

颜值时代下，珠宝多场景渗透率提升与线上直播打开新空间

——黄金珠宝行业深度报告

强于大市（维持）

日期：2020年09月01日

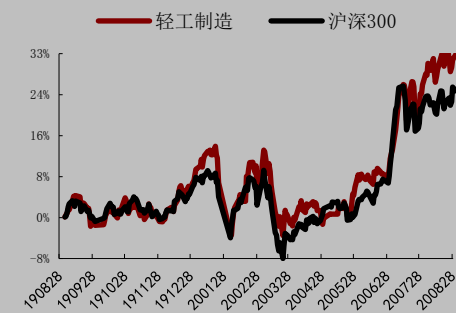
行业核心观点：

受益于金价上涨十年、消费升级等因素，我国黄金珠宝行业规模稳步上涨。①短期来看，由于疫情等因素被压抑的婚嫁刚需有望在下半年得到释放，利好黄金珠宝终端销售。②中长期来看，疫情加速行业整合，龙头受益。需求方面，价的角度，金价长期上行有望拉动黄金首饰销售；量的角度，钻石珠宝在婚嫁及日常生活场景渗透率的提升、线上直播带货的兴起有望拉动全行业增长。建议关注布局优质的黄金珠宝龙头企业。

投资要点：

- **规模：**我国黄金珠宝行业规模超7千亿，人均消费额逐步逼近发达国家。根据Euromonitor的数据，2019年中国大陆黄金珠宝市场总销售额达到7072.29亿元，2016-2019年CAGR达到4.86%。人均黄金珠宝消费额为73.37美元，与日本、英国的人均消费相接近，但仅有美国的1/3。未来随着居民人均可支配收入的提高和消费升级，我国人均黄金珠宝消费仍有上行空间。
- **格局：**黄金珠宝行业集中度低，疫情有望加速市场整合，龙头受益。2019年，我国黄金珠宝行业的CR10达到22.7%，集中度较低，且目前形成了港资、内资、外资三足鼎立的格局，周大福（7.1%）、老凤祥（6.9%）、老庙黄金（3.0%）、周生生（1.3%）、周大生（1.1%）市占率位列前五。短期疫情影响促进行业洗牌，利好龙头企业抢占更多市场份额；长期头部企业将凭借品牌、规模、渠道等优势实现份额的进一步集中。
- **精细珠宝：**短看延后性婚嫁刚需释放，长看金价上行+钻石多场景渗透率的提升。①**黄金首饰：**我国46%的黄金首饰销售来自于婚庆的刚需，32%的需求源于投资，14%的需求源于收藏。婚嫁方面，2019年“寡妇年”叠加2020年上半年疫情影响使得婚嫁被推迟，短期婚庆的刚性需求有望在下半年得到释放。投资保值方面，黄金有望开启新一轮量价齐升过程，同时兼具消费和投资属性的黄金饰品销售量会随价齐升。②**钻石珠宝：**钻石珠宝消费属性突出，七成消费来自礼物和婚嫁需求。婚嫁方面，近年来钻石在中国婚嫁市场中的渗透率快速提升（从1990年的接近0%显著提升至2017年的接近50%），对标美国、日本等发达国家，我国的钻石婚嫁渗透率还有望进一步提升。自购和送礼方面，颜值时代和悦己文化背景下，钻石镶嵌首饰的日常配饰化将会产生更高的购买频次。另外，中国的钻石消费还有很大一部分来自送礼市场（46%），钻石珠宝的礼品化还有进一步开拓的空间。分地区来看，钻石在我国一线城市的渗透率（70%）远高于二线（46%）和三四线城市（37%），三四线城市相对一线城市成熟的市场而言发展潜力更大。分消费群体来看，随着拥有更强消费力以及更偏爱钻石品类的年轻千禧一代步入适婚年龄，钻石消

轻工制造行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020年08月31日

相关研究

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话：15521202580
邮箱：liyings1@wlzq.com.cn

- **时尚珠宝：颜值时代到来，珠宝配饰日常化成为趋势。**根据 Euromonitor 的数据，中国时尚珠宝消费额从 2015 年的 801 亿元增长至 2019 年的 1045 亿元，CAGR 达到 6.87%，维持较快的增速，占整个黄金珠宝行业销售额的比例也从 2015 年的 13.19% 提升至 2019 年的 14.77%。中国时尚珠宝的销售市场仍处于成长阶段，颜值时代到来，时尚珠宝配饰将会像美妆类产品一样，在日常工作、休闲娱乐等多种日常消费场景消费中被需要，因而时尚珠宝的日常化有望成为趋势。
- **渠道：线下仍为销售主要渠道，线上电商直播打开行业新增长空间。**根据 Euromonitor 数据显示，2019 年，我国黄金珠宝 92.3% 的销售份额来源于线下，线下仍为主要销售渠道。但同时，近年来电商占比也在逐渐提高，并且疫情加速行业销售份额从线下往线上转移，预计到 2020 年，我国电商的销售份额将大幅提升至 21.4%。在直播风潮的大背景之下，各大黄金珠宝商纷纷布局线上直播，我们假设 2020-2022 年全网直播中黄金珠宝的占比为 3% 不变，则对应黄金珠宝直播规模 2020-2022 年分别为 347/585/856 亿元，进而推算黄金珠宝的直播将为整个黄金珠宝行业销售规模带来 6%/9%/13% 的增量。
- **风险因素：疫情反复风险、行业竞争加剧风险、金价急剧波动风险。**

目录

1、中国黄金珠宝行业规模超 7 千亿，人均消费额逐步逼近发达国家	5
2、行业集中度低，疫情有望加速市场整合	7
3、未来：短看婚嫁需求释放，长看颜值时代下珠宝多场景渗透率提升与线上渠道变革	11
3.1 精细珠宝：短看延后性婚嫁刚需释放，长看金价上行+钻石多场景渗透率提升	11
3.2 时尚珠宝：颜值时代到来，珠宝配饰日常化成为趋势	16
3.3 渠道：线下仍为销售主要渠道，线上电商直播打开行业新增长空间	18
4、投资建议	21
5、风险因素	21
图表 1：中国大陆黄金珠宝行业销售额及同比增速	5
图表 2：中国大陆黄金珠宝销售量及单价情况	5
图表 3：2019 年各国人均黄金珠宝消费额（美元/人）	6
图表 4：主要国家人均黄金珠宝销售额增速情况	6
图表 5：黄金珠宝行业子品类销售额及同比增速	6
图表 6：精细珠宝消费品类占比（%）	6
图表 7：世界主要国家/地区黄金珠宝行业 CR10（%）	7
图表 8：中国大陆黄金珠宝市场前十大品牌市占率情况（%）	8
图表 9：黄金珠宝产业链	9
图表 10：我国珠宝首饰及有关物品制造行业规模以上企业数量（家）	9
图表 11：我国黄金珠宝行业每年新增企业数量（家）	9
图表 12：限额以上黄金珠宝零售额及同比增速	12
图表 13：我国结婚登记数量和结婚率情况	12
图表 14：伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求	12
图表 15：近年来上海钻交所钻石交易总额及同比增长	13
图表 16：2017 年各国钻石消费量占比（%）	13
图表 17：中国、美国、日本钻石珠宝的消费场景结构	13
图表 18：中国、美国千禧一代的钻石珠宝消费场景结构	13
图表 19：中国、美国、日本钻石珠宝在婚嫁场景中的渗透率	14
图表 20：美国女性自购钻石的比例（非婚嫁）呈上升态势	14
图表 21：不同性别对颜值经济相关产品关注度（截至 2019 年 10 月）	14
图表 22：我国一二三线城市对钻石的需求比例	15
图表 23：中国钻石珠宝消费人群占比	15
图表 24：中国千禧一代和 Z 世代最想要的珠宝类型	15
图表 25：中国时尚珠宝销售额及同比增速	16
图表 26：近年来美国、英国、中国的时尚珠宝销售额占比	16
图表 27：潘多拉产品系列	17
图表 28：潘多拉毛利率、销售/一般及管理费用率、净利率	17
图表 29：潘多拉营收及同比增速	17
图表 30：潘多拉净利润及同比增速	17
图表 31：中国黄金珠宝行业各渠道占比	18
图表 32：中国、日本、美国、英国线上渠道占比	18
图表 33：2017-2022 年中国直播电商交易规模及增速	19

图表 34: 2020 年三大直播电商平台用户年龄结构.....	19
图表 35: Top100 主播带货前 5 大品类分布情况.....	19
图表 36: 2017-2022 年中国直播电商交易规模及增速.....	20
图表 37: 2020 年以来各大黄金珠宝商布局电商直播情况.....	20

万联证券

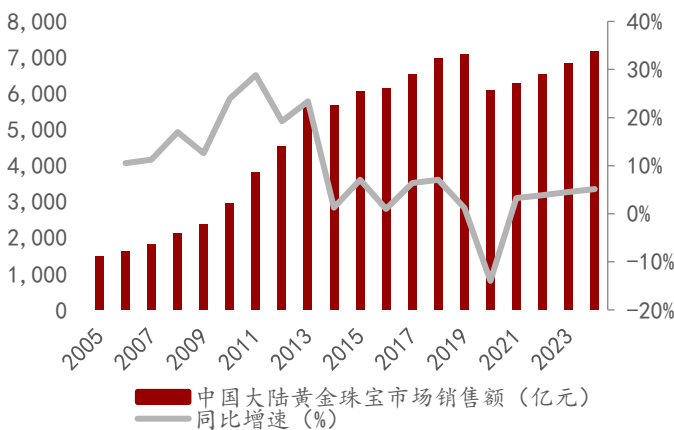
1、中国黄金珠宝行业规模超 7 千亿，人均消费额逐步逼近发达国家

国家

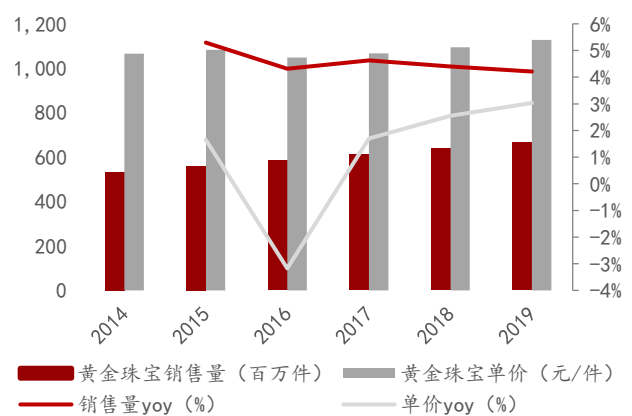
中国黄金珠宝销售市场稳步扩大，量价齐升推动 2019 年销售额超 7 千亿。2002 年，上海黄金交易所成立，2003 年，以贵金属制品市场全面开放为标志，行业进入快速发展期。此后十年时间里，得益于黄金私有流通的放开和金价一路飙升，中国黄金珠宝市场一直保持着高速增长。2013 年，金价从高位急速下跌，中国大妈掀起“抢金潮”，但随后 2014 年金价继续下跌，挫伤了买金积极性。此后几年金价震荡以及中国经济增速放缓，使得市场逐步回归理性。根据 Euromonitor 的数据，2019 年中国大陆黄金珠宝市场总销售额达到 7072.29 亿元，2016-2019 年 CAGR 达到 4.86%，主要是销售量（从 5.85 亿件到 6.66 亿件）和黄金珠宝单价（从 1049 元/件到 1127 元/件）双双提升所致。由于 2020 年上半年疫情的影响，Euromonitor 预计全年的黄金珠宝销售额将同比下滑 13.97%至 6084.77 亿元，但未来几年中国大陆黄金珠宝市场的销售增速将逐渐恢复到 3-5%的水平。

人均黄金珠宝消费额快速增长，逐渐逼近发达国家水平。2019 年中国大陆黄金珠宝人均消费额为 73.37 美元，与日本、英国的人均消费相接近，但与美国的 222.07 美元相比，中国大陆人均黄金珠宝消费水平仅有美国的 1/3。2010-2019 年中国大陆黄金珠宝人均消费额 CAGR 为 9.63%，远高于英国的 3.77%、美国的 3.72%、日本 1.62%、法国的-2.11%，主要是近年来受益于中国经济增长与居民人均可支配收入的提高，中国的人均黄金珠宝消费相较于发达国家有较快速度的增长，并一步步逼近发达国家水平，未来随着销售总额的稳步提升，我国人均黄金珠宝消费仍有上行空间。

图表1：中国大陆黄金珠宝行业销售额及同比增速



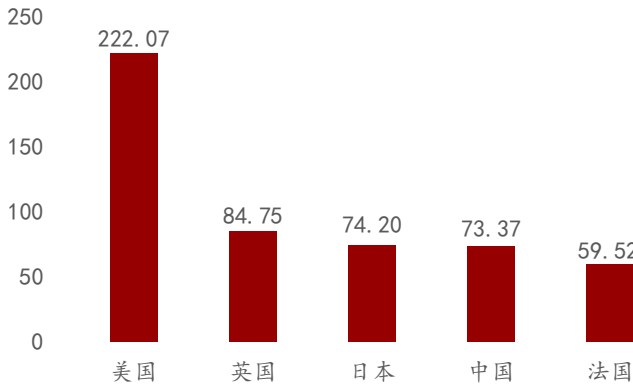
图表2：中国大陆黄金珠宝销售量及单价情况



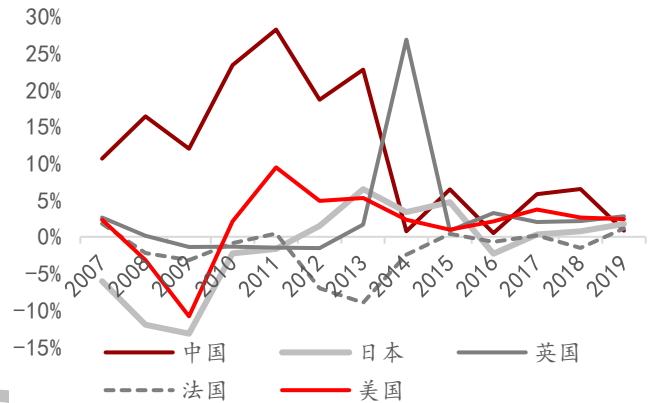
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源：Wind、国家统计局、万联证券研究所整理

图表3: 2019年各国人均黄金珠宝消费额 (美元/人)



图表4: 主要国家人均黄金珠宝销售额增速情况

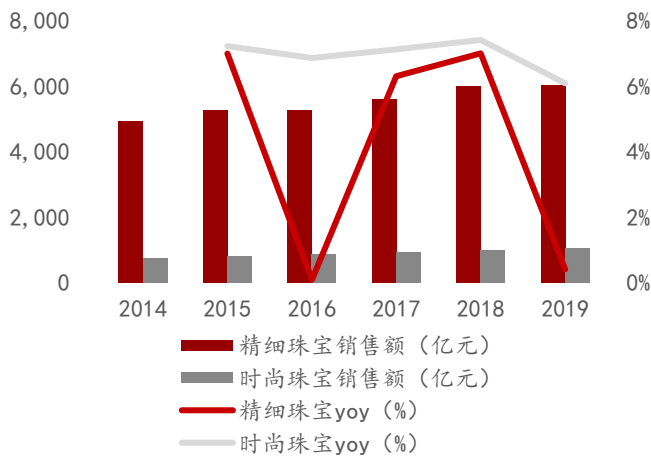


资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

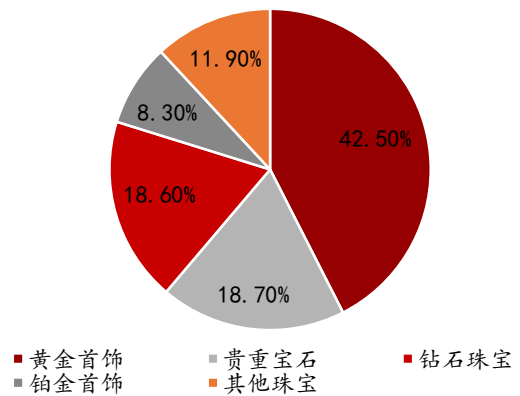
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

精细珠宝贡献主要黄金珠宝市场销售份额,时尚珠宝则保持较高的增速。2019年我国精细珠宝(素金、宝石等)销售额达到6028亿元,占整个黄金珠宝市场销售的比例为85.23%,2014-2019年销售额CAGR达到4.12%。在精细珠宝消费中,黄金首饰的占比最高,达到42.50%,贵重宝石、钻石珠宝、铂金首饰、其他珠宝分别以18.70%/18.60%/8.30%/11.90%紧随其后。时尚珠宝(人造水晶、镀银、合金等)方面,2019年时尚珠宝销售额达到1045亿元,占比为14.77%,2014-2019年销售额CAGR达到6.94%,较精细珠宝的增速高2.83pct,且每年增速均在6%以上。

图表5: 黄金珠宝行业子品类销售额及同比增速



图表6: 精细珠宝消费品类占比 (%)



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源: IBIS WORLD、万联证券研究所整理

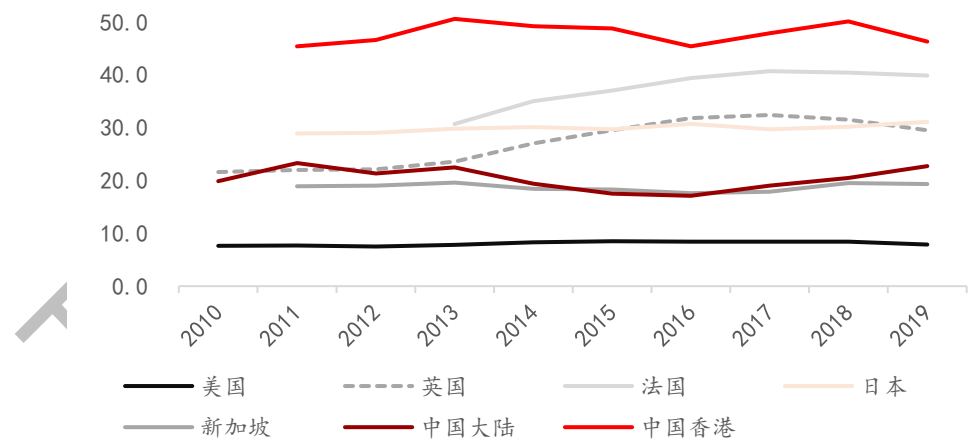
注: 精细珠宝指黄金、铂金、纯银、K金、钻石、宝石等具有保值属性的贵重珠宝;时尚珠宝指非贵金属、镀银制品、次宝石、塑料等饰品。

2、行业集中度低，疫情有望加速市场整合

➤ 全球：黄金珠宝行业竞争激烈，集中度普遍偏低且提升多遇瓶颈

根据Euromonitor的数据显示，黄金珠宝行业集中度低是全球各国、各地区市场均面临的普遍问题，2019年，世界主要国家、地区包括美国、英国、法国、日本、新加坡、中国（大陆）在黄金珠宝行业的CR10分别为7.9%/29.5%/39.9%/31.1%/19.3%/22.7%，仅中国香港市场集中度较高（46.3%，主要是因为国人传统习俗偏爱黄金、香港本土品牌认可度高、部分国人倾向于去香港购买黄金等因素），且这十年间仅有英国、法国的集中度有较为明显的提升（分别提升7.9pct/9.2pct），而其余国家集中度均无明显提升，可见行业集中度提升有一定的阻力。

图表7：世界主要国家/地区黄金珠宝行业CR10（%）



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

➤ 中国：市场集中度较低，但近几年来有所提升

中国黄金珠宝市场集中度低，属于竞争型市场。2019年，我国黄金珠宝行业CR5/CR10分别为19.4%/22.7%，较2010年分别提升了3.3pct/2.8pct，尤其是2016-2019年，CR5/CR10逐年提升，其中，周大福、老凤祥、老庙黄金、周大生、卡地亚提升较多的份额。2019年CR8达到21.7%，远低于40%，属于竞争型市场。

由于黄金自古以来在中国深得消费者喜爱，因而产品结构符合消费者偏好、具有渠道和供应链优势的港资、内资大品牌占据了我国黄金珠宝市场前十大品牌的大半壁江山。我国黄金珠宝行业中市占率前十的品牌分别为周大福（7.1%）、老凤祥（6.9%）、老庙黄金（3.0%）、周生生（1.3%）、周大生（1.1%）、卡地亚（1.0%）、六福（0.7%）、明牌珠宝（0.6%）、Tiffany（0.5%）、施华洛世奇（0.5%），其中，以周大福、周生生、六福为代表的港资品牌，以及以老庙黄金、周大生、明牌珠宝为代表的内资品牌定位中高端，产品以黄金、镶嵌钻石品类为主导；而以Tiffany、Cartier为代表的外资品牌则定位高端，产品以K金、镶嵌钻石为主导，另外还有施华洛世奇、潘多拉为代表的外资品牌产品以镀银合金、人造水晶为主。

图表8：中国大陆黄金珠宝市场前十大品牌市占率情况（%）

排名	品牌名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	周大福	6.8	8.4	6.4	7.2	6.1	5.1	5.2	6.0	6.5	7.1
2	老凤祥	4.5	5.4	5.4	5.7	5.5	5.3	5.1	5.7	6.0	6.9
3	老庙黄金	3.1	3.8	3.8	3.9	2.9	2.6	2.2	2.2	2.4	3.0
4	周生生	0.9	1.1	1.2	1.3	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
5	周大生	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
6	卡地亚	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.7	0.7	0.9	1.0
7	六福	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7
8	明牌珠宝	1.6	1.8	1.7	1.8	1.4	1.0	0.6	0.7	0.7	0.6
9	Tiffany	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
10	施华洛世奇	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
	CR5	16.1	19.4	17.5	18.8	16.2	14.8	14.3	15.9	17.1	19.4
	CR10	19.9	23.3	21.3	22.5	19.4	17.5	17.1	19.0	20.5	22.7

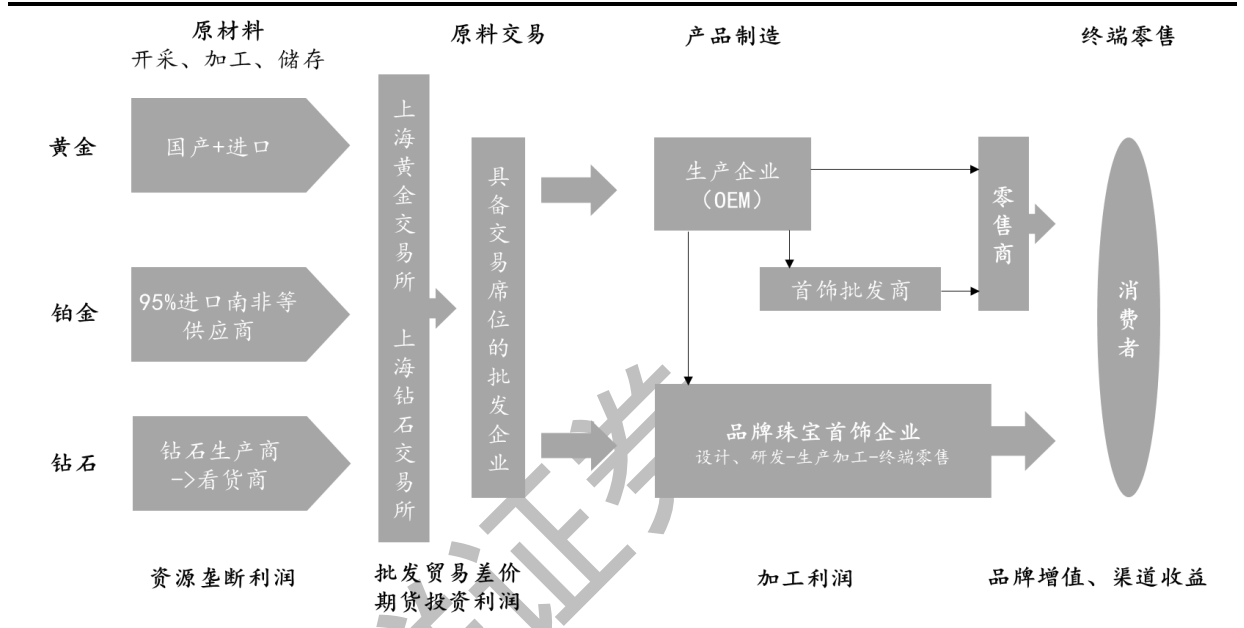
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

➤ 造成黄金珠宝行业集中度低的原因，可以运用波特五力模型进行以下分析：

1) 对供应商议价能力：珠宝销售商对供应商几乎没有议价能力，供应商盈利水平在整条产业链中最高

黄金珠宝行业上游供应商是黄金、铂金、钻石的生产商。①黄金方面，黄金开采商较多，以我国的黄金市场为例，原料获得途径包括国产和进口，国产的代表开采企业包括金、紫金矿业、山东黄金和招金集团等，但黄金价格公开，黄金的供应商几乎没有定价权，而黄金首饰零售商也是通过上海黄金交易所进行交易，价格统一。而金价通常会跟国际形势、美元走势、各国央行的措施、供需关系等等因素有关，金价的急涨和急跌通常会抑制终端零售。②钻石方面，钻石开采市场被全球钻石供应商De Beers、ALROSA、Rio Tinto、Petra等垄断，2018年，钻石生产开采行业内的前9家公司市占率高达73%，几乎垄断了整个行业，享有较高的定价权。根据贝恩的数据，钻石开采商享有整个产业链最高的经营利润率（平均19%-21%）；切割加工商几乎没有任何议价权，经营利润率平均为-3%-2%，加工商与约占整个销售市场65%份额的小型零售商平均经营利润率为2%-4%，而占整个销售市场35%左右的大型零售、品牌商则因其品牌溢价享有相对较高的经营利润率（平均8-10%），产业链各环节的经营利润率则呈现“微笑曲线”态势。

图表9：黄金珠宝产业链

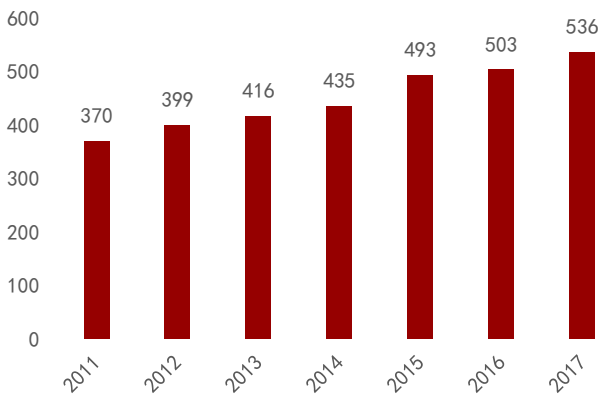


资料来源：周大生招股说明书、万联证券研究所整理

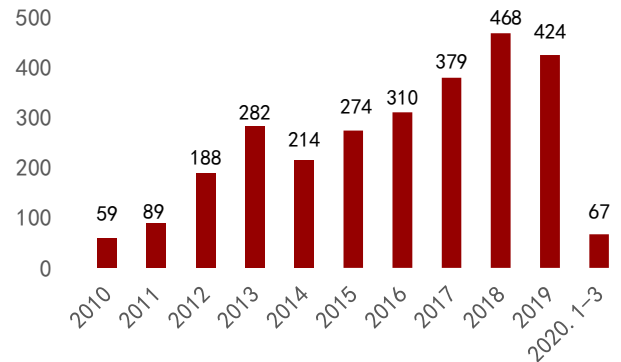
2) 同业竞争：同业之间竞争激烈，规模以上珠宝企业超过500家

黄金珠宝的销售市场参与者众多，根据中前瞻产业研究院的数据显示，2011-2017年，我国珠宝首饰及有关物品制造行业规模以上企业数量从370家上升到536家，年复合增长率达到6.37%，业内竞争激烈。1993-2003年间，港资品牌周生生、周大福进入内地市场，随后Tiffany也进入中国市场。2003年贵金属制品市场全面开放，此后有大量的品牌企业涌现，不断有外资珠宝品牌入场和本土小众品牌诞生，加剧了我国黄金珠宝行业的竞争。

图表10：我国珠宝首饰及有关物品制造行业规模以上企业数量（家）



图表11：我国黄金珠宝行业每年新增企业数量（家）



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所整理

资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所整理

3) 潜在进入者：行业进入门槛降低，新入局者源源不断

①**新兴小众品牌的诞生与外资品牌进入**：根据中国产业信息网的数据显示，中国黄金珠宝企业每年都在新增，反应行业不断有新的企业入局。2003年贵金属制品市场全面开放以后外资和港资珠宝品牌涌入中国大陆市场，而近期也有不少新兴的小众珠宝品牌获得消费者的青睐，例如打着“男士一生仅能定制一枚”广告标语的DR钻戒。②**原料生产商往下游布局延伸**：部分原料生产商也向产业链下游布局，集生产与销售一体，如De Beers。③**产业集群化拉低进入门槛**：随着珠宝行业发展进入逐渐成熟阶段，区域珠宝首饰市场呈现集群化特征。例如深圳罗湖水贝产出全国珠宝行业的70%产量，可供中小珠宝商进行成品批发。这种集群化的现象出现使得中小珠宝商可以不必具备生产的技术以及承担原料存储成本，进而拉低行业的进入门槛。

4) 替代品威胁：人造钻石和其他奢侈品成为威胁者

①**人造钻石**：对于钻石镶嵌首饰而言，最大的替代品威胁就是人造钻石。人造钻石价格低廉，并且和天然钻石相比有着非常相似的外观，越来越受到年轻消费人群的青睐，也有更多的钻石生产商开始开辟人造钻石业务，如全球最大的钻石供应商De Beer在2018年就宣布开始销售人造钻石。②**其他奢侈品**：对于黄金珠宝等贵重的首饰而言，其他奢侈品如名表等，也是其替代品之一。

5) 对客户议价能力：知名珠宝商拥有一定的品牌溢价

①**黄金珠宝拥有送礼属性，可被人赋予情感价值**：黄金珠宝送礼属性强，男士在为女士挑选礼物时，也会从品牌和价位等方面考虑，因而也会更愿意为品牌付出一定的溢价。②**黄金钻石珠宝等贵重首饰需要有一定知名度的品牌为其真实性担保**：由于消费者注重黄金珠宝等贵重物品的真实度，而知名品牌商在品质方面相对更有保障，因而消费者也愿意为在知名品牌商购买货真价实的珠宝而付出一定的品牌溢价。

➤ 短期疫情影响促使行业洗牌，长期行业份额将向头部集中

①**短期**：疫情影响促进行业洗牌，利好龙头企业抢占更多市场份额。2020年Q1，由于疫情的影响，黄金珠宝企业线下渠道受到严重打击，部分中小企业由于无法承担经营压力，采取撤店甚至关停等措施。在此趋势下，大量商铺空出，租金成本下降。龙头企业由于拥有强大的资源能力应对疫情冲击，在此情境下适时加入，能够抢占更多的终端铺位，从而以较低成本继续扩展线下渠道，抢占更多的市场份额。

②**长期**：头部企业将凭借品牌、规模、渠道等优势实现份额的进一步集中。除了上述的消费者更倾向于在知名品牌商采购黄金珠宝等贵重饰品以获得真实性保障之外，规模和渠道也是头部企业集中份额的法宝。**外延**：近年来，珠宝行业有不少兼并收购的例子，例如周大生受让 I DO 母公司恒信玺利 16.6% 的股权；LVMH 继收购宝格丽之后，又收购顶级珠宝品牌 Tiffany，珠宝企业或资本巨头通过不断地合并珠宝品牌资源而在此领域做大做强，实现份额的提升。**内生**：珠宝品牌还可以通过不断展店抢占渠道终端，门店的快速铺开不仅可以建立起品牌，也可以获得更多的终端客流，实现公司收入的快速增长。

3、未来：短看婚嫁需求释放，长看颜值时代下珠宝多场景渗透率提升与线上渠道变革

3.1 精细珠宝：短看延后性婚嫁刚需释放，长看金价上行+钻石多场景渗透率提升

➢ 黄金首饰：消费与投资属性并存，中长期金价上涨均推高黄金饰品需求

近半数黄金首饰消费源于婚庆需求，其次是投资和收藏的需求。黄金首饰不同于普通商品，具有消费和投资的双重属性。根据智研咨询的数据，我国46%的黄金首饰销售来自于婚庆的刚需，主要由于中国人的传统习俗是结婚必备“三金”（金项链、金戒指、金耳环），有32%的需求源于投资，14%的需求源于收藏。

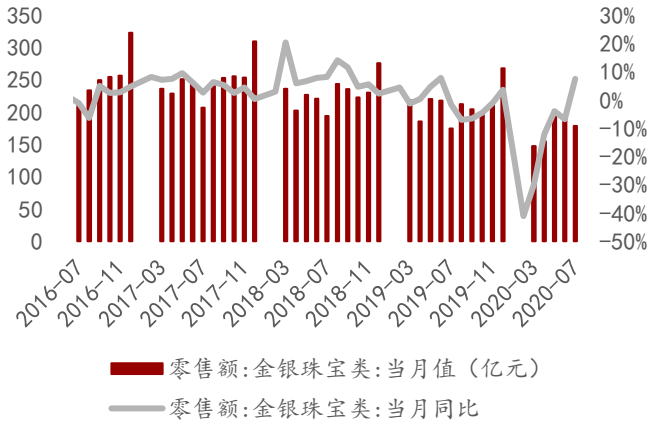
①婚嫁：短期来看，2019年“寡妇年”叠加2020年上半年疫情影响使得婚嫁被推迟，因而婚庆的刚性需求有望在2020年下半年得到释放。“寡妇年”即为“哑年”，也就是当年的农历气节里没有“立春”，民间迷信认为不宜婚嫁，因而2019年有一部分的婚嫁需求有望在2020年得到延后的释放。而2020年一季度由于国内疫情影响严重，不少地区号召不聚集，致使婚宴喜事被延后。随着疫情得到控制，2020年上半年以及2019年的一部分婚庆刚需有望在2020年下半年得到集中释放，短期内预计将对黄金珠宝的销售起到推动作用。根据国家统计局的数据，我国限额以上黄金珠宝零售额同比增速已从2020年1-2月的-41%提升至7月的+7.5%。长期来看，结婚率下降对黄金饰品的销售造成一定影响。近年来结婚率从2013年的9.92%一路下滑至2018年的7.3%，结婚登记人数2014-2018年也连续5年出现同比下滑现象。伴随着千禧一代独生子女政策的不利影响以及当下年轻人结婚意识的改变，未来结婚人数的持续走低将对黄金首饰的销售造成一定冲击。

②投资保值：当金价上涨成为一致预期时，同时兼具消费和投资属性的黄金饰品销售量会随价齐升，并有望对冲掉结婚率下降导致销量下滑的不利影响。我们统计了2000年伦敦现货黄金的价格和中国黄金珠宝首饰消费需求的关系，发现在2003-2012年金价上涨的十年期间，中国黄金珠宝首饰消费需求一直稳增，我们认为不仅是由于在该区间范围内中国结婚人数持续走高，还因为大家形成了对金价上涨的一致预期，进而在“消费+投资”需求共同作用下促进了黄金饰品的销售。剔除掉2013年“中国大妈抄底黄金”的异常事件，2013-2015年金价走入震荡下行通道时，并且中国结婚登记数量在这段时间开始走下坡路，中国黄金珠宝首饰消费需求随之下降。然而值得注意的是，在2016-2018年间，金价在区间内震荡，并且伴随着中国结婚率进一步下探，黄金首饰的需求量却进一步下滑，说明此区间内人们形成了金价底部已构筑的预期，以黄金饰品作为保值和投资的消费对冲了部分因结婚率下降导致的销量下滑影响。2019年，由于全球经济不景气，各国央行纷纷购买黄金储备避险和对冲，叠加其他因素，使得全球金价急速上升，而在金价急涨的情况下，人们因为担心其短期内回调，而选择偏向保守，外加中国婚姻登记率下行以及2019年“寡妇年”的影响，当年黄金珠宝首饰需求量下跌。

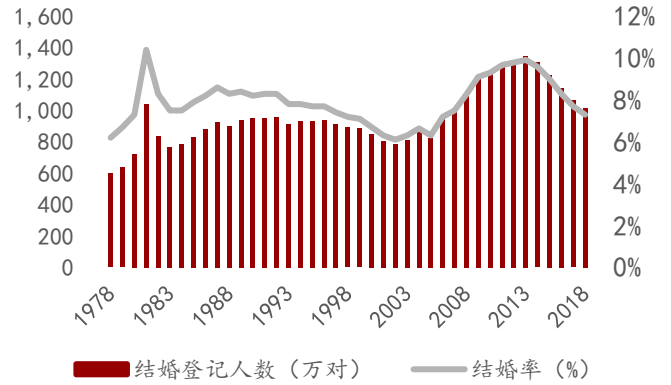
未来：为应对经济下行各国央行采取货币宽松政策+美元指数走弱+中美摩擦升级风险，黄金有望开启新一轮量价齐升过程。2020年年初，全球疫情严峻给原本不景气的经济雪上加霜，各国央行纷纷采取货币宽松的政策，黄金作为抗贬值和通胀的工具受到资本的追捧，伦敦黄金现货价格从2020年初的1528美元/盎司一路震荡上扬，至今

已突破2000美元大关。并且近期由于中美摩擦有升级的倾向，人们避险情绪上升，金价上涨在未来一段时间内有望形成一致预期，进而使得黄金饰品开启新一轮的量价齐升过程。

图表12：限额以上黄金珠宝零售额及同比增速



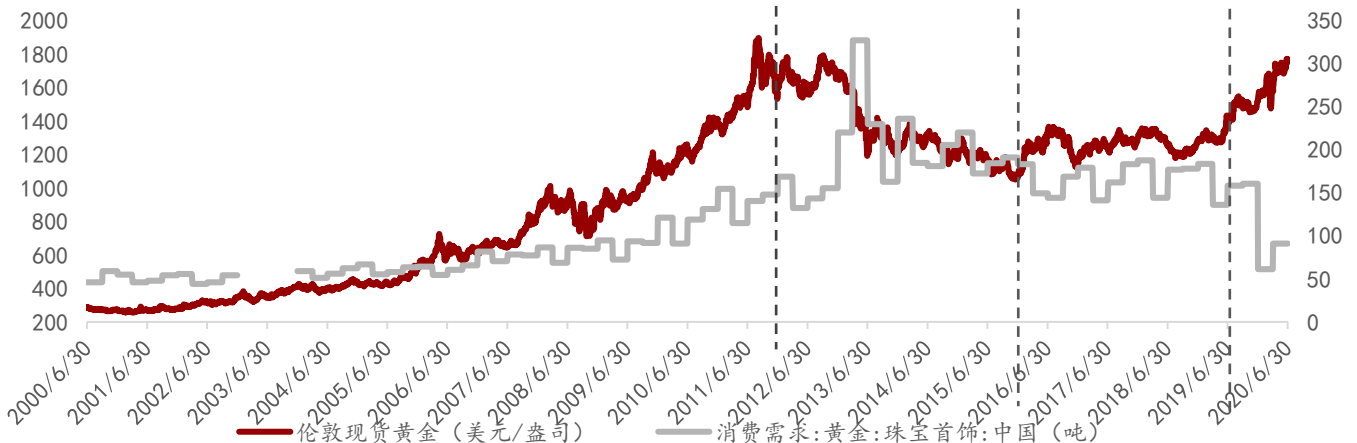
图表13：我国结婚登记数量和结婚率情况



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表14：伦敦现货黄金价格vs中国黄金珠宝首饰消费需求



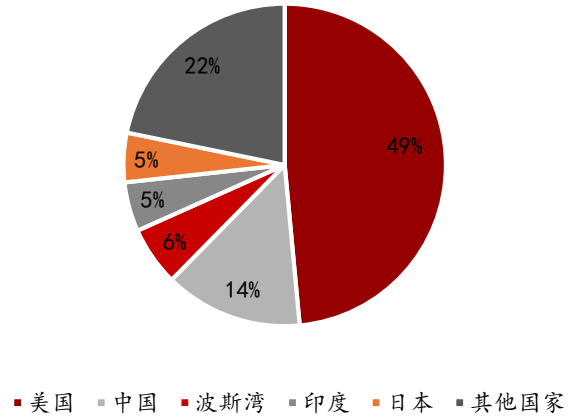
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

► 钻石珠宝：婚嫁场景渗透率的提升与自购场景复购率的提升将驱动钻石消费

近年来中国钻石交易总额呈增长态势，中国钻石消费量仅次于美国。根据上海钻交所的数据，中国钻石交易总额从2015年的41.44亿美元提升至2018年的57.84亿美元，CAGR达到11.76%，交易额总体在稳步增长。根据De Beers的数据，2017年中国钻石消费量占比为14%，仅次于美国。随着年轻的千禧一代逐渐步入婚嫁年龄，婚嫁理念中的“钻石代表永恒”的意识将持续刺激钻石消费市场，未来钻石市场的消费规模将会受益于新消费群体基数的扩大而不断增长。

图表15: 近年来上海钻交所钻石交易总额及同比增长

图表16: 2017年各国钻石消费量占比(%)



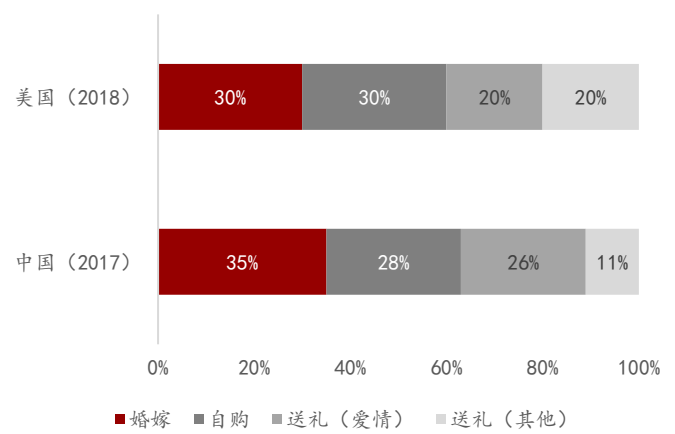
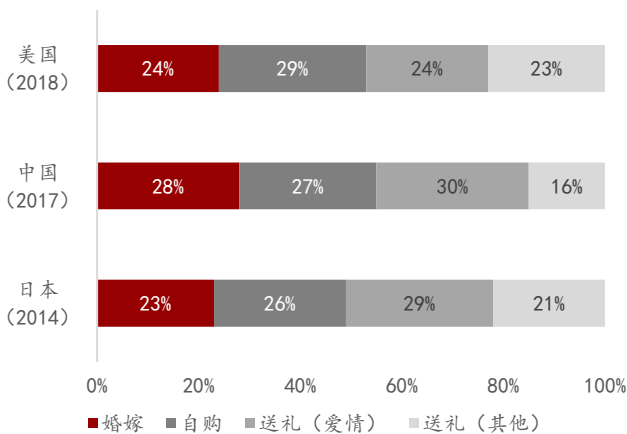
资料来源: Wind、万联证券研究所整理

资料来源: De Beers、万联证券研究所整理

钻石珠宝消费属性突出,七成消费来自礼物和婚嫁需求。根据 De Beers 的数据,2017年,购买钻石的中国人中有 28%是用于婚嫁场景,高于美国(24%,2018年)和日本(23%,2014年),用于非婚嫁场景的有 72%,其中,送礼、自购的占比分别为 46%/27%,低于美国(47%/29%)和日本(50%/26%)。

图表17: 中国、美国、日本钻石珠宝的消费场景结构

图表18: 中国、美国千禧一代的钻石珠宝消费场景结构



资料来源: De Beers、万联证券研究所整理

资料来源: De Beers、万联证券研究所整理

未来我国钻石消费的驱动因素:

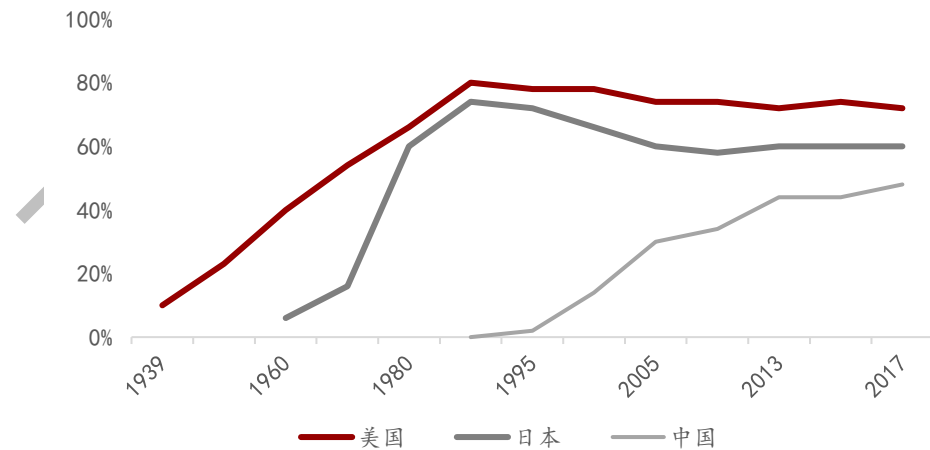
①婚嫁: 近年来钻石在中国婚嫁市场中的渗透率快速提升,但对比美国和日本还较低。20世纪90年代,随着外资和港资珠宝品牌进入中国大陆市场,随着“钻石恒久远,一颗永流传”的广告词从香港进入中国,掀起了一轮钻石消费热潮。慢慢的钻石珠宝开始越来越频繁地出现在中国人的订婚和结婚场景中。根据 De Beers 的数据,中国钻石珠宝在婚嫁场景中的渗透率从1990年的接近0%显著提升至2017年的接近50%,显示2017年时,有将近一半情侣在结婚/订婚中会送钻石首饰。但对比美国和日本,

在 2017 年的渗透率有约 75%和 60%，钻石在我国婚嫁场景中的渗透率还较低。因而尽管近年来我国婚嫁率持续走低，但未来钻石在我国婚嫁场景中渗透率的持续提升将有望继续弥补婚嫁率走低的消极影响。

②自购和送礼：根据 De Beers 的数据显示，2005-2015 年期间，美国女性自购钻石的比例（非婚嫁用）从 23%提升到 33%，而随着我国女性购买珠宝奖励自己、取悦自己的观念的深入，未来预计自购钻石珠宝的比例将会提升，并且钻石镶嵌首饰的日常配饰化将会产生更高的购买频次，从而在量上促进钻石消费。另外，中国的钻石消费还有很大一部分来自送礼市场（46%），钻石首饰用于送礼即就被赋予了情感属性，送礼者通过用贵重的钻石向接受者表达自己的心意以及表达对接受者的爱意或是敬意等。

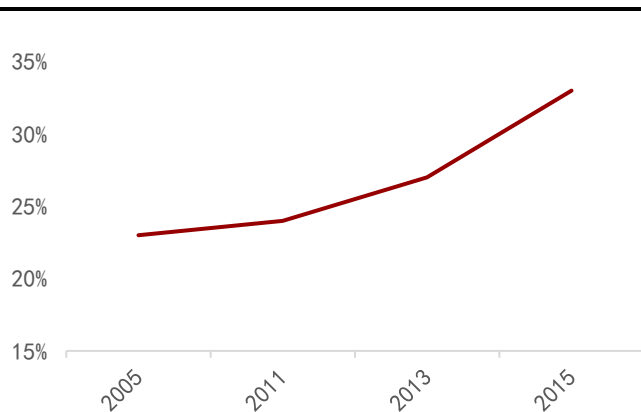
根据 QuestMobile 的数据，不论从男性视角还是女性视角，前十大产品关注度中都有黄金珠宝类的产品，比如彩宝、铂金分别位列男性关注产品第 4 和第 10 名；珍珠、钻石和翡翠则分别位列女性关注产品的第 4、第 9 和第 10 名。

图表19：中国、美国、日本钻石珠宝在婚嫁场景中的渗透率



资料来源：De Beers、万联证券研究所整理

图表20：美国女性自购钻石的比例（非婚嫁）呈上升趋势



资料来源：De Beers、万联证券研究所整理

图表21：不同性别对颜值经济相关产品关注度（截至2019年10月）

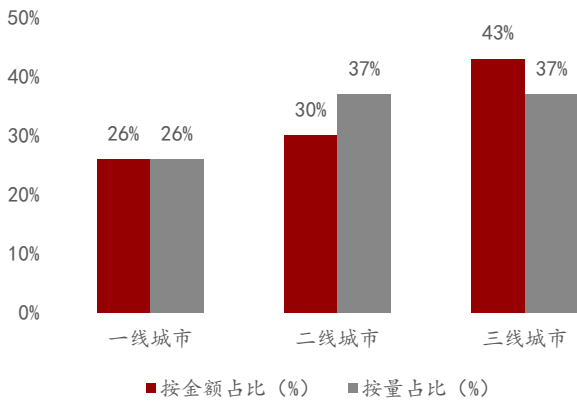
男性		女性	
1	体育用品	1	家装建材
2	厨房用具	2	女装
3	冰上运动	3	发饰
4	彩宝	4	珍珠
5	卧室家具	5	客厅家具
6	灯具	6	奶粉
7	书房家具	7	男装
8	家纺	8	童装
9	国货	9	钻石
10	铂金	10	翡翠

资料来源：QuestMobile Growth 用户画像标签数据库、万联证券研究所整理

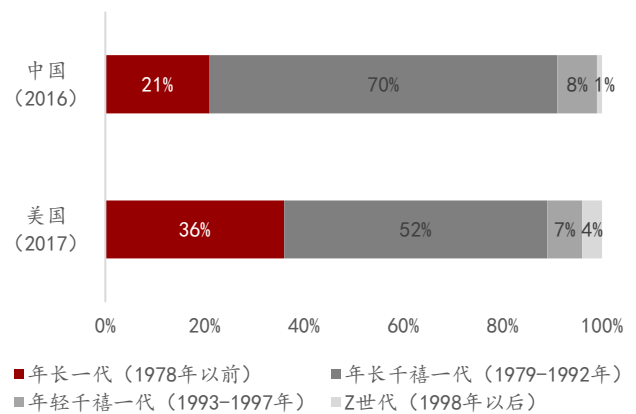
③地区：三四线城市的钻石渗透率有较大提升空间。根据前瞻产业研究院的数据，钻石在我国一线城市的渗透率为70%，远高于二线城市（46%）和三四线城市（37%）。由于一二线城市的钻石消费市场较为成熟，因而未来三四线城市的钻石市场更有发展潜力。根据 De Beers 的数据，按金额来算，三线城市的钻石需求为43%，远超一二线城市，预计未来三四线城市的钻石渗透率提升将成为我国钻石珠宝消费的一大重要驱动因素。

④消费主力军：年轻千禧一代更偏爱钻石品类。随着年轻千禧一代步入适婚年龄，拥有更强消费力以及更偏爱钻石品类（48%的年轻千禧一代最想要钻石品类，这个比例高于年长千禧一代的43%）的年轻千禧一代将成为中国钻石消费的主力军，进一步拉动钻石的消费市场。

图表22：我国一二三线城市对钻石的需求比例



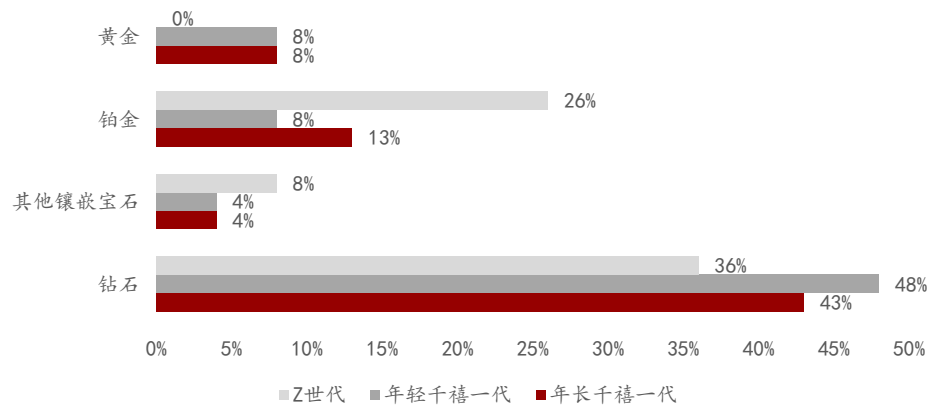
图表23：中国钻石珠宝消费人群占比



资料来源：De Beers、万联证券研究所整理

资料来源：De Beers、万联证券研究所整理

图表24：中国千禧一代和Z世代最想要的珠宝类型

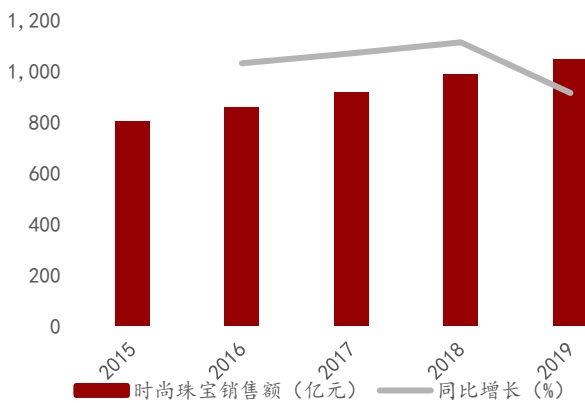


资料来源：De Beers、万联证券研究所整理

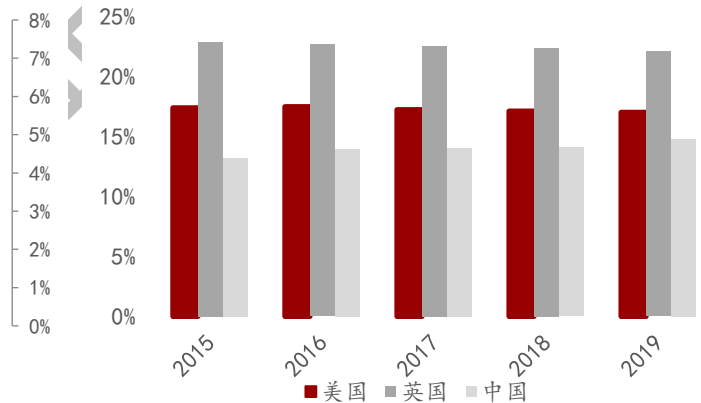
3.2 时尚珠宝：颜值时代到来，珠宝配饰日常化成为趋势

中国时尚珠宝领域方兴未艾，未来随着颜值经济的盛行，时尚珠宝的消费市场有望随着日常配饰的兴起而打开空间。根据Euromonitor的数据，中国时尚珠宝消费额从2015年的801亿元增长至2019年的1045亿元，CAGR达到6.87%，维持较快的增速，占整个黄金珠宝行业销售额的比例也从2015年的13.19%提升至2019年的14.77%。对标欧美，近年来美国和英国的时尚珠宝在整个黄金珠宝行业的销售占比大约为17%和22%，中国时尚珠宝的销售市场仍处于成长阶段，未来随着国内颜值时代到来，更多的女性开始注重自己的外在形象，时尚珠宝配饰将会像美妆类产品一样，受到越来越多年轻女性的青睐，并且更换的频次因其低客单价、时尚潮流、多场景消费的特点而提升；另外受消费趋势影响，男性也逐步步入时尚珠宝领域的消费，我国时尚珠宝的消费市场将随着日常配饰的兴起而打开空间。

图表25：中国时尚珠宝销售额及同比增速



图表26：近年来美国、英国、中国的时尚珠宝销售额占比



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

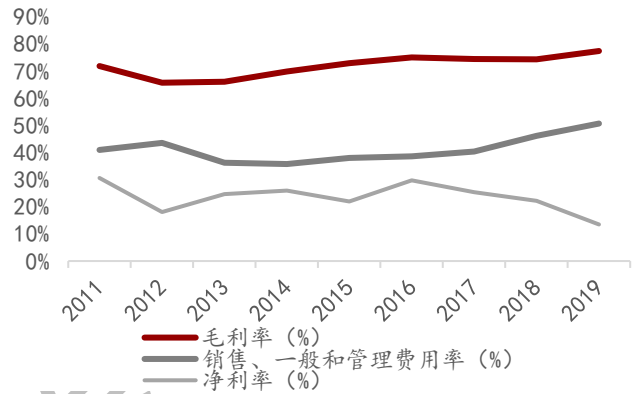
时尚珠宝低客单价、快时尚、高迭代。谈及时尚珠宝，最典型的两个例子就是施华洛世奇和潘多拉。施华洛世奇源自奥地利，产品涵盖项链、手链、耳环等，材质以镀银、镀金、镀铑以及合金为主，配上人造水晶吊坠，价格区间从几百到上千不等。潘多拉则源自丹麦，产品主打串饰手链，同时也有涉猎项链、戒指等领域，材质多以银制品、合金为主，价格区间也是在几百到几千不等。相比起重奢的黄金钻石珠宝，以施华洛世奇和潘多拉为代表的时尚珠宝偏向于轻奢，并且不同于黄金钻石在婚嫁场景中的高渗透率，时尚珠宝主攻的是女性的日常工作、休闲等多种日常消费场景，多场景消费决定了时尚珠宝拥有更高频的购买次数和对产品设计款式更快的更新迭代，以潘多拉为例，一年上新7次，产品更新之快堪比珠宝界的Zara。

高毛利率的背后是企业注重营销。以潘多拉为例，近年来毛利率维持在75%左右，净利率维持在20%左右，而销售、一般及管理费用率则高达40-50%。潘多拉完美地把营销策略和产品策略结合在一起，将一颗珠子卖到一两百到上千不等，让客户从心理上更好地接受单次购物的价格，实则一串有几个十几个珠子的手链加起来可以卖到上千，只是相当于让客户“分期付款”。同时，潘多拉配合营销策略，讲好品牌和产品故事，每颗珠子代表不同的值得纪念的时刻，让普通的珠子显得更有灵气。另外，潘多拉与多位明星合作，在Twitter、Instagram、Facebook、微信朋友圈等社交网站上推广新品。

图表27: 潘多拉产品系列



图表28: 潘多拉毛利率、销售/一般及管理费用率、净利率



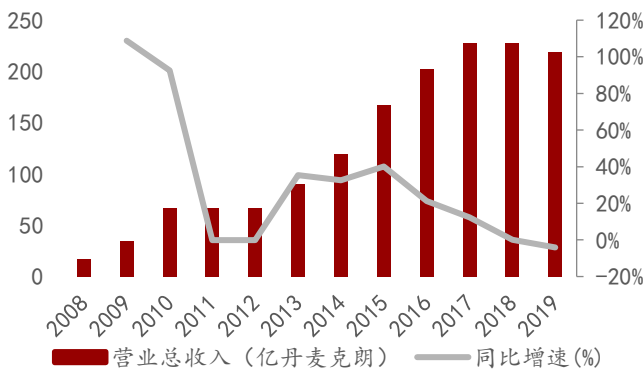
资料来源: 潘多拉官网、万联证券研究所整理

资料来源: Capital IQ、万联证券研究所整理

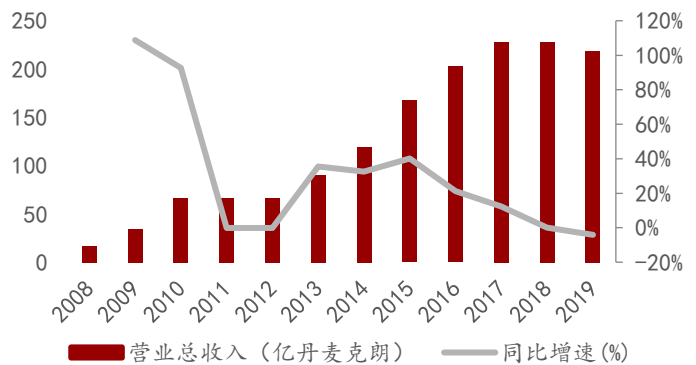
然而时尚珠宝领域进入壁垒低, 面临一定的劣币驱逐良币的风险。时尚珠宝的材质大多是不具有保值属性的合金和镀银镀铑、玻璃塑料、人造水晶等, 由于原材料价格低廉且容易加工, 行业进入壁垒很低, 且产品设计相当容易被抄袭。当消费者自购时尚珠宝时, 面对同样材质、同样设计的饰品, 容易被更低的价格所吸引, 因而时尚珠宝行业在快速发展的同时也面临着“劣币驱逐良币”的局面。以潘多拉为例, 其核心产品为镀银合金、珐琅做的串珠, 而近年来不仅面临着被直接抄袭的困境, 同时当周大福、周生生、六福珠宝等精细珠宝品牌也竞相推出黄金串珠时, 潘多拉的市场被严重挤压, 导致收入在2018年开始停滞甚至到2019年开始倒退, 而净利润则出现大幅下滑态势。

反观精细珠宝领域, 进入壁垒较高, 且其消费群体具有一定的品牌依赖性。精细珠宝的应用场景大部分为送礼和婚嫁场景, 在这些情况下精细珠宝被赋予了感情属性, 因而其消费群体会更强调品牌; 另一方面, 精细珠宝的材质为具有保值属性的黄金、钻石等, 产品本身成本较高, 且消费者更倾向于在知名品牌商买黄金钻石以确保其真实性, 因而精细珠宝行业的进入壁垒和竞争壁垒都较时尚珠宝高。

图表29: 潘多拉营收及同比增速



图表30: 潘多拉净利润及同比增速



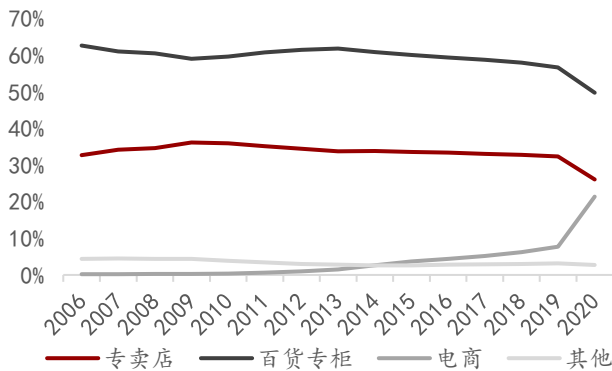
资料来源: Capital IQ、万联证券研究所整理

资料来源: Capital IQ、万联证券研究所整理

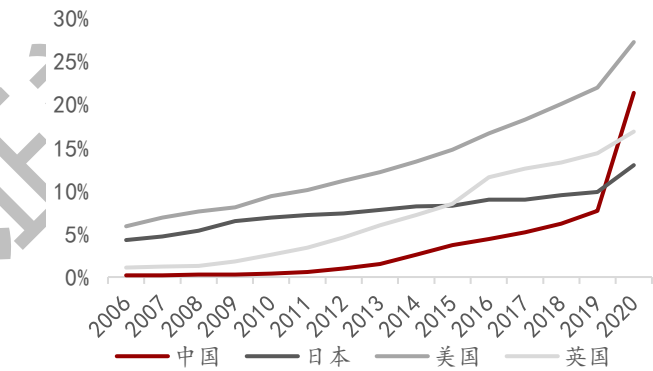
3.3 渠道：线下仍为销售主要渠道，线上电商直播打开行业新增长空间

线下依然是黄金珠宝销售的主要渠道，近年来我国线上渠道占比逐渐提升。根据 Euromonitor 数据显示，2019 年，我国黄金珠宝销售 92.3% 的份额来源于线下的专卖店、百货专柜等，远远高于电商平台 7.7% 的占比，显示到 2019 年，线下仍然是黄金珠宝销售的主要渠道，但同时，近年来电商平台的销售份额也逐渐提高，在 2006 年时仅有 0.2%。相比美国、英国、日本，我国黄金珠宝销售线上份额仍然与发达国家有一定的差距，2019 年，美国/英国/日本中国的黄金珠宝线上销售占比分别为 22.0%/14.4%/9.9%/7.7%。2020 年，Euromonitor 预计，2020 年我国电商渠道的份额将大幅提升至 21.4%，疫情使得行业线下销售额往线上转移，并有望加速此进展。

图表 31：中国黄金珠宝行业各渠道占比



图表 32：中国、日本、美国、英国线上渠道占比



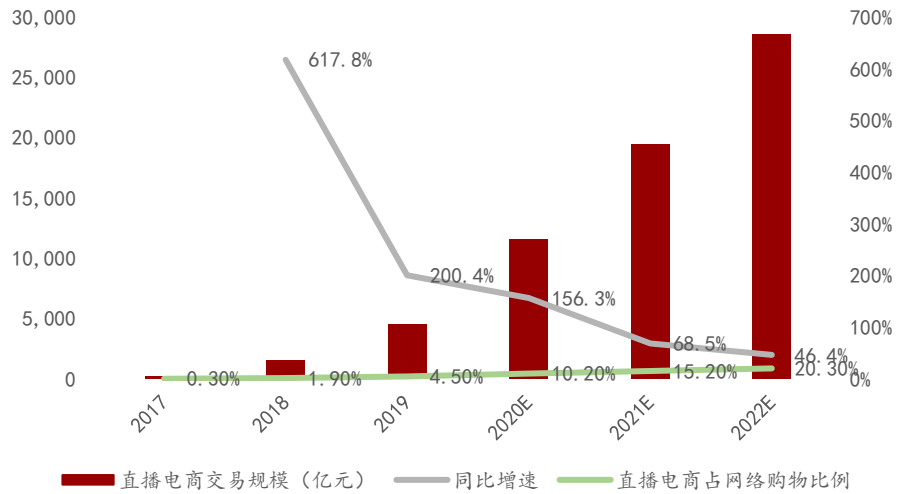
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

直播带货迎风口，且在网购中的渗透率有望进一步提升。近年来线上直播带货在国内火速兴起，尤其是在 2020 年疫情宅家期间，线下份额大幅转移至线上，各大互联网平台、商家纷纷加码直播带货。直播带货作为新型的销售方式，在抖音、淘宝、快手等平台让网红、职业主播、明星等对商品进行直播讲解，一方面拉近了买家与商品的距离以及吸引了粉丝前来观看购买，另一方面，配合促销折扣和优惠券等方式，让价格比平时更低，从而吸引到消费者去下单。根据艾瑞咨询的数据，2019 年中国直播电商的交易规模达到 4512.9 亿元，同比增长 200%，直播电商占网络购物的比例为 4.5%，预计到 2020 年，交易规模将达到 11566.4 亿元，同比增长 156%，未来线上直播卖货有望成为线上销售的新常态，且在网购中的渗透率在 2022 年有望进一步提升至 20.3%。

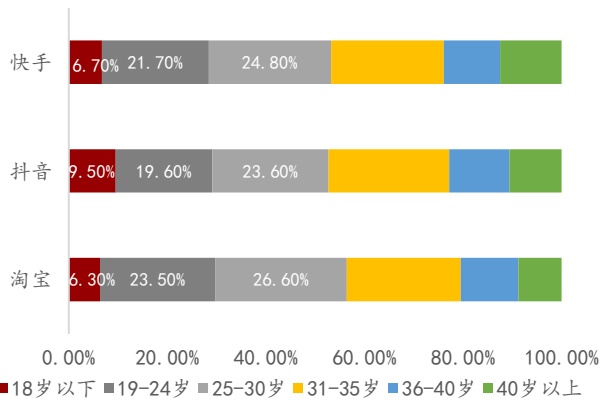
分用户年龄段来看，三大直播平台年轻客户占半数以上。淘宝、抖音、快手用户年龄结构相类似，30 岁及以下的客户占比分别为 56.4%/52.7%/53.2%，其中 19-24 岁、25-30 岁年龄段的客户占比较高。**分产品结构来看，2020 年 5 月 Top100 主播带货前 5 大品类占比最高的分别为女装类 (31.94%)、美容护肤类 (9.93%)、黄金珠宝类 (5.19%)、零食坚果类 (4.48%)、彩妆香水类 (4.32%)，且黄金珠宝类 1-5 月的占比有逐月提升的趋势。**

图表33: 2017-2022年中国直播电商交易规模及增速



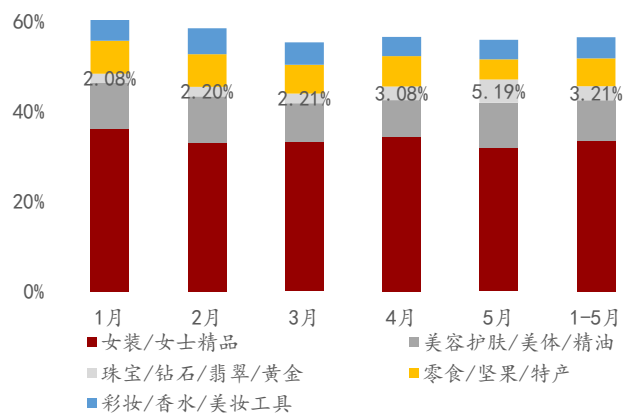
资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所整理

图表34: 2020年三大直播电商平台用户年龄结构



资料来源: QuestMobile、万联证券研究所整理

图表35: Top100主播带货前5大品类分布情况



资料来源: 淘宝直播、直播眼、万联证券研究所整理

未来线上直播带货将为我国黄金珠宝行业打开新的增长空间。在直播风潮的大背景之下, 各大黄金珠宝商纷纷布局线上直播, 例如周大生在6月21日联手快手“带货一哥”辛有志和演员佟大为开启线上直播, 单场销售额达到4.2亿元, 相当于近300个线下门店一年的营业总额; 周大生还联手薇娅、Angelababy等进行直播带货。另外, 周大福、周生生、六福珠宝、老凤祥、老庙等也在纷纷布局直播领域, 未来随着各大黄金珠宝商不断加码, 直播销售占比有望进一步提高。根据2020年1-5月的黄金珠宝品类在Top100主播带货占比情况, 我们粗略假设2020-2022年全网直播中黄金珠宝的占比为3%不变, 则对应黄金珠宝直播规模2020-2022年分别为347/585/856亿元, 进而推算黄金珠宝的直播将为整个黄金珠宝行业销售规模带来6%/9%/13%的增量。

图表36：2017-2022年中国直播电商交易规模及增速

	2020E	2021E	2022E
电商网购规模 (亿元)	113396	128248	140632
直播在网购中的占比	10.2%	15.2%	20.3%
直播电商规模 (亿元)	11566	19494	28548
黄金珠宝类占比 (假设)	3%	3%	3%
黄金珠宝直播规模 (亿元)	347	585	856
黄金珠宝行业总规模 (亿元)	6085	6285	6528
黄金珠宝直播为整个行业带来的增量	5.7%	9.3%	13.1%

资料来源：艾瑞咨询、Euromonitor、万联证券研究所整理预测

注：电商网购规模、直播在网购中的占比、直播电商规模数据来源于艾瑞咨询；黄金珠宝行业总规模数据来自Euromonitor

图表37：2020年以来各大黄金珠宝商布局电商直播情况

黄金珠宝品牌商	直播事件
周大福	8月25日，周大福召开“和平天使”新品发布会&概念体验馆，携手王凯同步直播。
	5月29日，周大福举办福星宝宝童心专场直播，主要销售原创卡通IP系列产品。
	5月7日，周大福携手张新成相约京东直播间。
	4月8日，周大福官方旗舰店全天候不间断直播，庆祝武汉开城。
	3月7日，周大福推出女神节特辑，邀请知名美妆达人妆SIR分享实用妆容+配饰技巧，更带有爆款单品限时6折秒杀、人气单品享折上折钜惠。
	2月23日，周大福传承携手电视剧两世欢，于朦胧做客薇娅直播间。
	2月20日，周大福在淘宝自营店开启官方直播，相约云逛街。
周生生	8月25日，周生生携手于朦胧在天猫直播间直播带货。
	5月20日，周生生携手阴阳师带来了520联动新品「大天狗羽翼钻石戒指」，空降周生生天猫直播间。
六福珠宝	8月25日，六福珠宝携手李易峰共同庆祝周年庆，直播送上明星同款套装。
	7月9日，六福珠宝举办珠宝节直播，推出大量折扣活动。
	6月24日，六福珠宝携手珠宝鉴定师在天猫旗舰店展开直播，部分产品享有折扣。
老庙	8月22日，豫园七夕专场直播邀请香港玄学界堪舆界知名人士麦老师与淘宝TOP主播烈儿宝贝共同分享七夕小知识与送礼指南。
	8月21日，麦玲玲老师直播带货。
	8月17日，特约麦玲玲老师在线解答2020年情感疑问，直播带货。
	8月14日，豫播主播直播麦玲玲灼灼桃花系列新品。
	8月2日，老庙携手薇娅联合老庙代言人孙俪，直播带货女神系列繁花似锦珍珠套装，1套3饰。
	5月15日，复星全球好物推荐官薇娅牵手老庙，初夏钻饰，新品首发，薇娅直播间专属低价
	5月13日，老庙联合盛蔷直播带货，老庙饰品低至6.5折起，服饰一律5折，珠宝老师亲临直播间讲述珠宝的搭配与保养知识。
	5月1日，老庙直播带货，足不出户云逛街，边看边买，享直播专享福利。
	4月30日，老庙携手2020天猫#珠光奇妙夜#直播放送百万福利。
4月30日，老庙直播带货，享直播专享特惠，好运金饰“戴”回家。	
4月12日，老庙空降“带货女王”薇娅直播间，老庙爆款128起，开启精彩秒杀。	

2月17日，老庙携手淘宝 Top 主播薇娅带来“时来运转”貔貅手串。

8月19日，周大生联合薇娅、张韶涵七夕直播，三款 18K 金钻石项链爆卖，秒光 13000 件。

7月18日，女神 Angelababy 超话抖音直播带货首秀，为周大生珠宝 实力打 Call，#Shining girl 系列#新品被网友光速秒杀。

周大生

6月21日，“辛选珠宝节”辛巴周大生专场直播，辛选珠宝节累计成交总额高达 4.8 亿，创珠宝品类单场直播销售纪录。

6月14日，周大生与聚划算、楼兰蜜语、佰草集等联合试水直播，首期邀请了明星柳岩在淘宝直播频道开播。

老凤祥

8月7日，老凤祥新国潮钟表文化主题新品发布会，在抖音、B 站进行直播发布。

资料来源：百度、搜狐、微博、万联证券研究所整理

4、投资建议

受益于金价上涨十年、消费升级等因素，我国黄金珠宝行业规模稳步上涨。**短期来看**，由于疫情等因素被压抑的婚嫁刚需有望在下半年得到释放，利好黄金珠宝终端销售。**中长期来看**，疫情加速行业整合，龙头受益。需求方面，**价的角度**，金价长期上行有望拉动黄金首饰销售；**量的角度**，钻石珠宝在婚嫁及日常生活场景渗透率的提升、线上直播带货的兴起有望拉动全行业增长。建议关注布局优质的黄金珠宝龙头企业。

5、风险因素

疫情反复风险、行业竞争加剧风险、金价急剧波动风险。

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注册为证券分析师，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

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

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。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。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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