

黄金珠宝行业

“古法金” 迎来风口，新工艺与金价上涨 利好黄金饰品销售

行业评级

买入

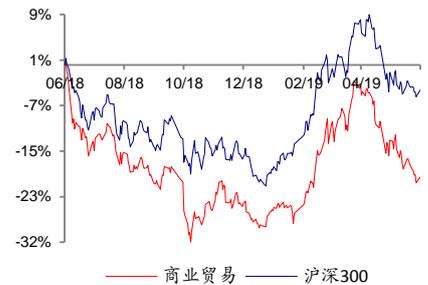
前次评级

买入

报告日期

2019-06-11

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

黄金珠宝行业年报总结:行业景气度触底, 龙头公司逆势扩张	2019-05-08
黄金珠宝行业:4Q18 景气度下降, 龙头品牌逆势扩张	2019-01-18
黄金珠宝行业复盘:经济周期和金价走势如何影响景气程度?	2018-12-28

联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

核心观点:

● “古法金” 迎来风口，主流品牌纷纷推出系列产品

古法金源于宫廷造办处，采用磨砂、锤揲、花丝、篆刻等古老铸金工艺。产品主要呈现三大特点：1) 哑光质感、古色古香；2) 纹路清晰、层次丰富；3) 用料密实，无接头和焊点。古法金虽然是一种古老的工艺，但近些年才在黄金首饰中广泛使用。18 年以来主流品牌均推出了相应的产品，如周大福的“传承”系列、老凤祥的“匠心”系列、老庙的“古韵金”系列等（根据公司官网）。今年以来古法金更是成为重要“风口”，成为黄金产品工艺升级的代表。定价模式上，多数品牌采用计重定价模式，但每克工费比普通工艺黄金贵 40-60 元；客单价亦高于普通黄金饰品，以周大福“传承”系列为例，最热卖的古法金手镯重量在 25-50 克，客单价在 1 万元以上（根据公司官网）。

● 周大福“传承”系列最为成功，受益于运营、营销与定价

在众多品牌古法金产品中，周大福的“传承”系列最为成功，在财务报表中已有明显体现。周大福 FY2019 黄金产品同店销售增速为 6.2%，1Q19 提升至 14%。黄金产品同店增长由客单价带动：FY2019 黄金产品同店销量同比下滑 6.2%，但客单价由 3900HKD 上升至 4400HKD，主要得益于古法金“传承”系列大卖。周大福古法金大获成功的原因在于：1) 运营能力强，从设计、生产、配货等自上而下进行推广；2) 推出时间早，营销投入大，借助主题馆、抖音、小红书等方式进行消费者教育；3) 定价有优势，采用计重而非计件模式，每克加价合理。

● 品牌化进程加快，新工艺与金价上涨利好黄金产品

我们维持对珠宝行业的判断，设计、工艺升级叠加钻石镶嵌渗透率提升推动品牌化进程加快，龙头公司的加速扩张带来品牌集中度提升。短期来看，美元降息预期升温有望刺激黄金价格上涨，而古法金等新工艺成为新的销售亮点，或将利好终端黄金饰品销售。我们建议重点关注：1) 周大生：预计 19-21 年归母净利润为 10.4、13.0 和 15.9 亿元，对应增速分别为 29.0%、24.6%、22.7%，合理价值 42.8 元/股，维持买入评级；2) 老凤祥：预计 19-21 年归母净利润为 14.2、16.4 和 19.1 亿元，对应增速分别为 17.7%、15.5%、16.9%，合理价值 48.8 元/股，维持买入评级。

● 风险提示

宏观经济低迷，抑制可选消费的需求释放；市场竞争加剧，品牌加速开店抢夺市场；中小品牌出清速度低于预期。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价 值 (元/ 股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
周大生	002867.SZ	CNY	30.97	2019/4/28	买入	42.8	2.13	2.66	14.54	11.64	12.61	10.05	20.90%	20.60%
老凤祥	600612.SH	CNY	42.52	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	15.69	13.58	10.45	8.96	18.50%	17.70%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

图 1: 周大福“传承”古法金系列



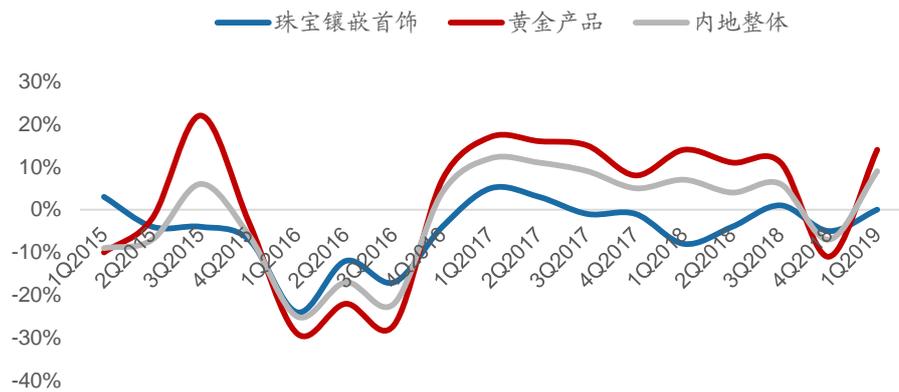
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 金价进入上升周期(元/克)



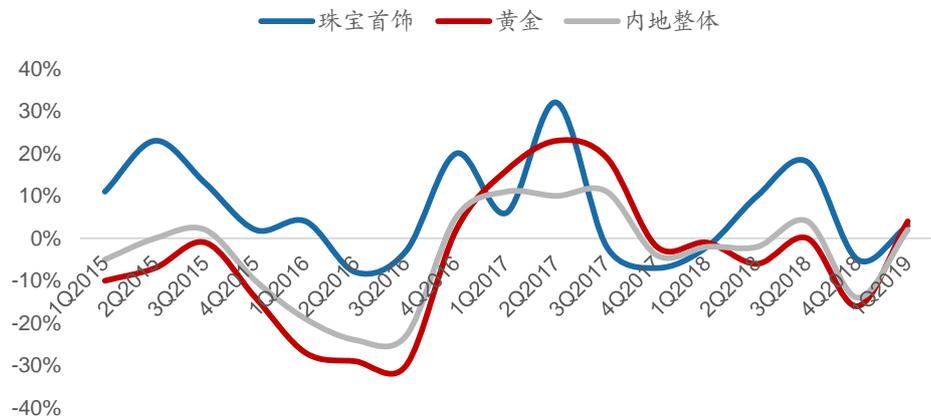
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 周大福1Q19黄金产品同店收入明显提升



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 六福1Q19黄金产品同店收入增长弱于周大福



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。