



批零贸易业

2018.09.09

## 需求稳健、渠道集中，龙头优势增强

### ——珠宝行业更新报告

	<b>瞿猛 (分析师)</b>	<b>陈彦辛 (分析师)</b>	<b>彭瑛 (分析师)</b>
	021-38676442	021-38676430	021-38674933
	zimeng@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com	pengying@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517070001	S0880517120002

#### 本报告导读：

黄金珠宝行业需求在礼节刚需、避险情绪下保持平稳，行业复苏震荡期，龙头集中度进一步提升，老凤祥、周大生等企业有望凭借加盟商优势进一步高效扩大市场份额。

#### 摘要：

- **投资建议：**黄金珠宝行业经历 2014-2016 年下行，目前正处于触底、复苏时期，2018H1 在黄金消费平稳，镶嵌钻石高增长下，行业增速逆势回升。黄金饰品仍然占据主导地位，且保持 5% 左右稳健增长，金价下行对行业影响并没有市场预期大，行业龙头终端增速超 10%，无论从终端门店还是经销商选择来看，黄金饰品龙头集中度在快速提升。镶嵌品类保持 11% 以上高行业增长，差异化产品、渠道非饱和和给予企业新成长机会。建议增持：**老凤祥**。受益标的：**周大生**。
- **终端：黄金稳健、镶嵌加速，销售逆势回升。**2018Q1 限额以上金银珠宝增速 7.9%，Q2 增速 6.9%，H1 整体增速 7.4%，7 月增速进一步上升至 8.2%，相较于其他高端品类表现抢眼。当前黄金饰品的需求仍然稳定，金价下行对行业影响并没有市场预期大，上海金交所金价仅下跌 3.5%，礼节、婚庆等刚性需求持续增长，避险情绪的需求也在持续增加。2018H1 我国黄金消费中首饰用金 351.84 吨，同比增长 6.37%，考虑价格因素估算黄金饰品销售额增速 5% 以上。进一步推算，终端销售的非黄金销售增速在 11% 以上，一二线消费者对于非黄金品类需求持续增长，这一趋势也在三四线开始显现。
- **渠道：经销商向头部品牌倾斜，黄金饰品整合加速。**国内黄金珠宝行业仍以加盟模式为主，从我们草根调研各区域黄金珠宝加盟商来看，目前黄金珠宝行业，特别是黄金饰品行业正处于触底企稳后的快速整合期，加盟商更多的将资源向大品牌倾斜。2018H1，国内黄金珠宝龙头企业老凤祥、周大生等大幅加快开店节奏，老凤祥上半年净开店 104 家（总 3278 家），周大生净开 251 家（总 2975 家），从加盟商角度而言，在总资金有限情况下，正逐步转向盈利能力更好的头部品牌集中。从草根调研加盟商销售和库存情况看，2018H1，头部品牌加盟商基本保持在 15% 左右的终端销售增速，库存情况保持平稳。
- **品牌：黄金龙头集中提升，镶嵌差异化竞争持续。**从港资品牌同店增速看，周大福作为行业龙头，内地黄金饰品 2018Q1 同店增速 14%、Q2 增速 11%，继续高于行业。对比而言，六福集团黄金饰品 2018Q1 增速-1%，Q2 增速-6%。与周大福龙头优势相近的是老凤祥 2018Q1 收入增速 9%，Q2 收入增速上升至 12.03%，终端需求-加盟商-品牌企业传导过程中，目前行业头部企业终端动销增速快于行业平均增速、快于公司报表增速，经销商拿货加强有望带动老凤祥等头部企业的收入弹性有望在 Q3 进一步得到体现。
- **风险因素：**经济增速下滑拖累消费、行业竞争加剧等。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

#### 细分行业评级

批发零售业 **增持**

#### 相关报告

批发零售业：《社保入税、企业变革，人服产业进入发展红利期》	2018.09.06
批发零售业：《日、美、中消费变迁的启示》	2018.09.04
批发零售业：《必需消费价值凸显，国货品牌加速崛起》	2018.09.02
批发零售业：《社交电商：模式创新百舸争流》	2018.08.12
批发零售业：《低价精选筑护城河，会员体系成盈利点》	2018.08.05

## 目 录

1. 终端：黄金稳健、镶嵌加速，销售逆势回升 .....	3
2. 渠道：经销商向头部品牌倾斜，黄金饰品整合加速 .....	4
3. 品牌：黄金龙头集中提升，镶嵌差异化竞争持续 .....	5
4. 投资建议 .....	6
5. 风险因素 .....	7

## 1. 终端：黄金稳健、镶嵌加速，销售逆势回升

2018年Q2以来高端消费整体承压，黄金珠宝出乎意料表现出较强韧性。从终端数据的季度增速看，Q1限额以上金银珠宝增速7.9%，Q2增速6.9%，H1整体增速7.4%，相较与其他高端品类表现稳健。尤其7月金银珠宝增速继续提升至8.2%，在高端消费整体增速下行的背景下尤为亮眼，背后原因为何？主要黄金饰品表现依然稳健，金价下行对黄金饰品消费并没有市场预期那么悲观；同时镶嵌钻石等非黄金品类的升级在三四线持续。

表 1: 金银珠宝增速逆势回升

指标名称	2017-07	2017-08	2017-09	2017-10	2017-11	2017-12	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07
社零总额	10.40%	10.10%	10.30%	10.00%	10.20%	9.40%	9.70%	10.10%	9.40%	8.50%	9.00%	8.80%
限额以上整体增速	8.60%	7.50%	7.90%	7.30%	7.90%	6.80%	8.40%	8.90%	7.80%	5.60%	6.40%	5.70%
粮油食品饮料等类	10.3%	7.6%	7.8%	9.6%	6.8%	8.5%	9.5%	10.7%	8.6%	6.8%	12.7%	8.6%
服装鞋帽纺织品类	6.4%	8.9%	6.2%	8.0%	9.5%	9.7%	7.7%	14.8%	9.2%	6.6%	10.0%	8.7%
化妆品类	12.7%	14.7%	13.4%	16.1%	21.4%	13.8%	12.5%	22.7%	15.1%	10.3%	11.5%	7.8%
金银珠宝类	2.6%	6.4%	5.3%	2.5%	4.4%	0.4%	3.0%	20.4%	5.9%	6.7%	7.9%	8.2%
日用品类	7.1%	7.0%	7.8%	7.4%	7.9%	5.4%	10.1%	16.9%	12.0%	10.3%	15.8%	11.3%
家用电器材类	13.1%	8.4%	6.8%	5.4%	8.4%	8.7%	9.2%	15.4%	6.7%	7.6%	14.3%	0.6%
家具类	12.4%	11.3%	15.5%	10.0%	11.9%	12.5%	8.5%	10.9%	8.1%	8.6%	15.0%	11.1%
通讯器材类	7.9%	12.2%	3.8%	2.1%	33.9%	13.4%	10.7%	1.6%	10.8%	12.2%	16.1%	9.6%

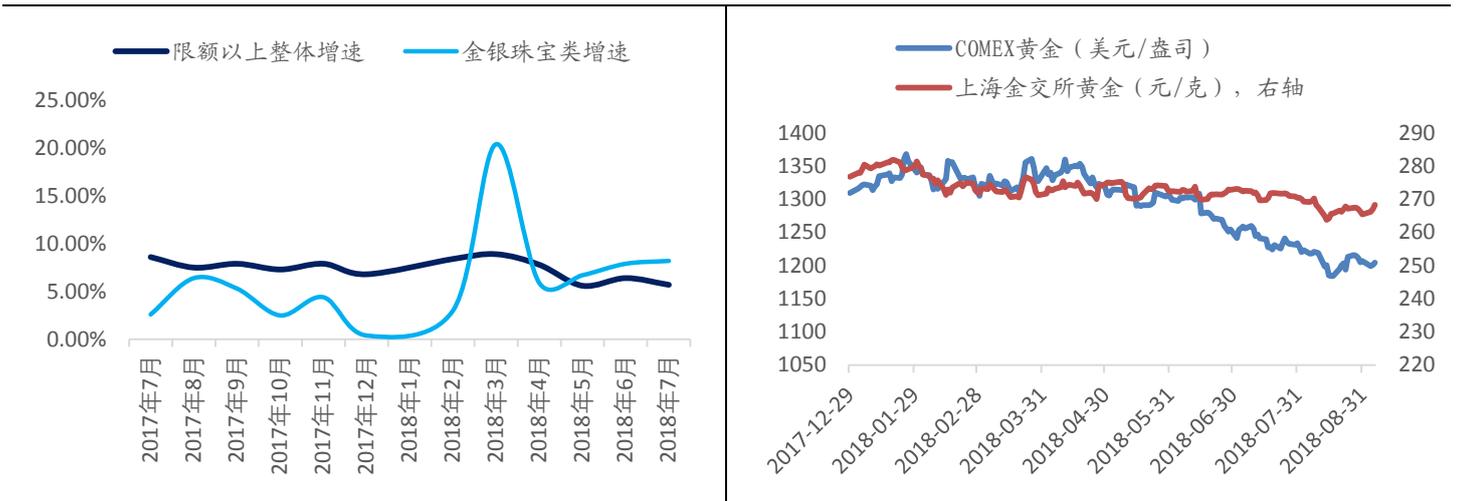
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

我国黄金珠宝消费仍以黄金饰品为主，占比在60%左右，当前黄金饰品的需求仍然稳定，2018年美元强势导致国际金价下跌，但人民币贬值使得国内人民币计价的黄金价格相对坚挺，年初至9月6日，COMEX金价下跌8.5%，上海金交所金价仅下跌3.5%。金价阴跌对于短期投资者而言投资实物黄金需求减少，但对于黄金饰品礼节、婚庆等刚性需求而言，这部分消费需求在被激发。从黄金行业协会来看，2018H1我国黄金消费中首饰用金351.84吨，同比增长6.37%，考虑2018H1黄金价格平均274元/克，同比2017年H1的278元/克略低1.5%，估算（更偏生产端）黄金饰品销售额增速5%以上。

其次，钻石镶嵌等非黄金品类继续保持高增长，一二线消费者对于非黄金品类需求持续增长，这一趋势也在三四线开始显现，非黄金仍将成为未来竞争关键。从黄金饰品增速倒算，终端销售的非黄金销售增速在11%以上，与我们草根调研的情况较为一致。

图 1: 金银珠宝销售增速逆势回升

图 2: 人民币计价黄金价格 2018 年仅微跌 3.5%



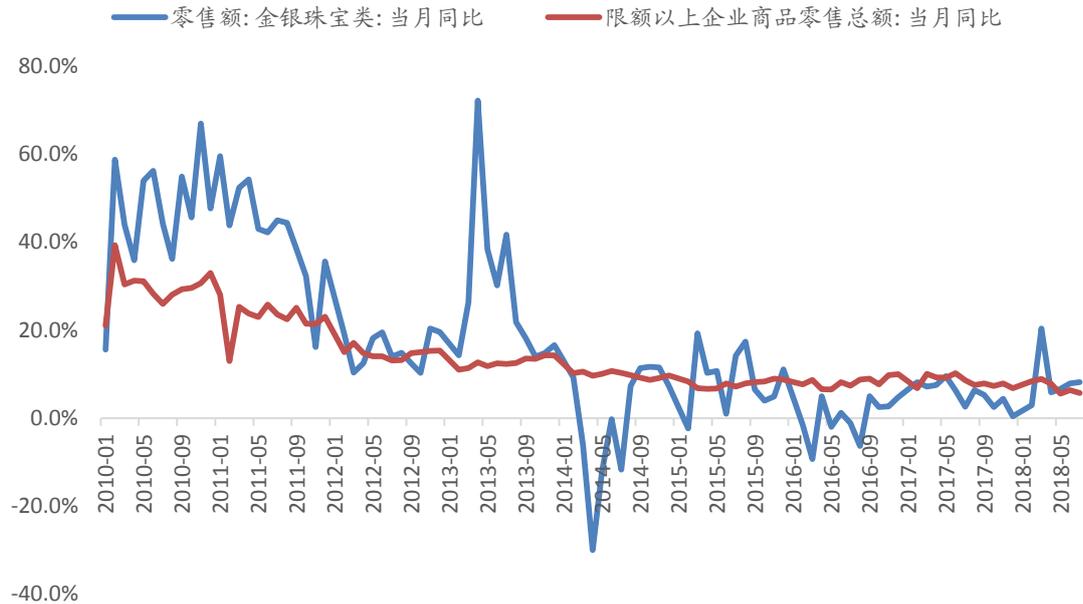
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

## 2. 渠道: 经销商向头部品牌倾斜, 黄金饰品整合加速

国内黄金珠宝行业仍以加盟模式为主, 从我们草根调研各区域黄金珠宝加盟商来看, 目前黄金珠宝行业, 特别是黄金饰品行业正处于触底企稳后的快速整合期, 加盟商更多的将资源向大品牌倾斜。2018H1, 国内黄金珠宝龙头企业老凤祥、周大生等大幅加快了开店节奏, 老凤祥上半年净新开门店 104 家 (总 3278 家), 周大生净新开 251 家 (总 2975 家), 新开门店中, 更多的是长期合作的老加盟商新开。一般而言, 珠宝行业加盟商均是行业中较为资深的从业者, 普遍同时代理多个品牌, 经历 2014-2016 年黄金珠宝行业下行期以后, 中小品牌在持续品牌打造、经销商支持等方面已经力不从心, 尽管在 2017 年开始行业复苏带来了一丝生机, 但在 2017 年底一波黄金饰品价格战抢市场失败后, 2018 年中小品牌基本已经没有抵抗能力。

从加盟商角度而言, 在总资金有限情况下, 正逐步转向盈利能力更好的头部品牌。从草根调研加盟商的销售和库存情况看, 2018H1, 头部品牌加盟商基本保持在 15% 左右的终端销售增速, 库存情况保持平稳, 对于金价短期有压力、长期乐观, 因此库存并没有太多担心, 尤其 2018 年基本都加强了非黄金进货, 库存受金价波动影响在减少。

图 3：珠宝行业处于长周期触底后的企稳整合期



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

### 3. 品牌：黄金龙头集中提升，镶嵌差异化竞争持续

从黄金珠宝品牌企业来看，港资品牌以直营为主，从同店数据直接反应终端需求情况；国内品牌加盟为主，由于加盟商的存在，公司报表收入与终端销售存在一定滞后。周大福作为行业龙头，2016年Q4开始内地同店转正，最高在2017年Q1同店达12%，2018年Q2同店增速下滑至4%，且在此期间，周大福黄金产品表现明显优于镶嵌，特别周大福内地黄金饰品2018Q1同店增速14%、Q2增速11%，继续保持高于行业增速。黄金饰品行业内头部品牌的集中度在快速提升，对比来看行业中其他黄金饰品非主项的企业来看，六福集团黄金饰品2018Q1增速-1%，Q2增速-6%。

与周大福龙头优势相近的是老凤祥2018Q1收入增速9%，Q2收入增速上升至12.03%，终端需求-加盟商-品牌企业传导过程中，目前行业头部企业终端动销增速快于行业平均增速、快于老凤祥报表增速，经销商拿货加强有望带动老凤祥等头部企业的收入弹性有望在Q3进一步得到体现。

从镶嵌品类来看，由于可选消费属性更强，差异化的产品竞争和渠道不饱和，近年来竞争格局并不明朗，港资周大福、六福、周生生镶嵌品类近年在内地增速都有所下滑，而国内周大生等品牌凭借性价比产品、渠道快速下沉，取得高速增长，2018Q2周大生凭借开店加速，收入增速大幅上升至36.26%，公司7月底总门店数达3014家，单月再度净开39家，渠道扩张辅以终端动销加强带来的高成长有望延续。

**表 1: 港资、国内主要珠宝企业同店、收入增速概览**

周大福	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
内地同店增速	6%	-6%	-25%	-17%	-22%	4%	12%	11%	9%	5%	7%	4%
其中珠宝镶嵌首												
饰	-4%	-7%	-24%	-12%	-17%	-4%	5%	3%	-1%	-1%	-8%	-4%
黄金产品	22%	-3%	-29%	-22%	-27%	7%	17%	16%	15%	8%	14%	11%
六福集团	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
内地同店增速	2%	-10%	-19%	-24%	-23%	5%	11%	23%	11%	-4%	-2%	-2%
其中珠宝	13%	2%	4%	-8%	-3%	20%	6%	10%	-2%	-7%	-2%	10%
其中黄金	-1%	-14%	-27%	-29%	-30%	2%	16%	32%	19%	-2%	-1%	-6%
周生生	2015	2016	1H2016	2016	1H2017	2017	1H2018	2017	2017	2017	2017	1H2018
内地同店增速	6%	-5%	-4%	-4%	8%	5%	2%					
老凤祥	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入(亿元)	84.24	62.89	113.55	88.69	83.38	64.02	129.63	99.29	100.75	68.44	141.25	111.24
同比(%)	0.46%	3.21%	-5.71%	-0.99%	-1.02%	1.80%	14.16%	11.95%	20.83%	6.90%	8.97%	12.03%
归母净利润	2.65	3.17	2.41	2.82	2.80	2.54	3.11	2.72	3.14	2.39	3.34	3.16
同比(%)	-12.74%	47.66%	-16.95%	14.90%	5.79%	-19.72%	28.80%	-3.49%	12.09%	-5.86%	7.42%	16.28%
周大生	2015	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016
营业总收入(亿元)	6.80	6.67	7.38	8.17	8.02	8.71	10.40	10.93	9.38	11.86		
同比(%)	17.93%	30.50%	40.95%	33.80%	16.91%	36.26%						
归母净利润	1.04	1.10	1.17	0.96	1.25	1.39	1.52	1.76	1.61	1.92		
同比(%)	20.32%	26.40%	30.20%	83.21%	28.74%	38.57%						
潮宏基	2015	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016
营业总收入(亿元)	6.58	6.39	7.53	6.29	6.86	6.71	8.36	7.33	7.21	7.96	8.42	7.85
同比(%)	10.14%	-2.72%	0.54%	-2.54%	4.31%	5.00%	10.94%	16.54%	5.15%	18.75%	0.79%	7.02%
归母净利润	0.53	0.62	0.81	0.61	0.53	0.39	0.93	0.70	0.69	0.53	0.93	0.74
同比(%)	3.82%	46.26%	0.43%	0.10%	0.97%	-36.70%	15.57%	14.33%	29.65%	1773.75%	0.21%	6.15%

数据来源: Wind、公司公告、国泰君安证券研究

## 4. 投资建议

黄金珠宝行业经历 2014-2016 年下行, 目前正处于触底、复苏时期, 黄金饰品仍然占据主导地位, 且保持 5% 左右稳健增长, 金价下行对行业影响并没有市场预期大, 行业龙头终端增速超 10%, 无论从终端门店还是经销商选择来看, 黄金饰品龙头集中度在快速提升。镶嵌品类保持 11% 以上高行业增长, 头部企业同店表现一般, 行业竞争格局仍有变化, 差异化产品、渠道非饱和和给予企业新成长机会。2018Q2 以来, 对高端消费的悲观预期使得珠宝行业估值普遍大幅下降, 当前老凤祥对应 2018 年 PE 仅 14 倍, 但从终端、经销商、品牌企业的情况看, 公司基本面将持续受益黄金珠宝市场份额提升, 短期业绩和长期逻辑均未改变, 且公司近期在子公司股权转让等方面积极推动国企改革, 长效机制理顺有望进一步强化公司经营。建议增持: 老凤祥。受益标的: 周大生。

**表 2: 重点推荐公司最新盈利预测表 (股价与估值信息更新日期为 2018 年 9 月 9 日)**

公司代码	公司简称	股价	EPS 本次预测			PE (倍)			目标价	评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
600859.SH	老凤祥	35.01	2.50	2.91	3.40	14.00	12.03	10.30	55.03	增持

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

## 5. 风险因素

1、经济增速下滑拖累消费，经济低迷下非必需性开支将下降；

2、行业竞争加剧；

珠宝等行业处于高度竞争状态，市场化程度较高，若公司未能准确把握市场需求或产品定位，行业竞争加剧有可能导致公司能力下降。

3、中美贸易战持续；

中美贸易摩擦氛围浓厚，恐慌情绪上升有可能影响消费者信心。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		