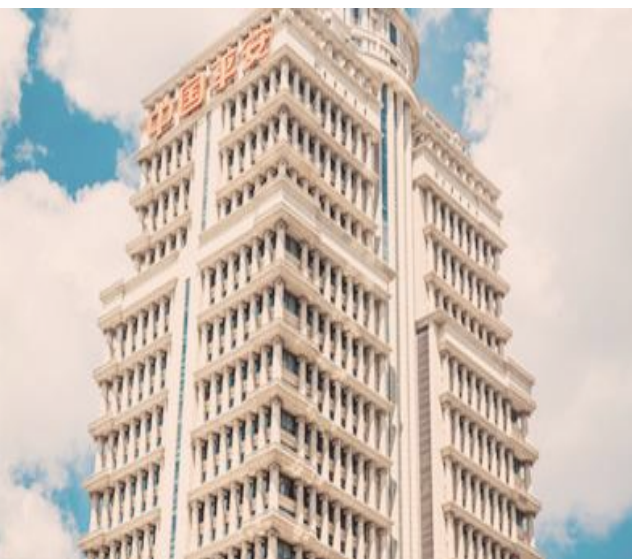


黄金消费行业全景图

行业短期增长动力不足，龙头积极加码下沉市场



证券分析师

文献 投资咨询资格编号：S1060511010014

邮箱：WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号：S1060511020001

邮箱：CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

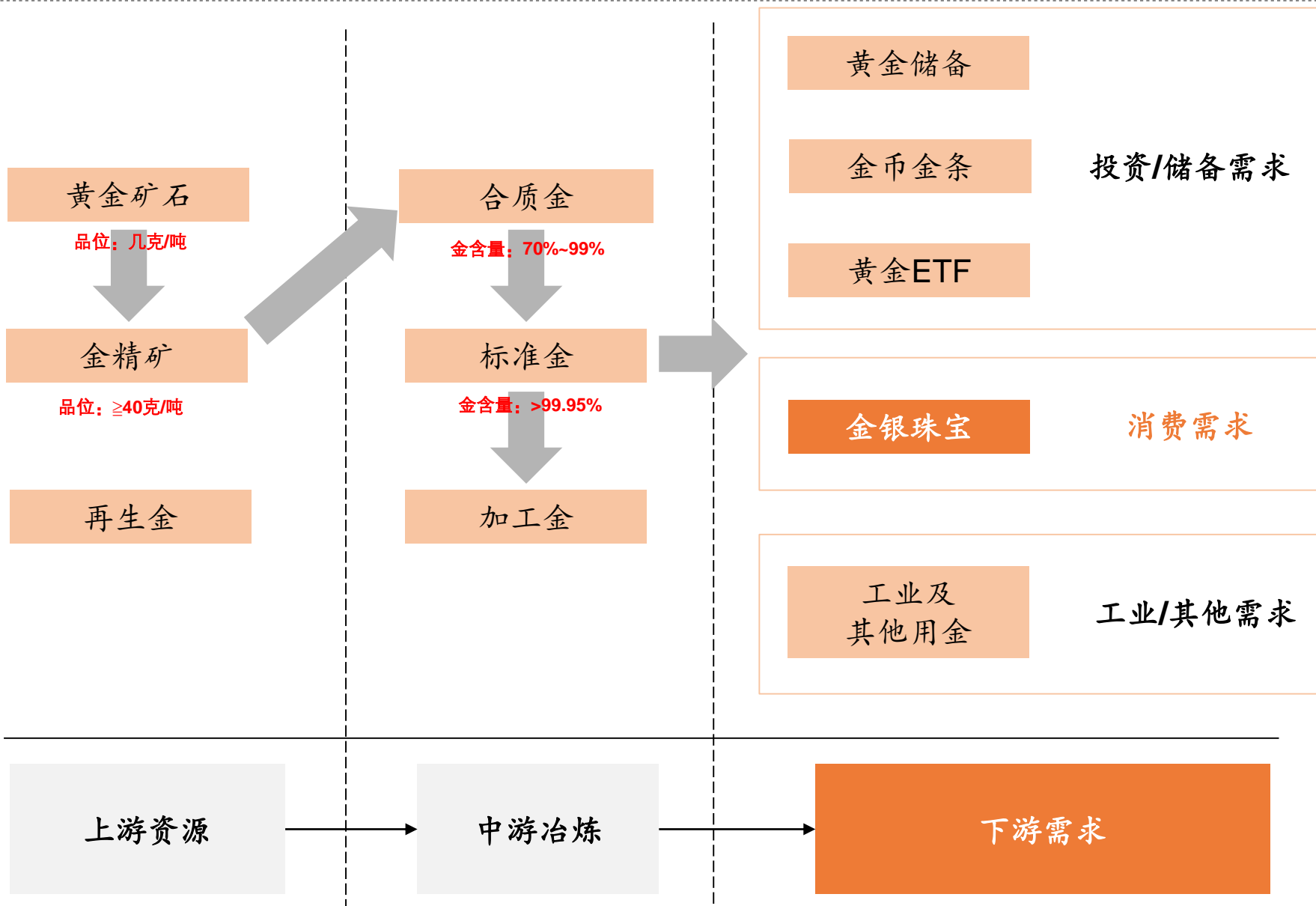


导读：

- **黄金消费是什么？**我国黄金需求量位于世界前列，年总需求量约1,000吨。我们大致将黄金下游需求分为：投资/储备、消费、工业/其他用金三种。其中消费占总需求量约1/3，主要为黄金饰品等需求。
- **黄金上游供给、价格对下游需求有何影响？**黄金需求的上游为资源开采与冶炼，全球黄金的储量波动幅度小、供给零散且增长缓慢（10-19年CAGR仅1.5%），因此对下游影响并不明显。黄金价格方面，长期看与经济周期和货币政策调整有比较大的关联，尤其是美国经济以及美联储的货币政策。短期看金价与具有全球影响力的重大风险因素相关，在发生全球性流动危机（如本次全球新冠病毒疫情）之时，黄金的避险需求暂时失灵，但疫情并没有改变黄金价格长期上行的趋势。
- **金银珠宝行业特点是什么？**黄金饰品属于金银珠宝首饰行业，行业市场规模超7,500亿，其中黄金约占一半。行业景气度受宏观经济环境影响大，近年来人均消费额提升空间有限、消费支出增速下行，行业增量空间受限。与此同时，新冠病毒疫情重挫线下消费，叠加全球经济陷入负增长，短期内金银珠宝消费的增长动力不足。此外，结合过往历史看，若金价过快上涨，或也将抑制黄金消费需求。
- **金银珠宝行业发展动力是什么？**从长期看，居民消费能力不断提升，行业持续发展的动力仍在。其中低线城市富裕消费者快速增加，10-18年CAGR达38%，下沉市场消费升级空间巨大。同时，低线城市非黄金饰品渗透率的提升空间大，行业整合度可随龙头品牌的下沉而提升。下沉市场已成各品牌的必争之地。
- **金银珠宝企业如何竞争？**目前市场参与方可分外资、港资、内资三种背景，品牌定位、目标市场、核心品类等均有差别。从市占率看，龙头企业多为港资、内资如周大福、老凤祥、周大生等。这些企业近年来利用加盟、经销模式，全国范围内快速铺设了数千个网点，以开拓下沉市场、挤压中小品牌市场份额。
- **如何投资黄金消费行业？**1、短期内行业外部环境并不乐观：我国宏观经济增速下行，叠加新冠病毒疫情对全球经济造成的严重冲击，都将影响居民的消费能力，行业短期增长动力不足。2、行业长期发展的积极因素仍在：我国经济发展稳中向好、居民消费能力持续提升，低线城市金银珠宝消费的潜力十足，行业长期发展动力仍在。3、港资、内资龙头企业更具优势：港资、内资龙头企业在下沉市场知名度高、加盟/经销网点密布，或能在下沉市场占得先机，市场份额有望持续提升，建议关注周大福、周大生等。
- **风险提示：**1、宏观经济增速下行，消费环境持续低迷的风险；2、行业竞争加剧的风险；3、国内疫情防控长期化的风险；4、黄金供给波动的风险。



黄金消费行业上下游



Contents

01

黄金消费行业上游情况

02

中国黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改

03

金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存

04

龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地

05

下沉市场机遇明显，关注港资内资龙头



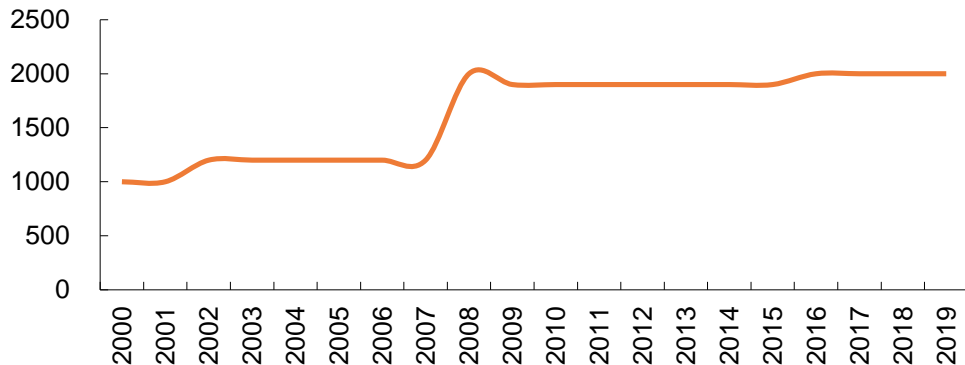
一、黄金消费行业上游情况

1.1 黄金储量波动小，分布相对分散，中国占比低

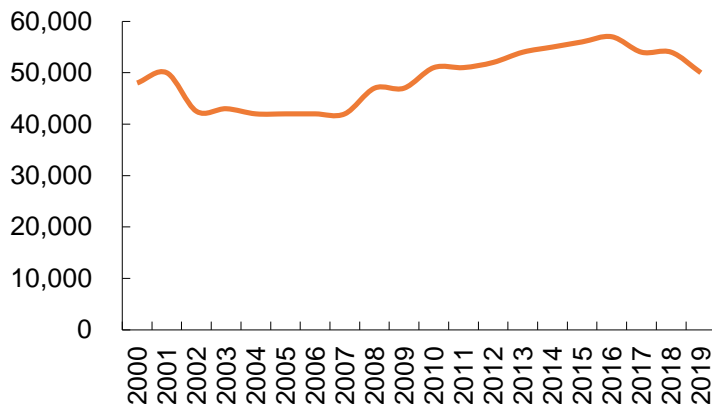
全球黄金的储量波动小，且相对分散。根据USGS，2019年全球黄金的储量约为5万吨，21世纪以来未有明显波动。分国家看，澳大利亚、俄罗斯是第一和第二大黄金储量国，在全球黄金储量的占比分别为20%和11%，而其他国家占比较低。

中国黄金储量并不丰富。中国黄金的储量约为2000吨，仅占全球黄金资源储量的4.0%。按照更大范围资源量口径，中国黄金资源量约为1.3万吨，其中山东省黄金资源最丰富，占全国黄金资源量的28.5%，紧随其后的甘肃、内蒙古和云南在全国黄金资源占比分别为7.5%、6.2%和5.8%，其他省份份额多在5%以下。

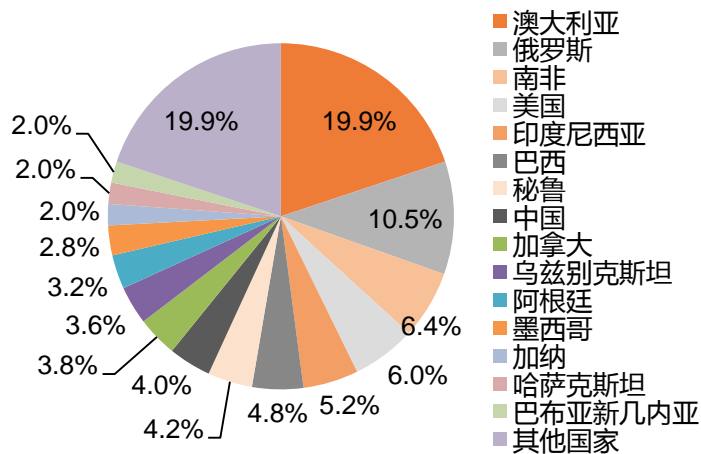
● 中国黄金储量 (吨)



● 全球黄金的储量 (吨)



● 全球黄金储量区域分布





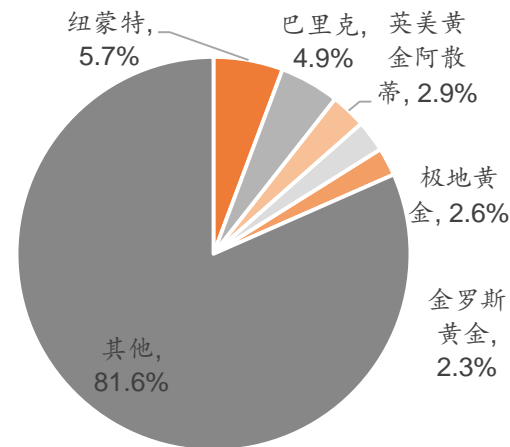
一、黄金消费行业上游情况

1.2 黄金供给增长缓慢，对下游影响不明显

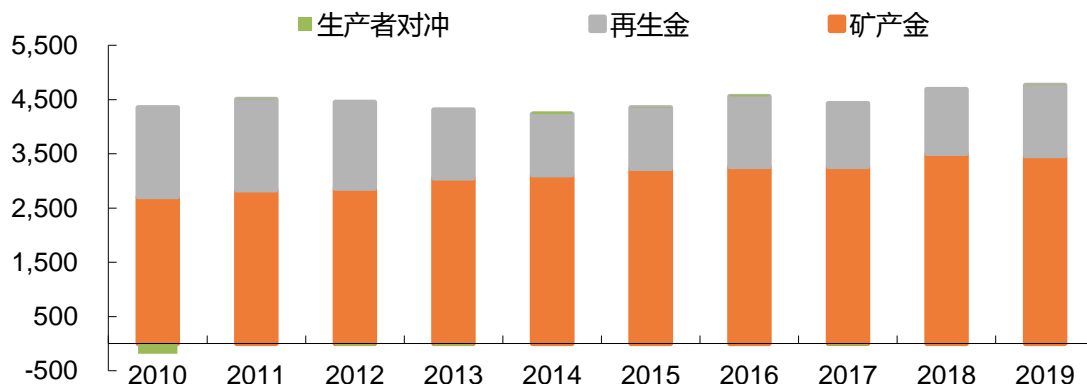
全球黄金的供给整体上增长缓慢。2019年全球黄金产量达到4776吨，2010~2019年复合增速为1.5%，其中矿产金是主体，占全球黄金供给的70%，2010~2019年复合增速为2.8%；而再生金形成供给量较少，且受黄金价格影响波动较大，是黄金供给补充形式。

黄金供给分布分散，对下游的影响不明显。全球矿产金产量集中度也不高，中国、俄罗斯、澳大利亚是全球三大生产国，在全球矿产金产量份额分别为13%、10%和9%，其他国家占比大多在5%以下。全球黄金龙头公司在矿产金的占比相对较低，排名第一和第二的龙头公司纽蒙特和巴里克的市占率仅分别为5.7%和4.9%。因此，从储备、供给角度看，产业上游对下游需求的影响并不明显。

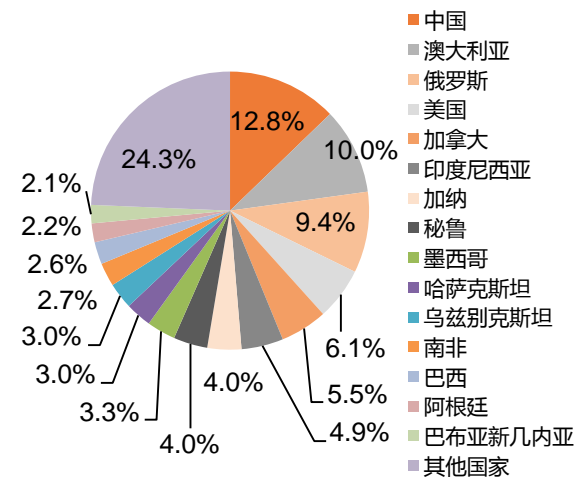
● 全球黄金龙头企业的市占率低



● 全球黄金供给缓慢增长（吨）



● 全球矿产金的区域分布





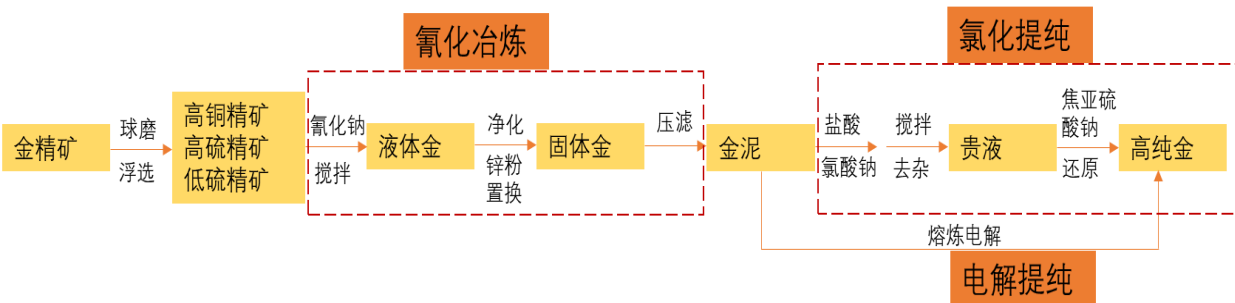
一、黄金消费行业上游情况

1.3 黄金冶炼包括粗炼和精炼，盈利水平较低

黄金产业的中游为冶炼，包括了粗炼和精炼，并且主要以化学反应过程为主。粗炼的主流工艺为氰化冶炼，起到除杂和初步提纯的作用，粗炼后的产品金泥主要成分是金和银。精炼的工艺包括了湿法的氯化提纯和电解提纯两工艺，其中氯化提纯周期较短，原材料适应性强，但工序较多，环保投入要求较高；而电解提纯对原材料的适应性强，投资较小，耗电量大。通常粗炼和精炼生产周期为2~3周。

黄金工业利润集中在上游，冶炼环节盈利水平较低。和大部分有色产品相似，黄金产业的利润主要集中在上游资源开采，冶炼的地位相对较低，盈利水平一般。代表性上市黄金企业紫金矿业、山东黄金矿产金的毛利率超30%，而冶炼金毛利率均低于1%。

● 典型黄金冶炼的工艺流程图



● 代表黄金企业矿产金和冶炼金毛利率

项目		毛利率		
		2018	1H19	2019
山东黄金	矿产金	42.78%	45.57%	-
	冶炼金	0.17%	0.18%	-
紫金矿业	矿产金	31.37%	36.29%	41.82%
	冶炼金	0.25%	0.44%	0.55%



一、黄金消费行业上游情况

1.4 重点公司：紫金矿业-跨国布局的黄金龙头

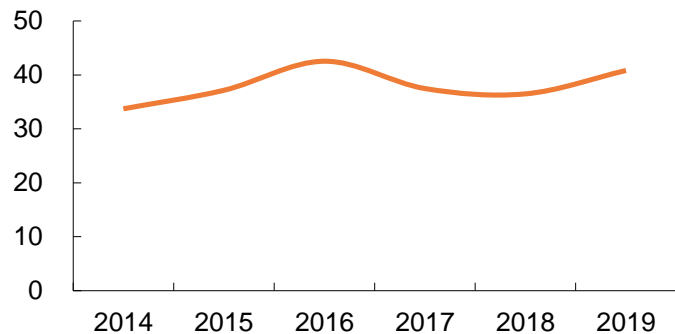
全球布局，黄金资源丰富。公司是综合性跨国矿业公司，黄金是主要业务之一，2019年收入和毛利润占比分别为58%和31%。2020年完成对大陆黄金的收购后，公司现有保有黄金资源储量为2130吨。公司黄金资源分布在海内外，在海外的澳大利亚、巴布亚新几内亚、塔吉克斯坦、塞尔维亚、哥伦比亚等均有金矿项目。

矿产金规模居前，预计未来保持一定增长。2019年公司矿产金产量约41吨，位居上市黄金企业前列。预计未来随着新项目开发，公司矿产金产量保持稳步增长，根据公司规划，2020~2022年矿产金产量将分别为44、42~47、49~54吨。

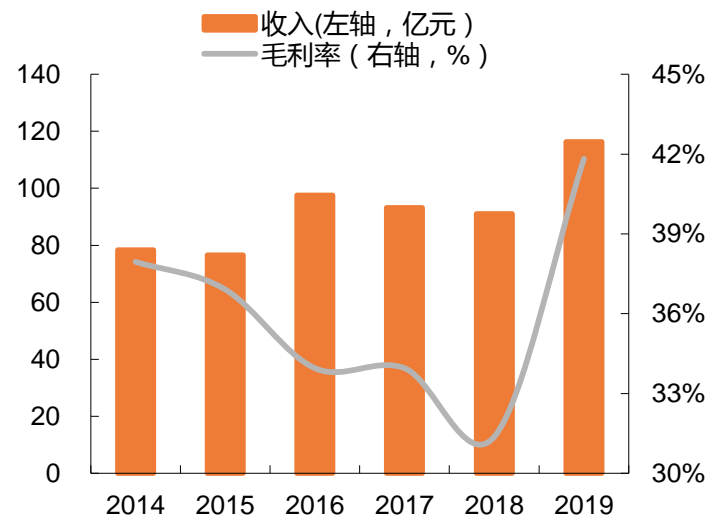
● 紫金矿业主要的黄金资源分布情况

矿山名称	所在国家	资源储量 (吨)	权益
波格拉金矿	巴布亚新几内亚	314	47.5%
帕丁顿金矿	澳大利亚	342	100%
吉劳、塔罗金矿	塔吉克斯坦	102	70%
左岸黄金	吉尔吉斯	64	60%
曙光金铜矿	中国吉林	26	100%
Timok铜金矿上矿带	塞尔维亚	81	100%
Timok铜金矿下矿带	塞尔维亚	299	100%
武里蒂卡金矿	哥伦比亚	353	69%

● 紫金矿业矿产金产量 (吨)



● 紫金矿业矿产金的收入及毛利率





一、黄金消费行业上游情况

1.4 重点公司：山东黄金-区域优势突出，规模行业前列

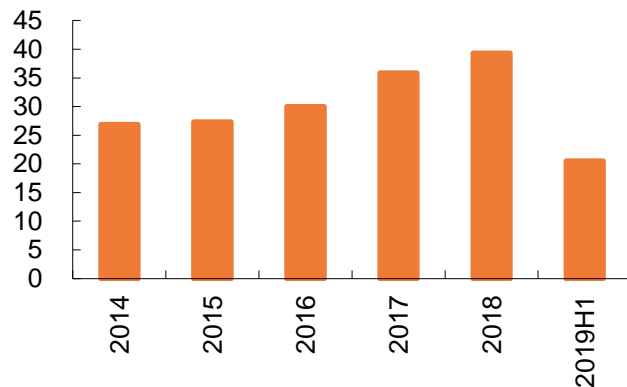
区域优势突出，资源储量居前。公司地处山东省，是中国黄金资源和产金大省。到2018年底，公司共拥有权益黄金资源量968吨，位居上市黄金企业前列，并主要分布在山东省内，此外公司2017年通过收购获得阿根廷贝拉德罗金矿 50% 权益，实现海外布局。

矿产金规模优势较突出。公司是国内唯一拥有两座累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司，多家金矿位列“中国黄金生产十大矿山”榜单。2018年公司矿产金产量约40吨，龙头地位稳固。

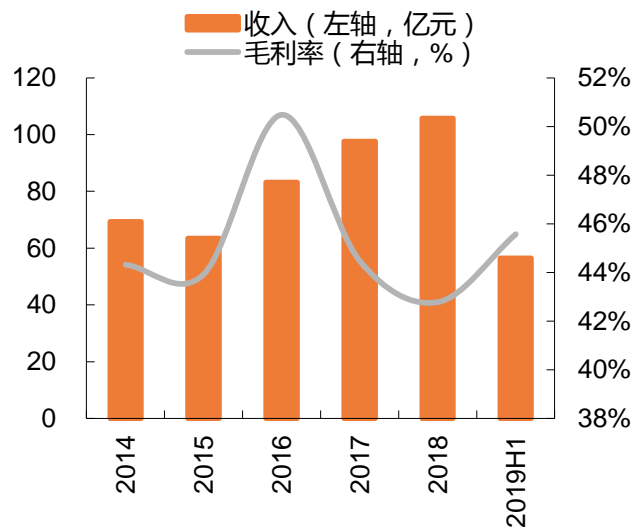
● 山东黄金黄金资源分布情况 (吨)

矿山名称	总资源量	权益资源量
三山岛金矿	210	210
焦家金矿	102	102
新城金矿	240	240
玲珑金矿	157	157
归来庄金矿	10	7
金洲金矿	8	5
青岛金矿	43	43
蓬莱金矿	15	15
沂南金矿	20	20
山东省	805	799
赤峰柴金矿	7	5
福建源鑫金矿	5	5
西和中宝金矿	32	23
其他省份	45	32
中国小计	849	831
贝拉德罗矿	274	137
总计	1124	968

● 山东黄金矿产金产量 (吨)



● 山东黄金矿产金收入及毛利率情况



Contents

- 01 黄金消费行业上游情况
- 02 中国黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改
- 03 金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存
- 04 龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地
- 05 下沉市场机遇明显，关注港资内资龙头



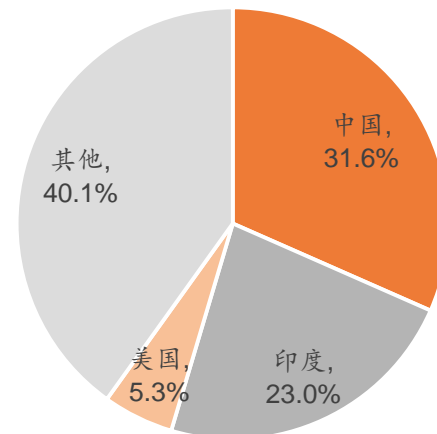
二、中国黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改

2.1 中国黄金需求量位于世界前列，其中首饰需求占主导

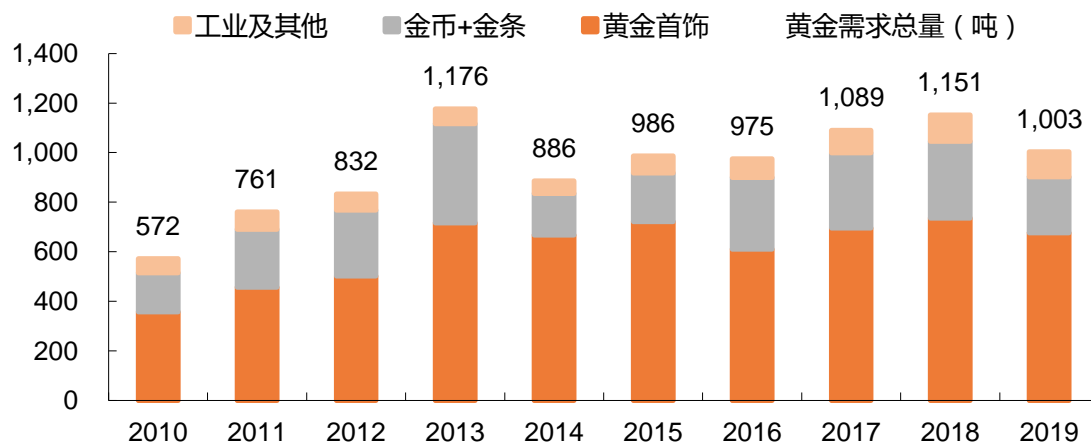
我国黄金需求量位于世界前列。中国是世界黄金需求量第一大国，消费、投资偏好较强。按黄金首饰、金币金条口径计，中国和印度在全球黄金消费的占比分别为32%和23%，其他国家的占比则较低。

年总需求量约1,000吨，黄金首饰等消费需求占主导。根据中国黄金协会的数据，近年来我国黄金年总用金需求量在1,000吨上下浮动。2019年总需求量为1,003吨，其中黄金首饰占总需求量的67.4%，其余近1/3的需求主要为金币、金条和工业/其他用金等需求。

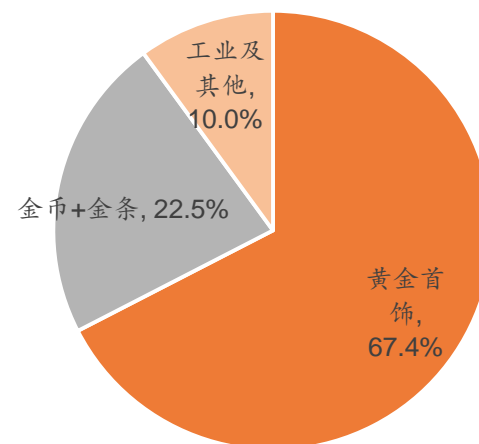
● 中印两国占世界黄金总需求量一半以上



● 黄金需求总量（吨/年）与分类



● 中国黄金消费量分类占比（2019）





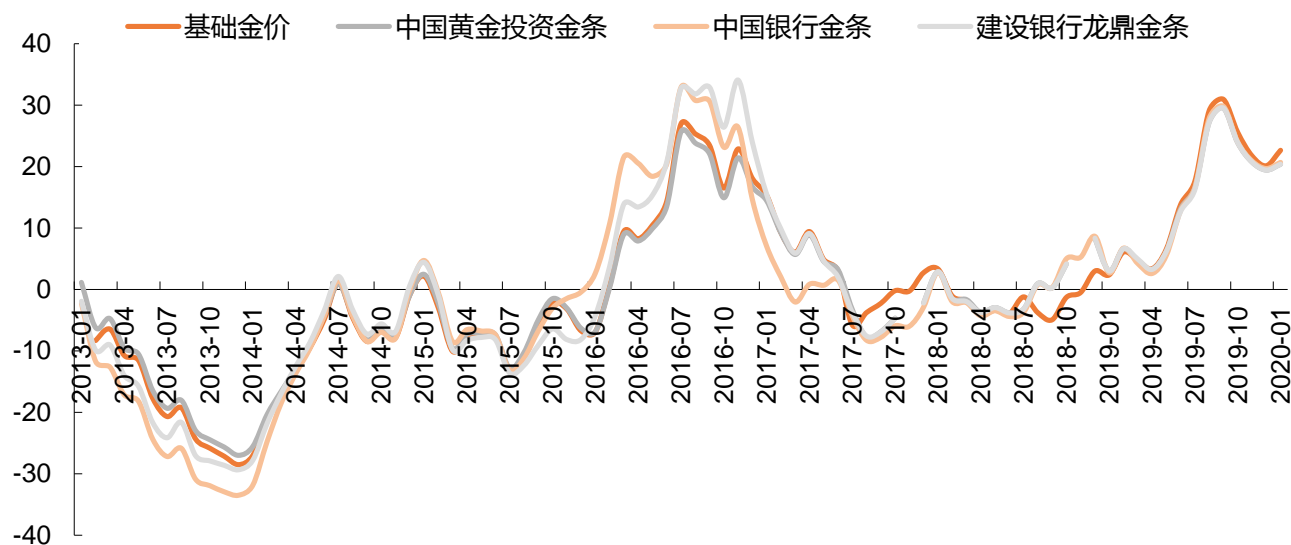
二、中国黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改

2.2 投资储备型需求与黄金价格高度相关

我们大致将黄金下游需求分为：投资/储备需求、消费需求、工业/其他用金需求。

黄金储备、金币金条、黄金ETF等是常见的投资/储蓄型需求，购买主体包含各国央行、银行/投资型企业、个人等。此类需求的核心目的为资产的保值与增值，因此资产价格与金价高度相关。中国黄金投资网的数据显示，投资类的金条产品价格变动趋势与金价的变动趋势高度一致。

● 投资型黄金产品与金价变化趋势高度趋同（月均价同比变化，%）





二、中国黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改

2.3 黄金价格：长期价格取决经济因素，流动性危机下避险功能失灵

长期黄金价格走势和经济周期和货币政策调整有比较大的关联，尤其是美国经济以及美联储的货币政策。黄金长周期持续时间大多在5年及以上。当经济长期增长面临问题，将倒逼各国政府采用偏宽松的货币政策，黄金相对收益凸显，价格上涨。反之，黄金价格则下跌。

中短期黄金价格则与具有全球影响力重大风险因素相关。其中偏中期因素影响时间通常在半年以上，且影响对全球经济增长预期，黄金价格上涨持续时间相对较长；而短期因素，影响时间多在几天或者几个月，且对全球经济增长预期影响小，黄金价格表现为短时高波动性。但我们也注意到中短期因素消除后，黄金价格也会出现相应的回落。

在发生全球性流动危机，黄金的避险需求暂时失灵。典型如2008年金融危机中，黄金出现较大回调，最大回调幅度超20%，但在恐慌达到顶点，开始出现趋势性下降后，黄金又重新受到青睐，价格重新上涨。

● LME现货黄金的历史价格走势



● 2008年金融危机恐慌下，黄金价格出现较大回调





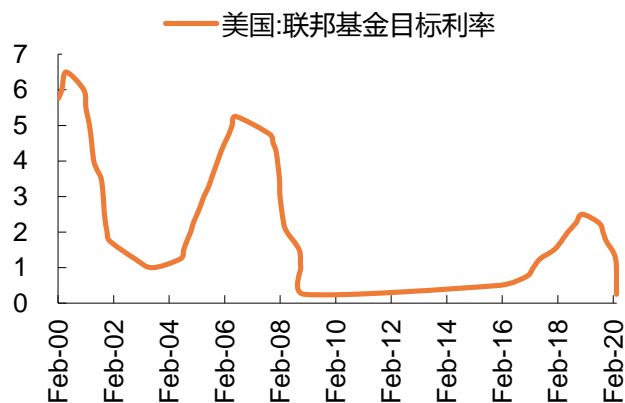
二、中国黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改

2.3 黄金价格：疫情并没有改变黄金价格上行的趋势

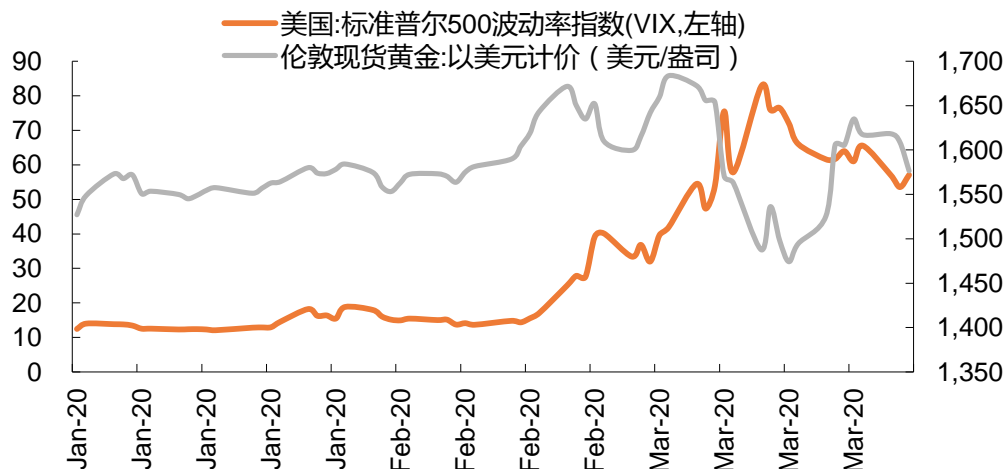
恐慌过后，价格有望大幅反弹。2020年新冠肺炎疫情导致的市场恐慌，黄金避险属性失灵与2008年相似。借鉴2008年黄金价格表现，我们认为恐慌过后，黄金的价格有望大幅反弹。

疫情没有改变黄金价格向上趋势，甚至有一定加速作用。预计疫情对全球经济运行造成负面影响将不可避免，将恶化全球经济形势，美国经济步入衰退的可能性增加。紧急降息使得美国零利率时代提前到来，而其他重要发达国家和地区欧盟、日本疫情前已经处于负利率状态。2020年黄金资产吸引力上升，仍处于上升通道，价格中枢有望上移。

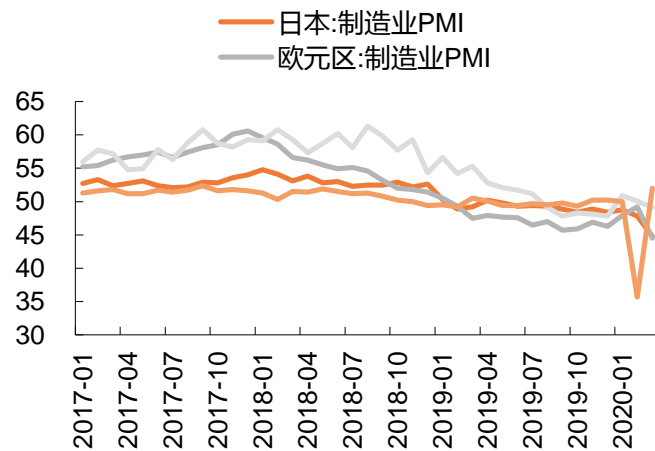
- 紧急降息后，美国联邦基金目标利率回到2008年金融危机水平(%)



- 2020年3月市场恐慌，黄金价格走弱



- 全球主要经济的制造业PMI走势低迷



Contents

01

黄金消费行业上游情况

02

黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改

03

金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存

04

龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地

05

下沉市场机遇明显，关注港资内资龙头



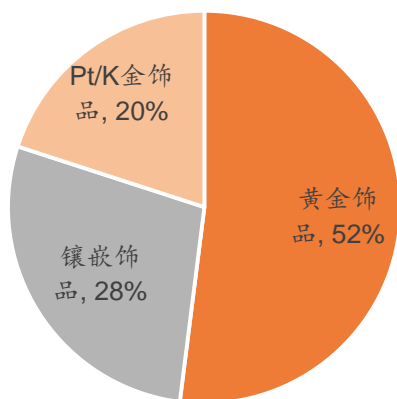
三、金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存

3.1 黄金消费需求占金银珠宝市场近一半，行业景气度受宏观经济环境影响大

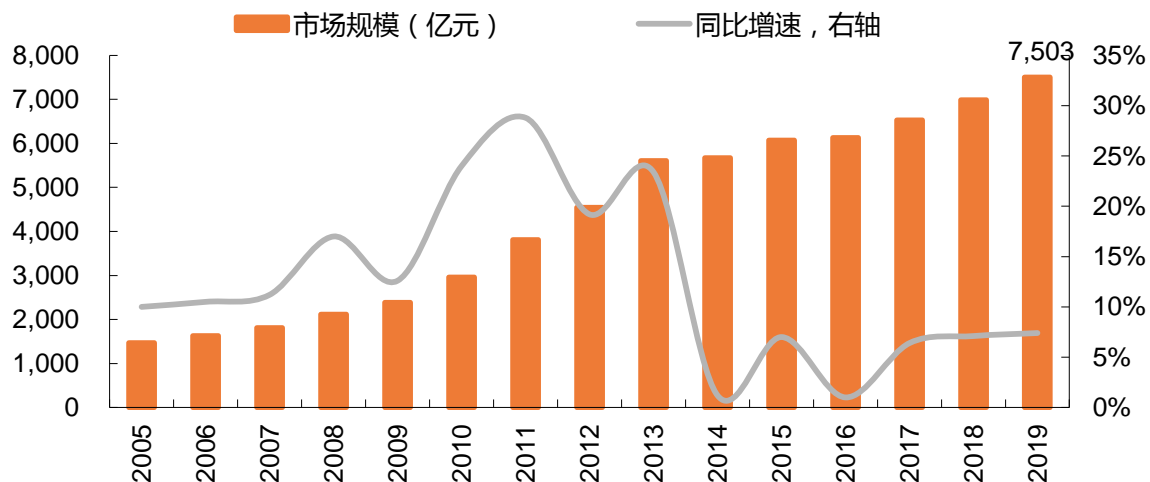
黄金消费需求占金银珠宝市场一半。黄金的消费需求主要为黄金饰品消费，在我国的消费历史悠久，至今仍是金银珠宝（首饰）市场的重要组成部分，销售额占比约50%。销售额其余一半由钻石、宝石等镶嵌饰品与铂金/K金饰品组成。

金银珠宝市场规模超7,500亿，行业景气度受宏观经济环境影响大。根据欧睿数据，2019年我国金银珠宝市场规模超7,500亿元，2005-2019年间CAGR达11.5%。21世纪头十年我国经济高速发展，人均收入水平大幅提升、CPI增速保持高位，刺激了金银珠宝市场的蓬勃发展。2014年后，经济增速换挡、反腐倡廉、金价波动等因素共同导致行业增速下滑。

● 金银珠宝销售额按产品划分情况



● 金银珠宝（首饰）市场规模&同比增速





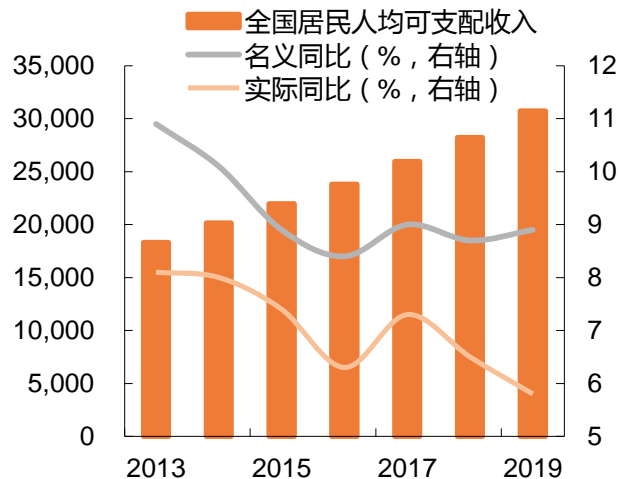
三、金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存

3.2 人均消费额难提升+消费支出增速下滑，行业增量空间或受限

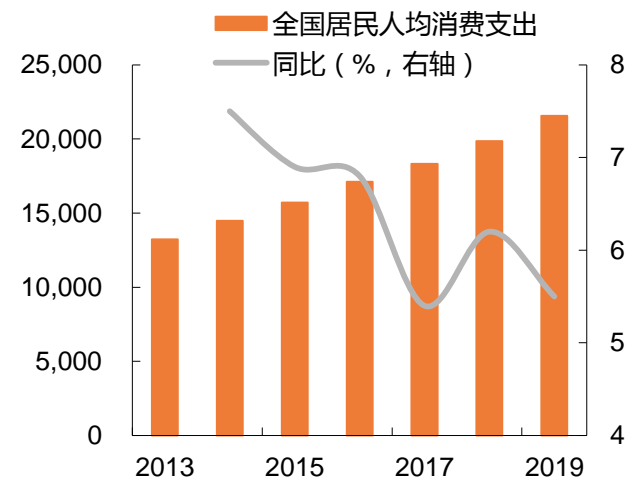
人均消费额提升空间或有限。从人均水平看，国内人均零售额（市场规模/总人口）虽距离中国香港、台湾地区和美国有一定差距，但由于国内消费者相当大一部分的奢侈品消费在海外（香港为多数人首选地点）完成，因此我国人均金银珠宝消费额的实际水平或被低估，难有大幅提升的空间。

消费支出增速下滑影响行业景气度。金银珠宝具备一定的奢侈品属性，居民购买力的提升才能推动行业健康持续发展。近年来我国人均可支配收入、人均消费支出增速下行，行业发展的外部环境并不乐观。此外，新冠病毒疫情蔓延或将进一步对行业发展造成负面影响。

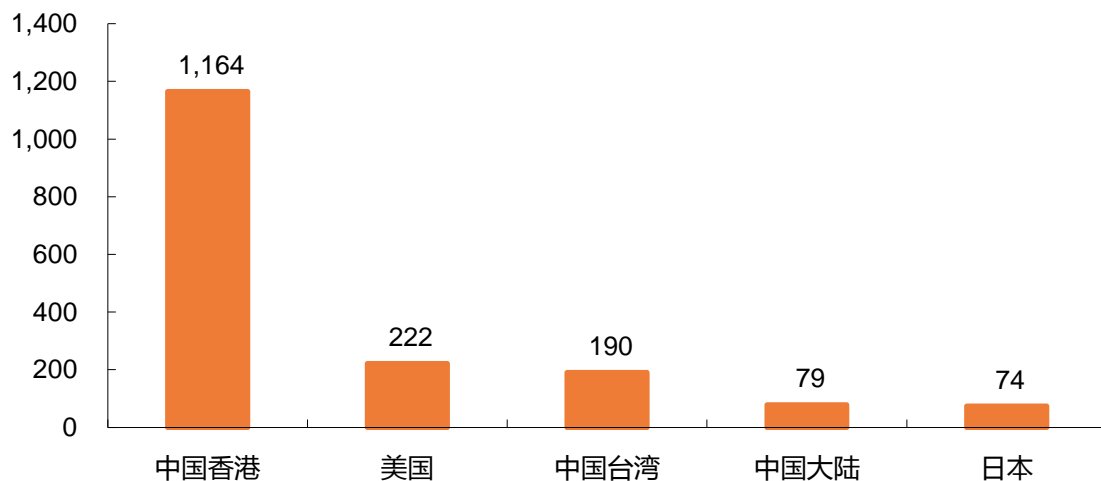
● 人均可支配收入（元）&同比增速



● 人均消费性支出（元）&同比增速



● 中华文化圈人均金银珠宝零售额较高（美元/年，2019）





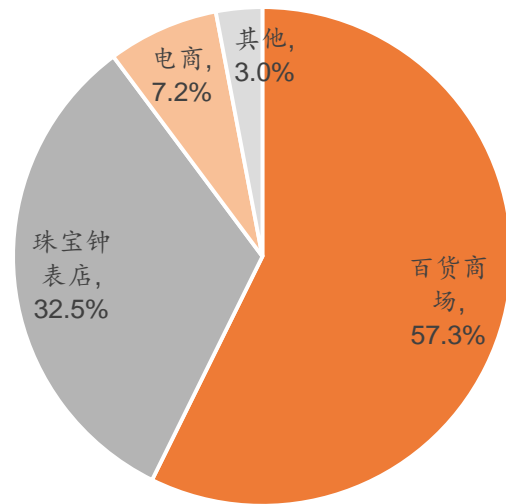
三、金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存

3.3 疫情重挫线下消费，并降低未来消费动力

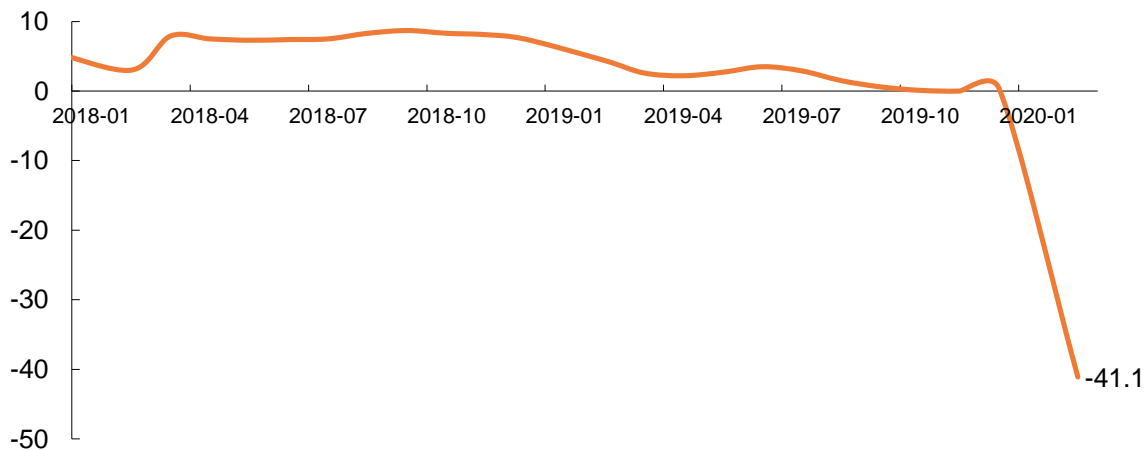
疫情重挫线下消费，2020年1-2月零售额同比下滑41.1%。受限于消费体验感、网购物流可信度等问题，金银珠宝消费仍集中于线下，线上渠道占比仅约7%。然而，2020年春节前后发生的新冠病毒疫情重挫了线下消费，线下百货、珠宝门店长期停业、居民减少外出消费，导致1-2月限额以上金银珠宝类零售额同比大幅下滑41.1%。

全球经济不景气下，金银珠宝消费动力不足。此外，在国内疫情逐步受控时，疫情已在海外大规模蔓延，全球经济几乎停摆，IMF在2019年预测20年全球GDP增速为3.3%，在疫情发生后改为负增长。全球化时代下，海外经济的不景气度必将对我国造成冲击，若后续就业形势严峻、预期收入下滑，金银珠宝消费的动力必然不足。

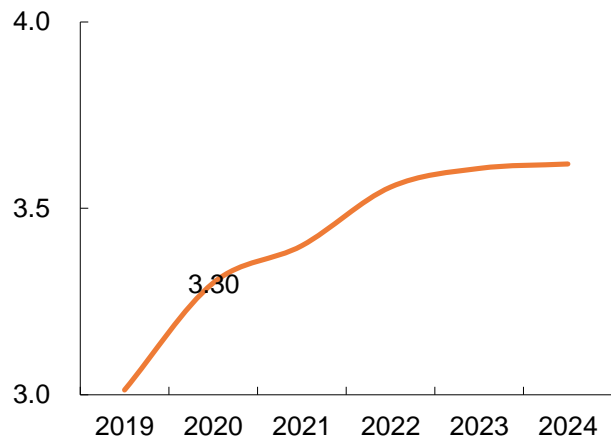
● 我国金银珠宝行业销售渠道分布（2019）



● 限额以上金银珠宝类零售额同比增速（%）



● 疫情发生前IMF对全球GDP增长的预测（%）





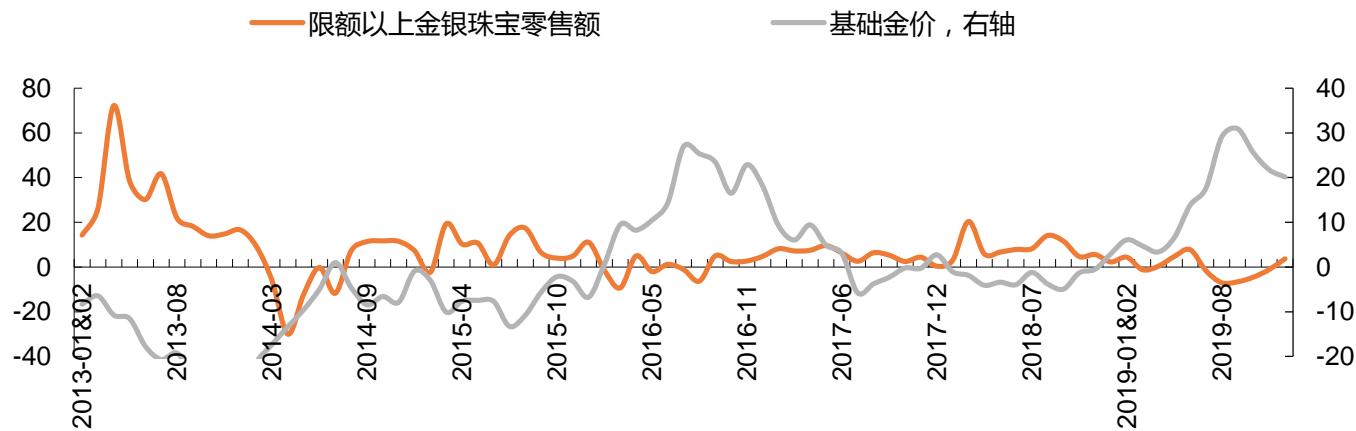
三、金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存

3.4 金价过快上涨或抑制消费需求

金价与需求大致呈反比。金银珠宝首饰虽也拥有一定的投资属性，可充当保值资产，但其消费（装扮、收藏等）属性更为明显。因此若截取一段短区间看，产品成本（基础金价为主）与需求大多呈负相关关系。以2013年为例，金价暴跌时国内消费者抢购金银珠宝；2016年金价涨幅明显时，金银珠宝零售额的同比增速也出现了明显的下滑。

2019年下半年金价已经经历了一轮快速上涨，新冠病毒疫情也没有改变价格向上的大趋势，在负利率、无限QE的刺激下，甚至还有一定加速作用。若金价在短期内过快上涨，或将抑制金银珠宝的消费需求。

- 金银珠宝零售额与金价变化趋势呈现大致的负相关（同比变化，%）





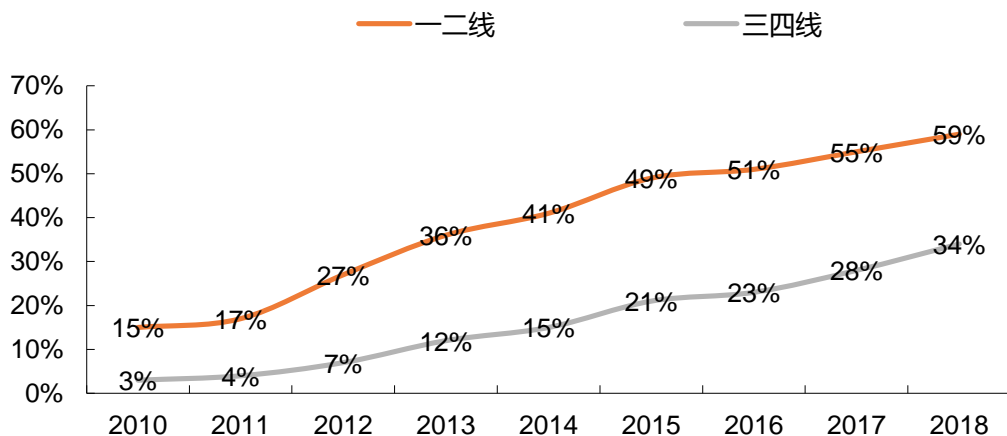
三、金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存

3.5 长期看居民消费能力仍在提升，低线城市富裕消费者快速增加

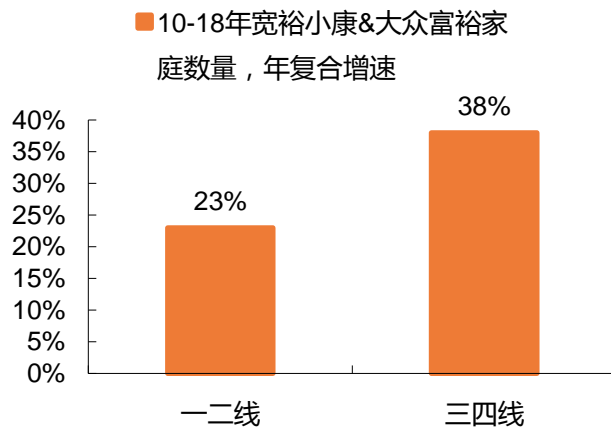
长期看居民消费能力不断提升，行业持续发展的动力仍在。虽然短期内行业面临的外部环境并不理想，但从长期看，我国经济稳中向好，居民收入、生活水平持续提升的大趋势没有改变，居民消费能力将触底回升，推动行业发展的核心因素仍然存在。

低线城市富裕消费者快速增加，下沉市场消费升级空间巨大。相比高线城市，下沉市场消费能力的快速崛起特别值得重视。麦肯锡的数据显示，我国三四线城市宽裕小康和大众富裕家庭占比从2010年的3%快速上升至2018年的34%，家庭数量的年复合增速高达38%，同期一二线CAGR仅为23%。这类小康、中产家庭已经脱离了追求温饱的阶段，消费升级的动力充足，金银珠宝等升级消费将进入越来越多低线城市消费者的考虑范围。

● 国内高低线城市宽裕小康、大众富裕家庭占比



● 低线城市小康、中产家庭数量迅速扩大





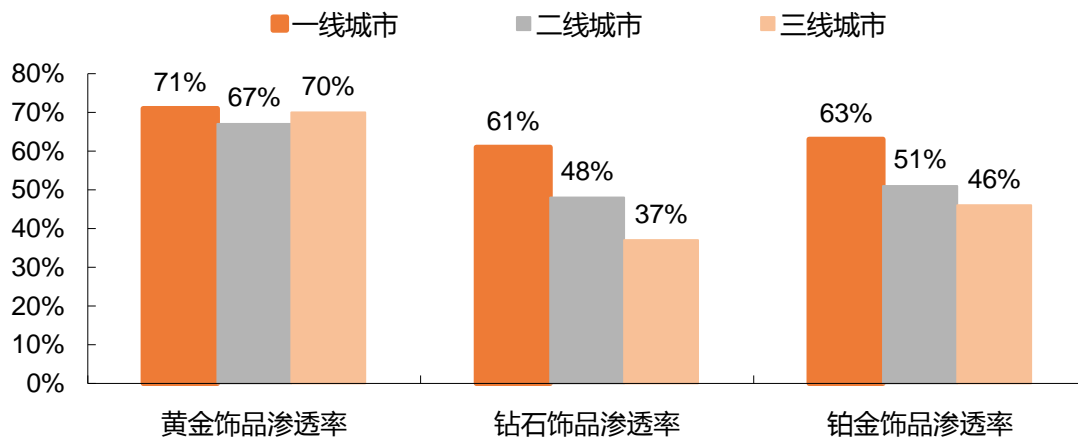
三、金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存

3.5 低线城市渗透率、行业集中度提升仍有空间

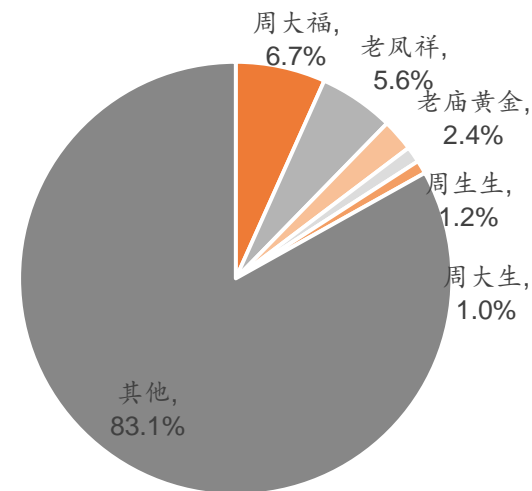
低线城市非黄金饰品渗透率的提升空间大。国内高低线城市黄金饰品的渗透率相差无几，但低线城市非黄金类饰品的渗透率远低于高线城市，如三线城市钻石渗透率较一线城市低24个百分点，铂金渗透率较一线低17个百分点。随着低线城市消费力的提升，非黄金类饰品渗透率或将逐步向高线城市靠拢，为行业打开增量空间。

行业整合度可随龙头品牌的下沉而提升。2018年行业CR4仅为15.9%，大量中小品牌充斥市场。周大福、老凤祥等港资、内资龙头企业在下沉市场知名度高，近年来也积极开拓，或成低线城市消费者的首选，推动行业集中度的提升。

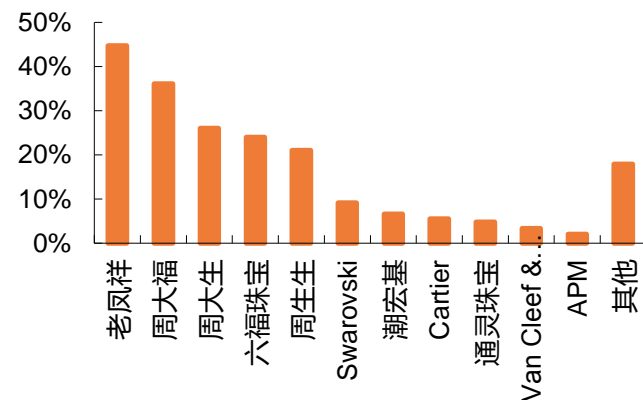
● 低线城市钻石、珀金饰品渗透率离高线城市差距较大



● 行业CR4仅15.9% (2018)



● 2018年中小城市受欢迎珠宝品牌



Contents

- 01 黄金消费行业上游情况
- 02 黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改
- 03 金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存
- 04 龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地
- 05 下沉市场机遇明显，关注港资内资龙头



四、龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地

4.1 龙头企业：外资、港资、内资品牌各有所长

目前市场参与方可分外资、港资、内资三种背景，品牌定位、目标市场、核心品类等均有差别。

- **外资：**龙头品牌经营历史过百年，主打高端奢侈品市场，门店数量有限并主要设立于高线城市的核心商圈，核心品类以西式钻石等镶嵌类珠宝饰品为主。
- **港资：**龙头品牌经营历史可达数十年，主打中高端市场，门店多设立于高线城市但积极下沉低线城市，核心品类以中式传统的黄金玉石珠宝为主。
- **内资：**多数品牌创立时间不长，主打中高端市场，门店广泛分布，不同品牌的核心品类不一。

● 我国金银珠宝零售商大致分外资、港资和内资三种背景

	代表企业/品牌			品牌定位	门店分布	核心品类	品牌力
外资	Tiffany	Cartier	Bvlgari	高端奢侈品	高线城市 核心商圈	镶嵌珠宝饰品	强
港资	周大福	周生生	六福珠宝	中高端	高线城市为主 积极下沉低线	黄金玉石珠宝	强
内资	老凤祥	周大生	老庙黄金	中高端	高低线城市 均有覆盖	黄金玉石饰品 镶嵌饰品	经销模式下 较为一般



四、龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地

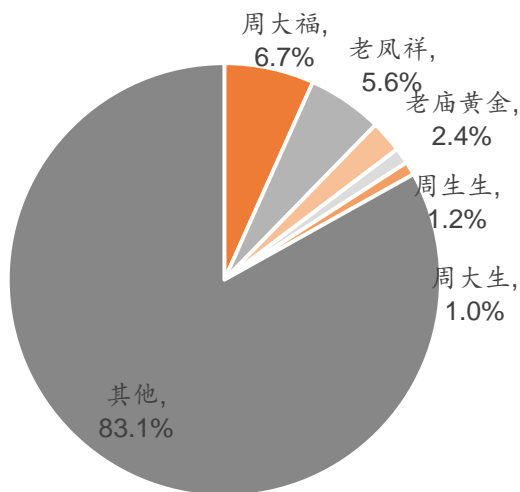
4.1 龙头企业：港资、内资企业占主导，龙头企业利用加盟、经销模式积极下沉

从市占率看，龙头企业多为港资、内资，如周大福、老凤祥、周大生等，各企业经营模式有所不同。

- **设计加工**：设计是珠宝企业竞争核心要素之一，企业大多自主把控。加工环节利润率偏低，部分或全部委托的模式较为常见。
- **销售模式**：产品销售大致可分自营、加盟（加盟商仅运营单一品牌产品）、经销（可同时运营多品牌）三种途径，自营模式对终端掌控力度强但投入成本高，加盟模式扩张速度快但管理不易，经销模式营销费用低但中间销售环节长。

龙头企业利用加盟、经销模式积极下沉：下沉市场空间巨大，但自营门店投入成本高，难以快速抢占市场。因此近年来龙头企业纷纷着力搭建加盟或经销网点，积极在低线城市中跑马圈地、挤压中小品牌的市场份额。

● 市占率前五均为港资、内资企业（2018）



● 周大福、老凤祥、周大生三种模式对比

	上市地点	设计加工	销售模式	盈利模式	优势	劣势
周大福	H股	自主设计，加工环节部分委托	自营+加盟	产品零售为主	品牌力、产品力、渠道力强	扩张速度慢 运营成本高
老凤祥	A股	自主设计，加工环节部分委托	经销为主	产品批发为主	产品力强 营销费用低	中间销售环节长
周大生	A股	自主设计，加工环节完全委托	加盟为主	产品批发+加盟费	品牌力强 扩张速度快	产业链管理难度大



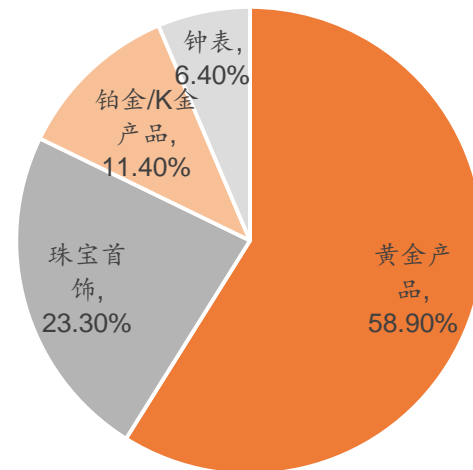
四、龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地

4.2 周大福：大陆+香港两地龙头，发展加盟网点积极下沉

大陆+香港两地金银珠宝行业的龙头企业。根据欧睿数据，周大福2019年在大陆市占率达6.7%、在香港达19.5%，均排名第一。999.9金、一口价、“周”氏品牌等行业惯例均由公司所创，公司也成中华文化圈内优质黄金产品的代名词。公司2019财年（截至2019.03.31止年度）营收668.04亿港元、同比+12.6%，营业利润69.72亿港元、同比+24.4%。

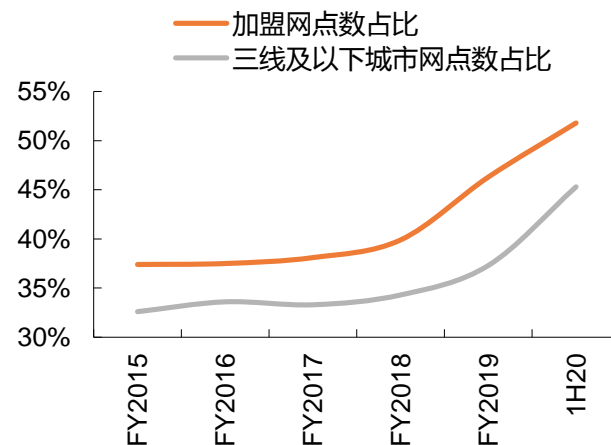
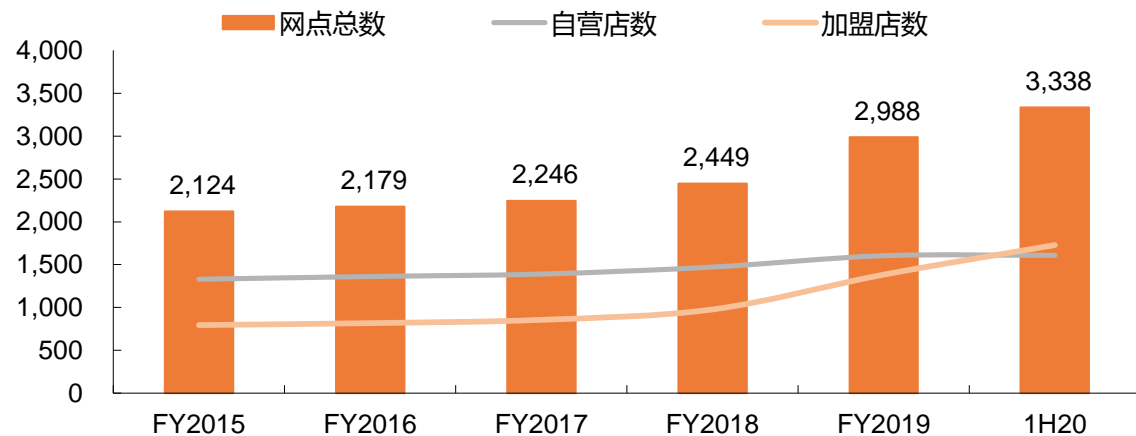
大力发展加盟网点，快速下沉低线城市。公司在大陆拥有超1,600家自营门店，广泛分布于国内各大城市。公司近年来依靠快速发展加盟网点，积极下沉低线城市：公司加盟网点数从2015财年的不足800家快速上升至2020年财年前半年的超1,700家，三线及以下城市网点数也从不足700公司家快速上升至超1,500家。

● 周大福黄金产品营收占比高（1H20）



● 周大福依靠加盟模式迅速下沉

● 周大福在大陆的营业网点数&分类





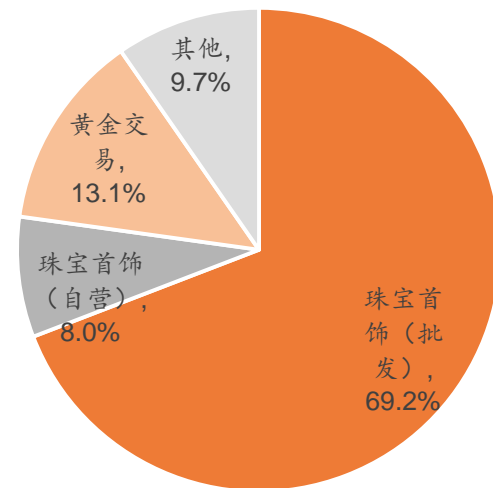
四、龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地

4.3 老凤祥：百年老字号，黄金首饰批发业务占主导

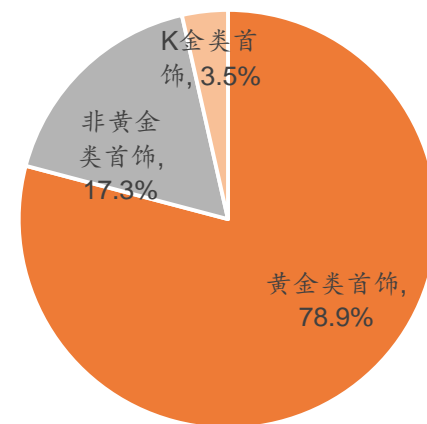
百年老字号，非自营网点数快速增加。老凤祥创立于1848年，作为国内历史最长的金银珠宝品牌商之一，公司即便在中小城市都拥有较高知名度。公司近年来在维持约100-200家自营银楼的基础上，加快加盟经销网点的布局，截止1H19，公司已布局非自营店超3,400家。

黄金首饰批发业务占主导。公司最新业绩快报显示，2019年公司营收496.29亿元、同比+13.4%，归母净利14.08亿元、同比+16.9%。公司批发模式占主导，珠宝首饰批发收入占总营收的近70%（2018年），而珠宝首饰销售收入（批发+自营）中，黄金类首饰收入占比近80%。

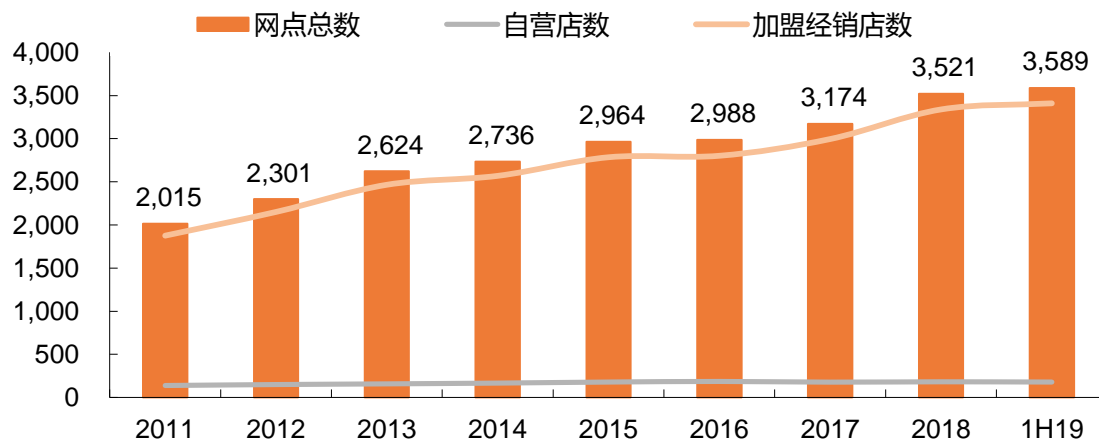
● 老凤祥批发模式收入占比高（2018）



● 老凤祥黄金类占珠宝首饰营收比重高（2018）



● 老凤祥营业网点数&分类





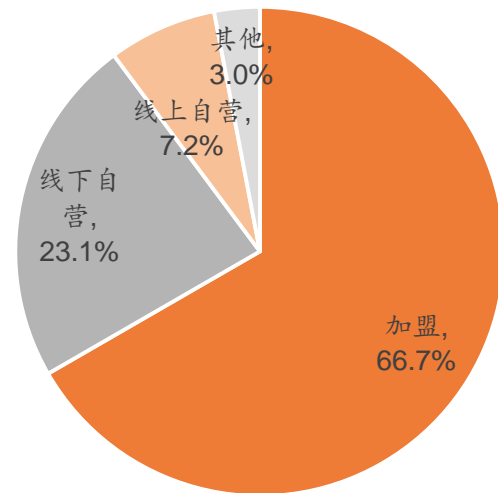
四、龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地

4.4 周大生：加盟模式占主导，主打镶嵌而非黄金饰品

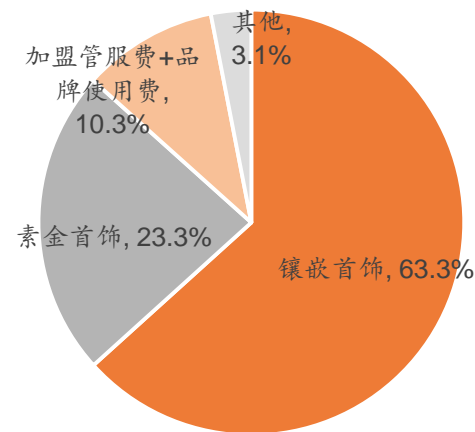
下沉市场加盟店快速增加，占据约1/3收入。周大生创立于1999年，公司经营历史较短但发展迅速。公司最新业绩快报显示，2019年营收54.39亿元、同比+11.7%，归母净利9.89亿元、同比+22.7%。至2019年，公司拥有自营店近300家、加盟店超3,700家，广泛分布于四川、河南、山东、河北等低线城市较多的地区。加盟店是公司主要收入来源，2018年公司营收约1/3来源于加盟店。

镶嵌饰品收入占比高。不同于大多数港资、内资老字号的品牌商，周大生主打镶嵌类首饰如钻石首饰等，素金类饰品收入不足1/4（2018年）。下沉市场钻石饰品渗透率提升空间大，公司有望形成品类上的竞争优势。

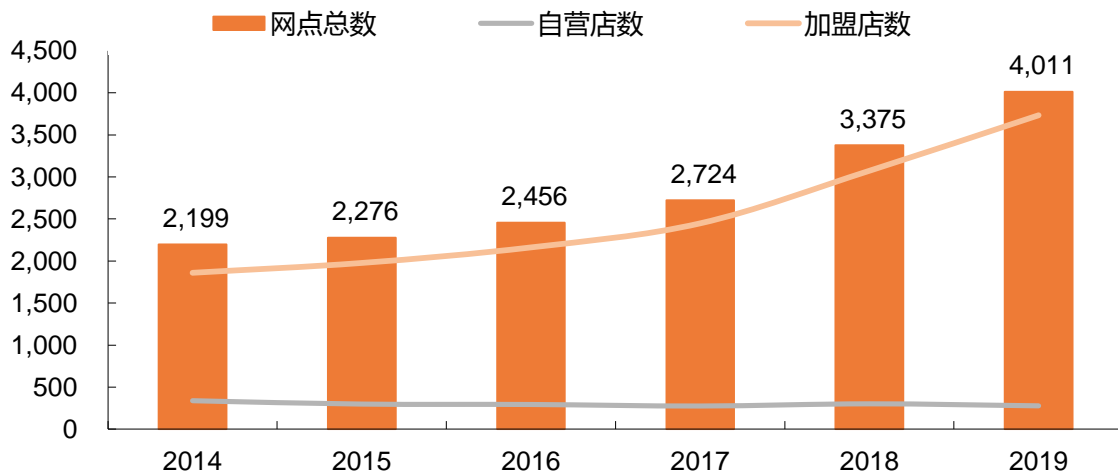
● 周大生加盟营收占主导（2018）



● 周大生镶嵌饰品收入占比高（2018）



● 周大生营业网点数&分类



数据来源：公司公告，平安证券研究所

Contents

- 01 黄金消费行业上游情况
- 02 黄金需求位于世界前列，金价长期上行趋势不改
- 03 金银珠宝行业短期受挫，然而长期积极因素仍存
- 04 龙头企业多为港资内资，下沉市场已成必争之地
- 05 下沉市场机遇明显，关注港资内资龙头



五、策略建议

- 1. 短期内行业外部环境并不乐观：**从短期看，我国宏观经济增速下行，叠加新冠病毒疫情对全球经济造成的严重冲击，都将影响居民的消费能力，行业增长动力不足。
- 2. 行业长期发展的积极因素仍在：**从长期看，我国经济发展稳中向好、居民消费能力持续提升，低线城市金银珠宝消费的潜力十足，行业发展动力仍在。
- 3. 港资、内资龙头企业更具优势：**港资、内资龙头企业在下沉市场知名度高、加盟/经销网点密布，或能在下沉市场占得先机，市场份额有望持续提升，建议关注周大福、周大生等。





六、风险提示

- 1. 宏观经济增速下行，消费环境持续低迷的风险：**黄金消费行业表现与宏观环境密切相关，若宏观增速持续下行，居民收入、消费水平持续下滑，则行业发展或受严重负面影响。
- 2. 行业竞争加剧的风险：**龙头企业在行业低迷期加速吸引外部加盟，以快速打开下沉市场，或导致行业竞争加剧，各企业盈利水平降低。
- 3. 国内疫情防控长期化的风险：**国内疫情虽逐渐平息，但外部输入风险日益明显，若外部输入导致疫情防控长期化，消费行为或再受抑制。
- 4. 黄金供给波动的风险：**近年来，全球黄金的供给基本平稳。但如果新冠疫情蔓延，黄金正常生产经营受冲击，全球黄金供给将出现较大的波动。

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。

谢谢阅读!

