

商业贸易行业

化妆品和珠宝行业 2019 年中报总结

| | |
|------|------------|
| 行业评级 | 买入 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2019-09-04 |

核心观点:

● 化妆品行业: 正当风口, 国货崛起

行业景气度向上, 外资大牌和国货新锐同时靓丽。19 年 1-7 月我国化妆品零售额同比增长 12.7%, 在各项消费品中增速领先。一方面, 外资头部品牌增长靓丽, 1H19 欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂中国区可比销售额增速达到 20% 以上, 高端线是主要驱动力。另一方面, 新群体、新渠道催生新营销和新品牌, 国产品牌借势崛起。

从 4 家 A 股上市化妆品公司中报情况看, **成长性**: 除御家汇业绩大幅下滑外, 其他三家公司基本符合预期, 上海家化和丸美股份呈逐季改善趋势。**盈利能力**: 尽管各家化妆品公司均在中报提出发力新型营销, 但营销费用投入相对克制。4 家化妆品公司平均销售费用率同比上升 0.5pp, 平均管理费用率同比下降 1.1pp。丸美股份净利率明显优于同行, 1H19 达到 31.5%。**营运能力和盈利质量**: 除御家汇外存货周转天数大幅上升外, 其他三家公司营运能力保持健康; 丸美股份和上海家化现金流良好。

化妆品行业是红利赛道, 但资本化率较低, 每家上市公司核心关注点也有所不同。上海家化已经拥有完善的品牌矩阵, 增长和估值较为稳定, 关注其边际改善迹象。珀莱雅具有高成长预期, 关注其线上成长的可持续性, 以及多品牌、品类布局的进展。丸美股份的优势在于品牌中高端定位以及眼部护理领域优势稳固, 关注点在于能否向年轻消费者和低线消费者进一步渗透, 以及能否将眼部领域的优势向其他品类拓展。

● 珠宝行业: 景气承压, 关注龙头

2019 年上半年珠宝行业景气程度维持低位。受经济下行压力影响, 黄金珠宝行业自 2018 年下半年起 (尤其是 4Q18) 显现疲软迹象, 2019 年上半年经济压力持续, 珠宝消费也维持低位。**但珠宝行业并非毫无亮点可循**: 首先, 品类结构更新迭代加快, 这在黄金产品中表现更明显, 提振终端销售和盈利能力。其次, 龙头公司延续逆势扩张, 1H19 老庙+亚一/周大生/周大福/老凤祥/六福门店分别净增加 327/224/162/68/67 家, 品牌化进程加速。

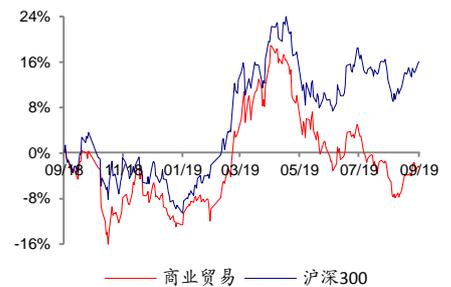
从中报来看, **龙头公司体现出更强的抗周期能力, 成长性**: 19 上半年 7 家公司平均营收增速为 -0.29%, 其中 2Q19 平均营收增速为 -5.12%。1H19 周大生和老凤祥收入分别增长 12.5% 和 11.3%, 明显优于行业整体。**盈利能力**: 1H19 珠宝公司毛利率同比提升 1.88pp 至 25.13%, 其中 2Q19 毛利率提升尤其显著 (+3.16pp), 受益增值税下调、金价上涨和品类结构优化; 平均销售+管理费用率同比提升 1.32pp 至 14.59%。**营运能力**: 剔除豫园股份, 6 家珠宝公司平均存货周转天数同比提升 61 天至 339 天, 其中周大生同比上升 31 天, 老凤祥同比上升 3.3 天。

我们对于 2019 年下半年珠宝行业景气程度的判断仍主要基于宏观经济形势, 对珠宝板块整体保持谨慎态度。但行业品牌化浪潮中, 龙头公司逆势扩张仍将持续, 建议投资者更多把握龙头公司的 α 机会。

重点关注: 老凤祥、珀莱雅、周大生、丸美股份、上海家化

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; 新品牌、新品类孵化不达预期。

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:

| | |
|--|------------|
| 商业贸易行业: 板块复苏趋势延续, 行业进入整合重塑期 | 2019-09-03 |
| 商业贸易行业: 海外巡礼之 The RealReal——信任机制+高效运营, 开拓二手奢侈品市场 | 2019-09-01 |
| 促消费“国 20 条”出台: 电商、连锁便利、体验业态迎来政策机遇 | 2019-08-28 |

联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 收盘价 | 最近 报告日期 | 评级 | 合理价值 (元/股) | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 周大生 | 002867.SZ | CNY | 22.19 | 2019/8/24 | 买入 | 28.5 | 1.44 | 1.75 | 15.41 | 12.68 | 12.27 | 9.78 | 20.1% | 19.6% |
| 老凤祥 | 600612.SH | CNY | 53.70 | 2019/8/28 | 买入 | 59.62 | 2.71 | 3.14 | 19.82 | 17.10 | 8.41 | 7.20 | 18.6% | 17.8% |
| 上海家化 | 600315.SH | CNY | 34.48 | 2019/8/16 | 增持 | 37.1 | 1.06 | 1.25 | 32.53 | 27.58 | 30.86 | 24.24 | 11.1% | 11.5% |
| 珀莱雅 | 603605.SH | CNY | 83.84 | 2019/8/22 | 买入 | 81.5 | 1.94 | 2.51 | 43.22 | 33.40 | 32.40 | 24.62 | 18.8% | 19.5% |
| 丸美股份 | 603983.SH | CNY | 51.94 | 2019/9/1 | 增持 | 52.0 | 1.30 | 1.51 | 39.95 | 34.40 | 35.83 | 30.26 | 19.0% | 18.1% |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

目录索引

| | |
|-------------------------------------|----|
| 一、化妆品行业：正当风口，国货崛起..... | 5 |
| （一）行业景气度向上，外资大牌和国货新锐同时靓丽..... | 5 |
| （二）2019 年中报总结：加码新型营销，费用率管控良好..... | 6 |
| （三）投资建议：行业蓬勃向上，不同公司关注点有所差异..... | 9 |
| 二、黄金珠宝行业：景气承压，关注龙头..... | 10 |
| （一）景气度维持低位，品类结构优化，龙头公司延续扩张..... | 10 |
| （二）2019 年中报总结：收入端承压，龙头公司盈利能力改善..... | 12 |
| （三）投资建议：从 B 到 A，关注龙头公司结构性机会..... | 14 |

图表索引

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 化妆品行业景气程度持续向上 | 5 |
| 图 2: 各国家、地区化妆品市场规模增速比较 | 5 |
| 图 3: 雅诗兰黛集团整体和亚太地区可比收入增速 | 6 |
| 图 4: 欧莱雅集团整体和亚太地区可比收入增速 | 6 |
| 图 5: 上海家化季度营收和 YOY | 7 |
| 图 6: 珀莱雅季度营收和 YOY | 7 |
| 图 7: 丸美股份营收和 YOY | 7 |
| 图 8: 御家汇季度营收和 YOY | 7 |
| 图 9: 4 家化妆品公司毛利率 | 8 |
| 图 10: 4 家化妆品公司销售费用率 | 8 |
| 图 11: 4 家化妆品公司管理费用率 | 8 |
| 图 12: 4 家化妆品公司净利率 | 8 |
| 图 13: 4 家化妆品公司等权平均周转天数 | 9 |
| 图 14: 4 家化妆品公司经营性净现金流 (百万元) | 9 |
| 图 15: 1H19 珠宝行业景气程度维持低位 | 10 |
| 图 16: 今年二季度以来金价持续上涨 (元/g) | 10 |
| 图 17: 周大福“传承”系列热卖提振同店增长 | 11 |
| 图 18: 龙头企业门店季度净增加数量 (内地) | 11 |
| 图 19: 珠宝公司半年度营业收入 YoY | 12 |
| 图 20: 珠宝公司季度营业收入 YoY | 12 |
| 图 21: 珠宝公司毛利率 | 13 |
| 图 22: 珠宝公司平均销售费用率与管理费用率 | 13 |
| 图 23: 珠宝公司存货周转天数 | 14 |
| 图 24: 珠宝公司平均资产负债率 | 14 |
| 图 25: 珠宝公司平均计息负债率 | 14 |
| 图 26: 珠宝公司平均 ROE | 14 |

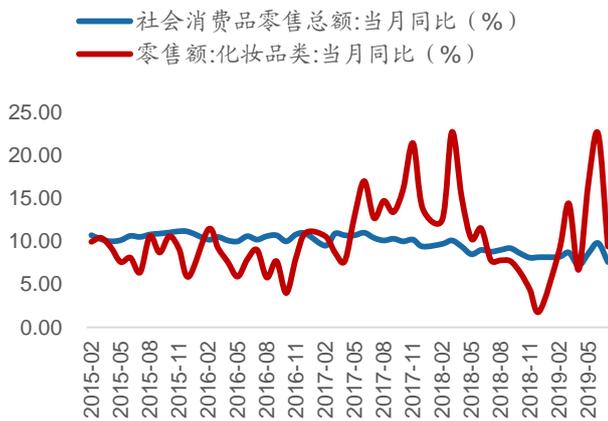
化妆品和珠宝行业具有诸多相似点：上市公司均属于品牌公司，品类均具有可选消费属性，用户群体以女性为主。但行业趋势和投资逻辑有所不同：化妆品行业处于红利赛道，行业景气度蓬勃向上，外资大牌和国货新锐同时靓丽；但上市公司较为稀缺，每家公司关注点有所差异。珠宝行业整体增速放缓，上半年景气度处于低位；但行业竞争格局清晰，集中度提升趋势显著，重点关注龙头公司。本篇报告从成长性、盈利能力、营运能力等多维度分析了4家化妆品公司和7家珠宝公司的2019年中报，总结行业趋势并给出投资建议。

一、化妆品行业：正当风口，国货崛起

（一）行业景气度向上，外资大牌和国货新锐同时靓丽

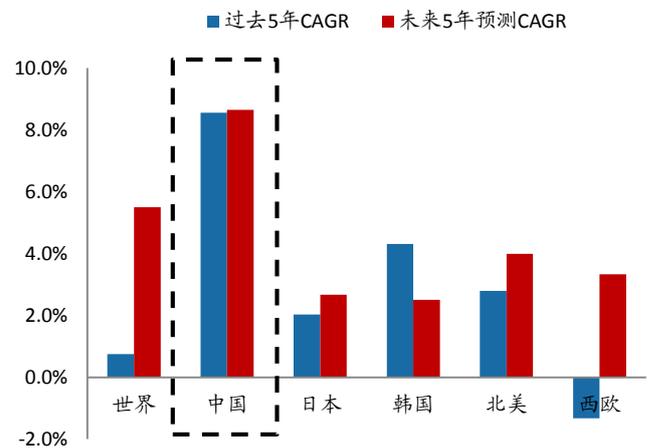
根据国家统计局数据，19年1-7月我国化妆品零售额同比增长12.7%，延续17年以来的景气度周期，成为各项消费品中最为靓丽的品类。

图 1：化妆品行业景气程度持续向上



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 2：各国家、地区化妆品市场规模增速比较



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

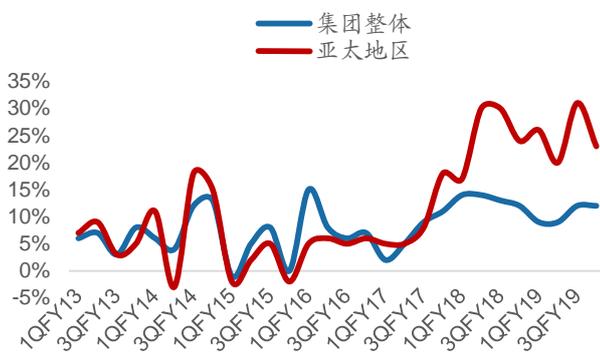
一方面，外资头部品牌增长靓丽，**高端线是主要驱动力**。根据海外化妆品集团财报数据，1H19欧莱雅集团和雅诗兰黛集团亚太区可比销售额增速达到20%以上，远超集团整体增速，中国区是主要增长动力。资生堂集团1H19中国区增速达到20.5%，且2Q较1Q进一步加速。高端品牌如兰蔻、YSL、阿玛尼（欧莱雅集团），雅诗兰黛、La Mer、TF（雅诗兰黛集团），肌肤之玥、资生堂、NARS（资生堂集团）表现最为突出。尽管经济增速放缓，但外资大牌在中国区销售并未受到影响，表明行业对经济周期并不敏感，渗透率提升和消费升级是行业主要驱动因素。

另一方面，**新群体、新渠道催生新营销和新品牌，国货崛起**。**新群体**：90后、95后、00后成为化妆品消费主力，年轻消费群体更愿意为有趣的产品和新颖的营销买单。**新渠道**：化妆品消费场景和传播媒介从百货、CS店向电商、社交媒体转移，流量红利也在不断重构。**新营销**：国产品牌最先对新群体和新渠道做出反应，更早的运用KOL、直播、口碑种草等新型营销；外资品牌也在积极拥抱电商加强数字化营销，更多的品牌进驻天猫旗舰店，雅诗兰黛目前75%的媒体投入

以数字化方式呈现，欧莱雅数字化营销中四分之三是精准营销，资生堂与阿里巴巴合作加强大数据运用。**新品牌**：行业快速更迭给了新锐品牌更多机会，国潮崛起使得国产品牌迎来风口，完美日记、花西子、HomeFacialPro、WIS等国产新锐品牌呈现爆发式增长，消费者对于“外资好于国产”的刻板认知在不断弱化。

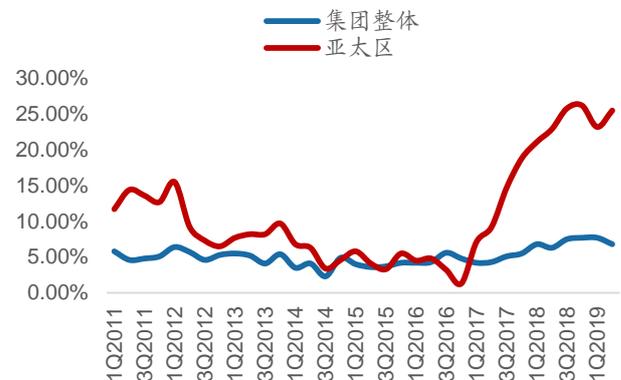
外资大牌和新锐国货的同时靓丽并不形成矛盾，背后的逻辑在于：1) 化妆品需求的多元化，化妆品消费频次高、单价低且带有“玩趣”属性，消费者对高端大牌和平价好货的追求同时存在；2) 化妆品行业快速更迭，新的产品红利、流量红利不断出现，谁能够推出有卖点的产品，并通过有效营销打响，谁就能抓住一轮行业风口。经历过CS、电商两轮渠道红利后，国产品牌正在借助营销红利进行新一轮崛起。

图 3：雅诗兰黛集团整体和亚太地区可比收入增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 4：欧莱雅集团整体和亚太地区可比收入增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

(二) 2019 年中报总结：加码新型营销，费用率管控良好

我们选取了上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇四家以化妆品为主营业务的 A 股上市公司，对其中报情况进行总结分析。

1. 成长性

上海家化：具有成熟品牌矩阵，佰草集2Q19环比改善。 1H19实现营业收入39.23亿元，同比增长7.02%；实现扣非净利润2.61亿元，同比增长9.52%。其中2Q19营业收入同比增长9.08%，扣非净利润同比增长14.38%，较1Q19环比改善。**分品牌看**，佰草集2Q19实现双位数增长，环比改善明显。婴幼儿品牌启初1H19同比增长25%以上，家安、玉泽、片仔癀1H19增长35%以上，六神1H19同比个位数增长，高夫和美加净微跌。**分渠道看**，1H19电商全网GMV同比增长31%，收入同比增长25%以上。特殊渠道上半年同比增长60%以上，商超、CS、母婴店个位数增长，百货渠道有所下滑，但2Q19跌幅收窄。

珀莱雅：产品和营销紧跟趋势，电商维持高增长。 1H19实现营业收入13.28亿元，同比增长27.5%；实现归母净利润1.73亿元，同比增长34.49%。其中2Q19营业收入同比增长27.4%；归母净利润同比增长39.4%。**分渠道看**，电商营收同比增长48.08%，占比提升至46%；日化专营店、商超和单品牌店分别增长11.7%、13.1%和10.5%。**分品牌看**，主品牌珀莱雅营收占比88.5%，同比增长26.3%，优资莱和其他品牌分别增长10.4%和53.9%。**分品类看**，护肤营收占比90.83%，同比增长27.81%；美容类同比大幅增长209.78%。

丸美股份：眼部护理优势稳固，百货渠道增长亮眼。 1H19实现营业收入8.15亿元，同比增长11.85%；实现扣非净利润2.17亿元，同比增长19.75%。2Q19实现营业收入4.5亿元，同比增长14.38%；实现归母净利润1.36亿元，同比增长37.68%。**分品牌看**，主品牌仍贡献主要收入。1H19主品牌MARUBI收入占公司总收入91.92%，较2018年进一步提升2.67pp。**分渠道看**，1H19丸美品牌百货渠道同比增长超过30%，其他渠道继续平稳增长。电商渠道实现上半年连续6个月天猫眼部护理套装类目丸美旗舰店排名第一，京东眼霜类目丸美品牌排名前三，国货第一，唯品会 618 丸美品牌排名美妆第二，国货第一。

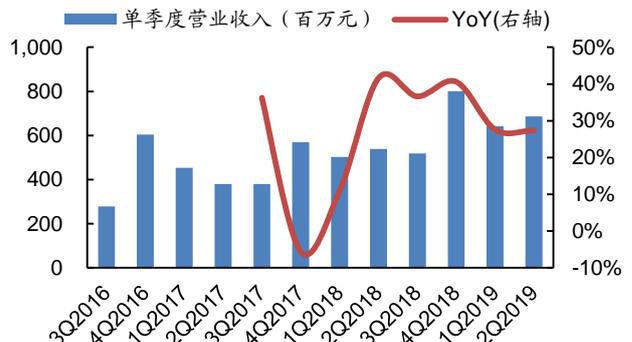
御家汇：过度依赖面膜品类，竞争加剧导致业绩下滑。 1H19实现营收9.73亿元（YoY-0.82%），实现归母净利润596万元（YoY-90.83%）。分品类看，贴式面膜收入同比下滑34.4%，非贴式面膜收入同比上升54.91%，水乳膏霜收入同比上升40.6%。公司品类以面膜为主，但该品类品牌忠诚度较低、其他品牌又多以面膜作为引流品，导致竞争加剧，线上流量争夺尤其激烈。公司收入增长停滞，毛利率下滑的同时销售费用率上升，业绩大幅下滑。

图 5：上海家化季度营收和 YOY



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：珀莱雅季度营收和 YOY



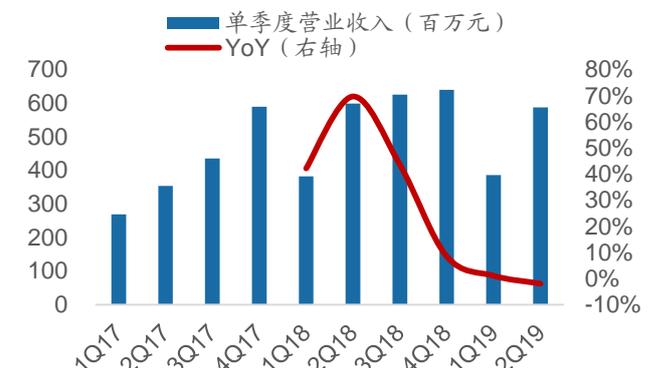
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：丸美股份营收和 YOY



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：御家汇季度营收和 YOY



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 盈利能力

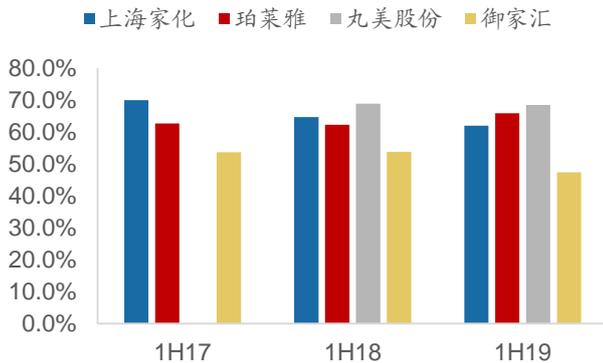
2019年上半年行业毛利率等权平均为60.9%，同比下降1.5pp，主要受御家汇毛利率下降带动（-6.5pp），反映面膜行业竞争加剧，促销力度加大。上海家化毛利率下降2.7pp，主要由于新工厂运营成本增加和产品结构调整。珀莱雅毛利率上

升3.6pp，主要由于毛利率较高的直营电商占比增加。丸美股份毛利率基本稳定（-0.36pp）。化妆品公司毛利率的变化一方面受品牌、品类结构影响（如成熟品牌毛利率较高，护肤品高于洗护用品，眼霜高于面霜又高于面膜），一方面受渠道结构影响（如自营毛利率较高），同时体现出公司上游议价能力和终端销售竞争能力。

品牌营销方面，各家化妆品公司均在中报提出发力新型营销，利用KOL、直播、口碑种草、IP合作等触达年轻消费者，但营销费用投入相对克制。2019年上半年4家化妆品公司平均销售费用率为37.9%，同比上升0.5pp，其中珀莱雅和御家汇分别上升1.8pp和1.6pp；丸美股份和上海家化分别下降0.8pp和0.4pp。广宣费仍是化妆品公司销售费用的主要构成部分，1H19珀莱雅、上海家化、丸美股份的广宣费用率分别为24.35%（+3.65pp）、33.91%（+0.52pp）、20.01%（-0.78pp），珀莱雅为配合新品推广、爆品打造上升较为明显。4家化妆品公司管理费用率均有下降，御家汇、珀莱雅、上海家化和丸美股份同比下降1.6pp、1.3pp、0.9pp和0.4pp。

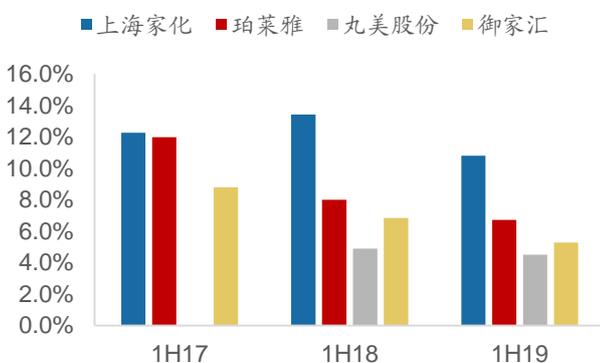
净利率方面，丸美股份得益于产品（眼部护理毛利率较高）和品牌定位（中高端定位），净利率显著高于可比公司，1H19费用率下降叠加非经常性损益带动公司净利率同比上升4.71PP至31.46%。上海家化和珀莱雅1H19净利率分别为11.3%和12.7%。御家汇净利润大幅下滑，1H19净利率仅为0.5%。

图 9：4家化妆品公司毛利率



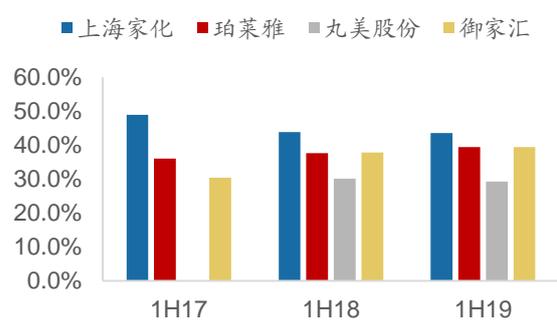
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 11：4家化妆品公司管理费用率



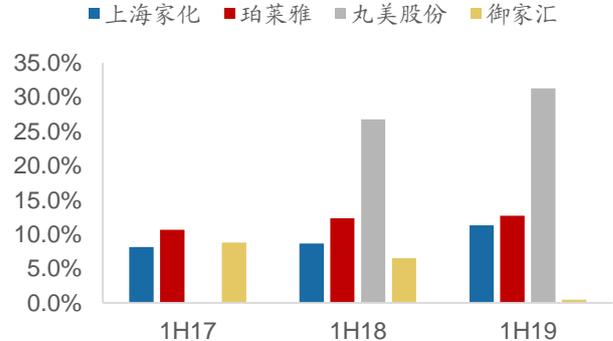
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 10：4家化妆品公司销售费用率



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 12：4家化妆品公司净利率



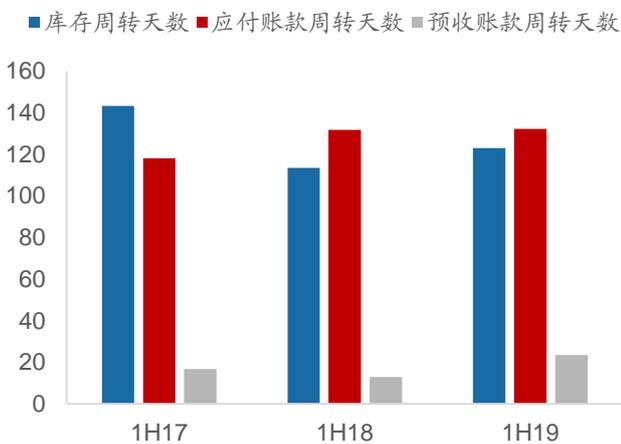
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

3. 营运能力和盈利质量

2019年上半年4家化妆品公司等权平均库存周转天数为122.9天，同比增加9.5天，其中御家汇库存周转天数上升47.5天，周转能力明显下降，与上半年销售不佳的表现相符。其他三家公司库存周转保持健康，丸美股份同比上升2.9天，上海家化和珀莱雅分别同比下降9.7天和2.8天。应收账款周转天数来看，丸美股份同比下降0.68天至0.7天，低应收账款规模和周转天数得益于电商B2C平台供货借助大型经销商。上海家化、珀莱雅和御家汇分别上升3.4、8.4和5.0天，与电商平台延期付款有关。

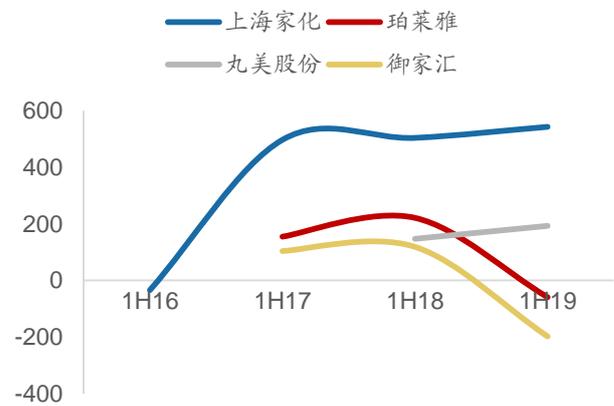
现金流方面，丸美股份和上海家化现金流保持健康，1H19分别同比增长31%和7.7%。珀莱雅1H19经营性现金流净额为-5913万元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加1.5亿元，支付税费增加1.2亿元。御家汇1H19经营性现金流为-2亿元，主要由于应付账款大幅减少所致。

图 13: 4家化妆品公司等权平均周转天数



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 14: 4家化妆品公司经营性净现金流 (百万元)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

(三) 投资建议: 行业蓬勃向上, 不同公司关注点有所差异

我们看好化妆品行业的长期发展。行业的快速增长得益于居民消费理念的转变, 一方面, 随着居民可支配收入的提升, 化妆品成为消费升级的首选品类, 体现为越用也多、越用越好, 且升级是不可逆的过程。另一方面, 抖音、小红书、直播等新媒体的流行为化妆品增添了社交属性和公众效应, 电商的繁荣则打破了购买的地域限制。随着化妆品核心消费人群向年轻群体、小镇居民渗透, 化妆品品类、功能细化升级, 我们预计化妆品行业将持续蓬勃发展。

化妆品行业是红利赛道, 但资本化率较低, A股上市公司仅有4家。每家公司各有特色, 核心关注点也有所不同。上海家化已经拥有完善的品牌矩阵, 增长和估值较为稳定, 我们关注其边际改善迹象, 今年重点关注佰草集。珀莱雅具有高成长预期, 我们关注其成长的可持续性, 比如是否能通过不断推出爆品带动线上增速, 以及多品牌、品类布局的进展。丸美股份的优势在于品牌中高端定位以及眼部护理领域优势稳固, 未来的关注点在于是否能向年轻消费者和低线消费者进

一步渗透，以及是否能将眼部领域的优势向其他品类拓展。

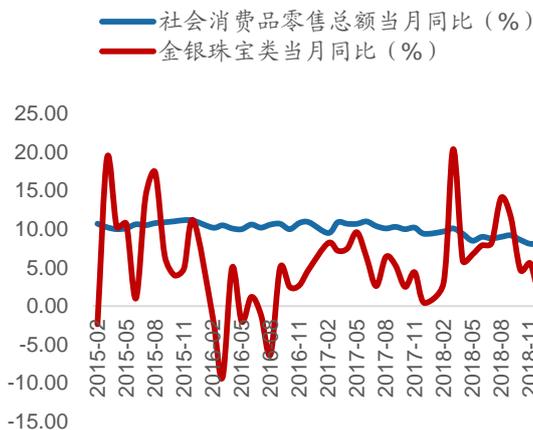
总而言之，化妆品行业最显著的特点是充满变化，消费者偏好、产品风口、流量红利、渠道红利迅速更迭。只有不断学习、积极变革的公司才能持续捕捉行业风口。长期来看，长胜的品牌需要好的供应链保证产品持续迭代创新，以及持续营销投入俘获消费者心智。而基业长青的化妆品公司往往拥有多品牌、品类矩阵来穿越品牌起伏周期。重点关注珀莱雅、丸美股份、上海家化。

二、黄金珠宝行业：景气承压，关注龙头

（一）景气度维持低位，品类结构优化，龙头公司延续扩张

2019年上半年珠宝行业景气程度维持低位。黄金珠宝的可选消费属性使其与经济周期呈现较高的相关性，这在2019年上半年进一步得到验证。受经济下行压力影响，黄金珠宝行业自2018年下半年起（尤其是4Q18）显现疲软迹象，2019年上半年经济压力持续，珠宝消费也维持低位。从社零数据来看，2019年1到7月金银珠宝零售额累计同比增长2.9%，增速同比下滑4.6pp。从中国黄金协会数据来看，2019年上半年黄金消费量为523.54吨，同比下滑3.27%，其中黄金首饰同比增长1.97%，金条/金币同比下滑17.29%/29.27%。金价走势对珠宝终端无明显利好，今年二季度以来金价快速上涨，但对终端黄金珠宝消费刺激并不明显，部分消费者在金价急速上涨初期呈观望态度，反而一定程度抑制珠宝消费。总的来说，珠宝首饰以消费属性为主，经济周期是影响行业景气度的主要因素。

图 15: 1H19珠宝行业景气程度维持低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 今年二季度以来金价持续上涨 (元/g)

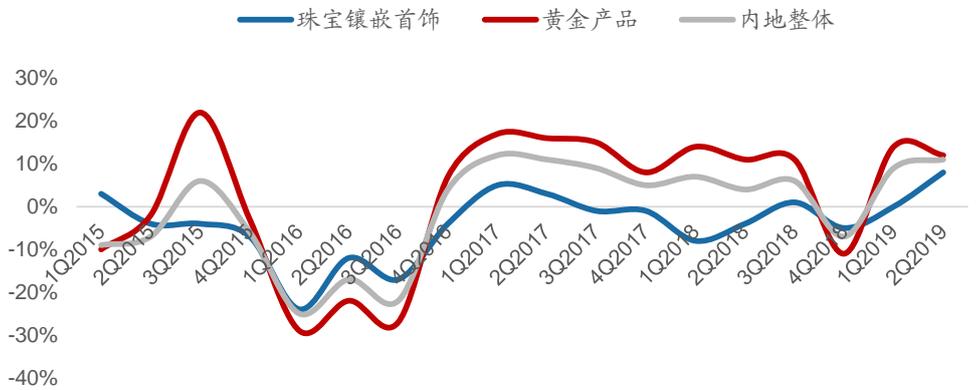


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

尽管低迷持续，但珠宝行业并非毫无亮点可循。首先，品类结构更新迭代加快，这在黄金产品中表现更明显。终端疲软背景下，品牌公司和加盟商推动品类结构从传统克重黄金向新工艺黄金转型，3D硬金、古法金、5G黄金等精品黄金层出不穷。新工艺黄金在美观度、时尚度、精致度上优于传统黄金，一方面促进终端销售。周大福“传承”系列古法金热卖，带动1Q/2Q内地同店增长14%/12%，体现出明显的 α 走势。另一方面，新工艺黄金的盈利能力优于传统黄金，如“古法金”

每克工费比普通工艺黄金贵40-60元，一口价黄金毛利率则更高。这使得虽然终端珠宝销量增速缓慢，加盟商的盈利能力却有所提升，门店对于新工艺黄金的主动推广使得黄金表现优于钻石镶嵌。

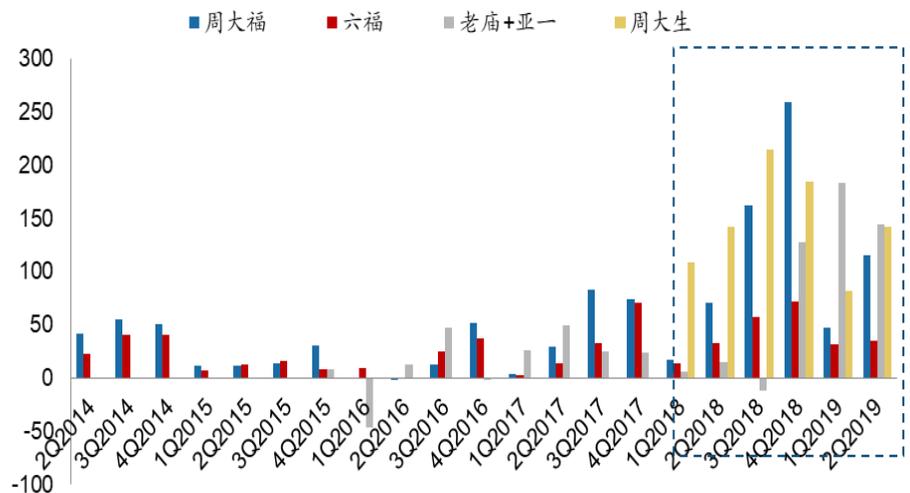
图 17: 周大福“传承”系列热卖提振同店增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

其次，龙头公司延续逆势扩张。根据公司财报，1H19周大福与六福中国内地分别净增加162个、67个零售点，周大福推出“新城镇计划”，港资品牌继续向三四线城市下沉。周大生保持高速展店，1H19门店净增加224家至3599家，在国内珠宝公司中门店跃居首位；老凤祥1H19门店净增加68家至3589家，2Q19净增加97家，重新开启扩张周期。豫园股份（老庙+亚一）发力珠宝业务，1H19门店数量净增加327家至2417家，展店明显加速。龙头公司加速展店的同时小品牌更快出清，趋势指向行业集中度加速提升。背后的逻辑在于珠宝行业从过去的价格驱动逐步转向产品和品牌驱动。随着消费者品牌认知的提升，设计、工艺升级，大品牌的引流和盈利能力明显优于小品牌；行业疲软背景下小品牌更快出清，头部经销商与头部品牌的强强结合使得龙头公司加速抢占小品牌份额。

图 18: 龙头企业门店季度净增加数量（内地）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心（周大生季度门店净增加数自1Q18开始披露）

（二）2019 年中报总结：收入端承压，龙头公司盈利能力改善

我们选取了老凤祥、周大生、豫园股份（珠宝业务）、莱绅通灵、明牌珠宝、萃华珠宝等7家公司作为样本，并对老凤祥、周大生等龙头公司进行重点分析。可以发现，无论是成长性还是报表质量，龙头公司均显著优于同行。

1. 成长性

珠宝公司收入端验证行业趋势，2Q19增速进一步放缓：根据公司年报，2019年上半年7家公司平均营收增速为-0.29%，增速同比降低10.91pp。其中1Q19平均营收增速为4.9%，2Q19平均营收增速为-5.12%，环比进一步下滑。

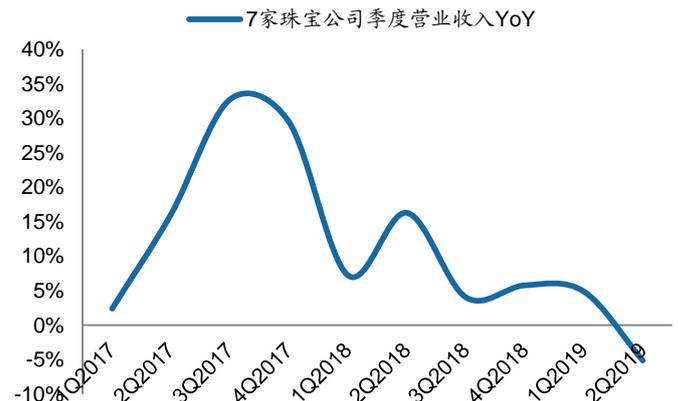
行业分化显著，龙头公司抗周期能力更强。周大生是最具成长性的珠宝品牌之一，2019年上半年收入增长12.5%，但二季度收入增速环比放缓至8.9%，主要由于受经济环境影响同店表现弱于预期。老凤祥珠宝业务亦呈现二季度环比放缓趋势：1H19增长12.77%，其中2Q19增长6.66%。豫园股份进行老庙和亚一的品品牌重塑，同时展店加速，2019年上半年珠宝业务收入增长15.9%，2Q19收入增长25%。莱绅通灵受到品牌调整和门店关闭影响，1H19收入下滑24.4%。明牌珠宝和萃华珠宝1H19收入分别下滑11.3%和14.3%。

图 19：珠宝公司半年度营业收入YoY



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 20：珠宝公司季度营业收入YoY



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2. 盈利能力

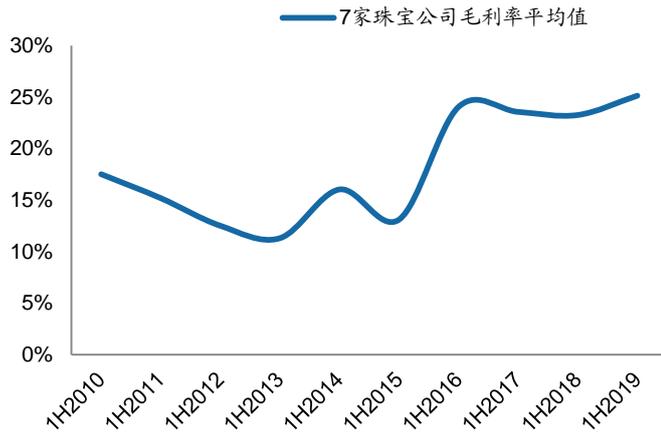
受益增值税下调、金价上涨和品类结构优化，2Q19毛利率显著提升。从毛利率变化趋势来看，2019年上半年7家珠宝公司毛利率同比提升1.88pp至25.13%，其中2Q毛利率提升尤其显著（+3.16pp），主要得益于：1）自4月1日起，珠宝公司适用增值税率由16%下降到13%，库存商品享受到进出税差优势。2）金价上涨区间销售商品金价高于采购金价，对于毛利率有提振作用。3）珠宝公司推动克重黄金向高毛利率的5G黄金、古法金、3D硬金等精品黄金转型，提升盈利能力。

2019年上半年7家珠宝公司平均销售+管理费用率同比提升1.32pp至14.59%，主要由于莱绅通灵同比大幅提升6.15pp（收入下滑而费用端未缩减），若剔除莱绅通灵后，其余6家公司同比提升0.51pp。国内珠宝公司多数以加盟模式为主，销售管理费用主要是总部层面的投入，以员工薪酬为主，广宣费其次（大部分营销推广费由经销商在各自区域内自行投入），因此经营杠杆显著。另外，

多家公司采取激励机制，如周大生的限制性股票激励及员工持股计划、老凤祥试行职业经理人制度，在一定程度上增加管理费用，但有利于经营红利的释放。

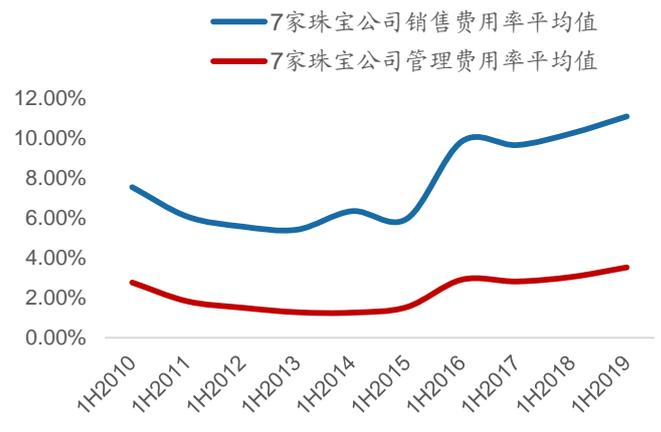
剔除豫园股份（2018年新增地产业务），2019年上半年6家珠宝公司平均净利率同比下降0.84pp至8.11%。龙头公司盈利能力保持良好，周大生净利率同比大幅提升3.27pp，得益于毛利率提升、资产减值损失减少和费用率降低；老凤祥净利率同比提升0.09pp。萃华珠宝则由于黄金租赁业务计提公允价值变动损失4633万元出现亏损。

图 21: 珠宝公司毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 22: 珠宝公司平均销售费用率与管理费用率



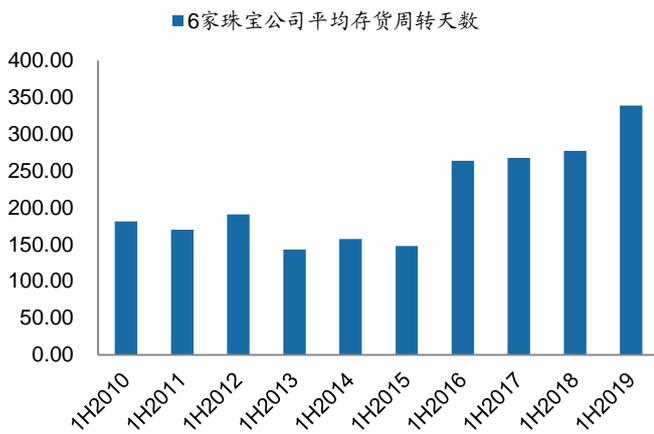
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3. 营运能力和资产结构

剔除豫园股份（2018年新增地产业务），2019年上半年6家珠宝公司平均存货周转天数同比提升61天至339天，主要受莱绅通灵经营恶化拖累（同比大幅提升258天至871天）。周大生受钻石动销放缓拖累，1H19存货周转天数同比增加31天至311天；老凤祥存货周转天数同比增加3.3天至57.8天。2Q19老凤祥与周大生存货分别为76.5亿元和25.5亿元，较1Q19环比下降24.7%与9.85%，表明对一季度备货有所消化。现金流量表体现为老凤祥和周大生2Q19购买商品、接受劳务支付的现金环比减少，经营性净现金流较1Q19均明显改善。

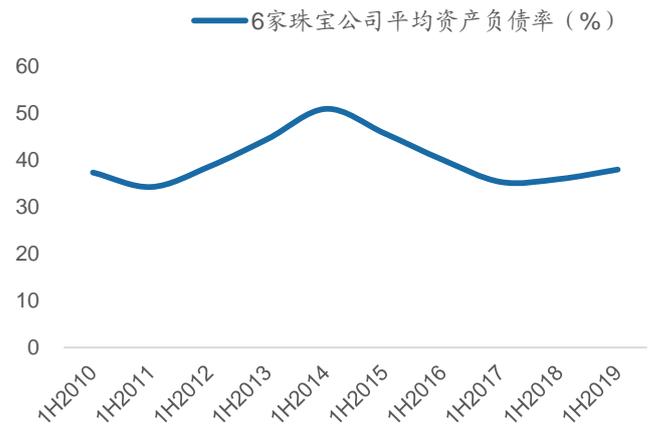
从资产负债状况来看，6家珠宝公司2019年上半年平均资产负债率为38.0%，同比提升2.0个百分点；平均计息负债率为26.53%，同比提升1.3%。6家珠宝公司平均ROE（平均）同比下降1.1pp至5.36%，莱绅通灵、萃华珠宝等均有明显下降。1H19周大生和老凤祥ROE（平均）分别为11.71%和11.27%，维持较高水平。

图 23: 珠宝公司存货周转天数



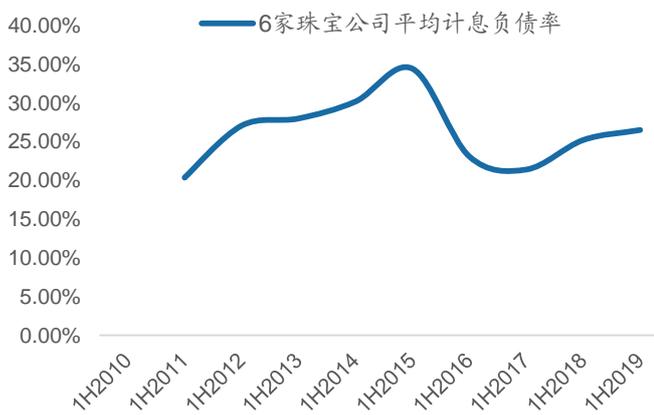
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 24: 珠宝公司平均资产负债率



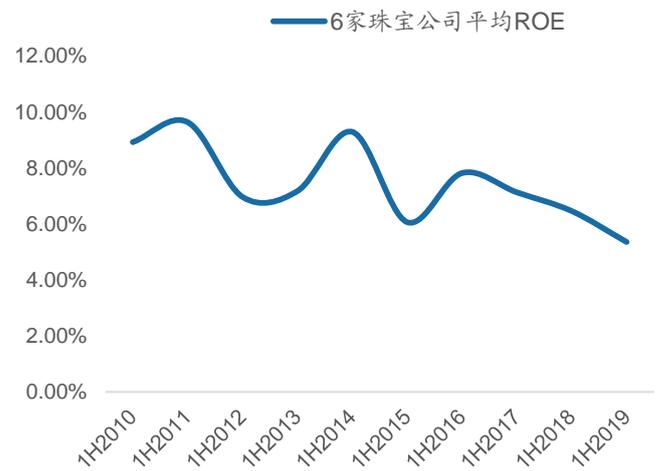
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 25: 珠宝公司平均计息负债率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 26: 珠宝公司平均ROE



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 投资建议: 从β到α, 关注龙头公司结构性机会

根据Bloomberg数据, 未来5年我国珠宝行业规模增速在5%-8%之间, 行业进入低速增长、存量竞争阶段。但龙头公司享受品牌集中度提升红利, 成长性依然强劲。品牌和产品差异化体现, 运营和管理日益精细化, 行业正逐步从β驱动转向α驱动。随着品牌集中度提升逻辑逐步兑现, 龙头公司的估值有望提升。

龙头公司已经在积极地释放产品和管理红利。周大生对2019年的展望, 强调运营体系的建设和产品研发的加强, 包括广告营销的投入增加、建立产品研发中心、自营加盟信息化打通共享库存、门店形象全面升级等。并在2019年中报提出产品模型建设: 公司根据不同的设计风格和主题, 制订标志款、人气款、配套款相结合的款式风格组合; 并根据区域特点、商圈特点、投资额度和产品组合, 划分为十余组店铺配货模型。老凤祥则积极推进股权和激励机制改革, 今年是公司“双百行动”的第二年, 公司将继续推进股权结构调整, 重塑激励机制, 将选择3-5家试点

子公司推行职业经理人制度，有利于释放管理红利。这些举措将强化龙头公司的品牌、产品、管理优势，延续扩张红利周期，并助力由渠道红利向管理和产品红利过渡。

我们对于2019年下半年珠宝行业景气程度的判断仍主要基于宏观经济形势，我们认为行业景气度拐点与经济周期拐点相匹配。考虑贸易摩擦加剧、经济不确定性增加，我们对珠宝板块整体仍保持谨慎态度。但行业品牌化浪潮中，龙头公司逆势扩张仍将持续。建议投资者更多把握龙头公司的 α 机会，重点关注周大生、老凤祥。

风险提示

宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；
市场竞争加剧，品牌加速开店抢夺市场；
新品牌、新品类孵化不达预期。

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年新财富批零售行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 高峰：资深分析师，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。