行业评级：增持

报告日期：20180720

华安证券大消费研究组
分析师：洪叶
021-60956105
hy_hazq@126.com
S0010516040001

珠宝需求仍旺 精选内资龙头

主要观点：

❑ 珠宝行业回暖，成长空间广阔

近年来，我国黄金珠宝消费运行平稳，自去年起回暖趋势明显。2017 年我国黄金消费量连续 5 年成为世界第一黄金消费国。2017 年上海钻交所钻石交易总额达到 53.44 亿美元，同比增长 20.09%，我国已成为世界第二大钻石消费市场。

然而，我国人均珠宝消费额低于世界其他主要国家，成长空间广阔。2016 年我国人均珠宝消费额仅为 54.11 美元,分别是美国、日本人均珠宝消费为 1/5 和 1/3。

❑ 三大逻辑支撑新一轮黄金珠宝复苏

1） 婚恋市场维持珠宝行业刚需

婚庆市场珠宝消费在整个珠宝市场占比第一，高达 46%，1982 年-1991 年我国新生儿超过 2000 万人/年左右，是我国人口增长高峰期，按照 22-30 岁适婚年龄，则这阶段的新生儿在 2004-2021 年达到适婚年龄，则在 2004-2021 年每年结婚对数保持在 1000 万对左右。婚庆市场将维持我国珠宝行业的刚性需求，在短期内不会造成需求大幅度波动。

2） 情感消费拓展珠宝行业空间

除了婚庆刚需，珠宝消费具有情感属性。从人群的视角出发，女性消费者和年轻一代消费者成为珠宝的情感属性消费的重要主体。

据中宝协统计，2015 年 1.2-1.4 万元级别的珠宝中女性购买者占 77.8%，2 万元以上占 75%，女性为珠宝消费主力军。

从戴尔比斯发布的《2017 年钻石行业分析报告》可以看出 18-44 年龄阶段的人群对中国钻石消费的贡献度达到 88%，说明千禧一代正式成为了珠宝行业主要消费者。

3） 低线市场崛起提供新增长点

2016 年三四线城市钻石消费总额占比 43%，虽高于一二现城市的消费总额，但是三四现城市拥有我国近 80%的人口总量，所以随着三四线城市消费升级加速，消费能力提高，仍有巨大增长空间。

❑ 投资观点

我们认为黄金珠宝行业步入新一轮的复苏，建议关注以下三条投资主线，精选珠宝内资龙头。

1）行业集中度提升下，关注品牌价值高、具有规模优势和市场份额的龙头公司。建议关注：周大福（1929.HK）、周大生（002867.SZ）。

2）情感消费和消费结构多元化背景下，非金饰品占比将不断提升，可以关注主打钻石、K 金的细分行业龙头，莱绅通灵（603900.SH）、潮宏基（002345.SZ）。

3）低线市场消费崛起背景下，建议关注具有渠道优势不断加速下沉扩张的公司，如周大生（002867.SZ）。

❑ **风险提示：**消费复苏不达预期；新婚潮人数不达预期。

目录

1 珠宝行业回暖，成长空间广阔 4
1.1 可选消费复苏明显，珠宝行业稳步增长 4
1.2 珠宝市场低基数，成长空间较广阔 7
2 三大逻辑支撑新一轮黄金珠宝复苏 7
2.1 婚恋市场维持珠宝行业刚需 7
2.2 情感消费拓展珠宝行业空间 9
2.3 低线市场崛起提供新增长点 10
3 顺应消费新趋势，精选珠宝内资龙头 12
3.1 品牌龙头称霸江湖，营销能力不可小觑 12
3.2 消费结构多元升级，非金饰品快速崛起 13
3.3 提高产品设计能力，适应消费审美趋势 15
3.4 渠道下沉扩张加速，享受低线市场红利 17
4.投资主线和重点公司 19
4.1 投资主线 19
4.2 重点公司 19
4.3 财务指标 21

图表目录

图表 1 珠宝行业发展四个阶段 4
图表 2 社会消费品零售总额同比增速（%） 5
图表 3 限额以上企业分品类零售额同比增速（%） 5
图表 4 限额以上企业分品类零售额同比增速（%） 5
图表 5 珠宝公司收入及增速（%） 6
图表 6 珠宝公司净利润及增速（%） 6
图表 7 我国黄金需求量及增速，2011-2017 7
图表 8 上海市钻交所钻石交易总额（亿美元），2011-2017 7
图表 9 2010-2016 年各国人均珠宝消费金额（万亿美元） 7
图表 10 我国婚庆市场的“三金一钻” 8
图表 11 珠宝行业需求结构，2016 8
图表 12 1977-1996 年我国出生人口（万人） 8
图表 13 2008-2017 年我国结婚登记对数（万对） 8
图表 14 中国各年龄阶段钻石消费占比（万人） 9
图表 15 因不同场合购买钻石的比例 （单位：%） 10
图表 16 各国购买钻石首饰的原因占比 （单位：%） 10
图表 17 社会消费零售总额 城市 VS 农村 （累计同比） 10
图表 18 中国各组别人均可支配收入 11
图表 19 各县级城市钻石首饰消费占比（2016 年） 11
图表 20 珠宝行业集中度 12
图表 21 珠宝行业品牌价值前 5 名 13
图表 22 各品牌营销方法 13
图表 23 2008 年-2017 年我国黄金及黄金饰品消费量 14
图表 24 各类珠宝消费量占比 14
图表 25 假设获得 5000 元人民币的受访者按年龄和选购产品划分的比例 15
图表 26 珠宝首饰消费品种多元化 15
图表 27 中国消费群体结构变化 15
图表 28 我国人均珠宝消费额及增长率 16
图表 29 周大生的“LOVE100”系列，莱绅通灵“蓝色火焰” 16
图表 30 各线城市珠宝渗透率 17
图表 31 假设获得 5000 元人民币的受访者按线级城市和选购产品划分的比例 18
图表 32 各线城市珠宝购买率 18
图表 33 莱绅通灵和周大生门店及增速情况，2013-2017 19
图表 34 各品牌毛利率 21
图表 35 各品牌净利率 22
图表 36 各品牌净资产收益率（扣非/摊薄） 22
图表 37 四家公司销售费用/营业收入（单位：%） 23
图表 38 四家公司财务费用/营业收入（单位：%） 24
图表 39 四家公司管理费用/营业收入（单位：%） 24

1. 珠宝行业回暖，成长空间广阔

1.1 可选消费复苏明显，珠宝行业稳步增长

我国珠宝行业的发展分为 4 个阶段：

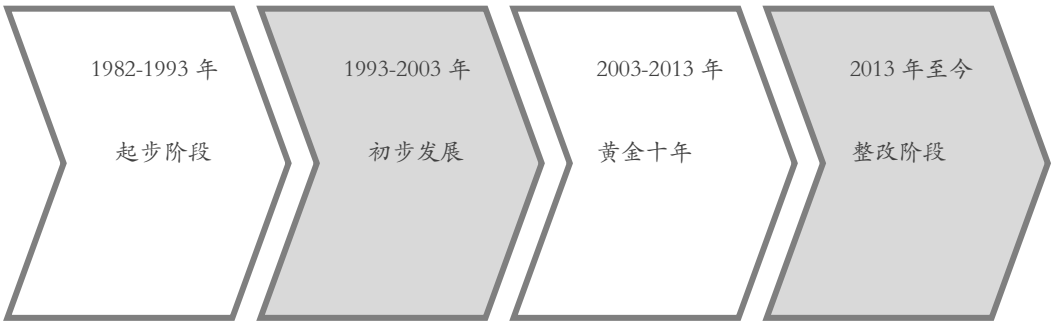
① 1982-1993 年，珠宝行业起步阶段。世界珠宝首饰产业开始向亚洲市场转移，香港珠宝制造业崛起，由于大陆廉价的劳动力和巨大的市场空间，世界珠宝商渐渐进入中国。

② 1993-2003 年，我国珠宝行业处于初步发展阶段。以 1993 年国务院 53 函确定黄金市场化改革为标志，一批优秀的珠宝企业进入大陆市场，如 Tiffany、周大福、周生生。

③ 2003-2013 年，珠宝行业的“黄金十年”。以 2003 年贵金属及制品市场全面开放为标志，珠宝市场正式全面打开，许多本国品牌开始占据市场，细分市场出现，品牌阶段出现；珠宝行业销售始终保持着两位数的增速。

④ 2013 年至今。2013 年 Q2 我国珠宝行业营收增达到 60.38%，但是与此同时行业同质化严重，市场加入者过多，价格战盛行，2013 年 Q3 出现拐点，增速出现下行，行业进入整顿期。从 2016 年 Q4 行业出现好转，珠宝行业营收增速开始复苏，行业有回暖迹象。

图表 1 珠宝行业发展四个阶段



资料来源：互联网，华安证券研究所整理

2018 年 1-6 月份，社会消费品零售总额 180018 亿元，同比增长 9.4%，增速较上年同期放缓 2 个百分点。分品类来看，一季度化妆品零售总额同比增长 16.1%，金银珠宝同比增长 7.9%，服装鞋帽、针纺织品类同比增长 9.8%，可选消费复苏明显。

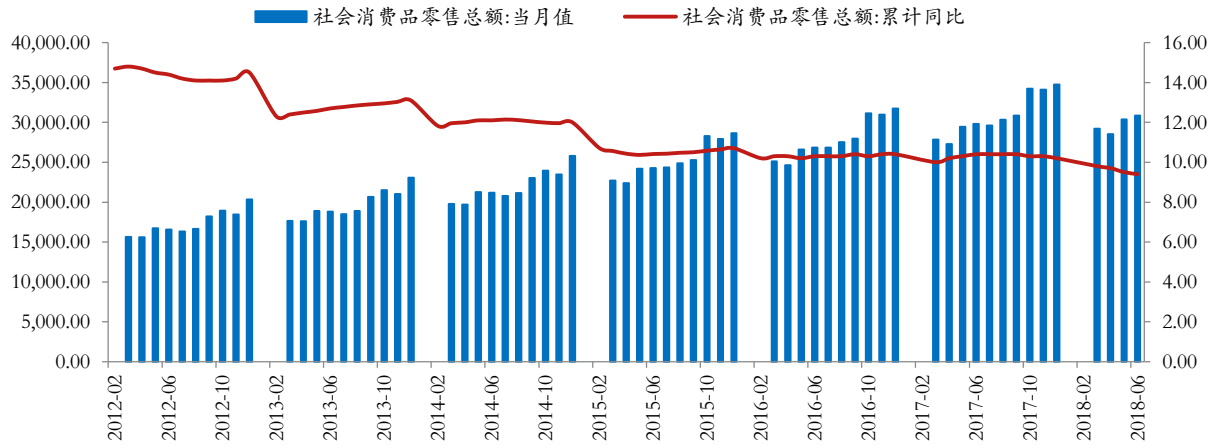
2017 年限额以上商品零售额达 15.09 万亿元，同比增长 8.2%，较上年同期增速持平；2018 年 1-6 月份，限额以上商品零售额达 6.55 万亿元，同比增长 7.6%，其中 1-2 月、3 月单月同比增长 8.4%、8.9%，较 2017 年 12 月的 6.8%环比大幅提升，5 月有一定程度的下降，同比增长 5.6%，6 月增速回升到 6.4%。

分品类看，黄金珠宝、化妆品等出现复苏迹象。2017 年服装、化妆品、金银珠宝等限额以上零售额同比增长 8%、13.5%、5.6%，增速较 2016 年同期各增 1.2、5.2、5.6 个百分点。1Q18 黄金珠宝、化妆品和服装继续呈现回升态势，3 月单月同比各增 20.4%、22.7%和 14.8%，增速较 2017 年同期各增 13.2、14 和 10 个百分点。4 月份增速有所下降，5、6 月呈现回升状态，6 月单月服装、化妆品、金银珠宝等限额

以上零售额同比增长 10%、11.5%、7.9%。

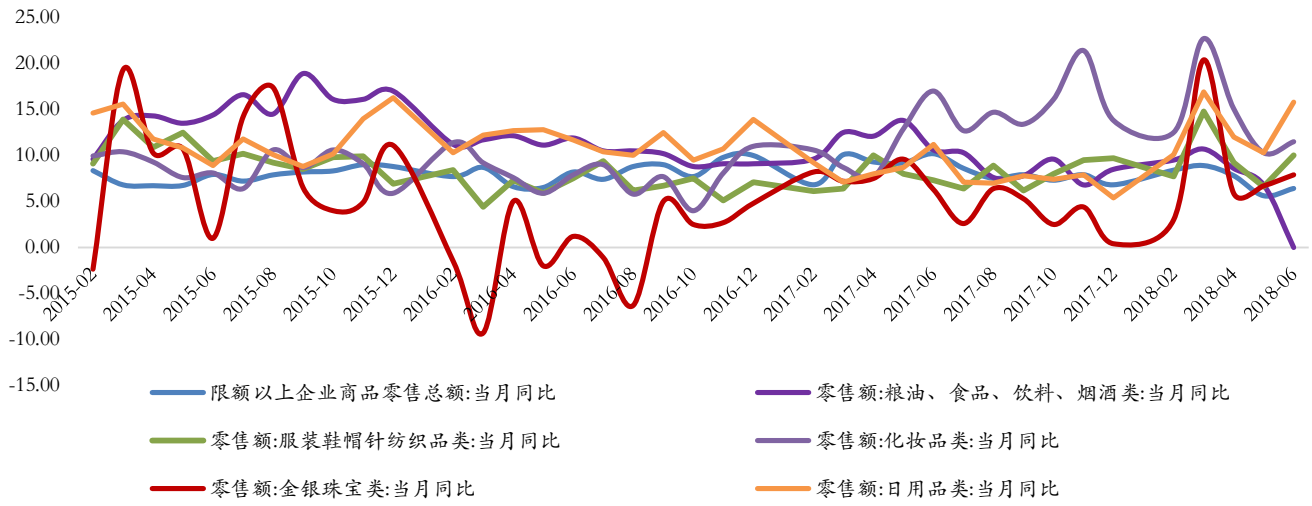
2017 年全国百家大型零售企业零售额累计同比增速 2.8%，相对于 2016 年增加了 3.3 个百分点，零售行业有所回温。分品类看，黄金珠宝在 2018 年有回暖趋势。2018 年 5 月金银珠宝全国百家大型零售企业零售额当月同比-1.50%，较 2017 年 12 月-6.4%有很大提升。

图表 2 社会消费品零售总额同比增速（%）



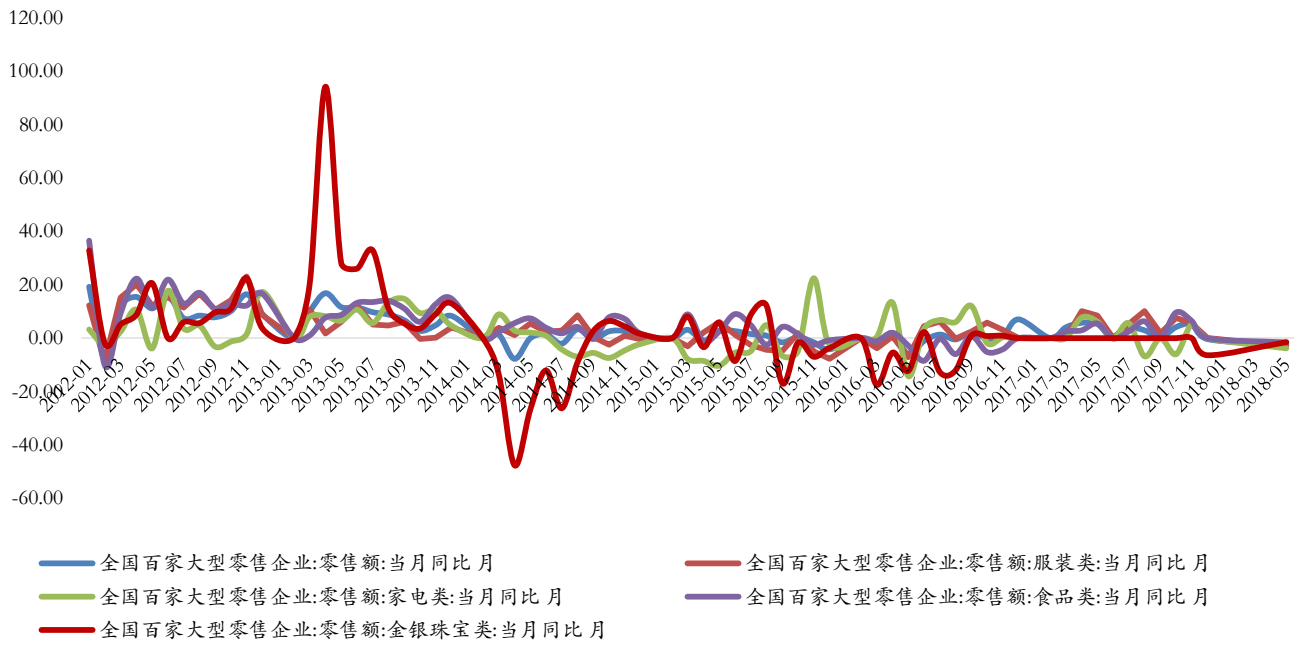
资料来源：wind，华安证券研究所整理

图表 3 限额以上企业分品类零售额同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所整理

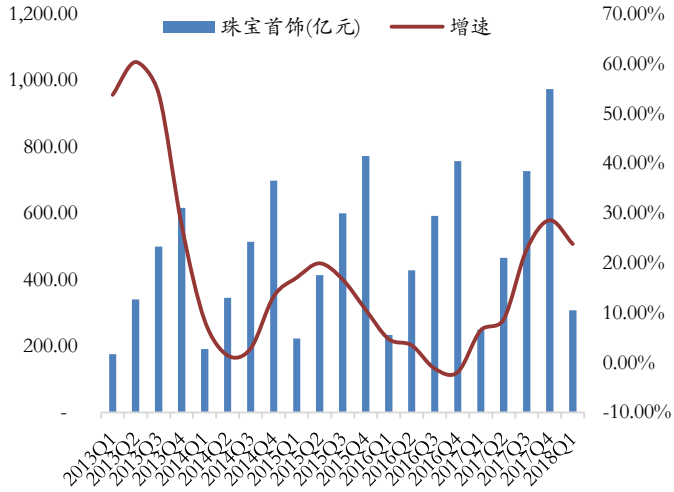
图表 4 限额以上企业分品类零售额同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所整理

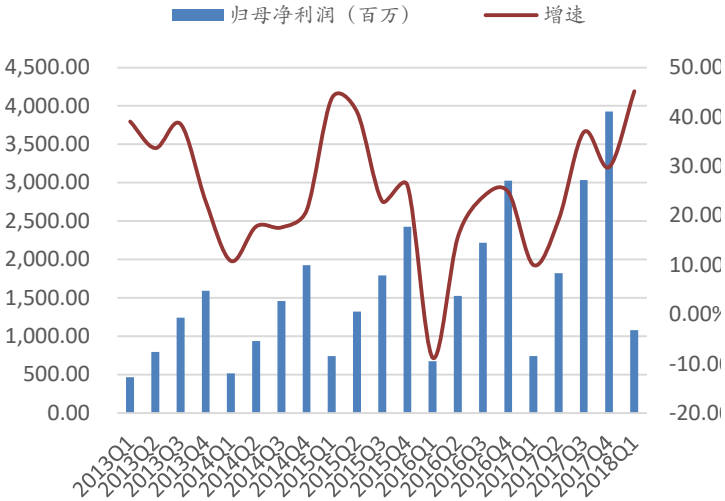
从公司业绩来看，2017 年珠宝行业进入稳步复苏阶段，珠宝行业营业收入由负变正，2017 年实现营业收入 937.80 亿元，同比增速为 28.59%，较去年上升了 30.53 个百分点。实现归母净利润 39.78 亿元，同比增速 29.80%，较 2016 年上升 4.96 个百分点。实现扣非归母净利润 33.16 亿元，同比增速 14.06%，较 2016 年下降 27.96 个百分点，可以看出非正常损益为 16.64 亿元，占归母净利润的 16.64%，非正常损益的高增速成为利润增长的重要因素。从 2018 年一季度的情况来看，珠宝行业实现营业收入 307.69 亿元，同比增速为 23.86%，增速较 4Q2017 年下降 4.73 个百分点。实现归母净利润 10.78 亿元，同比增长 45.15%，增速较 4Q2017 年上升 15.35 个百分点。

图表 5 珠宝公司收入及增速（%）



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 6 珠宝公司净利润及增速（%）

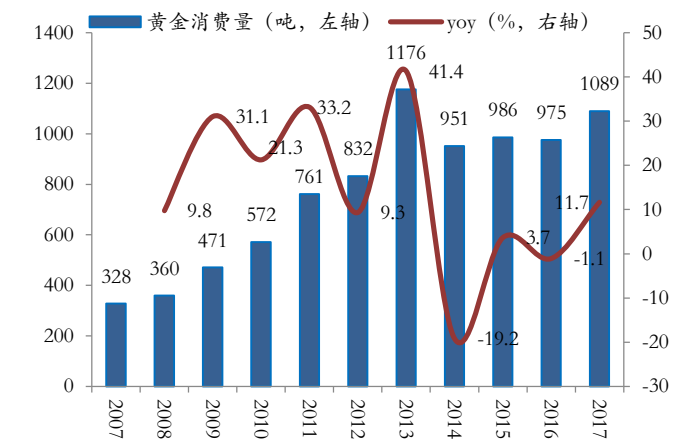


资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 珠宝市场低基数，成长空间较广阔

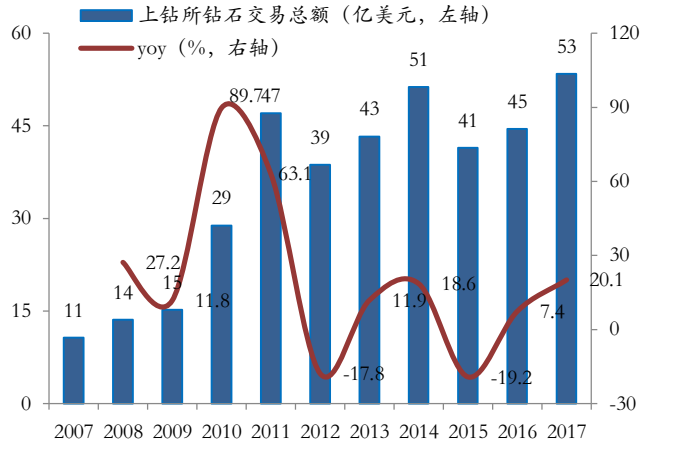
近年来，我国黄金珠宝消费稳步增长。据中宝协统计，2016 年我国珠宝首饰零售规模超 5000 亿，据黄金协会统计，2017 年我国黄金消费量 1089 吨，连续 5 年成为世界第一黄金消费国。据钻交所统计，2017 年上海钻交所钻石交易总额达到 53.44 亿美元，同比增长 20.09%，我国已成为世界第二大钻石消费市场。

图表 7 我国黄金需求量及增速，2011-2017



资料来源：wind,华安证券研究所

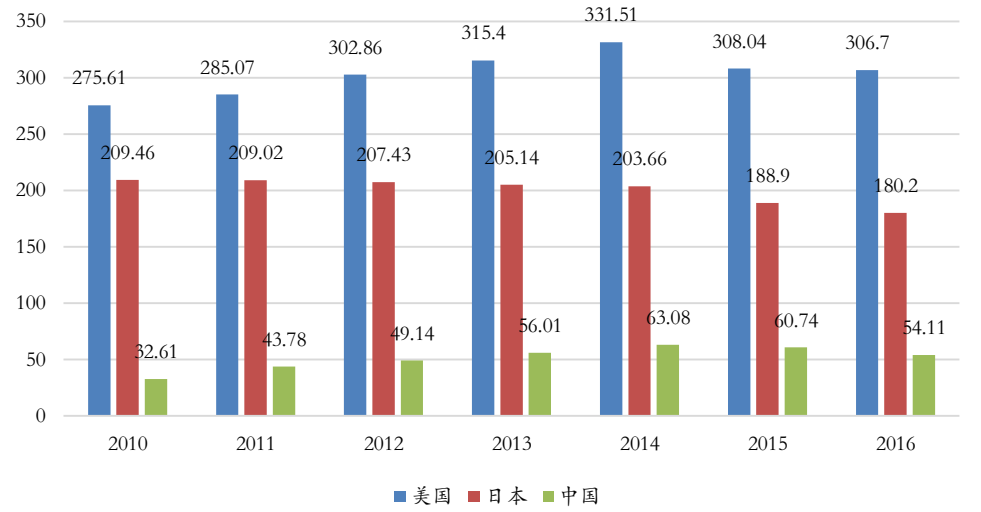
图表 8 上海市钻交所钻石交易总额（亿美元），2011-2017



资料来源：上海钻交所,华安证券研究所

我国人均珠宝消费额低于世界其他主要国家，成长空间广阔。2016 年我国人均珠宝消费额仅为 54.11 美元。同期美国、日本人均珠宝消费为 306.7 美元、180.2 美元，分别是我国的 5.67 倍、3.33 倍。

图表 9 2010-2016 年各国人均珠宝消费金额（万亿美元）



资料来源：智研咨询,华安证券研究所

2 三大逻辑支撑新一轮黄金珠宝复苏

2.1 婚恋市场维持珠宝行业刚需

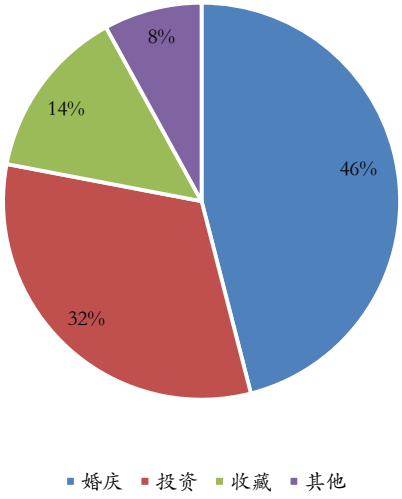
目前，婚恋市场仍是珠宝消费占比最大的需求，维持行业刚需。我国婚庆市场

从传统的“三金”（黄金项链，黄金手镯（手链），黄金耳环）到现在的“三金一钻”（黄金项链，黄金手镯（手链），黄金耳环，钻石戒指）说明珠宝首饰是我国婚庆市场的必需品。特别是现在钻石代表着爱情的见证，已得到消费者的认可，成为结婚必备，“钻石恒久远，一颗永流传”，“情定一钻，缘起三生”“21 克拉钻戒代表 21 克灵魂”等。

图表 10 我国婚庆市场的“三金一钻”

资料来源：互联网,华安证券研究所

图表 11 珠宝行业需求结构，2016

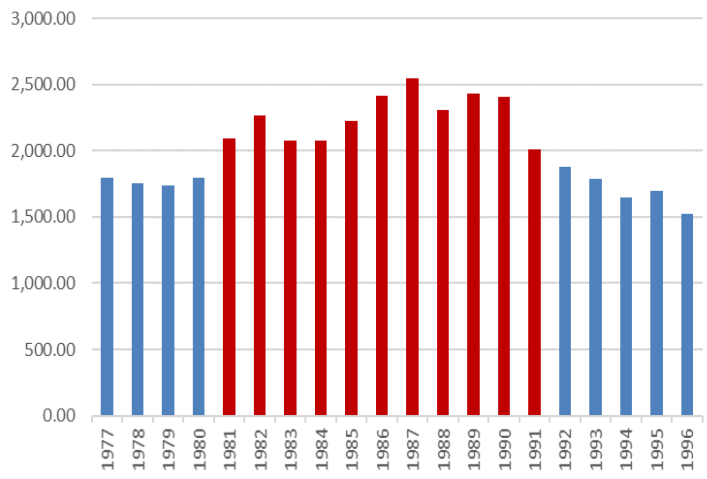


资料来源：IBIS World,华安证券研究所

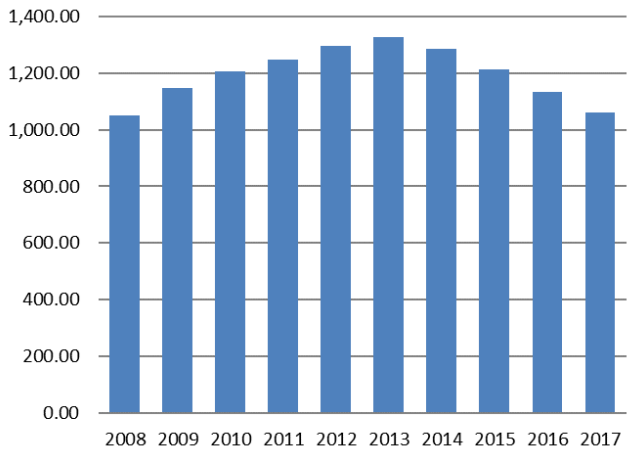
在我国，婚庆市场珠宝消费在整个珠宝市场占比第一，高达 46%，1982 年-1991 年我国新生儿超过 2000 万人/年左右，是我国人口增长高峰期，按照 22-30 岁适婚年龄，则这阶段的新生儿在 2004-2021 年达到适婚年龄，则在 2004-2021 年每年结婚对数保持在 1000 万对左右。婚庆市场将维持我国珠宝行业的刚性需求，在短期内不会造成需求大幅度波动。

图表 12 1977-1996 年我国出生人口（万人）

图表 13 2008-2017 年我国结婚登记对数（万对）



资料来源：WIND,华安证券研究所



资料来源：WIND,华安证券研究所

2.2 情感消费拓展珠宝行业空间

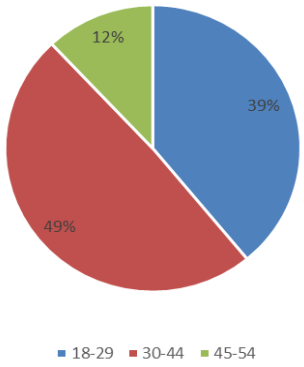
除了婚庆刚需，珠宝消费具有情感属性。从人群的视角出发，女性消费者和年轻一代消费者成为珠宝的情感属性消费的重要主体。

由于女性经济和地位的提升，女性庞大的消费基数和消费能力使“她经济”迅速发展。她们现在通常能够物质独立、精神自主，具有一定的消费能力，是不可小觑的消费力量。据汇牛营销的数据测算，2014 年“她经济”整体市场规模约为 2.5 万亿元，2019 年有望达 4.5 万亿元。

现我国“千禧一代”（1982-2000）年龄介于 18-36 岁之间，逐渐代替 60 后，70 后成为我国各大消费市场的消费主力军。从戴尔比斯发布的《2017 年钻石行业分析报告》可以看出 18-44 年龄阶段的人群对中国钻石消费的贡献度达到 88%，说明千禧一代正式成为了珠宝行业主要消费者。

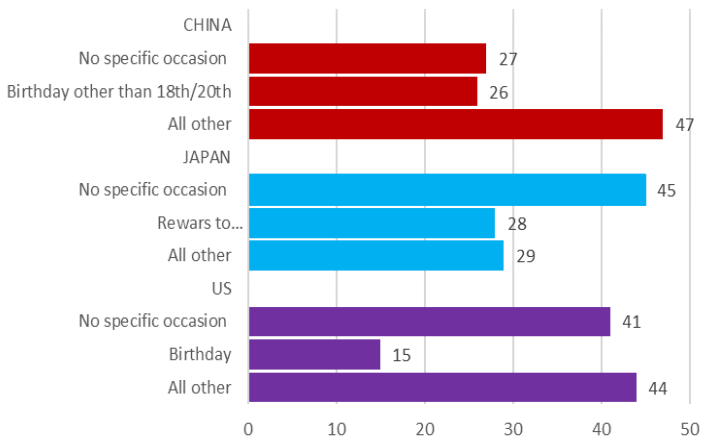
由于 80 后，90 后从小成长的环境，受到的教育，接受的消费观念等都与 60 后 70 后有很大的改变。千禧一代更加追求情感需求，购买珠宝首饰不仅仅为了结婚需求，也成为各种纪念日表达感情的载体，如：结婚纪念日、生日、情人节、七夕、母亲节等各大节日；另外在日常生活中，千禧一代对于珠宝首饰的需求也越来越高：拥有不同的心情、搭配不同的衣服、出席不同的场合、会见不同的对象等等都需要佩戴不同的珠宝首饰；千禧一代对自我奖励也越来越重视。

图表 14 中国各年龄阶段钻石消费占比（万人）



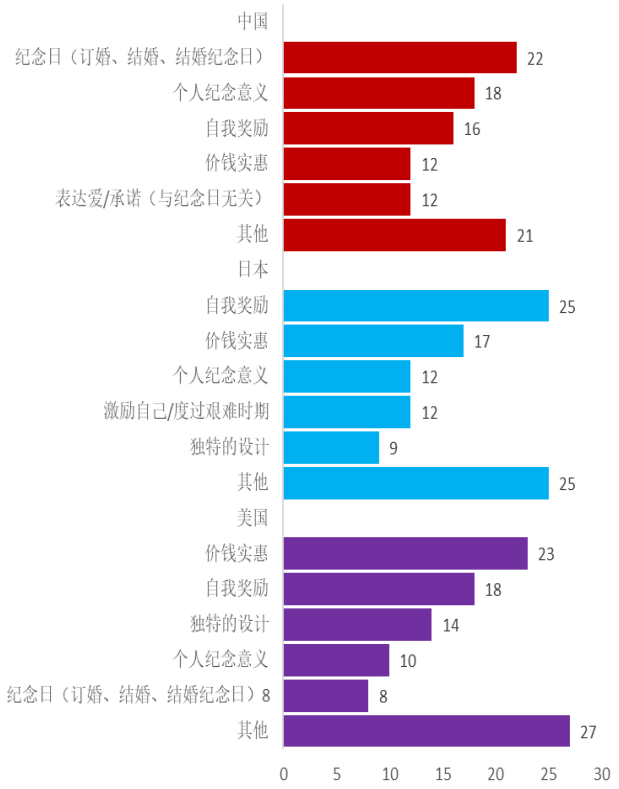
资料来源：戴尔比斯,华安证券研究所

图表 15 因不同场合购买钻石的比例 （单位：%）



资料来源：戴尔比斯,华安证券研究所

图表 16 各国购买钻石首饰的原因占比 （单位：%）

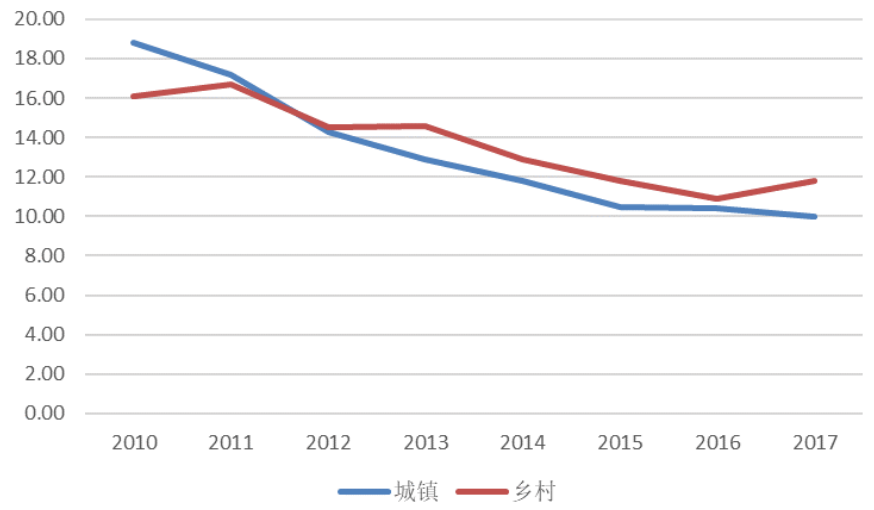


资料来源：戴尔比斯,华安证券研究所

2.3 低线市场崛起提供新增长点

由于三四线城市人均可支配收入为三四线城市消费升级提供了保障，房价上涨带来的财富效应、城镇化和棚改货币化为三四线城市扩展了空间，政府精准扶贫力度加大推进了三四线城市的消费水平，三四线城市正进行一次消费升级的革命。三四线城市消费在我国扮演着越来越重要的角色。从 2012 年开始农村的社会消费零售总额的增速一直好于城镇社会消费零售总额增速。2018 年 5 月农村社会消费总额累计同比达 10.50%，高出城镇社会消费零售总额增速（9.30%）1.2 个百分点。

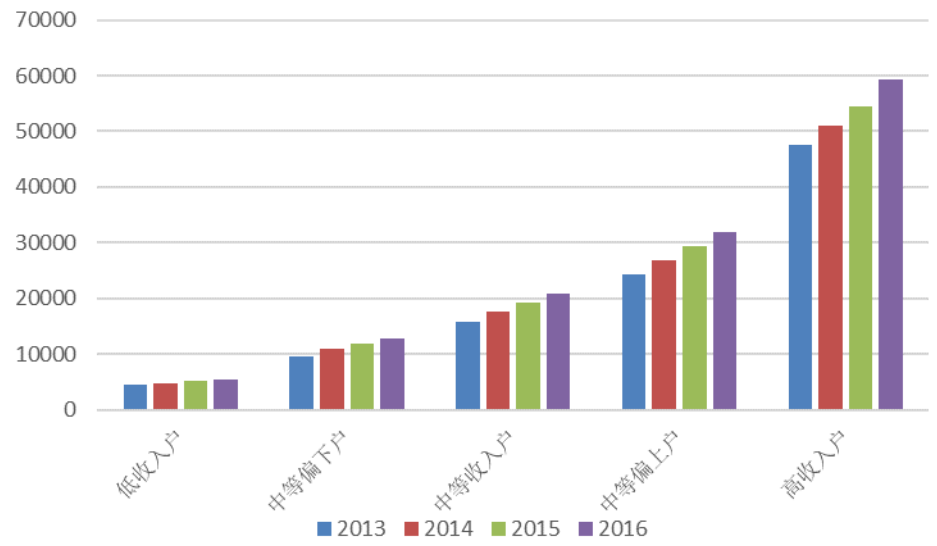
图表 17 社会消费零售总额 城市 VS 农村 （累计同比）



资料来源：WIND,华安证券研究所

根据国际统计局分为的五个组别的人均可支配收入情况来看，我国在 2016 年高收入户人均可支配收入高达 59259.5 元，中等收入及偏上的家庭人均可支配收入就超过了 20000 元，中等偏下户达到 12898.9 元。说明我国三四线城市人均可支配收入逐年增加，推动三四线城市的消费水平，助力消费升级，利好珠宝行业。

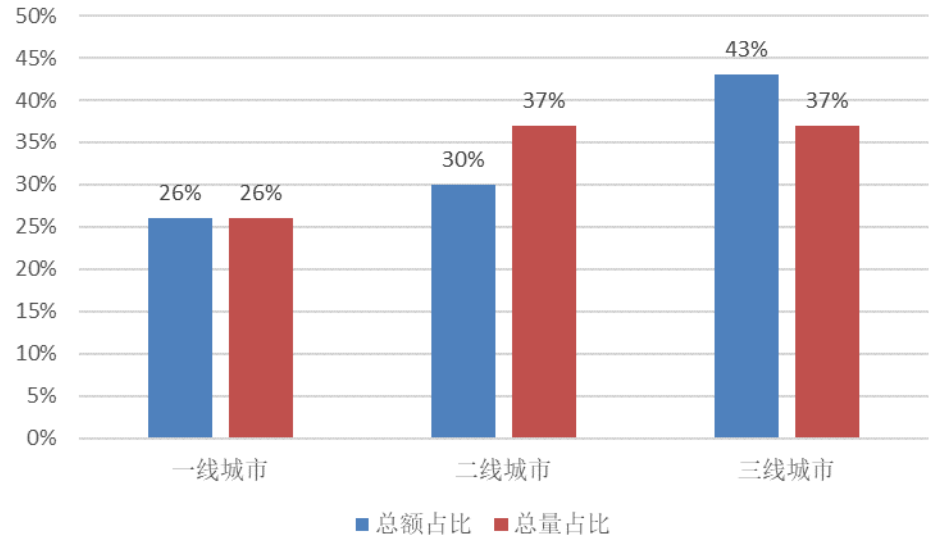
图表 18 中国各组别人均可支配收入



资料来源：《2017 年中国统计年鉴》,华安证券研究所

根据戴尔比斯发布的《2017 年钻石行业分析报告》，2016 年三四线城市钻石消费总额占比 43%,虽高于一二现城市的消费总额,但是三四现城市拥有我国近 80%的人口总量，所以随着三四线城市消费升级加速，消费能力提高，仍有巨大增长空间。

图表 19 各县级城市钻石首饰消费占比（2016 年）



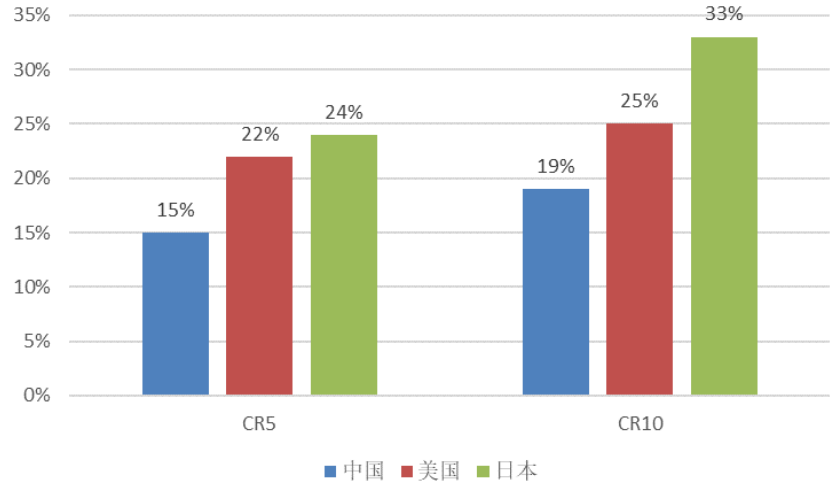
资料来源：戴尔比斯,华安证券研究所

3 顺应消费新趋势，精选珠宝内资龙头

3.1 品牌龙头称霸江湖，营销能力不可小觑

我国珠宝行业集中度较低，CR5 仅为 15%，CR10 仅为 19%，较美国、日本的行业集中度差距较大。随着珠宝行业慢慢成熟，一些品牌形象低、规模小、经营不善的小珠宝品牌将被挤出行业，行业会慢慢集中于品牌价值高、资金雄厚的具有很大发展潜力的公司。

图表 20 珠宝行业集中度



资料来源：中国珠宝指数网、华安证券研究所

消费者购买珠宝品牌意识较强。一方面，珠宝首饰消费具有单价高价值的属性，面对中国珠宝市场杂乱的珠宝品牌，消费者更倾向于品牌知名度高、信誉良好的公司；另一方面，我国高消费人群占比正在增加，消费能力的提高带动对消费品品牌要求的提高。

根据世界品牌实验室（WorldBrandLab）编制的《中国 500 最具价值品牌》，我

国珠宝行业前 5 名的公司品牌价值一直在提高，其中周大福 2017 年品牌价值达到 612.87 亿元，近 5 年来一直排行第一。

图表 21 珠宝行业品牌价值前 5 名

序号	2017 年		2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
	品牌	品牌价值					
1	周大福	612.87 亿元	周大福	周大福	周大福	周大福	周大福
2	周大生	301.58 亿元	周大生	周大生	金至尊	金至尊	金至尊
3	老凤祥	260.97 亿元	老凤祥	老凤祥	周大生	周大生	周大生
4	老庙黄金	228.35 亿元	潮宏基	潮宏基	老凤祥	潮宏基	潮宏基
5	潮宏基	187.93 亿元	老庙黄金	老庙黄金	潮宏基	老凤祥	老凤祥

资料来源：世界品牌实验室,华安证券研究所

珠宝公司对品牌力和营销力的重视程度也不断提升。莱绅通灵通过“娱乐助推主业”的方式打造自身珠宝品牌。自 2009 年开始，莱绅通灵连续 8 年持续赞助柏林国际电影节，乌玛·瑟曼、托妮·伽恩、章子怡、倪妮等众多中外明星都曾佩戴莱绅通灵珠宝饰品亮相电影节；莱绅通灵涉足影视，以公司为原型的影视作品《克拉恋人》带动销量的效果明显，剧中女主演唐嫣还担任莱绅通灵形象大使。目前待排片的广告植入影视剧包括《归还世界给你》和《夜空中最闪亮的星》。公司于 2017 年 1 月收购了意大利王室品牌 Leysen1855，全面融合升级为王室品牌，推出了最多王室符号产品，例如王后、王室马车、皇家博物馆等，提升品牌的王室调性。

图表 22 各品牌营销方法

品牌	营销方法
周大福	周大福邀请过黄晓明、贾静雯、权志龙等明星，现赵丽颖（如颖随行、真诚相伴）和王凯（王者凯旋、光芒加冕）担任品牌形象大使；并与影视剧《乘风破浪》合作，推出剧中人物同款产品。
周大生	周大生即邀请林志玲为第一任品牌代言人之后，2014 年 1 月联手新生代女神 Angelababy 打造公司形象；举办“中国流行风”全国性商业珠宝设计大赛。
潮宏基	潮宏基与女星李小冉、时尚达人举办以 3D 打印技术设计的超现实彩金珠宝发布会；并与影视作品《爱丽丝梦游仙境 2》、《爵迹》合作。
莱绅通灵	莱绅通灵在 2017 年 2 月收购了 Leysen1855 品牌（“比利时的骄傲，梦想的实现者”），随后积极利用王室品牌打造众多产品；自 2009 年开始，连续 8 个年头赞助国际柏林电影节，许多中外明星都曾佩戴莱绅通灵珠宝亮相；以公司为原型的影视作品《克拉恋人》、今年预计上演的《归还世界给你》等；邀请唐嫣作为品牌代言人。

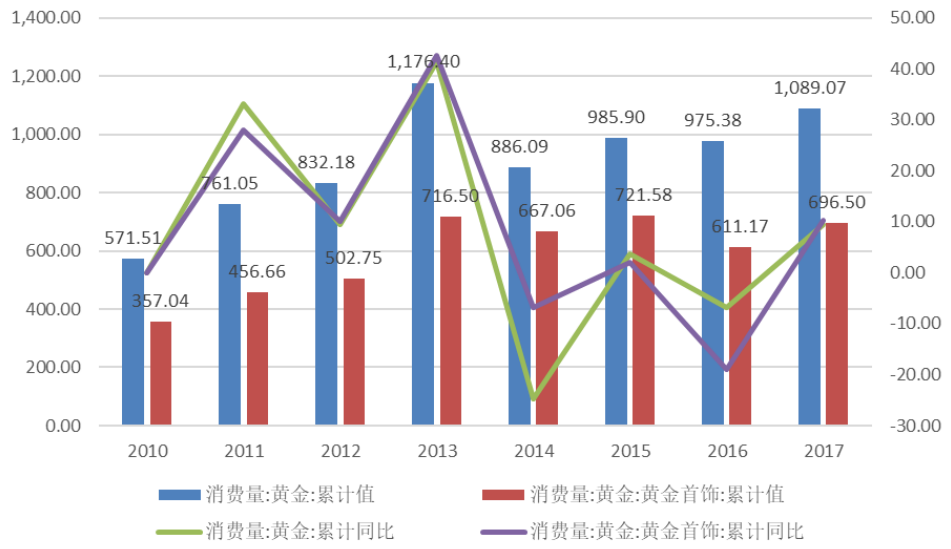
资料来源：公司官网,华安证券研究所

3.2 消费结构多元升级，非金饰品快速崛起

黄金一直是我国珠宝市场的主要消费产品。2017 年我国黄金消费量为 1089.07

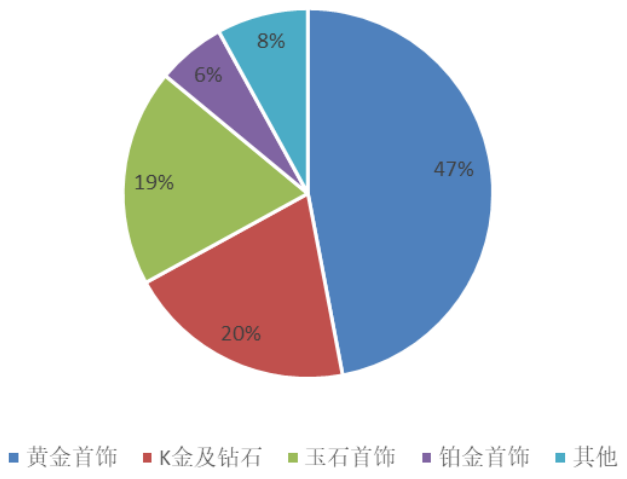
吨，相对于 2016 年消费量同比增长 9.41%，其中黄金饰品消费量为 696.50 吨，增长 10.35%。根据产业信息网数据显示，黄金饰品消费在我国珠宝饰品消费中占比 47%，拥有半壁江山。

图表 23 2008 年-2017 年我国黄金及黄金饰品消费量



资料来源：WIND,华安证券研究所

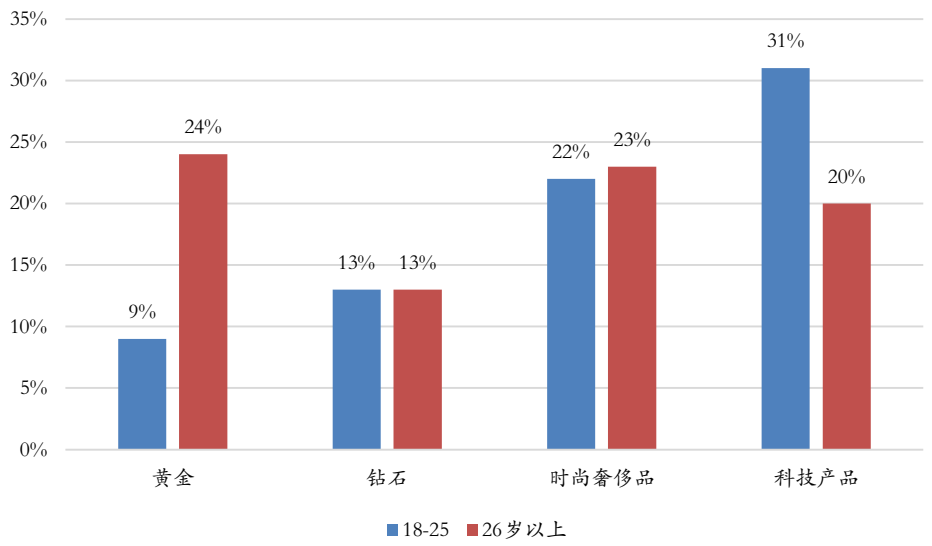
图表 24 各类珠宝消费量占比



资料来源：产业信息网,华安证券研究所

随着珠宝市场逐渐成熟和消费者消费需求多元化,特别是新一代消费主力-千禧一代更看重于珠宝时尚化、个性化、年轻化，从而表达自己的审美观念，则单一的黄金饰品无法满足消费者的审美需求。在此背景下，非金饰品越来越受到消费者的喜爱。钻石、玉石、K 金等在市场的份额逐步提高。在世界黄金协会发布的《China jewellery market responds to changing consumer behaviour》中可知：18-25 岁的年轻人仅有 9%选择购买黄金饰品，更多的选择了钻石和时尚奢饰品。而年长一代更倾向于黄金饰品，占比 24%。

图表 25 假设获得 5000 元人民币的受访者按年龄和选购产品划分的比例



资料来源：世界黄金协会,华安证券研究所

图表 26 珠宝首饰消费品种多元化

类别	销售额（亿元）	同比
黄金	3100	首饰用金-18.91%
		金条用金+28.19%
		金币用金+36.8%
钻石	450	26%
珍珠	150	上升
彩色宝石、半宝石	200	上升
翡翠、玉石	400	有回升，但高低端产品出现分化
仿首饰、智能化首饰	200	增长明显

资料来源：中国珠宝玉石首饰业协会,华安证券研究所

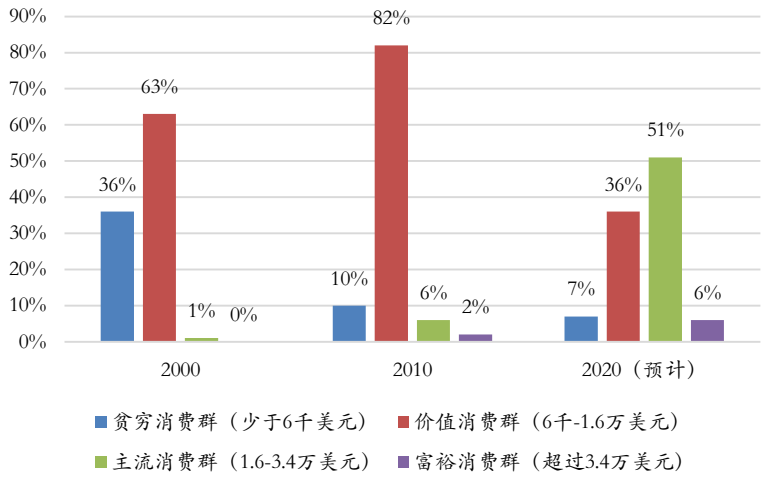
莱绅通灵主打钻石饰品（钻石饰品：90.8%），属于国内钻石行业的龙头企业，钻石饰品为公司带来销售毛利率 54.30%，高出行业平均水平；潮宏基主打 K 金饰品，属于 K 金行业的龙头公司。

3.3 提高产品设计能力，适应消费审美趋势

富裕群体和中产阶级成为消费的主力军。2016 年我国超过 60%的人群人均可支配收入以超过 20000 元，且 20%左右的人群人均可支配收入达到 59259 元，并且在《“会面”2020 中国消费者》中，预计中国在 2020 年主流消费群（51%）加上富裕消费群（6%）将超过全部消费群的一半以上，达到 187 百万户。

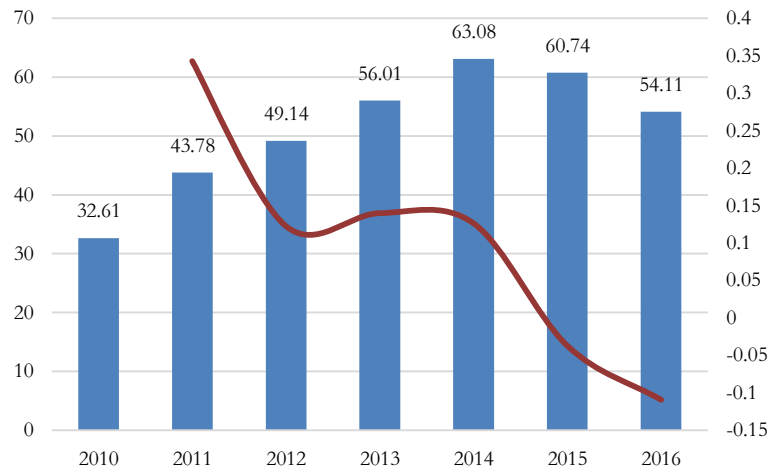
与一般消费注重物美价廉不同，富裕群体对珠宝的消费更注重产品的品质以及款式，看重珠宝首饰对自我审美的反映和对个人社会地位的体现。我国人均主要消费额从 2010 年的 32.61 美元增加到 2016 年 54.11 美元，复合增长率为 7.51%。表明我国消费者愿意为品质高，设计优的珠宝首饰买单。

图表 27 中国消费群体结构变化



资料来源：BCG，华安证券研究所

图表 28 我国人均珠宝消费额及增长率

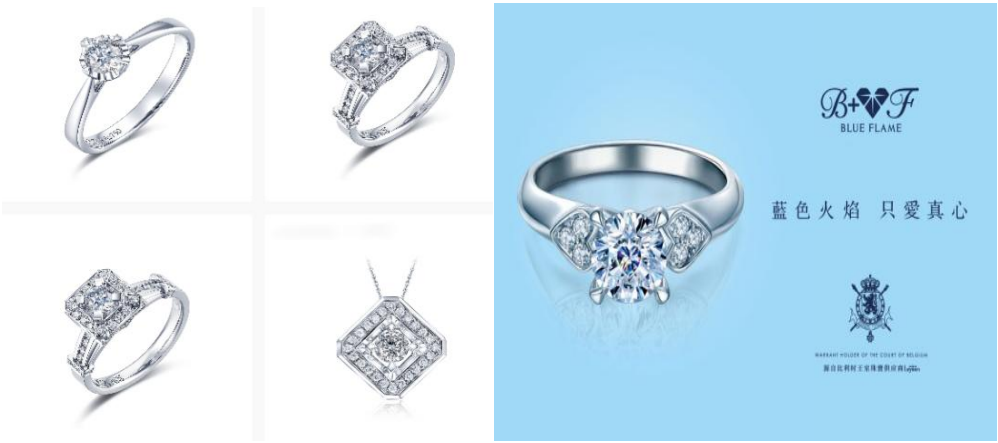


资料来源：智研咨询,华安证券研究所

传统的国内黄金饰品样式较为单一，设计较为简单，更注重材质。随着新一代消费观念的改变，粗粗的无设计感金链子被一部分年轻人视为“土豪”“暴发户”的必备，另外黄金饰品的颜色不能满足所有穿衣搭配。所以产品的款式、风格、工艺也成为消费者选择产品的要素。随着消费者审美的转变，现在珠宝首饰设计水平也逐渐成熟。各大珠宝厂商为争取消费群体，也极力提高产品设计能力。

周大生推出了百面切工系列 LOVE100，打造更高颜值、更加璀璨、更具质感、更具设计感的品牌独家专利产品系列，如目前已推出的 LOVE100“星族”系列。莱绅通灵的首席设计师是比利时伯爵夫人，采用比利时切工钻石。代表产品系列包括蓝色火焰、王后系列钻石，这两系列产品年销售额达 6.5 亿，占主营业务收入的四成。

图表 29 周大生的“LOVE100”系列，莱绅通灵“蓝色火焰”

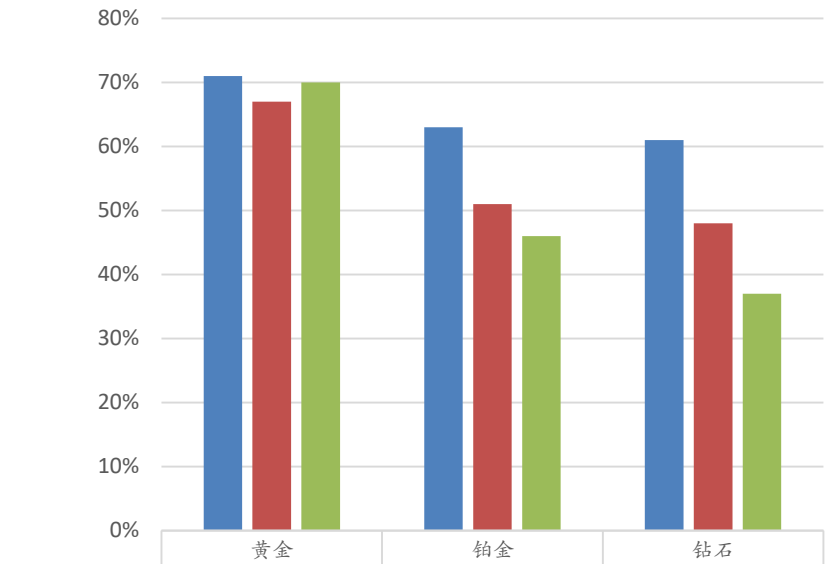


资料来源：公司官网,华安证券研究所

3.4 渠道下沉扩张加速，享受低线市场红利

三四线城市由于消费升级带来的消费能力提高，三四线消费者对珠宝市场的贡献总额占比 43%，总量占比 37%，领先于一二线城市。但是考虑到人口基数，三四线城市的珠宝渗透率和珠宝购买率还是低于一二线城市。黄金首饰在我国珠宝消费市场稳居半壁江山，其在各线级城市的渗透率都很高，均达到 70%左右，但是相对来看铂金和钻石饰品在一线城市的渗透率较高（铂金为 63%，钻石为 61%），但是在三四线城市渗透率较低（铂金为 46%，钻石仅为 37%），相差 20 个百分点左右，说明三四线城市，铂金和钻石产品存在着具体的增长空间。

图表 30 各线城市珠宝渗透率



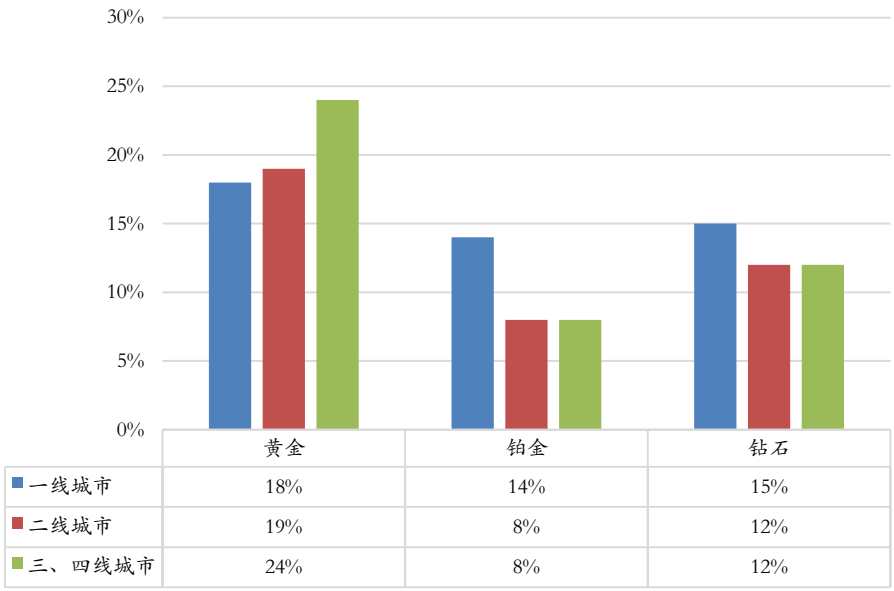
	黄金	铂金	钻石
一线城市	71%	63%	61%
二线城市	67%	51%	48%
三、四线城市	70%	46%	37%

资料来源：世界黄金协会,华安证券研究所

在世界黄金协会发布的《China jewellery market responds to changing consumer behaviour》中：假设获得 5000 元人民币三四线城市受访者更倾向于购买黄金饰品，

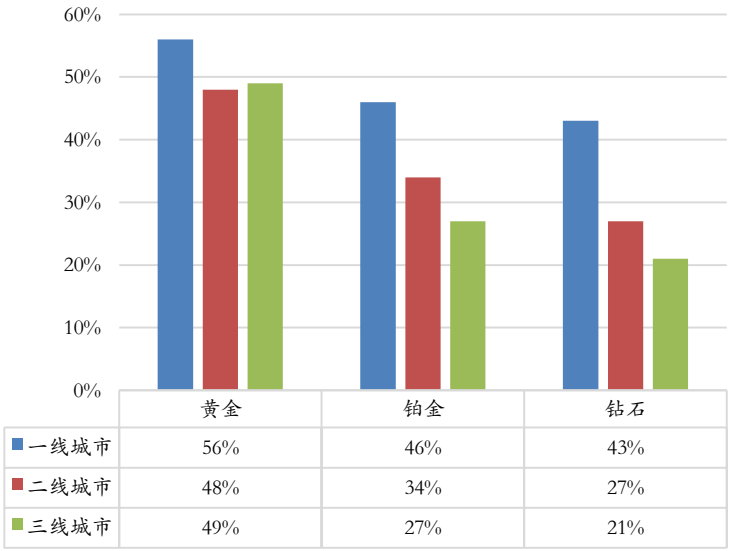
且对于黄金饰品的购买率也高于钻石饰品购买率 38 个百分点；在一线城市虽然黄金购买率更高，但是和钻石购买率相差仅 13 个百分点。说明收入越高的地区对于珠宝首饰的选择更加多元化。随着三四线城市人均可支配收入的提升，消费能力提高，则钻石和铂金等产品的购买率和渗透率会有很大提升，这个珠宝行业提供新的增长点。

图表 31 假设获得 5000 元人民币的受访者按线级城市和选购产品划分的比例



资料来源：世界黄金协会,华安证券研究所

图表 32 各线城市珠宝购买率



资料来源：世界黄金协会,华安证券研究所

面对三四线城市巨大的消费空间，各大珠宝厂商都积极加快三四线城市店铺布局，争取渠道红利份额。

周大生以“自营＋加盟”模式打造规模效应，2014-2017 年周大生门店增速各 3.5%、7.9%和 10.9%，开店不断加速。截至到 2018 年 3 月 1 号共有 2833 家店铺，其中自营 272 家，加盟 2561 家，其中三、四线城市占比超过 70%。。预计公司未

来每年仍将保持 200 家以上的净开店速度，在加强三四线渠道下沉的同时也将加密一二线城市布局，进一步强化渠道能力。

2017 年莱绅通灵门店数 712 家，全年净开 134 家门店，同比增长 23%，1-4Q 分别净增 28 家、12 家、47 家、47 家；因季节性原因与门店调整等，1Q18 开店数较少（净开店 17 家，较 1Q17 少开 11 家），但预计二季度开店数将超 2017 上半年（40 家），全年新开 200 家以上门店，加速全国布局。

图表 33 莱绅通灵和周大生门店及增速情况，2013-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
通灵门店数	302	407	458	578	712
增速（%）		34.77	12.53	26.20	23.18
周大生门店数		2199	2276	2456	2724
增速（%）			3.50	7.91	10.91

资料来源：公司公告,华安证券研究所

4.投资主线和重点公司

4.1 投资主线

我们认为黄金珠宝行业步入新一轮的复苏，建议关注以下三条投资主线：

1、 行业集中度提升下，关注品牌价值高、具有规模优势和市场份额的龙头公司。建议关注：周大福（1929.HK）、周大生（002867.SZ）。

2、 情感消费和消费结构多元化背景下，非金饰品占比将不断提升，可以关注主打钻石、K 金的细分行业龙头，莱绅通灵（603900.SH）、潮宏基（002345.SZ）。

3、 低线市场消费崛起背景下，建议关注具有渠道优势不断加速下沉扩张的公司，如周大生（002867.SZ）。

4.2 重点公司

周大福（1929.HK）

1、 品牌效应＋规模效应：珠宝首饰消费具有单价高价值的属性，面对中国珠宝市场杂乱的珠宝品牌，消费者更倾向于品牌知名度高、信誉良好的公司。周大福公司 2012-2017 品牌价值一直排行第一，2017 年世界品牌实验室周大福品牌价值达到 612.87 亿美元；在规模方面，网点 2488 家（直营店 1623 家，加盟店 865 家），直营占比 65.23%。

2、 多品牌策略＋垂直整合模式：针对消费者需求多元化、个性化，周大福主营业务广泛，产品包括黄金产品、珠宝镶嵌产品与铂金/K 金产品，并推行多品牌策略，推出高级钻石品牌 Hearts On Fire、“美女与野兽”迪士尼系列、轻奢品牌 Monologue、婚嫁钻石定制品牌 SOINLOVE 等。公司是国内少数集原料采购、生产设计、零售服务于一体的综合性珠宝企业，上下游垂直整合，有利于公司的营运效率。

3、 “买入”评级：预计 2018-2020 实现归母净利润分别为 48.03 亿元、56.38 亿元、61.19 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.56 元、0.61 元。

风险提示：金价波动、终端销售放缓

周大生（002867.SZ）

1、 盈利模式+渠道优势：三四线消费提升的背景下，周大生自营+加盟的模式扩张迅速，盈利模式主要为分产品销售收入+管理服务费+品牌使用费。公司具有渠道优势，一、二线城市新设自营店，持续增强品牌区域影响力；在一、二线城市偏远地区以及三、四线城市，借助加盟商迅速拓展和渗透市场。2017 年末门店总数达 2724 家，其中自营店 276 家（专卖店 7 家、商场店 269 家），加盟店 2448 家（专卖店 1148 家、商场店 1300 家）。预计公司全年新增门店数量在 200 家以上，门店规模扩张将带动收入增长。

2、 品牌战略+产品结构：定位三四线中高端市场，主打钻石镶嵌产品。钻石首饰成日常穿搭产品，非婚庆类需求占比提升，个性化、节庆性消费需求日盛。公司利用素金吸引客流和加盟商，钻石比例提升，从而提升毛利率。

3、 预计 2018-2020 实现归母净利润分别为 7.30 亿元、8.79 亿元、10.45 亿元，EPS 分别为 1.50 元、1.81 元、2.15 元，对应 PE 分别为 23 倍、20 倍、16 倍。

风险提示：门店扩张不达预期，加盟店管理不达预期，消费升级不达预期

潮宏基（002345.SZ）

1、 产品差异战略：在消费观念转变，消费多元化的背景下，潮宏基实行产品差异化发展战略，以 K 金珠宝首饰为目标市场，是 K 金行业的龙头，连续几年 K 金珠宝首饰的销售额一直处于行业领先地位。K 金市场消费比例逐年上升，潮宏基作为 K 金龙头，享受消费转型的红利。

2、 珠宝 O2O 转型，紧抓‘她经济’：面对新一波新婚潮的来临和我国巨大的婚庆市场，潮宏基建设个性化的时尚婚庆珠宝首饰 O2O 消费平台，实现线上线下资源共享，形成全渠道闭路，提升公司在婚庆市场的竞争力。潮宏基紧抓“她经济”，收购思妍丽，进军美容行业，实现泛时尚生态圈布局。

3、 预计 2018-2020 实现归母净利润分别为 3.53 亿元、4.24 亿元、5.29 亿元，EPS 分别为 0.38 元、0.45 元、0.55 元，对应 PE 分别为 20.89 倍、17.38 倍、13.94 倍。

风险提示：时尚产业不达预期，；医美业务经营合规风险。

莱绅通灵（603900.SH）

1、 主打钻石镶嵌：钻石珠宝首饰在我国各线城市渗透率低，随着我国“三金一钻”的婚庆观念的流行，我国钻石饰品行业有巨大的发展空间，在十年间，钻石首饰的市场消费额占比越来越高；而且随着个性化、时尚化需求的增强，18-25 岁的年轻人仅有 9%选择购买黄金饰品，更多的选择了钻石和时尚奢饰品，利

好主打钻石镶嵌饰品的莱绅通灵。

2、 品牌营销，王室 IP：莱绅通灵收购了 Leysen1855,完成了品牌升级。产品多样化，紧扣皇室主题，加入王冠符号，王室马车，极大提升了莱绅通灵的品牌价值。另外莱绅通灵积极开展娱乐营销，成立钻石影业，投拍《克拉恋人》《璀璨人生》等电视剧，提高品牌的知名度。

3、 预计 2018-2020 实现归母净利润分别为 3.88 亿元、4.92 亿元、6.25 亿元，EPS 分别为 1.14 元、1.45 元、1.84 元，对应 PE 分别为 16.93 倍、13.34 倍、10.52 倍。

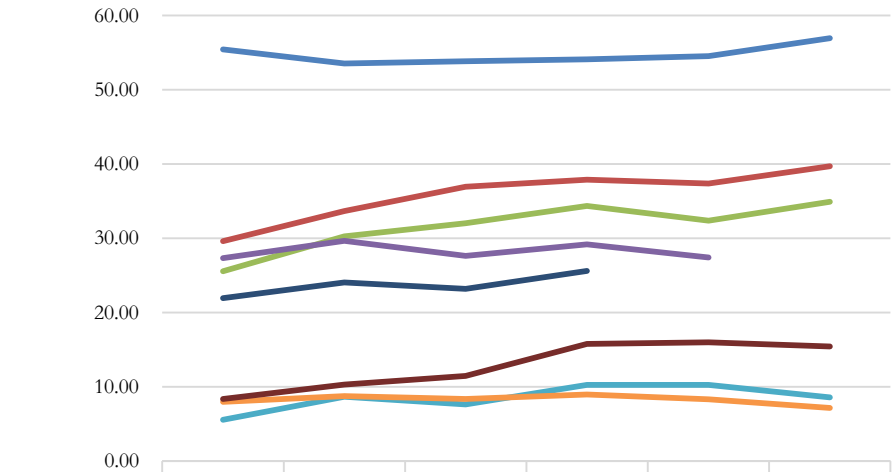
风险提示：消费者消费能力不及预期，门店扩张不及预期。

4.3 财务指标

毛利率

从 8 家主要珠宝公司的销售毛利率来看，莱绅通灵一直处于行业领先位置，毛利率近年来均超过 50%，且一直呈现上升趋势，到 2018 年 Q1 莱绅通灵的销售毛利率达到 56.94%。主打 K 金的潮宏基销售毛利率位居其后，排行第二，2013 年落后于周大福，但其后一直领先于周大福，2018 年 Q1 潮宏基毛利率达到 39.69%。销售三四线城市渠道红利的周大生销售毛利率在 2018 年 Q1 达到 34.92%，行业龙头周大福销售毛利率在 2017 年为 27.41%.

图表 34 各品牌毛利率



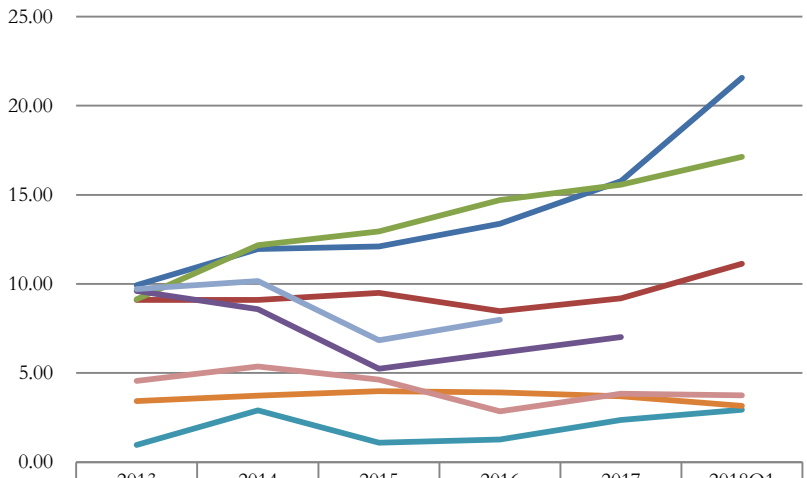
	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
莱绅通灵	55.41	53.53	53.81	54.10	54.50	56.94
潮宏基	29.61	33.64	36.91	37.88	37.38	39.69
周大生	25.58	30.27	32.00	34.34	32.38	34.92
周大福	27.33	29.67	27.64	29.20	27.41	
明牌珠宝	5.55	8.66	7.62	10.26	10.27	8.56
老凤祥	7.97	8.77	8.39	8.95	8.35	7.18
六福集团	21.93	24.06	23.19	25.59		
豫园股份	8.35	10.31	11.47	15.76	16.02	15.43

资料来源：WIND,华安证券研究所

净利率

从销售净利率来看，周大生和莱绅通灵表现较好，莱绅通灵在 2018 年 Q1 销售净利率有很大的提升，达到 21.56%，较 2017 年增长率 6.2 个百分点。周大生 2018 年 Q1 销售毛利率为 17.12%，也较 2017 年有所增长。潮宏基和周大福销售净利率也表现较好，潮宏基 2018 年 Q1销售净利率为 11.13%，周大福 2017 年销售净利率为 7.02%。

图表 35 各品牌净利率



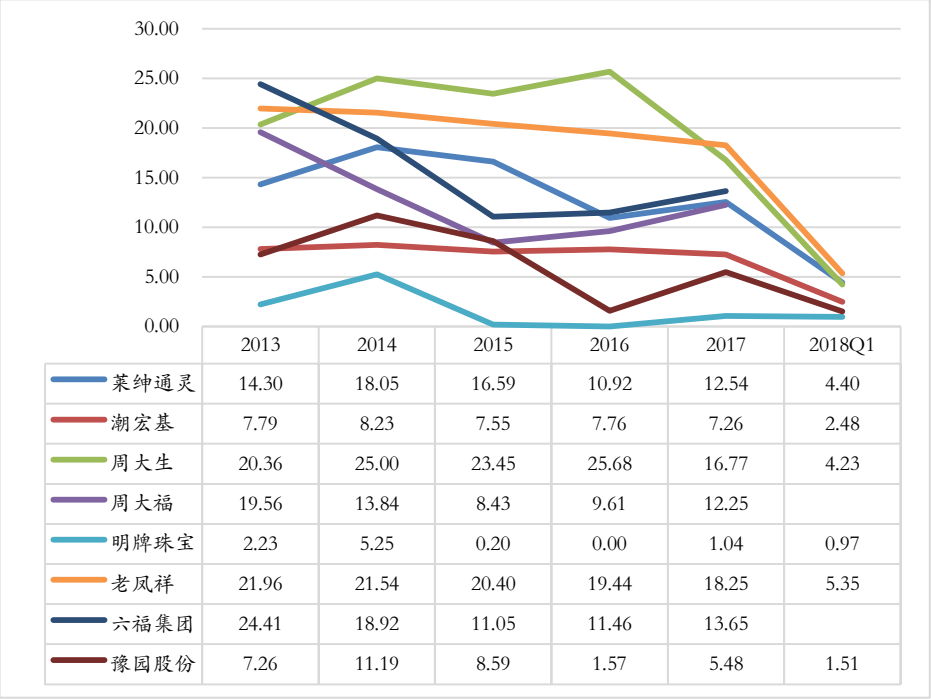
	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
莱绅通灵	9.93	11.96	12.11	13.37	15.76	21.56
潮宏基	9.10	9.10	9.50	8.47	9.19	11.13
周大生	9.13	12.18	12.94	14.70	15.56	17.12
周大福	9.60	8.58	5.24	6.13	7.02	
明牌珠宝	0.98	2.91	1.08	1.27	2.36	2.93
老凤祥	3.43	3.74	3.98	3.91	3.69	3.16
六福集团	9.71	10.16	6.84	8.00		
豫园股份	4.57	5.36	4.64	2.85	3.84	3.75

资料来源：WIND,华安证券研究所

净资产收益率（扣非/摊薄）

周大生净资产收益率位居行业前列，2017 年周大生 ROE 为 16.77%，2018 年 Q1 ROE 为 23%；莱绅通灵 2017 年 ROE 为 12.54%，2018 年 Q1 ROE 为 4.40%；周大福 2017 年 ROE 为 12.25,%;潮宏基 2017 年 ROE 为 7.26%,2018 年 Q1 ROE 为 2.48%。

图表 36 各品牌净资产收益率（扣非/摊薄）



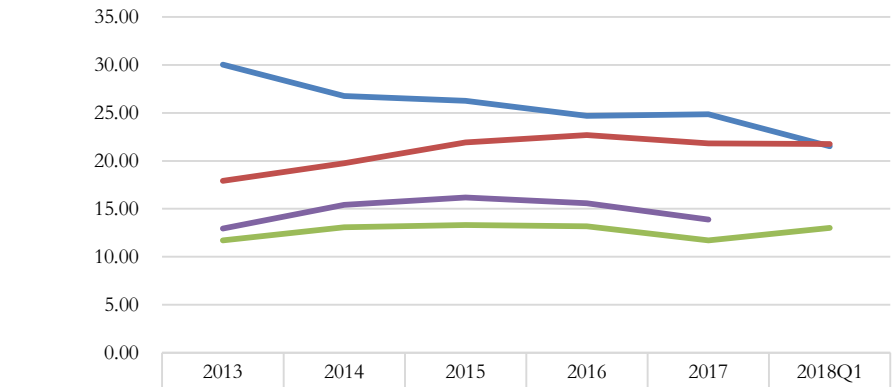
	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
莱绅通灵	14.30	18.05	16.59	10.92	12.54	4.40
潮宏基	7.79	8.23	7.55	7.76	7.26	2.48
周大生	20.36	25.00	23.45	25.68	16.77	4.23
周大福	19.56	13.84	8.43	9.61	12.25	
明牌珠宝	2.23	5.25	0.20	0.00	1.04	0.97
老凤祥	21.96	21.54	20.40	19.44	18.25	5.35
六福集团	24.41	18.92	11.05	11.46	13.65	
豫园股份	7.26	11.19	8.59	1.57	5.48	1.51

资料来源：WIND、华安证券研究所

销售费用率

莱绅通灵销售费用占比在四家公司里面最高，但从 2013 年开始逐年降低，从 30.01%降低到 2018 年 Q1 的 21.51%，下降了 9.5 个百分点；潮宏基的销售费用占比一直在 2016 年达到峰值之后，开始有所下降，2018 年 Q1 销售费用占比为 21.75%。周大福维持较低法人销售费用率，低于莱绅通灵 10 个百分点左右，2017 年周大福销售费用占比 13.88%；周大生销售费用率一直在四家公司里面最低，维持在 11%-13%左右，2018 年 Q1 销售费用率为 13.00%。

图表 37 四家公司销售费用/营业收入（单位：%）



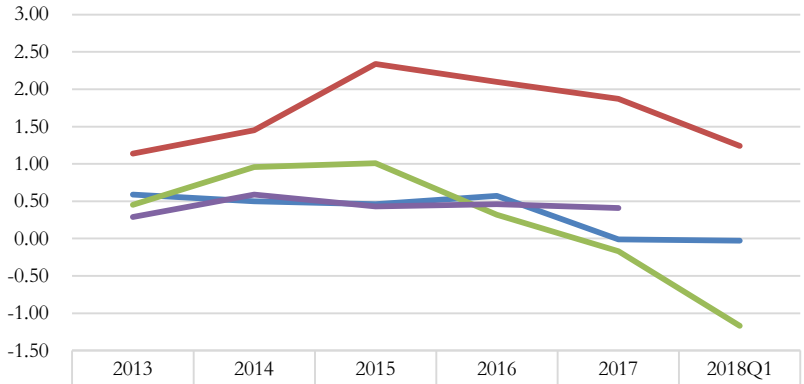
	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
莱绅通灵	30.01	26.74	26.26	24.69	24.85	21.51
潮宏基	17.93	19.76	21.93	22.67	21.81	21.75
周大生	11.72	13.07	13.30	13.17	11.71	13.00
周大福	12.94	15.40	16.19	15.59	13.88	

资料来源：WIND、华安证券研究所

财务费用率

莱绅通灵财务费用率在 2017 年转为负值，2018 年 Q1 财务费用率为-0.03%；周大生财务费用率从 2015 年开始急速下降，并于 2016 年成为四家公司里面财务费用率最低的一家公司，2018 年 Q1 的财务费用率为-1.17%；潮宏基财务费用较高，为四家公司排名第一，但财务费用率也从 2015 年开始逐年下降，2018 年 Q1 财务费用率为 1.24%；周大福财务费用率一直维持在 0.2-0.6 范围内，2017 年财务费用率为 0.41%。

图表 38 四家公司财务费用/营业收入（单位：%）



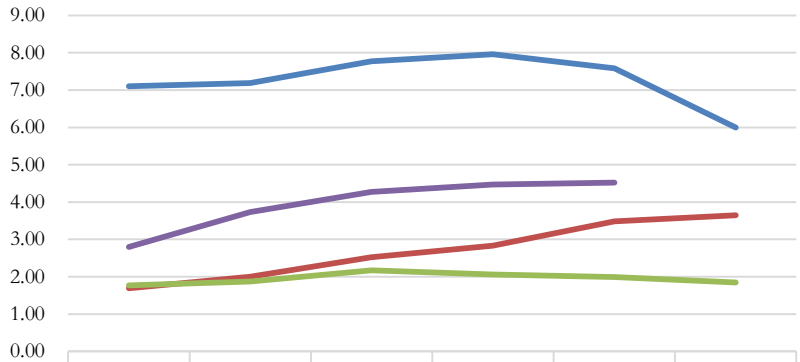
	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
莱绅通灵	0.59	0.50	0.46	0.57	-0.01	-0.03
潮宏基	1.14	1.45	2.34	2.10	1.87	1.24
周大生	0.45	0.96	1.01	0.32	-0.17	-1.17
周大福	0.29	0.59	0.43	0.46	0.41	

资料来源：WIND,华安证券研究所

管理费用率

周大生的管理费用率在四家公司里面也是最低的，并从 2015 年开始逐年降低，2018 年 Q1 的管理费用率为 1.85%；潮宏基的财务费用率相对于周大福和莱绅通灵较低，但呈现每年增加的趋势，2018 年 Q1 的管理费用率为 3.65%；莱绅通灵的管理费用率较高，2018 年 Q1 的管理费用率达到 6.00%；周大福的管理费用率呈现每年上升的趋势，2017 年管理费用率为 4.52%。

图表 39 四家公司管理费用/营业收入（单位：%）



	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
莱绅通灵	7.10	7.19	7.77	7.96	7.58	6.00
潮宏基	1.69	2.00	2.52	2.83	3.48	3.65
周大生	1.77	1.87	2.17	2.06	1.99	1.85
周大福	2.80	3.73	4.27	4.47	4.52	

资料来源：WIND,华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。