

黄金珠宝行业点评

金价稳步上行催化板块行情，两会提案关注黄金珠宝消费税

超配

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
证券分析师: 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码: S0980517070001
执证编码: S0980522120001

事项:

近期金价稳步上行, 3月8日伦敦金现收盘价 2178.97 美元/盎司, 2023 年以来涨幅 19.54%。有望对企业收入及利润端带来积极影响。此外, 两会期间, 全国工商联金银珠宝业商会提出《关于调整黄金珠宝税率的提案》, 提案建议按照黄金珠宝零售价分区间适当调整消费税率, 以推动企业减负及终端消费。

国信零售观点: 自去年金价持续稳步上行以来, 黄金珠宝零售板块企业行情表现优异。从需求层面, 金价的稳步上行除了带动投资增值的需求外, 在当前性价比消费趋势下, 也通过强化消费者对于黄金保值印象, 实现了对部分镶嵌品类的需求替代。同时利润端也将受益于毛利率以及投资收益的潜在提振。而随着近年来上市企业对于黄金品类布局力度的加大, 更明显带动了金价上行对于整个板块的行情影响。

总体上, 我们认为全球风险因素累计叠加美联储加息周期步入尾声的预期下, 预计将推动金价中长期稳步上行, 进一步激发居民保值性消费需求。同时企业自身不断进行渠道开拓和产品设计投入, 利好市场份额提升及销售规模扩大。首先推荐关注黄金业务占比高, 套保机制灵活, 具备强品牌知名度的国企老字号品牌龙头: **老凤祥、菜百股份、中国黄金**, 有望借行业东风, 并内部积极提质增效实现业务拓张。此外建议关注**周大生及潮宏基**, 两者近几年不断加大黄金产品布局, 同时渠道扩张推动业绩持续增长, 且当前估值水平在板块内具备一定性价比。

评论:

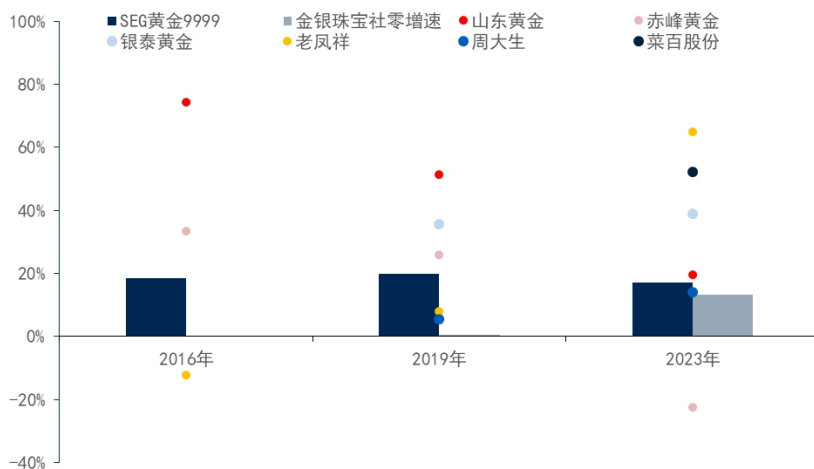
◆ 金价稳步上行, 全国工商联两会提案建议调整黄金珠宝消费税

3月8日伦敦金现收盘价 2178.97 美元/盎司, 周涨幅 4.54%, 2023 年以来涨幅 19.54%。金价的持续上行对于黄金产业上下游企业均有一点积极影响。以往经验来看, 上游贵金属企业受益更为直接, 下游零售企业相对平稳, 但在 23 年以来情况有所不同:

具体来看, 我们以金价涨幅较好的 2016/2019/2023 年看: 1) 2016 全年 SEG 黄金 9999 涨幅 18.38%, 全年金银珠宝社零增速 0%, 贵金属股山东黄金/赤峰黄金股价分别上涨 74.34%/33.28%, 零售股老凤祥股价下跌 12.14%; 2) 2019 年全年 SEG 黄金 9999 涨幅 19.94%, 全年金银珠宝社零增速 0.4%, 贵金属股山东黄金/赤峰黄金/银泰黄金的股价分别上涨 51.29%/26.07%/35.59%, 零售股老凤祥/周大生股价分别上涨 7.93%/5.41%。

3) 但在 2023 年, SEG 黄金 9999 全年涨幅 17%, 同时全年金银珠宝社零增速达到 13.3%, 贵金属股山东黄金/赤峰黄金/银泰黄金的股价分别上涨 19.70%/-22.38%/38.91%, 零售股老凤祥/菜百股份/周大生股价分别上涨 64.94%/52.24%/13.97%, 黄金占比较高的零售股表现更优。

图1: 金价持续上行的不同年份贵金属股及黄金珠宝消费股的收益率对比 (%)



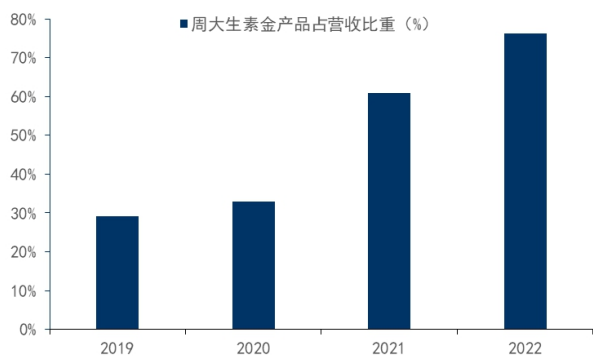
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们认为 23 年以来出现以上变化主要有以下原因:

➢ 上市企业黄金业务占比的持续提升, 收入端受益与金价上行带来的保值需求

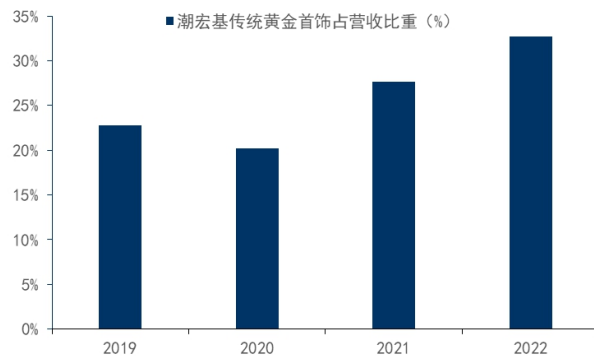
一方面如菜百股份、中国黄金等专注于黄金零售业务的企业分别于近年登陆资本市场, 另一方面, 已上市企业也在积极开拓黄金品类布局, 如周大生素金产品占比从 2019 年的 29.14% 快速提升至 2022 年的 76.16%; 潮宏基传统黄金首饰占比从 2019 年的 22.79% 提升至 2022 年的 32.71%。

图2: 周大生素金产品占营收比重变化 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 潮宏基传统黄金首饰占营收比重变化 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

通常来看黄金具备两大属性: 即消费属性以及投资属性。

1) 作为消费属性, 金价上行对于销售端的直接影响相对不明显, 但间接来看, 在当前性价比消费趋势下, 消费者十分重视每一份支出下所获取产品的价值感, 而持续上行的金价有助于夯实产品实际价值, 再加上当前黄金产品本身设计感的提升, 使得黄金在越来越多场景下实现了对镶嵌等过高溢价品类的需求替代。

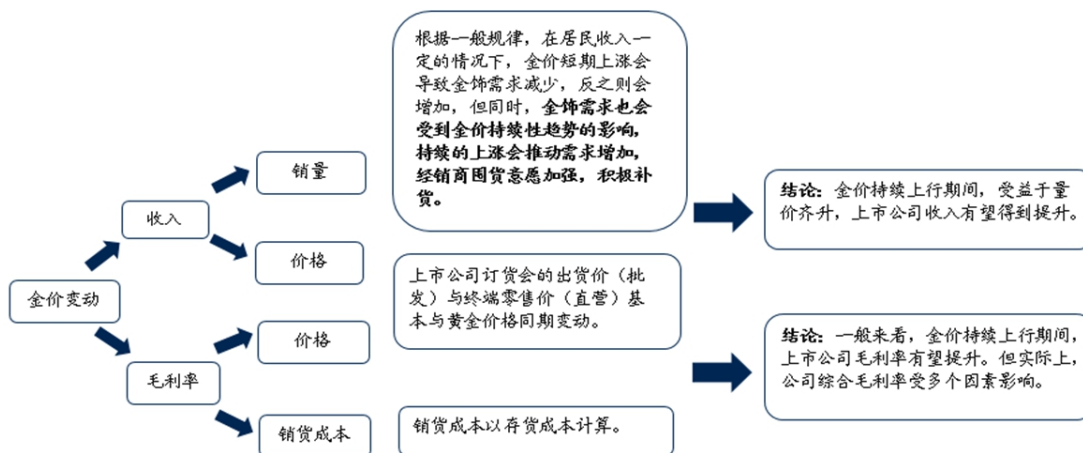
2) 作为投资属性, 对于开展投资金业务占比较高的企业影响更为明显。特别是在金价现阶段进入高位震荡期间, 无论价格上行还是下行, 都能够激发追涨及抄底的交易热情, 从而带动相关企业投资金业务持续受益。

➤ 金价提升带动企业毛利率及投资收益，降消费税提案若通过将进一步优化企业盈利水平

毛利率角度，国内珠宝品牌在运营中通常会保有大量黄金库存，包括金锭原料、金饰在产品和成品，销货成本以存货成本计算。因此一般来看，金价的持续上涨下公司的毛利率将有望得到提升。

投资收益角度，当前黄金珠宝企业的套保措施较为灵活，而基于当前金价走势的判断，通过灵活调整也有望带来一定额外投资收益。如菜百股份 2022 年 T+D 业务产生的投资收益为 1.19 亿元，而 2021 年为亏损 8871 万元。

图4：金价变动对于黄金珠宝零售企业的影响



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析整理

此外，近期全国工商联金银珠宝业商会提出《关于调整黄金珠宝税率的提案》，提案建议按照黄金珠宝零售价分区间适当调整消费税率，具体而言：建议对单件黄金珠宝零售价三万元以内产品征收 1% 消费税，三万元至十万元产品征收 3% 消费税，对十万元及以上产品保持征收 5% 消费税，工费部分为成本，不征收消费税。而此前黄金珠宝消费者税率为 5%，且消费税按照零售价+工费后的总额计算，由企业缴纳。此提案内容总体上有助于减轻企业税负负担提升盈利水平，同时通过让利消费者进一步拉动黄金消费。

◆ 投资建议

自去年金价持续稳步上行以来，黄金珠宝零售板块企业行情表现优异。需求层面，金价的稳步上行除了带动投资增值的需求外，在当前性价比消费趋势下，也通过强化消费者对于黄金保值印象，实现了对部分镶嵌品类的需求替代。同时利润端也将受益于毛利率以及投资收益的潜在提振。而随着近年来上市企业对于黄金品类布局力度的加大，更明显带动了金价上行对于整个板块的行情影响。

总体上，我们认为全球风险因素累计叠加美联储加息周期步入尾声的预期下，预计将推动金价中长期稳步上行，进一步激发居民保值性消费需求。同时企业自身不断进行渠道开拓和产品设计投入，利好市场份额提升及销售规模扩大。首先推荐关注黄金业务占比高，套保机制灵活，具备强品牌知名度的国企老字号品牌龙头：老凤祥、菜百股份、中国黄金，有望借行业东风，并内部积极提质增效实现业务扩张。此外建议关注周大生及潮宏基，两者近几年不断加大黄金产品布局，同时渠道扩张推动业绩持续增长，且当前估值水平在板块内具备一定性价比。

◆ 风险提示：

黄金珠宝消费不及预期；金价大幅波动；加盟商管理不善；门店拓展不及预期

表1: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2024/3/8	EPS			PE			总市值(亿元) 2024/3/8
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
002867.SZ	周大生	买入	19.80	1.00	1.30	1.58	14.10	15.23	12.53	216.99
002345.SZ	潮宏基	增持	6.29	0.22	0.43	0.53	23.47	14.63	11.87	55.89
600612.SH	老凤祥	买入	77.19	3.25	4.23	5.03	13.17	18.24	15.35	303.70
600916.SH	中国黄金	暂无	11.12	0.46	0.60	0.72	27.75	18.53	15.45	186.82
605599.SH	菜百股份	暂无	13.10	0.59	0.91	1.06	17.21	14.33	12.34	101.89

资料来源: Wind、国信证券经济研究所 注: 菜百股份、中国黄金为 wind 一致预测

相关研究报告：

- 《商贸零售行业双周报-迎接双节消费旺季，关注黄金珠宝板块投资机遇》 ——2023-09-27
- 《黄金珠宝行业点评-金价走强与产品力提升共振，黄金珠宝消费需求持续向好》 ——2023-03-22
- 《商贸零售行业 3 月投资策略-春节消费提振行业基本面，关注三八节美妆品牌表现》 ——2024-02-28
- 《性价比消费系列研究之品牌篇-紧扣质价比思路，探寻品牌逆势突围之密钥》 ——2024-02-07
- 《商贸零售行业 2 月投资策略暨 2023 年业绩前瞻-龙头业绩稳步回暖，关注国企改革及高股息标的》 ——2024-02-01

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032