，又分为三个梯队，龙头梯队是周大福和老凤祥、第二梯队是周大生和周六福，第三梯队是老庙黄金和周生生。

而根据智研咨询统计，目前内地珠宝企业 CR10 仅有 19%，距离美国 25%、日本 33%还有一定距离。此处，如果将市占率提升与行业增速叠加来看，则头部公司可获得的增速，大概为 9%到 12%之间。

(柒)

珠宝首饰行业，需要关注以下几个高频数据：

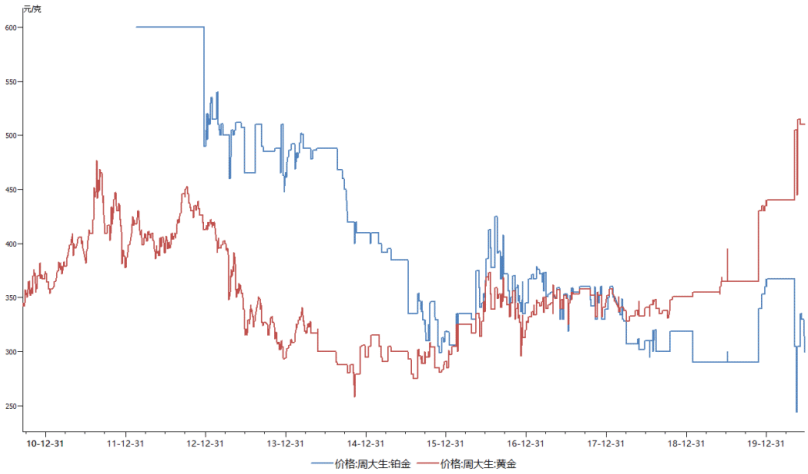
1）零售额：金银珠宝当月同比 （月频数据）



图：零售额：金银珠宝了当月同比

来源：Wind

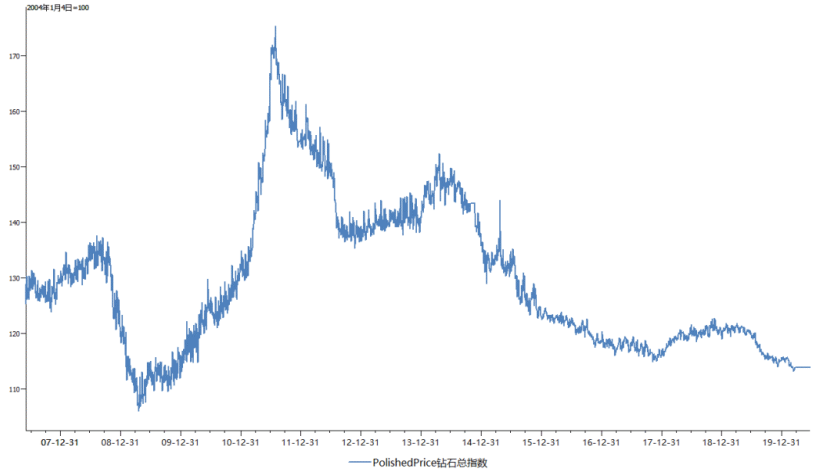
2）铂金、黄金价格走势（日频）



图：铂金、黄金走势图

来源：Wind

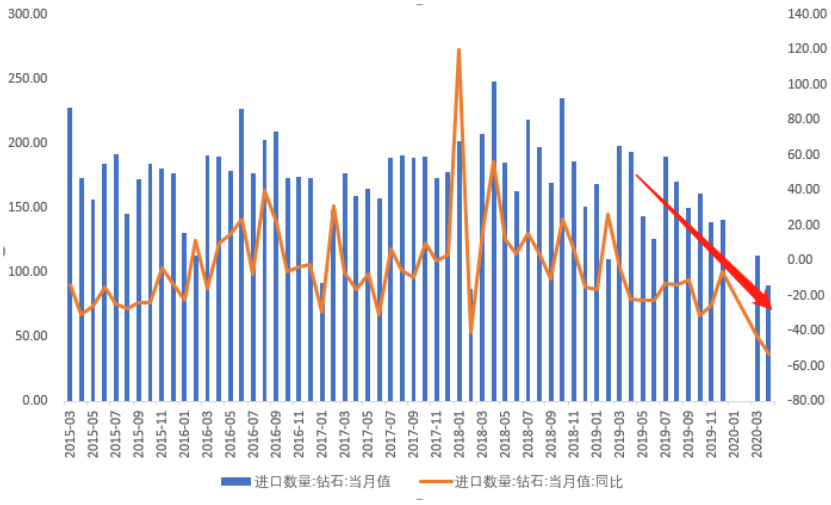
3）钻石总指数 （日频）



图：钻石总指数

来源：Wind

4）钻石进口数量及增速（月频），重点看这个月频数据的波动，由于钻石依赖进口，因此可以透过国内供应商提前备货量的波动，来预判未来钻石销量的景气度情况。



图：钻石进口数量及增速

来源：Wind、塔坚研究

（捌）

经过上面我们对珠宝行业的梳理，大致得出以下几个结论：

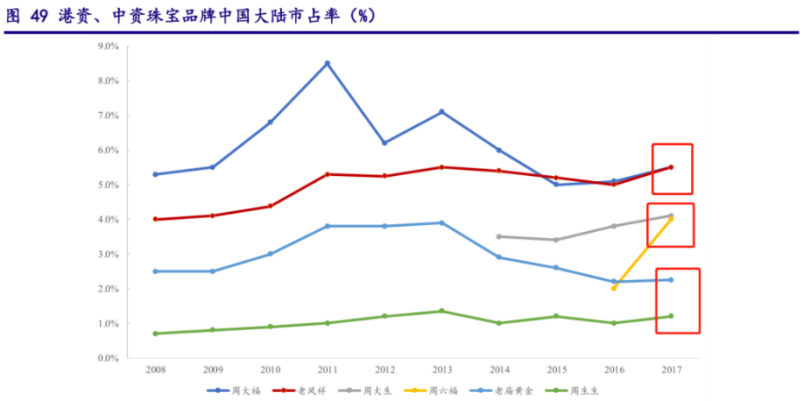
1）婚配市场对珠宝行业的驱动力较为有限，行业总量层面面临增速换挡的压力；

2）珠宝行业未来发展方向在于钻石、铂金品类的结构升级，并且，向三四线城市的下沉能力非常重要；

3）非婚配市场中，职场女性对于珠宝品类的购买，也是行业增长驱动之一，这是后续产品发力的一个主方向；

总结下来，行业增长虽然不高，但在可选消费中，这也是常态的情况。因此，竞争格局其实更加重要，高端品牌的市占率提升，完全可以保证其在行业增长受阻的情况下，也可获得高增长。 顺着这个增长逻辑，我们从市占率（体量）、收入结构占比（镶嵌类钻石占

比）以及品牌效应几个维度，来对比一下其中的代表公司。 **首先，看市占率方面**



图：中国港资、内地珠宝品牌市占率情况来源：银河证券

从市占率上来看，主要为三个梯队，周大福和老凤祥、周大生和周六福、周生生和老庙黄金。

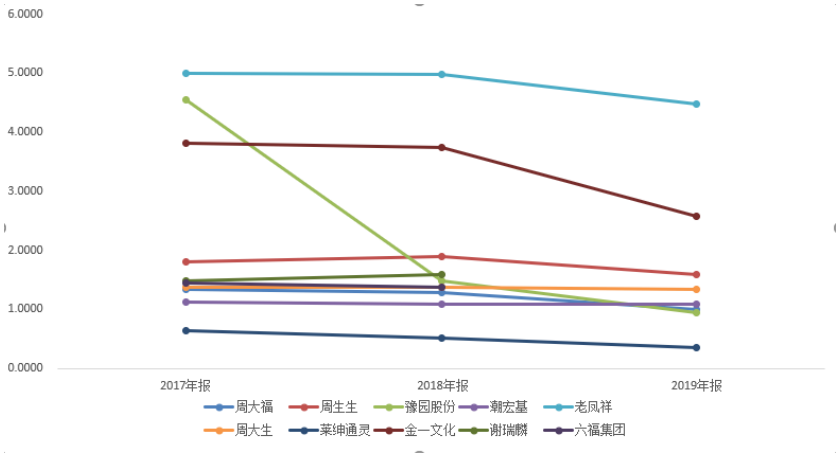
第二：高端产品占比

表 3：中资、港资、外资三分天下，产品定位差异化

	品牌名称	成立时间	2018 年营业收入	优势品类	门店数（2018 年）	分布区域
中资	老凤祥	1848	437.8 亿	黄金(80%)	3521	全国性
	周大生	1999	48.7 亿	镶嵌(60%)	3375	全国性
	潮宏基	1996	32.5 亿	K 金/铂金	907	全国性
	菜绅通灵	1999	16.6 亿	镶嵌(92%)	737	区域型
	金一文化	2007	147.6 亿	镶嵌(45%)	290	区域型
	豫园股份（老庙黄金）	1982	166.8 亿（黄金珠宝）	黄金(90%)	2090	全国性
港资	周大福	1929	591.6 亿港元	黄金(61%)	3085	全国性
	周生生	1934	188.1 亿港元	镶嵌(51%)	506	全国性
	六福	1991	146.1 亿港元	黄金	1631	全国性
	谢瑞麟	1971	41.4 亿港元	铂金	404(Q3)	全国性
外资	Tiffany&Co	1837	41.7 亿美元	钻石镶嵌	315	全球
	Signet	1950	62.53 亿美元	钻石镶嵌	3556	欧美
	Cartier	1847	/	钻石镶嵌	/	全球
	施华洛世奇	1895	40 亿美元	宝石/仿水晶	2680(17 年)	全球
	Pandora	1982	227.81 亿克朗	镶嵌	2548	全球

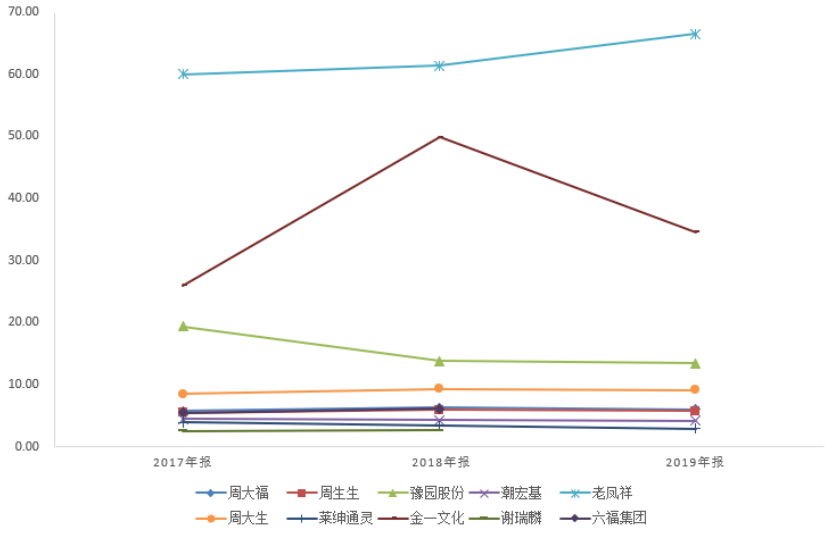
图：珠宝品牌产品结构　来源：公告、国泰君安

港资和中资品牌中，高端化占比较高的有莱绅通灵、周大生、周生生、谢瑞麟。当然，这个只是结构占比，其他还需要考虑体量、回报等因素。 **第三：品牌效应** 关于品牌效应这里，我们重点关注的财务科目是存货周转率和单位销售费用对收入的拉动效应。



图：存货周转率　来源：塔坚研究

通过存货周转率，我们可以看出哪些品牌的产品周转快、较为畅销。梳理下来，周转水平较高的有老凤祥、周生生、周大生。



图：销售费用对收入的拉动效应　　来源：塔坚研究

从销售费用对收入的拉动效应来看，表现较为突出的是老凤祥，而除此之外几家公司的差异不大（金一文化为异常数据，可忽略）。此处说明，整个行业多数公司仍然处于品牌建立期。 通过以上梳理，可以发现，从市占率、畅销情况、品牌效应角度来看，老凤祥较为突出，唯一的问题是其产品结构中 80%左右为黄金产品。从高端产品化、市占率和畅销层面来看，周大生表现相对较好。

（玖）

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

	证券简称	总市值	总资产报酬率 ROA	投入资本回报率 ROIC	净资产收益率	营业收入(同比增长率)【报告期】最新一期(8306)【单位】%	营业总收入复合年增长率【截止年度】2019【前推N年，N=】3【单位】%	预测营业收入增长率【年度】2020【截止日期】最新【单位】%	预测营业收入增长率【年度】2021【截止日期】最新【单位】%	预测净利润增长率【年度】2020【截止日期】最新【单位】%	预测净利润增长率【年度】2021【截止日期】最新【单位】%	市盈率 PE(TTM)【交易日期】最新收盘日【单位】倍	市现率 PCF(经营现金流 TTM)【交易日期】最新收盘日【单位】倍	大股东累计质押股占持股数比例【交易日期】最新收盘日【大股东排名】第1名【单位】%	销售毛利率	销售净利率	评级机构
中游开采	中金黄金	411	3.92	0.73	1.39	-16.73	-0.02	2.52	0.63	350.85	6.34	134	23		10.38	1.82	5
	赤峰黄金	176	6.27	4.75	6.88	-18.50	41.24	-1.10	9.72	124.45	95.45	127	56	61	17.85	3.55	8
	西部黄金	88	3.45	2.00	2.42	189.78	51.93					1,782	-407	0	7.76	1.07	
	紫金矿业	1,014	7.52	4.65	9.35	24.37	19.88	8.24	9.84	2.13	43.10	24	9	0	10.16	3.77	26
下游加工、销售	周大生	30	3.56	1.78	2.43	-36.97	8.60	-0.74	15.77	-49.50	36.59	-102	16	65	36.62	2.31	1
	明牌珠宝	25	3.70	1.77	1.80	-37.90	0.72					106	14	0	11.78	1.63	
	金一文化	32	5.07	0.61	1.26	-65.78	0.29					-71	23		10.49	0.36	
	菜百股份	19	4.63	1.63	3.08	4.18	0.83					43	-29	62	16.36	1.40	
	老凤祥	23	-4.73	-11.47	-15.63	-37.11	17.78					-7	-17	95	22.24	-15.48	
	周大生	160	22.10	21.47	22.92	-36.61	23.23	8.60	17.73	7.91	20.29	17	14	36	35.32	18.41	26
	老凤祥	197	17.16	10.45	21.52	-9.31	12.45	5.12	12.60	4.76	18.29	18	9		8.15	3.70	12
	周生生	51	6.47	5.01	6.11	-6.69	3.36	-15.46	19.84	-16.87	67.73	9	8		28.94	3.60	4
	豫园股份	342	6.05	6.42	10.68	23.61	38.10	12.19	14.56	12.73	13.94	11	10		22.95	9.59	12
	六福集团	83				-19.77		11.14	10.69	26.88	21.53	7	4				2
	东方金钰	18	-7.81	-17.99	-127.84	-88.04	-67.33					-1	-6.463	100	-3.75	-278.71	
	周大福	670	7.47	5.21	10.16	-14.87	3.48	7.96	16.67	23.39	31.89	25.89	8.67		28.36	5.24	12

图：珠宝行业产业链情况　来源：塔坚研究

本篇，由于珠宝行业上游是勘探环节，属于国家职能部门，非上市公司主体，因此珠宝行业的产业链我们重点梳理中游和下游。产业链图谱来看，中游开采板块，回报率和预期增速都不高。这个行业的高回报和高增长节点在于下游的加工、销售环节，也就是珠宝品牌商。

证券简称	营业总收入复合年增长率【截止年度】2019【前推N年，N=】4【单位】%	净利润复合年增长率【截止年度】2019【前推N年，N=】4【单位】%	一致预测营业收入2年复合增长率【交易日期】最新收盘日【单位】%	一致预测净利润2年复合增长率【交易日期】最新收盘日【单位】%
周大生	18.69	29.45	13.07	13.93
老凤祥	8.65	5.95	8.98	11.32
周生生	(1.76)	(13.14)	1.40	(3.85)
豫园股份	23.80	39.42	13.36	13.34
六福集团	4.00	13.00	(8.23)	(14.67)
周大福	0.07	(0.35)	12.10	27.61

图：代表公司收入情况　来源：塔坚研究

上表几家代表公司，各自过去 4 年营业收入和净利润的复合增速对比来看，周大生和豫园股份有较高的历史复合增速和未来高增速预期。主要原因在于周大生的品类中钻石占比较高，符合"品类升级"的逻辑；而豫园股份旗下业务有珠宝和餐饮，后续有并购预期驱动其收入增长。此外，周大福预期未来收入增速较高，主要在于下沉逻辑，市场预期其后续在内地市场，以加盟方式渠道下沉到三四线城市。

（拾）

分析完产业链上下游的情况，我们再来看珠宝品牌中代表公司回报情况：

证券简称	ROE	ROA	ROIC	ROIC（剔除现金）
周大生	22.92	22.10	21.43	37.83
老凤祥	21.32	17.16	10.42	23.10
周生生	6.11	6.47	5.01	7.91
豫园股份	10.68	6.85	6.42	14.53
周大福	10.16	7.47	5.93	0.11

图：回报情况　来源：塔坚研究

从回报层面来看，表现较好的是周大生和老凤祥，这一点与上文我们对于珠宝行业，通过市占率、产品结构、周转率、品牌效应这几个指标，筛选出来的结论较为一致。周大生高端化趋势显著、老凤祥品牌识别度较高，二者的回报率水平位列行业前沿。

证券简称	总营业收入	净利润	现金流	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	所得税率
周大生	53.83	9.91	7.98	35.32	18.41	10.90	2.25	0.24	25
老凤祥	494.59	14.08	-12.54	8.15	3.70	1.50	0.99	0.63	25
周生生	159.94	5.76	6.02	26.94	3.60	15.60	3.84	0.50	
豫园股份	407.51	32.08	35.34	22.95	9.59	3.74	5.60	2.26	25
周大福	520.20	26.51	76.42	28.36	5.24	15.26	5.04	0.98	

图：经营数据　来源：塔坚研究

从经营数据上来看，钻石占比较高的周大生，其毛利率水平较高，而黄金占比较高的老凤

祥，则毛利率水平较为一般。但在销售推广上，老凤祥的投入明显低于其家，具有老牌名店效应。

证券简称	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率
周大生	0.91	1.34	67.81	37.94
老凤祥	3.03	4.47	85.33	139.03
周生生	1.19	1.58	10.08	19.53
豫园股份	0.44	0.94	41.59	15.51
周大福	0.89	0.99	21.11	11.24

图：周转率情况　来源：塔坚研究

从周转率这个指标来看，老凤祥表现较好，一来因为其品牌效应显著，货物紧俏，二来其产品主要是黄金，相对于铂金和钻石来说客单价较低，因此货品销售速度较快。

证券简称	净营业周期 [报告期] 2017年报 [单位] 天	净营业周期 [报告期] 2018年报 [单位] 天	净营业周期 [报告期] 2019年报 [单位] 天
周大生	209	201	224
老凤祥	72	71	79
周生生	238	228	238
豫园股份	74	219	330
周大福	286	297	380

图：净营业周期　来源：塔坚研究

此外，对于零售行业来说，也要关注一下净营业周期这个指标。其中，老凤祥的营业周期较短。但有一点要注意，近三年来，行业代表公司的净营业周期呈现先缩减，再延长情况，说明整个珠宝销售行业当下陷入瓶颈期。

资产类	周大生	老凤祥	周生生	豫园股份	周大福
固定资产	0.32	3.32	8.91	29.59	29.59
商誉				11.15	11.15
存货	25.97	114.05	80.01	362.15	362.15
无形资产	4.35	0.94	11.38	14.42	17.38
应收票据及应收账款	0.76	3.72	17.33	7.64	43.47
预付款项	0.26	0.40	3.43	6.25	
负债类	周大生	老凤祥	周生生	豫园股份	周大福
应付票据及应付账款	3.59	5.23	5.55	67.83	2.32
预收账款	1.15	1.32	0.68	130.68	86.58
带息债务	1.51	81.02	24.10	258.90	207.51
资本性支出	1.81	0.33	3.72	5.16	8.89
单位效益	周大生	老凤祥	周生生	豫园股份	周大福
收入/CAPEX	30.05	1522.35	48.01	83.18	58.51
净利润/CAPEX	5.48	56.14	1.73	7.57	2.98
现金流/CAPEX	4.41	(38.47)	1.62	6.85	8.60

图：资产负债及单位效益情况　　来源：塔坚研究

从资产负债表结构来看，珠宝销售这门生意的核心资产主要是存货，因为需求提前备货，同时还要预判未来金价、铂金、钻石价格波动情况，所以可能会在低价区间，备货量增加。 从单位 CAPEX 贡献角度来看，老凤祥表现突出，但由于其 2019 年扩张业务，导致营业支出方面的现金流流出较大，使得当年现金流净额为负。不过，在 2020 年一季度，即便在卫生事件情况下，其现金流依然为正，说明 2019 年现金流为负只是短暂的现象。所以，研究至此，整体行业逻辑已经比较清晰。首先，要研究头部品牌厂商；其次，从增长逻辑来看，周大生同时受益于品类升级、集中度提升逻辑；老凤祥受益于集中度提升逻辑；周大福受益于渠道下沉逻辑。

此外，根据国金证券的报告，目前一线城市钻石首饰渗透率达 61%，三四线城市仅为 37%，三四线是未来钻石消费的主要增长点。

(拾壹)

以上，整体逻辑研究完之后，从风险角度，我们来仔细审查对比一下：……

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。