

# 一般零售

证券研究报告  
2021年05月07日

## 21Q1 双节引领行业疫后复苏，头部品牌营收高速增长

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 投资建议

统计局数据显示,3月限额以上黄金珠宝总额为259亿元,同比增长83.2%,调整口径后相比19年名义增长28.1%。1-3月限额以上黄金珠宝总额802亿元,同比增长93.4%,调整口径后较19年同增20.5%,2年复合增速约9.8%。后疫情时代黄金珠宝行业恢复状况良好,21年一季度,金价有所下行叠加“春节+情人节”双重需求复苏引爆市场需求。头部品牌凭借多年积累的优质经销商资源和渠道管理能力在经济环境收紧,行业震荡的时期仍然可以保持较快扩张,抢占市场,提升市占率。预计今年上半年头部珠宝公司营收水平持续提升。我们建议重点关注以下公司:(1)以黄金首饰为主要产品的老凤祥、豫园股份、中国黄金;(2)以镶嵌饰品为主的周大生

### 作者

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号:S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源:贝格数据

### 整体情况

#### 营收端:

受益于需求释放,2021Q1的营收增幅相较于以前有大幅提升。2021Q1相较于去年同比营收提升超3成,归母净利翻倍;

#### 利润端:

毛利率和净利率维持在稳定水平,2017/2018/2019/2020/2021Q1毛利率水平分别为:3.83%/6.04%/7.21%/6.17%/3.90%;净利率水平分别为:3.40%/4.99%/5.27%/5.65%/4.35%

#### 成本费用端:

公司2020Q1-2021Q1期间费用率变化情况为:5.80%/6.52%/6.28%/7.64%/5.54%。2021Q1费用率略有下降。

#### 销售渠道情况:

21Q1周大生新增加盟店74家,减少66家,新增自营店1家,减少7家,门店合计净增加2家,整体变化不大。中国黄金新增加盟店26家,无自营店、加盟店关闭情况。豫园股份、老凤祥未披露门店增减情况。

**风险提示:** 门店扩张不及预期、经营不及预期、宏观经济不及预期、金价波动风险

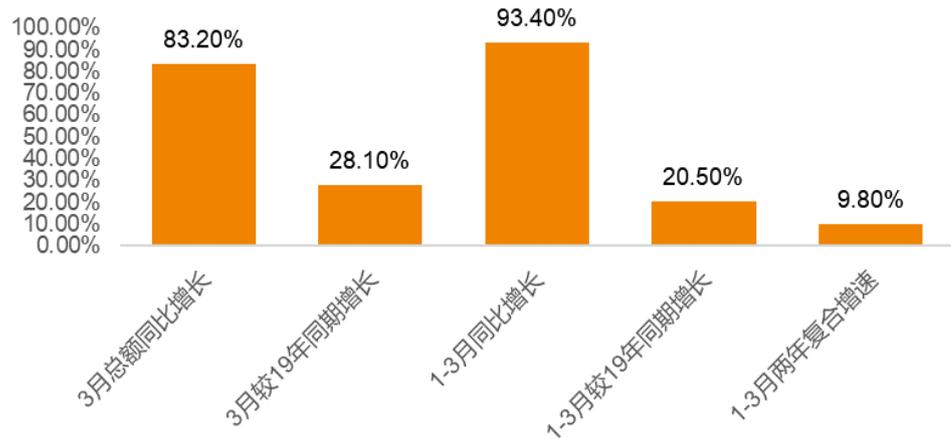
### 相关报告

- 《一般零售-行业专题研究:电商内容化篇一:如何看待当下不同电商和内容平台的发展方向?》2021-03-22
- 《一般零售-行业专题研究:复盘亚洲卫护龙头尤妮佳经营之道,看中国市场路在何方》2021-03-10
- 《一般零售-行业深度研究:全球家用投影仪市场空间广阔,智能微投品类持续渗透》2021-03-08

## 1. 投资建议

统计局数据显示，3月限额以上黄金珠宝总额为259亿元，同比增长83.2%，调整口径后相比19年名义增长28.1%。1-3月限额以上黄金珠宝总额802亿元，同比增长93.4%，调整口径后较19年同增20.5%，2年复合增速约9.8%。后疫情时代黄金珠宝行业恢复状况良好，21年一季度，金价有所下行叠加“春节+情人节”双重需求复苏引爆市场需求。头部品牌凭借多年积累的优质经销商资源和渠道管理能力在经济环境收紧，行业震荡的时期仍然可以保持较快扩张，抢占市场，提升市占率。预计今年上半年头部珠宝公司营收水平持续提升。我们建议重点关注以下公司：（1）以黄金首饰为主要产品的老凤祥、豫园股份、中国黄金；（2）以镶嵌饰品为主的周大生

图1：黄金珠宝增速总额分析（%）

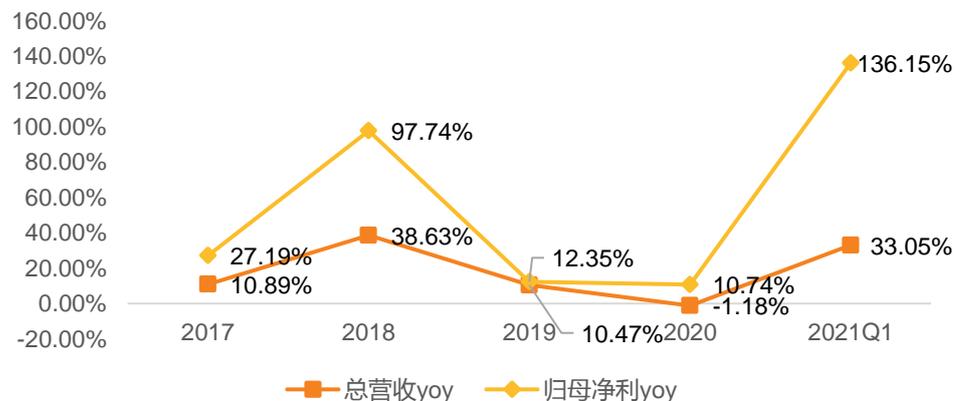


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

## 2. 整体情况

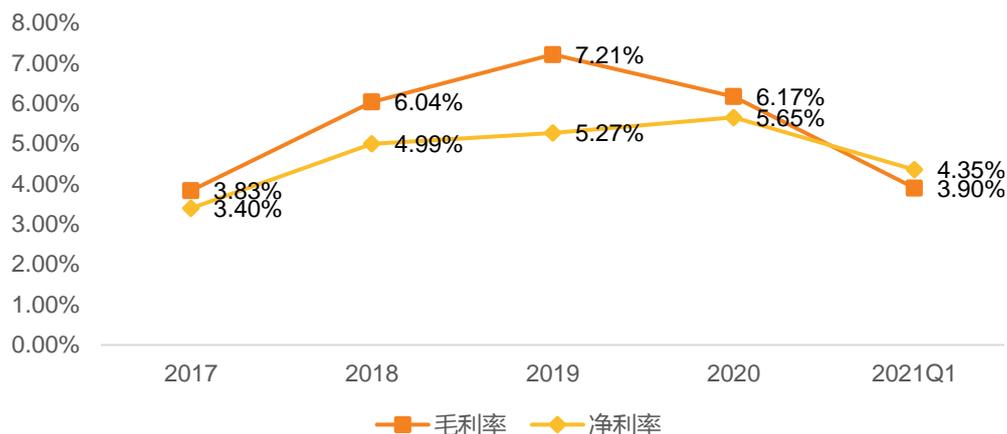
此次选取4家公司：（1）以黄金首饰为主要产品的老凤祥、豫园股份、中国黄金；（2）以镶嵌饰品为主的周大生

图2：2017-2021Q1公司总体营收归母净利润变化



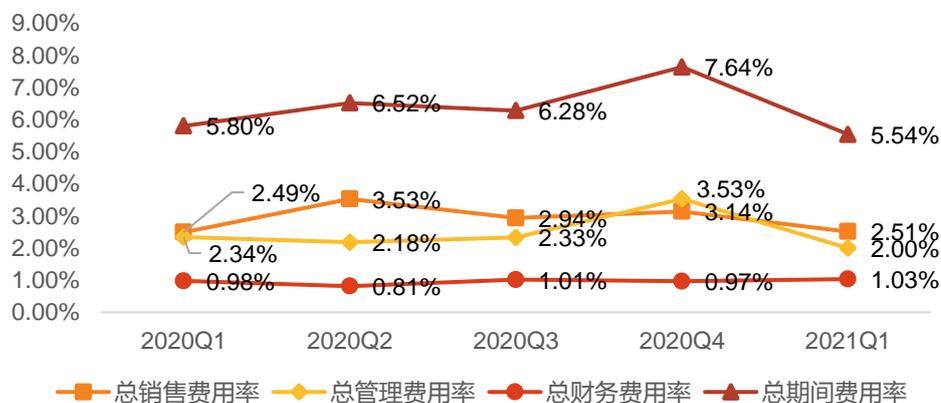
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2017-2021Q1 公司利润率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2020Q1-2021Q1 费用率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 1. 营收端：

受益于需求释放，2021Q1 的营收增幅相较于以前有大幅提升。2021Q1 相较于去年同比营收提升超 3 成，归母净利翻倍；

#### 2. 利润端：

毛利率和净利率维持在稳定水平，2017/2018/2019/2020/2021Q1 毛利率水平分别为：3.83%/6.04%/7.21%/6.17%/3.90%；净利率水平分别为：3.40%/4.99%/5.27%/5.65%/4.35%

#### 3. 成本费用端：

公司 2020Q1-2021Q1 期间费用率变化情况为：5.80%/6.52%/6.28%/7.64%/5.54%。2021Q1 费用率略有下降。

#### 4. 销售渠道情况：

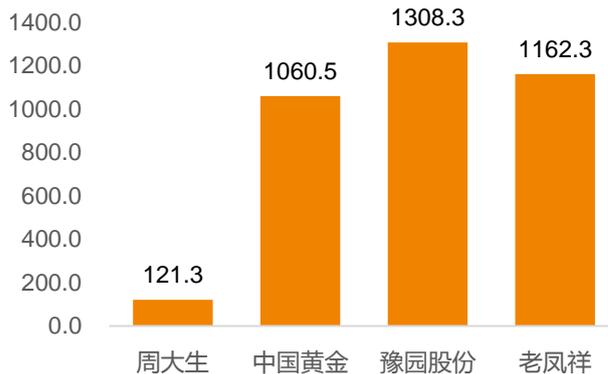
21Q1 周大生新增加盟店 74 家，减少 66 家，新增自营店 1 家，减少 7 家，门店合计净增加 2 家，整体变化不大。中国黄金新增加盟店 26 家，无自营店、加盟店关闭情况。豫园股份、老凤祥未披露门店增减情况。

图 5：20 年期末四家公司各自门店数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：20 年四家公司各自平均单店营业额（万元/家/年）



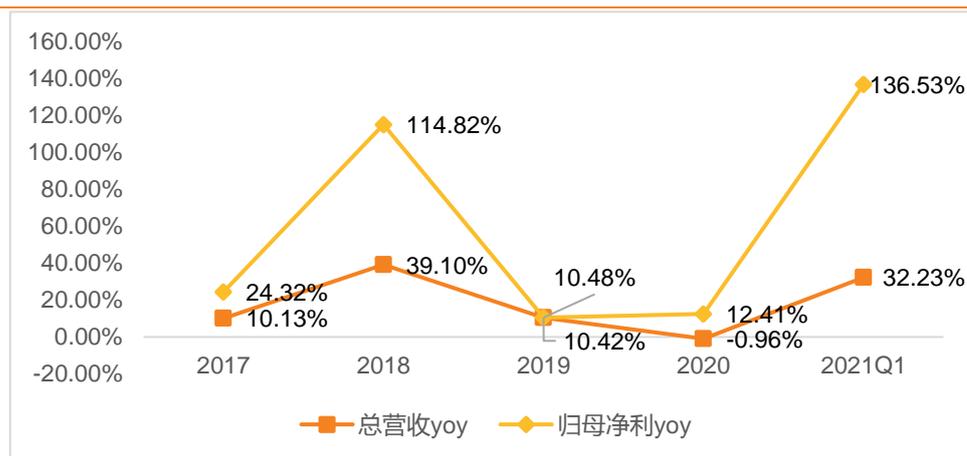
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.以产品分类

#### 3.1.以黄金首饰产品为主的公司

以黄金首饰为主要产品的公司有：老凤祥、中国黄金、豫园股份。2020 年老凤祥珠宝首饰和黄金交易的收入总和超过 98%；与此同时，中国黄金 2020 年黄金产品收入占比 98.35%。

图 7：三家公司 2017-2021Q1 公司总体营收归母净利润变化



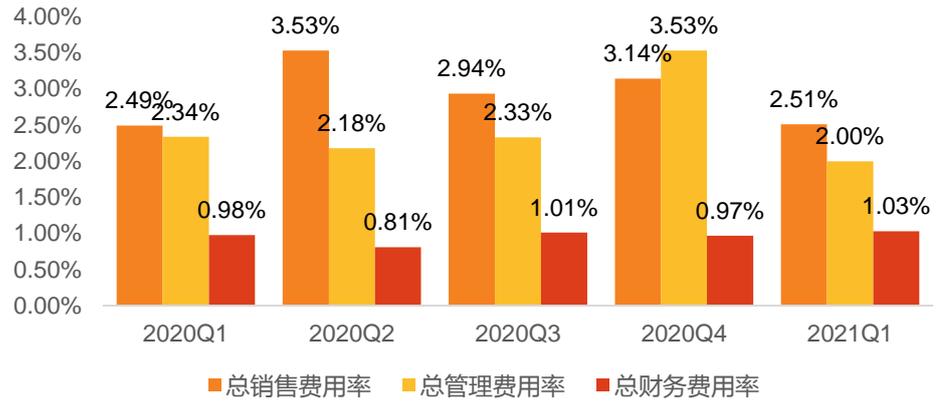
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：三家公司 2017-2021Q1 公司利润率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：三家公司 2020Q1-2021Q1 费用率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1. 营收端：

2017-2021Q1 期间公司收入增长率为 10.13%/39.10%/10.42%/-0.96%/32.23%；归母净利润同比增速为 24.32%/114.82%/10.48%/12.41%/136.53%。

2. 与 2019Q1 情况相比：

老凤祥 2021Q1 营业收入增长 14.61%；归母净利润增长 73.48%。豫园股份 2021Q1 营业收入增长 33.95%；归母净利润增长 43.68%。**疫情对消费需求有一定的抑制作用。后疫情时代叠加双节需求刺激得以释放，营收数据呈现高位回弹。**

3. 成本费用端：

2020Q1-2021Q1 公司总期间费用率达 5.80%/6.52%/6.28%/7.64% /5.54%。其中销售费用率达 2.49%/3.53%/2.94%/3.14% /2.51%。管理费用率达 2.34%/2.18%/2.33%/3.53%/2.00%。财务费用率达 0.98%/0.81%/1.01%/0.97% /1.03%。

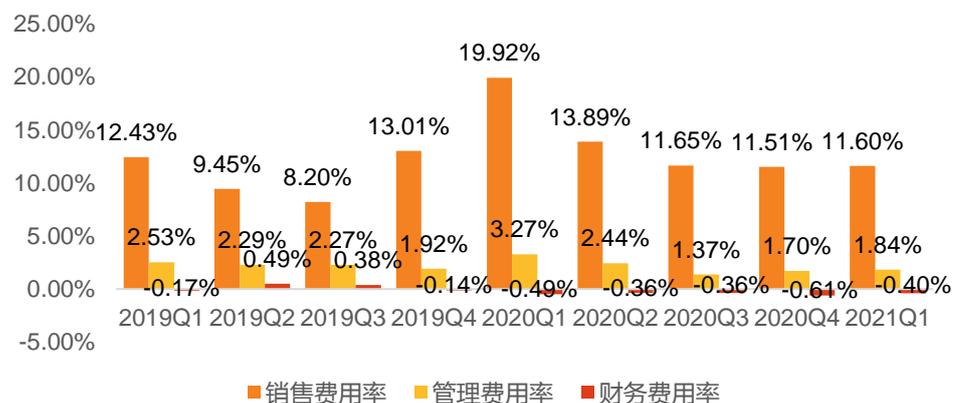
4. 利润端：

公司 2017-2021Q1 毛利率 3.23%/5.54%/6.62%/5.44%/3.28%；净利率 2.85%/4.52%/4.73%/5.09%/3.91%。

### 3.2. 以镶嵌饰品为主的公司

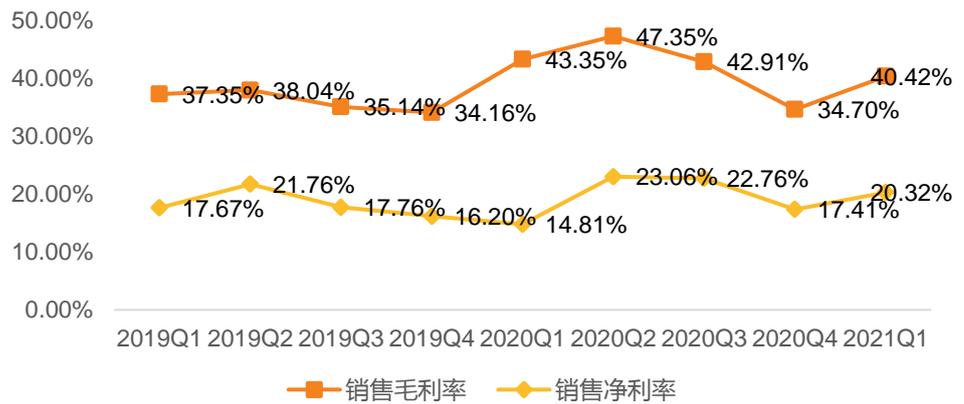
周大生是以镶嵌为主的公司，2020 年总收入 50.84 亿元，其中镶嵌首饰收入 22.09 亿元，占比 43.45%；素金首饰收入 16.75 亿元，占比 32.95%。

图 11：2020Q1-2021Q1 公司成本费用变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1. 营收端：

2020Q1-2021Q1 季度公司的营业收入同比分别变动幅度为 -38.25%/-22.94%/+17.94%/+6.52%/70.68%。2020Q1-2021Q1 归母净利润同比分别变动幅度为 -48.15%/-18.21%/+51.33%/+14.00%/+133.85%。**21Q1 营收与 19Q1 相比，增长 5.49%，恢复到疫情前水平。**

### 2. 成本费用端：

21Q1 公司期间费用率达 13.05%，较去年同期-9.65pct。公司 2021 年一季度销售费用率为 11.60%，较去年同期-8.32pct。管理费用率为 1.84%，较去年同期-1.43pct。财务费用率为 -0.40%，较去年同期+0.09pct。**与 19Q1 数据相比，各项费用率变化不大，基本回复疫情前水平。**

### 3. 利润端：

21Q1 公司毛利率和净利率环比同比均实现提升。公司 21 年一季度实现毛利率 40.42%，较去年同期-2.93pct，较去年四季度增加 5.72pct；净利率 20.32%，较去年同期增加 5.51pct，较去年四季度增加 2.91pct。**与 19Q1 相比，公司净利润增长 21%，毛利率与净利率与 19Q1 数据相比分别上升 3.07%，2.65%。利润端在疫情影响减小后回归上升趋势。**

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com