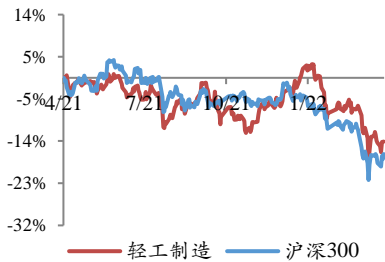


深度复盘推演，金价波动向上促进金饰量价双升

行业评级：增持

报告日期：2022-04-03

行业指数与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1. 思摩尔国际 (6969.HK)：业绩符合预期，加码研发强化长期壁垒
2022-04-01
2. 建议配置成本传导顺畅链条，帝国烟草三款产品通过 PMTA
2022-03-28

主要观点：

- **金价分析：俄乌危机推动金价阶段性走高，中长期中枢或维持高位**
短期：俄乌危机推动金价阶段性走高。短期避险情绪支撑金价上涨，俄乌危机期间黄金成为表现良好的避险资产。据 Wind 数据，2、3 月伦敦现货金价累计上涨 7.9%，同期标普美国主权债指数下跌 4.98%，欧元区主权债指数下跌 2.17%。但复盘看，地缘战争对金价属于阶段性催化，且取决于事件的广度和深度，若后期局势明朗，金价或逐步回归至中长期逻辑。**中长期：高通胀+低实际利率支撑金价中枢维持高位。**黄金具有抗通胀能力，但复盘看金价与通胀水平呈现微弱正相关性，本质由实际利率（名义利率减通胀）驱动。TIPS 收益率隐含市场对实际利率的预期，历史金价与 TIPS 收益率相关度为 -88.5%。当前 TIPS 处于历史低位，隐藏在避险情绪下的高通胀、低实际利率支撑金价中枢维持高位，有望上涨至 2000-2200 美元/盎司。
- **品牌商影响：金价波动对盈利影响有限，疫情反复致婚庆需求递延**
对业绩影响：各品牌商产品结构具备差异，对金价敏感度不同。公司通过多种手段规避金价波动风险，其盈利受金价波动影响较小。
与股价相关性：周大生、周大福股价与金价相关性约 0.7。通过复盘 2020 年金价波动上涨+疫情致婚庆需求递延释放期间品牌商的业绩与股价表现，我们认为在疫情期间金价波动向上易形成股价领先于业绩上涨。2020 年品牌商股价领先于业绩上涨，疫情后进入震荡。
- **金饰消费分析：具备投资与消费属性，金价波动向上利于金饰消费**
投资需求：金饰折价率低，较其他珠宝具备保值增值能力。其回收价锚定金价，折价率约 6%（不考虑加工费），远低于钻石饰品的约 50%（单指裸钻）。复盘历史，金价波动上涨利于黄金消费，其背后逻辑为消费者易形成黄金保值的一致预期。当前金价波动上涨，但考虑到短期疫情因素，预计在后续疫情控制后将集中释放。**消费需求：**金饰消费与 GDP 增速、收入呈现强相关性，长期经济增长支撑金饰消费增加。**趋势上：**（1）**工艺升级**，5G 金、古法金等工艺占比提升，增强消费属性，实现客群拓宽、品牌年轻化，同克重工费提升；（2）**品牌化**，头部加速低线市场门店扩张，提升份额；（3）**计价方式转变：**“按克计价”取代“按件计价”，提振销售、加速集中度提升；（4）**国潮崛起：**金饰消费具备中国特色，Z 世代金饰消费意愿提升；（5）**悦己需求增加：**催生金饰消费高频化及场景多元化。
- **投资建议**
疫情反复+金价上涨背景下。品牌商通过对冲手段，其盈利受短期金价波动影响有限，而长期金价波动向上利于黄金消费。疫情期间金价波动向上易形成股价领先于业绩上涨。中长期预计金饰消费属性增强、经济增长支撑消费增加。建议关注周大福，周大生，潮宏基。
- **风险提示**
疫情持续时间超预期，经济增长低于预期，线上增长不及预期。

正文目录

投资主题.....	5
1 黄金价格分析：短期俄乌危机推动金价阶段性走高，中长期中枢或维持高位	6
1.1 短期：俄乌危机推动金价阶段性走高	6
1.2 中长期：高通胀+低实际利率支撑金价中枢维持高位	8
2 品牌商影响分析：金价波动对盈利影响有限，疫情反复致婚庆需求递延释放	12
2.1 对业绩影响：品牌商通过多种手段对冲，短期受金价波动风险有限	12
2.2 与股价相关性：疫情期间金价波动向上，易形成股价领先于业绩上涨	14
3 金饰消费分析：具备投资属性的消费品，金价波动上涨利于金饰消费	16
3.1 投资属性：金饰具备保值属性，其消费受金价走势影响	17
3.2 消费属性：经济增长形成平稳支撑，五大趋势引领产业发展	21
风险提示：	30

图表目录

图表 1 1986-2022 年地缘政治风险指数及金价变化情况.....	6
图表 2 近 20 年地缘政治事件对黄金价格的影响.....	7
图表 3 2022 年 2 月 1 日至 4 月 1 日伦敦现货黄金价格 (美元/盎司)	8
图表 4 金价和美国 CPI、PPI 呈微弱正相关关系	9
图表 5 金价和美国 PCE、欧元区 HICP 走势微弱正相关.....	9
图表 6 黄金价格影响因素及观测指标分析	10
图表 7 金价和美元指数呈现一定负相关	10
图表 8 金价和实际利率 (倒置) 走势明显正相关 (美元/盎司, %)	10
图表 9 金价和美国 10 年期, 20 年期 TIPS 收益率呈现负相关性 (美元/盎司, %)	11
图表 10 金价和美国长端 TIPS 收益率 (倒置后) 相关性达 88% (美元/盎司, %)	11
图表 11 美国国债十年期收益率 (%)	12
图表 12 2021 年以来美国 CPI 指数不断攀升 (%)	12
图表 13 疫情后美国失业率逐渐好转 (%)	12
图表 14 美国新增非农人口数量 (万人)	12
图表 15 周大生、周大福、老凤祥、中国黄金素金产品营收占比情况	13
图表 16 周大生、中国黄金素金产品成本占比情况 (%)	13
图表 17 品牌商毛利率受金价上涨影响有限	14
图表 18 伦敦现货金价与周大福公司股价变化趋势对比	15
图表 19 伦敦现货金价与周大生公司股价变化趋势对比	15
图表 20 2010 年-2022 年伦敦现货金价与金饰股价变化趋势对比	16
图表 21 黄金占金饰品牌商成本比重较小, 毛利率与金价相关性较弱	16
图表 22 黄金珠宝品牌业绩受多重因素影响, 业绩增速与金价相关性较弱	16
图表 23 黄金饰品行业中长期影响因素	17
图表 24 各品牌黄金回收价锚定金价变化.....	18
图表 25 钻石回收价格约占市场价的 45%.....	18
图表 26 周大福黄金回收价与购买价相差约 6%.....	18
图表 27 各品牌 2021 年旧金饰回收规则.....	19
图表 28 2008 年次贷危机以来黄金投资需求呈现大幅波动.....	20
图表 29 2003 年-2021 年全球黄金投资需求占比整体提升.....	20
图表 30 2011 年-2022 年上期所金价与中国黄金总消费需求对比.....	21
图表 31 中国黄金珠宝零售增速与 GDP 增速呈正相关关系	22
图表 32 中国人均可支配收入持续提升	22
图表 33 疫情前黄金首饰消费量维持高位.....	22
图表 34 黄金饰品不同工艺特点	23
图表 35 周大福不同工艺黄金饰品单克加工费对比 (元/克)	23
图表 36 3D 硬金工艺制品 (周大生)	24
图表 37 古法黄金制品 (周大福)	24
图表 38 2021 年古法黄金在零售商黄金产品库存中占比排名第三 (按价值口径计算, %)	25
图表 39 2017-2020 年中国普通黄金饰品市场份额持续下滑 (%)	25
图表 40 2024 年古法黄金市场规模预测达到 1000 亿元 (亿元)	25
图表 41 年轻消费群体购买决策链条	26

图表 42 珠宝零售商认为品牌与营销年轻化对吸引年轻人的重要性最高.....	26
图表 43 中国珠宝市场集中度 2016 年以来持续提升 (%)	26
图表 44 头部品牌商门店加速扩张 (家)	26
图表 45 2021 年 42.5%零售商计划增加“按克计价”金饰产品的份额 (%)	27
图表 46 2021 年从未买过金饰但具有金饰购买意向的消费者年龄比例(%)	28
图表 47 2018 年 Q3 之后“国潮”搜索量大幅提升	28
图表 48 2020 年全球消费者珠宝自戴需求占比约 32%	28
图表 49 Z 世代在珠宝品类的年均消费额遥遥领先 (元)	29
图表 50 2021 年过半数的珠宝零售商认为年轻群体金饰消费预计增加 (%)	29
图表 51 2021 年超过半数的珠宝零售商预计未来 1-2 年内增加黄金类产品库存占比 (%)	29

投资主题

报告亮点

此篇报告我们首先对金价短期及中长期走势进行预判，其次分析疫情反复、金价波动上涨对金饰品牌商业绩与股价的影响。最后结合金饰的产品特性对其长期消费趋势做出分析。

我们认为当前黄金珠宝行业与 2020 年具备一定的相似性。相似之处在于两次金饰消费均受疫情影响而递延释放，且金价处于上升的预期。而差异在于 2020 年金价上涨原因为美联储放水+疫情外生冲击所致。而当前金价上涨为俄乌危机外生冲击导致的阶段性上涨，以及被长期的高通胀+低实际利率所支撑。预计未来金价中枢可能进一步上涨至 2000-2200 美元/盎司。

通过复盘 2020 年金价波动上涨+疫情致婚庆需求递延释放期间品牌商的业绩与股价表现，我们认为在疫情期间金价波动向上易形成股价领先于业绩上涨。其背后逻辑为：(1) 金价波动上涨有利于金饰消费，认为主要原因为在金价上涨时期消费者易形成对未来黄金增值保值的一致预期，从而增加金饰消费；(2) 疫情使得金饰婚庆需求消费递延释放，易形成市场对后续疫情控制后的珠宝品牌商业绩集中释放的乐观预期（具体复盘疫情后珠宝行业复苏及品牌商业绩集中释放请见报告《珠宝：从“V”字反弹、复苏企稳到再定价》）。

居民金饰消费与 GDP 增速呈现强相关性，预计中国未来经济长期增长能够为黄金饰品消费形成长期平稳支撑。结合产品特性以及行业发展趋势，黄金饰品是具备投资属性的消费品，具备投资+消费双重属性。随着近年来黄金工艺的升级使得黄金饰品的消费属性得到增强。而悦己需求增加也催生金饰消费高频化及场景多元化。计价方式转变、品牌化也使得行业格局趋于集中。

投资逻辑

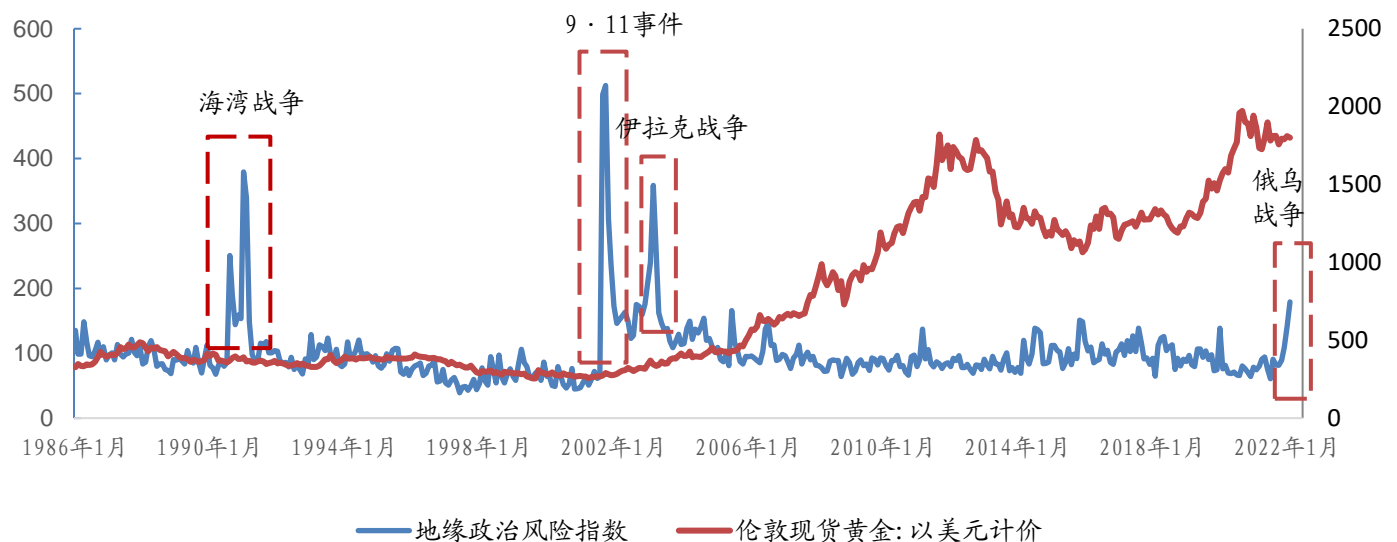
疫情反复+金价上涨背景下。品牌商通过对冲手段，其盈利受短期金价波动影响有限，而长期金价波动向上利于黄金消费。疫情期间金价波动向上易形成股价领先于业绩上涨。中长期预计金饰消费属性增强、经济增长支撑消费增加。建议关注周大福，周大生，潮宏基。

1 黄金价格分析：短期俄乌危机推动金价阶段性走高，中长期中枢或维持高位

1.1 短期：俄乌危机推动金价阶段性走高

国际地缘政治事件降低信用货币吸引力，并增强黄金避险功能。在信用货币时代，一旦事件发生国的政治或社会经济运行机制被打乱，政府稳定性发生动摇，货币的稳定性就将受到质疑，市场会迅速转向具有保值功能的黄金进行避险。地缘政治风险指数通常与金价呈正相关关系，恐慌情绪将推动黄金价格上涨，如“9.11事件”后仅五个交易日，金价上涨6.52%，对黄金价格的推动作用可见一斑。另一方面，国际地缘政治不稳定造成资源供给不稳定从而增强黄金避险功能。在战略性资源需求日益增长的今天，重要战略资源富集地区地缘政治出现不稳定预期时，如当前的“俄乌冲突”便使得黄金避险功能增强，进而推动黄金价格的上涨。

图表 1 1986-2022 年地缘政治风险指数及金价变化情况



资料来源：Dario Caldara 和 Matteo Iacoviello，华安证券研究所

幅度：金价在历次地缘政治中表现不完全一致，取决于其广度与深度。近20年局部地缘政治多次发生，比如伊拉克战争期间，金价表现比较平稳。俄罗斯鲁吉亚战争期间金价甚至大幅下跌。可见地缘政治是否推升黄金价格，要看这个政治的广度和深度，如果有大国的角力，如美国、俄罗斯、中国这样的大国参与，可能会推动黄金价格短期走高，但如果是局部地区或小国间的地缘政治事件，黄金价格的表现可能比较平淡。

图表 2 近 20 年地缘政治事件对黄金价格的影响

时间	政治/军事事件	1个交易日后	5个交易日后	1个月后
2001/9/11	911事件	5.52%	6.52%	3.50%
2003/3/20	伊拉克战争	-1.25%	-0.02%	-0.86%
2008/8/8	俄罗斯鲁吉亚战争	-1.94%	-7.80%	-8.28%
2014/3/21	克里米亚事件	0.48%	-2.79%	-2.87%
2014/9/22	美国空袭叙利亚境内IS	-0.08%	0.19%	2.10%
2016/6/24	英国脱欧	4.73%	5.36%	4.85%
2017/4/6	美国空袭叙利亚	-0.54%	2.28%	-2.24%
2017/9/3	朝鲜实验氢弹	0.60%	1.63%	-3.15%
2022/2/24	俄乌战争	-0.24%	0.95%	1.49%

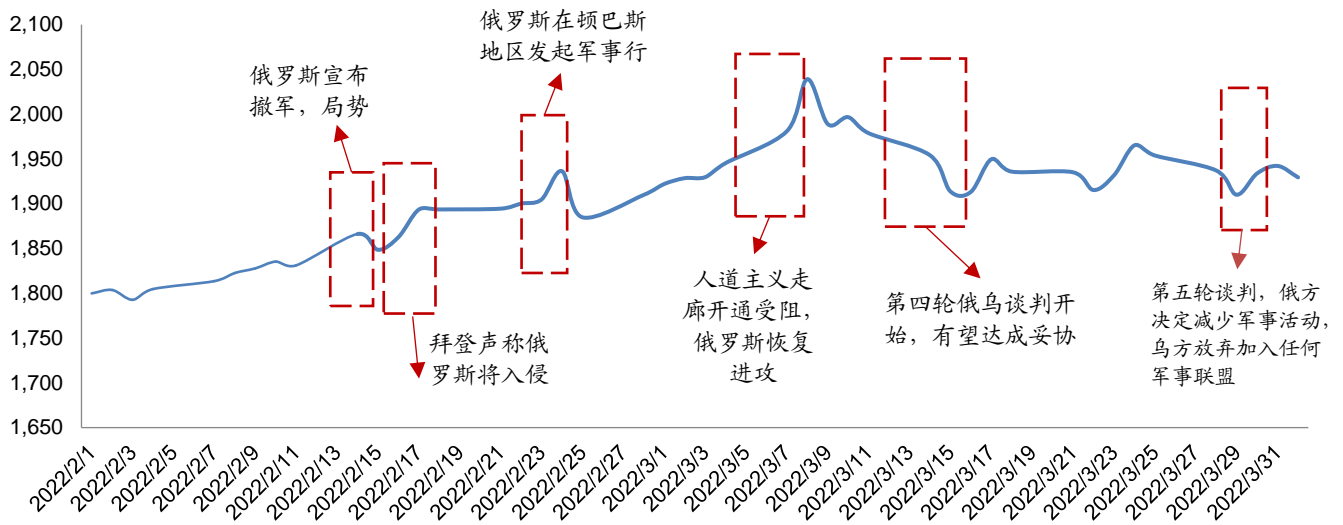
资料来源：wind，华安证券研究所；注：金价采用伦敦现货金价

可持续性：历史上地缘政治提振黄金价格具备阶段性特征。黄金因其稀缺性及不以信用为基础的超主权货币属性成为对冲地缘政治风险的工具。当重大国际地缘政治事件发生时，消费者风险偏好减小，黄金的避险功能凸显，易受资金追捧。根据我们的研究发现：①1991年海湾战争后，黄金价格并没有出现连续的上涨而是随着战争局势明朗迅速回归正常水平。②二战以后的战争都是局部性战争，对世界的影响局限在一定范围内，因此地缘政治产生的避险情绪对于黄金价格的具备阶段性影响。

短期避险情绪主导黄金价格上涨，期间黄金是较好的的避险资产。此次危机利益相关方美欧俄乌间的博弈愈演愈烈使全球经济增加了大量不稳定风险因素，并直接表现在敏感的国际金融市场上。2022年俄乌危机期间，在全球市场波动加剧的情况下，黄金由于具有较稳定的长期收益率，以及其抗通胀与避险的双重属性，受到投资者的青睐。俄乌开战以来，金价上涨迅速。据 Wind 数据，3月8日伦敦现货金价达到 2039.05 美元/盎司的高点，2、3月黄金表现超过美债、美元等，伦敦现货金价累计上涨 7.9%，而同期标普美国主权债指数下跌 4.98%，欧元区主权债指数下跌 2.17%。

由于地缘战争对金融市场的影响大多都是短期脉冲式的冲击，地缘冲突爆发前，以美国为首的西方国家舆论诱发避险情绪，黄金市场看涨情绪高涨导致贵金属价格走强。随着地缘政治危机爆发，不稳定因素增多风险集聚，金价持续上涨。近期俄乌第五轮谈判取得一定进展，俄方收到乌方保持中立和无核地位的意愿，双方近期军事活动有所减少，但后续乌军打击俄方军火库和石油基地的行为又使局势僵化。我们认为若俄乌双方后续谈判出现实质性进展，俄乌局势逐渐明朗，金价会如同海湾战争时期一般回落至正常水平。危机过后，资产价格的驱动因素最终或回归中长期逻辑。

图表 3 2022 年 2 月 1 日至 4 月 1 日伦敦现货黄金价格（美元/盎司）

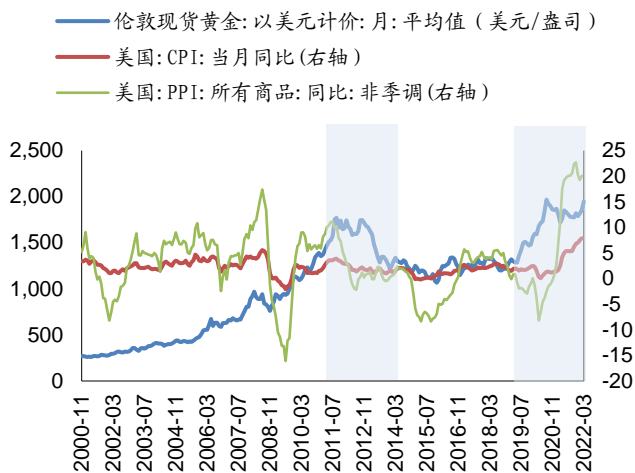


资料来源：wind，华安证券研究所；注：金价采用伦敦现货金价

1.2 中长期：高通胀+低实际利率支撑金价中枢维持高位

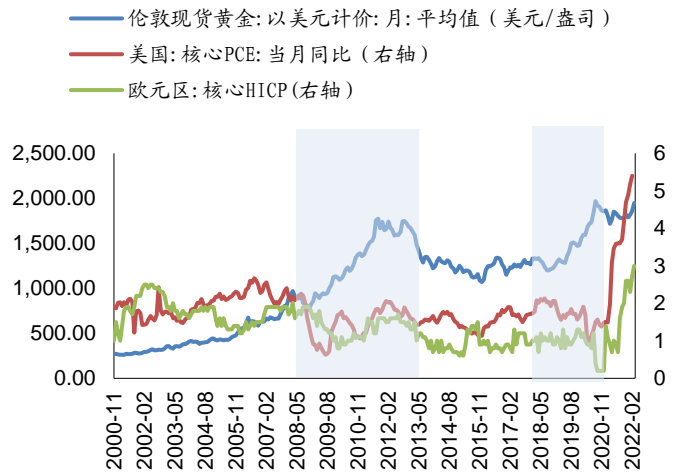
黄金具有抗通胀能力，但金价与通胀呈微弱正相关关系。黄金是一种特殊的大宗商品，具有一般等价物的属性，凭借其稀缺性和难获取性，对比普通金融资产享有更高保值价值。在商品价格大幅上涨的时期，黄金抗通胀作用凸显，其金融属性对于定价起到了重要的作用。通过分析历史金价与美国通胀水平，通货膨胀和美联储加息进程对金价具有一定的影响，但是部分时期金价并不单一随通胀水平提升而同步上涨。对比美国 CPI 指数，美国核心 PCE 指数和金价的历史走势，均未与金价呈现出明显的正相关关系，甚至出现过背离。具体来看，例如 2008-2009 年金价与通胀指数的走势出现了较大的背离，金价随着金融危机爆发带来的避险情绪上升，但是美国的 CPI 指数却在下降。再者，2021 年世界重要国家和地区的 CPI 和 PPI 都呈上升趋势，且美国核心 PCE 指数持续走高，呈现出通货膨胀高涨的态势，2022 年 1 月美国 CPI 指数同比上涨为 7.5%，连续 9 个月达到或高于 5%，创下了 1982 年以来的最快涨幅，核心 PCE 月度同比在 5% 以上，但是黄金价格并没有创下新高，反而一直低于 2020 年 Q3 的高点。

图表 4 金价和美国 CPI、PPI 呈微弱正相关关系



资料来源: wind, 华安证券研究所; 注: 高亮期间内伦敦现货金价与美国 CPI 增速呈现背离

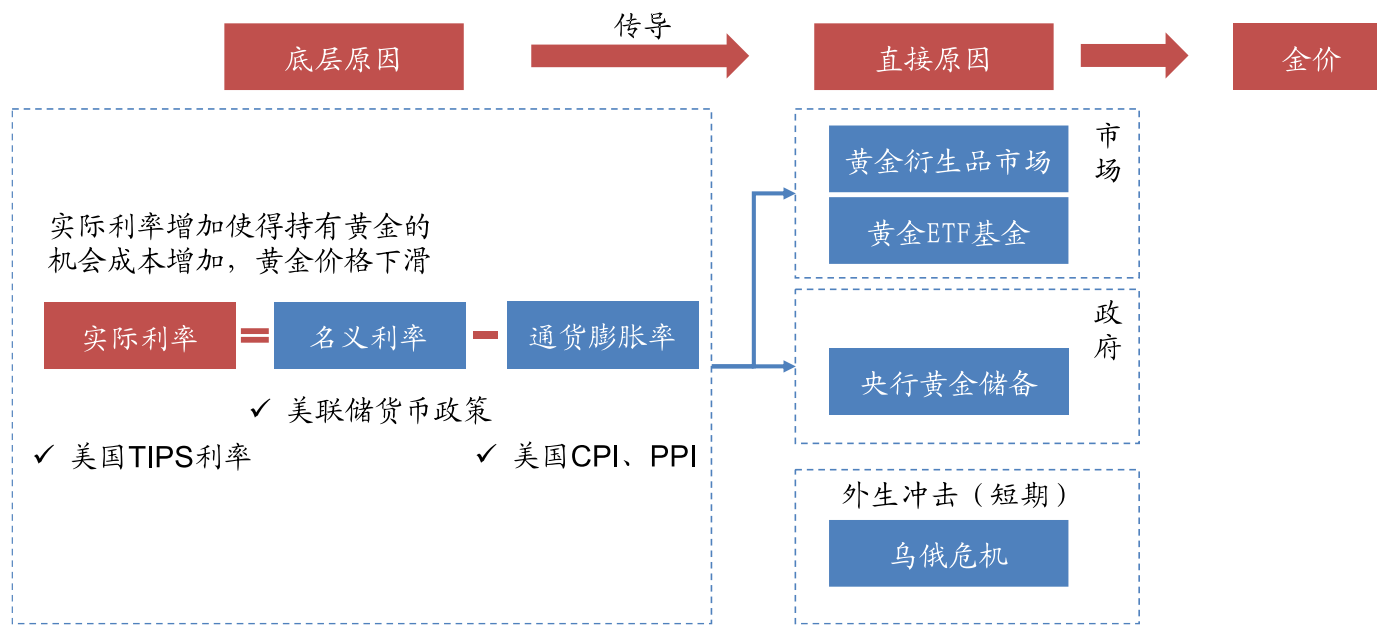
图表 5 金价和美国 PCE、欧元区 HICP 走势微弱正相关



资料来源: wind, 华安证券研究所; 美国核心 PCE 指数是衡量美国民间消费通胀的关键指标; 欧元区 HICP 是欧洲央行的通货膨胀和物价稳定的消费物价指数, 采用欧元的成员国内价格指数的加权平均; 注: 高亮期间内伦敦现货金价与美国 PCE、欧元区核心 HICP 增速呈现背离

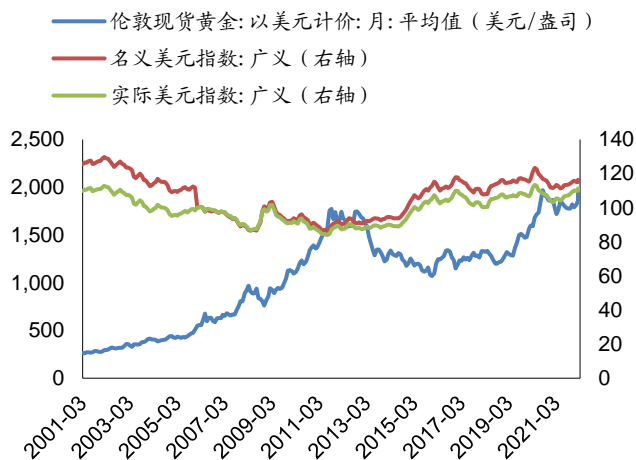
驱动因素: 美元指数影响金价为表象, 实际利率为核心驱动。金融资产往往都有利息, 而黄金本质上是零息资产。黄金通常采用美元计价, 通常认知在美元走强时金价会走弱, 反之亦然。但是美元对金价的影响是表象, 其根本影响机理是美元走强后, 进口价格和通胀下降, 实际利率上升从而传导到金价。影响黄金价格的核心因素是实际利率, 金价与实际利率(名义利率减通胀)呈现出明显的负相关性。从理论分析来看, 一方面, 名义利率如果下降将会使实际利率下降, 使黄金的持有成本降低, 金价将因此上升; 另一方面, 黄金作为具有抗通胀能力的资产, 其价格与通货膨胀的上升也具有一定关系, 通胀上升将会使实际利率下降。因此黄金价格的核心驱动因素为实际利率, 名义利率、美元指数、通胀等因素是通过实际利率来达到对于金价的影响机制。

图表 6 黄金价格影响因素及观测指标分析



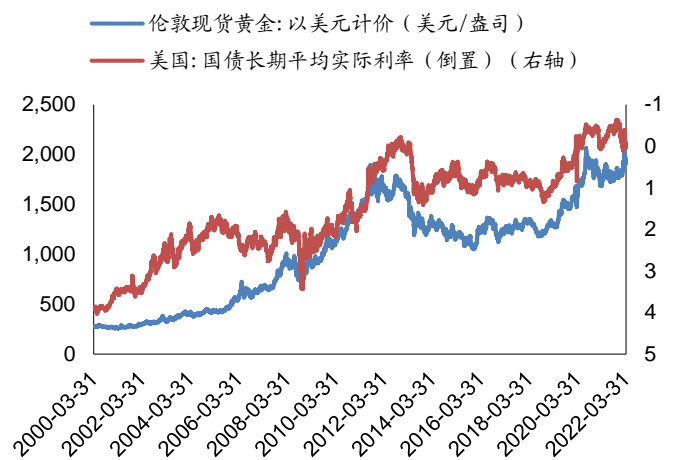
资料来源：华安证券研究所整理

图表 7 金价和美元指数呈现一定负相关



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 8 金价和实际利率 (倒置) 走势明显正相关 (美元/盎司, %)



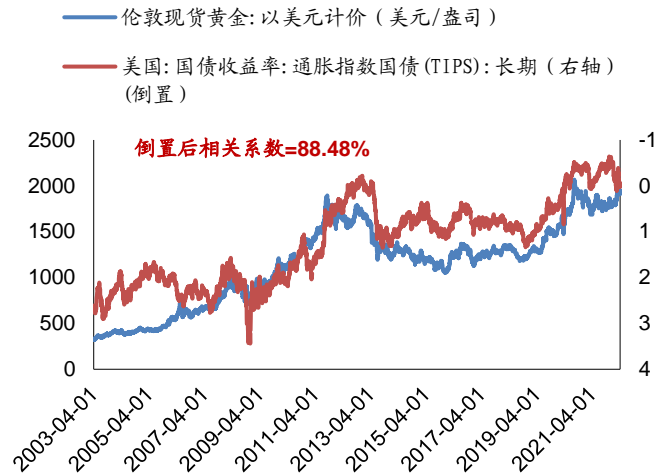
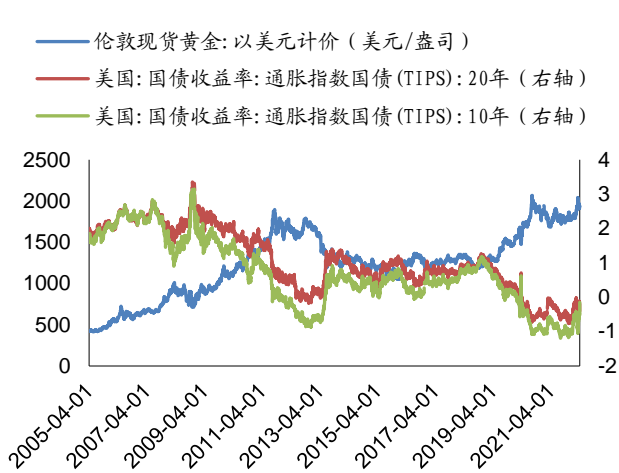
资料来源：wind, 华安证券研究所

TIPS 收益率隐含市场对实际利率预期, 与金价呈显著负相关。美国通胀保值债券 (简称 TIPS) 是由美国财政部发行的与消费者价格指数 (CPI) 挂钩的债券传统的债券, 美国财政部每半年付息一次, 它在发行时的票面利率是单纯的实际收益率, 通过本金跟随通胀的上涨或通缩的下跌而改变每期的实际票息收益。TIPS 与实际利率紧密联系, 是度量美国核心实际利率最好的指标之一, 它与黄金的底层信用都是美国政府, 因此与黄金一样被视为信用风极低的投资产品。黄金与 TIPS 的不同之处在于 TIPS 是生息资产, 而黄金是零息资产, 但其两者价格驱动的核心因素相同。TIPS 的收益率是市场动态博弈后的结果, 其中隐含市场对实际利率的预期, 可以作为实际利率的观测参数。

TIPS 当前处于历史低位。正是因为黄金和 TIPS 收益率的核心价格驱动因素相同，均为实际利率，因此呈现出了较高的相关性。**从实证分析来看，2003 年 3 月 31 日到 2022 年 3 月 31 日的区间内，美国 TIPS 利率（倒置后）和金价走势的相关系数为 88.48%，两者存在着长期的显著负相关关系，2019 至 2021 年上半年 TIPS 收益率处于持续下行的态势，而金价呈现出强势上涨的趋势。近期来看，TIPS 的收益率仍然处于历史区间中的低位中不断波动，截至 2022 年 4 月 1 日美国十年期通胀保值债券（TIPS）收益率跌至-0.41%，处于历史低位。**

图表 9 金价和美国 10 年期，20 年期 TIPS 收益率呈现负相关性（美元/盎司，%）

图表 10 金价和美国长端 TIPS 收益率（倒置后）相关性达 88%（美元/盎司，%）

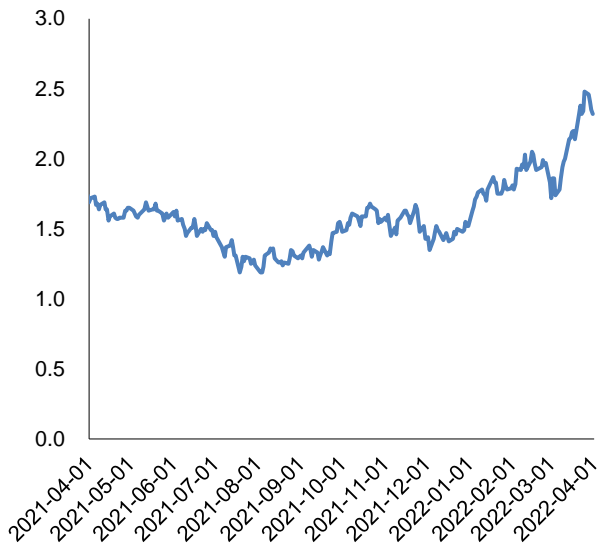


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

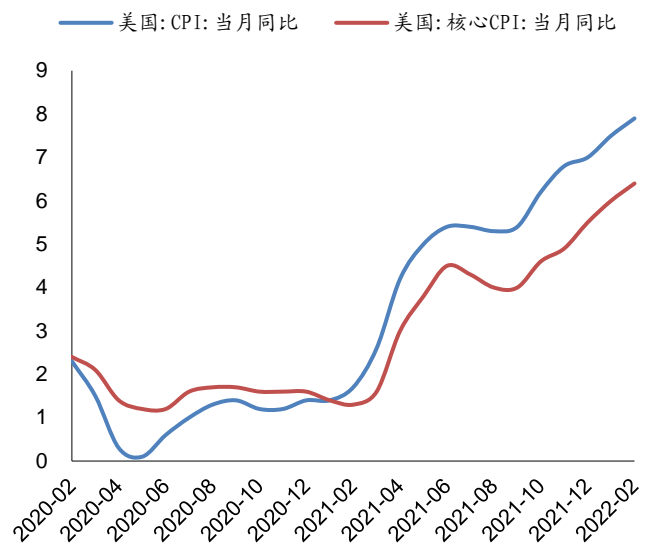
隐藏在避险情绪下的高通胀、低实际利率支撑金价中枢维持高位。引用华安金属团队对金价中长期趋势的预判，截至 2022 年 4 月 1 日金价已上涨至 1929.4 美元/盎司，看似是俄乌冲突和疫情反复带来的避险情绪影响，但掩盖在后面的的是短期内难以改变的高通胀、低实际利率，2 月的美国 CPI 数据同比增长 6.4%，在高通胀背景下的美债利率较很跑赢通胀，尤其是当前的经济似乎已经处于滞涨状态，这与常规的通胀相比更难以通过货币手段迅速走出通胀，美联储加息节奏很难对实际利率有较大的向上推动力，这对黄金价格中枢维持高位反而是利好。**我们认为金价中枢可能进一步上涨至 2000-2200 美元/盎司。**

图表 11 美国国债十年期收益率 (%)



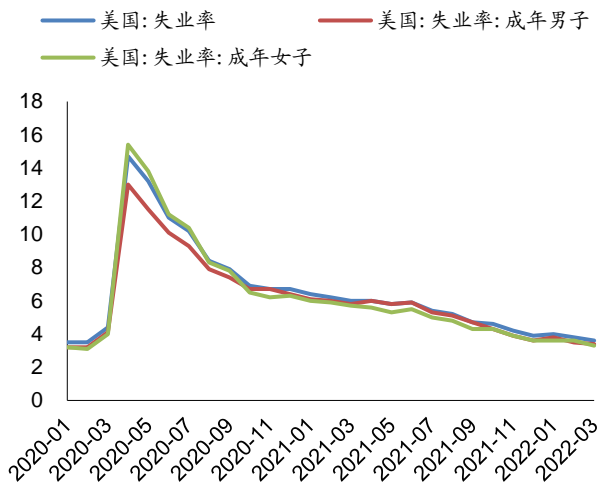
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 2021 年以来美国 CPI 指数不断攀升 (%)



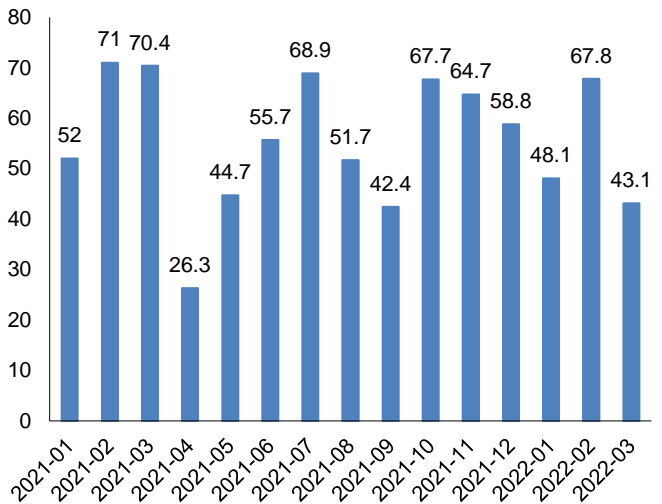
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 疫情后美国失业率逐渐好转 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 美国新增非农人口数量 (万人)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 品牌商影响分析: 金价波动对盈利影响有限, 疫情反复致婚庆需求递延释放

2.1 对业绩影响: 品牌商通过多种手段对冲, 短期受金价波动风险有限

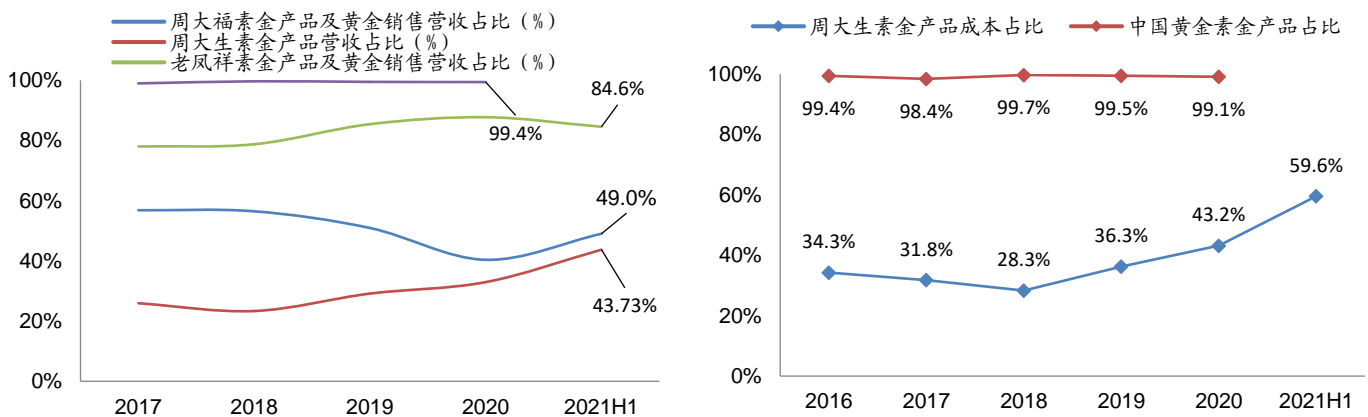
各品牌商产品结构具备差异, 对金价敏感度不同。周大福、周大生、老凤祥、中国黄金的营收情况因终端产品结构不同可分为两类。相同产品结构的品牌金饰成本、营收结构一致。由于周大福与老凤祥未披露黄金原材料及素金产

品成本数据，我们选取周大生、中国黄金进行分析。周大生素金产品成本占比略高于营收占比，老凤祥 2017-2020 素金产品成本结构与营收结构高度一致。

- **周大福、周大生占比在 40%-50%。**以周大福、周大生为代表，其中周大福素金产品占营收比重接近 50%；而周大生镶嵌首饰占比较高，素金产品营收占比 44%；
- **老凤祥、中国黄金占比超过 80%。**以老凤祥、中国黄金为代表，其中老凤祥素金产品占营收比重高于 85%；中国黄金高于 95%。

产品结构不同导致盈利能力的差异。由于素金产品价格透明，主要赚取加工费，老凤祥与中国黄金营收几乎都来自于毛利较低的黄金以及素金产品的销售，近年来综合毛利率持续低于 10%。而受益于镶嵌类钻石首饰具备品牌溢价、情感等附加属性，毛利率较高，周大福与周大生综合毛利率处于 20%以上。而老凤祥与中国黄金营收几乎都来自于毛利较低的黄金以及素金产品销售，毛利率水平较低。

图表 15 周大生、周大福、老凤祥、中国黄金素金产品营收占比情况 (%) 图表 16 周大生、中国黄金素金产品成本占比情况 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所；注：周大福与老凤祥未披露素金产品成本数据，因此选取周大生、中国黄金分析

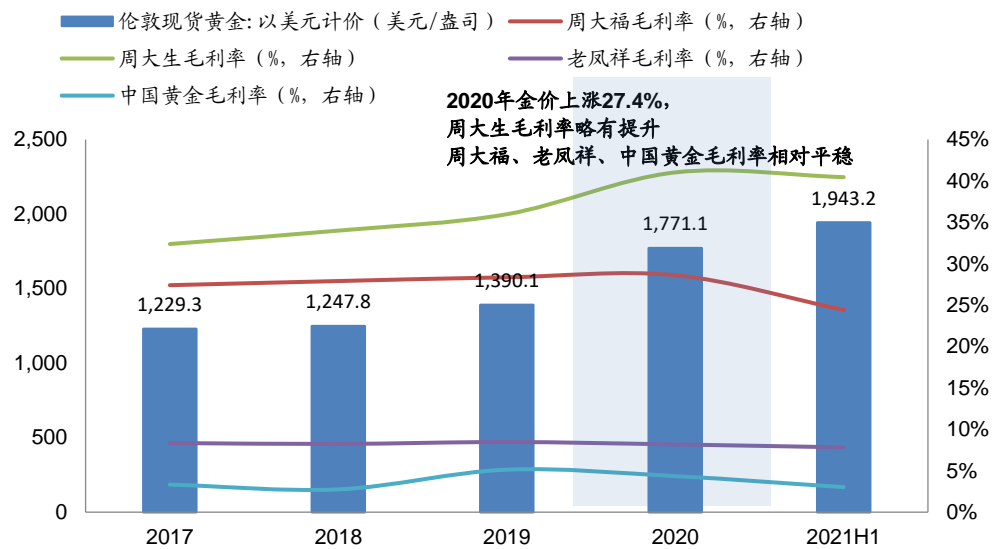
金价波动影响：通过多种手段规避金价波动风险，盈利受短期波动影响有限。金饰品牌商由于通过套保等方式对冲风险或暂时销售之前囤积的库存黄金，受金价波动影响较小。且由于素金产品价格相对于金价有一定溢价空间（设计费、加工费和品牌溢价），甚至有时企业生产成本不变，产品销售价格却有所上升。具体来看：

- **周大福和周大生：采取黄金租赁方式规避金价波动风险。**公司黄金产品主要以指定供应商模式为主，以收取入网费的形式确认收入，同时公司黄金原料采购会通过黄金租赁的方式，可对冲金价大幅波动风险，因此金价涨跌对公司业绩影响较小。
- **老凤祥：通过衍生品等工具对冲金价波动风险。**公司会根据订货会的预计情况，结合其生产计划、生产周期、金价的波动情况以及公司的资金实际情况等综合因素来考虑黄金原料的采购；并采用上海黄金交易所提供的衍生品等交易工具进行对冲和消除金价波动的风险；
- **中国黄金：通过黄金租赁、以销定采的方式规避金价波动风险。**与银行紧密合作借金还金降低黄金价格涨跌带来的负面影响。我们猜测由于受采购模式影响，且较少采用衍生品对冲，公司较其他品牌商受金

价波动影响较大。在 2020Q3-Q4 金价上涨期间，毛利率从 5.73% 略微下滑至 1.94%。

受多重因素影响，品牌商毛利率、业绩增速与单一金价相关性较弱。近些年 2019-2021 年金价波动较明显，因此我们采用 2019Q1-2020Q3 的季度数据进行分析。毛利率受金价波动影响较小，2019Q4-2020Q3 黄金价格大幅上涨，但各黄金饰品品牌商通过预采购、衍生品对冲等方式能够对冲金价波动风险。金价波动对企业盈利能力以及毛利率的影响较小；业绩增速与金价没有显著相关性，2019Q1-2020Q3 金价上涨区间内归母净利润呈现震荡态势，并没有和金价波动表现出显著相关性。因此我们认为黄金珠宝品牌商的业绩受多重因素影响，黄金价格的波动并不是影响业绩的主要因素。

图表 17 品牌商毛利率受金价上涨影响有限

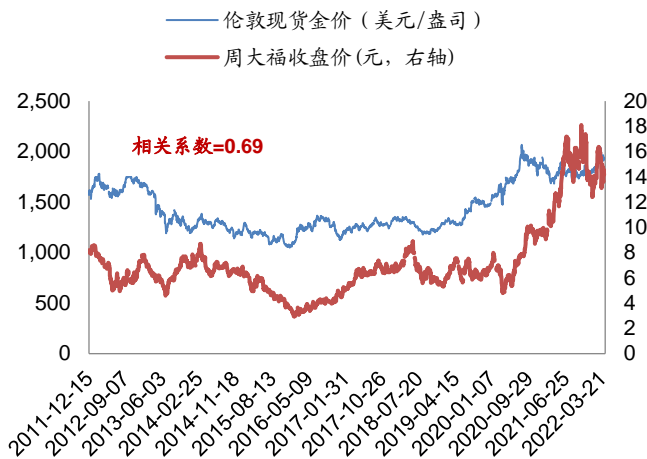


资料来源: wind, 华安证券研究所

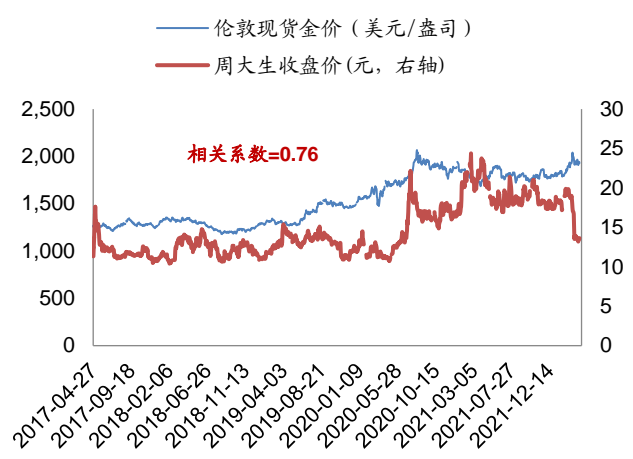
2.2 与股价相关性: 疫情期间金价波动向上, 易形成股价领先于业绩上涨

周大生、周大福股价与金价存在约 0.7 的正相关性。尽管近两年随着消费属性增强，但从头部品牌商整体股价上看，仍具备金矿影子股特性，其股价与金价具备相关性。但由于股价受多重因素影响，部分时期股价并不单一随黄金价格走势而同步变化。我们选取 2011 年 12 月 15 日至 2022 年 4 月 1 日的数据进行具体分析（其中中国黄金于 2021 年 2 月 5 日上市，周大福和周大生素金营收占比在 40-50% 之间，长期股价与黄金价格走势相关性较强。周大福公司股价在 2011 年 12 月 15 日至 2022 年 4 月 1 日期间与黄金价格相关系数为 0.69；周大生公司股价在 2017 年 4 月 27 日至 2022 年 4 月 1 日期间与黄金价格相关性为 0.76。

图表 18 伦敦现货金价与周大福公司股价变化趋势对比



图表 19 伦敦现货金价与周大生公司股价变化趋势对比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

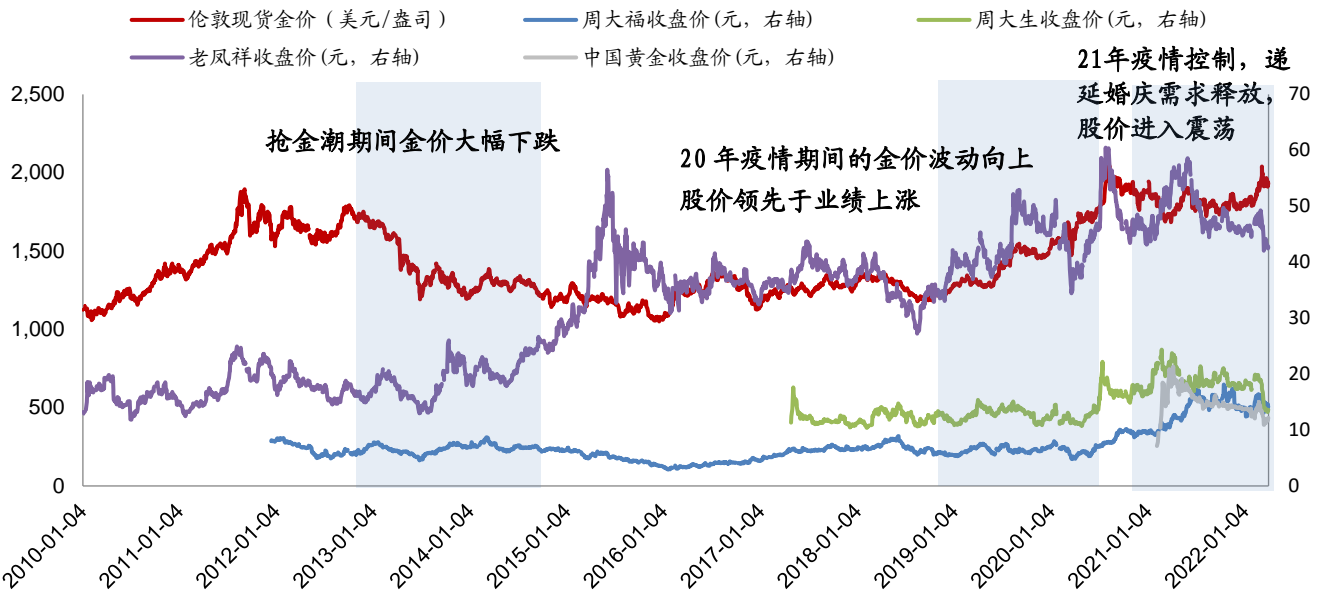
资料来源: Wind, 华安证券研究所

疫情期间的金价波动向上易形成股价领先于业绩上涨。我们认为当前黄金珠宝行业与 2020 年具备一定的相似性。相似之处在于两次金饰消费均受疫情影响而递延释放,且金价处于上升的预期。而差异在于 2020 年金价上涨原因为美联储放水+疫情外生冲击所致,而当前金价上涨为俄乌危机外生冲击导致的阶段性上涨,以及被长期的高通胀+低实际利率所支撑。

通过复盘 2020 年金价波动上涨+疫情致婚庆需求递延释放期间品牌商的业绩与股价表现,我们认为在疫情期间金价波动向上易形成股价领先于业绩上涨。其背后逻辑为:(1)金价波动上涨有利于金饰消费,认为主要原因为金价上涨时期消费者易形成对未来黄金增值保值的一致预期,从而增加金饰消费(见后文);(2)疫情使得金饰婚庆需求消费递延释放,易形成市场对后续疫情控制后的珠宝品牌商业绩集中释放的乐观预期(具体复盘疫情后珠宝行业复苏及品牌商业绩集中释放请见报告《珠宝:从“V”字反弹、复苏企稳到再定价》)。

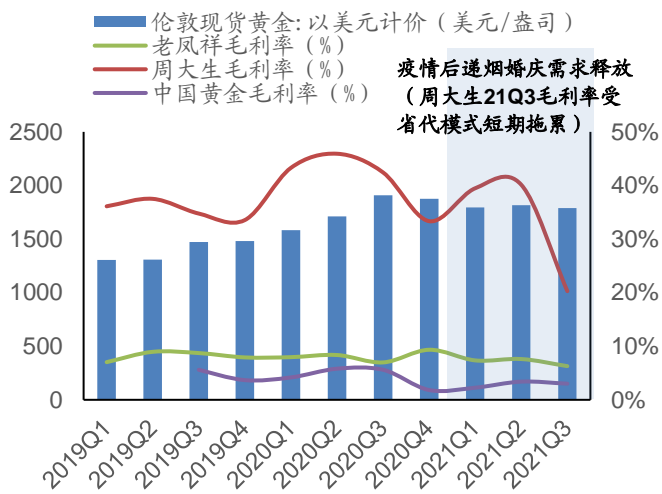
➤ **2020 年股价领先于业绩上涨,疫情后股价进入震荡。**2019 年至疫情初期,受美国及全球市场经济疲软增加市场对美联储降息的担忧,黄金价格持续上涨。尽管在疫情初期受疫情管控制度影响,经济停滞,黄金消费下滑。周大福、周大生和老凤祥股价均有不同程度下跌,但随着金价的持续上涨、国内黄金产品线上渠道高增长,宏观以及市场对品牌商疫情后业绩集中释放等因素影响,黄金珠宝品牌股价随之上涨。

图表 20 2010 年-2022 年伦敦现货金价与金饰股价变化趋势对比

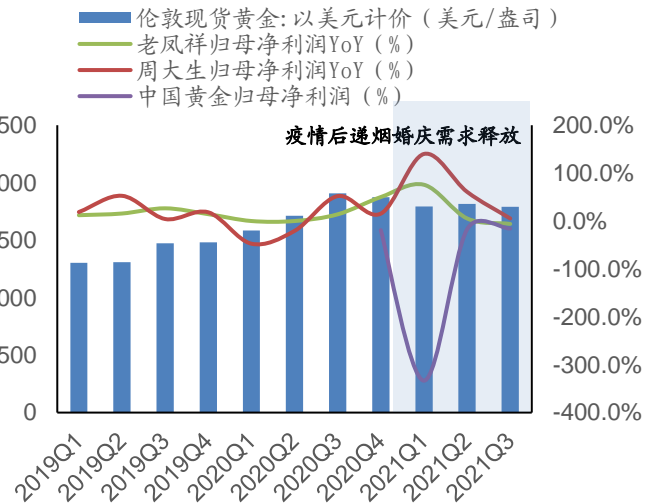


资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 黄金占金饰品牌商成本比重较小, 毛利率与金价相关性较弱



图表 22 黄金珠宝品牌业绩受多重因素影响, 业绩增速与金价相关性较弱



资料来源: wind, 华安证券研究所; 注: 周大福仅披露半年报因此选取老凤祥、周大生、中国黄金; 金价取区间内平均值

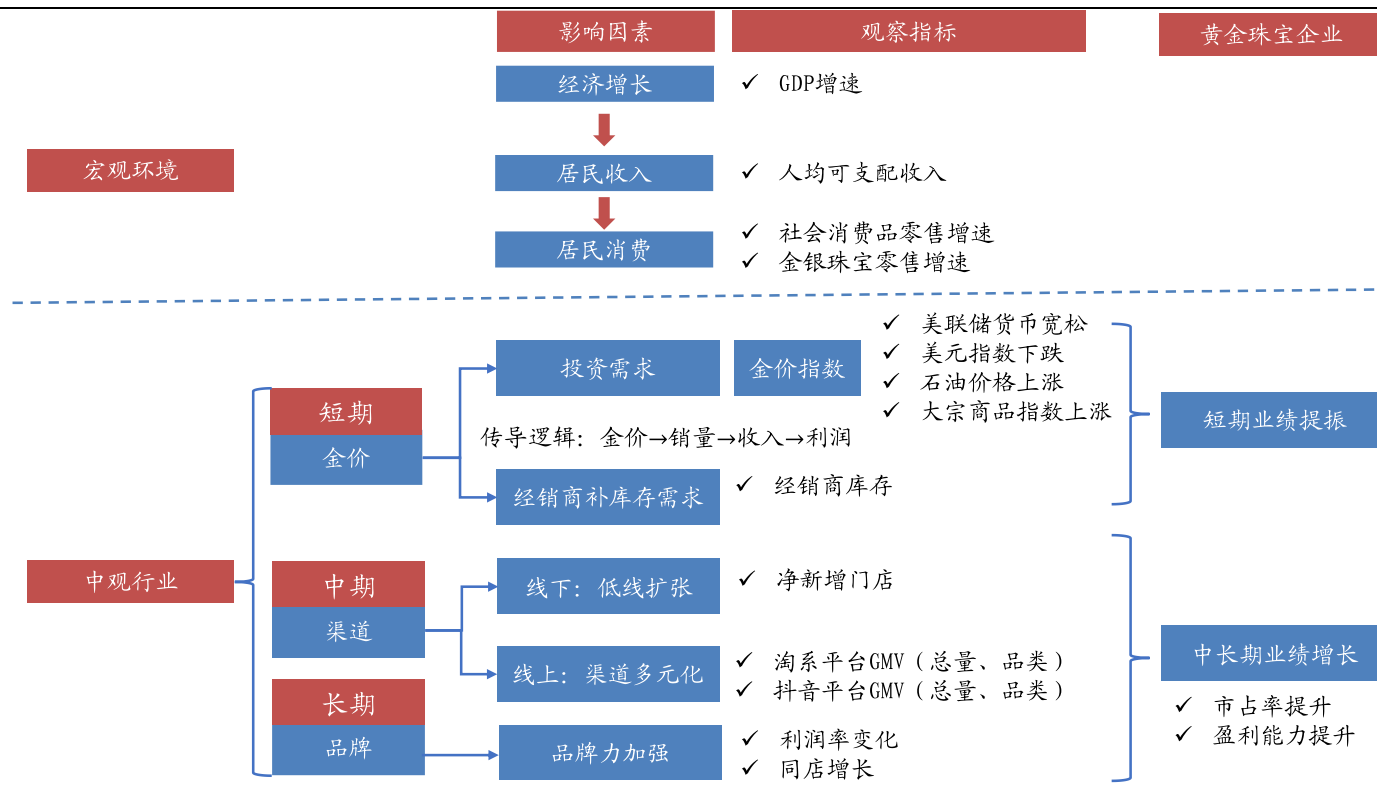
资料来源: Wind, 华安证券研究所; 注: 周大福仅披露半年报因此选取老凤祥、周大生、中国黄金; 金价取区间内平均值

3 金饰消费分析: 具备投资属性的消费品, 金价波动上涨利于金饰消费

金饰兼具投资与消费双重属性, 需求稳定性强。金饰具备投资与消费双重属性, 其需求具有稳定性的特征。由于经济社会发展和人们资产配置观念的改变, 素金饰品越来越受到中国消费者的青睐。消费属性上, 黄金珠宝首饰相比金条、金币等投资性黄金产品具有消费属性, 能够满足人们婚嫁与社交生活的

需要。相比黄金的投资需求，黄金珠宝首饰由于婚恋等较为刚性的需求，其需求波动幅度更小。甚至在黄金投资需求下降期间，黄金珠宝首饰需求逆势上扬。**投资属性上**，黄金珠宝首饰不仅能够满足人们婚嫁与社交生活的需要，且具有一定的投资价值。金饰投资与消费的双重属性，使其在市场需求波动期间能够抵御黄金需求减少的冲击。**综合来看**，我们认为黄金饰品具备投资保值属性，其消费需求一定程度受未来金价预期的影响，但其本质仍为消费品。在产业升级、品牌化等发展趋势下，黄金饰品的消费属性愈发凸显。

图表 23 黄金饰品行业中长期影响因素



资料来源：华安证券研究所整理

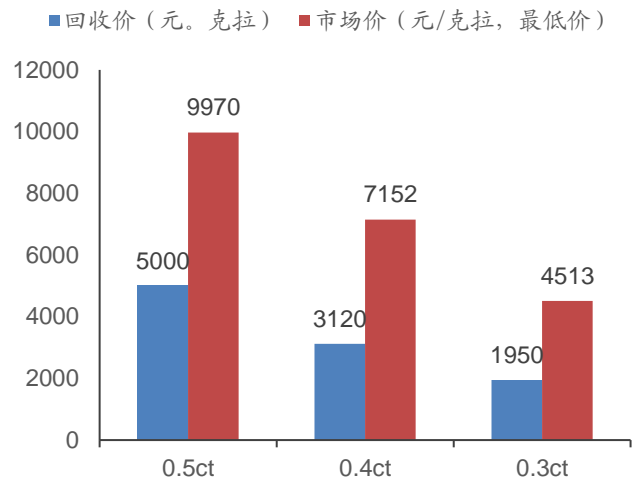
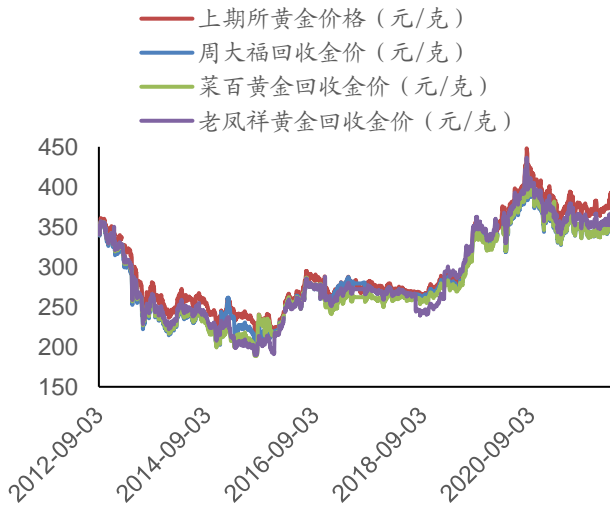
3.1 投资属性：金饰具备保值属性，其消费受金价走势影响

黄金饰品折价率低，较其他珠宝首饰具备保值增值属性。黄金饰品是黄金产品的一种，金价和设计品牌溢价决定了黄金饰品的价值。黄金价值不因消费使用而消失，在黄金市场价格提升的情况下，能够实现价值保值甚至增值。由于黄金的特殊性与稀缺性，人们的风险厌恶心理使黄金产品在高通胀和经济下行环境下更具投资属性。**金饰回收价锚定金价**，周大福、菜百黄金和老凤祥黄金回收价锚定金价变化，近年来三家黄金公司回收平均价格与上期所金价差价均在金价的10%以下。同时在金价上升周期中，回收价格存在高于购买金价的情况，黄金产品实现升值效果。**金饰的折价率低于钻石**，但考虑到黄金饰品产品的特殊性，其在实际购买过程中会额外产生品牌加工费，实际回收过程中也存在收取工费、折旧费等情况。**综合来看**，周大福、周大生、老凤祥等金饰品牌商的折价率 $(1 - \text{回收价格} / \text{购买价格})$ 低于6%，金饰具备保值属性。而钻石、银饰等其他珠宝首饰由于标准化程度较低、二级市场流动性较黄金弱、品牌溢价较高等原因，产品的折价率较金饰更高。在实际回收过程中回收价格相对于

原价大幅降低。以钻石为例，据奢交汇钻石回收报价数据，钻石产品折价率甚至高达 50%，保值性远远低于黄金饰品。

图表 24 各品牌黄金回收价锚定金价变化

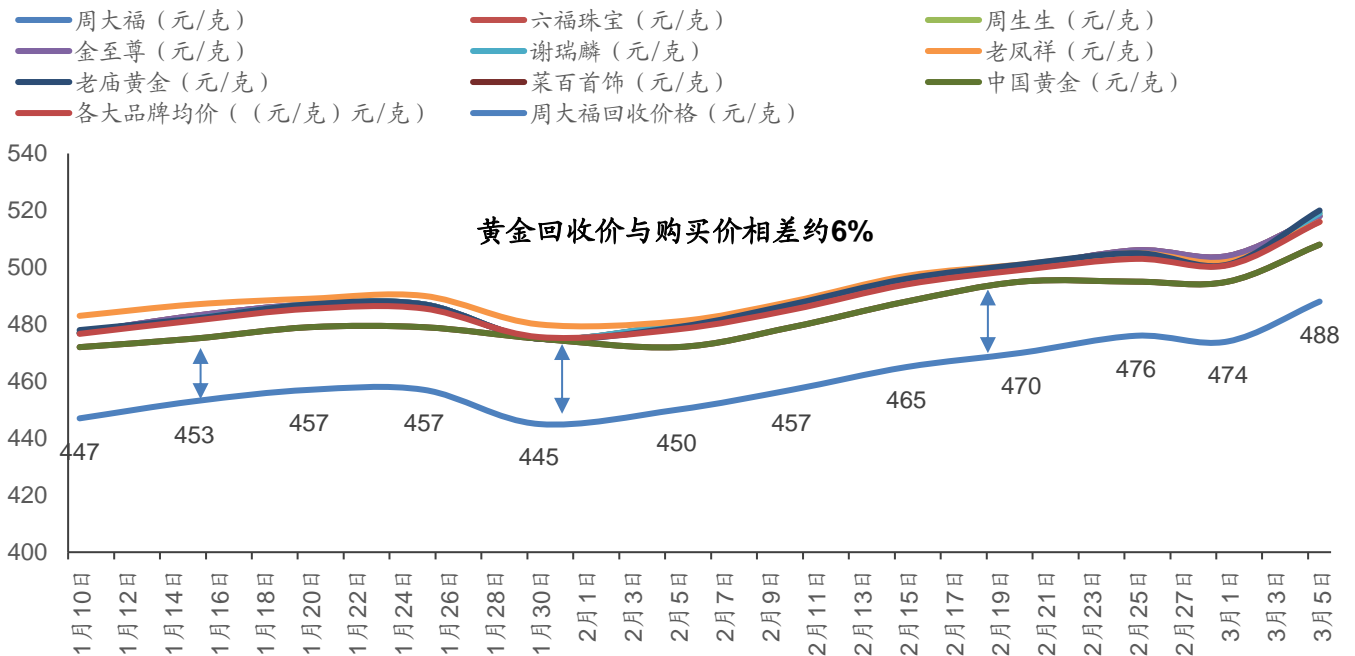
图表 25 钻石回收价格约占市场价的 45%



资料来源: Wind, 中国黄金投资网, 华安证券研究所

资料来源: 奢交汇钻石回收报价, 我爱钻石网, 华安证券研究所; 注: 回收价为 2 月 15 日公布价, 市场价为 3 月 8 日公布价, 单位为元。钻石品质参考: D-H/SI1, 切工: EX/VG/GD, 抛光: EX/VG/GD, 对称: EX/VG/GD; 此处回收价指单纯裸钻的回收价格

图表 26 周大福黄金回收价与购买价相差约 6%



资料来源: 金价查询网, 华安证券研究所; 注: 各品牌均价采用周大福、六福珠宝、周生生、谢瑞麟、老凤祥、老庙黄金、菜百首饰、中国黄金、金至尊品牌取平均值; 此处回收价不包括手工费

图表 27 各品牌 2021 年旧金饰回收规则

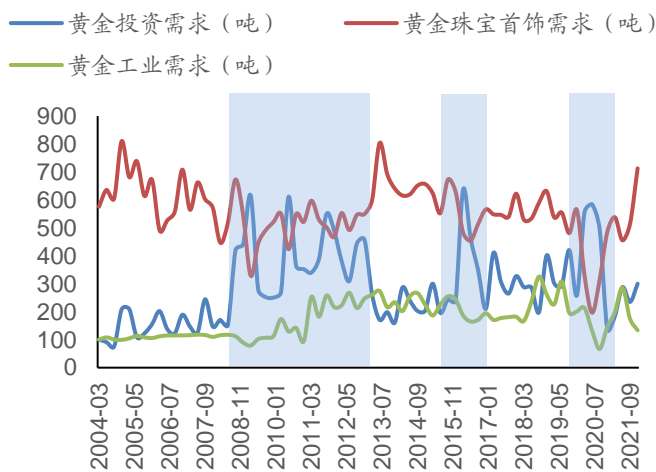
品牌	规则
周大福	旧金为周大福品牌：折旧费为30元/克，需要至少添加25%的新金。需另加收手工费。
	旧金为非周大福品牌：需融化验金后计算重量，折旧费为30元/克，需要至少添加25%的新金。需另加收手工费。
老凤祥	旧金为老凤祥品牌：折旧费为7元/克，损耗1%，需要至少添加20%的新金；如果旧款首饰超过一年，换新时还需收取20元/克的服务费。需另加收手工费。
	旧金为非老凤祥品牌：换新时需要额外加40元/克工费，且需至少添加20%的新金。需另加收手工费。
周生生	旧金为周生生品牌：折旧费为30元/克。需要至少添加30%的新金。需另加收手工费。
	旧金为非周生生品牌：不接受以旧换新。
中国黄金	旧金为中国黄金品牌：折旧费为32元/克，需另加收手工费。
	旧金为非中国黄金品牌：需融化验金后计算重量，折旧费为32元/克，需另加收手工费。
老庙黄金	旧金为老庙黄金品牌：足金损耗计算为1%，折旧费为10元/克。
	旧金为非老庙黄金品牌：足金损耗计算为1%，折旧费为12元/克。

资料来源：公司官网，华安证券研究所；注：各城市门店旧金回收规则可能存在差异，以实际情况为准。

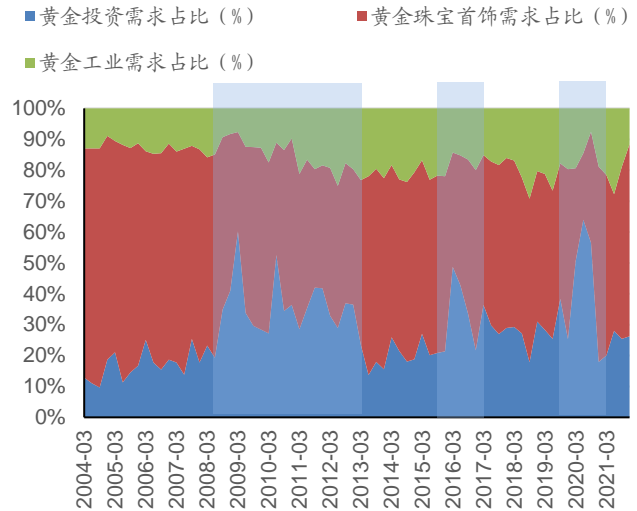
全球黄金投资需求占比约 30%，21 世纪以来波动加大、占比提升。黄金由于供给存在天然的稀缺性、稳定性，曾长期拥有货币之锚的地位。虽然全球货币体系逐渐从 20 世纪的金本位过渡到现在的信用货币体系，但黄金的投资属性所带来的保值与抗通胀功能，使其在全球市场仍具有旺盛的投资需求。**聚焦投资需求**，经济全球化带动全球生活水平的提高，使人们的资产配置意识得到强化，黄金投资需求旺盛，尤其是 2008 年金融危机以来，黄金的保值和抗通胀功能深入人心。中国是黄金消费大国，随着经济水平和可支配收入的不断增高，黄金消费和投资需求呈现波动上升态势。

黄金具备避险功能，市场不确定性增加时投资需求增加。复盘 21 世纪以来全球黄金投资需求及其占黄金需求整体比重变化，在外生冲击导致市场不确定性增加时期，黄金避险功能凸显。**21 世纪以来黄金投资需求增加**，2003-2021 年，全球通货膨胀、美联储财政政策改变、各国央行黄金需求下降等因素引发金价波动。同时短期受到战乱和政局动荡、金融危机拉高市场避险情绪、石油价格变化的影响。黄金投资需求呈现大幅波动，占比提升态势。据 Wind 数据，近年来约占黄金整体需求的 30%，高于 2000 年初的比重。而黄金首饰需求占比约 50%，比重有所减少但仍占最大比重。2020 年疫情以来，各国政府纷纷颁布财政政策以应对经济环境恶化，其带来的高通胀后果在多个国家出现，且多国降低利率导致的黄金投资机会成本降低，这些均在一定程度上增加了黄金的投资需求，广泛的市场不确定性推动黄金投资需求提升。

图表 28 2008 年次贷危机以来黄金投资需求呈现大幅波动



图表 29 2003 年-2021 年全球黄金投资需求占比整体提升



资料来源：Wind，华安证券研究所；注：标蓝区域为外生冲击导致市场不确定性增加时期

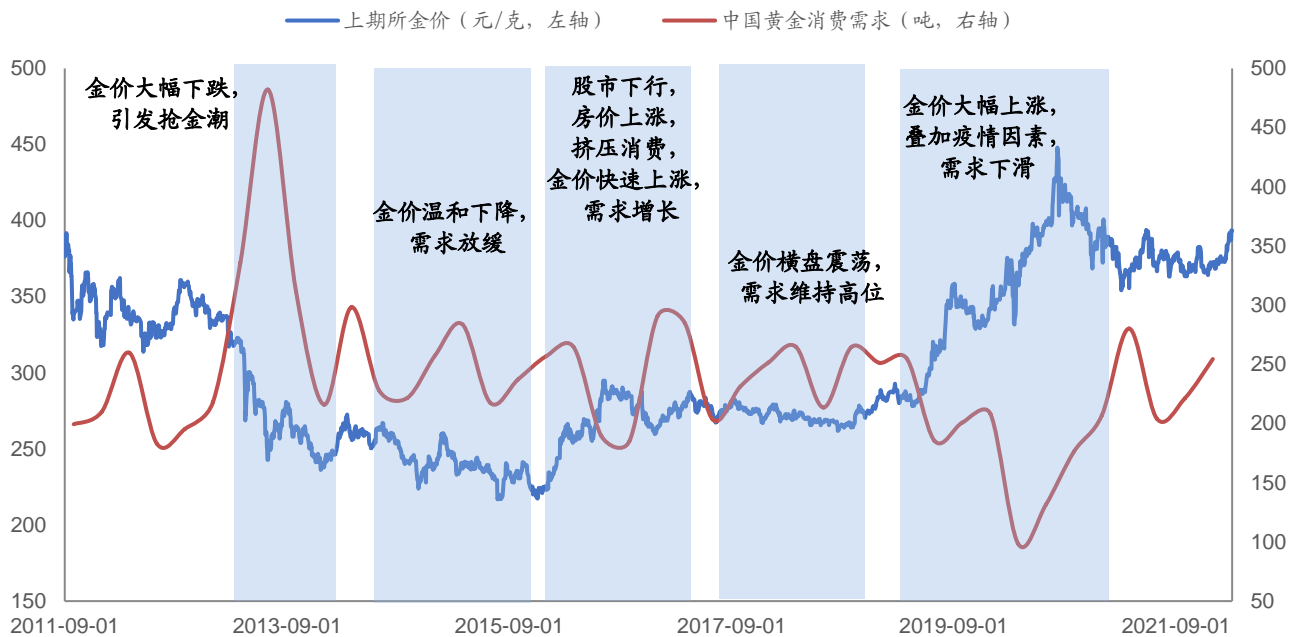
资料来源：Wind，华安证券研究所；注：标蓝区域为外生冲击导致市场不确定性增加时期

不同情景下金价对黄金消费影响不同，金价温和上涨期利于黄金消费。黄金饰品作为附带投资属性的特殊消费品，消费者购买金饰主要为满足消费需求，同时由于黄金饰品的具有避险、抗通胀性、保值的功能，因此也存在相当程度的投资需求成分。从金价对于黄金消费需求的影响看，黄金消费一定程度上与未来黄金价格的预期走势相关。从而体现出黄金珠宝首饰需求受金价影响，呈现不同的变化规律。具体来看：

- 金价温和上涨期间，利好黄金需求；
- 金价大幅上涨或抑制黄金需求；
- 金价温和下降期间，利空黄金需求；
- 金价大幅下降，或引发抢购潮。

从历史中国黄金消费需求与金价的相关性来看。不同情景下金价对金饰需求影响不同。我们认为金价温和上涨时期，利于消费者形成对未来金饰增值的乐观预期，利好黄金消费需求，但金价大幅波动则不确定性增加。根据历史复盘看，金价大幅上涨使得金饰价格过高，易导致黄金需求下降。金价温和下降时期，消费者容易形成对未来金饰贬值的悲观预期，从而抑制黄金需求；而大幅下降易引发消费者投机心理，导致抢购潮。金价横盘振荡期间，需求变化幅度小。

图表 30 2011 年-2022 年上期所金价与中国黄金总消费需求对比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

另一方面，我们复盘了近十年两次金价大幅波动的情景，认为在金价大幅波动期间不利于黄金消费需求的增加，其本质原因为消费者难以形成对未来黄金增值保值的一致预期，同时零售商难以形成对未来进货订单的合理判断。

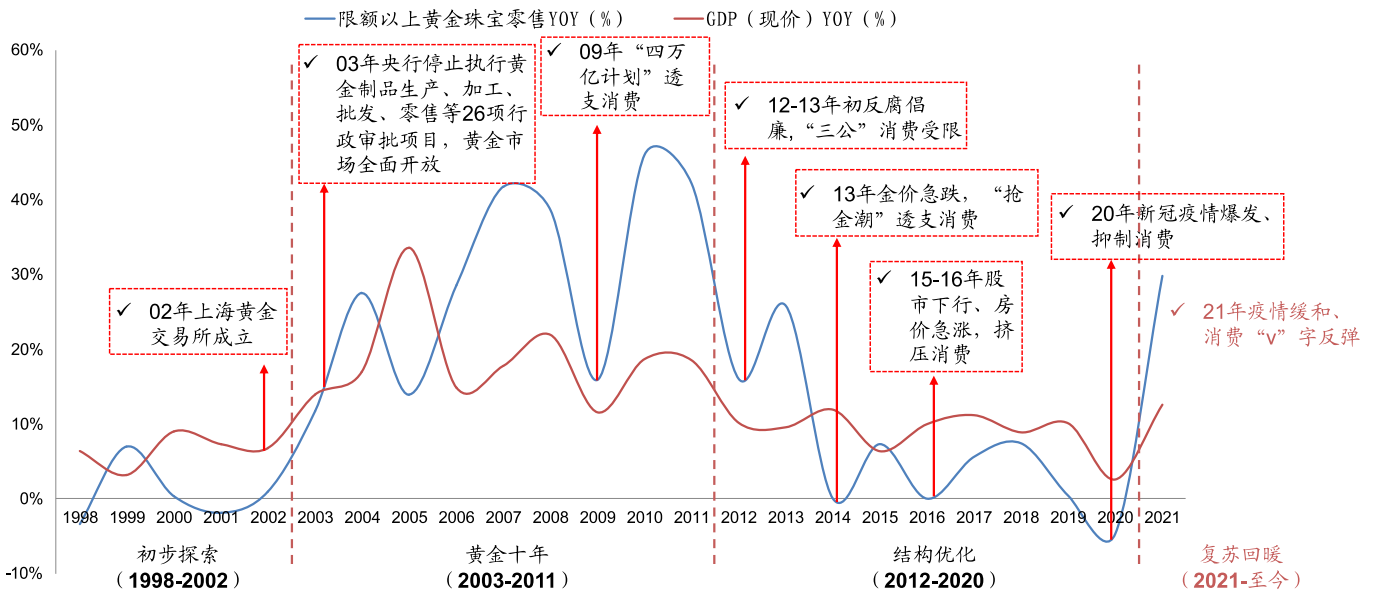
- **2013 年“抢金潮”期间金价消费需求下滑：**2013 年金价大幅下跌，引发消费者抢购潮，透支次年消费。在此期间，金价波动强烈影响了黄金需求，导致其大幅度波动，反向阻碍金价上涨，随后 2 年内金价与黄金消费需求呈现下滑趋势；
- **2019-20 年期间金价大幅上涨，与需求背离：**2020 年疫情发生后，经济环境不确定背景下，市场避险情绪的增长对未来高通胀的预期推高金价。而相反黄金消费受疫情影响触底。之后随着疫情逐渐被控制、中国经济回暖，黄金消费需求“V”字反弹；
- **2021-22 年俄乌危机金价消费，金价高位震荡+小幅攀升：**延续前文结论，2021 年末以来，美联储加息预期从分析走向一致。预计中长期通胀背景下的美联储加息将增加金价下行压力。而 2022 年初以来的俄乌危机预计使得短期市场避险情绪增加，提振金价，或不具备长期支撑。以 10 年为跨度时间维度看，金价当前处于高位震荡阶段。

3.2 消费属性：经济增长形成平稳支撑，五大趋势引领产业发展

宏观因素：居民金饰消费与 GDP 增速呈现强相关性。随着中国经济由量向质逐渐转型，近年来 GDP 总量、人均 GDP 增速趋缓，但整体仍呈增长趋势，经济增长增加居民可支配收入。黄金首饰作为可选消费品，与居民收入水平相关性较高，因此也与 GDP 增速呈现显著相关性。**历史分阶段看，**2010 年中国黄金需求迅速提升；2013 年金价下跌迎来“抢金潮”，黄金饰品购买量增加，同

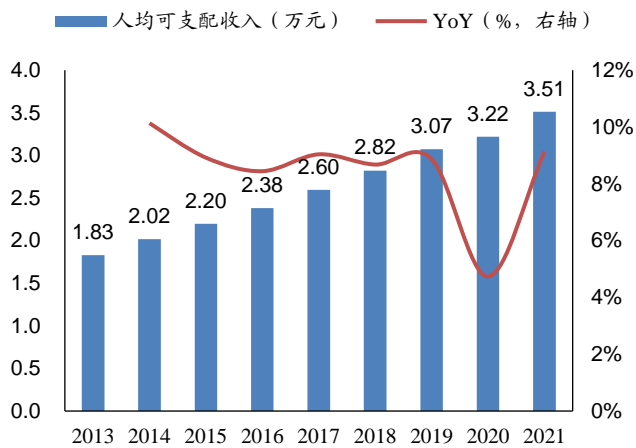
时也透支黄金需求，在 2013-2016 年呈现波动态势；2017 年随着金价企稳，黄金首饰消费量延续平稳增长；2020 年受疫情影响，全国黄金饰品消费量为 490.6 吨，同比下降 27.5%；2021H1 黄金首饰疫情期间被抑制的婚庆需求在疫情后递延释放，饰品消费量 348.6 吨，同比增长 67.7%，实现“V”字反弹。预计中国未来经济增长能够为黄金饰品消费形成长期平稳支撑。

图表 31 中国黄金珠宝零售增速与 GDP 增速呈正相关关系



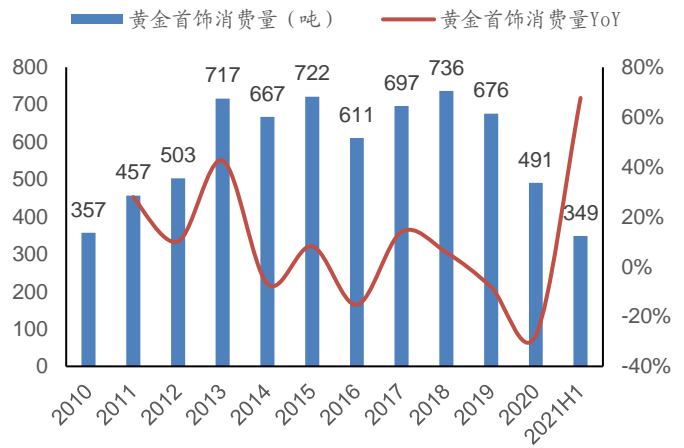
资料来源：Wind，国家统计局，华安证券研究所整理

图表 32 中国人均可支配收入持续提升



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 33 疫情前黄金首饰消费量维持高位



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

结合产品特性以及行业发展趋势，黄金饰品是具备投资属性的消费品，具备投资+消费双重属性。随着近年来黄金工艺的升级使得黄金饰品的消费属性得到增强。而悦己需求增加也催生金饰消费高频化及场景多元化。计价方式转变、品牌化也使得行业格局趋于集中。

趋势——黄金加工工艺升级增强黄金消费属性（价增）。近几年 3D，5G 硬金工艺的出现让消费者们对黄金饰品卸去易变型、样小价高的刻板印象。（1）

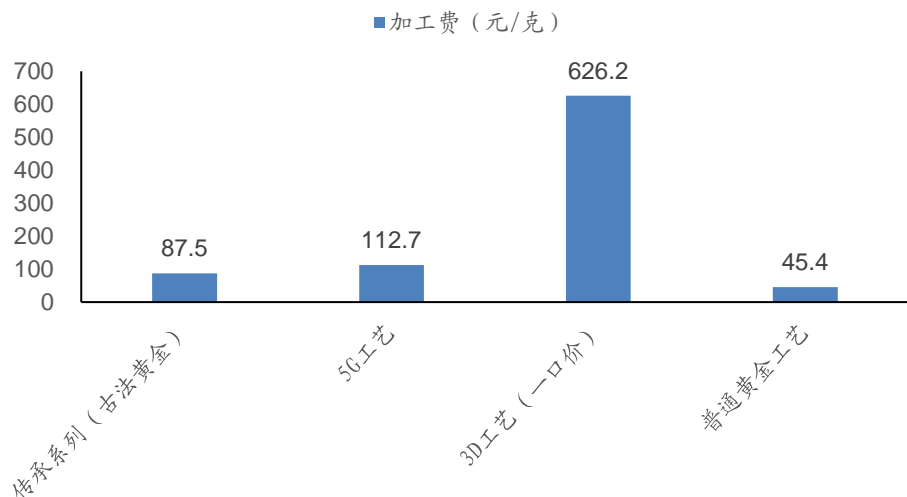
3D 硬金：具体来看，3D 硬金主要在以下两方面具备优势：**硬度更强：**据香港生产力中心（HKPC）曾经的测试结果，3D 硬金黄金饰品的硬度比传统 24K 黄金的硬度高出近 4 倍，已达到 18K 金的硬度；**同体积下更轻：**而在同体积同形状下，3D 硬金饰品重量只有传统黄金的三分之一；**（2）5G 硬金工艺：**是在 3D 硬金基础上的一种升级工艺，进一步提高了黄金制品的可塑性和轻薄度。硬金工艺的出现使得黄金饰品成为更平易近人的商品，人们不再需要动辄上万去购买一件实心黄金首饰；**（3）古法黄金：**该工艺曾专门用于皇家贵族的金饰、金器制作，是对传统珠宝工艺的传承和对千年匠艺的完美呈现。它使得黄金制品变得更具哑光质感，迎合新一代年轻人“低调奢华”的需求和品味。**从加工费上看，**以周大福为例，新工艺单克黄金的加工费普遍比普通黄金工艺更高，据抽样得到，周大福传承系列（古法黄金）、5G 工艺、3D 工艺（一口价）、普通黄金工艺的加工费分别为 87.5、112.7、626.2、45.4 元/克。黄金饰品工艺升级实现了的消费群体的拓宽和品牌年轻化升级，同时单位克重金饰的加工费在提升。

图表 34 黄金饰品不同工艺特点

工艺	特点
3D 硬金	硬度比传统千足金高出近 4 倍，已经达到 18K 金的硬度，而在同体积同形状下，其重量只有传统黄金的三分之一。更加轻巧，更加实惠。
5D 硬金	3D 硬金工艺的升级，电铸药水升级，更环保不含氰化物；硬度也比 3D 硬金工艺更硬，更轻。
5G 黄金	5G 进一步提高了黄金制品的硬度，可塑性和轻薄度，能从源头上解决普通黄金做太薄易变形、太厚克重过重比较难销售的问题。并将 K 金的款式工艺和设计运用在 24K 金上，使得 24K 黄金饰品的款式能够贴合现在的年轻市场的需求
古法黄金	曾专门用于皇家贵族的金饰、金器制作，是对传统珠宝工艺的传承和对千年匠艺的完美呈现，顺应国潮风，使得黄金制品变得更具哑光质感，深受年轻人的喜爱。

资料来源：中国珠宝首饰行业，华安证券研究所

图表 35 周大福不同工艺黄金饰品单克加工费对比（元/克）



资料来源：周大福天猫旗舰店，华安证券研究所；注：抽样方法如下：1）传承系列抽样方法：周大福天猫旗舰店，关键词搜索：传承，价格从低到高排序，每五个商品记录一次（含珐琅彩商品不包括），若同一商品，同一手工费，有不同重量选择，则取平均重量记录；2）5G 硬金取样方法：该数据为所有周大福旗舰店 3D 硬金工艺品数据（含珐琅彩商品不包括）；3）3D 硬金抽样方法：周大福天猫旗舰店，关键词搜索：3D，价格从低到高排序，每五个

商品记录一次（含珐琅彩商品不包括）；4）一口价商品换算手工费（元/克）公式= $(\text{一口价价格} - \text{重量} \times \text{金价} (\text{取 } 525)) / \text{重量}$ ；一口价产品有极个别和传承系列挂钩的算克重；5）普通金抽样方法：周大福天猫旗舰店，分类选择：足金，价格从低到高排序，每五个商品记录一次（含珐琅彩商品，传承系列商品，5G 工艺品不包括），若同一商品，同一手工费，有不同重量选择，则取平均重量记录

图表 36 3D 硬金工艺制品（周大生）

CHOW TAI SENG 周大生



图表 37 古法黄金制品（周大福）

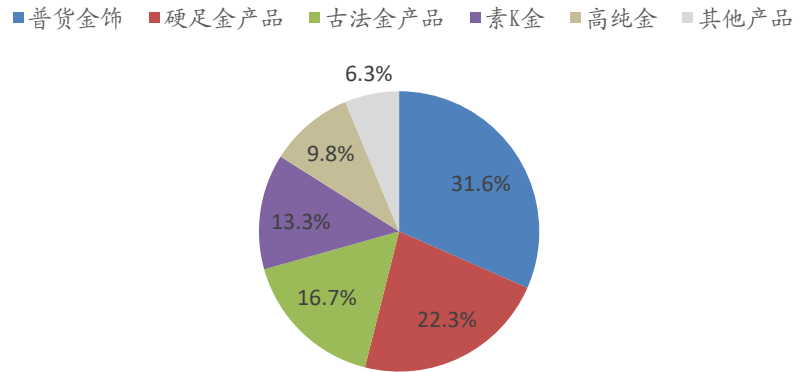


资料来源：天猫旗舰店，华安证券研究所

资料来源：天猫旗舰店，华安证券研究所

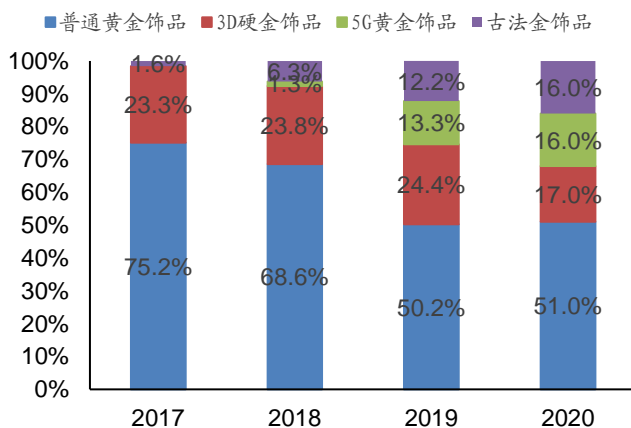
新工艺饰品在 17 年后份额扩大，预计古法黄金 19-24 年 CAGR 达 26.1%。2015 年之前，普通黄金饰品产品占我国黄金饰品市场比重超过 90%，其余品类较为少见。2017 年以来，随着市场需求的转型升级以及千禧一代消费群体的崛起，供给端黄金饰品的产品结构也发生了明显变化。**普通黄金饰品：**其产品因克重大、同质化严重以及附加值低等因素导致市场份额持续下滑。由 2017 年的 75.2% 下滑至 2020 年的 51.0%。**3D 硬金饰品：**以其克重小、硬度高、立体感强以及款式多样等特点持续受到消费者的关注，市场份额由 2017 年的 23.3% 增长至 2019 年的 24.4%，2020 年有所下降降至 17%。**5G 黄金饰品：**作为 3D 硬金饰品的升级版，也受到了广大消费群体的关注，特别是千禧一代消费者的偏爱，2020 年该系列的产品市场份额达到了 16.0%。**古法黄金饰品：**受国潮文化影响，其市场份额也日益走高，从 2019 年的 30.4 亿元到 2019 年的 303.7 亿元，仅仅三年便翻了将近十倍。据中国黄金报社统计，2021 年古法黄金在零售商黄金产品库存中占比达 16.7%，排名第三。**展望未来，**据中国珠宝玉石首饰行业估计，到 2024 年古法黄金的市场规模将达到 999.3 亿元，2019-24 年 CAGR 预计为 26.1%。

图表 38 2021 年古法黄金在零售商黄金产品库存中占比排名第三（按价值口径计算，%）



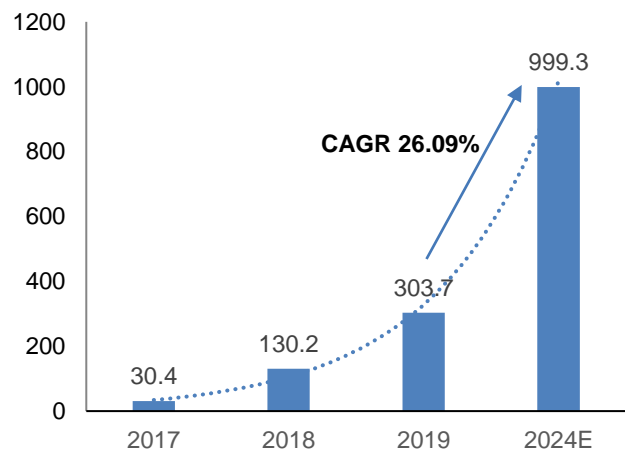
资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所

图表 39 2017-2020 年中国普通黄金饰品市场份额持续下滑 (%)



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业，华安证券研究所

图表 40 2024 年古法黄金市场规模预测达到 1000 亿元(亿元)



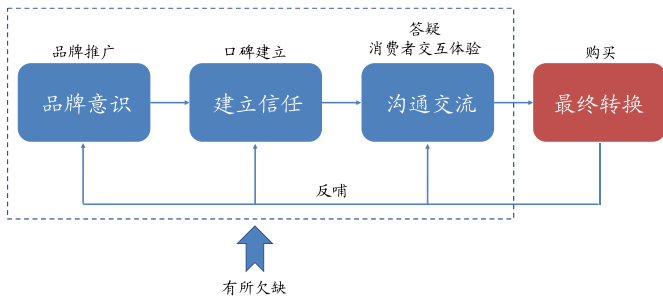
资料来源：中国珠宝玉石首饰行业，华安证券研究所

趋势二—金饰品牌化，头部品牌低线市场门店加速扩张（集中度提升）。

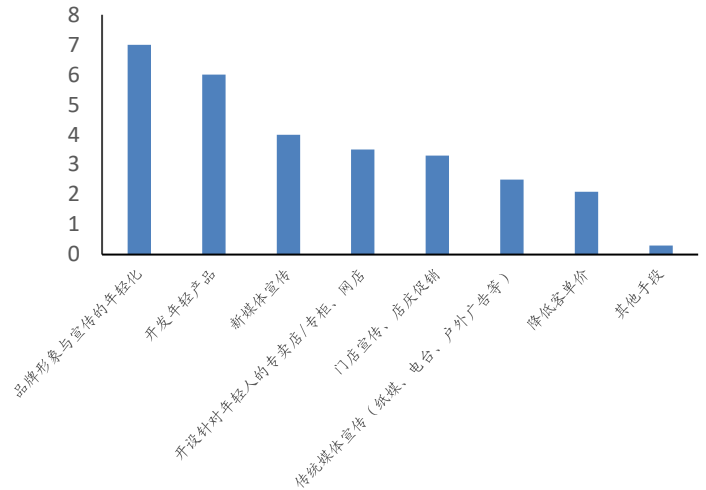
从购买决策的产生流程上看，随着社交媒体的兴起，新一代消费群体的购买决策对于传统渠道品牌曝光度的依赖逐渐降低。在信息共享时代，除了传统的品牌推广活动外，消费者还会通过与其他消费者以及品牌自身进行互动，依据其他消费者的体验，建立信任后，做出购买决策。但品牌力更强的珠宝品牌能够在建立信任以及沟通交流上具备先发优势。据中国黄金报社调研显示，珠宝零售商认为品牌形象与营销年轻化对于吸引年轻群体的重要性最高。从行业集中度看，由于珠宝产品较为同质化，头部素金品牌由于品牌知名度高、影响力大，同时具备渠道卡位优势。2016 年以来白牌珠宝（定义为市占率 20 名之后的珠宝品牌）市场份额持续下降。而 2020 年疫情又加速行业集中度提升，白牌珠宝市占率下降 2.3pct 至 72.9%。头部品牌集中度提升。据欧睿数据，2020 年中国珠宝市场 CR5、CR10 分别为 21.0%、24.9%。从各品牌经营数据看，近年来头部品牌加速下沉市场门店扩张、收割份额。头部品牌下沉市场门店的快速扩张

一定程度证明黄金饰品的品牌化趋势（低线市场消费者越来越注重品牌）。截至 2021 年中，周大福、老凤祥、四家品牌门店分别达到 4098 家、4431 家、4257 家、3648 家，较 2019 年末分别净增加 1291 家、929 家、246 家、889 家。根据各品牌门店规划，预计未来几年线下门店仍呈现持续扩张态势。

图表 41 年轻消费群体购买决策链条



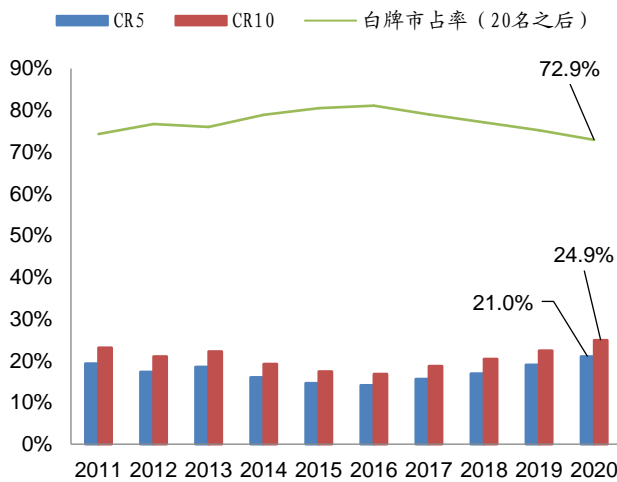
图表 42 珠宝零售商认为品牌与营销年轻化对吸引年轻人的重要性最高



资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所

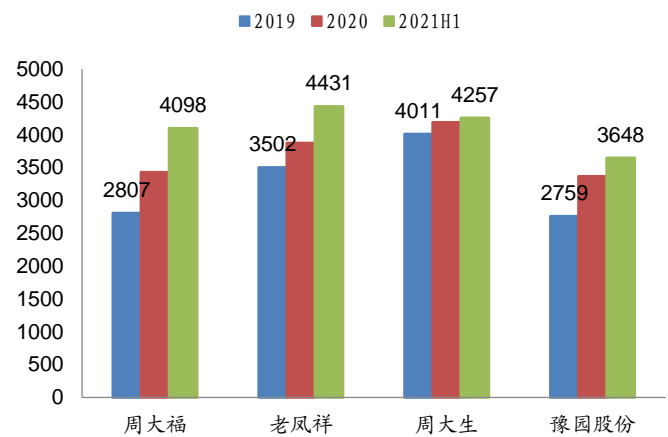
资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所；注：以上为各项的重要性排序

图表 43 中国珠宝市场集中度 2016 年以来持续提升 (%)



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 44 头部品牌商门店加速扩张 (家)

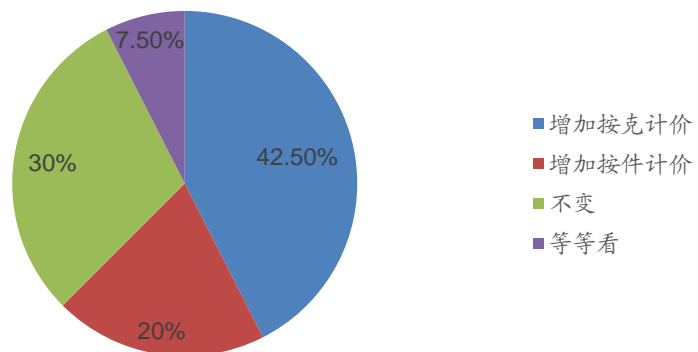


资料来源：各公司年报，华安证券研究所；注：由于财年不同，周大福数据为截至 2021 年 3 月末

趋势三—计价模式转变：“按克计价”取代“按件计价”，提振黄金销售、加速集中度提升。由于素金产品价格体系透明，因此品牌商、渠道商利润空间有限（老凤祥毛利率不足 10%）。从供给端看，此前金饰零售商将“按件计价”定价模式广泛用于硬足金首饰等产品。零售商若采用“按件计价”或者“一口价”模式，不根据现货黄金价格按克计价，能够在提供有限的甚至完全不提供其价格构成信息，借此获取更高利润率。据《2021 中国金饰市场零售终端趋势消费洞察》

数据，目前中国有 57.0%的黄金饰品是以按克计价了；**从需求端看**，消费者以“按件计价”方式购买的金饰产品，回收时却只能按照每克价格出售，而后者通常远远低于购买价格，造成售后问题。同时，“按件计价”方式容易形成信息不对称，从而引起消费者对产品定价公平性和透明性的质疑。现如今商家们意识到了其中的问题，愿意重新转回“按克计价”。**展望未来**，2021 年以来以周大生、周六福为首的头部金饰品牌商销售模式从“按件销售”全面转为“按克重销售”。世界黄金协会在《2021 中国黄金珠宝零售终端趋势洞察》中提到，在调研中有 42.5%的受访者计划增加“按克计价”的产品库存。我们认为销售模式变化的潜在影响有：（1）终端门店盈亏平衡点提升，从而加速小品牌出清，头部品牌市占率提升；（2）“按克计价”提振终端销售，头部品牌以量换价营收存在提升机遇；（3）“按克计价”有利于提升大克重金饰在产品组合结构中的占比，形成价格支撑。同时头部品牌加大素金+镶嵌类产品打包销售，形成利润率支撑。

图表 45 2021 年 42.5%零售商计划增加“按克计价”金饰产品的份额（%）

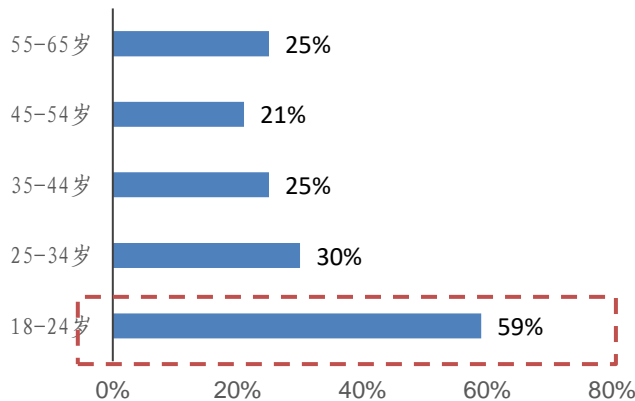


资料来源：世界黄金协会，华安证券研究所

中国黄金报社在对 2021 年消费者黄金饰品购买意向的调研数据显示，从未买过金饰但具有金饰购买意向的 Z 世代消费者占比从 2016 年的 16% 增长至 59%。从趋势上看，年轻群体对于金饰的购买意愿与消费额提升来自于近年来年轻群体对于国潮文化的接受度提升以及悦己消费的兴起。

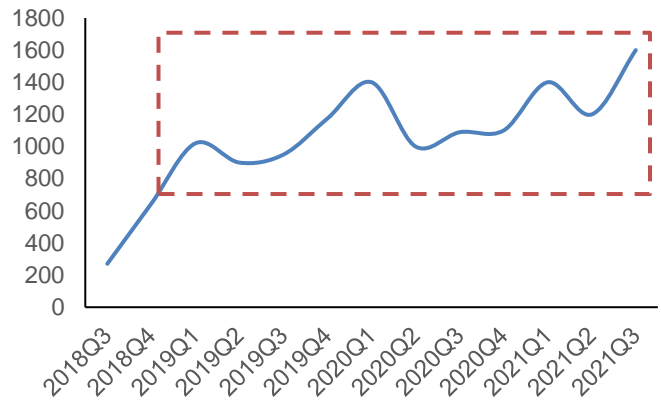
趋势四—国潮崛起趋势下，Z 世代群体金饰消费意愿提升（价增）。2018 年是国潮元年，李宁亮相纽约时装周引发热潮。据百度指数显示，2018 年 Q3 之后“国潮”搜索量大幅增长，稳步提升。国潮崛起的底层逻辑是中国综合国力、国际地位的提升。年轻一代消费群体由于从小生长环境较为富裕，因此更具备民族自信。黄金饰品消费具备中国特色，具备国潮基因。其制作工艺具备中国传统文化基因（例如古法黄金工艺），因此自带国潮属性。受益于国潮崛起趋势，消费者对于金饰工费的支付意愿在增加，推动了消费额的增长。

图表 46 2021 年从未买过金饰但具有金饰购买意向的消费者年龄比例(%)



资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所

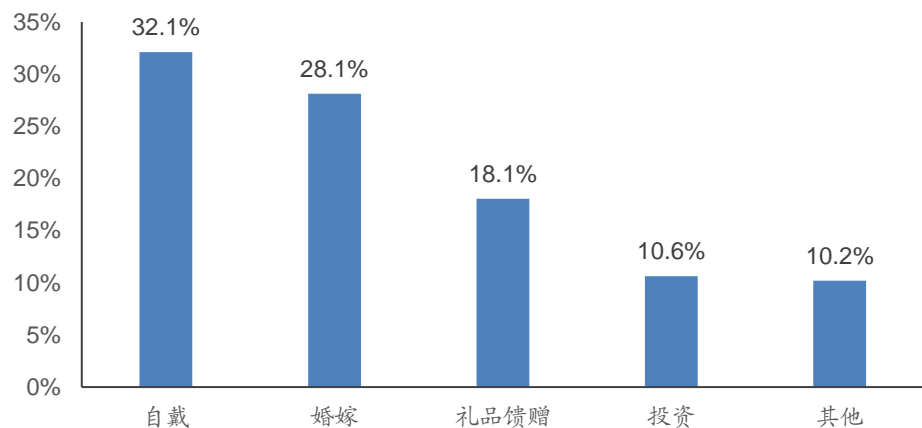
图表 47 2018 年 Q3 之后“国潮”搜索量大幅提升



资料来源：百度指数，世界黄金协会，华安证券研究所；注：该指数统计用户使用电脑和手机在百度搜索关键词“国潮”的季度平均搜索频率

趋势五一悦己需求增加，催生金饰消费高频化及场景多元化（量增）。随着黄金饰品款式增多、工艺复杂化、时尚化，黄金饰品不再只应用于婚庆场景。新一代女性群体逐渐增长的悦己需求为金饰消费带来增量。其背后反映的是对于社会环保意识及自我表达的重视。年轻人在买黄金饰品的时候，看重的不再是产品本身的克数纯度，而是产品是否具有美观，具有设计感和时尚感。据世界黄金协会调研数据，2020 年全球消费者珠宝自戴需求占比约 32%。悦己消费占比的提升使得黄金饰品消费不局限于婚恋等特定场景，且带动消费消费频次增加。

图表 48 2020 年全球消费者珠宝自戴需求占比约 32%

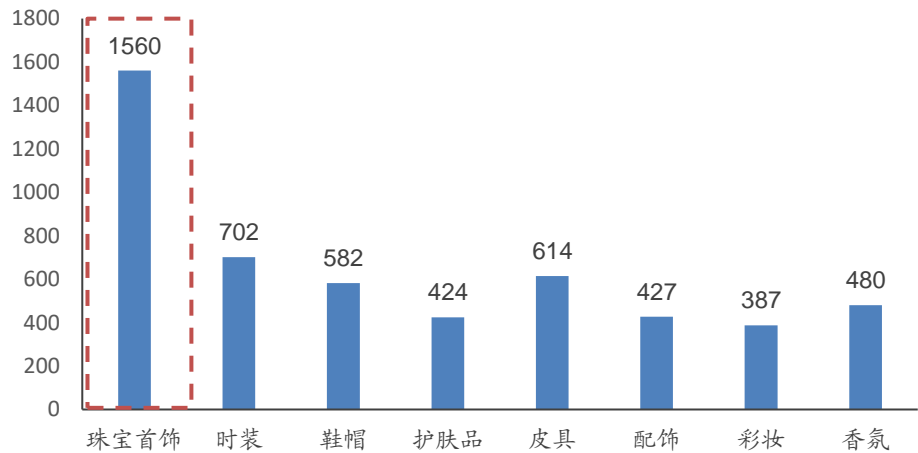


资料来源：金投网，世界黄金协会，华安证券研究所

客群分析：Z 世代有望成为金饰消费主力。长期以来产品同质化及产品款式不够美观等问题阻碍了中国年轻女性对金饰购买。近年来古法金，硬金产品逐渐在年轻消费者中流行，金饰工艺的创新扩展了消费者的选择范围。头部品牌商借新工艺实现年轻化升级以及客群拓宽。**年龄结构上，虽然中国当前 25-50 岁人均仍为金饰消费主力，但中国的黄金珠宝消费主力正朝着年轻化的方向发**

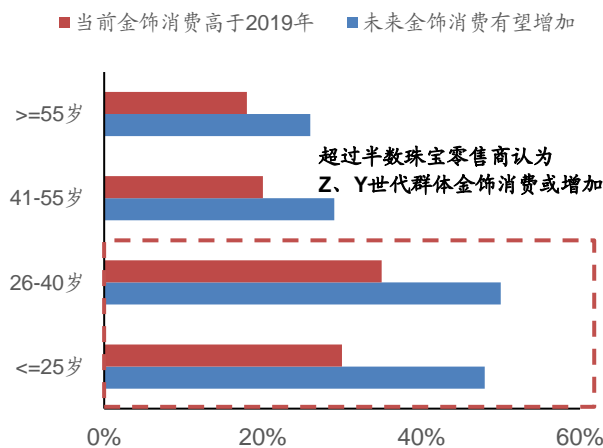
展。据《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》，目前金店主要消费人群年龄集中在 25~50 岁之间。其中 35~50 岁群体的消费比例达 82.16%；25~35 岁比例为 75.59%。据华扬联众调研数据显示，Z 世代在珠宝品类的年均消费达 1560 元，珠宝品类遥遥领先时装、鞋帽等其他品类。从零售商角度，珠宝供应商对未来中国年轻群体的金饰消费保持乐观。根据中国黄金报社的调研，2021 年超过半数的珠宝零售商认为未来小于 25 岁（Z 世代）、26-40 岁（Y 世代）群体金饰消费预计增加。同时，超过半数的零售商预计未来 1-2 年内将增加黄金类产品的库存占比，这一比例大幅超过钻石镶嵌类与其他翡翠等品类。

图表 49 Z 世代在珠宝品类的年均消费额遥遥领先（元）



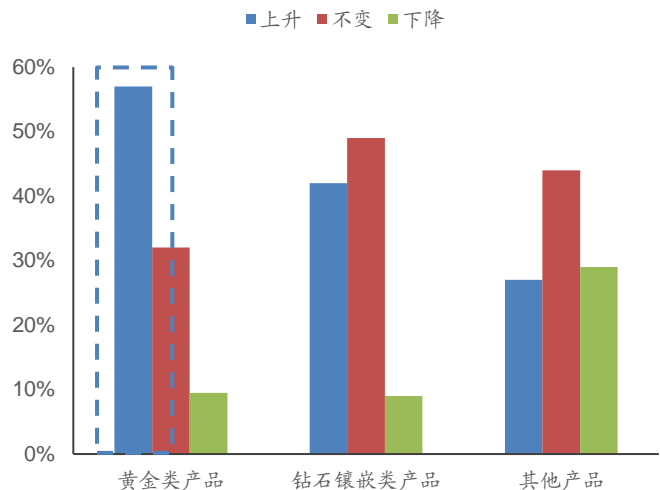
资料来源：华扬联众《时尚 2020，潮 Z 看！Z 世代消费洞察报告》，华安证券研究所

图表 50 2021 年过半数的珠宝零售商认为年轻群体金饰消费预计增加 (%)



资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所

图表 51 2021 年超过半数的珠宝零售商预计未来 1-2 年内增加黄金类产品库存占比 (%)



资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华安证券研究所；
注：金饰产品包括 24K 足金、18K 素金和 22K 素金产品；其他产品包括翡翠、彩色宝石和铂类等

风险提示:

疫情持续时间超预期，经济增长大幅低于预期导致居民购买力下降，线上收入增长不及预期。

分析师与研究助理简介

分析师: 马远方 新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。