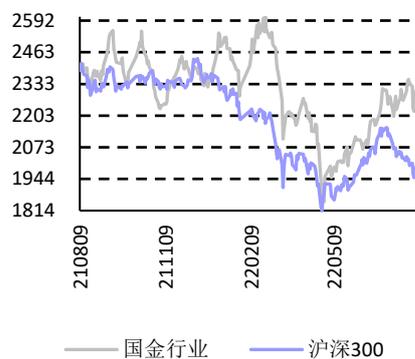


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品指数	2305
沪深300指数	4157
上证指数	3227
深证成指	12269
中小板综指	12697



## 相关报告

- 《从天然钻格局看培育钻品牌未来增长势能-钻石珠宝周报》，2022.8.7
- 《通胀不改美国培育钻高景气，传导周期保安全-珠宝周报 220731》，2022.8.1 ✓
- 《国检海南揭牌，四方达合作海南珠宝-珠宝国检海南实验室成立点评》，2022.7.29 ✓
- 《培育裸钻价短期波动影响有限，珠宝零售回暖-珠宝周报 220719》，2022.7.19 ✓
- 《印度6月培育钻进口环比改善明显-培育钻6月月报》，2022.7.16 ✓

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人  
caixy@gjzq.com.cn

## 金价上涨，珠宝品牌业绩弹性几何？

## 研究目的

- 2022年2月24日俄乌冲突爆发、全球避险情绪升温、金价大幅上行，3月9日达高点416.5元/克、3-6月维持高位，7月有所回落，8月初随美联储收紧政策逐步转弱、实际利率下行，金价再度上行，8月5日收390元/克。
- 我们通过理论分析及历史数据验证，在其他条件不变假设下，金价持续上行、品牌商毛利率提升、收入增长，本文通过分析金价上涨对不同公司的受益程度，把握业绩弹性较大的标的。

## 理论分析、弹性测算与历史验证

- 黄金饰品终端主流定价模式为成本加成法，专柜按照当日黄金挂牌价+加工费+品牌商毛利的方式确定每克黄金的零售价格，终端零售价随金价每日波动、而成本金价相对固定，因而对黄金珠宝商收入和毛利造成影响。产业链环节中，批发渠道金价波动主要由加盟商承担，品牌商直营渠道占比越高、按克黄金占比越高，金价上行时业绩弹性越大。
- 根据测算及理论分析，四个因素增强金价上行时业绩弹性：1) 产品结构：按克黄金占比高，毛利率低（即终端按克加工费低的投资金条类产品）；2) 渠道结构：直营占比高；3) 周转效率：黄金存货周转越慢、弹性越大；4) 黄金套保比例越高、毛利率越稳定、弹性小。
- 历史数据看，金价与黄金珠宝公司毛利率同向变动，变动幅度差异与公司经营模式/黄金产品结构（金条/按克季节/一口价）黄金库存/黄金套保等有关。传导周期看，典型公司中国黄金和菜百股份毛利率和季度金价环比涨跌同向变动，说明金价波动在一个季度内即传导至毛利端。
- 2019年内金价持续上行、累计涨15.4%，菜百股份/中国黄金/曼卡龙/周大生/六福/潮宏基黄金毛利率+1.5/2.4/3.1/0.4/5.7/1.1PCT；中国黄金/周生生/周大生/豫园股份/菜百股份/曼卡龙综合毛利率分别+2.4/2.3/2/1.9/1.1/1.2PCT。
- 2020年内金价先升后降、波动较大，年度均价较19年+24%，周大福/周生生/菜百股份/周大生/曼卡龙+0.2/1/0.2/2/3PCT。
- 2021年金价下行，累计跌5.9%，老凤祥/中国黄金/周生生/菜百股份/周大福/周大生/曼卡龙毛利率分别下降1/1/2/3/5/12/7PCT。
- 22Q1金价累计涨5.9%，黄金占比高的中国黄金/菜百股份+2/1PCT。

## 总结与投资建议

- 菜百股份/中国黄金为金价上涨最收益标的，根据测算，以2021年平均金价375元/克为基准，上涨15%时营收+8.5%/+12.7%，毛利率+10/7PCT。
- 展望Q2，收入端，疫情缓解、零售改善，5月下旬多地疫情有所缓解，6月金银珠宝零售额增速转正、同增8.1%，疫后修复好于2020年。随疫情缓解，预计前期积压的婚庆等刚需消费逐步释放、下半年望出现需求回补，净利率端，金价2Q22累计跌0.6%、较3-4月高位略有回落。
- 展望后续，8月初随美联储收紧政策逐步转弱、实际利率下行，预计金价再度上行，建议关注金价上涨望收益、业绩弹性较大的中国黄金、菜百股份。

## 风险提示

- 金价波动；零售增长不及预期；疫情持续时间长；加盟渠道拓展不及预期。

## 内容目录

前言 .....	4
1、理论分析：金饰定价规则及金价如何影响品牌商利润？ .....	4
2、弹性测算：金价上涨影响几何？ .....	5
2.1 产品结构：终端加工费较低的产品毛利率对金价敏感度高 .....	5
2.2 渠道结构：直营占比越高，毛利率对金价波动更敏感 .....	7
2.3 周转效率：反映传导周期，周转越慢对毛利率影响越大 .....	9
2.4 黄金套保：对冲策略产生投资收益/损失 .....	10
3、总结、历史验证与投资建议 .....	11
3.1 总结：中国黄金、菜百股份为金价上涨最受益标的 .....	11
3.2 历史验证：金价更多与美债收益率、避险情绪挂钩，相关公司毛利率与金价同向变动 .....	12
3.3 投资建议：8月金价再度上行，关注金价上涨受益标的 .....	17
4、风险分析 .....	18

## 图表目录

图表 1：直营/批发渠道黄金饰品定价对比 .....	4
图表 2：按克计价黄金饰品直营利润分布（假设成本金价 375 元/克） .....	5
图表 3：按克计价黄金饰品批发利润分布（假设成本金价 375 元/克） .....	5
图表 4：一口价黄金饰品直营利润分布（假设成本金价 375 元/克） .....	5
图表 5：一口价黄金饰品批发利润分布（假设成本金价 375 元/克） .....	5
图表 6：黄金珠宝主要公司金饰产品结构、定价及毛利率对比 .....	6
图表 7：直营模式下按克计价黄金毛利率弹性测算 .....	7
图表 8：2021 年黄金珠宝主要公司营收及毛利额规模、直营/经销渠道构成 .....	7
图表 9：悲观/中性/乐观金价假设下公司直营黄金毛利率/黄金毛利率/综合毛利率变动幅度（以 2021 全年平均金价 375 元为基准，上下浮动 15%为乐观/悲观） .....	8
图表 10：主要黄金珠宝公司存货周转天数（天/次） .....	9
图表 11：以时尚珠宝和传统黄金为主的公司存货周转率（次/年）对比 .....	10
图表 12：黄金珠宝主要公司黄金套保方式、套保比例及规模 .....	10
图表 13：黄金珠宝主要公司 19-21 年黄金租赁&套保收益/损失及占当期净利润的比 .....	11
图表 14：黄金珠宝主要公司金价上涨受益程度对比 .....	12
图表 15：黄金价格走势复盘 .....	13
图表 16：世界黄金总需求（吨） .....	13
图表 17：世界黄金总供给（吨） .....	13
图表 18：黄金供需缺口与金价走势对比 .....	14

图表 19: 黄金价格与美国 10 年期国债收益率 .....	14
图表 20: 黄金价格与 VIX.....	15
图表 21: 我国 GDP 增速与金银珠宝零售额增速对比.....	15
图表 22: 我国金银珠宝零售额增速与金价增速对比 .....	15
图表 23: 重点公司珠宝首饰营收增速和金银珠宝零售额增速对比 (亿元, %) .....	16
图表 24: 主要珠宝商素金饰品毛利率和金价变动情况 .....	17
图表 25: 菜百股份、中国黄金季度综合毛利率环比变动趋势与金价环比涨跌幅 对比 .....	17
图表 26: 主要黄金珠宝公司估值表.....	18

## 前言

黄金饰品终端主流定价模式为成本加成法，专柜按照当日黄金挂牌价+加工费+品牌商毛利的方式确定每克黄金的零售价格，终端零售价随金价每日波动、而成本金价相对固定，因而金价波动对黄金珠宝商收入和毛利造成影响。

历史数据看，2019 年内金价持续上行、主要珠宝商黄金饰品/综合毛利率不同程度上行，2020 年内金价先升后降、2021 年金价下行、1Q22 金价上行，主要公司毛利率基本和金价呈同向变动，理论和历史数据均说明金价影响品牌商毛利。

2022 年初俄乌冲突爆发、全球避险情绪升温、油价上涨使得金价大幅上行，当前略有回落但仍处高位，本文通过分析金价上涨时不同公司的受益程度，把握业绩弹性较大的受益标的。

### 1、理论分析：金饰定价规则及金价如何影响品牌商利润？

本文以头部黄金珠宝品牌商为例，从经营模式、定价模式、产品结构、黄金套保的维度分析金价波动对珠宝商利润的影响。

当前行业对黄金饰品的定价主要可总结为 2 种模式：按克计价和一口价黄金。金饰的成本为黄金采购成本（原料）和加工成本，直营销售模式下，终端销售价格=金价+加工费+品牌商利润；加盟销售模式下，加盟商批发价格=金价+加工费+入网费，品牌商对加盟商主要赚取入网费、及额外的加盟费，加盟商零售价格=批发价+加盟商利润。

图表 1：直营/批发渠道黄金饰品定价对比



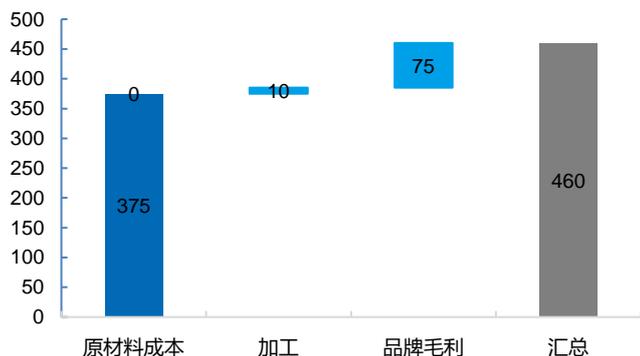
来源：国金证券研究所

在黄金珠宝产业链的各个环节上，下游品牌零售企业的毛利率处于较高水平，其中黄金饰品品牌商的毛利率普遍在 10%+，上游原料批发和中游加工企业的毛利率则处于较低水平，仅 1%-3%。

黄金珠宝的销售渠道主要分为直营和加盟，多数头部品牌以加盟为主。加盟模式下品牌商销售给加盟商的黄金饰品批发毛利率在 5%左右，其中一口价黄金毛利率略高于按克黄金，加盟商销售按克黄金饰品毛利率约 12%、销售一口价黄金饰品毛利率约 40%。

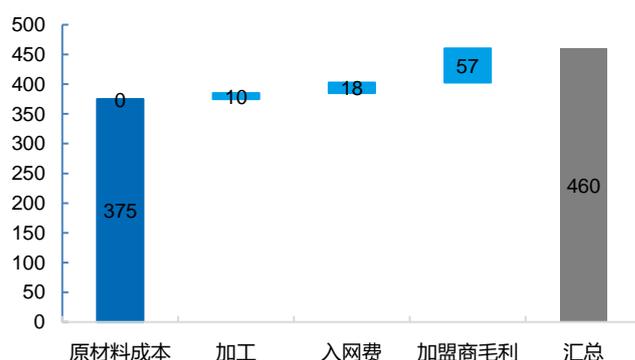
21 全年上海金交所黄金价格平均为 374.31 元/克，我们取整假设平均成本金价 375 元/克，对应每克加工费约 10 元、入网费（即品牌商批发业务利润）约 18 元、终端零售价约 460 元。金价不变假设下，按克计价品牌商直营毛利 75 元/克（毛利率 16%）、品牌商批发利润（即入网费，入网费毛利率 100%）18 元/克（毛利率 4%）、加盟商零售毛利 57 元/克（毛利率 12%）。

图表 2：按克计价黄金饰品直营利润分布（假设成本金价 375 元/克）



来源：公司公告，国金证券研究所

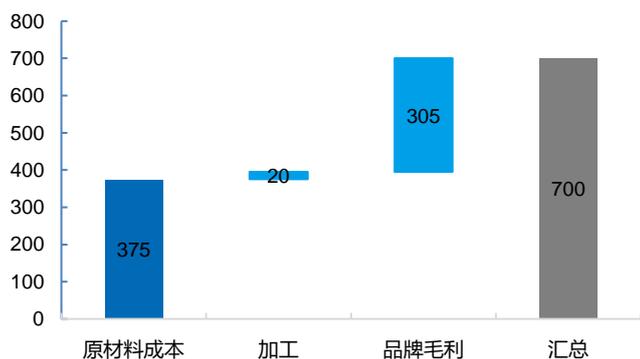
图表 3：按克计价黄金饰品批发利润分布（假设成本金价 375 元/克）



来源：公司公告，国金证券研究所

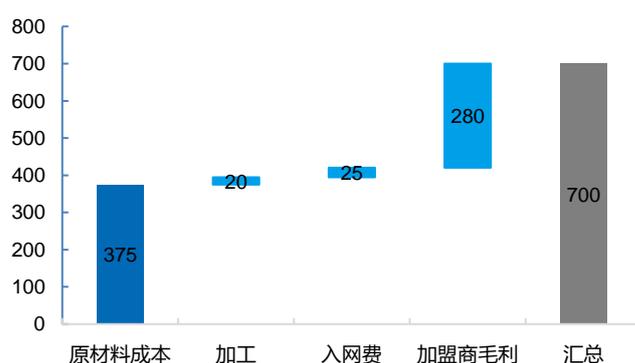
一口价黄金折算下来每克零售价显著高于按克黄金、终端加价倍率更高。平均成本金价 375 元/克情况下，一口价黄金终端零售价约 700 元/克，款式做工较按克黄金更精致、加工费折合 20 元/克。直营模式下品牌商利润 305 元/克（毛利率 44%）；批发模式下品牌商利润 25 元/克（毛利率 6%）、加盟商毛利 280 元/克（毛利率 40%），主要利润分配给加盟商，品牌商利润略高于按克黄金。

图表 4：一口价黄金饰品直营利润分布（假设成本金价 375 元/克）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：一口价黄金饰品批发利润分布（假设成本金价 375 元/克）



来源：公司公告，国金证券研究所

成本金价相对固定，按克计价黄金专柜销售价格以当日金价+加工费的方式浮动定价，终端零售价随金价波动，致利润率波动。一口价黄金价格固定、几乎不受影响；按克计价模式下金价上涨、利润增加，对于品牌商直营模式有直接影响，批发模式下品牌商利润为入网费、金价波动影响由加盟商承担。

因此金价持续上行，品牌商直营的按克计价黄金产品毛利率上行，利好直营模式、按克黄金占比高的公司。

## 2、弹性测算：金价上涨影响几何？

我们认为金价波动对相关公司盈利性的影响程度主要取决于四个因素：1) 产品结构，按克计价、终端加工费较低的黄金产品占比越高，毛利率随金价波动越大；2) 渠道结构，直营占比越高、波动越大；3) 毛利率影响周期，与公司黄金原料的存货周转速度有关，周转越快、影响周期越短，反之越长；4) 不同公司对冲策略差异，是否采用 T+D 延期采购等黄金套保策略、套保比例。

### 2.1 产品结构：终端加工费较低的产品毛利率对金价敏感度高

假设成本金价为 375 元/克、加工费成本为 10 元/克，测算在终端加工费不同情况下金价波动对直营模式毛利率的影响。

不同产品类型、不同品牌的终端加工费差异较大。投资金条类产品加工费最低、在 10-20 元/克、毛利率不到 5%；饰品类黄金加工费相对更高，其中古法金/3D/5D/5G 等精加工产品加工成本和终端加工费均高于素金饰品，终端毛利率差异不大；品牌&设计款式不同加工费不同。产品结构&定价差异为导致不同公司金饰毛利率差异的主要因素。

图表 6：黄金珠宝主要公司金饰产品结构、定价及毛利率对比

公司 (品牌)	古法金/3D/5D/5G 等精加工产品	素金饰品	投资金条类	2021 年产品结构	2021 年毛利率
周大福	120-200 元/克	120-140 元/克	10-20 元/克	古法金占黄金销售额的 42%，一口价黄金占比 7.9%，其他以素金为主，品类结构中黄金 74%/镶嵌 20%/钟表 6%	综合毛利率 22.6%
豫园股份 (老庙+亚一)	70-130 元/克	40-60 元/克	10-20 元/克	古法金占黄金珠宝销售额的 15%，黄金珠宝占营收的 54%，板块以黄金为主、镶嵌体量较小	黄金毛利率 9.17%
潮宏基	60-120 元/克	35-70 元/克	-	传统黄金占比 28%（黄金类以克重素金为主）、时尚珠宝占比 60%	传统黄金毛利率 10.1%
周生生	90-135 元/克	80-130 元/克	-	传统黄金占比 68%、镶嵌类占比 15%、K 金占比 5%	综合毛利率 25.3%
周大生	60-180 元/克	20-140 元/克	-	黄金占比 61%，其中古法/3D/5D/5G 等占比 10%+	黄金综合毛利率 10.6%，其中黄金批发毛利率 4%，黄金直营毛利率 23%
老凤祥	-	-	-	黄金珠宝占比 80%，其中古法金占比近 20%，以克重黄金为主	珠宝毛利率 9.02%
莱百股份	140-150 元/克	90-100 元/克	5-25 元/克	贵金属投资品 44%，贵金属文化产品 10%，黄金饰品 42%，钻石珠宝 2%	综合毛利率 11.26%，其中贵金属投资产品 1.3%，贵金属文化产品 12.1%，黄金饰品 16.5%
中国黄金	180-250 元/克	160-200 元/克	10-25 元/克	K 金珠宝占比 0.8%，黄金饰品和投资金条规模相当	黄金产品毛利率 2.5%
曼卡龙	160-350 元/克	10-90 元/克	-	黄金饰品 76%、以素金为主，镶嵌类 24%	黄金毛利率 12.17%

来源：天猫官旗，京东，公司公告，国金证券研究所（注：加工费按照平均每克零售价减去金价得到，包含加工成本及品牌商利润两部分；周大福产品结构及毛利率为 2022 年报数据）

根据主要品牌加工费收取范围，假设范围在 25 元/克-125 元/克，基准金价 375 元/克，上下波动 16%。加工费成本 10 元/克不变的情况下，品牌商直营毛利=终端每克加工费-加工费成本+金价较成本（基准）金价变动额，品牌商直营收入=成本金价+终端每克加工费（包括加工费成本和基准利润）+金价较成本（基准）金价变动额。金价较成本金价上涨、毛利额增加、毛利率提升，反之毛利额下降、毛利率下降。

通过测算我们发现，以终端加工费 85 元/克为例，当金价等于成本金价时毛利率为 16.3%；当金价较基准价格（375 元/克）上升 5%时，毛利率+3.49PCT；金价上升 11%，毛利率+6.7PCT；以此类推。

终端加工费越低，金价变动相同幅度情况下毛利率波动越大，反之毛利率随金价波动幅度越小。

由此可以得出，金价上涨时，加工费低、毛利率较低的品牌受益程度更大。中国黄金、莱百股份产品结构中投资类金条占比 40%-50%、处较高水平，对金价波动敏感性更高。

图表 7：直营模式下按克计价黄金毛利率弹性测算

		终端收取的加工费（元/克）					
金价（元/克）	较基准金价变动幅度（%）	25	45	65	85	105	125
		毛利率					
315	-16%	-13.24%	-6.94%	-1.32%	3.75%	8.33%	12.50%
335	-11%	-6.94%	-1.32%	3.75%	8.33%	12.50%	16.30%
355	-5%	-1.32%	3.75%	8.33%	12.50%	16.30%	19.79%
375	0%	3.75%	8.33%	12.50%	16.30%	19.79%	23.00%
395	+5%	8.33%	12.50%	16.30%	19.79%	23.00%	25.96%
415	+11%	12.50%	16.30%	19.79%	23.00%	25.96%	28.70%
435	+16%	16.30%	19.79%	23.00%	25.96%	28.70%	31.25%
		毛利率变动幅度					
315	-16%	-16.99PCT	-15.27 PCT	-13.82 PCT	-12.55 PCT	-11.46 PCT	-10.50 PCT
335	-11%	-10.69PCT	-9.65 PCT	-8.75 PCT	-7.97 PCT	-7.29 PCT	-6.70 PCT
355	-5%	-5.07 PCT	-4.58 PCT	-4.17 PCT	-3.80 PCT	-3.49 PCT	-3.21 PCT
375	0%	0 PCT	0 PCT	0 PCT	0 PCT	0 PCT	0 PCT
375	+5%	+4.58 PCT	+4.17 PCT	+3.80 PCT	+3.49 PCT	+3.21 PCT	+2.96 PCT
395	+11%	+8.75 PCT	+7.97 PCT	+7.29 PCT	+6.70 PCT	+6.17 PCT	+5.70 PCT
415	+16%	+12.55 PCT	+11.46 PCT	+10.50 PCT	+9.66 PCT	+8.91 PCT	+8.25 PCT

来源：公司公告，上海金交所，国金证券研究所

## 2.2 渠道结构：直营占比越高，毛利率对金价波动更敏感

除产品结构及定价差异外，另一个需要考虑的因素为渠道结构。根据理论分析结论，金价波动主要对直营渠道毛利率产生影响，对加盟渠道、金价对盈利的影响主要由加盟商承担。

主要公司黄金珠宝业务渠道结构中，周生生、菜百股份为 100% 直营模式，周大福/潮宏基/中国黄金/曼卡龙以直营为主、直营收入占比超 50%，老凤祥/周大生/豫园股份以经销为主、直营占比较低。

直营渠道黄金收入及毛利额占比越高、对毛利率影响越大。中国黄金/菜百股份/老凤祥直营渠道黄金收入占直营的比重超 90%，老凤祥/中国黄金直营渠道黄金毛利额占直营的比重超 90%。

直营渠道黄金毛利率越低、说明公司黄金产品偏投资性金条/粗加工素金饰品、受金价波动影响大于毛利率更高的精加工/一口价金饰。周大生/周大福/周生生直营渠道黄金毛利率较高、接近或超 20%，中国黄金/菜百股份以投资性黄金为主、毛利率在个位数。

图表 8：2021 年黄金珠宝主要公司营收及毛利额规模、直营/经销渠道构成

公司（品牌）	黄金业务营收规模（百万元）及占总营收的比	黄金业务毛利额（百万元）及占总毛利的比（	直营销售占比	直营渠道黄金收入百万元）及占直营的比	直营渠道黄金毛利额（百万元）及占直营的比	直营渠道黄金毛利率	直营门店（个）	加盟门店（个）
周大福	58989（74%）	9115（50%）	55%	32749（74%）	6369（52%）	19%	共 5757 家	
老凤祥	46860（80%）	4228（93%）	15%	8672（98%）	997（96%）	11%	186	4759

周生生	11154 (68%)	2080 (50%)	100%	11154 (68%)	2080 (50%)	19%	872	0
周大生	5566 (61%)	593 (24%)	26%	1871 (78%)	43364 (61%)	23%	238	4264
豫园股份 (老庙+亚一)	27447 (54%)	2385 (19%)	17%	4624	631	14%	223	3736
菜百股份	15774 (96%)	900 (76%)	100%	15774 (96%)	900 (76%)	9%	58	0
潮宏基	1284 (28%)	130 (8%)	67%	878 (28%)	118 (10%)	13%	365	711
中国黄金	50072 (99%)	1260 (80%)	60%	29944 (99%)	460 (90%)	1.5%	91	3630
曼卡龙	950 (76%)	116 (49%)	71%	684 (77%)	105 (51%)	15%	102	104

来源：公司公告，国金证券研究所（注：标色为估算值；老凤祥直营销售占比为根据门店数量的估计值；周大福采用 2022 年报数据；周生生黄金业务占比根据公司公告的中国大陆/港澳台品类营收结构计算；豫园股份仅披露黄金饰品的直营/加盟情况，镶嵌类占黄金珠宝营收的 2.5%、体量较小；潮宏基假设传统黄金/时尚珠宝/皮具各品类在直营和加盟渠道收入占比相同。）

黄金珠宝公司的毛利额主要由三部分组成，直营渠道毛利、批发渠道毛利（品牌使用费/入网费）和加盟管理费（一般为 100%纯毛利），假设批发渠道毛利、加盟管理费收入、除黄金珠宝外其他业务收入和毛利率不变，测算直营渠道黄金毛利率变动下对公司综合毛利率的影响，并假设黄金价格在基准金价上下浮动 15%为乐观/悲观情况，分析毛利率较基准的变动幅度。

在不考虑黄金套保等对冲策略的情况下，金价波动对公司综合毛利率影响较大的为菜百股份、中国黄金、周生生、曼卡龙，在金价较基准上涨 15%的情形下公司综合毛利率分别较基准上升 10PCT、7PCT、6PCT、5PCT。

图表 9：悲观/中性/乐观金价假设下公司直营黄金毛利率/黄金毛利率/综合毛利率变动幅度（以 2021 全年平均金价 375 元/克为基准，上下浮动 15%为乐观/悲观）

公司	悲观			中性			乐观		
	直营黄金 毛利率	黄金毛利 率	综合毛利 率	直营黄金 毛利率	黄金毛利 率	综合毛利 率	直营黄金 毛利率	黄金毛利 率	综合毛利 率
	(较基准 变动)								
周大福	10%	10%	20%	19%	15%	23%	27%	20%	27%
	-9%	-5%	-4%				8%	5%	3%
老凤祥	0%	7%	7%	11%	9%	9%	22%	10%	11%
	-11%	-2%	-2%				10%	2%	1%
周生生	10%	10%	19%	19%	19%	25%	27%	27%	31%
	-9%	-9%	-6%				8%	8%	6%
周大生	15%	7%	24%	23%	9%	25%	30%	11%	27%
	-8%	-2%	-2%				7%	2%	1%
豫园股份	3%	6%	23%	14%	7%	24%	23%	8%	25%
	-11%	-1%	-1%				9%	1%	1%
菜百	-3%	-3%	0%	9%	9%	11%	20%	20%	22%

股份	-12%	-12%	-12%				11%	11%	10%
潮宏基	3%	3%	31%	13%	10%	33%	23%	17%	37%
	-11%	-7%	-2%				10%	7%	4%
中国黄金	-13%	-6%	-6%	2%	3%	3%	14%	10%	10%
	-15%	-9%	-9%				12%	7%	7%
曼卡龙	5%	5%	14%	15%	13%	20%	25%	19%	25%
	-10%	-7%	-6%				9%	7%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：假设除直营渠道黄金产品外，其他部分不变，品牌商直营毛利=终端每克加工费-加工费成本+金价较成本（基准）金价变动额，品牌商直营收入=成本金价+终端每克加工费（包括加工费成本和基准利润）+金价较成本（基准）金价变动额）

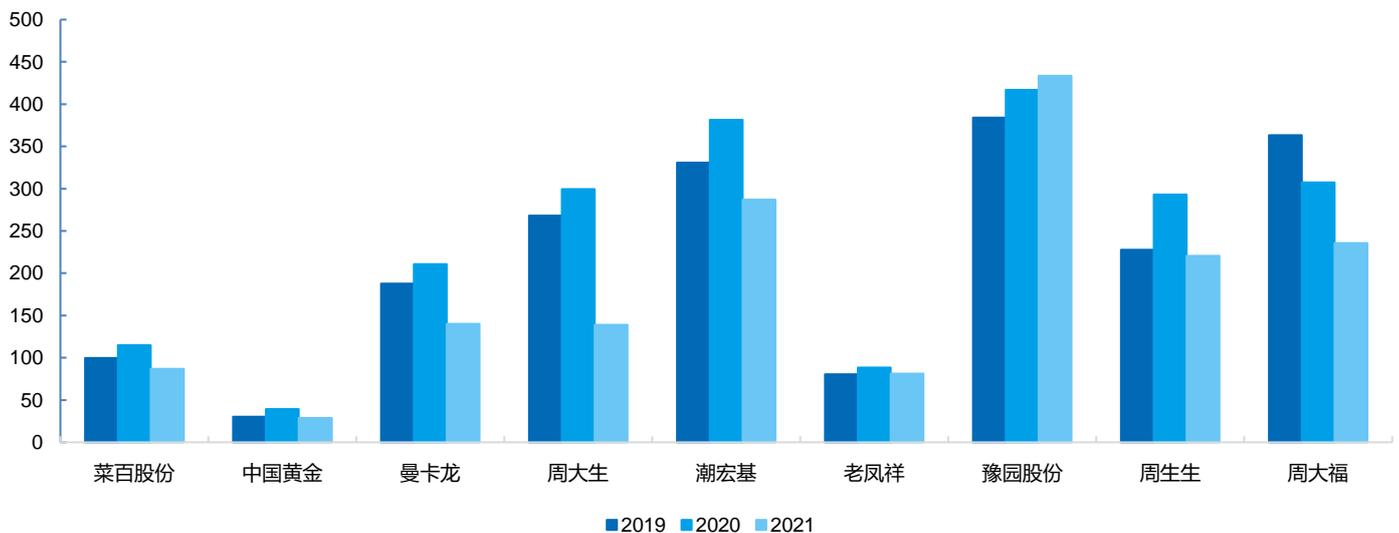
### 2.3 周转效率：反映传导周期，周转越慢对毛利率影响越大

金价波动对毛利率影响的周期长短与公司黄金原料存货周转效率有关，存货周转速度越慢，影响周期越长，反之影响周期越短。

对比主要黄金珠宝公司 2019-2021 年存货周转天数，中国黄金、菜百股份、老凤祥周转较快，2021 年分别为 28.6、81.2、86.8 天/次，老凤祥由于经销占比较高、故黄金业务毛利率相对稳定，中国黄金和菜百股份直营比例较高、金价持续上涨背景下周转越慢、毛利率弹性越大。

中国黄金周转最快主要系其产品体系中投资金条类占比高，周转慢于黄金的 K 金珠宝及镶嵌类 21 年占营收的比例仅 0.8%。中国黄金、菜百股份、老凤祥产品结构中黄金类占比分别为 99%、98%、80%，黄金及投资金占比越高、周转越快。

图表 10：主要黄金珠宝公司存货周转天数（天/次）

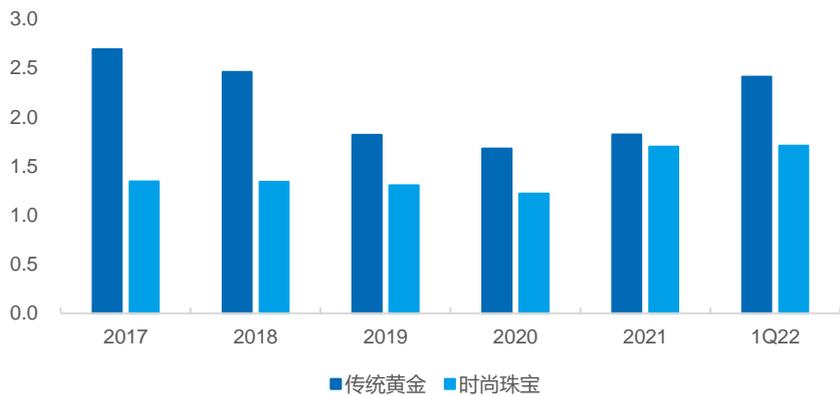


来源：公司公告，国金证券研究所（周大福 2022 年报数据对应其他公司 2021 年，以此类推）

其他公司中曼卡龙、周生生、周大福、潮宏基、周大生均为镶嵌/时尚珠宝类占比相对较高的公司、总体周转慢于黄金。对比以时尚珠宝和传统黄金为主的公司历史存货周转率情况，传统黄金总体持续快于时尚珠宝。

时尚珠宝为主的公司中，迪阿股份周转天数在 90 天、显著快于其他可比公司，主要系 DR 采用定制模式、开店铺货成本较同业低。

图表 11：以时尚珠宝和传统黄金为主的公司存货周转率（次/年）对比



来源：公司公告，国金证券研究所

综合考虑产品结构、直营占比、存货周转效率，受金价波动影响较大的为菜百股份和中国黄金，其中中国黄金的存货周转快于菜百股份，毛利率弹性低于菜百股份。

#### 2.4 黄金套保：对冲策略产生投资收益/损失

由于黄金饰品主要以按克计价，金价+加工费的模式进行终端定价，且毛利率较低，故黄金价格波动对品牌商利润造成波动，多数品牌商采取黄金租赁或 T+D 延期采购的方式。其中黄金租赁作为一种融资工具，存货价值随金价变动，租赁合同交割时产生投资收益/损失，毛利率仍随金价波动；黄金延期交易为套保工具，能够一定程度对冲金价波动风险。

黄金租赁业务指公司以租赁方式取得并使用黄金原料、后在合同规定的期限内进行结算。黄金租赁到期偿还时，用现金从上海金交所采购与先前租赁黄金等量的黄金，归还给银行。如果上海金交所现货黄金价格低于该业务初始日的现货黄金价格（金价下跌），则产生黄金租赁正收益，对冲因金价下跌带来的黄金业务毛利率下行风险；如果上海金交所现货黄金价格高于该业务初始日的现货黄金价格（金价上涨），则产生黄金租赁负收益。租赁期间，存货价值随金价变动而变动。

已经结算的黄金租赁损益计入投资收益（损失）科目；未到期的贵金属租借业务，期末余额的公允价值与初始入账金额间的差额计为当期公允价值变动损益；黄金租赁产生的负债计入交易性金融负债。

黄金 T+D 业务通过上海金交所进行，黄金 T+D 多头可以选择合约成交当日交割，也可以选择延期交割。在市场波动时可通过延期交易方式锁定采购成本、减轻采购资金压力。同时，在公司自有库存量偏大时，也可通过黄金 T+D 空头锁定存货市场价值，有效避免黄金价格波动风险。黄金 T+D 多头合约的结算主要采用实物交割的方式，空头合约的结算主要以平仓方式完成。采用延期交割锁定成本价格、减少毛利率受金价的波动。

主要公司中周大生、曼卡龙未进行黄金套期保值，其他公司均采用不同比例的 T+D 或远期合约等套保方式对冲金价波动，其中豫园股份为全套保、周大福套保比例 50%-55%、周生生为 40%；中国黄金在招股书中披露 20 年 1-6 月套保比例 17%，17/18/19 年分别占比 22%/6%/13%。潮宏基、中国黄金披露仅在市场波动较大时通过延期交易方式锁定采购成本，平时以现货交易为主。周大生、曼卡龙暂未有采用 T+D 交易计划。

图表 12：黄金珠宝主要公司黄金套保方式、套保比例及规模

公司	黄金原料获取方式	21 年黄金套保比例	黄金租赁&套期储备期末余额（百万元）		
			2019	2020	2021
周大福	现货交易、黄金租赁、黄金套期	50%-55%	9701	4924	13499

老凤祥	现货交易、黄金租赁、黄金远期	-	-	-	-
周生生	现货交易、黄金租赁、黄金远期	40%	1474	1002	2030
周大生	现货交易、黄金租赁	0%	-	-	-
豫园股份	现货交易、T+D 延期采购、黄金租赁	100%	2272	2172	4161
莱百股份	现货交易、T+D 延期采购、黄金租赁	-	1180	1203	1289
潮宏基	现货交易、黄金租赁、T+D 延期采购	-	335	346	510
中国黄金	现货交易、黄金租赁、T+D 延期采购	-	3031	3106	3417
曼卡龙	现货采购	0%	-	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所（注：标色的为采用黄金套保的公司，黄金套保比例指黄金原材料中以 T+D 延期采购&黄金远期等形式获得的比例；中国黄金招股书披露 20 年 1-6 月 T+D 采购占比 17%，17/18/19 年分别占比 22%/6%/13%，占比总体较低；老凤祥、莱百股份未披露具体套期比例；潮宏基在招股书中披露其在金价波动较大时会采用 T+D 延期采购，21 年报未披露具体套期比例）

豫园股份、周大生、莱百股份的黄金租赁业务损益占净利润比重较小、在低个位数。周大福、老凤祥、周生生占比随年份波动较大，中国黄金由于产品结构中金条占比高、净利率低，其黄金租赁业务产生的投资收益及公允价值变动损益占净利润比重均处较高水平。

**图表 13：黄金珠宝主要公司 19-21 年黄金租赁&套保收益/损失及占当期净利润的比**

公司	黄金租赁&套保产生的投资收益/损失 (百万元)			黄金租赁&套保交易产生的公允价值变动损益 (百万元)		
	占当期归母净利润的比			占当期归母净利润的比		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
周大福	-1097	-145	-877	-	-	-
	-45%	-3%	-16%	-	-	-
老凤祥	-229	0	0	66	0	0
	-16%	0%	0%	5%	0%	0%
周生生	-123	-21	20	-224	-199	33
	-21%	-5%	4%	-39%	-44%	6%
周大生	-15	-17	7	-2	-6	12
	-2%	-2%	1%	-0.2%	-0.6%	1%
豫园股份	58	-2	0	5	2	0
	1.8%	-0.1%	0%	0.2%	0.1%	0%
莱百股份	-33	-8	-17	-20	4	1
	-8%	-2%	-5%	-4%	1%	0.2%
潮宏基	-	-	-	-	-	-
中国黄金	-490	-354	104	-177	110	50
	-109%	-71%	13%	-39%	22%	6%
曼卡龙	-	-	-	-	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所（注：周大福将已结算的贵金属租赁合同产生的投资收益以及未结算合同产生的公允价值变动损益合并计入其他综合收益；周大福 2022 财年（2021 年 4 月~2022 年 3 月）对应其他公司 2021 年数据，以此类推）

### 3、总结、历史验证与投资建议

#### 3.1 总结：中国黄金、莱百股份为金价上涨最受益标的

综合考虑上述因素对公司盈利能力的影响，我们对 9 家主要黄金珠宝公司在金价上行周期中的受益程度进行排序。直营占比越高、克重黄金占比越高、每克黄金加工费越低、黄金周转率越慢、套保比例越低，金价上涨对公司业绩正弹性越大

中国黄金、菜百股份为最受益的两个标的，主要因为其直营占比、按克计价黄金特别是毛利率较低的投资类金条占比综合来看高于其他公司；中国黄金存货周转快于菜百股份，金价对菜百股份业绩正弹性更大；菜百股份套保比例高于中国黄金、毛利率稳定性更高。

受影响其次的为周生生、曼卡龙、潮宏基。周生生为 100% 直营模式，黄金收入占比近 70%、处较高水平。曼卡龙未进行黄金套保，黄金产品毛利率直接受到金价波动影响；其直营占比 71%、黄金收入占比 76%、均处较高水平。潮宏基直营占比 67%，黄金业务占总营收的 28%。

周大福、周大生、老凤祥、豫园股份为我们认为受金价波动影响较小的标的。周大福黄金业务占营收的 74%、直营占比 55%，但品类结构中高客单价的一口价及古法金产品占比高于行业、根据测算其毛利率受金价波动相对较小，且黄金套保业务占比在 50%-55%、处行业较高水平。周大生、老凤祥、豫园股份的直营占比均较低、受影响小，从历史维度看老凤祥和豫园股份的黄金珠宝毛利率总体稳定、波动不大，周大生 21 年 8 月以前黄金批发仅计毛利率 100% 的品牌使用费和加盟管理费、毛利率处行业较高水平，21 年 8 月开始将黄金批发收入计入营收、黄金批发毛利率低个位数，对当年毛利率造成波动，但并非受金价影响。豫园股份黄金采用全套保。

图表 14：黄金珠宝主要公司金价上涨受益程度对比

公司	直营占比高	克重黄金占比高	加工费低	黄金产品周转慢	是否套保及套保比例
菜百股份	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★	★★★★
中国黄金	★★★	★★★★★	★★★★★	★	★★★★★
周生生	★★★★★	★★★	★★	★★★★★	★★
曼卡龙	★★★	★★★★★	★★★★	★★★★	★★★★★
潮宏基	★★★	★	★★★★	★★★★★	★★★★★
周大福	★★	★★	★★	★★★★★	★★
周大生	★	★★	★★	★★★★	★★★★★
老凤祥	★	★★★★	★★★★★	★★	★★★★
豫园股份	★	★★	★★★★	★★★★★	★

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 历史验证：金价更多与美债收益率、避险情绪挂钩，相关公司毛利率与金价同向变动

2002 年以来黄金价格经历多轮涨跌。2002-2011 年中总体呈持续上涨行情，2005 年以前主要受供需缺口影响温和上涨，2006-2011 年金价三次冲高回落、持续上行，主要系全球经济高速增长下高通胀预期、金融危机爆发、美联储降息。2012 下半年至 2015 年末，金融危机结束、美股走强、全球经济复苏背景下金价持续下行。2016 上半年受英国脱欧消息影响，金价冲高、后逐步回落；2019-2020 年先后受英国无序脱欧、全球经贸摩擦加剧、美联储加息预期、新冠疫情爆发等一系列事件影响，金价再次走出较长时间持续上涨行情；21 年全球疫情逐步得到控制，金价回落，22 年初受俄乌冲突影响再次冲高、3 月 9 日达高点 415 元/克，7 月逐步回落，8 月初随美联储收紧政策逐步转弱、实际利率下行，金价再度上行，8 月 5 日收 390 元/克。

总结来看，2007 年以前金价主要受供需（需求以消费需求+投资需求为主，08 年以前基本没有避险需求）关系波动，08 年金融危机后供需对金价的解释力度变弱，更多与美债收益率、避险情绪挂钩。

图表 15：黄金价格走势复盘

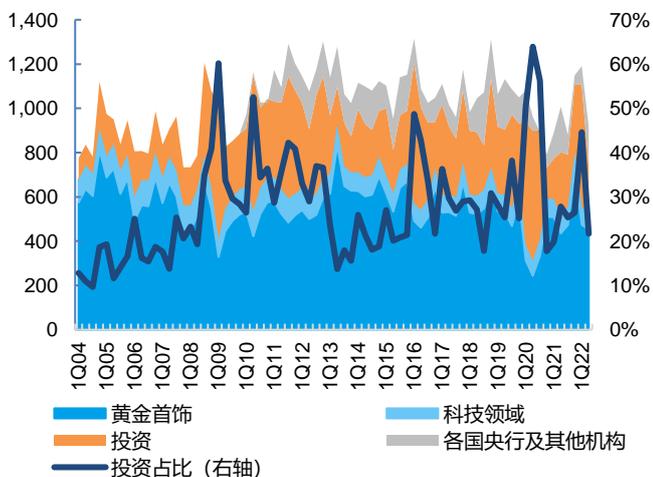


来源：上海金交所，国金证券研究所

从供需关系看，04 年以来黄金首饰需求相对稳定，投资类需求波动较大（黄金 ETF、金币及金条等），特别是 08 年金融危机影响下黄金避险属性凸显，投资类需求量占比飙升至 60%，16 年英国脱欧、20 年新冠疫情、22 年俄乌战争及引发的一系列全球政治经济局势动荡催生投资类需求高涨。

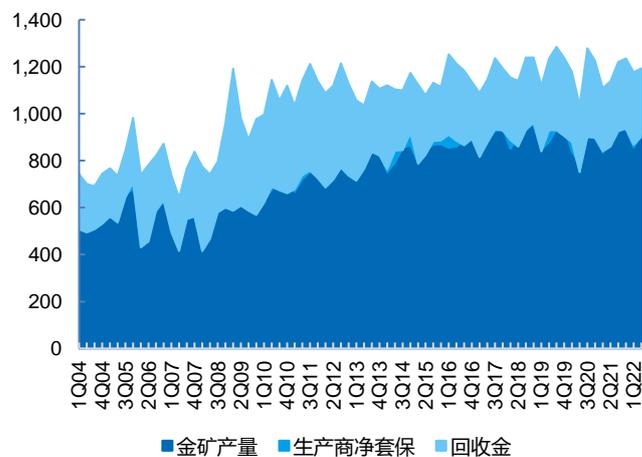
供给方面，主要为金矿生产供给，04 年以来总供给量稳中有升、16 年来趋于稳定。

图表 16：世界黄金总需求（吨）



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

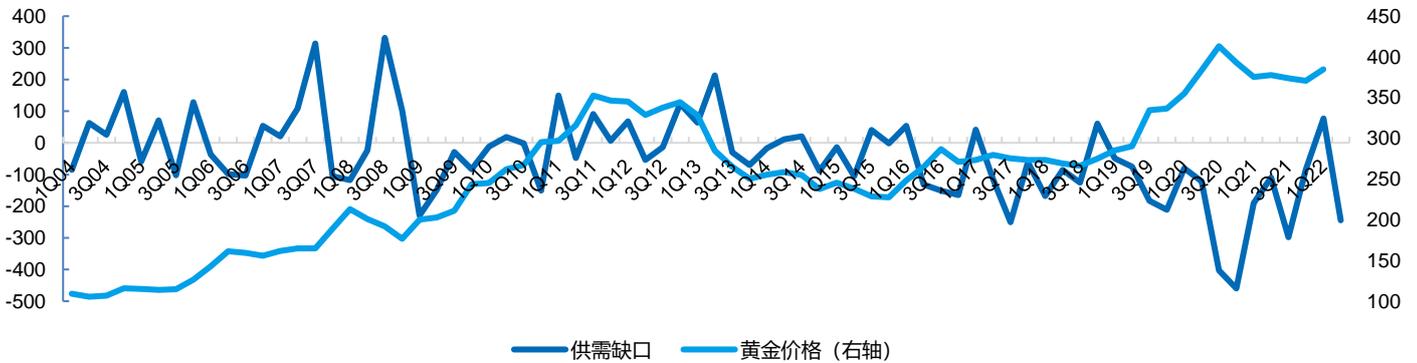
图表 17：世界黄金总供给（吨）



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

根据可获得的数据，2004-2008 年，黄金价格和供需缺口总体呈同向变动，需求大于供给，金价上行。2008 年以来，供需关系对金价解释力趋弱，黄金避险属性加强，更多与美债收益率、避险情绪挂钩。

图表 18：黄金供需缺口与金价走势对比



来源：Wind，世界黄金协会，国金证券研究所

从较长时间维度看，美债收益率与金价负相关。金融危机后，美联储 4 次 QE 带来美元流动性泛滥，二者负向关系强化。

图表 19：黄金价格与美国 10 年期国债收益率

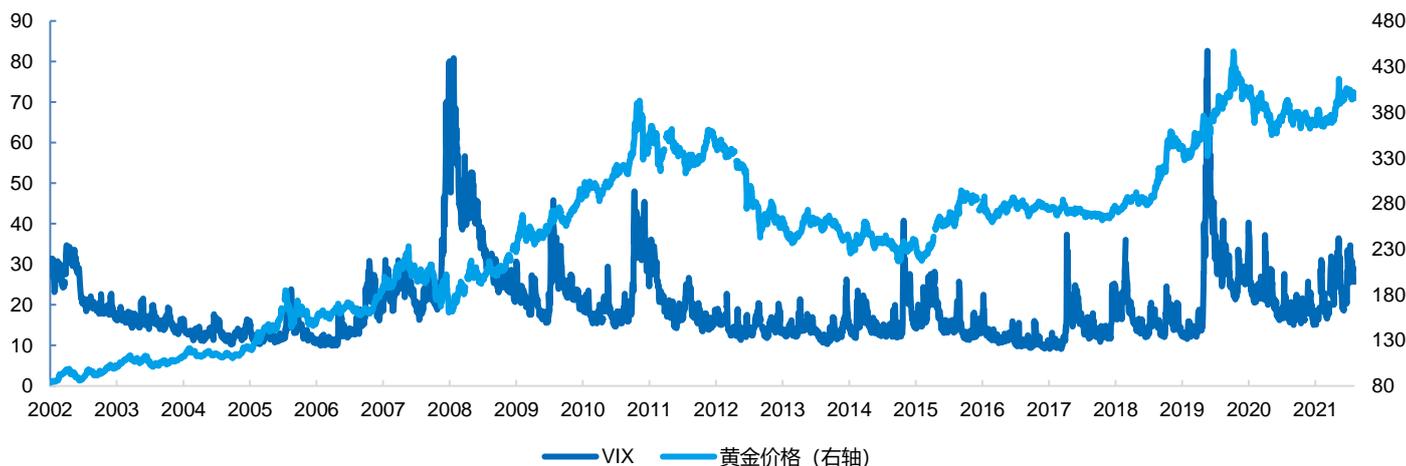


来源：Wind，CBOE，国金证券研究所

短期黑天鹅事件爆发会使得金价暴涨，而实际利率反应有所滞后、走势出现背离，如 22 年 1 月 14 日-2 月 16 日，10 年期美债收益率上行 23bp，金价同向上涨 3%，主要受俄乌冲突爆发影响，2 月 17 日后美债利率逐步回落。

回顾历史上黑天鹅事件的出现导致 VIX 指数上行，黄金价格通常后于 VIX 开启上涨，08 年后黄金避险及抗通胀投资属性不断强化。

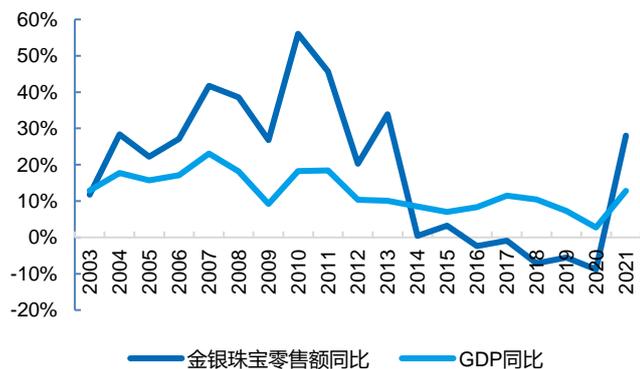
图表 20: 黄金价格与 VIX



来源: Wind, CBOE, 国金证券研究所

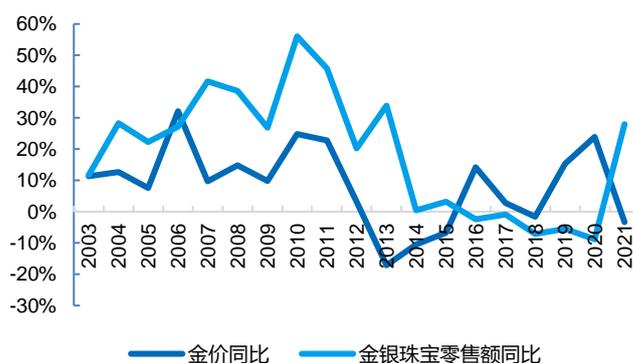
2002 年上金所设立, 从此市场参与者可以在国家级市场上从事黄金交易; 2003 年央行放开黄金白银等贵金属制品市场, 金价持续上行背景叠加政策利好, 珠宝行业迎来十年黄金成长期。根据国家统计局, 2003-2012 年我国黄金珠宝零售额复合增 34%、增速持续高于 GDP 增速, 同期金价复合增 15%, 珠宝零售额增长由量价共同贡献。

图表 21: 我国 GDP 增速与金银珠宝零售额增速对比



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

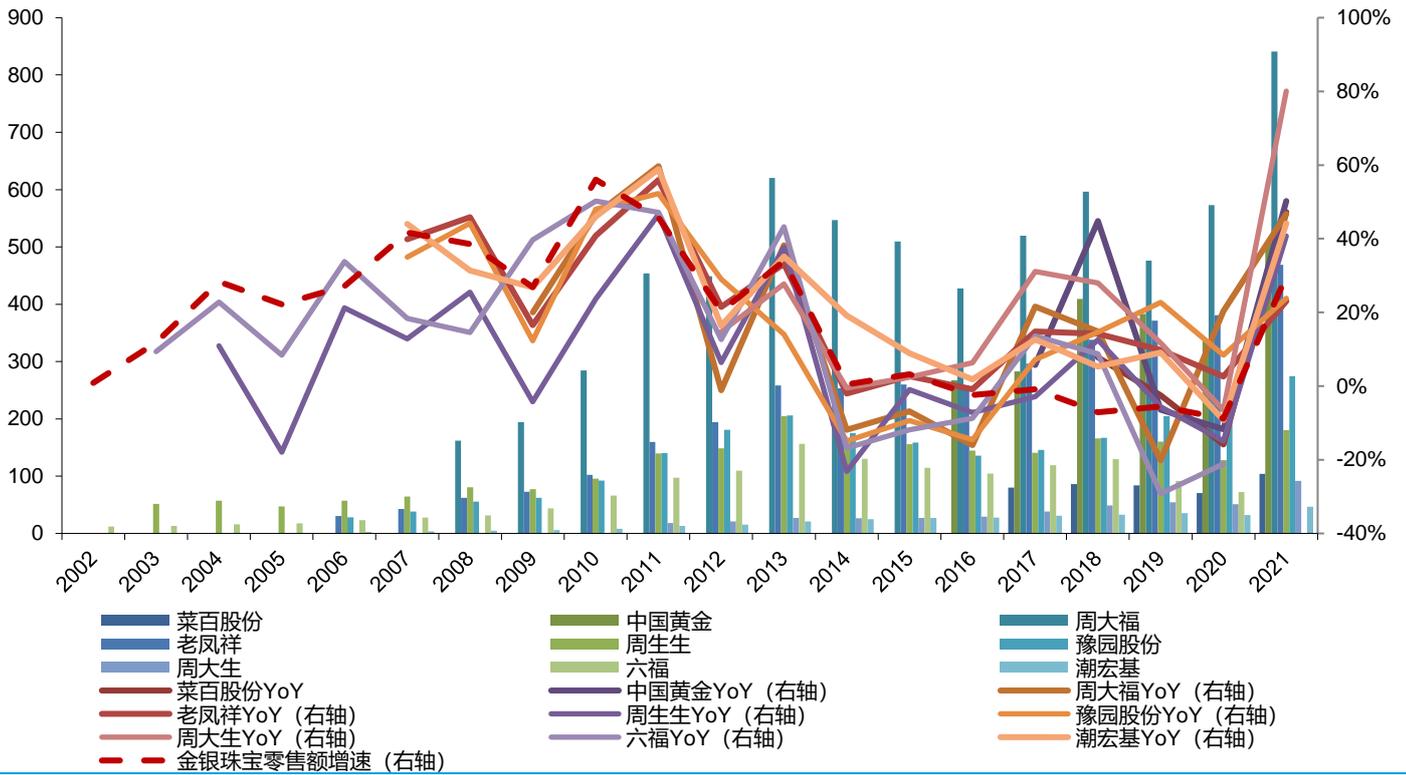
图表 22: 我国金银珠宝零售额增速与金价增速对比



来源: 国家统计局, 上海黄金交易所, 国金证券研究所

这一阶段金银珠宝零售额高增, 头部珠宝公司收入增速趋近/低于零售额增速, 我们判断红利初期新进入者较多、行业格局分散化。增速接近行业的头部公司为老凤祥和豫园股份的黄金珠宝业务。

图表 23：重点公司珠宝首饰营收增速和金银珠宝零售额增速对比（亿元，%）



来源：国家统计局，公司公告，国金证券研究所

金价波动对黄金珠宝利润造成影响，以黄金业务为主的公司毛利率和金价基本呈同向变动。

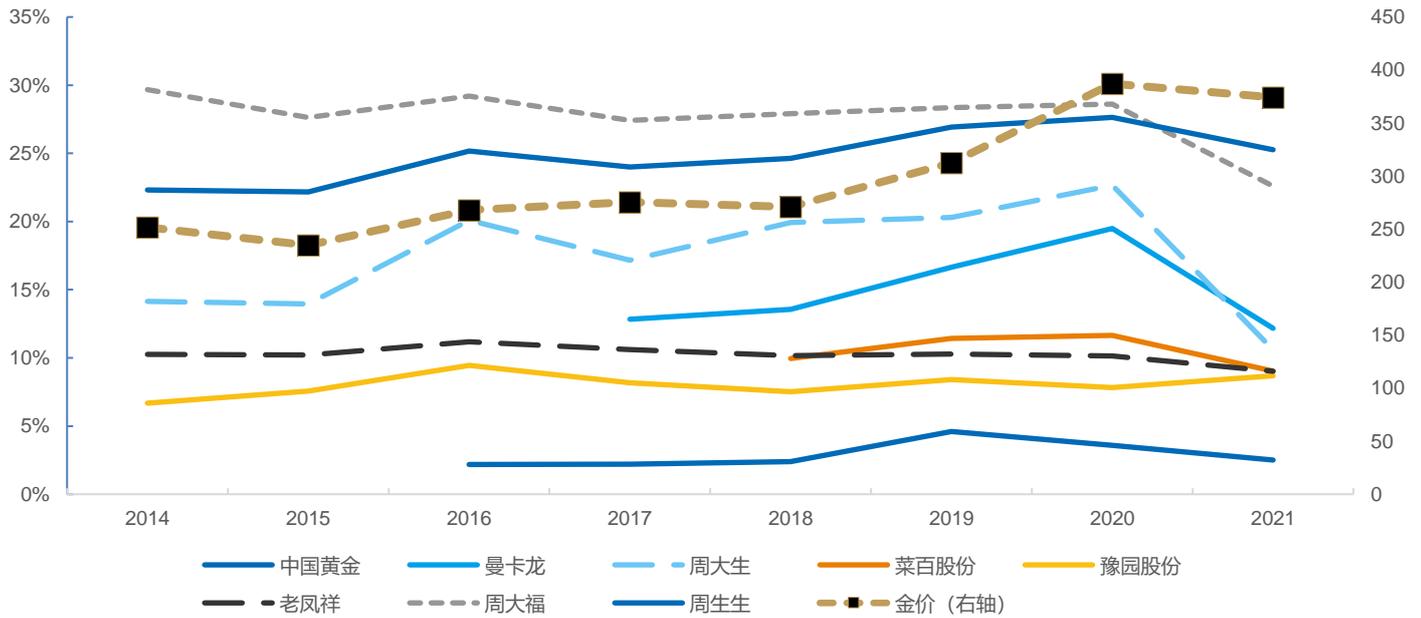
2019 年内金价呈持续上涨行情，累计上涨 15.4%，重点公司毛利率均有不同程度上行，菜百股份/中国黄金/曼卡龙/周大生/六福/潮宏基黄金产品毛利率分别上升 1.5/2.4/3.1/0.4/5.7/1.1PCT；公司综合毛利率方面，中国黄金/周生生/周大生/豫园股份上升较多，分别+2.4/2.3/2/1.9PCT，菜百股份/曼卡龙+1.1/1.2PCT，周大福/老凤祥波动较小、+0.5/0.2PCT，潮宏基-1.7PCT 主要系时尚珠宝和皮具业务毛利率下滑。

2020 年内金价先升后降、波动较大，年度均价 387 元/克、较 19 年上升 24%，相关公司黄金饰品业务毛利率大都有不同程度上行，周大福/周生生/菜百股份/周大生/曼卡龙+0.2/1/0.2/2/3PCT，波动差异与公司经营模式/黄金产品结构（金条/按克季节/一口价）黄金库存/黄金套保等有关。

2021 年金价下行，累计跌 5.9%，相关公司黄金毛利率均有下滑，老凤祥/中国黄金/周生生/菜百股份/周大福/周大生/曼卡龙分别降 1/1/2/3/5/12/7PCT。

22Q1 金价累计涨 5.9%，黄金占比高的中国黄金/菜百股份+2/1PCT。豫园股份毛利率平稳主要系公司采用全套保。

图表 24：主要珠宝商素金饰品毛利率和金价变动情况

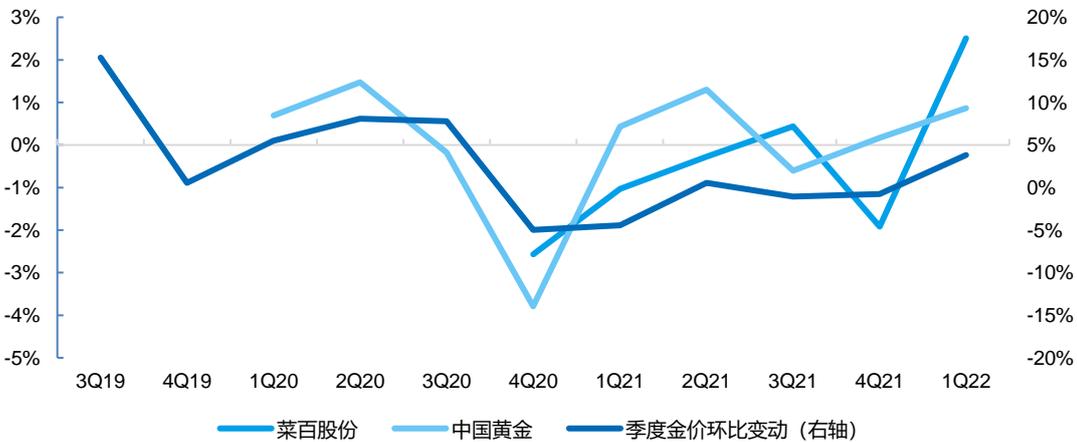


来源：公司公告，上海金交所，国金证券研究所

传导周期方面，金价波动下公司综合毛利率受影响较大的为菜百股份、中国黄金，我们选取上述两个典型公司的季度综合毛利率与季度金价走势对比分析其传导周期。

从两个公司综合毛利率季度环比变动情况看，基本和季度金价环比涨跌同向变动，说明金价波动在一个季度内即传导至毛利端。

图表 25：菜百股份、中国黄金季度综合毛利率环比变动趋势与金价环比涨跌幅对比



来源：上海金交所，公司公告，国金证券研究所

### 3.3 投资建议：8 月金价再度上行，关注金价上涨受益标的

展望 Q2，收入端，疫情缓解、零售改善，5 月下旬多地疫情有所缓解，6 月金银珠宝零售额增速转正、同增 8.1%，疫后修复好于 2020 年。20 年 4 月初解封、7 月增速回正（同增 7.5%）。根据部分公司披露的业绩，周大生 2Q22 收入/净利分别+43.6%/-21.2%、周大福收入-3.7%。随疫情缓解，预计前期积压的婚庆等刚需消费逐步释放、下半年望出现需求回补，参考 20 年疫后 3Q20/4Q20 零售额增速分别为 9%/14%，显著快于疫情前历史增速（16-19 年金银珠宝零售额持续同比下滑，CAGR3 为-4.5%）。净利端，金价 2Q22 累计跌 0.6%、较 3-4 月高位略有回落。

展望后续，8月初随美联储收紧政策逐步转弱、实际利率下行，预计金价再度上行，建议关注金价上涨望收益、业绩弹性较大的中国黄金、菜百股份。

图表 26：主要黄金珠宝公司估值表

排序	公司	收盘价	总市值	EPS (元/股)				PE			EPS	2022年 PE 处历史估值分位数 (近5年)
		(元)	(亿元)	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR3	
1	菜百股份	11.06	86	0.47	0.62	0.75	0.86	18	15	13	22%	27%
2	中国黄金	14.37	241	0.47	0.59	0.77	0.93	24	19	15	26%	7%
3	周生生	7.08	48	0.82	1.27	1.5	1.85	6	5	4	7.08	12%
4	曼卡龙	16.13	33	0.34	0.41	0.50	0.61	39	32	26	22%	32%
5	潮宏基	4.44	39	0.39	0.45	0.54	0.64	10	8	7	18%	2%
6	周大福	13.93	1393	0.52	0.60	0.73	0.88	23	19	16	19%	36%
7	周大生	13.26	145	1.12	1.24	1.52	1.70	11	9	8	15%	4%
8	老凤祥	36.62	192	3.59	3.53	4.00	4.45	10	9	8	7%	4%
9	豫园股份	8.12	316	0.99	1.10	1.23	1.38	7	7	6	12%	28%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：周大生、潮宏基为国金证券预测值，其他公司为 Wind 一致预期，单位货币为人民币；采用 2022 年 8 月 5 日收盘价。）

#### 4、风险分析

**黄金价格剧烈波动：**金价波动对相关公司收入规模、毛利率水平均产生影响。国际政治经济形式变动若造成金价急剧上涨或下跌，对消费需求和公司黄金交易业务均产生影响，将导致收入利润下滑、产生投资亏损等。

**终端零售不及预期：**黄金珠宝行业销售渠道线下为主，21 年来疫情反复、社零增速整体放缓，线下渠道发展可能受限。

**疫情持续时间长：**22 年来多地疫情反复影响线下客流，黄金珠宝行业线下为主、可选消费属性较强，疫情持续时间超预期对抑制消费需求，门店长时间停业也会对公司盈利造成影响。

**加盟渠道拓展不及预期：**当前黄金珠宝品牌商主要以加盟模式拓店、下沉市场。行业竞争激烈、头部集中趋势延续，加盟拓展不及预期影响品牌利润。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**  
电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号  
嘉里建设广场T3-2402