

证券研究报告—深度报告

商业贸易

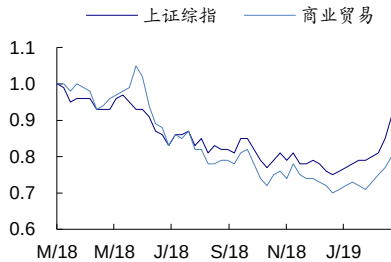
黄金珠宝行业深度

超配

(维持评级)

2019 年 03 月 06 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《商贸零售 2 月投资策略暨 2018 年报前瞻: 春节销售增速放缓, 持续聚焦龙头, 重视高股息率品种》——2019-02-13  
《商贸零售 2019 年年度策略: 整合集中加速, 聚焦头部企业》——2018-12-13  
《商贸零售 3 季报总结暨 11 月投资策略: Q3 基本面稳健, 个股表现超预期》——2018-11-09  
《商贸零售 10 月投资策略: 黄金周数据表现稳健, 持续聚焦优势企业》——2018-10-10  
《商贸零售中报总结暨 9 月投资策略: 增长放缓, 关注行业集中度变化》——2018-09-17

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

“Z 世代”引领未来钻石消费

● 行业概况: 规模超 5000 亿, 关注镶嵌品类崛起

据 Euromonitor, 2018 年, 我国黄金珠宝行业市场规模达到 6965 亿元, 同比增长 6.72%, 是增长最快的可选消费品类之一。产品结构上, 我国黄金首饰消费占比 58%, 随着消费升级和消费观念变化, 预计非素品类将体现更好的成长性。2017 年我国人均珠宝消费量 473 元, 而美国为 1403 元, 我国珠宝消费仍有较大提升空间。我国珠宝行业已形成境内、香港、国外品牌三足鼎立格局, 市场份额持续集中 (2017CR3 19.05%), 周大生、周大福等展店速度领先同行。

● 渠道的变化: 我国珠宝零售渠道的三大特点

相对海外市场, 我国珠宝渠道呈现以下几个特点: 1) 多加盟、少直营: 内资品牌多以加盟为主, 而港资、外资品牌以直营为主。直营在一二级市场具备显著优势, 加盟模式在三-五线城市则更易于推广。2) 一二线趋于饱和, 三四线高速发展: 一二线城市珠宝渠道趋于饱和, 而三至五线城市空白市场仍然较大。连锁珠宝企业通过加盟模式加速低线城市渗透, 对区域品牌的降维打击优势明显。3) 线下为主, 电商薄弱: 由于标准化较低、监管难度较大, 消费者对实体渠道更信任。

● 钻石镶嵌: 年轻消费群体最喜爱的珠宝品类

2017 年我国钻石首饰市场规模超过 660 亿元 2006-2016 年均复合增速高达 12%。年轻消费群体的崛起使钻石成为最受欢迎的品类: 千禧一代+Z 世代 (1980-2010 年出生的群体) 对我国钻石消费贡献率高达 80%, 而美国仅为 50%。多场景消费可能性带动复购率提升: 钻石不仅是婚姻, 还是亲情, 友情, 爱情, 以及自我奖励。消费克拉数提升也将带动客单价提升。

● 黄金首饰: 需求稳定, 高度竞争

2018 年, 我国黄金总消费量为 1151.43 吨, 同比+5.73%, 零售市场规模约在 2208-2577 亿元。我国黄金消费影响因素包括收入水平、金价波动、消费习惯。黄金消费与居民收入水平在早期关联性较大, 近年则明显滞后。此外, 近年来上市公司股价波动与业绩、同店增速更为相关, 而与黄金价格波动没有直接影响。

● 投资建议: 推荐周大生、老凤祥

推荐黄金珠宝行业龙头老凤祥和周大生, 其中周大生股价低估明显, 空间较大。

● 风险提示

- 1) 宏观经济增速放缓, 社零增速放缓, 对可选类消费增速影响较大;
- 2) 棚改货币化的退出、P2P 金融影响, 对我国居民的财富效应存在影响;
- 3) 龙头企业在市场相对低迷期采取积极的扩张战略, 如若经营不善, 有可能会对经营状况造成拖累;
- 4) 较大的城乡差异和地域差异, 可能会导致我国珠宝渠道的集中度难以提升。

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (百万元) | EPS 2018E | EPS 2019E | PE 2018E | PE 2019E |
|--------|------|------|---------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 002867 | 周大生  | 买入   | 30.30   | 14,765    | 1.64      | 2.12      | 18.48    | 14.29    |
| 600612 | 老凤祥  | 买入   | 41.30   | 17,962    | 2.48      | 2.80      | 16.65    | 14.75    |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

中国黄金珠宝行业已经进入了集中度提升的关键时期，龙头企业逆市开店的积极竞争策略是可取的。行业未来发生的两大变化分别是集中度提升与品类结构调整，镶嵌品类更符合年轻消费群体的消费习惯。

推荐黄金珠宝行业龙头老凤祥和周大生，其中周大生股价低估明显，存在相对收益和绝对收益。

### 核心假设或逻辑

**第一，集中度提升：**中国黄金珠宝行业已经进入了集中度提升的关键时期，龙头企业逆市开店的积极竞争策略是可取的：2018 年周大福和周大生合计开店超过 1100 个，在市场需求增长相对低迷的背景下，相当于消灭了一个中型珠宝品牌，优质加盟商资源持续向龙头企业集中。在我国，一二线珠宝渠道趋于饱和，而通过加盟模式向三至五线扩张的策略已经得到验证。

**第二，消费结构变化：**我们对镶嵌品类的看法更为乐观：尽管当前统计口径的数据中，钻石消费仅占我国珠宝首饰整体的 1/10，我们认为，随着消费升级带来的普遍性影响以及消费群体年轻化，多情景消费可能性带动的复购率提升，镶嵌品类将展现出更好的成长性。

### 与市场预期不同之处

**第一，消费增速下滑与可选：**经济增速放缓、消费增速下行并不意味着可选品类不可投资。珠宝行业格局高度分散，行业增长放缓加速落后企业淘汰，更利于优势企业抢占份额。

**第二，金价与珠宝企业股价波动没有明显关联：**短期市场预期金价上涨，并通过库存逻辑-黄金消费增长等看好黄金品类占比更高的企业。然而我们通过复盘，金价波动与黄金消费关系已经明显减弱，与股价的关联性更是不明显，而上市公司市场波动则与业绩、同店增速更为相关。我们认为应持续关注行业中长期发展逻辑，基于渠道的变化（集中度高速提升）以及品类的变化（镶嵌高速增长）挑选具备长期成长潜力的标的。

**第三，关于市场天花板：**2017 年我国黄金珠宝 CR3 为 19.5%，门店超过 3000 家的珠宝品牌已经达到三家，分别为周大福、周大生、老凤祥，市场普遍担忧天花板将近。我们认为，5000-6000 家或许是单一品牌的门店数天花板，然而提升店效+多品牌战略将成为龙头企业的第二条生命线。消费群体年轻化带动消费的品类改变，消费频率的提升，将推动镶嵌品类长期持续受益。

### 股价变化的催化因素

**第一，龙头维持高速展店，市场份额持续集中，优质市场资源的整合使得龙头效应持续加强，最终体现在上市公司业绩层面。**

**第二，可选消费的运行状况优于市场一致预期，终端零售同比增速回升。**

**第三，对于老凤祥，国企改革进展提速也有可能成为催化剂。**

### 核心假设或逻辑的主要风险

**第一，宏观经济增速放缓，社零增速放缓，对可选类消费增速影响较大；**

**第二，棚改货币化的退出、P2P 金融影响，对我国居民的财富效应存在影响；**

**第三，龙头企业在市场相对低迷期采取积极的扩张战略，如若经营不善，有可能会对经营状况造成拖累；**

**第四，较大的城乡差异和地域差异，可能会导致我国珠宝渠道的集中度难以提升。**

## 内容目录

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| <b>行业概况：规模超 5000 亿，关注镶嵌品类崛起</b> | <b>6</b>  |
| 市场空间超 5000 亿，集中度提升与消费结构变化是主旋律   | 6         |
| 产品结构：钻石提升空间广阔                   | 6         |
| 发展历程：全面放开进入高速发展轨道               | 7         |
| 需求端：城镇化率提升，富裕+中产阶级兴起            | 7         |
| 竞争格局：集中度持续提升                    | 9         |
| 产业链分析：渠道价值较高，微笑曲线特征明显           | 10        |
| <b>渠道的变化：我国珠宝零售渠道的三大特点</b>      | <b>11</b> |
| 我国珠宝零售渠道的三大特点                   | 11        |
| 销售模式：一二线直营主导，三四线加盟更具优势          | 12        |
| 渠道下沉：低线城市高增长，一二线趋于饱和            | 13        |
| 线下为主，线上短期难以获得较大份额               | 14        |
| <b>钻石镶嵌：年轻消费群体最喜爱的珠宝品类</b>      | <b>14</b> |
| 市场空间：超过 660 亿元，维持较高增速           | 14        |
| 需求端的变化：消费升级，消费群体年轻化带动钻石消费崛起     | 15        |
| 珠宝镶嵌增长驱动力之一：消费群体增加              | 15        |
| 珠宝镶嵌增长驱动力之二：复购率提升               | 16        |
| 珠宝镶嵌增长驱动力之三：客单价提升               | 18        |
| <b>黄金首饰：需求稳定，高度竞争</b>           | <b>19</b> |
| 黄金首饰零售规模约为 2400 亿元，需求相对稳定       | 19        |
| 影响因素：收入水平、金价波动、消费习惯             | 19        |
| 金价与上市公司业绩关联性减弱                  | 21        |
| 金价波动与上市公司股价并未呈现高相关性             | 22        |
| <b>他山之石：全球珠宝龙头简析</b>            | <b>24</b> |
| 周大福：全国黄金珠宝行业龙头，市场表现与业绩高度相关      | 24        |
| Signet：全美珠宝零售龙头，横向并购持续扩张规模      | 27        |
| Tiffany：高端珠宝首饰龙头，传统奢侈品经营战略      | 28        |
| 潘多拉：定位中端，快时尚爆品模式的得与失            | 30        |
| <b>投资建议：推荐周大生、老凤祥</b>           | <b>32</b> |
| 周大生：渠道为王，成长机制卓越                 | 32        |
| 老凤祥：黄金品类龙头企业，期待国改持续推进           | 33        |
| <b>风险提示</b>                     | <b>33</b> |
| <b>国信证券投资评级</b>                 | <b>35</b> |
| <b>分析师承诺</b>                    | <b>35</b> |
| <b>风险提示</b>                     | <b>35</b> |
| <b>证券投资咨询业务的说明</b>              | <b>35</b> |

## 图表目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图 1: 历年中国珠宝行业市场规模及预测 (%)                         | 6  |
| 图 2: 2009-2016 年中国珠宝行业市场规模 (%)                   | 6  |
| 图 3: 金银珠宝类限额以上批发和零售业零售额当月同比情况 (%)                | 6  |
| 图 4: 限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况 (%)                | 6  |
| 图 5: 2016 年我国黄金珠宝销售分品类占比比例 (%)                   | 7  |
| 图 6: 国际黄金珠宝销售分品类占比比例 (%)                         | 7  |
| 图 7: 我国珠宝首饰行业发展概况                                | 7  |
| 图 8: 我国城镇居民人均可支配收入及增长 (万元, %)                    | 8  |
| 图 9: 我国城镇居民人均消费性支出及增长 (万元, %)                    | 8  |
| 图 10: 我国消费者群体构成 (%)                              | 8  |
| 图 11: 我国及美国人均珠宝消费量的对比 (元/人)                      | 8  |
| 图 12: 2017 年中国内地奢侈品市场各品类规模及增速 (亿元、%)             | 8  |
| 图 13: 2016 年、2017 年我国主要珠宝公司销售收入 (亿元)             | 10 |
| 图 14: 2017 年我国主要珠宝公司 GMV 测算 (亿元)                 | 10 |
| 图 15: 我国主要珠宝公司最新门店数 (个)                          | 10 |
| 图 16: 我国主要珠宝公司历年门店增加数量 (个)                       | 10 |
| 图 17: 我国珠宝首饰行业产业链概况                              | 11 |
| 图 18: 全球钻石供应商钻石销售额占比 (%)                         | 11 |
| 图 19: 钻石行业各环节净利润 (呈微笑曲线)                         | 11 |
| 图 20: 2016 年, 各类珠宝在各线城市女性消费者的渗透率 (%)             | 13 |
| 图 21: 2016 年, 我国各线城市钻石首饰总量和总额占比 (%)              | 13 |
| 图 22: 2017 年, 我国、日本、美国珠宝消费渠道对比 (%)               | 14 |
| 图 23: 在中国, 安全问题是进行在线消费的主要障碍                      | 14 |
| 图 24: 中国钻石首饰消费规模及其增速 (亿元、%)                      | 15 |
| 图 25: 我国上海钻石交易所钻石交易金额及其增速 (亿美元、%)                | 15 |
| 图 26: 不同年龄段消费者未来计划购买珠宝的占比 (%)                    | 15 |
| 图 27: 我国城市居民分年龄消费总量情况 (万亿元)                      | 15 |
| 图 28: 2017 年美国人口年龄构成 (百万人)                       | 16 |
| 图 29: 2017 年我国人口年龄构成 (百万人)                       | 16 |
| 图 30: 2017 年, 千禧一代和 Z 时代在美国钻石行业消费贡献              | 16 |
| 图 31: 2016 年, 千禧一代和 Z 时代在中国钻石行业消费贡献              | 16 |
| 图 32: 2014-2016 年中、美、日三国消费者购买钻石的原因               | 17 |
| 图 33: 近年, 婚嫁情景在我国珠宝消费占比持续提升, 而在美国则下降 (%)         | 17 |
| 图 34: 钻石镶嵌在各国婚嫁市场的渗透率 (%)                        | 17 |
| 图 35: 中国不同年龄层消费者对不同珠宝品类的喜爱程度 (%)                 | 18 |
| 图 36: 爱情场景中, 美国女性获得第一颗钻石的来源 (%)                  | 18 |
| 图 37: 2016 年全球主要钻石市场钻石消费者属性                      | 18 |
| 图 38: 千禧一代女性购买钻石目的                               | 18 |
| 图 39: 在美国, 不同年龄层消费者第一颗钻石的来源 (%)                  | 18 |
| 图 40: 中国结婚登记新人数量 (万对)                            | 18 |
| 图 41: 我国黄金消费需求及同比增速 (吨, %)                       | 19 |
| 图 42: 2000 年以来 COMEX 金价走势 (美元/盎司)                | 19 |
| 图 43: 居民收入水平同比与黄金首饰消费的关系 (%)                     | 20 |
| 图 44: 我国人均消费黄金克数居于世界前列 (克/人)                     | 20 |
| 图 45: 2000 年以来 COMEX 金价与我国黄金消费需求之间的关系 (美元/盎司, 吨) | 20 |
| 图 46: 2000 年以来 COMEX 金价年度变动与我国黄金消费需求增速之间的关系 (%)  | 21 |
| 图 47: 金价年度波动与周大福收入增速的关系 (%)                      | 23 |
| 图 48: 金价年度波动与六福集团收入增速的关系 (%)                     | 23 |
| 图 49: 金价年度波动与老凤祥收入增速的关系 (%)                      | 23 |
| 图 50: 周大福历年营业收入及同比增速 (亿港元, %)                    | 24 |
| 图 51: 周大福历年净利润及同比增速 (亿港元, %)                     | 24 |
| 图 52: 周大福历年分地区同店增速 (%)                           | 25 |
| 图 53: 周大福历年分地区收入构成 (%)                           | 25 |
| 图 54: 周大福历年分地区收入构成 (%)                           | 25 |
| 图 55: 周大福历年分产品收入构成 (亿元)                          | 25 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 56: 周大福历年毛利率及净利率 (%)                   | 25 |
| 图 57: 周大福历年 ROE (%)                      | 25 |
| 图 58: 周大福历年资产周转率 (x)                     | 26 |
| 图 59: 周大福历年存货周转率 (x)                     | 26 |
| 图 60: 周大福分地区季度同店增速 (%)                   | 26 |
| 图 61: 2015Q1 以来周大福大陆地区同店增速及股价变化 (%、港元)   | 26 |
| 图 62: 周大福历年 P/E (倍)                      | 26 |
| 图 64: Signet 历年收入及增速 (百万美元, %)           | 27 |
| 图 65: Signet 历年净利润及增速 (百万美元, %)          | 27 |
| 图 66: Signet 历年门店数量及增速 (个、%)             | 27 |
| 图 67: FY2018 Signet 分业务部门收入占比 (%)        | 27 |
| 图 68: Signet 分业务部门历年同店增速 (%)             | 28 |
| 图 69: Signet 历年毛利率及净利率 (%)               | 28 |
| 图 70: Signet 历年 P/E (倍)                  | 28 |
| 图 71: Signet 历年历史市值 (亿美元)                | 28 |
| 图 72: Tiffany 历年收入及增速 (百万美元, %)          | 29 |
| 图 73: Tiffany 历年净利润及增速 (百万美元, %)         | 29 |
| 图 74: FY2018 Tiffany 收入分地区构成 (%)         | 29 |
| 图 75: Tiffany 历年分地区同店增速 (%)              | 29 |
| 图 76: Tiffany 历年分地区门店数量 (个)              | 29 |
| 图 77: Tiffany 历年毛利率及净利率 (%)              | 29 |
| 图 78: Tiffany 历年 P/E (倍)                 | 30 |
| 图 79: Tiffany 历年历史市值 (亿美元)               | 30 |
| 图 80: PANDORA 历年收入及增速 (百万美元, %)          | 31 |
| 图 81: PANDORA 历年净利润及增速 (百万美元, %)         | 31 |
| 图 82: PANDORA 历年分地区门店数量 (个)              | 31 |
| 图 83: PANDORA 历年毛利率及净利率 (%)              | 31 |
| 图 84: PANDORA 历年 P/E (倍)                 | 31 |
| 图 85: PANDORA 历年历史市值 (亿美元)               | 31 |
| 表 1: 我国主要珠宝品牌 2017 年收入、GMV 及市场份额 (亿元, %) | 9  |
| 表 2: 行业高端、中高端市场竞争格局                      | 10 |
| 表 3: 我国珠宝零售商主要销售模式                       | 12 |
| 表 4: 我国黄金珠宝行业主要品牌及其经营情况                  | 12 |
| 表 5: 我国珠宝首饰企业运营模式                        | 13 |
| 表 6: 历年金价走势与黄金首饰消费增速、主要企业同店增速的关系         | 21 |
| 表 7: 金价走势与企业业绩的关系                        | 22 |
| 表 8: 黄金价格波动与上市公司毛利率变化的关系 (%)             | 22 |



## 行业概况：规模超 5000 亿，关注镶嵌品类崛起

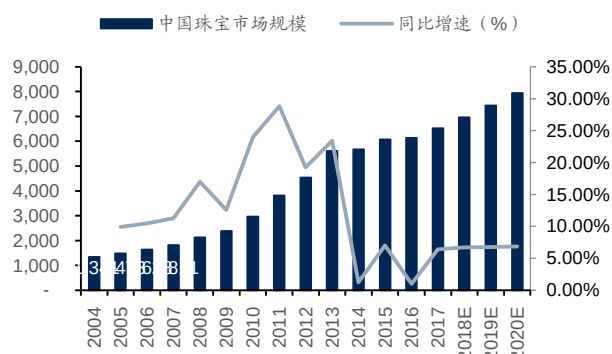
### 市场空间超 5000 亿，集中度提升与消费结构变化是主旋律

珠宝首饰是指珠宝玉石和贵金属的原料、半成品，以及用珠宝玉石和贵金属的原料、半成品制成的佩戴饰品、工艺装饰品和艺术收藏品，主要包括钻石、宝石、翡翠、黄金、铂金、玛瑙、琥珀等。珠宝首饰主要用于婚庆、生日、纪念日庆祝和投资收藏等用途，因高价值属性受宏观经济形势和居民可支配收入影响较大。

**市场规模接近 7000 亿元：**Euromonitor 数据显示，2018 年，我国行业市场规模达到 6965 亿元，同比增长 6.72%。中宝协数据显示，2016 年我国珠宝行业市场规模达 5250 亿元；2011-2016 年行业市场规模 CAGR 为 6.68%，是增长最为迅速的可选消费品类之一。

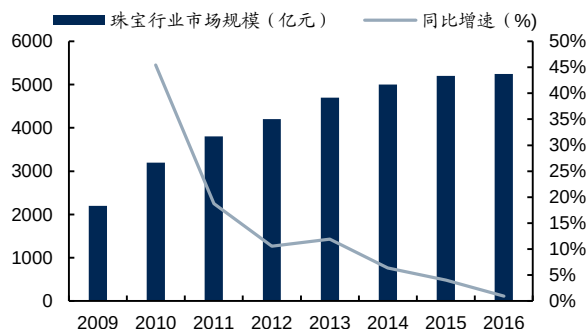
受宏观经济增速放缓及社零增速放缓影响，2018 年 12 月，我国限额以上企业的金银珠宝零售额同比增速为 2.30%，增速同比持续放缓。2018 年全年，限额以上珠宝企业累积零售值为 2758.30 亿元，累积同比增长 7.4%。

图 1：历年中国珠宝行业市场规模及预测（%）



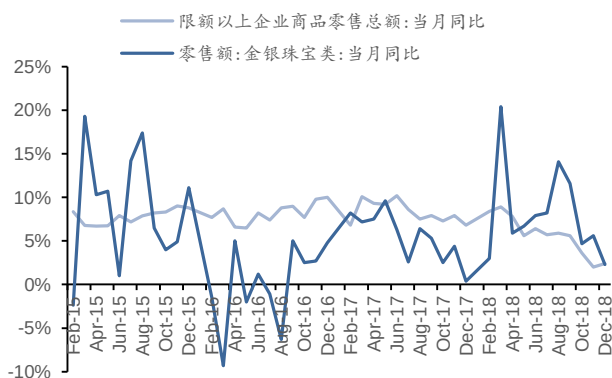
资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 2：2009-2016 年中国珠宝行业市场规模（%）



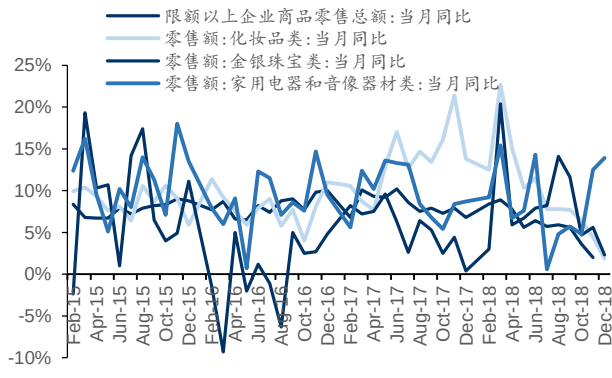
资料来源：中国珠宝协会、智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 3：金银珠宝类限额以上批发和零售业零售额当月同比情况（%）



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：限额以上企业商品零售额及可选消费品类当月同比情况（%）



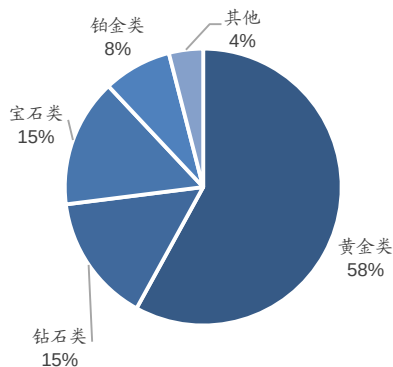
资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

### 产品结构：钻石提升空间广阔

**镶嵌品类提升空间广阔：**产品结构方面，在我国，黄金首饰占比 58%，其余为铂金/K 金、钻石/珠宝镶嵌、翡翠玉石、珍珠等其他饰品。其中，黄金首饰基本维持稳定，当前，随着千禧一代和 Z 世代逐步成为消费主流，我们预计非素品类（镶嵌为主，还包括硬金/K 金/铂金）将体现更好的成长性。

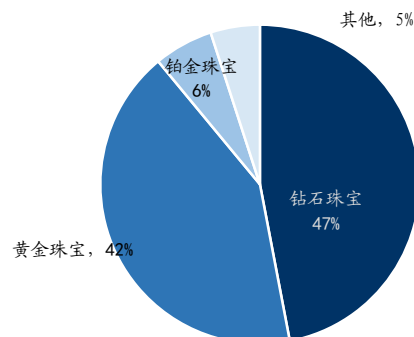
据 IBISWorld 数据, 2016 年黄金类、钻石类产品销售在我国各类珠宝销售中占比分别为 58/15%; 而在全球市场中, 黄金类、钻石类占比分别为 42/47%; 与全球消费市场占比, 我国的钻石品类占比偏低, 而黄金品类偏高, 未来镶嵌品类提升空间广阔。

图 5: 2016 年我国黄金珠宝销售分品类占比比例 (%)



资料来源: IBISWorld、国信证券经济研究所整理

图 6: 国际黄金珠宝销售分品类占比比例 (%)



资料来源: 中国珠宝协会、智研咨询、国信证券经济研究所整理

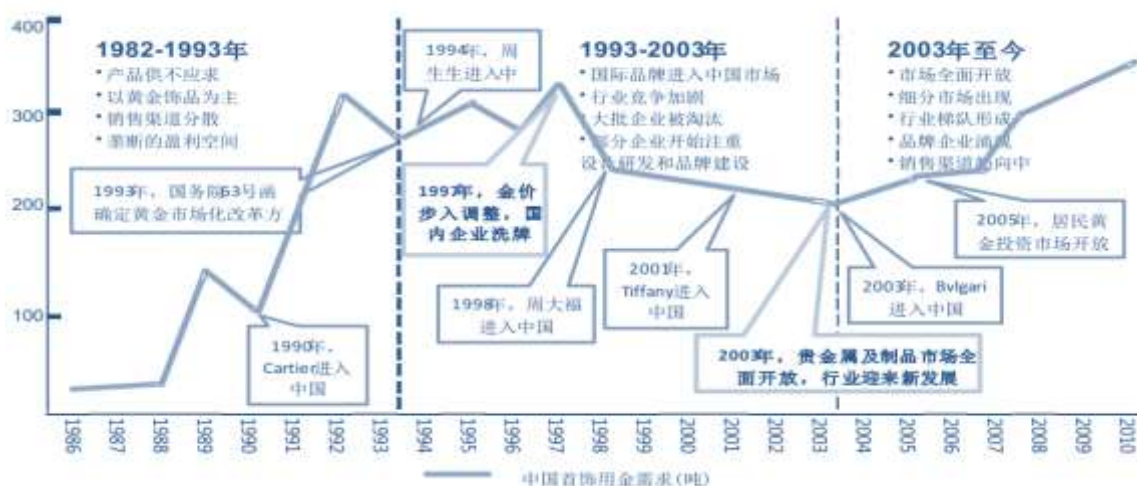
### 发展历程: 全面放开进入高速发展轨道

我国珠宝首饰行业伴随着改革开放而起步, 大致上经历了三个发展阶段:

1982 年至 1993 年, 珠宝首饰行业处于发展初期; 1993 年至 2003 年, 承接黄金市场化改革的政策, 周生生、周大福等一批优秀的珠宝品牌逐渐进入国内市场, 行业发展开始提速。自 2003 年起, 以贵金属制品市场全面开放为标志, 行业进入快速发展通道。供给端属于充分竞争市场。

从需求端来看, 影响因素包括居民购买力、消费习惯变化、以及黄金品类的投资需求驱动。在下文, 我们将根据黄金、镶嵌品类分别进行分析。

图 7: 我国珠宝首饰行业发展概况



资料来源: World Gold council、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

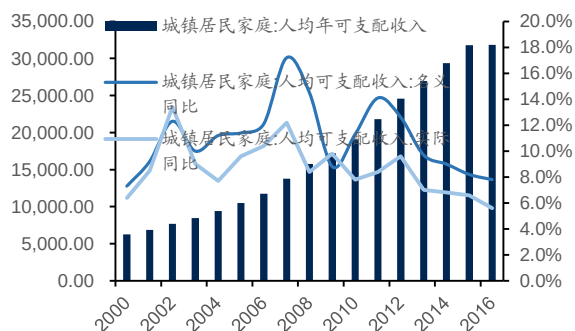
### 需求端: 城镇化率提升, 富裕+中产阶级兴起

居民消费水平提升是珠宝市场发展的根本动力。国家统计局数据显示, 2017 年, 我国城镇居民人均可支配收入 3.64 万元, 同比增长 8.30%, 2012-2017 年 CAGR 为 6.47%; 城镇居民人均消费性支出为 2.44 万元, 同比增长 5.90%, 2012-2017 CAGR 为 7.95%。据麦肯锡预测, 到 2020 年, 我国能负担得起汽车和普通奢

侈品等消费的“主流”消费群（年均消费额在 1.6 万-3.4 万美元）将占我国城市人口的 51%，为近 1.67 亿户家庭。消费结构调整下，我国奢侈品消费不断攀升。2017 年，我国内地珠宝销售额增速达 27%，仅次于化妆品、香水、个人护理用品（28%）。

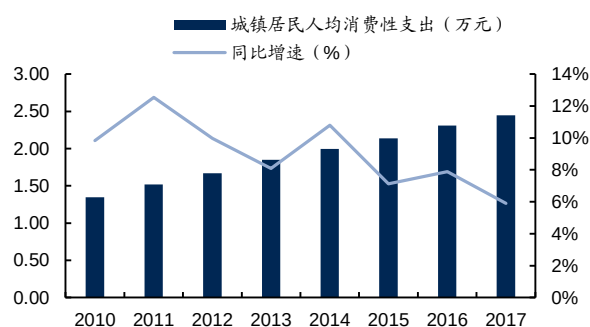
从人均珠宝消费量来看，2017 年，我国人均珠宝消费量为 473 元，而美国则为 1403 元，我国人均珠宝消费仍有较大提升空间。

图 8：我国城镇居民人均可支配收入及增长（万元，%）



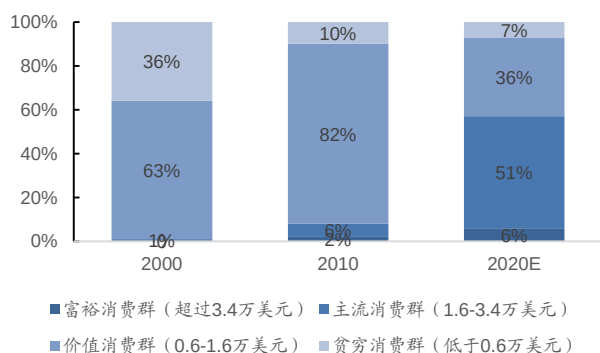
资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：我国城镇居民人均消费性支出及增长（万元，%）



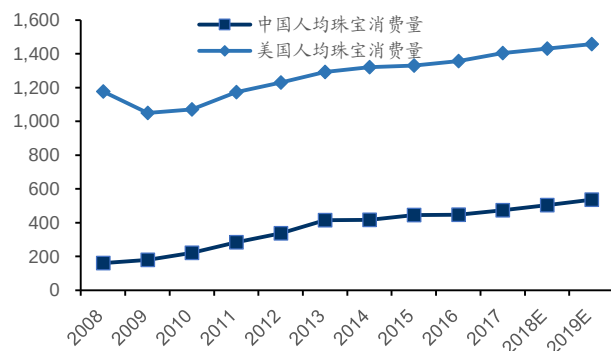
资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：我国消费者群体构成（%）



资料来源：麦肯锡、国信证券经济研究所整理

图 11：我国及美国人均珠宝消费量的对比（元/人）



资料来源：euromonitor、bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 12：2017 年中国内地奢侈品市场各品类规模及增速（亿元，%）



资料来源：贝恩资本、国信证券经济研究所整理



### 竞争格局:集中度持续提升

目前,我国珠宝首饰市场已形成境内品牌、香港品牌、国外品牌珠宝企业三足鼎立的竞争局面。其中,高端市场主要被 Tiffany、Cartier、Bvlgari 等国际知名珠宝首饰品牌垄断。中高端市场、即大众市场竞争激烈,主要有传统港资品牌周大福、周生生、六福珠宝等和境内品牌周大生、老凤祥、明牌珠宝、潮宏基等。

我国黄金珠宝企业龙头集聚效应持续加强,主要体现在龙头加速展店方面。目前门店总数超过 3000 家的企业共计三个,分别为周大生、周大福、老凤祥;与第二梯队的企业差距愈加明显,非上市公司中,周六福的门店总数也据称超过 2200 个。

2018 年,由于行业复苏以及企业采取积极的市场战略,龙头企业纷纷加速开店,抢占空白市场。2018 年周大生新开门店 651 个,周大福 2018Q2-Q4 开店数也达到 500 个,两家企业合计开店达到 1151 个,在市场需求增长相对低迷的北京下,相当于消灭了一个中型珠宝品牌,优质加盟商资源持续向龙头企业集中。

从 GMV 的角度,2017 年周大福的 GMV 超过 580 亿元遥遥领先,其次为老凤祥和周大生,GMV 均超过 300 亿元;而 GMV 在 100-200 亿之间的企业还包括豫园股份、六福集团、周生生等。

从市场份额的角度,2017 年周大福/老凤祥/周大生的市场份额分别达到 8.99/5.40/4.67%,CR3 合计市场份额达到 19.05%。

然而,我们需要认识到,主营不同品类的上市公司的竞争壁垒出现分化:

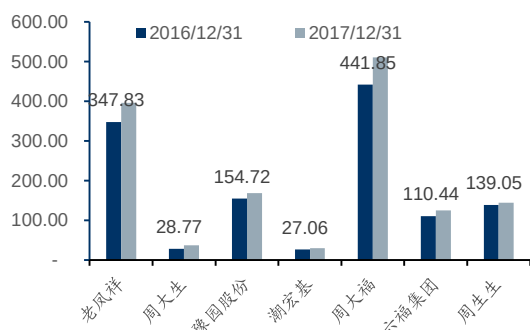
- 1. 主营黄金品类的企业陷入价格战:** 基于品牌壁垒构筑的价格优势逐步被瓦解,黄金品类价格战愈加严重。在过去,一线连锁品牌周大福、老凤祥等由于品牌优势在黄金品类价格明显,例如,老凤祥、周大福每克黄金售价可达 360 元/克,而许多区域品牌价格仅为 300 元/克。然而,随着监管趋严以及产品标准化提升,这一优势逐步被瓦解,部分一线品牌也逐步陷入价格战。
- 2. 主营镶嵌的品类更易塑造壁垒:** 由于产品定价机制复杂(普通消费者难以鉴别 4C)、产业链较长、以及标准化程度较低,主营镶嵌品类的企业更容易构筑基于品牌、规模、设计、文化的壁垒。

表 1: 我国主要珠宝品牌 2017 年收入、GMV 及市场份额 (亿元, %)

|            | 销售收入   | 黄金珠宝销售收入 (亿元) | GMV (亿元) | 市场份额          | 门店数量 |
|------------|--------|---------------|----------|---------------|------|
| 老凤祥        | 396.35 | 296.00        | 352.14   | 5.40%         | 3278 |
| 周大生        | 37.67  | 35.63         | 304.51   | 4.67%         | 3375 |
| 豫园股份       | 168.86 | 145.40        | 198.78   | 3.05%         | 1656 |
| 潮宏基        | 30.41  | 30.41         | 40.00    | 0.61%         | 850  |
| 周大福        | 510.34 | 510.34        | 586.55   | 8.99%         | 3085 |
| 六福集团       | 125.61 | 125.61        | 133.19   | 2.04%         | 1796 |
| 周生生        | 144.59 | 144.59        | 139.61   | 2.14%         | 442  |
| <b>CR3</b> |        |               |          | <b>19.05%</b> |      |

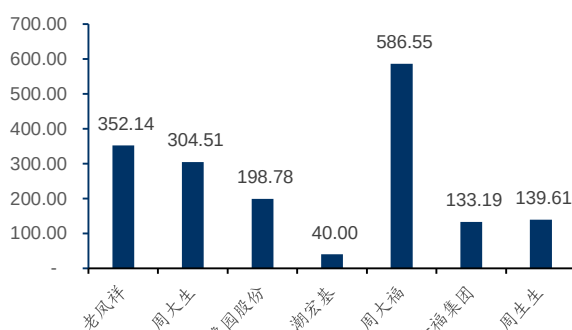
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

图 13: 2016 年、2017 年我国主要珠宝公司销售收入 (亿元)



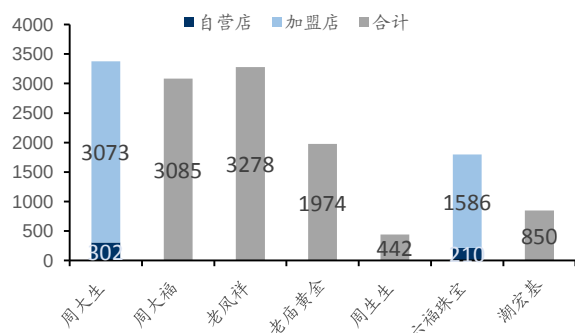
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理  
注: 港资企业以 2018/3/31 为财年截止

图 14: 2017 年我国主要珠宝公司 GMV 测算 (亿元)



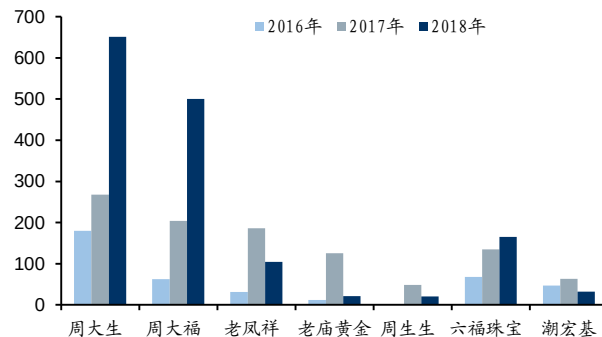
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理及预测  
注: 不同公司 GMV 测算方式采用不同不同方式, 根据不同产品收入构成、进货折扣、直营/批发比例, 并进行增值税还原进行测算

图 15: 我国主要珠宝公司最新门店数 (个)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理  
注: 周大生、周大福、六福珠宝截止 18/12/31, 老凤祥、潮宏基、老庙黄金截止 18/6/30, 周生生截止 18/9/30

图 16: 我国主要珠宝公司历年门店增加数量 (个)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

水贝·中国珠宝指数网数据显示, 2015 年我国珠宝市场 CR4 为 21.70%, CR8 仅为 29.20%, 竞争格局仍较为分散。

表 2: 行业高端、中高端市场竞争格局

| 品牌     | 主要企业标识 | 发展概况                                                  |
|--------|--------|-------------------------------------------------------|
| 国际知名品牌 |        | 定位奢华、高端, 品牌文化悠久, 设计和产品质量是其核心优势; 渠道覆盖有限, 仅局限一、二线城市。    |
| 港资品牌   |        | 中高端市场领先品牌, 产品设计时尚, 渠道覆盖主要集中在一、二线城市, 近年来也开始积极布局三、四线城市。 |
| 内地品牌   |        | 渠道覆盖一线至四线, 在渠道拓展方面, 多采用加盟/经销模式。                       |

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

### 产业链分析: 渠道价值较高, 微笑曲线特征明显

珠宝首饰行业产业链分为三部分: 上游为原材料供应商, 中游主要为设计加工厂商, 下游则是终端零售环节。中下游企业不具有原料议价能力, 通过向终端消费者传导原料价格波动。

据贝恩咨询数据, 珠宝产业链上的各个环节的盈利能力存在着较大的差异: 珠宝上游开采和下游销售环节的净利润最高, 分别达到 26% 和 13%; 中间切割打磨和加工制造分别只有 3% 和 5%, 各环节产业附加值呈现明显的微笑曲线。

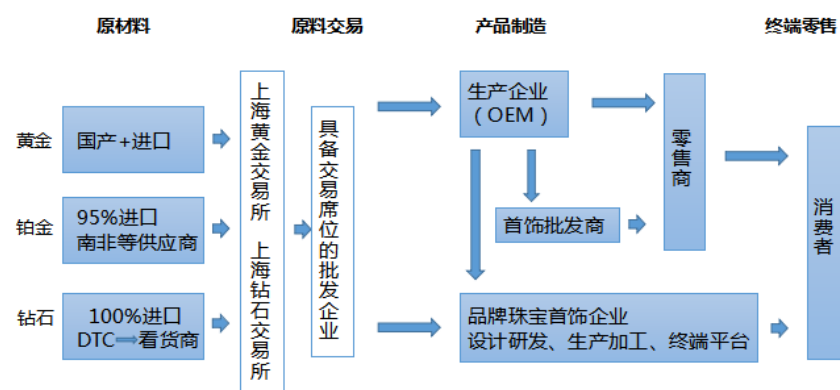
**上游开采高度垄断:** 珠宝行业上游主要为黄金、钻石、玉石等原材料提供商。由于钻石资源具有稀缺性和垄断性的特点, 钻石行业上游被少数国际寡头高度

垄断。其中，原钻被三大毛坯钻开采商 Alrosa（澳大利亚）/ RioTinto（俄罗斯）/ De Beers（南非）垄断；而切割环节则被比利时、安德卫普、以色列及孟买四大世界钻石切割中心垄断。2017 年全球钻石首饰消费规模达到 820 亿美元，美国钻石首饰消费规模达到 430 亿美元，占据全球总需求的半壁江山。

**中游产业链同质化高，以外协为主：**钻石产业链的中游为加工环节，我国珠宝品牌除周大福、潮宏基外，其他珠宝企业均以委托加工为主，自主生产部分高设计感产品为辅，或者全部由外协公司加工，从而节约资源投入，将更多的资金用于品牌、渠道建设。

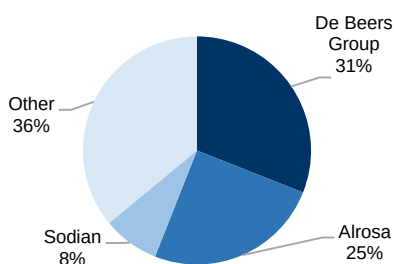
**下游终端零售竞争加剧，品牌打造差异化：**珠宝零售行业处于整个产业链的下游环节。行业利润率和企业规模高度相关，大规模企业利润率是一般企业的近两倍。根据贝恩 2016 年钻石行业报告数据，大规模零售商利润率为 9-11%，而小规模零售商利润率为 4-6% 此外，下游零售环节竞争激烈，品牌商注重差异化优势打造，广告营销、品牌建设及产品设计成为终端零售/品牌商博弈焦点。

图 17：我国珠宝首饰行业产业链概况



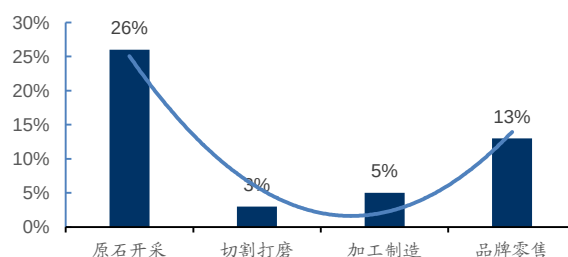
资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 18：全球钻石供应商钻石销售额占比（%）



资料来源：De Beers Diamond report 2016、国信证券经济研究所整理

图 19：钻石行业各环节净利润（呈微笑曲线）



资料来源：贝恩咨询、国信证券经济研究所整理

## 渠道的变化：我国珠宝零售渠道的三大特点

### 我国珠宝零售渠道的三大特点

我国黄金珠宝销售仍以线下实体渠道为主，电商相对较薄弱，且件单价较低。相对于海外市场，我国珠宝销售渠道呈现以下几个特点：

**1. 多加盟、少直营：**在我国，内资品牌的珠宝连锁企业以加盟渠道为主，而港

资、外资品牌以直营渠道为主。直营模式在一二级市场具备显著优势，然而由于我国人口多、城乡差异较大，加盟模式在三-五线市场则更易于推广。当前，我国一二线城市珠宝渠道趋于饱和，而三至五线市场则处于高速发展阶段，加盟门店增长极快。因此，优质加盟商资源在三-五线城市具备重大影响。

**2.一二线趋于饱和，三四线高速发展：**由于我国城乡差异较大，珠宝作为可选品类，跨地区的消费差异则更加明显。总体而言，一二线城市珠宝渠道趋于饱和，而三-五线空白市场仍然较大。周大福、周大生、老凤祥、六福珠宝等连锁珠宝企业通过加盟模式加速低线城市渗透，而连锁品牌在低线城市对区域品牌的降维打击则更加明显。

**3.线下为主，电商薄弱：**在美国，如 Blue Nile 等电商模式高速兴起，但是在我国，由于产品结构差异大、行业标准化较低、监管难度较大等原因，消费者对实体渠道更为信任。同时，由于产品结构以素金为主、而素金则呈现多 SKU、按克计价等特点，消费者更倾向于实体购买。部分品牌如周大福、周大生电商渠道也取得一定突破，单多以低客单价的品类为主。

### 销售模式：一二线直营主导，三四线加盟更具优势

从销售模式来看，我国珠宝零售商销售连锁模式主要分为自营和加盟两种。其中，**自营模式**方便公司进行质量管控，有利于打造品牌形象，但对珠宝首饰企业的资金实力和扁平式渠道管理能力要求较高，典型企业有 Tiffany、Cartier、周生生等。**加盟模式**则有利于品牌迅速扩张、获取市场份额，但同时要求企业具有较好的加盟商管理能力和品牌维护能力，典型企业有六福珠宝、周大生等。

在海外发达国家，由于城乡差异较小、实体零售基础发展良好，珠宝连锁零售多以直营形式为主；然而，我国独特的国情使得加盟模式在某些区域，尤其是低线城市更有优势。

**表 3：我国珠宝零售商主要销售模式**

| 销售模式 | 模式简介                                                                                                         | 经营品牌   | 渠道拓展   | 品牌建设 | 盈利模式           | 主要企业                             |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|------|----------------|----------------------------------|
| 自营模式 | 公司以设立商场专柜、旗舰店或专卖店的方式进行铺货销售。                                                                                  | 单一品牌专卖 | 一、二线城市 | 强    | 产品零售           | Tiffany、Cartier、谢瑞麟、周生生、周大福、潮宏基等 |
| 经销模式 | 公司与经销商签订协议，经销商根据自身销售情况定期或不定期到公司提货，提货价格一般以公司公布的最新批发价为准，经销商在提货后的一定期限内完成付款。公司与经销商之间是买卖关系，经销商提货后，自行销售、自负盈亏、自担风险。 | 混合品牌   | 区域中心   | 弱    | 产品 批发          | 老凤祥、明牌珠宝等                        |
| 加盟模式 | 加盟商在公司授权下开设加盟店，并自行负责人、财、物、房屋租金等一切经营管理费用。公司根据协议为经销商提供相应的服务和监督，包括特许经营权、人员及经营管理培训、统一装修设计等，同时收取一定的费用。            | 单一品牌专卖 | 三、四线城市 | 强    | 批发收入、加盟费、品牌使用费 | 六福珠宝、周大生等                        |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 4：我国黄金珠宝行业主要品牌及其经营情况**

| 品牌                      | 主要产品  | 主要经营模式 | 主要经营区域  | 门店情况                                   |
|-------------------------|-------|--------|---------|----------------------------------------|
| Tiffany、Bvlgari、Cartier | 钻石类珠宝 | 自营     | 一线城市    | NA                                     |
| 周大福                     | 黄金类珠宝 | 自营、加盟  | 一线、二线城市 | FY18:1661 家自营、924 家加盟                  |
| 六福                      | 黄金类珠宝 | 自营、加盟  | 一线、二线城市 | 2018/12/31:210 家自营、1585 家加盟            |
| 周生生                     | 黄金类珠宝 | 自营     | 一线、二线城市 | 2018/9/30: 442 家自营                     |
| 周大生                     | 钻石类珠宝 | 自营、加盟  | 二至四线城市  | 2018/12/31:302 家自营、3073 家加盟            |
| 老凤祥                     | 黄金类珠宝 | 加盟、经销  | 二线、三线城市 | FY2017: 165 家自营、1418 家连锁专卖店、1578 家经销网点 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从商业模式来看，我国珠宝首饰企业可分为三类：1.以生产、加工为主：该类企业规模较小，主要为珠宝产业集群基地的中小企业；2.集设计、生产和销售为一体：该类企业综合实力较强，典型代表有周大福、老凤祥、潮宏基等；3.专注于品牌、渠道建设和运营：该类企业行业整合能力较强、运营效率较高、市场扩张和品牌价值提升较快，典型代表如周大生。

表 5：我国珠宝首饰企业运营模式

| 模式                  | 特征                  | 优势                                     | 劣势                                 | 主要企业                  |
|---------------------|---------------------|----------------------------------------|------------------------------------|-----------------------|
| 以设计或生产为主的珠宝首饰加工企业   | 以贴牌、代工为主            | 在其所在的产业链条细分领域具有较强的竞争优势                 | 品牌形象不突出；发展规模有局限，渠道能力弱；毛利润低；综合实力较弱  | TTF、缘与美、百泰等           |
| 一体化综合性珠宝首饰企业        | 业务链条涵盖设计、生产、销售；全面发展 | 易于维护整体品牌形象，塑造经典畅销系列产品；综合实力较强           | 运营成本较高；难以面面俱到；对企业综合管理能力要求较高        | 周大福、周生生、老凤祥、潮宏基、明牌珠宝等 |
| 专注于品牌和渠道建设的珠宝首饰运营企业 | 依托品牌优势做深渠道建设        | 有利于深度塑造品牌形象；渠道能力强，可较快实现企业规模化发展；毛利润水平较高 | 对供应商和渠道商的管理能力提出了更高要求；设计能力较弱，缺少经典产品 | 周大生等                  |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 渠道下沉：低线城市高增长，一二线趋于饱和

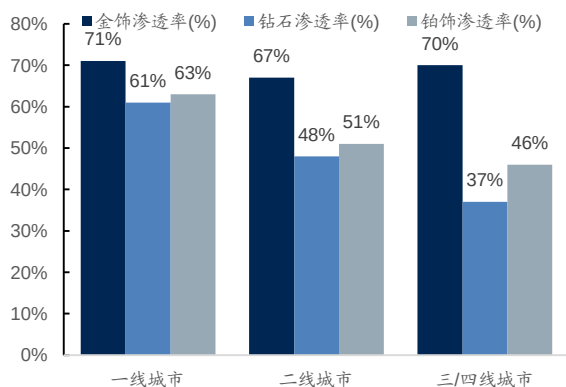
中小城市消费需求日益增长，二三线城市消费者成珠宝消费潜在力量。目前，中小城市消费者日益增长的消费需求已成为我国消费市场主要推动力。据麦肯锡《2011 年度中国消费者调查报告》和 BCG《中国新一代消费推动力报告》报告，目前三、四线城市的居民贡献了近 60%的中国城镇消费总额，同时未来 75%的消费增长将来自三、四线城市。

据 Frost&Sullivan 数据，2010-2015 年三线及以下级城市珠宝市场增长率高达 45.3%，远超一线城市 31.9%的水平。De Beers 数据显示，2016 年我国二线城市钻石消费总量/总额占比为 37%/30%；三线城市钻石消费总量/总额占比分别为 37%/43%，均超过一线城市水平。

珠宝零售企业纷纷渠道下沉，抢滩三四线市场。随着三四线城市消费崛起，为珠宝首饰也的发展带来巨大契机，各珠宝零售企业纷纷布局以抢占先机。目前，周大福、老凤祥等国内领先珠宝首饰企业在加强一线城市品牌建设的同时，已开始战略布局二三线城市；诸如公司等企业利用加盟店快速扩张优势抢滩三四线城市市场。

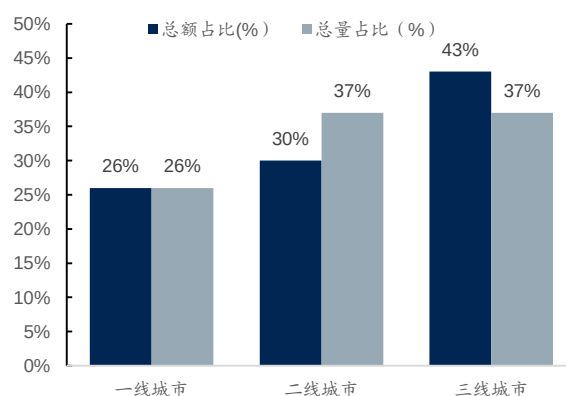
此外，据中国珠宝玉石首饰年鉴，以商场联营模式进行销售的珠宝首饰占珠宝首饰销售模式比重约 45%。近年来我国百货行业整逐步加大对西部地区 and 二三线市场的拓展，一定程度上亦将推进我国珠宝行业发展。

图 20：2016 年，各类珠宝在各线城市女性消费者的渗透率（%）



资料来源：世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

图 21：2016 年，我国各线城市钻石首饰总量和总额占比（%）



资料来源：De Beers、国信证券经济研究所整理



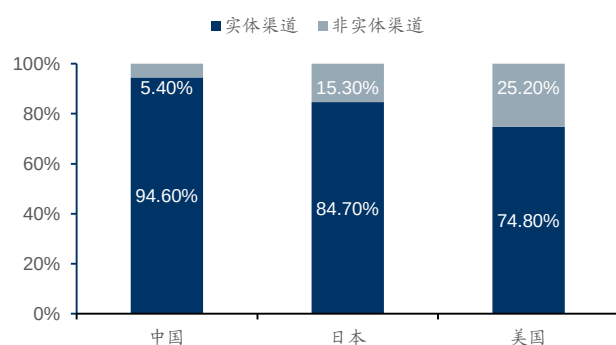
## 线下为主，线上短期难以获得较大份额

我国珠宝零售的电商化仍处于初级阶段，据 euromonitor，2017 年，我国 94.6% 的珠宝消费是通过实体渠道的，而在美国仅为 74.8%，互联网等非实体销售占比超过 1/4。尽管珂兰钻石、钻石小鸟等先后探索了互联网珠宝等模式，短期内仍难以取得较大进展。主要因为：

- 1.消费品类的差异：**珠宝属于高价低频品类，我国消费者对实体的信任感更强；此外，我国珠宝消费仍以黄金品类为主，消费者更加在意黄金的成色、足克等因素；
- 2.消费习惯的差异：**我国消费者购买珠宝的频次低于发达国家，体验式购买的诉求则更为强烈；而发达国家消费者对珠宝消费则更加日常化，价格中低端、设计感较强的线上销售模式容易获得青睐。

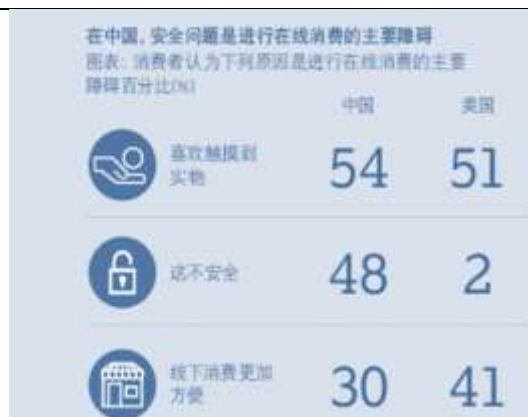
据世界黄金协会，虽然我国约 1/3 的黄金购买者都在消费过程中开始使用网络，但只有 4% 的人会在网上完成购买。消费者担心在线消费的安全性是线上购物最大的阻碍。中短期来看，我们认为我国消费者购买黄金珠宝的渠道仍以实体为主，尤其在低线城市。

图 22：2017 年，我国、日本、美国珠宝消费渠道对比（%）



资料来源：euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 23：在中国，安全问题是进行在线消费的主要障碍



资料来源：世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

## 钻石镶嵌：年轻消费群体最喜爱的珠宝品类

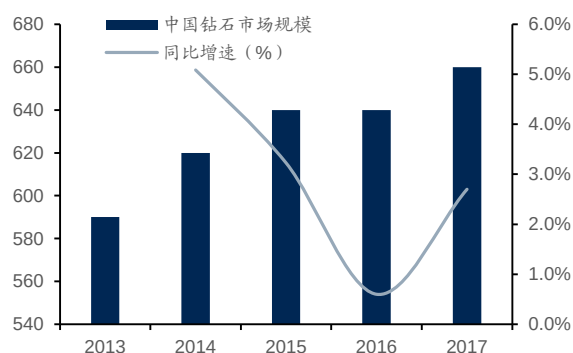
### 市场空间：超过 660 亿元，维持较高增速

据 De Beers 统计，2017 年我国钻石镶嵌首饰市场规模超过 660 亿元，景气较好。自 2009 年以来，我国稳居全球第二大钻石消费市场。我国钻石首饰消费规模从 2006 年的 31 亿美元增长至 2016 年的 97 亿美元，年均复合增速高达 12%。

上海钻交所的数据显示，2018 年，通过上海钻石交易所海关报关的一般贸易项下成品钻进口进口总额为 27.06 亿美元，较去年同期增长 7.6%，创钻交所成品钻进口额历史新高；累计为 57.84 亿美元，较去年同比增长 8.23%。

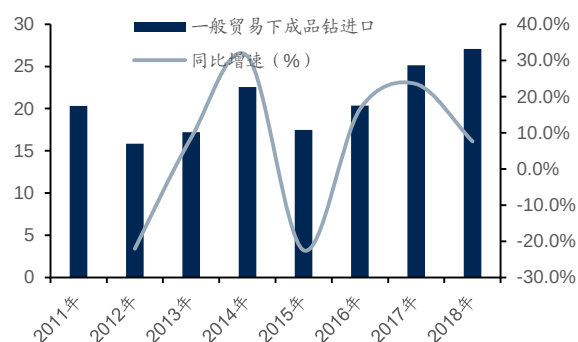
2018 年，全球钻石镶嵌首饰市场为 820 亿美元，同比增长 2.2%，其中美国、中国分别为钻石消费第一、第二大市场，规模分别为 430 亿/100 亿美元。

图 24: 中国钻石首饰消费规模及其增速 (亿元、%)



资料来源: De Beers、国信证券经济研究所整理

图 25: 我国上海钻石交易所钻石交易金额及其增速 (亿美元、%)



资料来源: 上海钻石交易所、国信证券经济研究所整理

### 需求端的变化: 消费升级, 消费群体年轻化带动钻石消费崛起

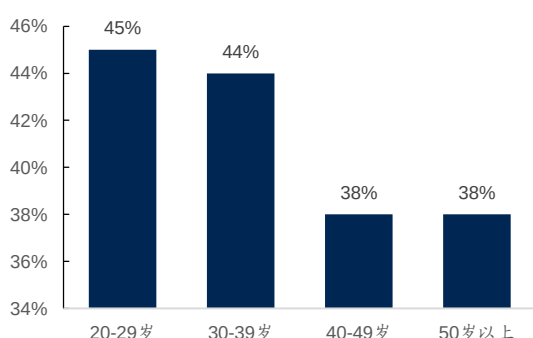
黄金珠宝行业增长根本原因在于消费升级(富裕消费群体和主流消费群体兴起), 珠宝首饰逐步进入居民日常生活。同时年轻的消费群体(即千禧一代和 Z 世代)的崛起使得在消费习惯发生重大变化: 钻石品类而非黄金品类成为最受欢迎的品类; 多场景的消费可能性, 以及消费克拉数的提升也将带动复购率提升和客单价提升。

以下, 我们将按照消费群体增加、复购率提升、客单价提升三个维度进行分析。

### 珠宝镶嵌增长驱动力之一: 消费群体增加

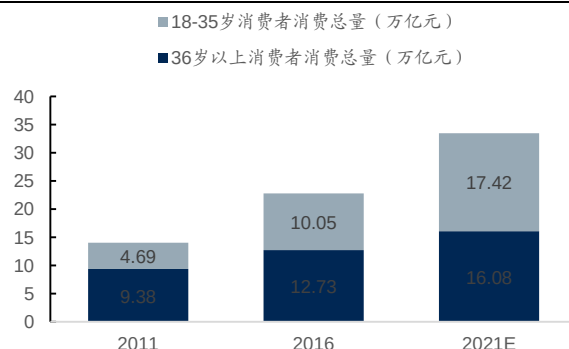
除了普惠型的宏观经济增长影响, 消费群体年龄结构变化, 对镶嵌品类的影响更为积极。年轻一代成消费主力, 推动未来珠宝消费。BCG 研究显示, 中国年轻一代(80 后)已成我国消费主力, 20-29 岁、30-39 岁消费者未来计划购买珠宝的占比分别为 45%、44%, 远高于 40 岁以上消费者的 38%左右水平。

图 26: 不同年龄段消费者未来计划购买珠宝的占比 (%)



资料来源: BCG、国信证券经济研究所整理

图 27: 我国城市居民分年龄消费总量情况 (万亿元)



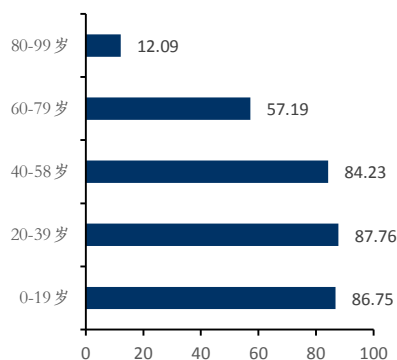
资料来源: BCG、国信证券经济研究所整理

千禧一代和 Z 世代的消费需求对奢侈品行业产生巨大影响。相对于 1980-1994 年间出生的人口被称为千禧一代, 而 1995 年-2010 年出生出生的人群则被称为 Z 世代: 包括日常所说的 95 后以及 00 后。千禧一代以及 Z 世代的人口总数最大, 并即将拥有最强的消费能力。

从人口结构和消费者行为上看, 我国钻石行业具备更大的成长潜力。部分调研显示, Gucci 超过 50% 的销售额由千禧一代贡献。千禧一代和 Z 世代创造了我国超过 80% 的钻石需求。相对于其他发达国家, 我国的千禧一代将具备更强的购买能力: 1) 世界银行预测, 2035 年我国千禧一代整体购买力将超过美国的

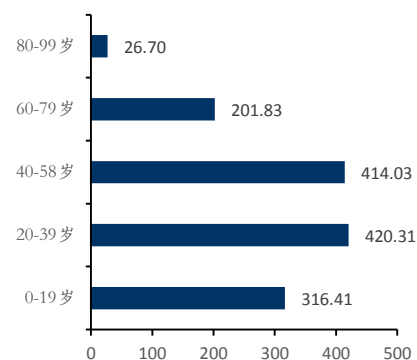
千禧一代；2）贝恩研究发现，中国千禧一代奢侈品购买习惯以及养成，他们在较小的年龄就开始以较高的频率购买奢侈品。

图 28：2017 年美国人口年龄构成（百万人）



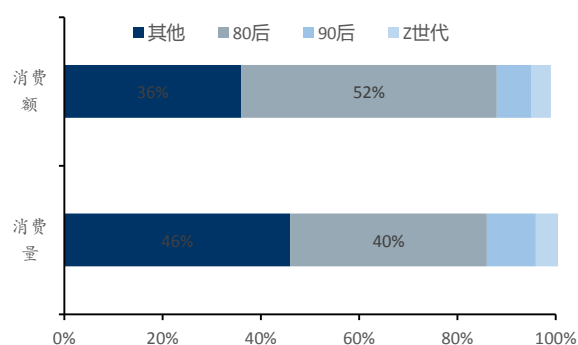
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 29：2017 年我国人口年龄构成（百万人）



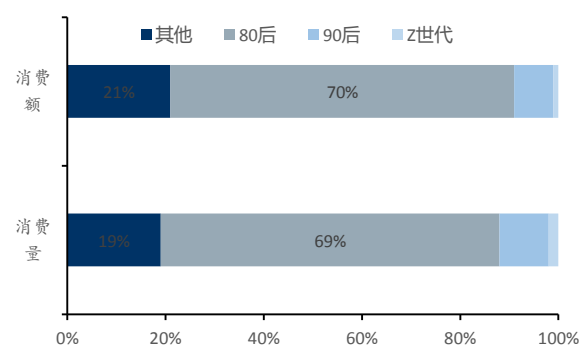
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 30：2017 年，千禧一代和 Z 时代在美国钻石行业消费贡献



资料来源：de beers、国信证券经济研究所整理

图 31：2016 年，千禧一代和 Z 时代在中国钻石行业消费贡献

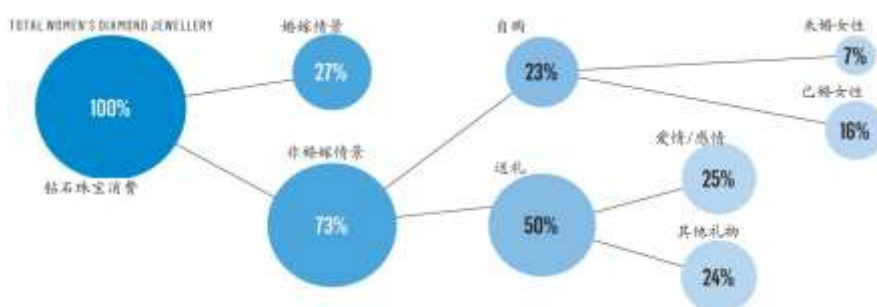


资料来源：de beers、国信证券经济研究所整理

## 珠宝镶嵌增长驱动力之二：复购率提升

钻石不仅是婚姻，还是亲情，友情，爱情，以及自我奖励。婚嫁情景渗透率提升以及非婚情景购买占比提升，成为珠宝镶嵌品类复购率提升的主要原因。钻石镶嵌产品主要消费场景包括婚嫁和非婚嫁，其中非婚嫁情景包括送礼、自购等等，在我国，婚嫁情景的消费占比约为三成，这就意味着非婚情景的购买，即大多为二次购买钻石品类的复购场景，超过七成。钻石镶嵌产品已经具备更加复杂的情感意义，作为亲情、友情、爱情以及自我犒赏的表达，而不仅局限于订婚或是婚礼。据 de beers2014-2016 年对中、美、日三国的统计，婚嫁用钻石消费占比仅为 27%，而非婚嫁情景中，自购、送礼的占比分别达到 23/50%。

图 32: 2014-2016 年中、美、日三国消费者购买钻石的原因



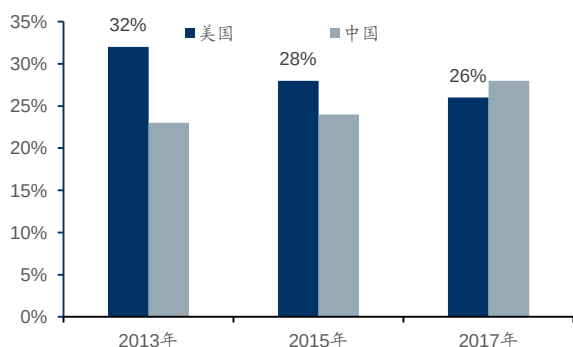
资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

**婚嫁情景消费渗透率持续提升。**据 De Beers, 2017 年, 钻石镶嵌珠宝在我国婚嫁群体渗透率为 47%, 而美国、日本的渗透率分别为 70%、60%, 随着 Z 世代逐步成为新婚主流人口, 钻石在婚嫁情景的渗透率将持续提升。尽管新婚人数出现一定的下滑, 然而渗透率仍有较大提升空间。

**非婚情景消费占比超过七成。**据 De Beers, 我国婚嫁情景的珠宝消费占比从 2013 年的 23% 提升至 28%, 然而非婚嫁情景的购买仍然超过七成。参考美国, 长期来看随着我国婚嫁用钻石渗透率加速提升接近海外水平, 非婚情景的消费占比将持续提升

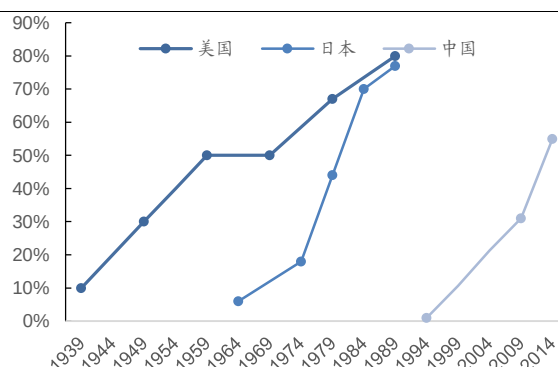
在美国, 有 52% 的 80 后女性第一次获得钻石是来自爱情关系, 与订婚/结婚相关的占比达到 39%; 然而对于更为年轻的 Z 世代女性中, 仅有 20% 的女性第一颗钻石是来自爱情关系, 其中与订婚/结婚相关的占比仅为 10%, 其余 10% 仅仅是作为恋爱阶段的礼物馈赠。

图 33: 近年, 婚嫁情景在我国珠宝消费占比持续提升, 而在美国则下降 (%)



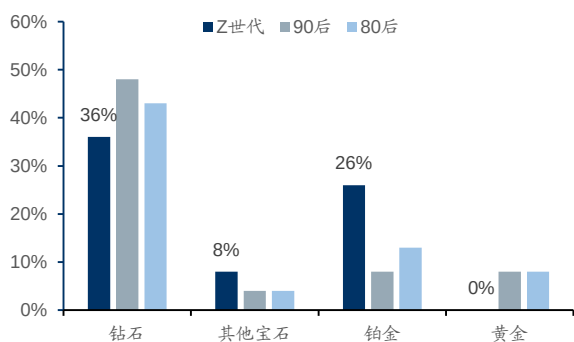
资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

图 34: 钻石镶嵌在各国婚嫁市场的渗透率 (%)



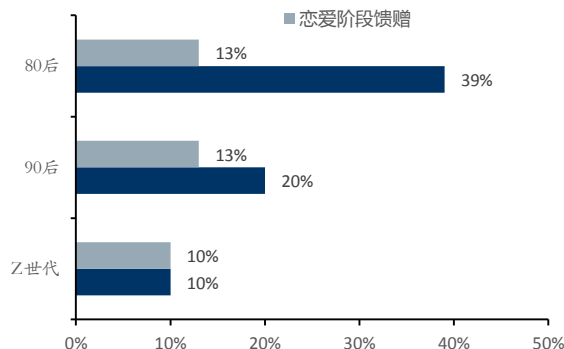
资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

图 35: 中国不同年龄层消费者对不同珠宝品类的喜爱程度 (%)



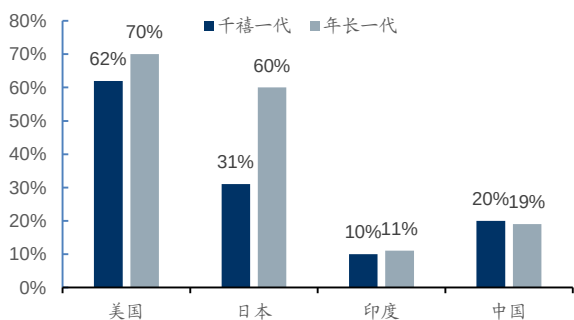
资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

图 36: 爱情场景中, 美国女性获得第一颗钻石的来源 (%)



资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

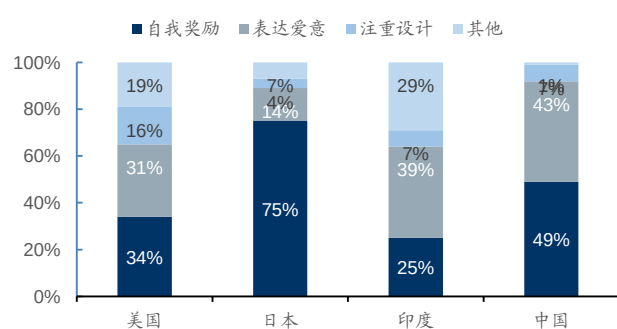
图 37: 2016 年全球主要钻石市场钻石消费者属性



资料来源: De Beers、国信证券经济研究所整理

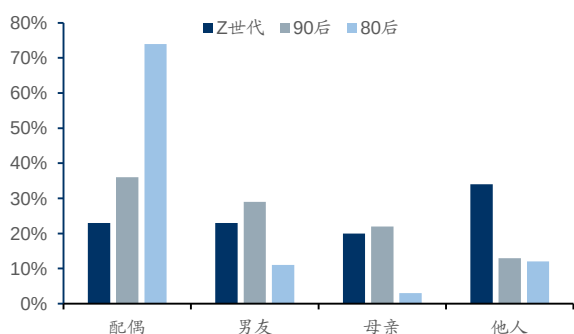
注: 数据年份美国数据取自 2015 年, 中国 2014 年, 日本和印度 2013 年

图 38: 千禧一代女性购买钻石目的



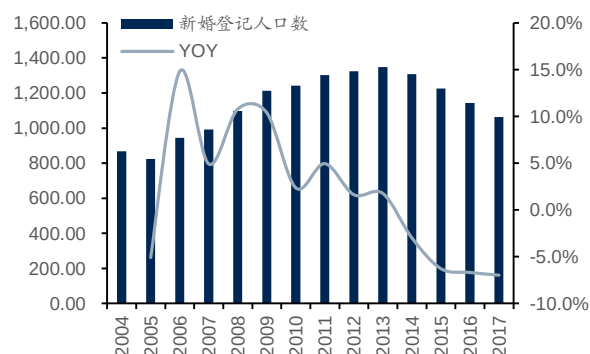
资料来源: De Beers、国信证券经济研究所整理

图 39: 在美国, 不同年龄层消费者第一颗钻石的来源 (%)



资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

图 40: 中国结婚登记新人数量 (万对)



资料来源: 民政局、国信证券经济研究所整理

### 珠宝镶嵌增长驱动力之三: 客单价提升

婚嫁用钻克拉数有较大提升空间。据 De Beers, 在我国, 近半订婚/结婚戒指的克拉数约在 0.14-0.49 克拉, 而在美国, 大克拉数则更流行, 超过三分之一的订婚戒指主石重量超过一克拉。这主要因消费水平的差异, 同时随着钻石产



品在低线城市渗透率持续提升,平均消费的主石重量会小于一二线城市,然而,近期草根调研中,平均消费克拉数呈现一定提升趋势,消费者在具备一定的消费能力下,更倾向于购买大克拉数钻石。

FY2018 周大福珠宝镶嵌客单价均价为 6700 港元,而黄金饰品、铂金/K 金饰品客单价分别为 4000 港元、1800 港元。据草根调研,周大生镶嵌品类客单价均价约为 3000 元,仍有较大提升空间。

## 黄金首饰: 需求稳定, 高度竞争

### 黄金首饰零售规模约为 2400 亿元, 需求相对稳定

据中国黄金协会, 2018 年, 我国黄金总消费量为 1151.43 吨, 同比+5.73%, 2013-2018 年复合增速 0.55%。黄金首饰消费量 736.29 吨, 同比+5.71%; 零售市场规模约在 2208-2577 亿元(狭义, 不含金条、金币等, 按终端均价(含工费) 300 元/克-350 元/克测算)。2013 年抢金狂潮后, 我国黄金首饰消费量基本处于零增长, 期间宏观经济向好, 消费升级持续, 黄金珠宝消费者消费偏好发生巨大变化, 向镶嵌品类转移。

我们认为我国黄金首饰的市场空间基本处于稳定的阶段, 主要因: 1)非素品类更符合新生代消费者的消费偏好; 2)我国人均黄金消费量甚至超过很多发达国家。

我国消费者购买黄金制品, 主要包括消费需求以及投资需求。消费需求主要包括日常佩戴及送礼、婚庆等; 出于投资需求的消费者相对于购买黄金首饰, 更倾向于购买金币、金条等品类。在国人过去的消费观念里, 黄金一度成为珠宝的代名词, 然而, 随着 80-90 后逐步成为珠宝行业消费主力群体, 消费理念发生巨大变化。

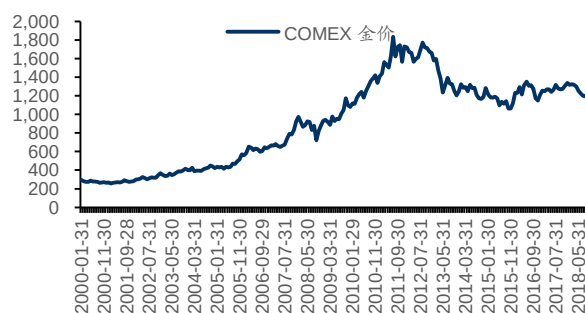
世界黄金协会在《2016 年中国金饰市场: 关于消费者行为的新洞察》中提及: 中国新兴中产阶级对拥有奢侈品的渴望越来越强烈, 这是对未来黄金市场的潜在威胁。相比于更奢华、独特的产品(如钻石和铂), 黄金的普遍性及其传统意义削弱了消费者购买金饰的渴望, 尤其是在一线城市。

图 41: 我国黄金消费需求及同比增速(吨, %)



资料来源: 世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

图 42: 2000 年以来 COMEX 金价走势(美元/盎司)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 影响因素: 收入水平、金价波动、消费习惯

影响黄金首饰消费的因素主要包括居民收入水平、消费习惯变化, 投资需求导致金价波动也会对黄金消费带来巨大影响, 极端情形是 2013 年的抢金狂潮。

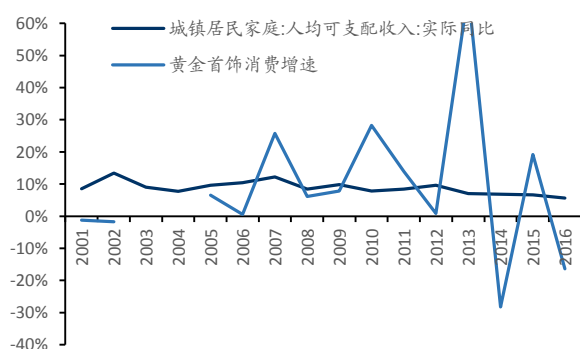
黄金消费与居民收入水平在早期关联性较大, 近年则明显滞后。2000-2016 年间, 我国城镇居民家庭人均可支配收入实际复合增速为 8.78%, 期间世界黄金

协会统计的黄金首饰消费复合增速为 7.25%，然而在 2010-2016 年间，二者分别为 7.32% 和 5.717%，黄金首饰消费增速明显放缓。

整体而言，金价上涨会刺激黄金消费，反之亦然；2013 年抢金狂潮后，黄金价格波动与消费需求的波动率，以及二者的关联都明显下降。2013 年以前，金价与我国消费黄金消费需求之间呈现较强的相关关系，一方面是黄金 2000 年来长达 12 年的上涨周期，同时我国宏观经济维持较高增速，消费向好。比较明显的背离体现在 2013 年金价大幅下行，“抢金狂潮”刺激终端消费，随后二者关联性明显下降。

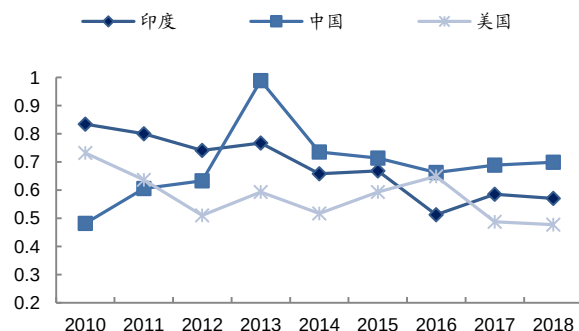
我国人均消费黄金克数居于世界领先：而消费者消费偏好的变化，则是导致近年黄金首饰消费增长几乎停滞的主要原因。据世界黄金协会，2018 年我国人均消费黄金为 0.7 克/人，居于世界领先水平，远高于欧美日本等发达国家。

图 43: 居民收入水平同比与黄金首饰消费的关系 (%)



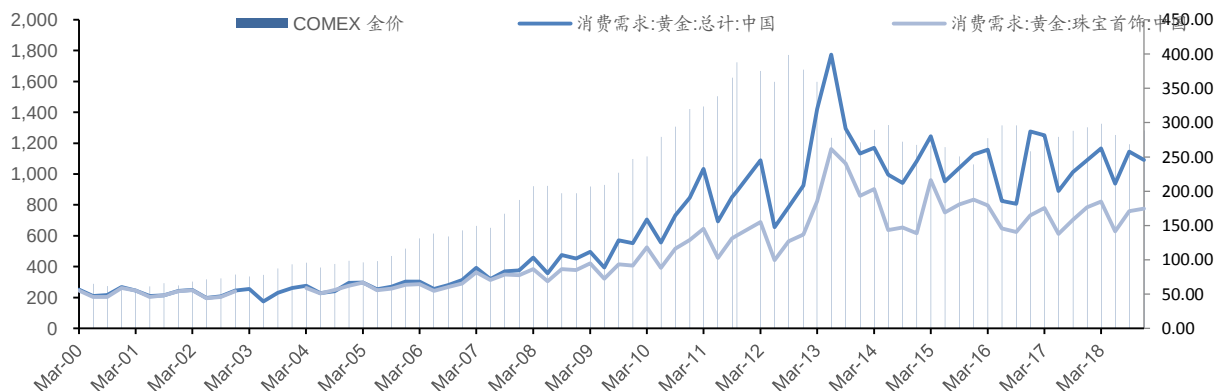
资料来源: 世界黄金协会、统计局、国信证券经济研究所整理

图 44: 我国人均消费黄金克数居于世界前列 (克/人)



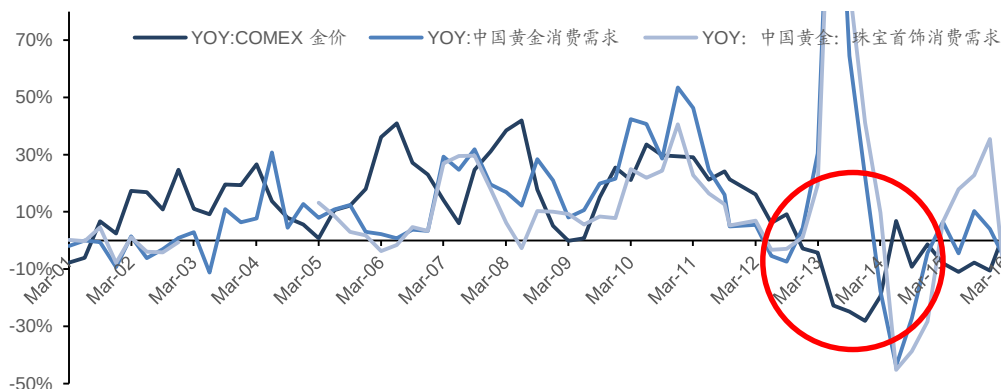
资料来源: 统计局、国信证券经济研究所整理

图 45: 2000 年以来 COMEX 金价与我国黄金消费需求之间的关系 (美元/盎司, 吨)



资料来源: World Gold council、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 46：2000 年以来 COMEX 金价年度变动与我国黄金消费需求增速之间的关系（%）



资料来源:World Gold council、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

表 6：历年金价走势与黄金首饰消费增速、主要企业同店增速的关系

|        | 金价走势          | 黄金首饰<br>增速 (%) | 周大福同店销售增速 |         | 六福珠宝同店增速 |         | 说明                                          |
|--------|---------------|----------------|-----------|---------|----------|---------|---------------------------------------------|
|        |               |                | 大陆        | 香港      | 整体       | 黄金/铂金   |                                             |
| 2008 年 | 大幅下行          | 6.14%          |           |         |          |         | 金融危机首年，消费相对疲软                               |
| 2009 年 | 小幅上涨          | 7.84%          |           |         |          |         | 金融危机次年，经济小幅复苏                               |
| 2010 年 | 大幅上涨          | 28.24%         | 35.20%    | 32.40%  | 40.50%   |         | 美国 QE 和欧洲危机，避险情绪驱动                          |
| 2011 年 | 大幅上涨          | 13.90%         | 31.90%    | 48.50%  | 40.50%   |         | 美国 QE 和欧洲危机，避险情绪驱动                          |
| 2012 年 | 高位震荡          | 0.82%          | -3.00%    | -3.80%  | 7.40%    | 9.80%   | 黄金高位震荡                                      |
| 2013 年 | 大幅下跌          | 69.72%         | 17.20%    | 20.20%  | 24.90%   | 36.00%  | 美国经济转好，避险情绪消退；金价暴跌刺激中国消费者“抢金”               |
| 2014 年 | 震荡下行          | -28.20%        | -15.60%   | -32.80% | -28.00%  | -34.00% | 全球经济风险释放；抢金狂潮次年，消费透支导致消费增速下行                |
| 2015 年 | 震荡下行          | 19.19%         | -9.60%    | -21.70% | -19.00%  | -17.00% | 全球避险情绪消退；基于 2014 年黄金消费低基数，黄金消费需求复苏          |
| 2016 年 | 先升后降<br>(倒 V) | -16.34%        | -5.20%    | -12.40% | -18.00%  | -25.00% | 金价倒 V 对于黄金首饰企业经营难度极大；老凤祥业绩首度下滑，港资企业低位几乎没有复苏 |
| 2017 年 | 中幅上涨          | 2.82%          | 8.00%     | 10.20%  | 9.00%    | 7.00%   | 金价上涨对黄金消费刺激并不明显，港资企业经营调整体现成效，龙头效应逐步体现       |
| 2018 年 | 先降后升<br>(正 V) | 3.75%          | 0.83%     | 14.10%  | 8.00%    | 12.00%  | 贸易战危机一定程度刺激消费需求，然而消费习惯变化，行业增长并不明显           |

资料来源:World Gold council、Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

注：周大福和六福集团的同店数据都以每年 3/31 为起止，两家上市公司同店数据仅统计直营店数据；周大福和六福珠宝 2018 年同店数据为 FYQ1-Q3 季度复合增速

### 金价与上市公司业绩关联性减弱

对于经营黄金珠宝的企业而言：金价的年度波动与收入增速有一定相关性，但是与业绩增速关联并不明显。

年内金价走势一般存在三种情形：

**金价上涨对企业收入增长带来积极影响：**如 2010 年，2011 年，2017 年；

**金价下行对需求起一定抑制作用（如 2014 年，2015 年），金价大幅下降也会刺激消费需求（2013 年）；**

**金价年内大幅波动（倒 V）对企业经营难度最大：**如 2016 年。

**金价走势与企业综合毛利率没有明显关系。**的我们拟进一步探讨金价走势与企业毛利率的关系，理论上，在金价上涨的年份，企业的毛利率应有所提升；金价下降的年份，企业的毛利率将有所下降。然而实际来看，这一关系在财报表现并不明显（如 2011 年和 2017 年，金价上涨反而企业毛利率下降）；此外，数据还显示，在销售增速较高的年份，企业的毛利率同比反而下降。（如 2013 年，2015 年，2017 年）。我们认为，主要是基于两个原因：

1. 市场竞争加剧：近年来，素金首饰市场进入激烈价格竞争阶段，迫使龙头

企业降低终端售价（2017 年）；此外，在销售较好的年份，企业的促销行为往往更为激烈（2013 年）；

2. 品类结构的变化：在金价下行、素金销售不佳的年份，珠宝首饰的收入占比将提升，导致综合毛利率增加；如果我们更仔细研究，在 FY2013-2017 年间，六福集团的黄金/铂金品类毛利率是持续提升的，无论金价波动。

表 7：金价走势与企业业绩的关系

|        | 金价走势      | 黄金首饰增速 | 周大福<br>收入<br>YOY | 利润<br>YOY | 六福集团<br>收入<br>YOY | 利润<br>YOY | 老凤祥<br>收入<br>YOY | 利润<br>YOY | 周大生<br>收入<br>YOY | 利润<br>YOY | 说明                                                 |
|--------|-----------|--------|------------------|-----------|-------------------|-----------|------------------|-----------|------------------|-----------|----------------------------------------------------|
| 2009 年 | 小幅上涨      | 8%     | 25%              | 13%       | 36%               | 93%       | 18%              | 85%       |                  |           | 金融危机次年，小幅复苏                                        |
| 2010 年 | 大幅上涨      | 28%    | 53%              | 65%       | 50%               | 63%       | 30%              | 69%       |                  |           | 金价大涨，刺激消费；龙头企业高速展店；访港自由行旅客增加；老凤祥盈利能力恢复期            |
| 2011 年 | 大幅上涨      | 14%    | 61%              | 79%       | 47%               | 54%       | 48%              | 83%       |                  |           | 金价大涨，刺激消费；龙头企业高速展店；访港自由行旅客增加；老凤祥盈利能力恢复期            |
| 2012 年 | 高位震荡      | 1%     | 2%               | -13%      | 13%               | -5%       | 21%              | 17%       | 15%              | 20%       | 金价高位震荡需求不佳，港资企业业绩下滑；内资企业相对平稳                       |
| 2013 年 | 大幅下跌      | 70%    | 35%              | 32%       | 43%               | 50%       | 29%              | 46%       | 28%              | -13%      | 抢金狂潮，港资企业业绩高点；周大生因 315 事件影响下滑                      |
| 2014 年 | 震荡下行      | -28%   | -17%             | -25%      | -17%              | -13%      | 0%               | 6%        | -1%              | 33%       | 需求透支，企业业绩明显下滑；周大生业绩低点修复                            |
| 2015 年 | 震荡下行      | 19%    | -12%             | -46%      | -12%              | -41%      | 9%               | 19%       | 2%               | 9%        | 尽管需求小幅复苏，香港“占中”事件影响访港旅客人数下滑，港资企业同店增速持续为负；老凤祥业绩小幅修复 |
| 2016 年 | 先升后降（倒 V） | -16%   | -9%              | 4%        | -9%               | 6%        | -2%              | -5%       | 6%               | 21%       | 金价倒 V，需求不振，企业经营难度极大，老凤祥业绩首度下滑                      |
| 2017 年 | 中幅上涨      | 3%     | 15%              | 34%       | 14%               | 35%       | 14%              | 7%        | 31%              | 39%       | 需求小幅复苏复苏期，企业开店节奏加速                                 |
| 2018 年 | 先降后升（正 V） | 4%     | 19%              | 9%        | 25%               | 28%       | 11%              | 10%       | 31%              | 43%       | 上半年经济增速向好，Q3 贸易战刺激黄金消费，Q4 港资企业同店下滑明显               |

资料来源：World Gold council、Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

注：2018 年老凤祥财务数据为 Q1-Q3；周大福、六福集团数据为 H1

表 8：黄金价格波动与上市公司毛利率变化的关系（%）

|        | 金价走势      | 黄金首饰消费增速（%） | 周大福<br>毛利率（%） | 毛利率变化 | 六福集团<br>毛利率（%） | 毛利率变化 | 老凤祥<br>毛利率（%） | 毛利率变化 |
|--------|-----------|-------------|---------------|-------|----------------|-------|---------------|-------|
| 2008 年 |           |             | 28.93%        |       | 21.22%         |       | 7.09%         |       |
| 2009 年 | 小幅上涨      | 8%          | 28.58%        | 降     | 24.01%         | 升     | 7.51%         | 升     |
| 2010 年 | 大幅上涨      | 28%         | 28.33%        | 降     | 23.70%         | 降     | 9.01%         | 升     |
| 2011 年 | 大幅上涨      | 14%         | 29.07%        | 升     | 23.17%         | 降     | 8.73%         | 降     |
| 2012 年 | 高位震荡      | 1%          | 28.35%        | 降     | 21.10%         | 降     | 8.19%         | 降     |
| 2013 年 | 大幅下跌      | 70%         | 27.33%        | 降     | 21.93%         | 升     | 7.97%         | 降     |
| 2014 年 | 震荡下行      | -28%        | 29.67%        | 升     | 24.06%         | 升     | 8.77%         | 升     |
| 2015 年 | 震荡下行      | 19%         | 27.64%        | 降     | 23.19%         | 降     | 8.39%         | 降     |
| 2016 年 | 先升后降（倒 V） | -16%        | 29.20%        | 升     | 25.59%         | 升     | 8.95%         | 升     |
| 2017 年 | 中幅上涨      | 3%          | 27.41%        | 降     | 25.66%         | 升     | 8.35%         | 降     |

资料来源：World Gold council、Bloomberg、公司公告、国信证券经济研究所整理

注：2018 年老凤祥财务数据为 Q1-Q3；周大福、六福集团数据为 H1

## 金价波动与上市公司股价并未呈现高相关性

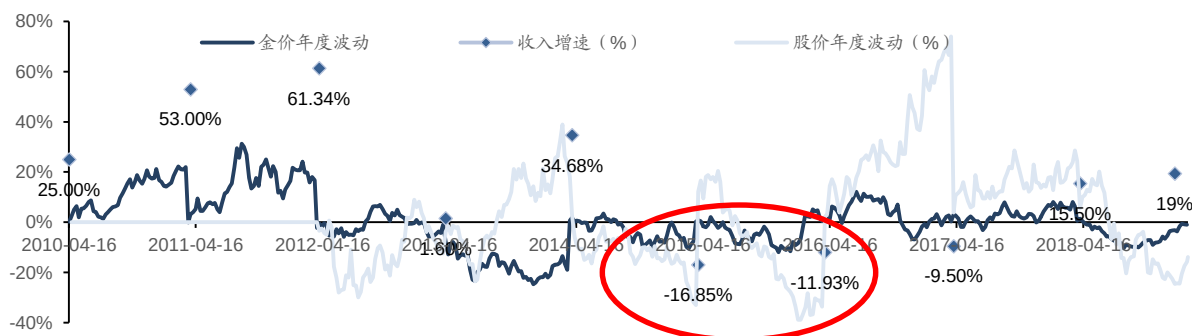
上市公司股价波动与业绩更为相关，而与黄金价格波动没有直接影响。

通过复盘主要黄金珠宝公司股价与黄金价格的关系，我们发现：

2010-2012 年间，黄金价格上涨与企业股价相关，然而这一关系在 2012 年后明显减弱，且其中的关系传导链应是金价上涨-需求增长-业绩增长，股价的变化与企业财务表现更为相关，尤其是对于港股周大福、六福珠宝。

此外，如果我们更深入的考察季度数据，发现近年来影响周大福、六福珠宝股价变化的因素在于同店增速，同店增速的触底复苏推动股价 2016Q2 以来的触底反弹，而 2018Q4 企业同店增速的下滑，则在 2018 下半年提前在股价中得到反映。

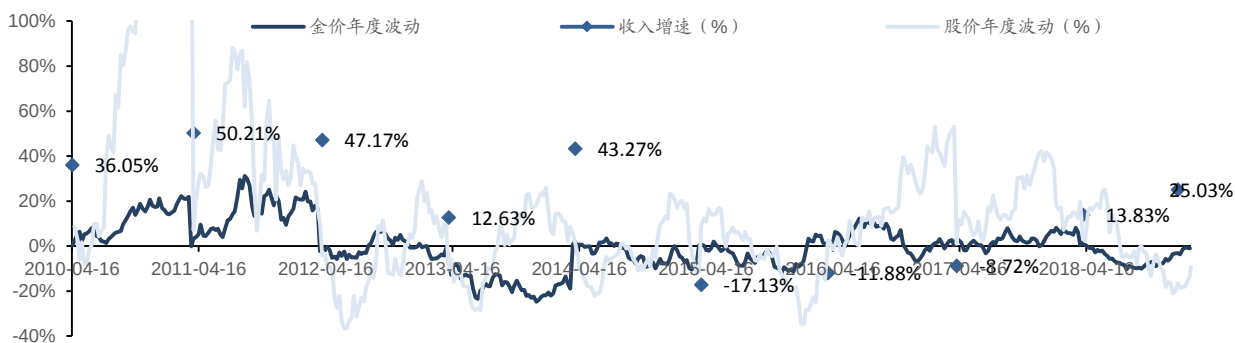
图 47: 金价年度波动与周大福收入增速的关系 (%)



资料来源:World Gold council、Wind、国信证券经济研究所整理

注:周大福、六福集团年度数据及图中金价年度波动以每年 3/31 为止

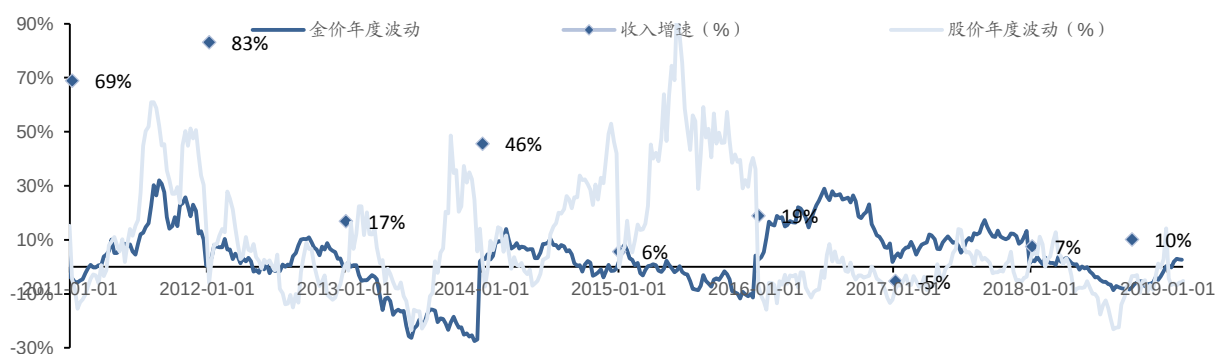
图 48: 金价年度波动与六福集团收入增速的关系 (%)



资料来源:World Gold council、Wind、国信证券经济研究所整理

注:周大福、六福集团年度数据及图中金价年度波动以每年 3/31 为止

图 49: 金价年度波动与老凤祥收入增速的关系 (%)



资料来源:World Gold council、Wind、国信证券经济研究所整理



## 他山之石：全球珠宝龙头简析

我们拟对全球珠宝企业龙头周大福、美国 Signet、Tiffany 以及丹麦 Pandora 进行分析，其中周大福是大中华区黄金珠宝龙头企业，Signet 是北美地区珠宝龙头，采用横向并购多品牌策略进行扩张；Tiffany 采用传统奢侈品的策略，门店少而精；而 Pandora 的快时尚爆品模式成为珠宝界一大黑马。

### 周大福：全国黄金珠宝行业龙头，市场表现与业绩高度相关

周大福珠宝集团有限公司于 2011 年 12 月在香港联合交易所主板上市，集团标志性品牌“周大福”创立于 1929 年，为全国最具有影响力的珠宝品牌之一。集团亦制定长线多品牌发展策略，旗下拥有其他珠宝品牌包括 T MARK、HEARTS ON FIRE、MONOLOGUE 与 SOINLOVE 等首批具代表性品牌。

截止 2019 年 3 月 4 日，公司股价为 7.41 港元，总市值为 741 亿港元，市盈率为 17.4 倍。FY2018，公司收入为 591.56 亿港元，净利润为 40.95 亿港元，我们测算公司 FY18 GMV 约为 586 亿元人民币。

周大福拥有庞大的零售网络，遍及大中华、韩国、日本、新加坡、马来西亚与美国，并加速布局电商平台。截止 2018/12/31，公司总门店数达到 3084 个，次于周大生和老凤祥。

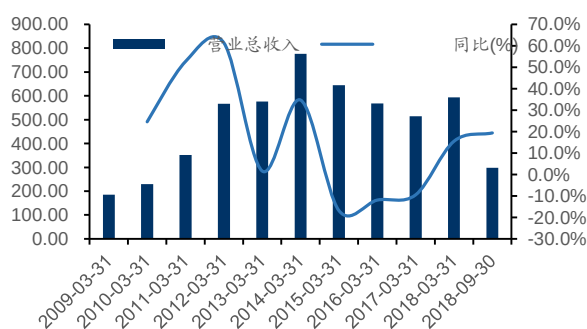
**直营为主，一二线网点占大多数：**FY2018 财年，公司门店总数为 2585 个，中国内地门店数为 2449 个；分线级城市看，一线城市/二线城市和三线城市门店数分别为 265/1255/797 个，一二线城市门店数占比达到 65.7%。按照营运模式来看，直营网点合计为 1393 个，占比接近 60%，加盟网点为 924 个。

收入构成方面，FY2018，公司大陆地区收入为 368.05 亿港元，占比达到 62.2%，香港及海外地区收入 223.52 亿港元，占比 37.8%。港澳及海外门店具备更高的店效。

分产品构成方面，珠宝镶嵌产品收入 137.20 亿港元，黄金品类收入 343.88 亿港元，占比分别为 23.70/59.4%，公司产品结构仍然以黄金品类为主。

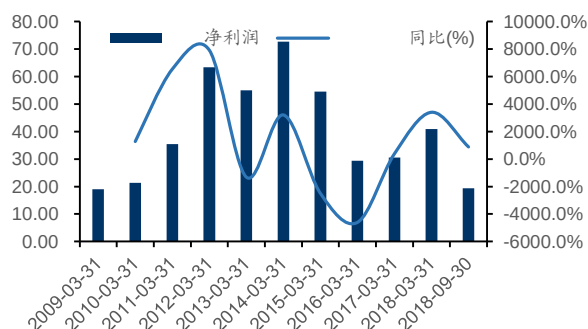
近年来，周大福 ROE 呈现下降趋势，主要因净利率的下降以及周转率的下降。

图 50：周大福历年营业收入及同比增速（亿港元，%）



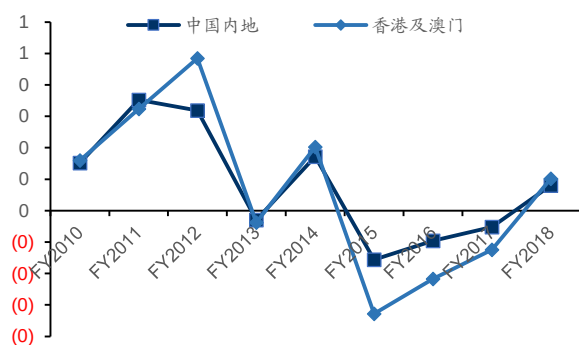
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 51：周大福历年净利润及同比增速（亿港元，%）



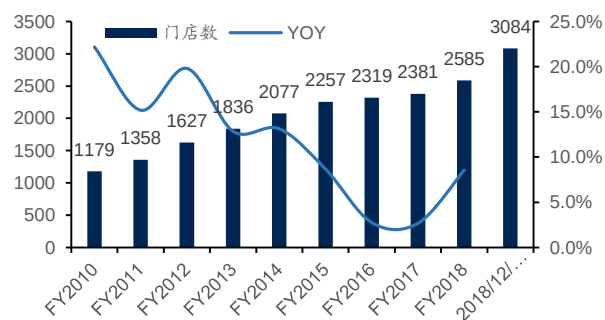
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 52: 周大福历年分地区同店增速 (%)



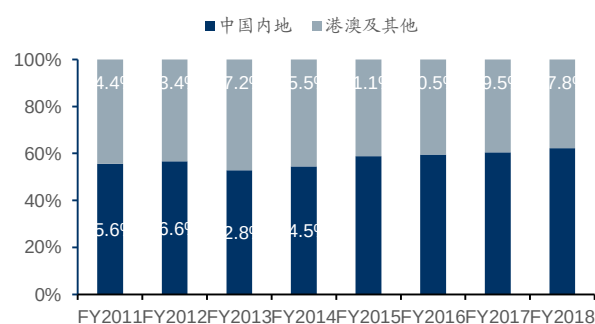
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 53: 周大福历年门店数量及增速 (个、%)



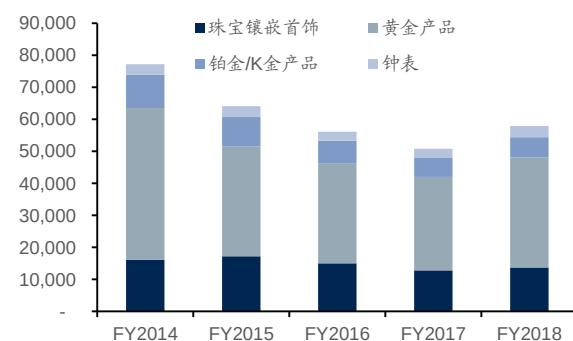
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 54: 周大福历年分地区收入构成 (%)



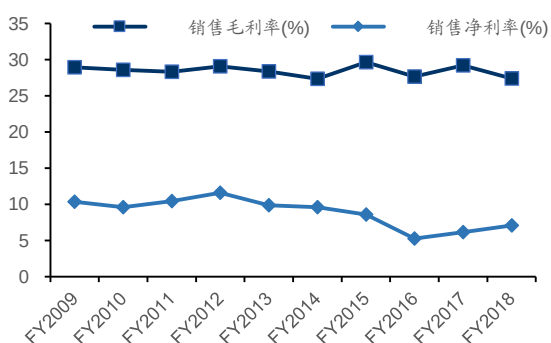
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 55: 周大福历年分产品收入构成 (亿元)



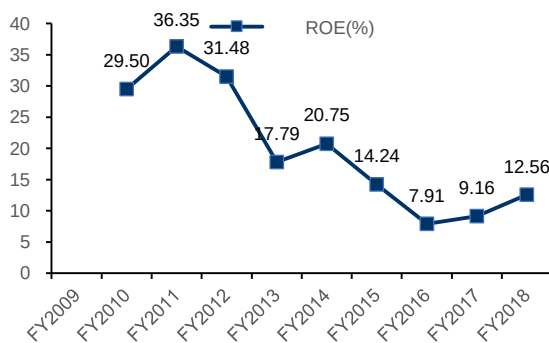
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 56: 周大福历年毛利率及净利率 (%)



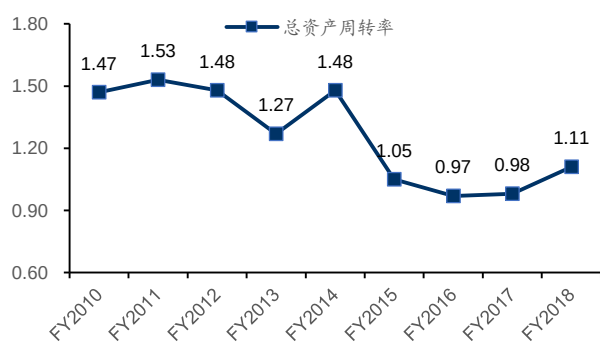
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 57: 周大福历年 ROE (%)



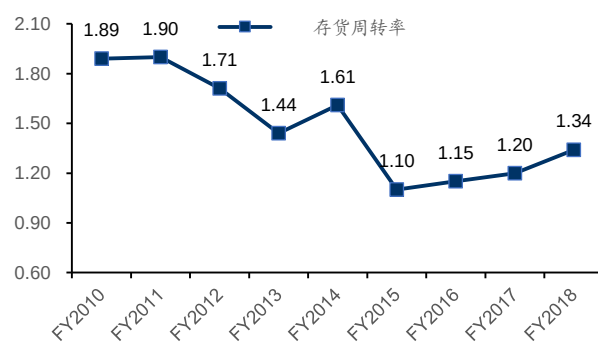
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 58: 周大福历年资产周转率 (x)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

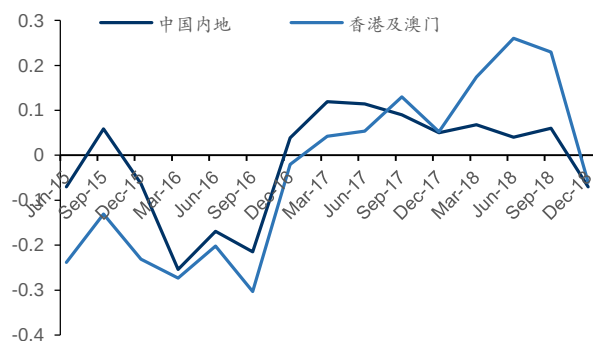
图 59: 周大福历年存货周转率 (x)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

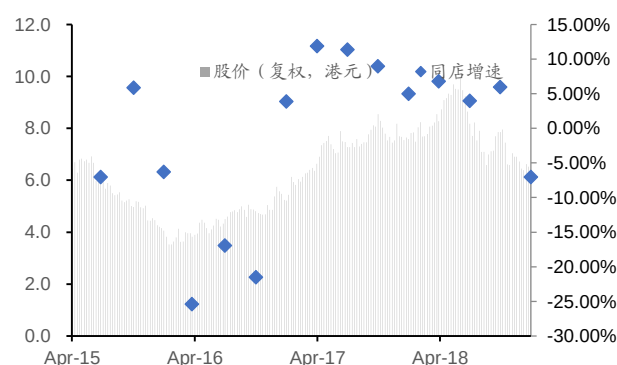
**公司复盘:** 长期以来,周大福估值中枢约在 20 倍左右,上市后市值曾两度突破千亿: 一次是 2014Q1, 由于抢金狂潮影响, 公司收入、利润以及同店增速达到历史最高点。随后的 2014Q2-2016Q1 年间由于消费提前透支, 业绩持续下滑, 股价一路下探至 3.40 港元。2016Q4, 公司同店增速降幅大幅收窄, 珠宝行业景气度逐渐转好, 公司股价出现修复, 并在 2018Q2 总市值再度突破千亿港元。随后, 由于贸易战影响、以及消费整体增速放缓, 公司股价再度出现下跌, 同时 2018Q4 同店增速录得连续八个季度中首个负值。

图 60: 周大福分地区季度同店增速 (%)



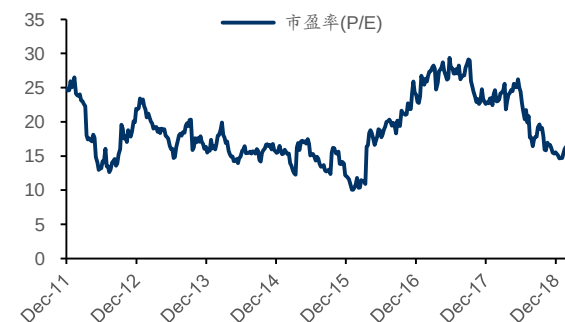
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 61: 2015Q1 以来周大福大陆地区同店增速及股价变化(%, 港元)



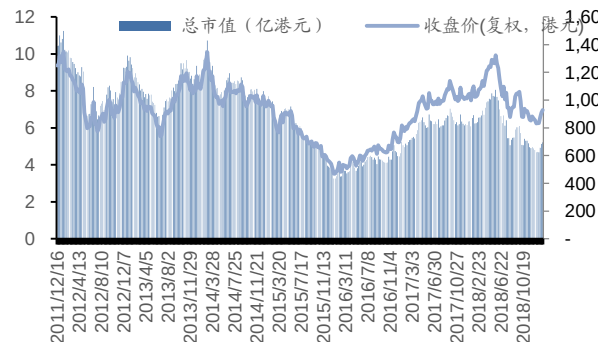
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 62: 周大福历年 P/E (倍)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 63: 周大福历年总市值及股价 (亿港元、港元)



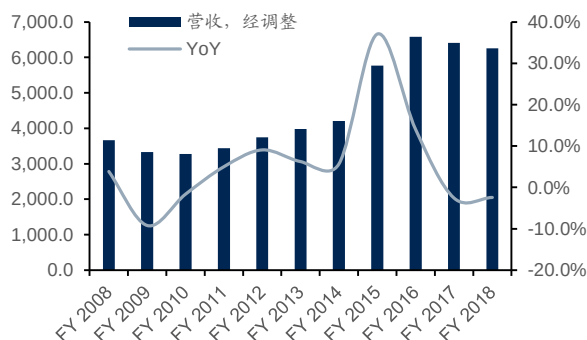
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### Signet: 全美珠宝零售龙头，横向并购持续扩张规模

Signet 是全球最大的钻石珠宝零售商，主要经营区域包括美国、加拿大以及英国。旗下主要品牌有：Kay Jewelers、Zales、Jared The Galleria Of Jewelry、H.Samuel、Ernest Jones、Peoples、Piercing Pagoda 等。FY2018，Signet 总收入 62.53 亿美元，同比下降 2.42%，净利润 4.41 亿美元，同比下降 21.29%；门店总数为 3556 家。Euromonitor 数据显示，2017 年，美国珠宝市场规模为 687.05 亿美元，Signet 的市场份额约为 9.11%，是美国最大的珠宝零售商。

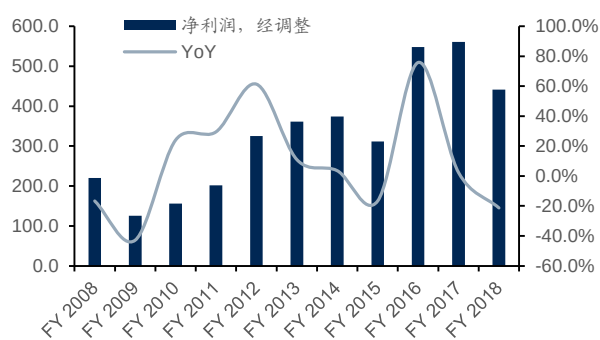
**横向持续并购扩张规模。**从上世纪八九十年代开始，Signet 就在通过并购的方式不断壮大力量。1987 年并购美国珠宝品牌 Sterling；1990 年入手中高端珠宝品牌 Kay Jewelers；Kay Jewelers 之前的主要竞争对手 Zales，专营被誉为“女性挚友”的钻石，也在 2014 年初被 Signet 收购，当期增加了近 1600 家门店。

图 63: Signet 历年收入及增速（百万美元，%）



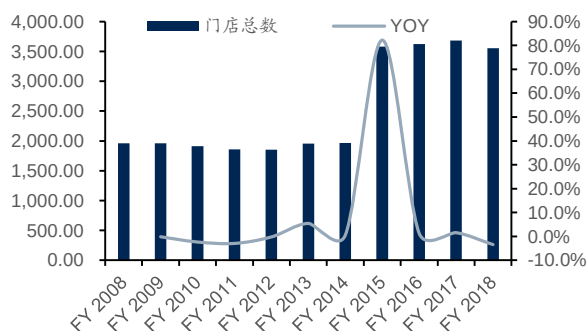
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 64: Signet 历年净利润及增速（百万美元，%）



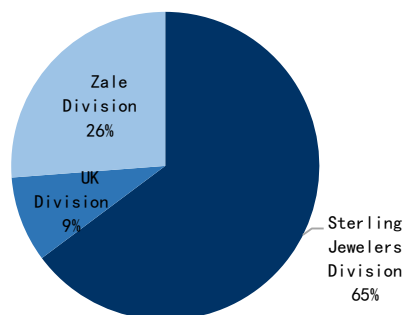
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 65: Signet 历年门店数量及增速（个，%）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

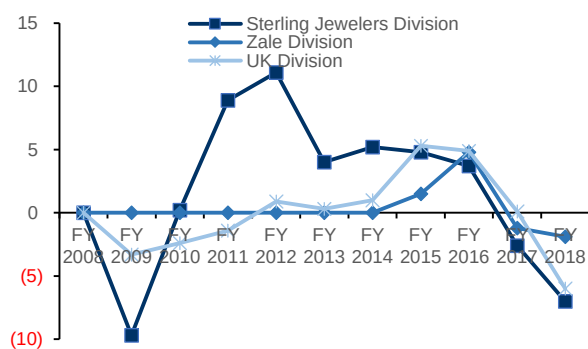
图 66: FY2018 Signet 分业务部门收入占比（%）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

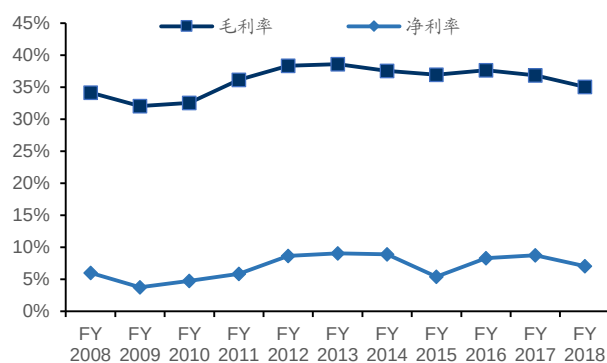
**同店增速下滑致股价重挫：**渠道的变化导致业绩下滑影响，据彭博社，2018 年圣诞季期间，美国线上销售同比增长 5.6%，而实体销售则同比下滑了 2.2%。2018Q4，Signet 的同店数据表现不佳，整体同店增速为-5.2%，而此前的指引仅为-0.3%。Kay/Jared 门店的同店下滑分别达到-11/-6.4%，2019 年 1 月 18 日同店销售数据公布当日，股价重挫 23%。

图 67: Signet 分业务部门历年同店增速 (%)



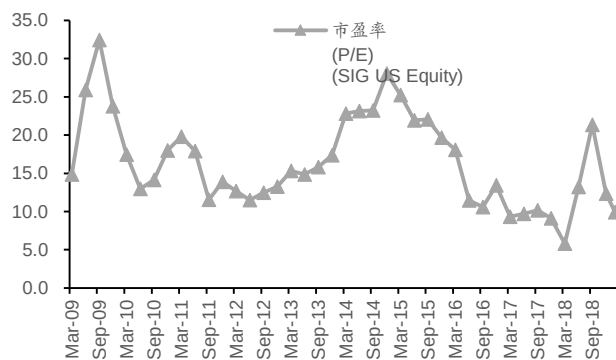
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 68: Signet 历年毛利率及净利率 (%)



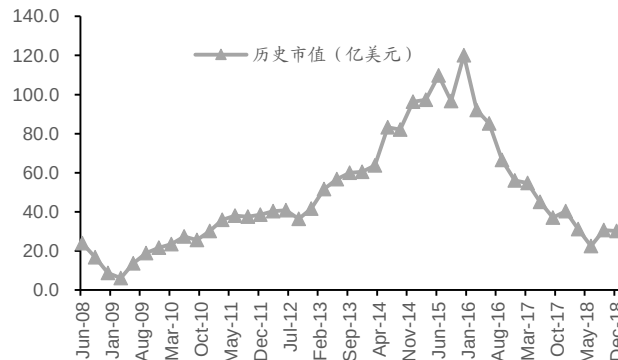
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 69: Signet 历年 P/E (倍)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 70: Signet 历年历史市值 (亿美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

## Tiffany: 高端珠宝首饰龙头，传统奢侈品经营战略

Tiffany 是全球高端珠宝品牌龙头之一，1837 年诞生于美国纽约。蒂芙尼蓝色礼盒 (Tiffany Blue Box) 是其品牌的经典，六爪镶嵌钻戒成就品牌经典标志。

FY18, Tiffany 收入为 41.70 亿美元，同比增长 4.20%，净利润为 5.16 亿美元，同比增长 8.42%。FY2000-2018 年间，公司收入增长 283%，年均复合增速为 5.96%。

截止 FY18, Tiffany 全球共计拥有 315 家门店，其中亚太/北美地区门店数量分别为 141 家、124 家；从收入构成来看，亚太、北美对公司总收入贡献分别为 40.6/44.9%。FY2018，公司毛利率为 62.47%，净利率为 12.38%，总费用率 达到 50%。

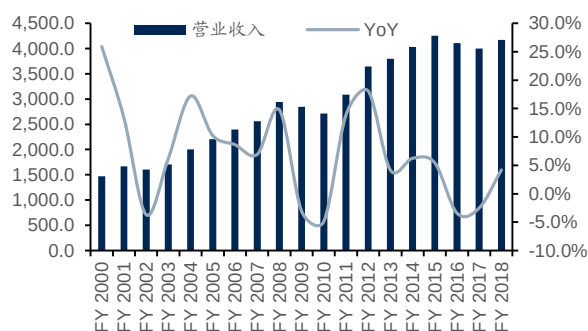
**定位高端，平均单店收入超千万美元：** 高端珠宝的定位，使得公司门店少而精，采取全直营模式，平均单店收入达到 1323 万美元。Tiffany 在我国大陆地区拥有 31 家门店，香港/台湾地区则分别拥有 10 家、7 家门店。

Tiffany 采取的是传统的奢侈品牌发展策略：**1) 高毛利率、高费用率；2) 注重产品设计感及系列化，打造品牌价值**，典型如六爪钻戒；**3) 注重门店高端化建设运营**，只采取直营模式，经营 100 余年，门店数仅为 315 家。作为最高端定位的可选品类，Tiffany 的经营状况受宏观经济影响极大，金融危机期间，美洲地区同店下降至-14%，而经济转好时，则呈现更好的向上弹性。

从估值来看，Tiffany 历史 P/E 估值中枢约在 20-25x 之间，企业市值从 FY2000 年的 54.16 亿美元增长至 FY2018 的 130 亿美元。

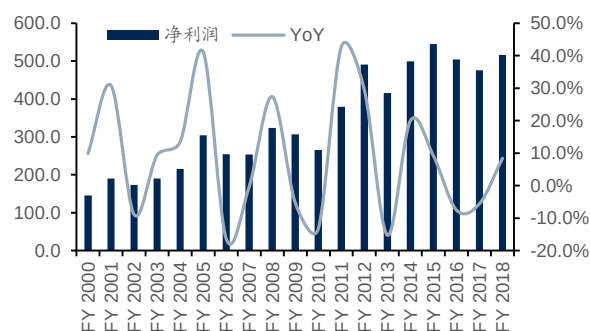


图 71: Tiffany 历年收入及增速 (百万美元, %)



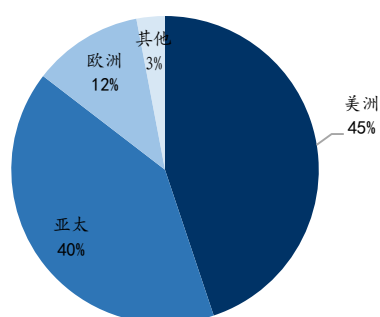
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 72: Tiffany 历年净利润及增速 (百万美元, %)



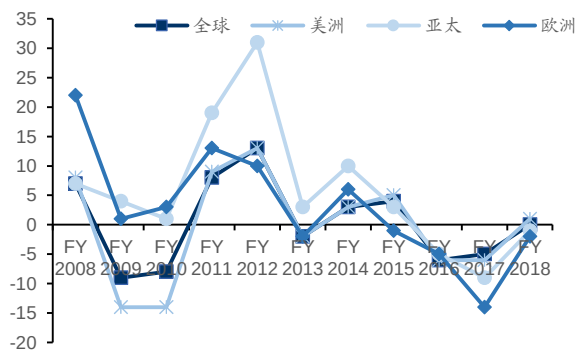
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 73: FY2018 Tiffany 收入分地区构成 (%)



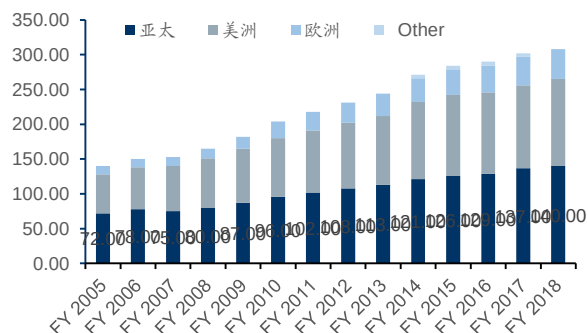
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 74: Tiffany 历年分地区同店增速 (%)



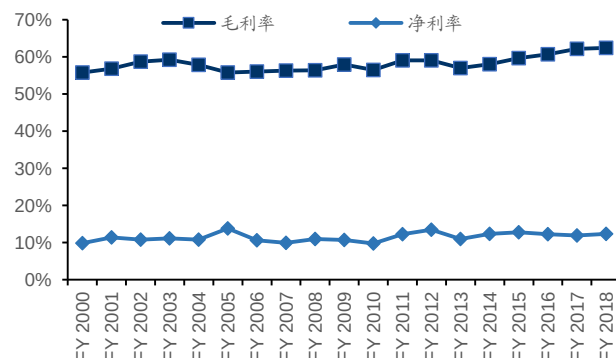
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 75: Tiffany 历年分地区门店数量 (个)



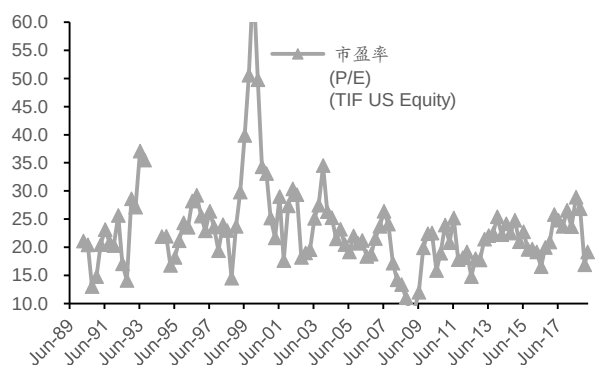
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 76: Tiffany 历年毛利率及净利率 (%)



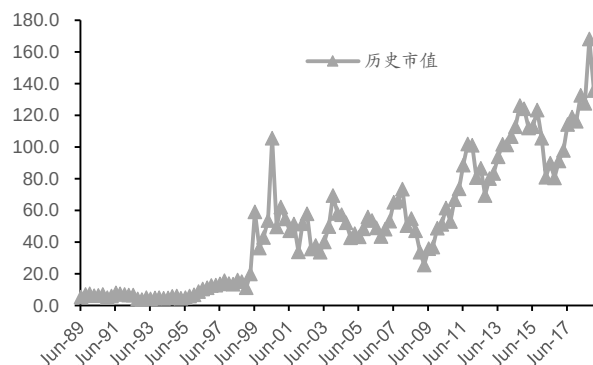
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 77: Tiffany 历年 P/E (倍)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 78: Tiffany 历年历史市值 (亿美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 潘多拉: 定位中端, 快时尚爆品模式的得与失

PANDORA 潘多拉始于 1982 年, 由丹麦金匠 Per Enevoldsen 和他的妻子 Winnie 于丹麦哥本哈根创立。PANDORA 遍布六大洲的 100 多个国家, 截至 2018 年, 6 月底, 拥有 7,782 个销售点(历史最高超过 1 万个网点), 其中 2,548 个为集团自营。2015 年销售高峰, PANDORA 卖出了 1 亿件首饰, 通过全球化布局, 在意大利建设设计中心, 而生产中心则坐落于泰国。

FY18,PANDORA 收入为 36.14 亿美元, 同比增长 4.46%, 净利润为 8 亿美元, 同比增下降超过 9%。凭借中端定位+设计感+快时尚+DIY 模式, FY2010-2018 年间, 公司收入年均复合增速为 9.34%, 市值最高接近 150 亿美元, 成为全球珠宝行业异军突起的黑马。

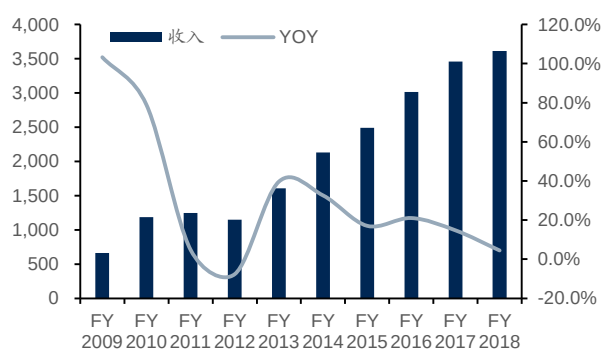
然而, 由于产品单一、爆品模式对消费者的吸引力下降, 近年来公司增长乏力, 公司 P/E 估值从 2016 年底的 18x 下降至近期的 6x, 总市值从 150 亿美金下降至 40 亿美金。

**快时尚+DIY 模式:** 潘多拉被称为“珠宝界的 zara”, 主打品类“Charm 系列”以银饰、K 金作为主材料, 手链与吊坠分开出售, 串珠件单价低至 30 美元。通过低件单价+高频上新速度(年上新速度从 2 次提升至 8 次)刺激销售, 每家店都有专门的员工帮助顾客进行个性化定制, 从上千款各类风格的吊坠中进行自由组合与搭配。

**产品单一性、性价比较低:** 潘多拉推出的产品单一性, 让消费者形成串珠手链=潘多拉的概念, 使得多品类策略进展不佳。同时, 产品较低的性价比(毛利率超过 70%, 高于 Tiffany 等奢侈品牌)、以及质量不佳等因素, 也导致年轻消费者购买趋于冷静。此外, 最主要的中国市场也受到山寨影响较大。

潘多拉推行了一系列调整策略: 1) 收购经销门店改善公司盈利能力; 2) 下调中国区价格以促进销售; 3) 加强品类创新, 如推出新品 Reflection 系列。

图 79: PANDORA 历年收入及增速 (百万美元, %)



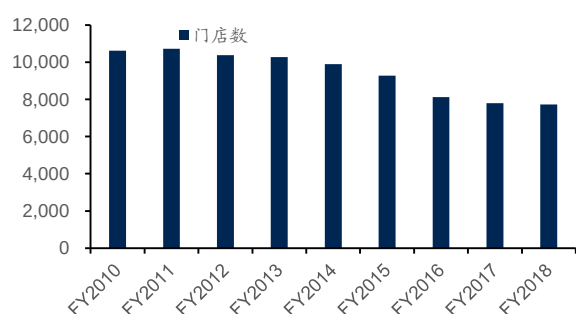
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 80: PANDORA 历年净利润及增速 (百万美元, %)



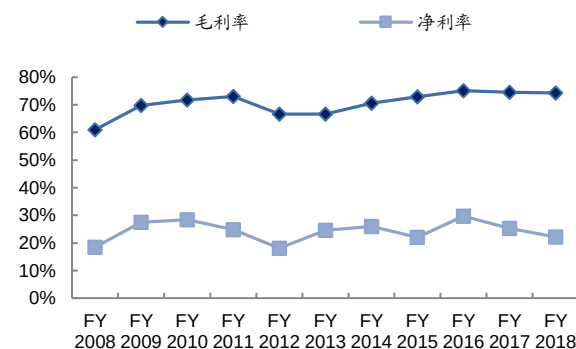
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 81: PANDORA 历年分地区门店数量 (个)



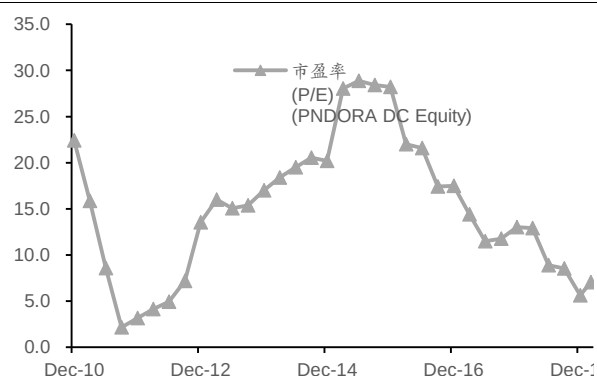
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 82: PANDORA 历年毛利率及净利率 (%)



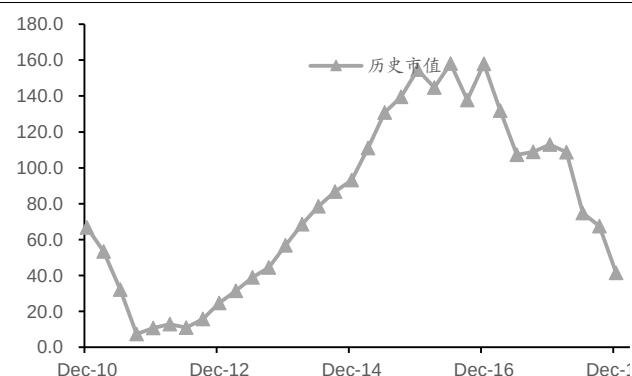
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 83: PANDORA 历年 P/E (倍)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 84: PANDORA 历年历史市值 (亿美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：推荐周大生、老凤祥

我们建议关注市场份额居前、产品结构较好、具备显著品牌竞争优势的龙头企业周大生、老凤祥。

### 周大生：渠道为王，成长机制卓越

公司是我国黄金珠宝行业第三大企业，截止 18 年末，门店总数 3375 家，居于全国前列。公司凭借独特的经营模式、产品结构，在我国高度分散的黄金珠宝行业中异军突起，高速增长至前三甲。公司是一线珠宝品牌中唯一主打镶嵌品类企业，公司镶嵌为主、素金为辅的定位更符合年轻消费群体的消费习惯，同时通过高度扁平的加盟模式高速抢占三至五线蓝海市场在战略上的优异性已经验证，此外，公司在产品设计方面也具备显著优势，产品系列化、情景风格化营销使得客户复购率提升。

**精细化运营能力持续提升：**公司已经形成非常完善的监管模式，包括门店交叉督导，明访暗访，通过产品钢标、唯一条码进行产品锁定，以及严格的售后监督与客户维护渠道。公司对加盟商的一系列管理还包括：辅导、培训、营运指导以及督导四个层面，细节至帮助门店进行数据分析、提升业绩、店长的培训、店员的销售培训方面，这一系列培训甚至不逊于诸多采取强管控模式的品牌。

**指定供应商+加盟商管理制度优势明显：**公司加盟商+指定供应商模式业内领先，展店扩张能力、尤其是三四线城市渠道下沉能力出色，成为公司迅速打造规模效应和品牌效应的重要基础。和竞争对手相比，公司管理的人性化，让加盟商有认同感。相比于其他竞争对手：港资品牌大多采取强管控模式，高保证金、订货款，在门店日常运营、产品挑选层面相对严格；部分中资品牌，甚至不乏有较好品牌积淀的也缺乏售后督导和持续服务，没有畅通的意见反馈机制。

**高速展店抢占空白市场：**公司 2018 年净开店 651 个，店提速反映加盟商展店热情极高，是公司品牌、渠道、运营能力提升的综合表现，也显示出行业竞争格局的变化。我们认为，我国黄金珠宝行业进入市场集中度加速提升的发展阶段，2018 年周大生新开门店 651 个，周大福 2018Q2-Q4 开店数也达到 500 个，两家企业合计开店达到 1151 个，在市场需求增长相对低迷的北京下，相当于消灭了一个中型珠宝品牌，优质加盟商资源持续向龙头企业集中。我们预计公司 19 年仍将保持较高开店趋势。

**财务分析：**公司 2018 年度实现营业总收入 48.70 亿元，同比增长 27.97%；净利润 8.06 亿元，同比增长 36.16%。基本每股收益 1.68 元。18Q4 单季实现销售收入 13.28 亿元，同比增长 21.53%，净利润 2.11 亿元，同比增长 20.05%，基本符合预期。

### 投资建议：成长机制卓越，持续超预期，维持“买入”评级

受益于市场份额稳步提高、产品结构持续优化、精细化运营能力提升以及优秀的激励机制，公司经营业绩持续超预期。间接收购 IDO 部分股权，后续协同效应值得期待。我们认为 19 年公司仍将维持高速展店趋势，宏观经济增速下行压力的背景下，更有利于龙头加速抢占市场份额。处于对社零增速放缓的审慎考虑，我们对 19/20 年同店增速进行下调，悲观假设下预计 18/19/20 年净利润分别为 8.00 亿/9.89 亿/11.67 亿元，同比增长 35.1/23.7/18%，公司当前估值仅为 14.8x，低估明显，维持“买入”评级。

**风险提示：**同店增速不及预期；股票解禁压力。

### 老凤祥：黄金品类龙头企业，期待国改持续推进

公司集采购、设计、生产和销售为一体，是我国黄金珠宝龙头企业，公司前身是 1848 年创立于上海的风祥银楼，在大中华区品牌优势明显。截至 2018 年 6 月 30 日，公司门店总数达到 3278 家。公司销售品类结构以黄金为主，还包括铂金、钻石、白玉、钟表等。素金/非素品类占比约为 75/25%。2017 年，公司共销售黄金 99.44 吨，销量同比增长 16.77%，市场份额达到 14.28%，同比提升 0.35pct。

**五位一体渠道高度下沉：**公司建立的包含合资公司、自营银楼、总经销、专卖店、经销商（专柜）等多层次、全方位的“五位一体”的市场运行体系。根据不同市场情况，分配区域总经销及其分公司销售功能的策略。销售渠道的整合有利于公司由批发向零售的转型，为公司对经销渠道的利润分摊赢得了主动权。公司在国内市场各省市设立总经销和分公司的销售模式，同时对总经销及下属经销商、专卖店实行三级管控的模式。2017 年全年公司新成立了云南和福建 2 家总经销公司，使得老凤祥区域销售合资公司达到 3 家，区域总经销达到 24 家，基本覆盖全国主要黄金珠宝消费市场。

**股改提速，激励机制逐步完善：**2018 年 8 月 22 日，公司公告《上海老凤祥有限公司非国有股权转让框架协议》的签署，拟对老凤祥有限公司非国有股权进行转让，公司职工持股会、公司高管石力华、辛志宏等拟受让国新张创（上股权投资持有股份）。2019 年 1 月 22 日，老凤祥有限在上海市黄浦区市场监督管理局完成了老凤祥有限出资股东及董事会组成人员变更备案。并收到该局换发的营业执照。老凤祥有限是公司核心业务的重要板块，此次股权转让，利于优化股权架构，改善经营效益。

**财务分析：**公司 2018 年 Q1-Q3 营业收入 365.05 亿元，同比增长 10.73%；归母净利润 9.88 亿元，同比增长 10.14%。销售毛利率 7.99%，净利率 3.54%，同比基本维持稳定。

### 投资建议：黄金品类龙头，股改提速，维持“买入”评级

公司是我国黄金珠宝行业龙头企业，业绩增长稳健，品牌优势显著。公司子公司股改方案出台，利于优化股权架构，改善经营效益。预计 18/19/20 年公司 EPS 为 2.48/2.80/2.14 元，当前股价对应 18 年 EPS 估值仅为 13.8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**国改进展不及预期；品类改善不及预期。

## 风险提示

- 1) 宏观经济增速放缓，社零增速放缓，对可选类消费增速影响较大；
- 2) 棚改货币化的退出、P2P 金融影响，对我国居民的财富效应存在影响；
- 3) 龙头企业在市场相对低迷期采取积极的扩张战略，如若经营不善，有可能会对经营状况造成拖累；
- 4) 较大的城乡差异和地域差异，可能会导致我国珠宝渠道的集中度难以提升。



**附表：重点公司盈利预测及估值**

| 公司<br>代码 | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价   | EPS  |       |       | PE    |       |       | PB   |
|----------|----------|----------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|          |          |          |       | 2017 | 2018E | 2019E | 2017  | 2018E | 2019E | 2017 |
| 002867   | 周大生      | 买入       | 30.30 | 1.22 | 1.64  | 2.12  | 24.84 | 18.48 | 14.29 | 3.94 |
| 600612   | 老凤祥      | 买入       | 41.30 | 2.17 | 2.48  | 2.80  | 19.03 | 16.65 | 14.75 | 3.56 |

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 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 楼

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