

商业贸易行业点评

2022年春节黄金珠宝消费回暖，建议关注潜在双击机会 增持（维持）

2022年02月10日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 谭志千

tanzhq@dwzq.com.cn

■ **2022新年伊始，春节期间黄金珠宝市场销售回暖，黄金产品迎来消费高峰。**虎年春节期间，黄金珠宝行业迎来一波消费小高峰，各大品牌及商场也为节日推出了一系列促销活动。在所有品类中，金饰类产品更加受到消费者欢迎。黄金珠宝的销售旺盛主因 1) 2022年过年早，前期部分区域受疫情影响使得消费需求积攒到春节期间，2) 虎年本身属于生肖大年，生肖金饰品尤为受欢迎；3) 2022年就地过年比例降低也一定程度上促进了消费的恢复。

■ **中国珠宝行业景气度与宏观和消费整体景气度高度相关，每年行业增长趋于稳定。**随着经济的飞速增长，珠宝行业 2003 年起迎来“黄金十年”的高速增长期。2013 年，随着国际金价下跌，中国消费者掀起“抢金”热潮，随后金价继续下行，部分消费者被“套牢”，整体需求减弱，行业增速也在放缓，2020 年，受疫情影响，我国珠宝首饰市场增速放缓，市场规模为 6154 亿元。2021 年从每月社零数据来看，珠宝行业整体实现了较为强劲的复苏。

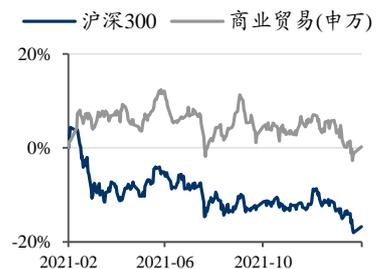
■ **我国珠宝行业已形成稳定的竞争格局，品牌和渠道是核心竞争力。**我国珠宝市场可以大致被分为全品类品牌及镶嵌类品牌。全品类品牌又包括周大福、周大生、老凤祥等全国性品牌及通灵、曼卡龙等区域性品牌。全国性珠宝品牌以黄金产品为主，消费层级覆盖齐全。其线下渠道布局广且渗透深，广泛布局于各大城市，门店数量增长较快，近年来存在渠道下沉趋势。区域品牌立足小范围地区，部分实现了跨省发展，其规模较小，但在特定区域内具备较高知名度及美誉度。**黄金珠宝品牌的形成本身需要较长的时间，是一个运营比较重的行业，较为考验行业渠道壁垒，资金周转效率等，是有一定行业壁垒的。有增长的稳定性和持续性。**

■ **黄金是我国珠宝市场的主要消费品，且近年来得益于工艺的改善，黄金消费重新成为新的趋势。**2020 年黄金饰品消费在珠宝行业中占比 52%，是我国珠宝市场的主要消费品。2021 年我国黄金市场恢复良好，黄金首饰消费需求稳步释放。2021 年，全国黄金实际消费量 1121 吨，较疫情前 2019 年同期增长 11.8%，其中黄金首饰 711 吨，较 2019 年同期增长 5.2%。各大品牌中黄金销售占比存在提升趋势，主要因为（1）国潮兴起，消费者更愿意为带有中华文化元素的品牌及产品买单；（2）工艺改善技术更迭，传统足金较软，无法进行复杂的设计。但黄金工艺的改善进步，如古法金，“3D 硬足金”，5G 黄金”等，较好地弥补传统黄金作为饰品在颜色，硬度，雕刻等方面的缺陷，使得年轻一代消费者对于黄金饰品的接受度也在不断提升。

■ **投资建议：**2022 年春节期间黄金珠宝市场消费回暖，疫情后黄金珠宝行业整体呈现出强劲的复苏，同时黄金饰品的消费，在工艺不断创新进步下，对于年轻消费者的吸引力也在加强，各品牌目前仍处于下沉渗透开店阶段，品牌和渠道是核心竞争力，行业经过前期的调整，头部品牌 PE 估值普遍回落到 10-15 倍区间范围内，业绩回暖下估值性价比凸显，建议投资者关注潜在双击机会，**推荐周大生，建议关注潮宏基，周大福，中国黄金，菜百股份等。**

■ **风险提示：**疫情反复，终端消费景气度下降，市场竞争加剧

行业走势



相关研究

- 1、《商业贸易行业跟踪周报：医美诊所“审批”转“备案”，政策支持行业有序快速发展的导向不变，看好医美维持高景气度》2022-01-30
- 2、《商业贸易行业跟踪周报：“十四五”数字经济发展规划》发布，看好工业品电商增长的持续性和确定性》2022-01-23
- 3、《商业贸易行业点评：双 12“熄火”，12 月社零总额同比 +1.7%》2022-01-17

1. 2022 年春节假期黄金销售回暖

2022 新年伊始，春节期间黄金珠宝市场销售旺，黄金产品迎来消费高峰。虎年春节期间，黄金珠宝行业迎来一波消费小高峰，各大品牌及商场也为节日推出了一系列促销活动。在所有品类中，金饰类产品更加受到消费者欢迎。央视网显示，北京多家黄金商场春节 7 天黄金销量同比增长超过 30%，在购买人群中，“90 后”“00 后”消费者超过 20%。

黄金珠宝火爆销售部分由于疫情后消费积攒恢复，返乡人群增加。2021 年 12 月销售受到西安疫情影响，黄金珠宝行业销售下滑显著，因此部分消费积攒后反映在了 2022 年春节假期。另外，2022 年春节就地过年比例降低，返乡人群增多，春节氛围浓厚，佳节送礼及悦己动机也推动了黄金珠宝消费。

从产品来看，虎年属于生肖大年，生肖金饰品尤为受欢迎，虎年本身属于生肖大年，生肖相关饰品消费会好于其他生肖年份，生肖金饰成为各大黄金珠宝品牌节假日期间的主打产品。此外，随着国潮的兴起，春节期间古法金饰产品销售情况良好。

图 1：部分珠宝品牌虎年生肖金饰



数据来源：天猫，各品牌官方商城，东吴证券研究所

排除疫情因素，历年春节期间黄金珠宝消费热度均上升，情人节将继续带动 2022 年黄金珠宝消费。纵观历年春节黄金珠宝销售情况，2020 年受疫情影响，消费需求面临冲击，叠加金价上涨因素，春节期间黄金首饰消费出现大幅下滑。2021 年春节，商务部重点监测零售企业的珠宝首饰比 2020 年同期增长 160.8%，一方面在于疫情有所恢复，另一方面春节恰逢情人节也带来黄金珠宝消费回升。2022 年春节假期黄金珠宝消费依旧十分旺盛，同时由于春节与情人节“双节”分开，也将带动黄金珠宝市场维持火热氛围，销售旺季将持续。

表 1：2021 年春节假期部分黄金珠宝店铺销售情况

部分黄金珠宝店铺	2021 年春节假期黄金珠宝销售情况
中国黄金旗舰店	足金转运珠、古法黄金承福金手镯、牛年生肖小克重黄金首饰受消费者青睐，珠宝类产品的销售亦出现显著上涨

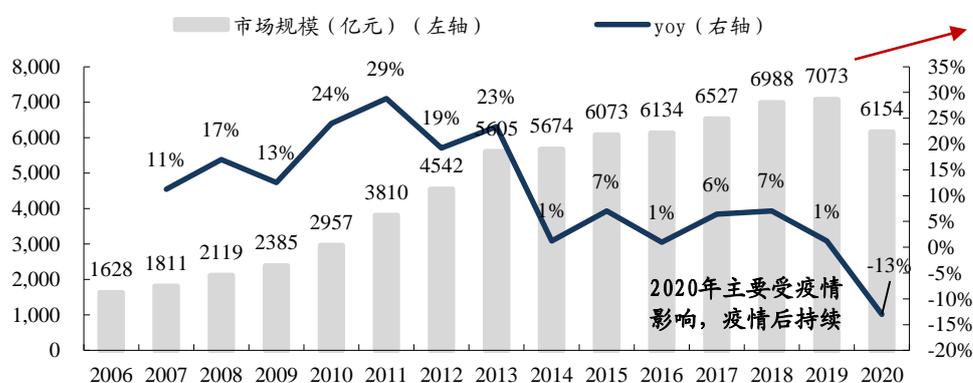
江苏宝庆珠宝	2021 年春节销售较 2019 年增长 1 倍以上，宝庆珠宝全品类销售情况都有上升，其中金条和牛年饰品销售额增幅最大
无锡银楼	2021 年春节销售量是 2019 年的 122%，最畅销的是黄金首饰
苏州龙凤金店	2021 春节期间较 2019 年增加 30% 左右，其中经典款式、古法金和国潮风的产品最受消费者欢迎

数据来源：金投网，东吴证券研究所

2. 黄金珠宝行业稳定增长，本土品牌以品牌力和渠道构筑竞争壁垒

中国珠宝行业景气度与宏观和消费整体景气度高度相关，每年增长趋于稳定。随着经济的飞速增长，珠宝行业 2003 年起迎来“黄金十年”的高速增长期。2013 年，随着国际金价下跌，中国消费者掀起“抢金”热潮，随后金价继续下行，部分消费者被“套牢”。由于黄金消费需求的透支，外加经济增速放缓，2014-2016 年珠宝行业市场规模增速较慢、波动较大。2019 年同样受到国际金价的上涨，以及中美贸易战和经济增速放缓的影响，珠宝行业增速有所放缓。2020 年，受疫情影响，我国珠宝首饰市场增速放缓，市场规模为 6154 亿元。

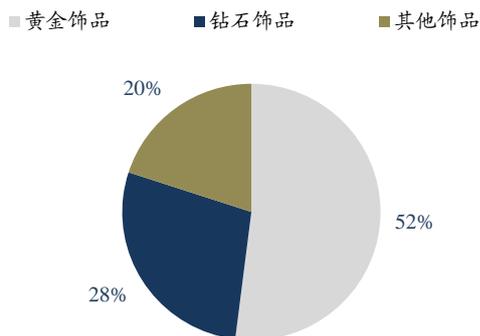
图 2：2006-2020 年中国大陆珠宝行业市场规模与增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

黄金是我国珠宝市场的主要消费品。2020 年黄金饰品消费在珠宝行业中占比 52%，是我国珠宝市场的主要消费品。在婚庆风俗及传统的投资保值观念影响下，黄金消费依旧占据重要的地位。

图 3: 2020 年我国珠宝行业消费额占比



数据来源: 前瞻经济学人, 东吴证券研究所

图 4: 2011 年以来伦敦现货黄金价格走势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

金价上涨初期, 金价上涨对消费有促进作用, 而在金价相对高位时, 黄金本身也有一定的投资保值属性。黄金消费一定程度也与黄金价格的走势相关, 一般而言当金价上涨初期, 黄金消费与价格上涨正相关, 而当黄金价格已经处于高位时, 黄金本身也有一定的投资保值属性。

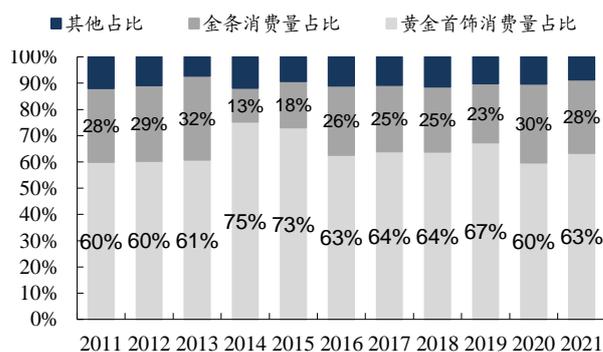
2021 年我国黄金市场恢复良好, 黄金首饰消费需求稳步释放。2021 年, 全国黄金实际消费量 1121 吨, 较疫情前 2019 年同期增长 11.8%, 其中黄金首饰 711 吨, 较 2019 年同期增长 5.2%。分季度来看, 2021 年一季度黄金消费量同比大幅增长 93.9%, 随着疫情好转, 叠加春节期间黄金消费需求显著增加, 硬足金、古法金等黄金首饰消费同比增长 84%, 二、三季度黄金消费量也保持稳健增长。

图 5: 2006-2021 年中国黄金消费量与增速



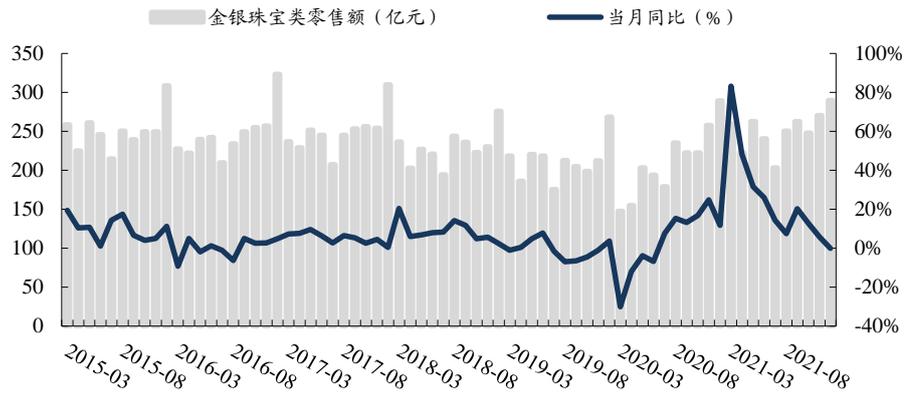
数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

图 6: 2011 年以来中国黄金首饰、金条消费量占比



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

图 7: 2015-2021 年限额以上批发和零售业黄金珠宝类零售额 (亿元)

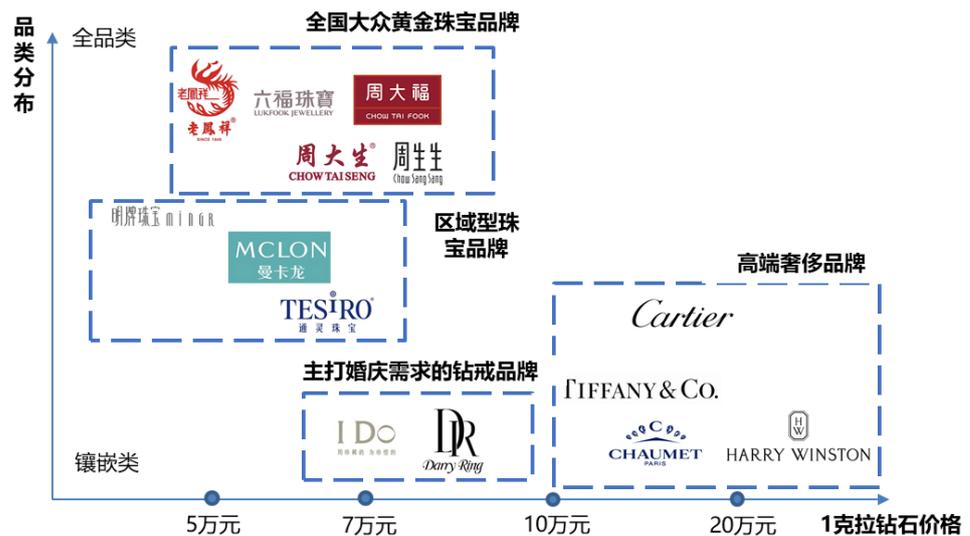


数据来源: wind, 东吴证券研究所

我国珠宝行业已形成稳定的品牌竞争格局。我国珠宝市场可以大致被分为全品类品牌及镶嵌类品牌。全品类品牌又包括周大福、周大生、老凤祥等全国性品牌及通灵、曼卡龙等区域性品牌。全国性珠宝品牌以黄金产品为主，消费层级覆盖齐全。其线下渠道布局广且渗透深，广泛布局于各大城市，门店数量增长较快，近年来存在渠道下沉趋势。区域品牌立足小范围地区，部分实现了跨省发展，其规模较小，但在特定区域内具备较高知名度及美誉度。

黄金珠宝品牌的形成本身需要较长的时间，是一个运营比较重的行业，较为考验行业渠道壁垒，资金周转效率等，是有一定行业壁垒的。有增长的稳定性和持续性。

图 8: 珠宝品牌竞争格局



数据来源: 各公司官网, 京东, 东吴证券研究所

表 2: 主要品牌核心指标对比

	2020 年收 入(亿元)	2020 年归母净 利润(亿元)	门店数(截 至 2021H1)	加盟店 占比	单店流水	主要品 类	品牌特色
Tiffany	305.24*	37.33*	约 330	0%	~9000 万	镶嵌	高端奢侈品牌
迪阿股份	24.65	5.63	375	0%	~1000 万	镶嵌	专注求婚钻戒
恒信玺利	17.57	1.06	717	-	~500 万	镶嵌	专注婚戒
周大生	50.84	10.13	4357*	95%	~1200 万	全品类	全国主流市场珠宝领先品牌
周大福	517.22*	20.72*	5214*	65%	~2300 万	全品类	港资品牌, 在黄金饰品的品牌力和产品力行业领先。
老凤祥	504.82	25.81	4450*	96%	~1700 万	全品类	老牌传统黄金饰品品牌
周生生	135.17	5.36	778	0%	~1800 万	全品类	港资品牌, 注重产品设计, 集优雅与时尚于一身
六福珠宝	100.43	9.36	2601	94%	~1800 万	全品类	全品类均衡发展珠宝品牌
潮宏基	32.15	1.40	1003	57%	~600 万	全品类	特色知名珠宝品牌

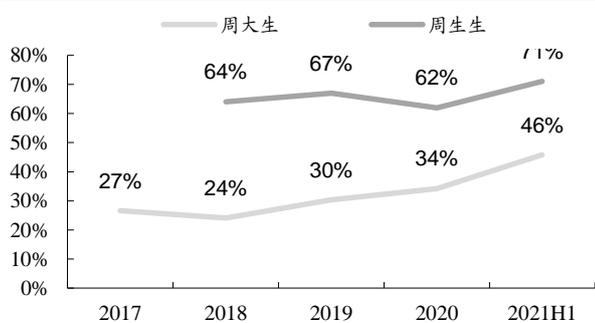
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

注: (1) Tiffany 数据为 FY2020 收入及净利润, 按 2020 年美元兑人民币平均汇率(1 美元=6.9 人民币)算, 周大福、周生生、六福集团数据为 FY2021 收入及归母净利润, 按 2020 年港币兑人民币平均汇率(1 港币=0.89 人民币)算; (2) 周大生、周大福、周生生、六福集团门店数量为截至 2021Q3 数据, 老凤祥门店数量为截至 2020 年末数据

3. 克重黄金占比提升, 消费者观念转变、金饰工艺改善带来黄金饰品消费兴起

各大品牌中黄金销售占比存在提升趋势。从各全品类珠宝品牌黄金产品销售占比来看, 黄金销售占比存在逐年提升的趋势。

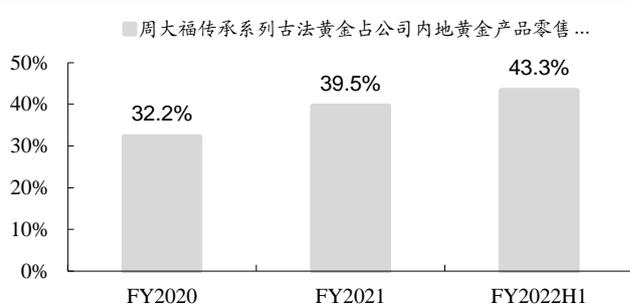
图 9: 2017 年以来周大生、周生生黄金首饰销售占珠宝首饰销售比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: (1) 周大生黄金占比为素金首饰销售额/珠宝首饰销售额 (2) 周生生占比数据仅限于中国大陆销售组合

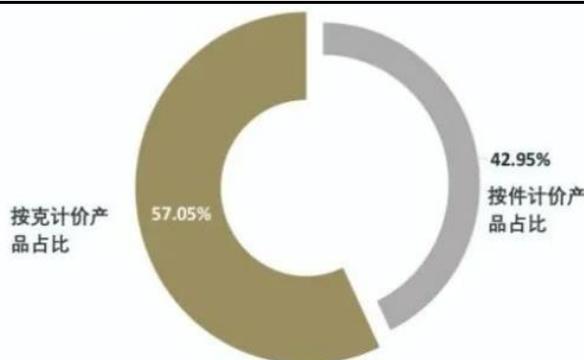
图 10: 周大福传承系列古法黄金占公司内地黄金产品零售额比例逐年提升



数据来源: 东吴证券研究所

克重黄金占比有提升的趋势：根据世界黄金协会 2021 年的中国黄金珠宝零售终端的调查，显示终端消费的克重黄金销售额占比有提升趋势，2021 年有 57% 的 24K 足金产品以每日金价称重，再加上一定的加工费来计算总价，而 43% 的黄金饰品则仍然以一口价按件计价的模式。

图 11：2021 年克重黄金销售额占比



数据来源：世界黄金协会，东吴证券研究所

近年来，黄金消费兴起存在以下几个原因：

（1）国潮兴起，消费者更愿意为带有中华文化元素的品牌及产品买单

《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》显示，金店消费者有 75.59% 的年龄在 25 到 35 岁。然而，2019 年世界黄金首饰协会调查结果显示，与其他国家相比，中国 Z 世代与黄金首饰的情感联系较低，他们更愿意购买奢侈品牌的珠宝产品或人造水晶。在这期间，国潮兴起转变了消费者偏好，消费者更愿意为国内品牌、中国制造产品买单，黄金珠宝产品也因此建立了与年轻消费群体的联系。

（2）工艺改善技术更迭，金饰设计独具匠心

黄金工艺改善，消费者目前更关注饰品本身的工艺、特性、文化，更加多元化的需求带动珠宝品牌持续更新黄金工艺、加大技术研发创新。硬金、古法金等多种黄金品类问世。传统足金较软，无法进行复杂的设计。“3D 硬足金”打破传统工艺制造，主要以电铸模式生产而成，硬度是普通足金的 4 倍。“5G 黄金”经溶金、加工、高温熔炼催化后，黄金分子结构更加紧密，因此硬度更高、韧性更强。“古法金”借助浇铸、锻打、雕刻、打磨等加工手法后进行手工精雕细琢，磨砂工艺是其代表特征。由于工艺非常厚实，古法金要比普通金克重更大，所以价格比 3D 硬金和普通黄金高。因此，从普通足金，到 3D 硬金、5G 黄金、古法金是黄金工艺的不断进化。

表 3：黄金品类呈现多样化，工艺持续改善

	传统足金	3D 硬金	5G 黄金	古法黄金
示意图				

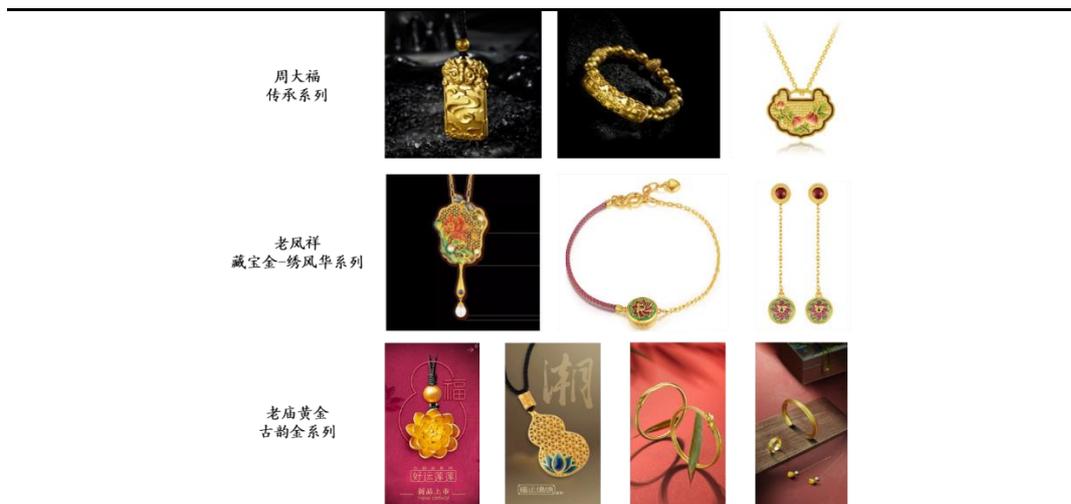
工艺	基础工艺	电铸法硬化工艺	溶金时加入硬金粉，再经高温熔炼催化	纯手工黄金锻造工艺
品质	硬度较低，易磨损，不易保持花纹	高硬度（为普通足金4倍），耐磨，易断	高硬度，高强度，高韧性，高延展性	黄金用料密实，不易出现划痕
造型	造型传统、单一	造型丰富，艺术性强	造型多样化及个性化	哑光质感，多与传统元素结合
价格	以克计价	以件计价，较强溢价能力	以件计价，较强溢价能力	以克计价，工艺设计费用高
适宜人群	以保值为目的	以造型时尚，多变，饰品化为目的	贴合年轻市场需求	以外观优雅及厚重感强为目的

数据来源：中宝协，东吴证券研究所

黄金饰品设计变革，古法工艺类和硬金类深受消费者青睐。在“悦己”需求驱动下，人们愿意佩戴黄金珠宝首饰来装点自己，而传统品牌设计风格的改变成为重要的购买原因。在刚刚提到的国潮趋势下，珠宝品牌更加注重黄金产品的设计与工艺，融合传统文化元素的古法工艺类和硬金类产品越来越受消费者青睐。《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》数据显示，这两类产品的金店主推占比分别达到了 87.79%和 87.32%。

周大福“传承系列”古法金引领潮流，各品牌黄金饰品极具设计感。具体来看，周大福“传承系列”古法黄金结合古典与现代设计，其在内地黄金产品零售额的占比从 FY2019H1 的 11.6%逐年提升至 FY2022H1 的 43.3%，深受消费者欢迎，引领古法金潮流。2020 年，老凤祥国潮时尚“藏宝金系列-绣风华”首发上市，演绎国风、古法、刺绣、珐琅、花丝、黄金六者交织相融。老庙黄金自 2018 年起推出“古韵金”系列，至 2022 年已推出 4 期，最新的“鸿运升升”系列与大明宫 IP 强强联合，将龙凤图腾融入产品设计中。

图 12：部分珠宝品牌推出古法金系列



数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

4. 投资建议

2022 年春节期间黄金珠宝市场消费回暖，疫情后黄金珠宝行业整体呈现出强劲的复苏，同时黄金饰品的消费，在工艺不断创新进步下，对于年轻消费者的吸引力也在加强，各品牌目前仍处于下沉渗透开店阶段，品牌和渠道是核心竞争力，行业经过前期的调整，头部品牌 PE 估值普遍回落到 10-15 倍区间范围内，业绩回暖下估值性价比凸显，建议投资者关注潜在双击机会，推荐周大生，建议关注潮宏基，周大福，中国黄金，菜百股份等。

表 4: 相关公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润 (亿元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002867.SZ	周大生	218	19.88	13.5	16.3	19.7	16	13	11
1929.HK	周大福	1,510	15.10	70.4	83.9	97.9	21	18	15
600612.SH	老凤祥	197	47.89	18.6	20.4	23.0	11	10	9
002345.SZ	潮宏基	54	5.91	3.5	4.2	5.0	15	13	11
600916.SH	中国黄金	223	13.27	7.5	10.0	13.0	30	22	17
605599.SH	菜百股份	103	13.30	4.6	9.0	13.4	23	11	8

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: (1) 周大福以港币计 (2) 周大生盈利预测来自东吴证券, 其他公司盈利预测来自 wind 一致预期, 截止日期 2022 年 2 月 10 日

5. 风险提示

疫情反复, 终端消费景气度下降, 市场竞争加剧

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

