



Research and
Development Center

景气延续，强者恒强

珠宝首饰行业

2023年5月11日

证券研究报告

行业研究

投资策略报告

珠宝首饰 行业

投资评级 看好

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

景气延续，强者恒强

2023年5月11日

本期内容提要：

行业概况：2022年疫后较快修复、2023Q1高景气，乐观看待2023Q2及下半年表现。2022年限额以上单位金银珠宝零售额同比下滑1.1%，2023Q1零售额同增13.6%，实现疫情后较快复苏。我们认为黄金珠宝行业景气度仍处上行周期，主要理由为：1) 2022上半年疫后修复力度、速度均好于2020年；2) 2022、2021年累计零售额分别为2019年的116%、117%，行业零售规模较疫情前有进一步增长；3) 我们预计本轮疫情后将现需求回补，体现在2023Q2-Q4逐季修复。

金价持续上涨背景下，黄金消费热度不减。产品结构方面，2023Q1我国黄金首饰消费量189.61吨，同比增长12%，上海黄金交易所季度平均金价同比增长9%，我们估算黄金首饰消费额同增23%、快于金银珠宝零售额的+13.6%。我们预计黄金消费的表现好于钻翠珠宝等其他品类，且此趋势自2018年以来总体延续。2023Q1黄金首饰消费量为2021、2019年同期的112%、101%，在1月上旬仍受疫情影响的情况下，一季度消费量恢复至超越疫情前水平、展现黄金消费高景气度。

板块业绩综述：龙头业绩表现优于行业，拓店为核心驱动力。2022、2023Q1重点黄金珠宝上市公司总营收同增5%、26%，快于金银珠宝零售额的-1%、+14%。欧睿统计的中国市场珠宝公司集中度自2017年以来持续提升，CR3/CR5分别从2016年的13%/14%提升到2022年的23%/28%。2022年疫情下龙头仍延续较快拓店：FY2023（2022.4.1-2023.3.31）周大福珠宝在中国大陆净开店1631家，2022年老凤祥净开店664家、老庙+亚一606家，市占率排名前三的品牌同样保持行业前三的拓店速度。

板块对比：传统黄金品牌2022年业绩表现更为稳健，2023Q1修复弹性更大。2022、2023Q1时尚珠宝板块营收分别同比-8%、-8%，传统黄金板块营收分别同比+5%、+28%。分季度，2021Q1-2022Q2时尚珠宝板块营收增速持续快于传统黄金，而2022Q2-2023Q1则成长性走弱、传统黄金表现更为稳健、且2023Q1疫情后修复弹性更大。利润端，传统黄金板块毛、净利率较低，总体稳定，时尚珠宝板块2022Q2以来盈利能力波动较大。

行业展望：我们预计2-3年内渠道仍为核心竞争力，中长期将由门店扩张驱动转向同店增长驱动，品牌力越发重要。当门店数量已达到较高水平、渠道布局相对成熟之时，我们预计品牌将逐步转向存量门店优化调整阶段以谋求同店接力增长。头部品牌周大福、老凤祥除具备门店数量优势以外，在店均销售规模方面同样领先同业，中长期看我们预计龙头优势更加突出。

投资建议：展望2023Q2及下半年，板块基本面及估值均有望进一步修复，给予行业“看好”评级。重点标的方面，建议关注具备渠道、产品竞争优势的周大福、老凤祥、周大生、潮宏基、菜百股份。

风险因素：金价波动不确定性，消费复苏不及预期，渠道拓展不及预期。

目 录

行业概况：黄金在消费端保值属性凸显，2022 年疫后较快修复、23Q1 高景气	5
我们认为黄金珠宝景气度仍处上行周期，乐观看待 2023Q2 及下半年行业表现	5
金价上行凸显保值属性，黄金消费热度持续走高	5
板块基本面：集中度提升趋势不变，拓店为销售增长核心动能	6
重点公司营收增速持续快于行业，集中度提升强者恒强	6
拓店为品牌销售增长核心动能，龙头开店节奏受疫情影响相对更小	8
板块对比：传统黄金品牌表现好于时尚珠宝品牌	9
收入端：2022Q2 以来时尚珠宝品牌成长性走弱，传统黄金表现稳健	9
利润端：传统黄金板块毛、净利率较低，总体稳定，时尚珠宝板块 2022Q2 以来盈利能力波动	9
营运端：存货及应收账款周转 2022Q1 以来总体放缓	10
行业展望：我们预计 2-3 年内渠道仍为核心竞争力，中长期将由门店扩张驱动转向同店增长驱动，品牌力越发重要	11
投资建议	12
风险分析	12

表 目 录

表 1: 重点黄金珠宝上市公司 2022 年报、2023 年一季报业绩及产品结构统览	6
表 2: 重点黄金珠宝上市公司盈利预测及估值（2023 年 5 月 11 日收盘价）	12

图 目 录

图 1: 金银珠宝零售额当月及累计同比 (%)	5
图 2: 2022 年及 2023Q1 主要可选消费品限额以上单位商品零售值同比 (%)	5
图 3: 中国黄金首饰消费量季度值 (吨)	6
图 4: 上海黄金交易所 95 金季度平均金价及中国黄金首饰季度消费量同比 (%)	6
图 5: 上海黄金交易所 95 金收盘价 (日度, 元/克)	6
图 6: 季度金银珠宝零售额及黄金首饰零售额同比 (%)	6
图 7: 重点黄金珠宝上市公司合计营收增速与金银珠宝零售额增速	7
图 8: 重点黄金珠宝上市公司季度合计营收及增速 (亿元, %)	7
图 9: 中国市场珠宝公司市占率 (%)	8
图 10: 中国珠宝市场集中度 (%)	8
图 11: 重点黄金珠宝上市公司合计毛利及增速 (亿元, %)	8
图 12: 重点黄金珠宝上市公司合计净利及增速 (亿元, %)	8
图 13: 重点黄金珠宝上市公司期末珠宝门店数量 (家)	9
图 14: 重点黄金珠宝上市公司每年珠宝净开店数量 (家)	9
图 15: 时尚珠宝与传统黄金板块营收增速 (%)	9
图 16: 时尚珠宝与传统黄金板块季度营收增速 (%)	9
图 17: 时尚珠宝与传统黄金板块毛利额增速 (%)	9
图 18: 时尚珠宝与传统黄金板块季度毛利额增速 (%)	9
图 19: 时尚珠宝与传统黄金板块净利润增速 (%)	10
图 20: 时尚珠宝与传统黄金板块季度净利润增速 (%)	10
图 21: 时尚珠宝与传统黄金板块季度毛利率对比 (%)	10
图 22: 时尚珠宝与传统黄金板块季度净利率对比 (%)	10
图 23: 时尚珠宝与传统黄金板块存货周转率 (次/年)	10
图 24: 时尚珠宝与传统黄金板块应收账款周转率 (次/年)	10
图 25: 时尚珠宝与传统黄金板块存货周转率同比变动 (次/年)	11
图 26: 时尚珠宝与传统黄金板块应收账款周转率同比变动 (次/年)	11

图 27: 重点公司直营店店均收入 (百万元)	12
图 28: 重点公司加盟店店均收入 (出货额口径, 百万元)	12

行业概况：黄金在消费端保值属性凸显，2022 年疫后较快修复、23Q1 高景气

我们认为黄金珠宝景气度仍处上行周期，乐观看待 2023Q2 及下半年行业表现

根据国家统计局，2022 年限额以上单位金银珠宝零售额 3014 亿元，同比下滑 1.1%，其中 3-5 月、10-12 月受疫情影响月度零售额同比下滑，1-2 月春节销售旺盛、零售额累计同增 19.5%，6-9 月获益疫情后需求回补，特别是 7 月金价短期下跌刺激消费、当月零售额实现 22% 的较快增长。23Q1 板块零售额同增 13.6%，实现疫情后较快复苏。

我们认为黄金珠宝行业景气度仍处上行周期：

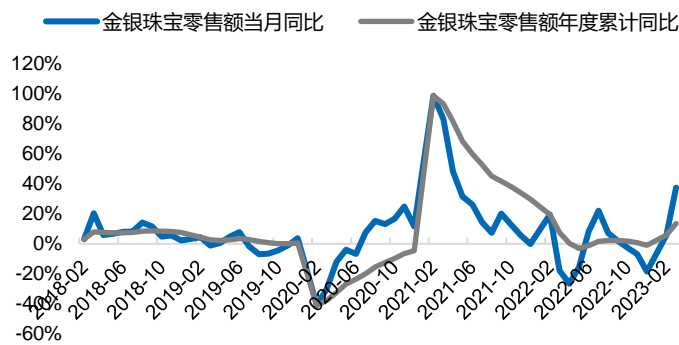
1) 2022 上半年疫后修复力度、速度均好于 2020 年。复盘 2020 年疫情后板块修复，疫情于 1 月中下旬爆发、4 月初武汉解封，其他地区封控时间短于武汉，零售额方面 1-2 月同降 41.1%、3-6 月延续同比下滑、降幅总体呈收窄趋势，7 月增速回正、同增 7.5%，金银珠宝需求修复慢于疫情解封约 1 个季度；2022 上半年疫情上海于 6 月初逐步解封、6 月当月零售额增速回正、同增 8.1%，且在 7 月金价下跌（7 月 5 日-7 月 21 日上海金交所 95 黄金价格累计降幅 20 元/克以上）催化下零售额同增 22.1%，总体来看修复速度、幅度均好于 2020 年。

2) 2022、2021 年累计零售额分别为 2019 年的 116%、117%，行业零售规模较疫情前有进一步增长。

3) 我们预计本轮疫情后将现需求回补，乐观看待 Q2 及下半年行业表现。2020 年疫情后于 2020Q3-Q4 现需求回补，2020Q3/2020Q4 零售额增速分别为 9%、14%，显著快于疫情前历史增速（2016-2019 年金银珠宝零售额持续同比下滑，CAGR3 为 -4.5%）。金银珠宝需求中婚庆等刚需占比较高，我们预计本轮疫后同样会出现需求回补，且在悦己需求崛起、古法金等品类升级、金价持续上涨等多因素驱动下，2023Q2 及下半年有望延续 2023Q1 的高景气。

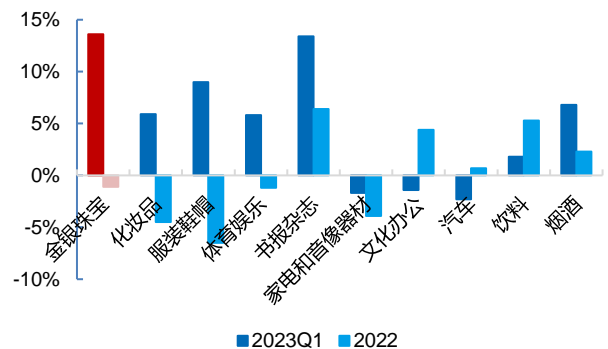
横向对比其他可选消费品类，黄金珠宝在 2023Q1 成长性领先，2022 年疫情下表现也相对更为坚挺。

图 1：金银珠宝零售额当月及累计同比（%）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 2：2022 年及 2023Q1 主要可选消费品限额以上单位商品零售值同比（%）

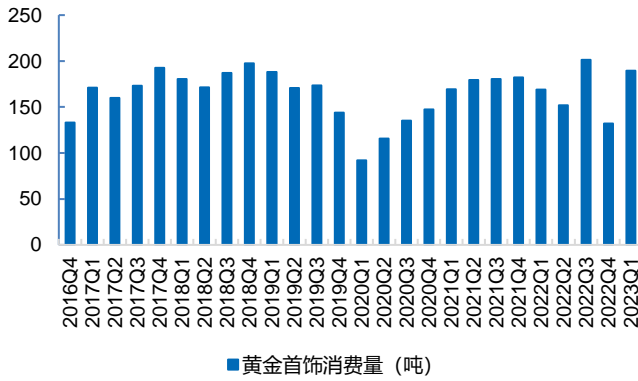


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

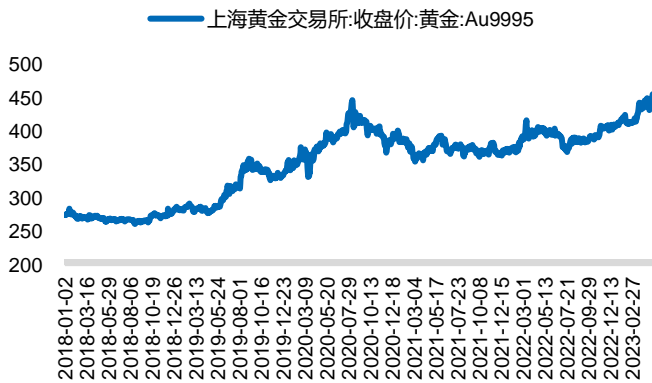
金价上行凸显保值属性，黄金消费热度持续走高

我国黄金首饰主流以成本加成法定价，故可将销售额的增长大致进行量价拆分。根据中国黄金协会，2023Q1 我国黄金首饰消费量 189.61 吨，同比增长 12%，上海黄金交易所季度平均金价同比增长 9%，在不考虑工费及零售金价折扣变动的情况下，我们估算终端黄金首饰零售额=黄金首饰消费量*季度平均金价，由此推算 2023Q1 黄金首饰零售额同比增长 23%，快于金银珠宝零售额的同增 13.6%。我们预计黄金消费的表现好于钻翠珠宝等其他品类，且此趋势自 2018 年以来总体延续，我们预计主要因为金价总体呈上行趋势，且黄金首饰主流按克计价、具备回购换款等消费场景，故保值属性凸显而受到消费者青睐。

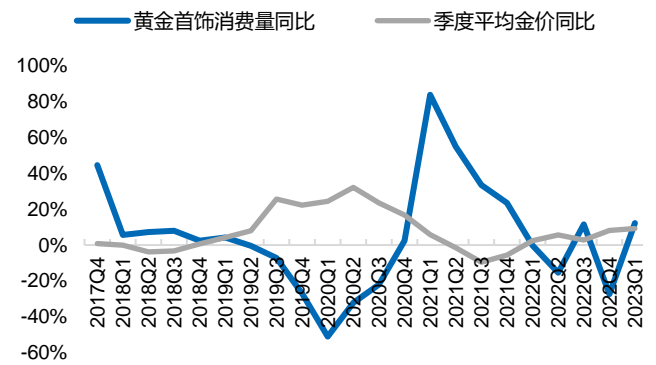
从消费量绝对值来看，2023Q1 黄金首饰消费量为 2021、2019 年同期的 112%、101%，在 1 月上旬仍受疫情影响的情况下，一季度消费量恢复至超越疫情前水平、展现黄金消费高景气度，且量价均有贡献。

图 3: 中国黄金首饰消费量季度值 (吨)


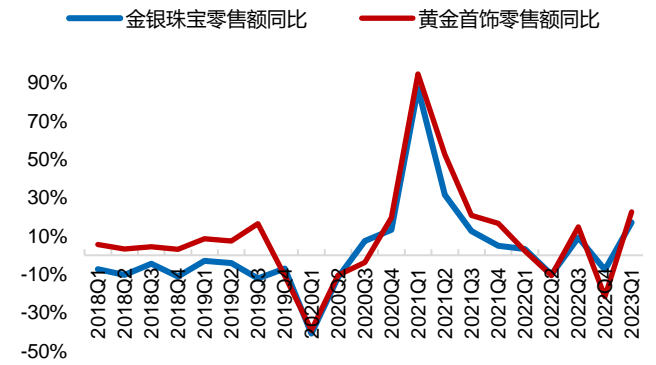
资料来源: 中国黄金协会, 信达证券研发中心

图 5: 上海黄金交易所 95 金收盘价 (日度, 元/克)


资料来源: 上海黄金交易所, 信达证券研发中心

图 4: 上海黄金交易所 95 金季度平均金价及中国黄金首饰季度消费量同比 (%)


资料来源: 中国黄金协会, 上海黄金交易所, 信达证券研发中心

图 6: 季度金银珠宝零售额及黄金首饰零售额同比 (%)


资料来源: 国家统计局, 中国黄金协会, 上海黄金交易所, 信达证券研发中心

板块基本面: 集中度提升趋势不变, 拓店为销售增长核心动能

重点公司营收增速持续快于行业, 集中度提升强者恒强

黄金珠宝板块我们重点跟踪的上市公司包括: 港股周大福、周生生、六福集团, A 股老凤祥、豫园股份、周大生、中国黄金、菜百股份、潮宏基、迪阿股份、曼卡龙。根据各品牌定位及产品结构特征, 我们将上述公司分类为传统黄金、时尚珠宝两个子板块。

表 1: 重点黄金珠宝上市公司 2022 年报、2023 年一季报业绩及产品结构统览

公司	2022 年营收同比	2022 年归母净利同比	2022Q4 营收同比	2022Q4 归母净利同比	2023Q1 营收同比	2023Q1 归母净利同比	2022 年产品结构 (周大福、六福集团为 FY2023H1 数据)
传统黄金							
周大福	-	-	-20%	-	10%	-	FY2023H1 黄金首饰收入占比 76%, 珠宝镶嵌、铂金及 K 金占比 19%
周生生	-7%	-30%	-	-	-	-	黄金首饰零售额占比 74%, 镶嵌珠宝占比 13%
六福集团	-	-	-27%	-	16%	-	FY2023H1 按重量计价的黄金及铂金收入占比 62%, 定价首饰占比 38%

珠宝首饰收入占总营收的

80%，其中黄金销量 151 吨、铂金销量 0.4 吨，产品结构以黄金为主

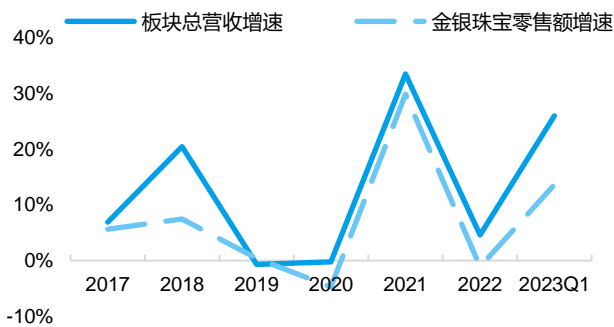
老凤祥	7%	-9%	6%	-9%	33%	76%	珠宝首饰收入占总营收的 80%，其中黄金销量 151 吨、铂金销量 0.4 吨，产品结构以黄金为主
豫园股份	20%	2%	55%	41%	29%	4%	珠宝业务中黄金产品收入占比 90%以上，镶嵌钻石占个位数
周大生	21%	-11%	-19%	-27%	50%	26%	黄金首饰收入占比 76%，镶嵌首饰占比 12%
中国黄金	-7%	-4%	-17%	-36%	12%	19%	黄金产品收入占比 98%，K 金珠宝占比 1%
菜百股份	6%	27%	-22%	6%	46%	31%	贵金属投资产品、贵金属文化产品、黄金饰品收入合计占比 97%，钻翠珠宝饰品占比 2%
时尚珠宝							
潮宏基	-5%	-43%	-13%	由盈转亏	22%	30%	时尚珠宝收入占比 56%，传统黄金 33%，皮具 7%
迪阿股份	-20%	-44%	-47%	由盈转亏	-42%	-73%	求婚钻戒和结婚对戒收入占比 98%
曼卡龙	29%	-23%	40%	-50%	3%	30%	黄金产品收入占比 83%，镶嵌占比 16%，其中黄金类主要产品为按件计价的“爱尚金”系列，故归类为时尚珠宝

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心（注：周大福、六福集团 2023 财年时间范围为 2022 年 4 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，公司 FY2023 年报尚未披露，2022Q4/2023Q1 营收同比列示的为披露的 FY2023Q3/FY2023Q4 中国大陆零售值增速，此处及下文在与其他公司作对比时，我们统一将周大福、六福集团 FY2023 对应其他公司 2022 年报财务数据，其他年份依此类推。周生生未披露分季度的经营数据。豫园股份营收增速列示均为珠宝业务营收增速）

2022、2023Q1 重点黄金珠宝上市公司（以下简称“板块”）总营收分别同比增长 5%、26%，快于金银珠宝零售额增速-1%、+14%，重点公司收入增速表现好于行业，板块集中度呈持续提升趋势，自 2017 年以来延续。2023Q1 板块总营收创 2021 年以来季度营收新高，其中老凤祥营收同增 33%、周大生营收同增 50%、潮宏基营收同增 22%、菜百股份营收同增 46%、豫园股份珠宝业务营收同增 29%，快于金银珠宝零售额增速。

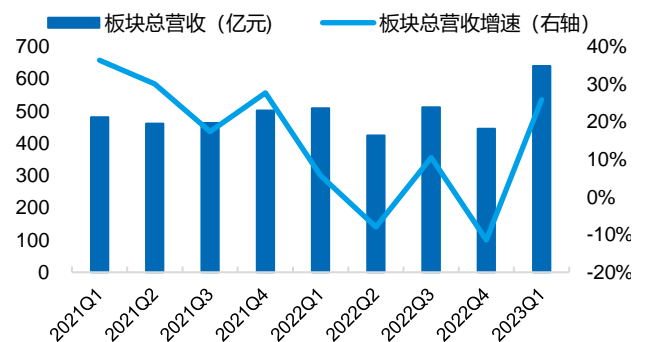
欧睿统计的中国市场珠宝公司市占率同样验证自 2017 年以来集中度持续提升、强者恒强趋势。中国市场珠宝公司集中度 CR3、CR5 分别从 2016 年的 13%、14%提升到 2022 年的 23%、28%，本土品牌中周大福、老凤祥、老庙、周大生份额提升较多，6 年内分别提升 6.5/2.8/1.6/1.2PCT。

图 7：重点黄金珠宝上市公司合计营收增速与金银珠宝零售额增速

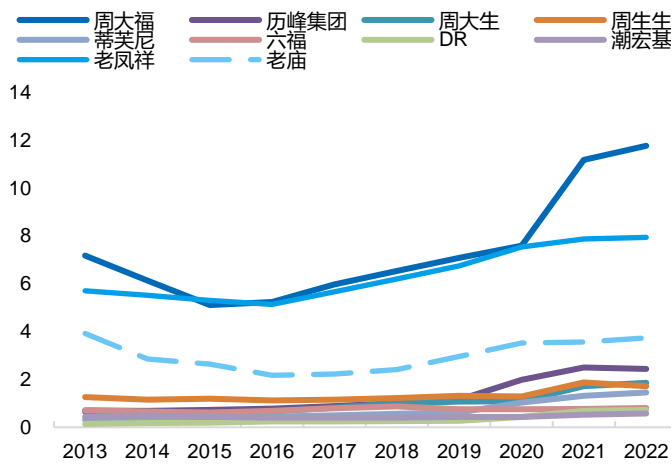


资料来源：国家统计局，各公司公告，信达证券研发中心（注：此处及下文所指板块所包含的公司参考表 1；由于周大福、六福集团尚未披露 FY2023 年报，故计算 2022 年板块营收增速时予以剔除；由于港股公司不披露季度财务数据，故计算季度板块营收增速时仅包含 A 股公司）

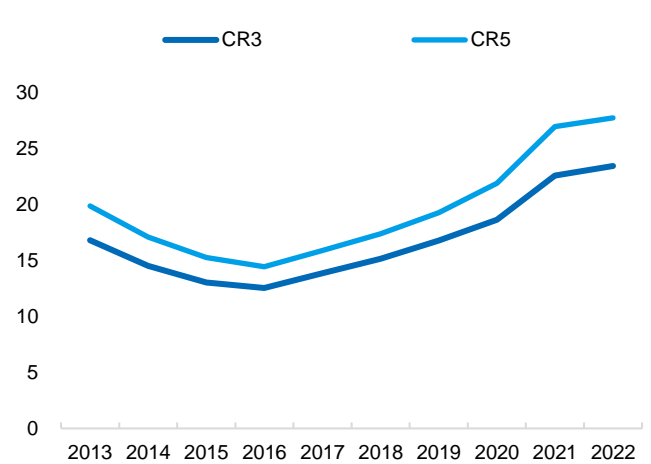
图 8：重点黄金珠宝上市公司季度合计营收及增速（亿元，%）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

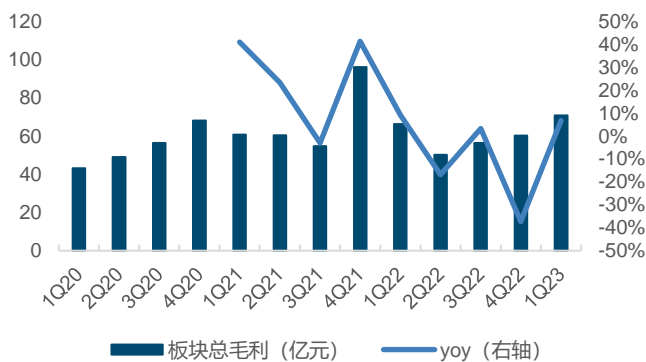
图 9：中国市场珠宝公司市占率 (%)


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

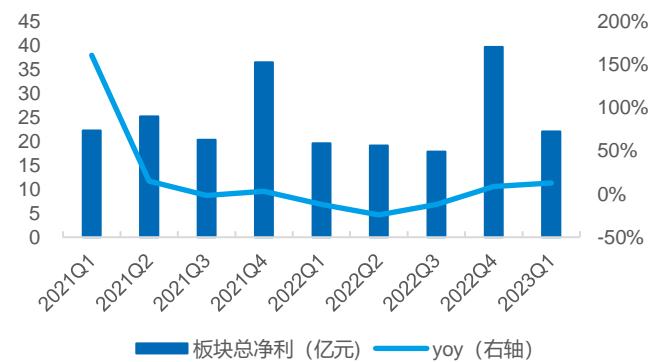
图 10：中国珠宝市场集中度 (%)


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

2022、2023Q1 板块合计毛利额分别同比-11%、+7%，板块合计净利润分别同比-11%、+13%，利润端表现弱于收入端，我们预计和收入结构中黄金产品占比提升、加盟渠道占比提升有关。2023Q1 板块毛利、净利分别较 2021Q1 增长 16%、下滑 1%，收入较 2021Q1 增长 33%。

图 11：重点黄金珠宝上市公司合计毛利及增速 (亿元, %)


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

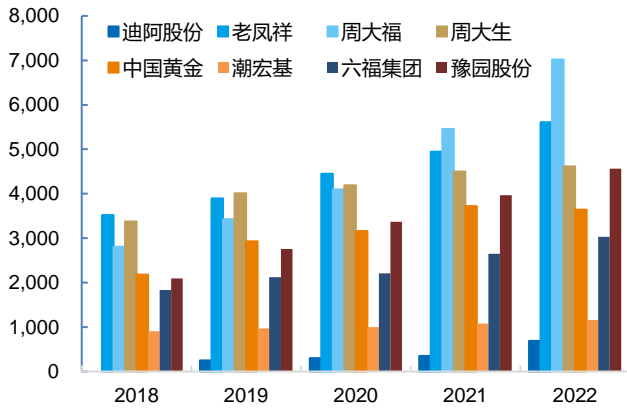
图 12：重点黄金珠宝上市公司合计净利及增速 (亿元, %)


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

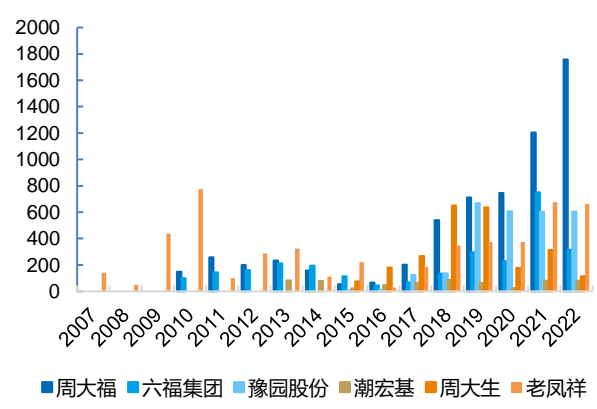
拓店为品牌销售增长核心动能，龙头开店节奏受疫情影响相对更小

根据欧睿，2022 年我国黄金珠宝行业 CR5 为 28%，集中度较低，其中市占率前三的均为本土品牌，分别是周大福、老凤祥、老庙。根据中国珠宝玉石协会调研，2020 年我国黄金珠宝终端零售店铺数约 8.1 万家，截至 2020 年末共有 8 家珠宝企业中国大陆门店数量超过 2000 家，其中排名前四的上市公司为老凤祥 4431 家、周大福 4295 家、周大生 4189 家、豫园股份旗下老庙+亚一 3367 家，门店数量占比分别为 5.5%、5.3%、5.2%、4.2%，欧睿统计的上述五家公司在中国市场市占率 2022 年分别为 7.5%、7.6%、1.1%、3.5%。总体来看市占率高的品牌门店数量同样更多，头部品牌相较而言单店收入更高。

2022 年受疫情等因素影响品牌开店速度呈现分化，龙头仍然延续较快拓店节奏：FY2023 (2022.4.1-2023.3.31) 周大福珠宝在中国大陆净开店 1631 家，2022 年老凤祥净开店 664 家、老庙+亚一 606 家，市占率排名前三的品牌同样保持行业前三的拓店速度。

图 13: 重点黄金珠宝上市公司期末珠宝门店数量 (家)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

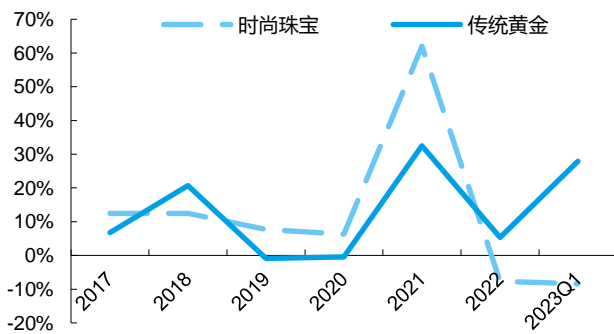
图 14: 重点黄金珠宝上市公司每年珠宝净开店数量 (家)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

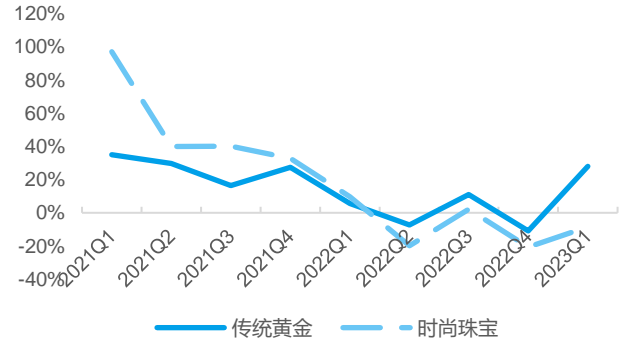
板块对比: 传统黄金品牌表现好于时尚珠宝品牌

收入端: 2022Q2 以来时尚珠宝品牌成长性走弱, 传统黄金表现稳健

2022、2023Q1 时尚珠宝板块营收分别同比-8%、-8%, 传统黄金板块营收分别同比+5%、+28%。分季度看, 2021Q1-2022Q2 时尚珠宝板块营收增速持续快于传统黄金, 而 2022Q2-2023Q1 则成长性走弱、传统黄金表现更为稳健、且 2023Q1 疫情后修复弹性更大。

图 15: 时尚珠宝与传统黄金板块营收增速 (%)


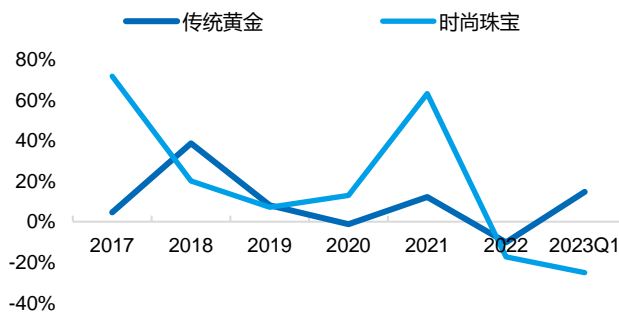
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 时尚珠宝与传统黄金板块季度营收增速 (%)


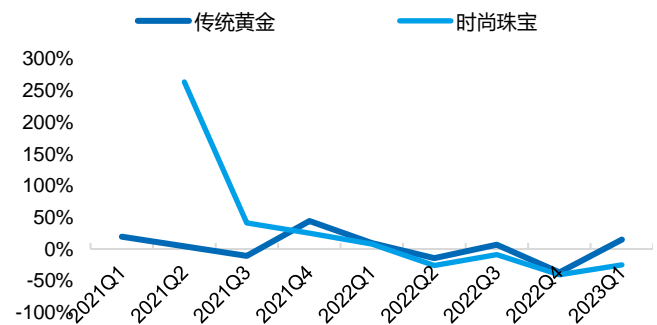
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

利润端: 传统黄金板块毛、净利率较低, 总体稳定, 时尚珠宝板块 2022Q2 以来盈利能力波动

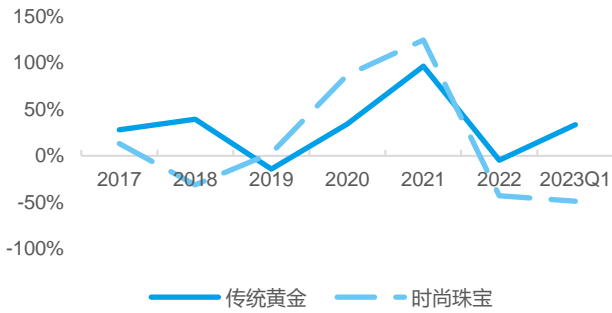
传统黄金板块利润率较低, 2020 年以来季度毛利率在 10% 左右, 净利率在 5% 左右、总体稳定。时尚珠宝板块毛利率高于传统黄金, 但自 2021Q3 以来总体呈下行趋势, 净利率则波动较大, 同样自 2021Q3 以来总体呈下行趋势。

图 17: 时尚珠宝与传统黄金板块毛利额增速 (%)


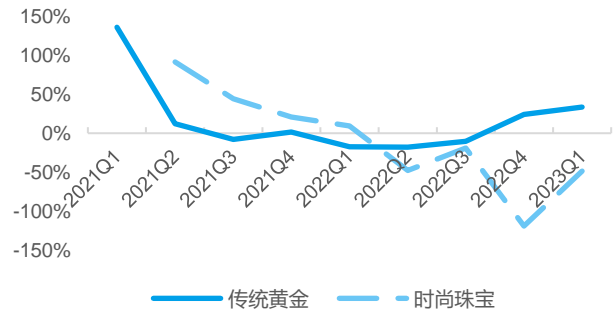
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 时尚珠宝与传统黄金板块季度毛利额增速 (%)


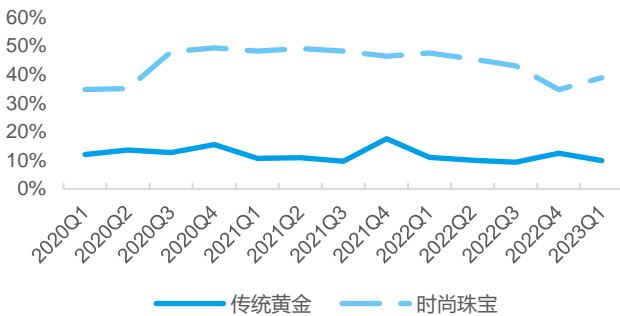
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 时尚珠宝与传统黄金板块净利润增速 (%)


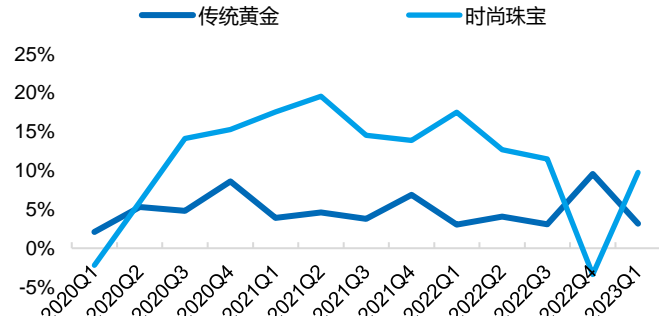
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 时尚珠宝与传统黄金板块季度净利润增速 (%)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 时尚珠宝与传统黄金板块季度毛利率对比 (%)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

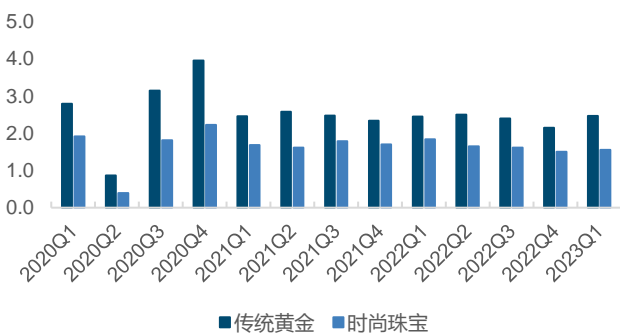
图 22: 时尚珠宝与传统黄金板块季度净利率对比 (%)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

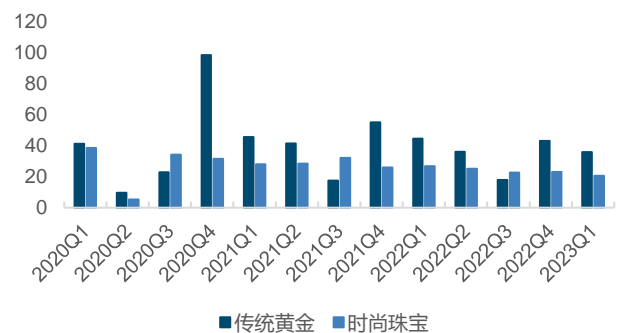
营运端: 存货及应收账款周转 2022Q1 以来总体放缓

传统黄金板块周转率快于时尚珠宝, 2023Q1 传统黄金板块存货周转率、应收账款周转率分别为 2.5、36 次/年, 同比加快 0.01 次/年、放缓 9 次/年; 2023Q1 时尚珠宝板块存货周转率、应收账款周转率分别为 1.5、21 次/年, 同比放缓 0.3、6 次/年。

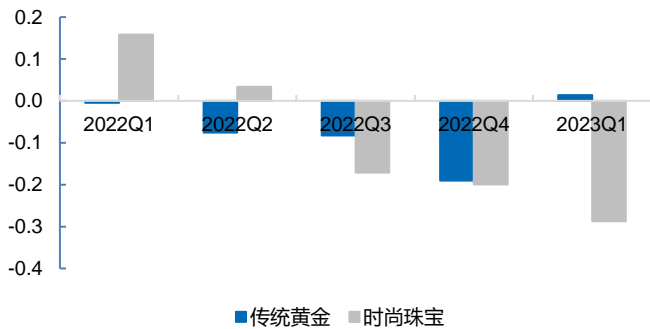
2022Q2 以来传统黄金板块存货周转率总体稳定、时尚珠宝板块存货周转率呈放缓趋势, 我们预计与终端动销情况有关。传统黄金和时尚珠宝板块 2021Q4 以来应收账款周转率均呈放缓趋势, 我们预计主要因为多个品牌以加盟模式拓店、对加盟商提供账期支持。

图 23: 时尚珠宝与传统黄金板块存货周转率 (次/年)


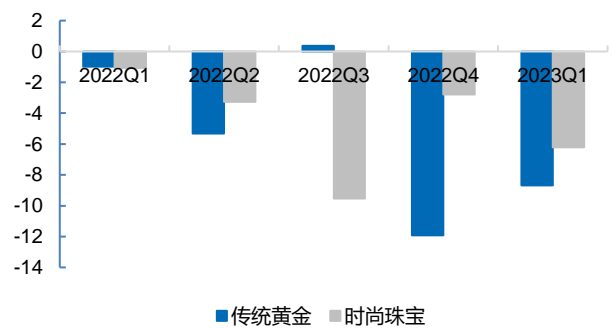
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 24: 时尚珠宝与传统黄金板块应收账款周转率 (次/年)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 时尚珠宝与传统黄金板块存货周转率同比变动 (次/年)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 时尚珠宝与传统黄金板块应收账款周转率同比变动 (次/年)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

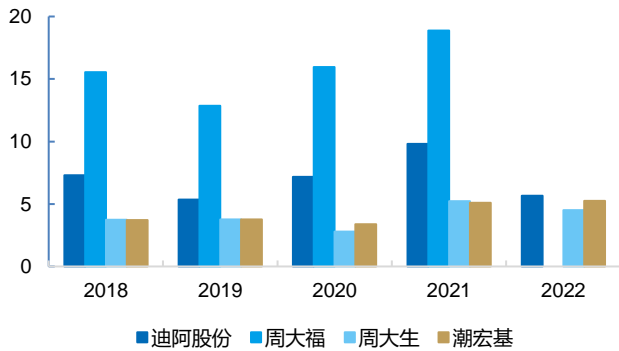
行业展望: 我们预计 2-3 年内渠道仍为核心竞争力, 中长期将由门店扩张驱动转向同店增长驱动, 品牌力越发重要

如前文所述, 当前品牌核心竞争力仍为渠道力, 2023 年头部品牌计划保持较快的拓店速度以进一步提升份额。当门店数量已达到较高水平、渠道布局相对成熟之时, 我们预计品牌将逐步转向存量门店优化调整阶段以谋求同店接力增长。

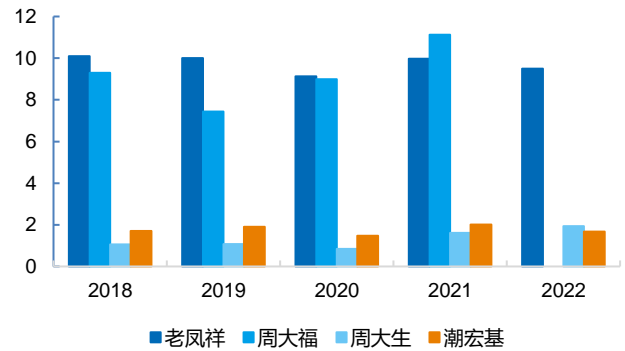
以周大福为例, 截至 2022.12.31 周大福珠宝品牌在中国大陆共有零售门店 7016 家, 排名第一, FY2023 净开店 1631 家至 7269 家。公司计划在 FY2024 净开店 600-800 家, 在门店数量突破 7000 家后开店节奏放缓, 将更加关注品牌建设及门店经营质量的提升。公司自 FY2015 即提出“在一二线城市升级 10% 的门店为高端店”, FY2020 以来逐步打造“周大福荟馆”、“周大福艺堂”, 差异化精准定位不同消费力、不同偏好及需求场景的客群。

以老凤祥为例, 截至 2022.12.31 公司珠宝门店数量 5609 家, 排名第二。公司在 2021 年度报告中首次提及将在 2022 年重点推进“藏宝金”品牌形象, 向代表婚庆喜事的“凤祥喜事”等主题店发展, 逐渐形成老凤祥的市场新形象、新格局。公司计划在 2023-2025 年保持每年 500-600 家的净开店, 其中预计将有一定比例门店通过优化调整新增“藏宝金”专柜形象, 以统一门店装修和提升品牌调性。

对比重点公司直营、加盟门店店均收入, 头部品牌周大福、老凤祥除具备门店数量优势以外, 在店均销售规模方面同样领先同业, 我们预计龙头加速开店且较早开始关注同店增长的背景下, 强者恒强趋势延续、行业集中度有望持续提升, 头部品牌通过优异的单店模型吸引加盟商开店, 继续深挖及巩固渠道资源, 强化品牌力, 实现正向循环。

图 27: 重点公司直营店店均收入 (百万元)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心 (注: 周大福 FY2022 数据对应其他公司 2021 年报, 依此类推, 周大福 FY2023 年报尚未披露, 故 2022 年相应数据空缺。周大生、迪阿股份店均收入为公司披露值, 潮宏基、周大福店均收入为信达证券计算值, 计算方式为当年珠宝线下直营渠道营收除以期初期末平均门店数。周大福店均收入货币单位已换算为人民币)

图 28: 重点公司加盟店店均收入 (出货额口径, 百万元)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心 (注: 周大福 FY2022 数据对应其他公司 2021 年报, 依此类推, 周大福 FY2023 年报尚未披露, 故 2022 年相应数据空缺。周大生店均收入为公司披露值, 潮宏基、周大福、老凤祥店均收入为信达证券计算值, 计算方式为当年珠宝线下加盟渠道营收除以期初期末平均门店数。周大福店均收入货币单位已换算为人民币)

投资建议

展望 2023Q2 及下半年, 我们继续看好需求端婚庆、悦己消费持续复苏, 供给端产品升级、龙头开店加速, 黄金珠宝板块基本面及估值均有望进一步修复, 2023Q2 板块在低基数下有望提速增长, 给予行业“看好”评级。建议关注具备渠道、产品竞争优势的龙头周大福、老凤祥、周大生、潮宏基、菜百股份。

表 2: 重点黄金珠宝上市公司盈利预测及估值 (2023 年 5 月 11 日收盘价)

公司	股价 (元)	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
周大福 (港元)	15.36	0.82	0.98	1.12	24	19	16
老凤祥	66.58	4.07	4.65	5.12	16	14	13
豫园股份	7.70	0.89	0.97	1.06	9	8	7
周大生	16.90	1.19	1.38	1.56	14	12	11
中国黄金	12.75	0.62	0.74	0.85	21	17	15
菜百股份	12.27	0.78	0.90	1.06	16	14	12
潮宏基	7.36	0.48	0.58	0.71	15	13	10
迪阿股份	42.55	2.20	2.75	3.28	19	15	13

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心 (注: 周大福此处列示 FY2023、FY2024、FY2025 预测值; 迪阿股份、豫园股份盈利预测采用 Wind 一致预期, 其他公司为信达证券研发中心预测值)

风险分析

金价波动不确定性: 黄金首饰主流按克定价, 金价对终端价格影响较大, 故金价波动会影响消费者购买决策, 短期内金价快速上涨有可能抑制消费。

终端消费力恢复不及预期: 黄金珠宝为可选消费, 其景气度受宏观经济环境影响较大。

渠道拓展不及预期: 行业当前核心竞争力仍为渠道力, 品牌终端门店拓展不及预期可能会影响业绩表现。

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，零售研究员。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com



华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。