

量价齐升推动黄金珠宝行业规模扩大，部分个股 2022 年业绩增长亮眼

——珠宝行业 2022 年年报综述

强于大市 (维持)

2023 年 05 月 25 日

行业核心观点:

短期来看，金价震荡走高，婚嫁刚需释放叠加近年来黄金工艺的提升促使黄金珠宝消费量提升，量价齐升推动黄金珠宝行业规模扩大。中长期来看，“悦己”观念之下的日常消费、节假日送礼、黄金投资等多场景渗透率的提升驱动行业规模稳步扩大，加之近三年疫情加速行业整合，珠宝龙头企业通过积极抢占渠道、升级品牌、开发新品等方式抢占市场，实现强者恒强。维持行业“强于大市”投资评级，建议关注优质珠宝标的。

投资要点:

行业总体情况: 2022 年黄金珠宝行业规模持续扩大，黄金首饰消费占比提升。根据 Euromonitor 的数据显示，2022 年，中国黄金珠宝市场规模回升至 8158.98 亿元，同比+6.77%。从价的角度来看，近年黄金价格震荡上行，2022 年伦敦金涨幅为 0.44%；从量的角度来看，近几年黄金工艺提升使得黄金饰品更受消费者青睐，随着“悦己”消费、送礼等多场景渗透率的提升，黄金首饰消费占比增加。

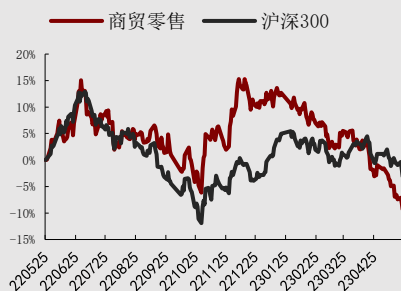
行情表现: 珠宝板块 2022 年跑输大盘指数。2022 年，珠宝板块下跌 21.12%，对标申万一级行业涨跌幅，珠宝排名第 23，落后于煤炭 (+10.95%)、综合 (+10.57%)、社会服务 (-2.23%)、美容护理 (-6.74%)、银行 (-10.47%) 等板块，跑输上证综指 6.00 个 pct。其中萃华珠宝表现相对较好，2022 年涨跌幅为 47.03%。

财务表现: (1) **营收&净利润:** 2022 年，珠宝板块个股营收涨跌分化。力量钻石、曼卡龙、周大生、萃华珠宝等业绩增长亮眼，迪阿股份、莱绅通灵短期承压；(2) **毛利率&净利率:** 部分个股销售费用率降低，利润率大多下降。中兵红箭盈利能力有所提升，中国黄金盈利能力稳定，潮宏基、周大生盈利能力有所下滑；(3) **存货周转率&营运资金周转率:** 多数板块个股存货周转率与营运资金周转率同比下降。中国黄金表现最优，存货周转率与营运资金周转率均居珠宝板块个股之首，分别为 11.22 次与 7.28 次；(4) **收入现金比&净现比:** 绝大多数个股收入现金比大于 1，少部分个股净利润现金比为负值；(5) **估值:** 2023 年，珠宝板块个股的一致预测 EPS 对应的 PE 值在 5-35 倍上下，曼卡龙的 PE 领先，为 35 倍，紧接着中兵红箭的 PE 在 20 倍以上，黄金珠宝端个股 PE 分化。

基金持仓情况: 部分个股受机构资金追捧。截止 2022 年末，老凤祥的机构持股比例最高，为 81.67%，中兵红箭、潮宏基、周大生、豫园股份、中国黄金均超 40%，受机构资金追捧。

风险因素: 经济下行风险、行业竞争加剧、渠道拓展不达预期风险、品牌品类拓展不达预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

4 月黄金珠宝线上景气度进一步上行，部分内资品牌表现杰出

4 月社零同比增长 18.40%，消费回暖趋势不改

3 月黄金珠宝线上数据表现分化，淘系平台涨幅喜人

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师: 李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

正文目录

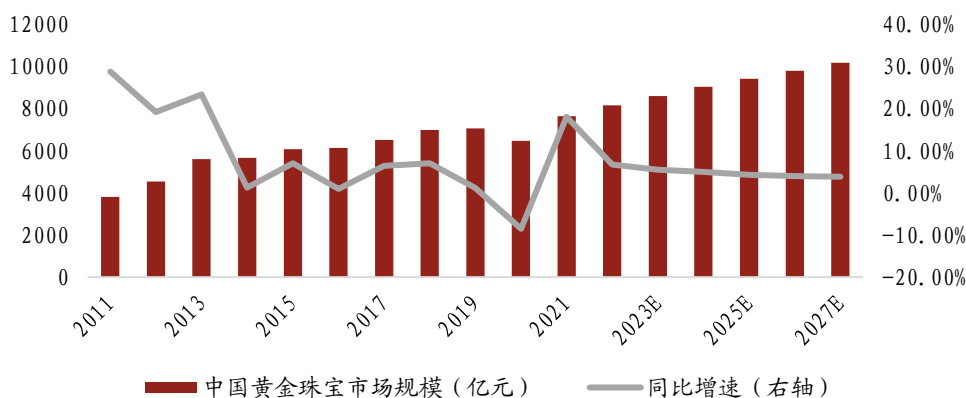
1 行业总体情况	3
2 行情表现	6
2.1 总体行情：珠宝板块 2022 年下跌 21.12%，跑输上证综指	6
2.2 分板块及个股行情：黄金珠宝表现相对较好，萃华珠宝上涨 47.03%	7
3 财务表现	8
3.1 营收&净利润：培育钻石板块承压，黄金珠宝板块部分龙头表现亮眼	8
3.2 毛利率&净利率：部分公司销售费用率降低，利润率大多下跌	10
3.3 存货周转率&营运资金周转率：黄金珠宝板块表现亮眼，培育钻石板块营运资金周转率较低	11
3.4 收现比&净现比：大部分个股收入现金比大于 1，少数个股净利润现金比为负值	12
3.5 估值情况：黄金珠宝端个股估值分化，曼卡龙最高	12
4 基金持仓情况	13
5 投资建议	14
6 风险因素	14
图表 1：中国黄金珠宝市场规模及同比增速	3
图表 2：各类黄金消费情况	3
图表 3：金银珠宝类商品零售额及同比增速	3
图表 4：伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求	4
图表 5：中国珠宝市场主要渠道占比	4
图表 6：淘系平台近期珠宝 GMV（亿元）及同比增速	4
图表 7：京东平台近期珠宝 GMV（亿元）及同比增速	5
图表 8：苏宁平台近期珠宝 GMV（亿元）及同比增速	5
图表 9：2022 年重点黄金珠宝公司旗下主要品牌淘系平台情况	5
图表 10：2022 年 1-12 月申万一级子行业及珠宝板块涨跌幅情况（%）	6
图表 11：2022 年 1-12 月珠宝板块个股涨跌幅情况（%）	7
图表 12：2022 年珠宝板块个股营收、归母净利润及同比增速情况	8
图表 13：近年来珠宝板块个股分季度营业收入同比增速情况	9
图表 14：近年来珠宝板块个股分季度归母净利润同比增速情况	9
图表 15：2022 年珠宝板块个股毛利率与净利率情况	10
图表 16：2022 年与 2022Q4 珠宝板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况	11
图表 17：2022 年珠宝板块个股存货周转率与营运资金周转率情况	11
图表 18：2022 年珠宝板块个股收入现金比与净利润现金比情况	12
图表 19：珠宝个股 2023 及 2024 年一致预测的 EPS（元/股）及对应 PE（倍）	12
图表 20：2022 与 2021 年珠宝个股机构持股比例情况对比	13

1 行业总体情况

我国黄金珠宝市场规模稳步扩大。据Euromonitor数据，2011-2022年，中国黄金珠宝市场规模从3809.66亿元提升至8158.98亿元，CAGR达到7.17%。受疫情影响，2020年中国黄金珠宝市场规模为6470.00亿元，同比-8.52%。而后随着疫情得到逐步控制，2021年市场规模恢复至7641.74亿元，同比+18.11%。2022年，中国黄金珠宝市场规模回升至8158.98亿元，同比+6.77%，随着2022年末国内防疫政策优化放开，线下珠宝消费需求迎来强势反弹。预计未来随着经济的逐步复苏，2023-2027年中国黄金珠宝市场规模增速将恢复至3%-6%水平。

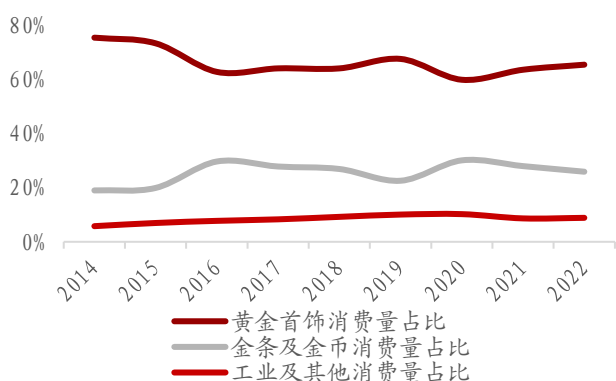
量的角度：黄金工艺提升+多场景渗透率提升，黄金首饰消费占比提升。黄金作为长期抗通胀的工具，受到投资者青睐。此外，黄金珠宝还具备婚嫁、送礼、日常消费等属性，根据中国黄金协会的数据，2022年，黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金消费量占比分别为65.32%/25.85%/8.83%。随着人民生活恢复正常化、经济逐渐复苏，婚庆刚需释放，带动黄金首饰销量提升。另外，近几年金价震荡上行叠加3D、5G等黄金工艺的提升使得黄金饰品更受消费者青睐，而“悦己”消费、送礼等多场景渗透率提升使得黄金珠宝首饰消费需求扩大。2022年，黄金首饰消费量占比同比提升1.86个百分点。

图表1：中国黄金珠宝市场规模及同比增速



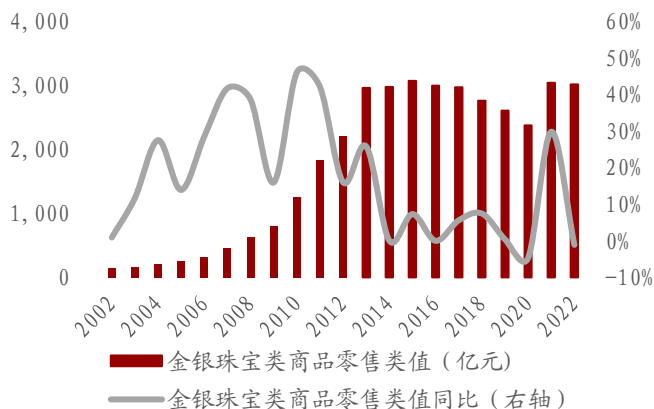
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表2：各类黄金消费情况



资料来源：iFinD、中国黄金协会、万联证券研究所

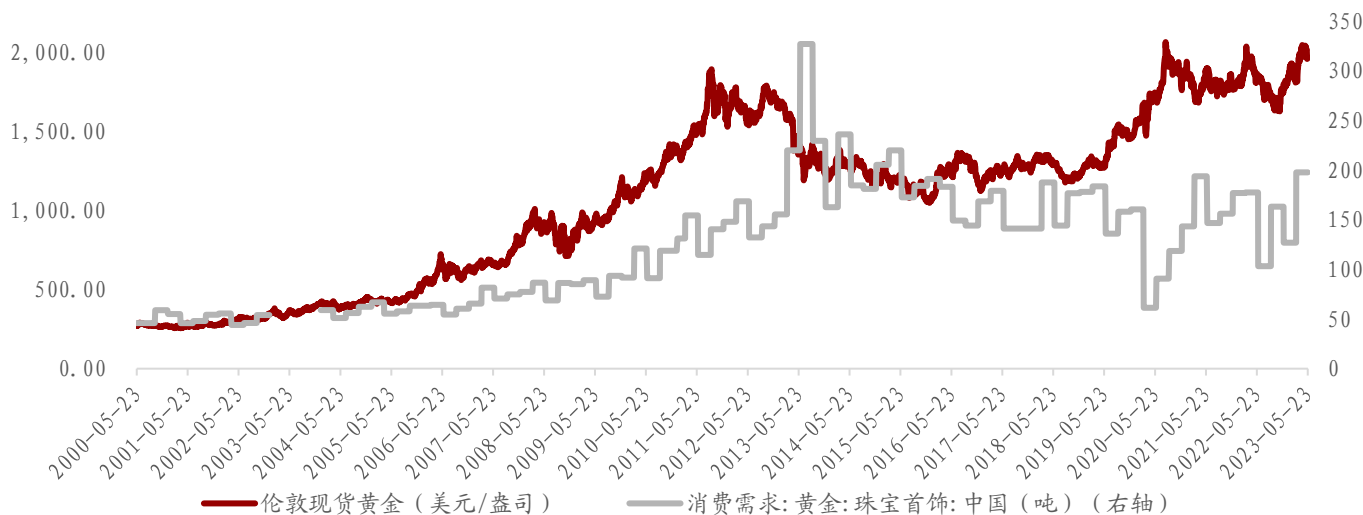
图表3：金银珠宝类商品零售额及同比增速



资料来源：iFinD、国家统计局、万联证券研究所

价的角度：现货黄金价格震荡上行。近年来，受地缘政治紧张局势升级、美国通胀飙升、新冠病毒在全球范围内变种传播等因素影响，国内外环境愈发复杂，不确定性风险提升，全球经济发展速度放慢，以信用为基础的世界货币体系受到冲击。近几年伦敦现货黄金价格震荡上行，2020/2021/2022年黄金价格涨跌幅分别为+24.61%/-4.33%/+0.44%，截止2023年5月23日，黄金现货价格高达1969.20美元/盎司。

图表4：伦敦现货黄金价格vs中国黄金珠宝首饰消费需求



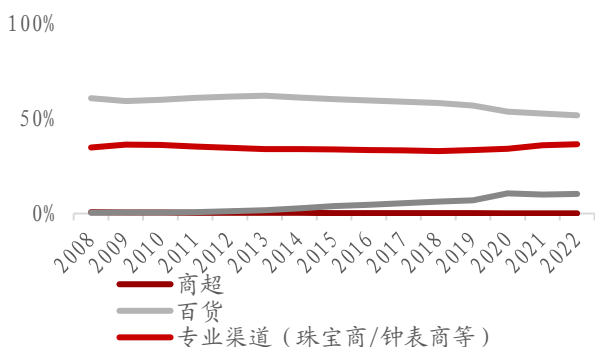
资料来源：iFind、万联证券研究所整理

分渠道情况：

线上渠道占比小幅上升，线下百货商超渠道占比下滑。过去由于珠宝市场快速发展，加之其产品的贵重性与精致性，主要集中于线下营销推广，借助百货、珠宝商、钟表商等渠道抢占市场份额，线上渠道鲜有成效。而近三年由于受到疫情影响，线下消费场景被压制，促使珠宝消费市场进一步从线下往线上转移。根据Euromonitor的数据，我国珠宝市场电商渠道占比从2012年的1.2%提升至2022年的10.3%，成为同比涨幅最大的渠道。2022年，线下商超/百货/专业渠道占比分别为0.1%/51.6%/36.4%。

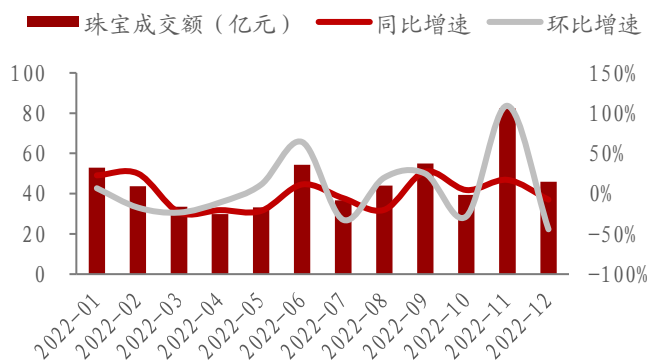
线上具体情况：京东平台表现优秀，淘系平台正增长，苏宁平台大幅下滑。根据萝卜投研的数据，2022年淘系平台珠宝GMV同比+1.06%，2022年京东珠宝GMV同比+33.72%，2022年苏宁平台珠宝GMV同比-91.14%。

图表5：中国珠宝市场主要渠道占比



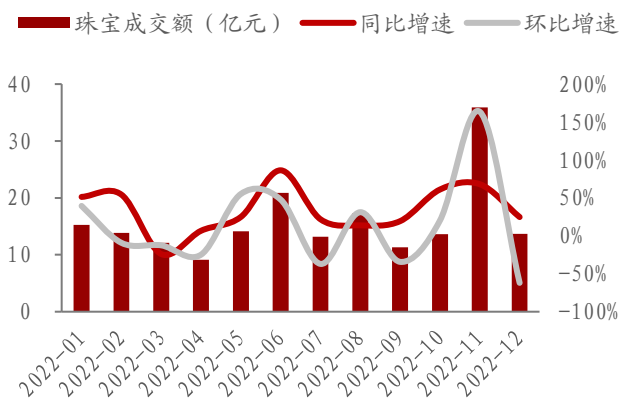
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表6：淘系平台近期珠宝GMV（亿元）及同比增速



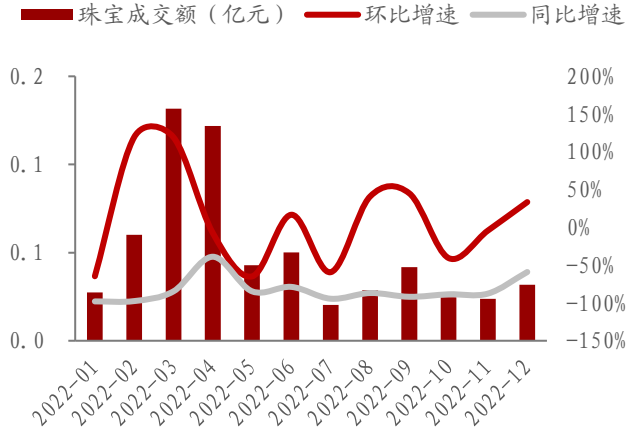
资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

图表7: 京东平台近期珠宝GMV (亿元) 及同比增速



资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

图表8: 苏宁平台近期珠宝GMV (亿元) 及同比增速



资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

品牌淘系平台情况: 各品牌表现分化, 老凤祥、中国黄金增速较高。根据萝卜投研的数据, 2022年各大主要的黄金珠宝品牌淘系平台数据表现分化, 其中, 中国黄金、老凤祥、周大生、老庙涨幅居前, 分别同比+108%/+72%/+11%/+10%, 而周大福、DR、莱绅通灵则同比下滑。

图表9: 2022年重点黄金珠宝公司旗下主要品牌淘系平台情况

公司名称	品牌	销售额 (万元)	同比
周大福	周大福	246034	-12%
六福集团	六福珠宝	61091	+2%
周生生	周生生	133969	+6%
潮宏基	潮宏基	67057	+1%
周大生	周大生	122917	+11%
迪阿股份	DR	29755	-33%
老凤祥	老凤祥	9122	+72%
豫园股份	老庙	54723	+10%
中国黄金	中国黄金	71160	+108%
莱绅通灵	莱绅通灵	5623	-88%

资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

注: 若与上市公司披露的数据不一致, 请以上市公司口径为准。

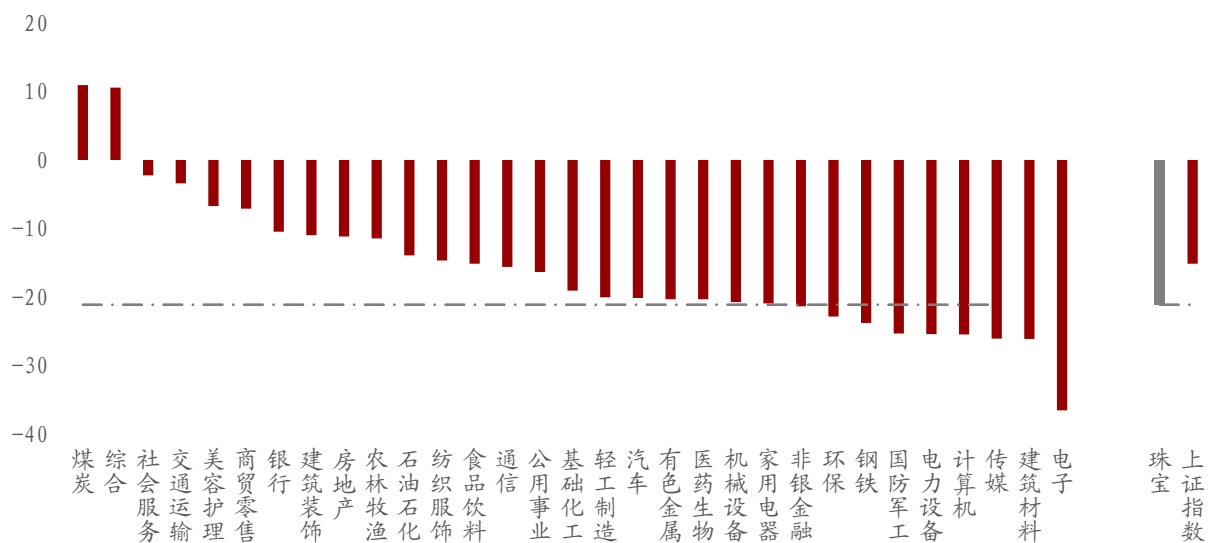
2 行情表现

我们从珠宝行业中选取了一批培育钻石业务收入与黄金珠宝业务收入占比较大的A股上市公司，前者包括力量钻石、中兵红箭、黄河旋风，后者包括潮宏基、周大生、迪阿股份、老凤祥、豫园股份、曼卡龙、中国黄金、菜绅通灵、萃华珠宝，共计12只个股组成珠宝板块（下同），以便更清晰地探讨该板块以及相关个股在市场中的表现。

2.1 总体行情：珠宝板块 2022 年下跌 21.12%，跑输上证综指

从2022年1月1日至2022年12月31日，珠宝板块下跌21.12%，对标申万一级行业涨跌幅，珠宝板块排名第23，落后于煤炭（+10.95%）、综合（+10.57%）、社会服务（-2.23%）、美容护理（-6.74%）、银行（-10.47%）等板块，跑输上证综指6.00个pct。

图表10：2022年1-12月申万一级子行业及珠宝板块涨跌幅情况（%）



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：数据选自2022年1月1日-2022年12月31日

珠宝板块选取的个股：力量钻石、中兵红箭、黄河旋风、潮宏基、周大生、迪阿股份、老凤祥、豫园股份、曼卡龙、中国黄金、菜绅通灵、萃华珠宝。

行业涨跌幅均采用总市值加权平均法计算。

2.2 分板块及个股行情：黄金珠宝表现相对较好，萃华珠宝上涨 47.03%

2022年1月1日至2022年12月31日，培育钻石板块累计下跌26.54%，力量钻石、中兵红箭、黄河旋风表现不佳；黄金珠宝板块累计下跌18.85%，其中，迪阿股份（-49.04%）跌幅最大，仅萃华珠宝实现上涨，涨跌幅为47.03%，在整个板块中表现最优。

图表11：2022年1-12月珠宝板块个股涨跌幅情况（%）

股票代码	股票简称	1-12月涨跌幅（%）	2022/12/31 总市值（亿元）
301071.SZ	力量钻石	-16.56	172.64
000519.SZ	中兵红箭	-26.25	273.50
600172.SH	黄河旋风	-52.36	69.80
培育钻石板块涨跌幅（%）		-26.54	
002345.SZ	潮宏基	-0.12	46.74
002867.SZ	周大生	-18.25	153.76
301177.SZ	迪阿股份	-49.04	251.93
600612.SH	老凤祥	-2.87	177.69
600655.SH	豫园股份	-23.41	296.78
300945.SZ	曼卡龙	-28.92	30.36
600916.SH	中国黄金	-5.89	212.35
603900.SH	莱绅通灵	-17.09	21.89
002731.SZ	萃华珠宝	47.03	40.42
黄金珠宝板块涨跌幅（%）		-18.85	
珠宝板块涨跌幅（%）		-21.12	

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：（1）板块涨跌幅采用个股期末总市值加权平均法；

（2）行情数据系前复权行情。

3 财务表现

3.1 营收&净利润：培育钻石板块承压，黄金珠宝板块部分龙头表现亮眼

培育钻石板块：力量钻石2022年营收同比+81.9%，归母净利润+92.1%，业绩发展势能强劲。其中，单Q4营收同比+50.4%到2.3亿元，归母净利润同比+40.6%到1.1亿元。力量钻石营业收入与净利润的大幅增长主因公司推进新产能建设，募投项目陆续投产，产量实现快速增长。中兵红箭与黄河旋风2022年分别实现营业收入同比-10.6%/-9.1%，归母净利润同比+68.8%/-28.4%。

黄金珠宝板块：尽管受到2022年上半年疫情的影响，板块中部分企业的营收仍然实现亮眼增长。2022年，曼卡龙、周大生、萃华珠宝、老凤祥营收同比分别增长28.6%/21.4%/14.3%/7.4%，主因受益于公司线上渠道业务与品牌覆盖面的大幅提升。其中，萃华珠宝表现亮眼，其归母净利润同比+40.2%，居于板块中涨幅最高。迪阿股份、莱绅通灵业绩承压，营收分别同比-20.4%/-31.1%，归母净利润同比-44.0%/-203.3%。

图表12：2022年珠宝板块个股营收、归母净利润及同比增速情况

			营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
			2022	yoy (%)	22Q4	yoy (%)	2022	yoy (%)	22Q4	yoy (%)
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	9.1	81.9	2.3	50.4	4.6	92.1	1.1	40.6
	000519.SZ	中兵红箭	67.1	-10.6	18.7	-29.7	8.2	68.8	-0.6	49.0
	600172.SH	黄河旋风	24.1	-9.1	6.0	-20.2	0.3	-28.4	-0.5	-2,061.7
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	44.2	-4.7	10.4	-12.7	2.0	-43.2	-0.4	-154.4
	002867.SZ	周大生	111.2	21.4	21.8	-18.7	10.9	-10.9	1.6	-26.9
	301177.SZ	迪阿股份	36.8	-20.4	6.4	-47.3	7.3	-44.0	-0.4	-113.9
	600612.SH	老凤祥	630.1	7.4	94.7	6.4	17.0	-9.4	3.4	-9.0
	600655.SH	豫园股份	501.2	-3.6	166.9	-14.5	38.3	1.5	29.2	41.1
	300945.SZ	曼卡龙	16.1	28.6	5.3	40.0	0.5	-22.6	0.0	-49.8
	600916.SH	中国黄金	471.2	-7.2	114.3	-17.4	7.7	-3.7	1.5	-35.9
	603900.SH	莱绅通灵	9.1	-31.1	1.4	-42.1	-0.4	-203.3	-0.4	31.4
	002731.SZ	萃华珠宝	42.1	14.3	9.7	-9.9	0.5	40.2	0.1	207.9

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表13: 近年来珠宝板块个股分季度营业收入同比增速情况

			分季度营业收入同比增速 (%)							
			21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	102.4	142.8	81.1	96.3	126.9	91.4	80.1	50.4
	000519.SZ	中兵红箭	50.7	7.3	24.3	4.0	1.2	20.2	-16.8	-29.7
	600172.SH	黄河旋风	56.0	-13.6	-18.5	39.9	-4.0	-3.0	-7.5	-20.2
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	82.6	47.6	27.2	32.2	11.9	-21.7	4.6	-12.7
	002867.SZ	周大生	70.7	63.9	119.9	54.6	138.1	43.6	4.2	-18.7
	301177.SZ	迪阿股份	264.9	129.5	64.4	25.5	12.6	-30.1	-12.2	-47.3
	600612.SH	老凤祥	18.7	20.0	4.7	13.4	7.2	6.3	8.8	6.4
	600655.SH	豫园股份	4.5	21.4	5.5	14.4	12.0	-18.3	19.4	-14.5
	300945.SZ	曼卡龙	161.1	14.4	19.0	65.3	-6.6	36.1	54.2	40.0
	600916.SH	中国黄金	105.1	48.3	31.1	32.3	8.0	-17.6	0.4	-17.4
	603900.SH	莱绅通灵	98.2	10.4	-13.3	-31.2	-26.6	-37.0	-22.0	-42.1
	002731.SZ	萃华珠宝	-11.0	58.5	165.8	116.3	52.8	42.4	0.0	-9.9

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

图表14: 近年来珠宝板块个股分季度归母净利润同比增速情况

			分季度归母净利润同比增速 (%)							
			21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	324.2	327.9	193.7	165.1	147.8	105.3	108.8	40.6
	000519.SZ	中兵红箭	385.5	41.5	90.6	-121.3	191.0	82.5	-35.9	49.0
	600172.SH	黄河旋风	120.6	153.4	141.4	100.3	179.0	202.1	-36.5	-2061.7
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	562.5	167.3	23.5	11.3	-9.4	-43.3	1.7	-154.4
	002867.SZ	周大生	133.8	63.0	3.7	-27.3	23.3	-21.2	-12.7	-26.9
	301177.SZ	迪阿股份	1372.5	214.7	63.6	23.4	16.8	-50.2	-25.9	-113.9
	600612.SH	老凤祥	74.5	6.6	-7.2	7.0	-37.3	23.0	2.0	-9.0
	600655.SH	豫园股份	77.9	10.8	-19.0	2.1	-42.2	-50.4	-45.3	41.1
	300945.SZ	曼卡龙	268.6	-16.9	-28.4	7.2	-12.0	-27.8	-16.4	-49.8
	600916.SH	中国黄金	325.8	-15.2	-17.7	38.2	22.1	-4.5	12.0	-35.9
	603900.SH	莱绅通灵	421.8	-28.2	-95.2	-663.0	-76.7	-123.7	-195.3	31.4
	002731.SZ	萃华珠宝	-41.2	210.8	36.1	-79.8	115.5	-73.0	-138.0	207.9

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

3.2 毛利率&净利率：部分公司销售费用率降低，利润率大多下跌

培育钻石板块：2022年，中兵红箭毛利率和净利率均上升，分别同比+8.13/+5.74个pct，主因公司持续做好科研装备建设工作，增强发展活力，实现净利润逆势增长。力量钻石毛利率同比小幅下降，净利率同比上升，主因公司推进新产能建设，募投项目陆续投产，产量实现快速增长实现净利润大幅上升。黄河旋风毛利率与净利率同比均有所下降。

黄金珠宝板块：2022年，板块多数公司盈利能力下滑。其中，中国黄金毛利率和净利率均呈小幅上升，分别同比+0.81/+0.06个pct，其毛利率增幅居黄金珠宝板块之首。豫园股份、萃华珠宝净利率分别同比+0.17/+0.21个pct。

图表15：2022年珠宝板块个股毛利率与净利率情况

			毛利率 (%)				净利率 (%)			
			2022	yoy	22Q4	yoy	2022	yoy	22Q4	yoy
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	63.29	-0.78	58.30	-8.05	50.78	2.71	47.56	-3.32
	000519.SZ	中兵红箭	28.88	8.13	17.47	4.08	12.20	5.74	-3.31	1.25
	600172.SH	黄河旋风	30.71	-0.12	19.29	-11.04	1.28	-0.34	-8.25	-8.59
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	30.18	-3.21	28.26	-2.81	4.64	-3.03	-3.43	-8.87
	002867.SZ	周大生	20.78	-6.53	22.62	0.37	9.78	-3.57	7.29	-0.82
	301177.SZ	迪阿股份	69.79	-0.35	65.26	-5.94	19.81	-8.35	-6.78	-32.47
	600612.SH	老凤祥	7.58	-0.19	9.10	-1.09	3.60	-0.57	4.73	-0.86
	600655.SH	豫园股份	17.87	-6.25	18.93	-13.18	7.86	0.17	18.25	7.24
	300945.SZ	曼卡龙	16.59	-3.42	10.44	-4.18	3.32	-2.29	0.80	-1.57
	600916.SH	中国黄金	3.90	0.81	4.13	0.90	1.63	0.06	1.32	-0.38
	603900.SH	莱绅通灵	55.43	-1.01	61.98	5.59	-4.38	-7.26	-31.84	-4.95
	002731.SZ	萃华珠宝	5.57	-1.48	5.74	0.32	1.12	0.21	1.35	2.50

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表16: 2022年与2022Q4珠宝板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况

			销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		研发费用率 (%)		财务费用率 (%)	
			2022	22Q4	2022	22Q4	2022	22Q4	2022	22Q4
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	0.67	0.41	1.84	2.45	4.86	5.65	-1.73	-1.37
	000519.SZ	中兵红箭	0.94	1.16	8.63	14.09	5.79	6.17	-1.38	-0.96
	600172.SH	黄河旋风	2.60	3.07	8.04	7.80	3.15	0.42	13.87	14.73
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	17.52	19.26	2.06	2.25	1.35	1.49	0.67	0.76
	002867.SZ	周大生	6.73	10.96	0.84	1.32	0.11	0.16	-0.12	-0.11
	301177.SZ	迪阿股份	38.63	53.90	4.46	6.64	0.49	0.96	0.59	1.46
	600612.SH	老凤祥	1.32	1.29	0.64	0.98	0.05	0.08	0.32	0.50
	600655.SH	豫园股份	5.66	4.60	7.24	8.47	0.29	0.38	3.09	1.41
	300945.SZ	曼卡龙	7.78	6.11	3.82	2.35	0.05	0.05	0.07	0.07
	600916.SH	中国黄金	0.95	1.03	0.31	0.46	0.06	0.07	0.05	0.04
	603900.SH	菜绅通灵	44.85	71.03	13.62	21.28	0.14	0.39	0.15	2.97
	002731.SZ	萃华珠宝	1.84	1.96	0.73	1.00	0.00	-0.11	1.53	1.23

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

3.3 存货周转率&营运资金周转率: 黄金珠宝板块表现亮眼, 培育钻石板块营运资金周转率较低

培育钻石板块: 2022年, 力量钻石 (1.98次)、中兵红箭 (3.43次)、黄河旋风 (2.07次) 存货周转率均高于1.5, 板块中仅力量钻石同比增加0.41次。培育钻石板块营运资金周转率涨跌分化。

黄金珠宝板块: 2022年, 中国黄金的存货周转率为11.22次, 居珠宝板块个股之首。周大生、迪阿股份、老凤祥、曼卡龙的存货周转率均不低于2。中国黄金的营运资金周转率最高, 为7.28次。板块中仅周大生、曼卡龙和萃华珠宝的存货周转率与营运资金周转率同比均增加。

图表17: 2022年珠宝板块个股存货周转率与营运资金周转率情况

			存货周转率 (次)		营运资金周转率 (次)	
			2022	yoy	2022	yoy
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	1.98	0.41	0.39	-1.84
	000519.SZ	中兵红箭	3.43	-0.86	1.24	-0.25
	600172.SH	黄河旋风	2.07	-0.22	-0.96	0.09
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	1.14	-0.11	2.01	-0.26
	002867.SZ	周大生	2.89	0.30	2.50	0.11
	301177.SZ	迪阿股份	2.00	-1.74	0.63	-0.67
	600612.SH	老凤祥	3.97	-0.46	5.68	-0.05
	600655.SH	豫园股份	0.80	-0.03	2.26	-0.10
	300945.SZ	曼卡龙	3.02	0.45	2.36	0.19
	600916.SH	中国黄金	11.22	-1.38	7.28	-1.69
	603900.SH	菜绅通灵	0.27	-0.12	0.46	-0.18
	002731.SZ	萃华珠宝	1.92	8	4.60	0.21

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

3.4 收现比&净现比：大部分个股收入现金比大于1，少数个股净利润现金比为负值

培育钻石板块：2022年，板块中的收现比均小于1，收入质量不佳。其中，力量钻石收入现金比为0.63，居板块个股倒数第一。中兵红箭与黄河旋风收入现金比均小于1，分别为0.77/0.96，其中黄河旋风的净利润现金比为22.90，居珠宝板块个股之首。

黄金珠宝板块：2022年，黄金珠宝板块个股的收入现金比均大于1，企业的销货收到的现金与本期的销售收入基本一致，资金回收良好。莱绅通灵的净利润现金比为-5.50，位于黄金珠宝板块个股倒数第一，主因2022年公司亏损，净利润为-0.40亿元。

图表18：2022年珠宝板块个股收入现金比与净利润现金比情况

			收入现金比	净利润现金比
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	0.63	0.71
	000519.SZ	中兵红箭	0.77	0.47
	600172.SH	黄河旋风	0.96	22.90
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	1.10	2.02
	002867.SZ	周大生	1.08	0.94
	301177.SZ	迪阿股份	1.08	1.12
	600612.SH	老凤祥	1.23	0.43
	600655.SH	豫园股份	1.18	-0.02
	300945.SZ	曼卡龙	1.10	0.65
	600916.SH	中国黄金	1.09	1.56
	603900.SH	莱绅通灵	1.15	-5.50
	002731.SZ	萃华珠宝	1.14	-1.18

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

3.5 估值情况：黄金珠宝端个股估值分化，曼卡龙最高

选取2023年5月23日收盘价以及同花顺一致预测的2023-2024年的EPS计算PE。2023年，培育钻石、黄金珠宝板块个股的一致预测EPS对应的PE值在8-35倍之间，曼卡龙的PE最高（35倍），紧接着中兵红箭、中国黄金的PE分别为27/20倍。

图表19：珠宝个股2023及2024年一致预测的EPS（元/股）及对应PE（倍）

			EPS		PE		股价（元）
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023/5/23
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	4.54	6.06	18	14	82
	000519.SZ	中兵红箭	0.69	0.84	27	22	19
	600172.SH	黄河旋风	-	-	-	-	4
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	0.46	0.57	15	12	7
	002867.SZ	周大生	1.24	1.47	14	12	17
	301177.SZ	迪阿股份	2.19	2.72	19	16	43
	600612.SH	老凤祥	4.07	4.75	16	14	65
	600655.SH	豫园股份	0.93	1.03	8	7	7
	300945.SZ	曼卡龙	0.42	0.54	35	27	15
	600916.SH	中国黄金	0.61	0.75	20	16	12
	603900.SH	莱绅通灵	-	-	-	-	7
	002731.SZ	萃华珠宝	-	-	-	-	13

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：数据提取日期为2023年5月23日，EPS采用同花顺一致预测，PE为提取日收盘价除以一致预测的EPS所得出。

4 基金持仓情况

培育钻石板块：截止2022年末，中兵红箭在培育钻石板块中机构持股比例最高，达到49.63%，同比降低6.83个pct，其中基金持股比例同比下降7.92个pct。力量钻石与黄河旋风的机构持股比例分别为23.24%/27.75%，同比分别下降14.66/0.40个pct。

黄金珠宝板块：截止2022年末，中国黄金机构持股比例同比大幅上升43.63个pct至45.25%，其中基金持股比例上升10.18个pct。老凤祥机构持股比例在珠宝板块个股中最高，达到81.67%，其次为周大生、豫园股份、潮宏基。同时，老凤祥的外资持股比例最高，达到1.58%，居黄金珠宝板块个股之首。

图表20：2022与2021年珠宝个股机构持股比例情况对比

			机构持股比例合计 (%)		基金持股比例 (%)		QFII 持股比例 (%)	
			2022	2021	2022	2021	2022	2021
培育钻石	301071.SZ	力量钻石	23.24	37.90	10.03	23.26	4.83	0.00
	000519.SZ	中兵红箭	49.63	56.45	4.07	12.00	0.00	0.00
	600172.SH	黄河旋风	27.75	28.15	4.02	6.72	1.79	0.00
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	48.80	49.16	8.30	3.80	0.00	0.00
	002867.SZ	周大生	75.41	78.80	3.18	9.46	0.00	0.00
	301177.SZ	迪阿股份	29.59	25.02	18.08	19.22	0.00	2.14
	600612.SH	老凤祥	81.67	80.43	4.53	7.64	1.58	0.00
	600655.SH	豫园股份	64.30	52.78	1.02	1.21	0.00	0.00
	300945.SZ	曼卡龙	4.39	7.31	0.91	3.48	0.00	0.79
	600916.SH	中国黄金	45.25	1.62	10.32	0.14	0.00	0.00
	603900.SH	莱绅通灵	18.50	18.07	0.89	0.00	0.89	0.00
	002731.SZ	萃华珠宝	24.66	34.11	0.01	0.00	0.00	0.74

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

5 投资建议

短期来看，金价震荡走高，婚嫁刚需释放叠加近年来黄金工艺的提升促使黄金珠宝消费量提升，量价齐升推动黄金珠宝行业规模扩大。**中长期来看**，“悦己”观念之下的日常消费、节假日送礼、黄金投资等多场景渗透率的提升驱动行业规模稳步扩大，加之近三年疫情加速行业整合，珠宝龙头企业通过积极抢占渠道、升级品牌、开发新品等方式抢占市场，实现强者恒强。**维持行业“强于大市”投资评级，建议关注优质珠宝标的。**

6 风险因素

经济下行风险、行业竞争加剧、渠道拓展不达预期风险、品牌品类拓展不达预期风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场