

再论金价上涨对黄金珠宝业绩的影响



证券分析师：吴劲草

执业证书编号：S0600520090006

联系邮箱：wujc@dwzq.com.cn



证券分析师：谭志千

执业证书编号：S0600522120001

联系邮箱：tanzhq@dwzq.com.cn

2024年5月17日

- **2022年底至今金价已经累计涨幅超40%，黄金类产品兼具消费和投资类属性也为消费者提供了较好的消费支撑：**2022年四季度以来，受地缘政治，央行加大黄金购买，美联储降息预期，以及人民币贬值等多重因素的影响，金价持续上涨。黄金珠宝兼具消费和投资属性，近年来随着工艺的进步，黄金类产品在外观上逐步缩小了与镶嵌，K金类饰品的差距，1) 节假日，纪念日自购，送礼等场景；2) 日常悦己类场景的消费比例在逐步提升。此外，其他投资品类的平庸的收益表现，以及避险保值需求等，也给黄金类产品的消费提供了较好的基础。
- **金价上涨对于黄金珠宝公司的业绩弹性也有正向的拉动：**金价持续上涨虽然对消费量会有一些的扰动，但对于黄金珠宝公司的利润率会有正面的拉动。同时部分留有一定多头敞口的黄金珠宝品牌更能够享受金价上涨带来的业绩弹性。
- **从行业属性来看，黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，开店节奏和天花板与品牌能效高度相关，**我们认为，开店本身是释放品牌力的过程，而非品牌力形成的过程。水贝模式兴起多年下，并未有太多强认知的黄金珠宝品牌出现，也反映出黄金珠宝品牌的壁垒之高。而“品牌使用费”的弹性，一定程度上也是取决和反映了该黄金珠宝品牌的品牌力情况。
- **投资建议：金价上涨对于黄金珠宝业绩的渠道整体来看利大于弊，推荐老凤祥，菜百股份，潮宏基，周大生，周大福，中国黄金等。**
- **风险提示：金价过高抑制消费量，国际金价大幅波动的风险，消费市场复苏速度不及预期等。**



1、本轮金价大涨带来了持续性黄金珠宝行情

2、金价上涨的业绩弹性

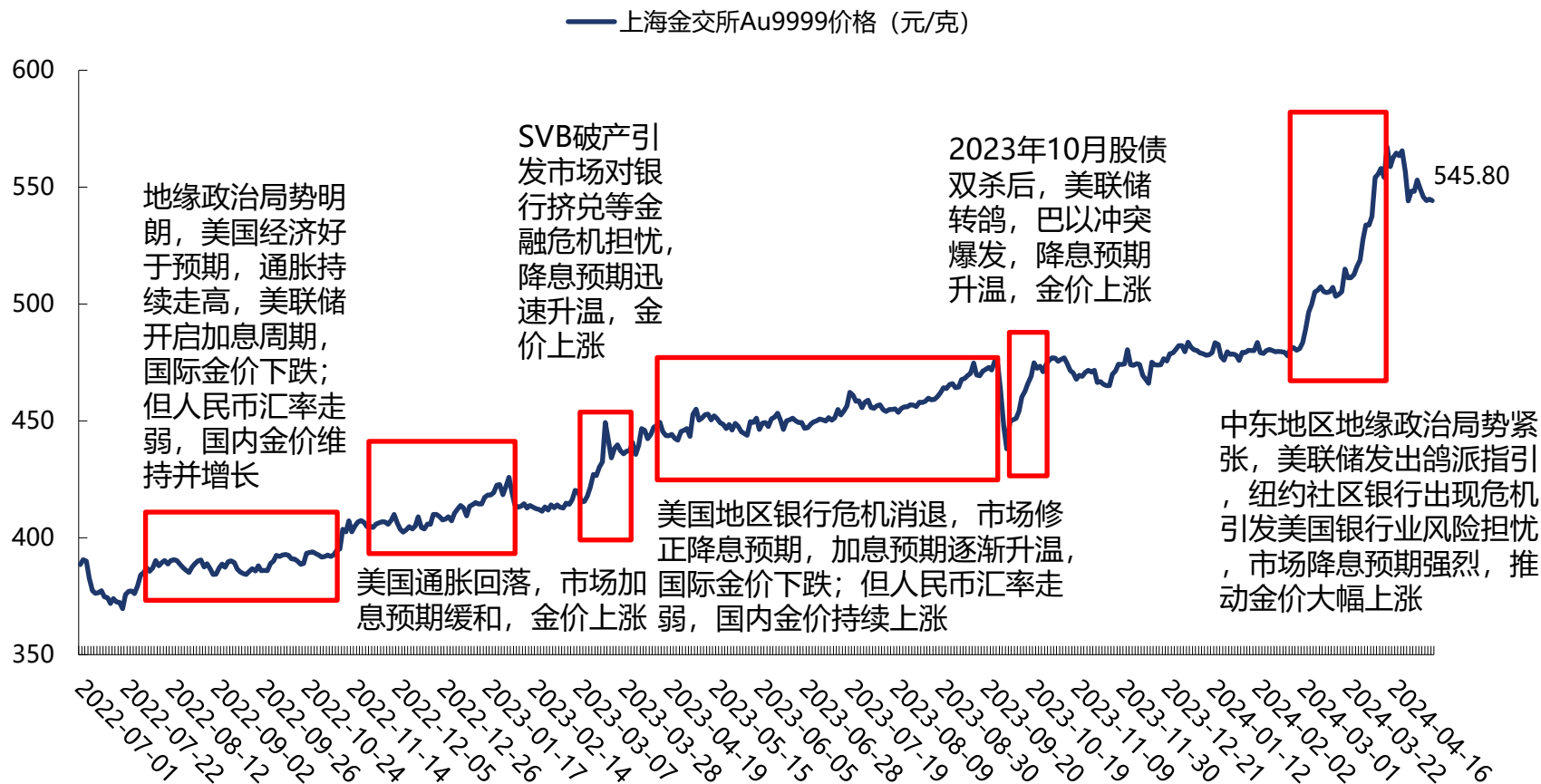
3、投资建议

4、风险提示

1、本轮金价大涨带来了持续性黄金珠宝行情

- 2022年四季度以来，受到地缘政治，央行加大黄金购买，美联储降息预期，以及人民币贬值等多重因素的影响，金价持续上涨。

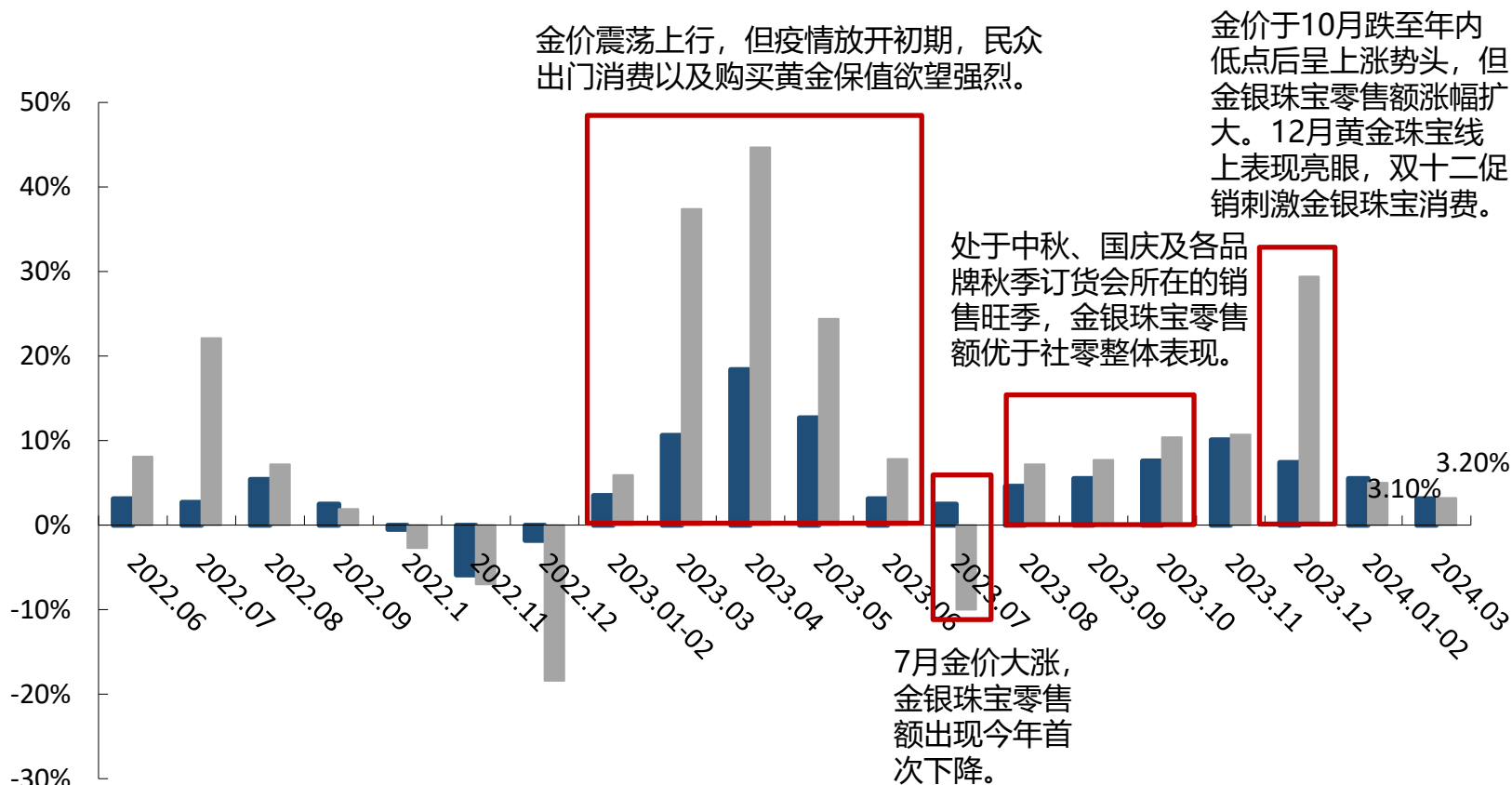
2022年中以来的金价复盘



- 2023年H1得益于线下消费场景的恢复和低基数影响，金银珠宝复苏强劲。
- 2023年H2由于金价仍在持续上涨，且投资属性愈发凸显，金银珠宝的消费依旧表现出较强的韧性。

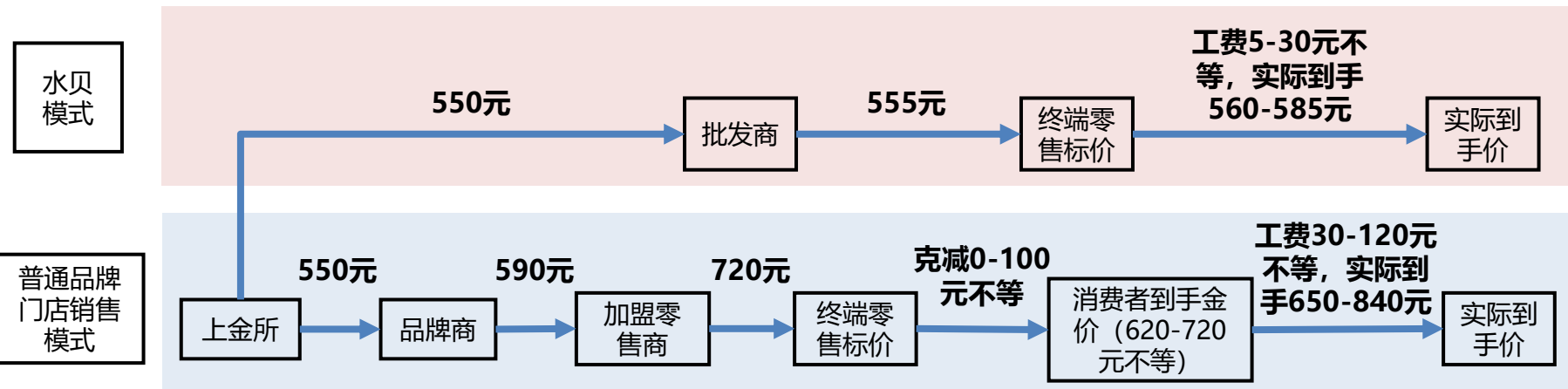
2022年中以来的社零金银珠宝数据

■ 社零总额：当月同比 (%) ■ 金银珠宝类零售额：当月同比 (%)



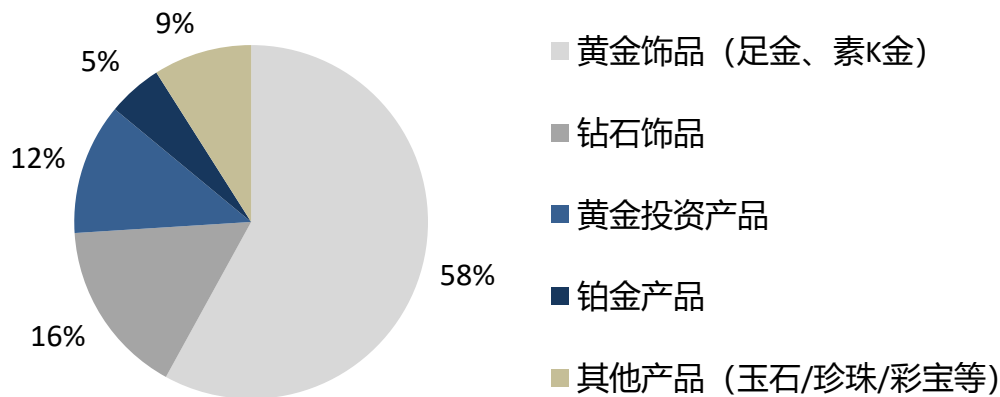
- 黄金产业链：对于克重黄金而言，从上金所的黄金到终端消费者会经过品牌商，生产商，加盟商，消费者等多个环节，每个环节会有一定比例的加价，以2024年4月11日金价为例，上金所Au9999价格为554元，终端零售标价721元。
- 金价上涨，从上金所至终端零售标价均会大致同比例上涨，不同品牌或因成本加成或固定单克使用费的模式的不同略有差异。
- 自2023年以来，由于金价持续快速上涨，终端克减折扣有扩大的趋势。
- 从行业属性来看，黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，开店节奏和天花板与品牌能效高度相关，我们认为，开店本身是释放品牌力的过程，而非品牌力形成的过程。水贝模式兴起多年下，并未有太多强认知的黄金珠宝品牌出现，也反映出黄金珠宝品牌的壁垒之高。而“品牌使用费”的弹性，一定程度上也是取决和反映了该黄金珠宝品牌的品牌力情况。

克重黄金珠宝产业链价值分布（以一克黄金550元计算）

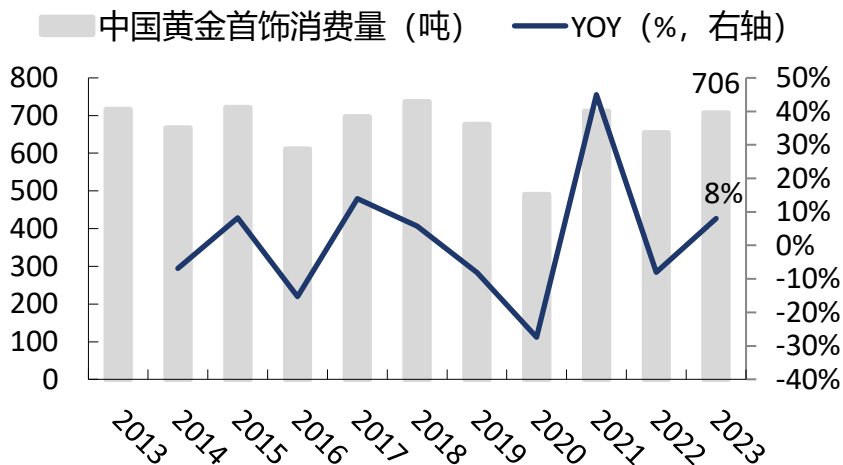


- 黄金类产品兼具消费和投资属性。**根据世界黄金协会数据，2022年黄金饰品在中国黄金珠宝市场份额占比达58%，黄金投资产品份额达12%。根据中国黄金协会数据，2023年我国黄金首饰消费增速为8%，金条及金币消费增速达16%。

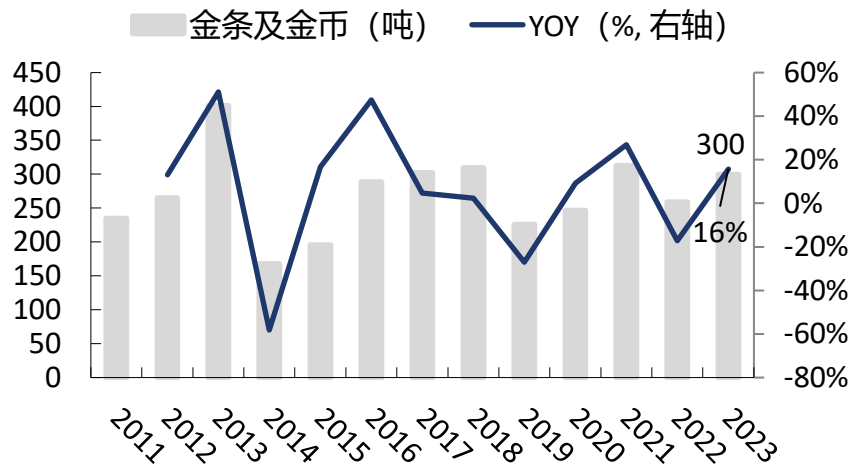
2022年中国黄金珠宝市场份额占比 (%)



2013-2023年我国黄金首饰消费量及增速

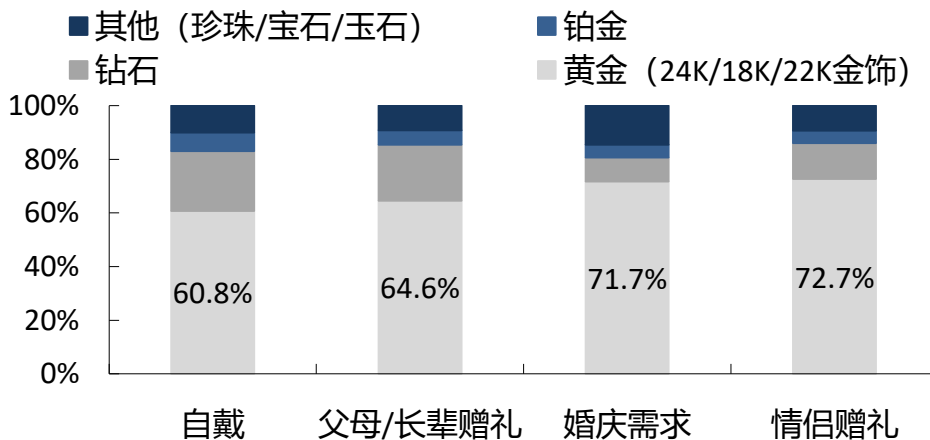


2011-2023年我国金条及金币消费量及增速

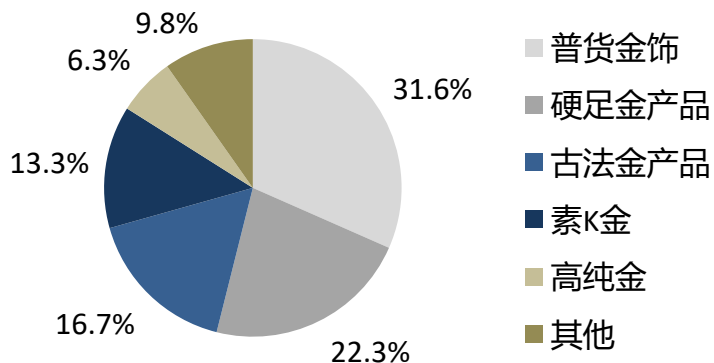


- 黄金饰品工艺不断升级进化，进一步推动黄金消费增长。现有创新工艺包括3D硬金、5G硬金、古法金以及CNC数控技术等，黄金饰品设计更加时尚精美，充分满足自戴、婚庆、送礼等不同消费场景需求，为市场注入新活力。

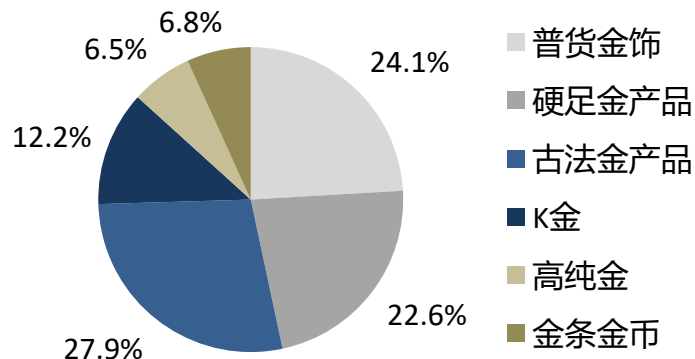
2022年不同消费场景珠宝类型占比 (%)



2021年我国各类黄金产品库存占比 (%)



2023年我国各类黄金产品库存占比 (%)

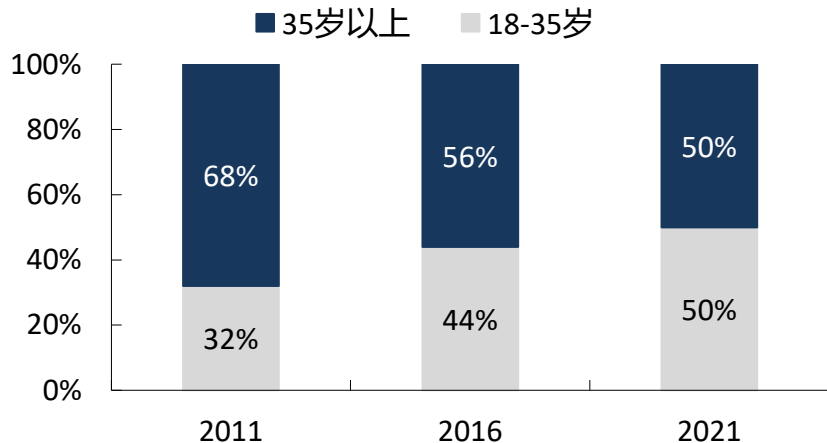


- **国潮兴起，消费群体结构年轻化。** 《2023珠宝消费趋势调查报告》显示，2023年调查年龄在25~34岁群体的消费比例达53%。随着国潮兴起，消费者对传统文化的认同不断提升，消费观念逐步转变，工艺进步后的黄金产品兼具传统文化的底蕴和现代饰品的时尚，迎来一波发展潮流。

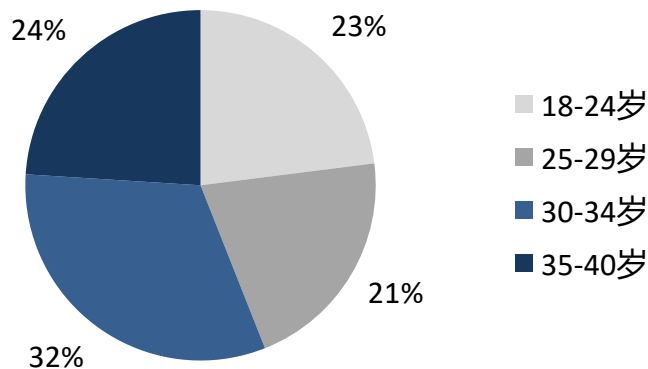
周大福传承系列古法金产品



2011-2021年中国珠宝首饰消费群体年龄分布 (%)

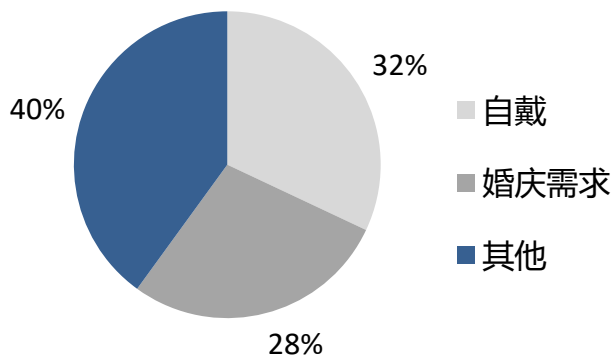


2023年内地珠宝首饰消费群体年龄分布 (%)

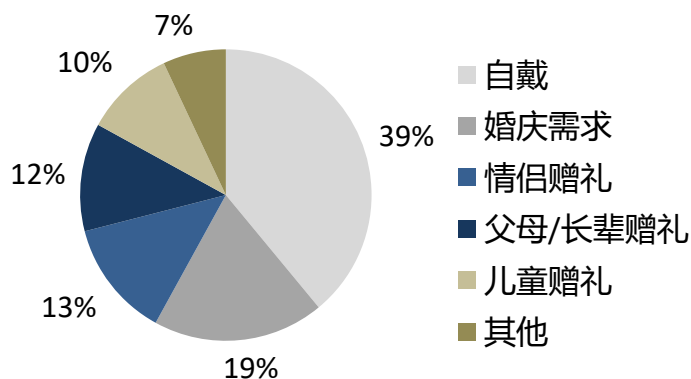


- **悦己消费兴起，自戴场景占比提升。** 2022年自戴消费场景占珠宝零售额的39%，成为最重要的首饰消费场景。
- **“Z世代”已经成为消费主力军。** “Z世代”消费群体更加具有悦己的消费观，且常追随国潮等市场潮流。根据周大福《2023珠宝消费趋势调查报告》，64%的Z世代消费者喜欢购买足金首饰作为自我奖励或日常配饰。

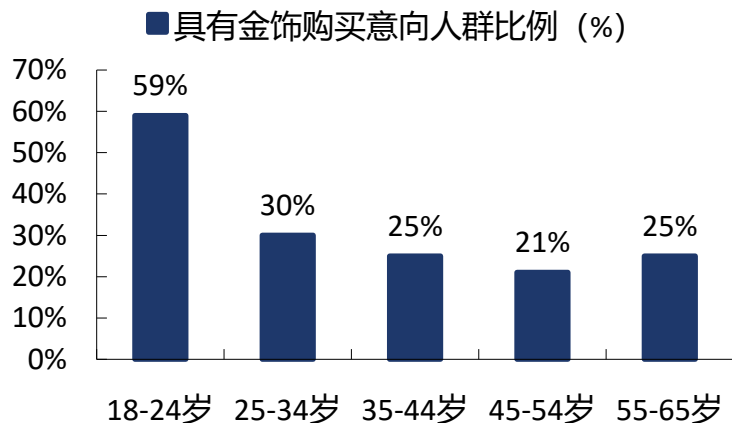
2020年不同消费场景珠宝零售额占比 (%)



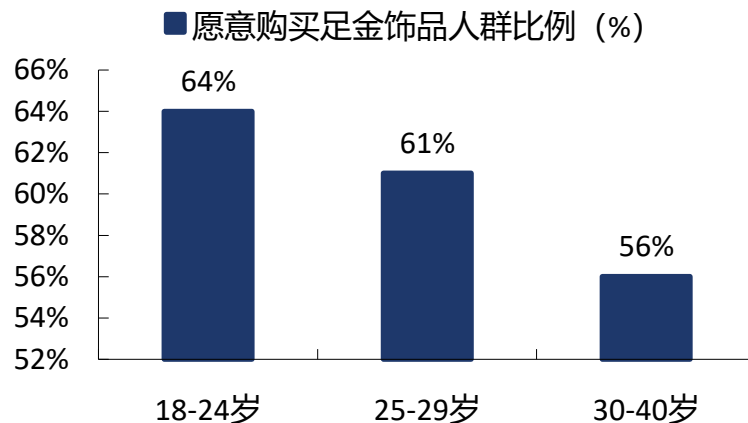
2022年不同消费场景珠宝零售额占比 (%)



2019年各年龄段具有金饰购买意向人群比例



2023年各年龄段愿意购买足金饰品人群比例



- 节假日期间普遍存在走亲访友送礼的需求，而黄金在中华传统文化中有平安、吉祥、富贵等寓意，使黄金类产品成为节日送礼的佳品，节假日往往是黄金消费旺季。根据腾讯新闻，2024淘宝年货节期间，龙年转运珠、龙年金条、龙年金手镯等关键词搜索飙升。
- 以春节假期为例，2024年春节假期（2月10日-2月17日）期间，根据世界黄金协会数据，以黄金产品为主的金银珠宝销售额同比增长24%，上海黄金珠宝销售额超10亿元人民币。驱动原因除消费者追求黄金的保值属性外，还包括龙年主题金饰产品大受欢迎，情人节礼赠需求带动金饰销售增长，2024年春节假期较往年多1天等。
- 由于黄金饰品具有“情比金坚”等美好寓意，在纪念日送礼场景中广受消费者欢迎。以2023年七夕节为例，根据新浪财经报道，中国黄金上新了一款名为“情比金坚筑鹊桥”的足金套链，以其精巧的设计和时尚的造型，成为该品牌七夕节期间的爆款产品。

2024年春节龙年主题金饰受欢迎



中国黄金“情比金坚筑鹊桥”足金套链

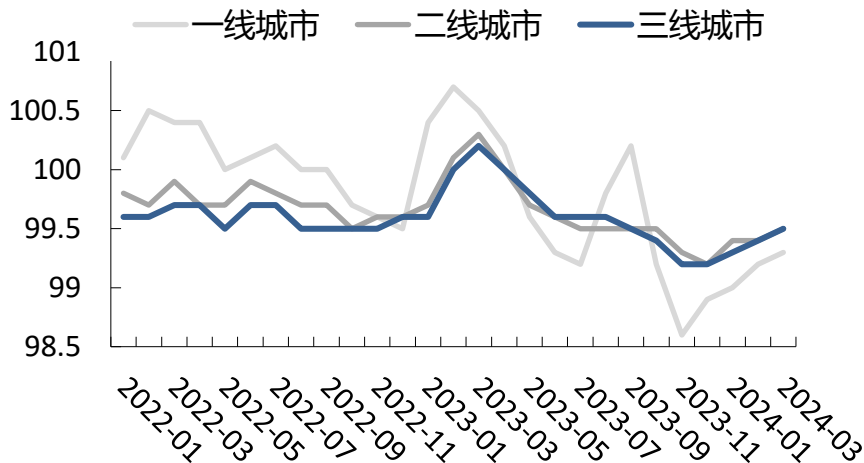


□ 2022年以来，房价、股市和理财产品收益率表现总体呈下行趋势，黄金的投资保值属性凸显，黄金ETF价格大幅上涨。投资类黄金产品也日益受到消费者欢迎，根据中国黄金协会数据，2023年我国黄金消费中金条及金币占比达27%。

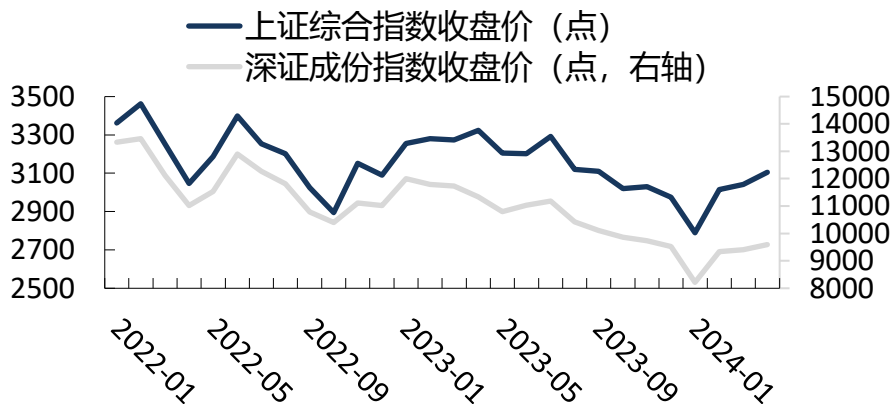
2022年以来黄金ETF价格



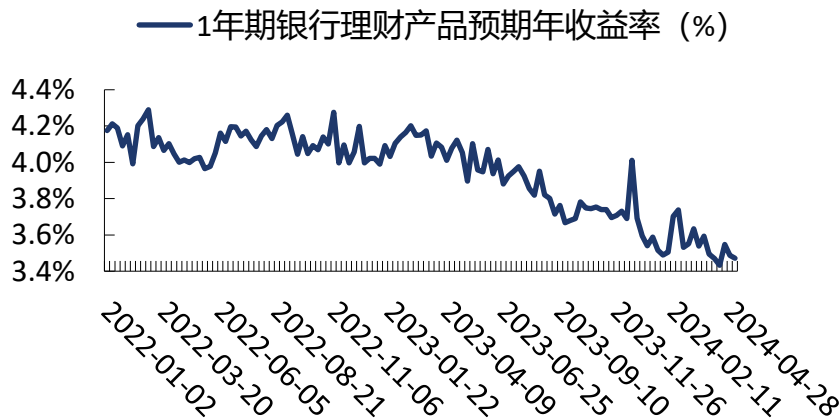
2022年以来各线城市二手住房价格指数（上月=100）



2022年以来股市表现



2022年以来1年期理财产品收益率



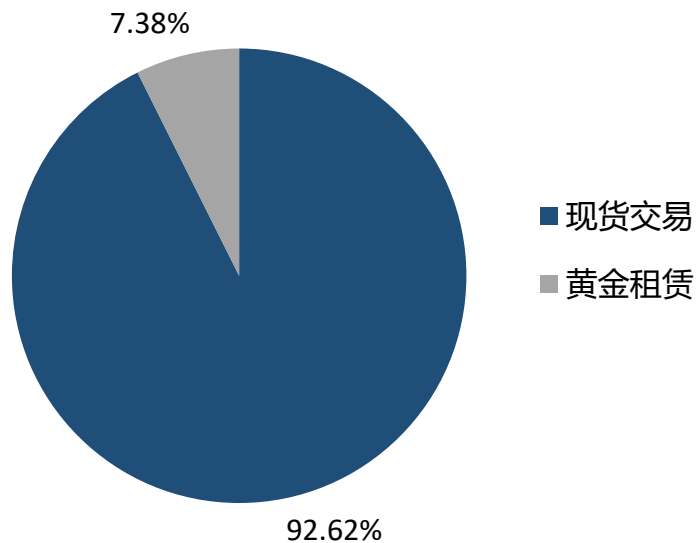
- 国内主要黄金珠宝公司的黄金套保方式主要包括黄金租赁和黄金远期等。黄金租赁在经营层面实现了对黄金销售的100%对冲，但在会计层面会影响毛利率和投资收益。

国内主要黄金珠宝公司的黄金套保方式及金价对会计科目的影响

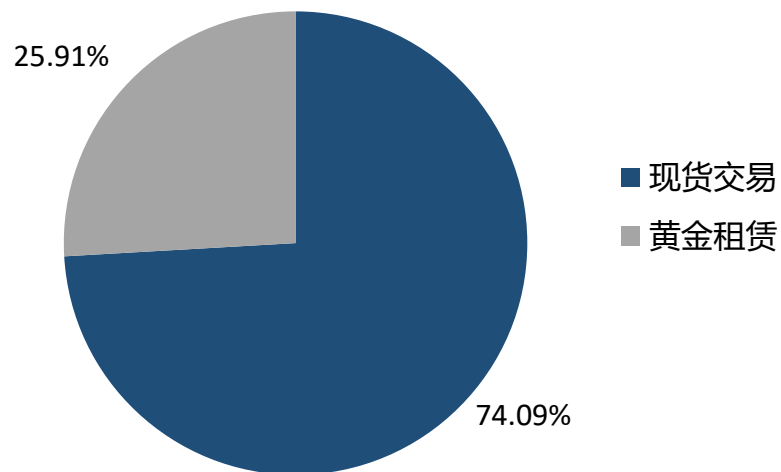
品牌	黄金套保方式	金价上涨对会计科目的影响
老凤祥	黄金租赁与黄金远期	黄金租赁：投资收益计提亏损，毛利率提升。 远期：本年利润增加，金价上涨导致毛利率增加。这部分黄金以合约中约定好的交割价格计提成本。
菜百股份	黄金租赁与黄金 T+D 合约	黄金租赁：投资收益计提亏损，毛利率提升。 T+D合约：本年利润增加，金价上涨导致毛利率增加。以交割日金价计提成本。
周大生	黄金租赁（占2023H1总采购量的7.38%）与黄金远期	黄金租赁：投资收益计提亏损，毛利率提升。 远期：本年利润增加，金价上涨导致毛利率增加。以合约中约定好的交割价格计提成本。
潮宏基	黄金租赁（占2023H1总采购量的25.91%）	黄金租赁：投资收益计提亏损，毛利率提升。
中国黄金	黄金租赁	黄金租赁：投资收益计提亏损，毛利率提升。

□ 国内主要黄金珠宝公司黄金原料采购方式大部分采用现货交易。

2023H1周大生主要黄金原料采购途径占比 (%)



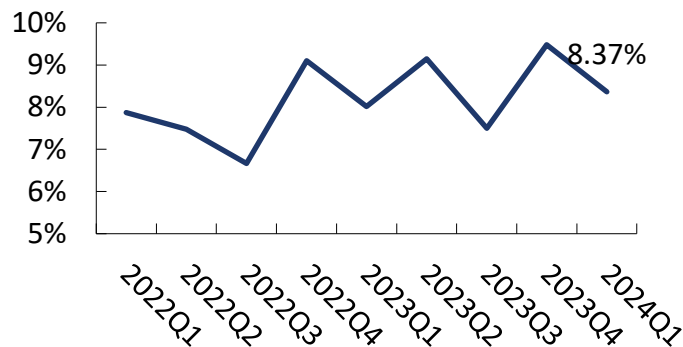
2023年H1潮宏基主要黄金原料采购途径占比 (%)



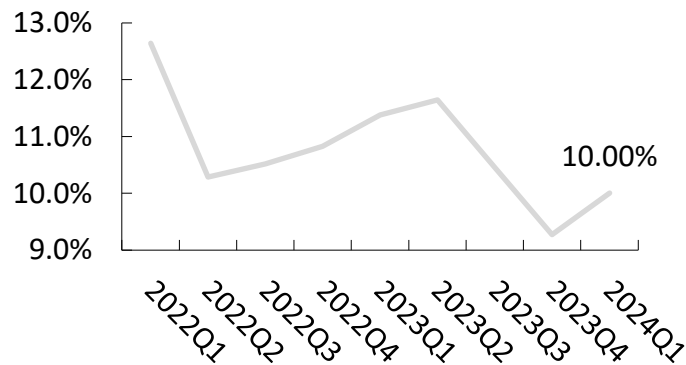
2、金价上涨的业绩弹性

- 黄金产品结构已经比较稳定的公司，以2023年Q1和Q2为例，在金价上涨周期，毛利率环比会有提升。
- 周大生和潮宏基的毛利率下滑主要因为黄金类产品销售占比的提升。

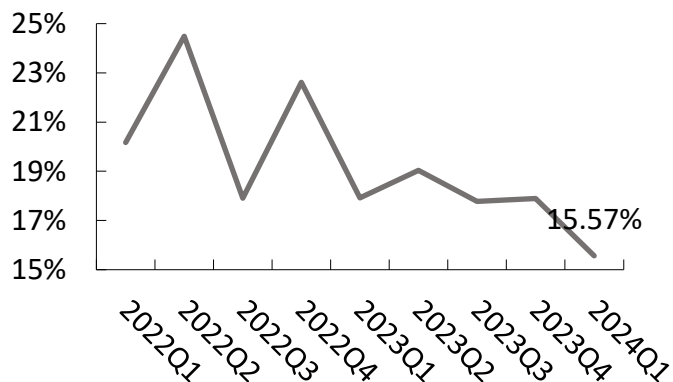
2022-2024Q1老凤祥分季度毛利率(%)



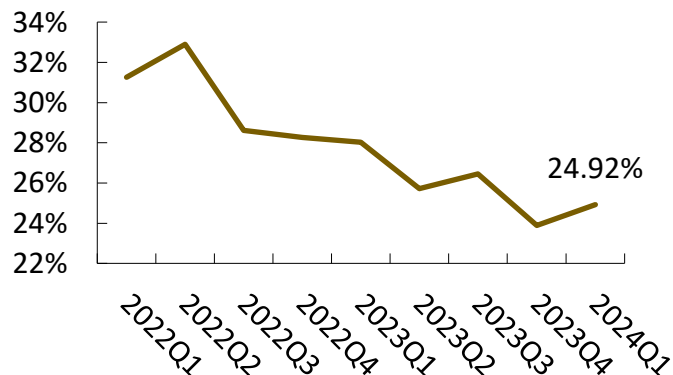
2022-2024Q1菜百股份分季度毛利率(%)



2022-2024Q1周大生分季度毛利率(%)

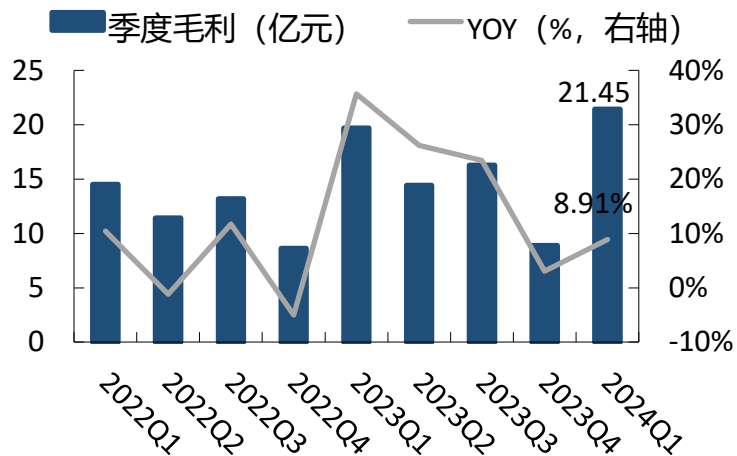


2022-2024Q1潮宏基分季度毛利率(%)

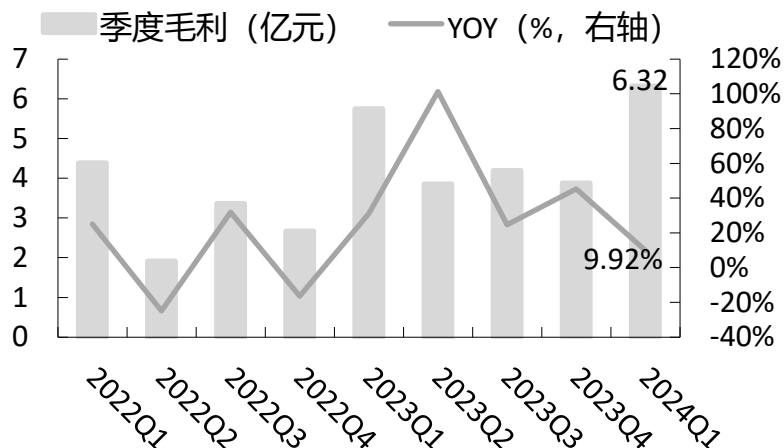


□ 金价上涨推动下，2023年各品牌的毛利润维持了较好的增速。

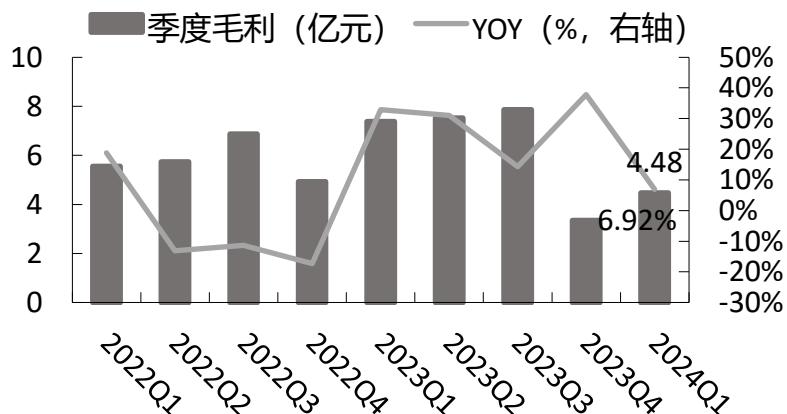
2022-2024Q1老凤祥分季度毛利润及增速



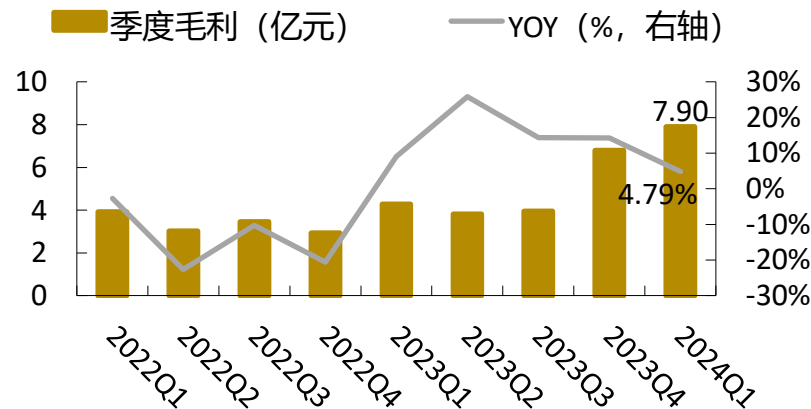
2022-2024Q1菜百股份分季度毛利润及增速



2022-2024Q1周大生分季度毛利润及增速

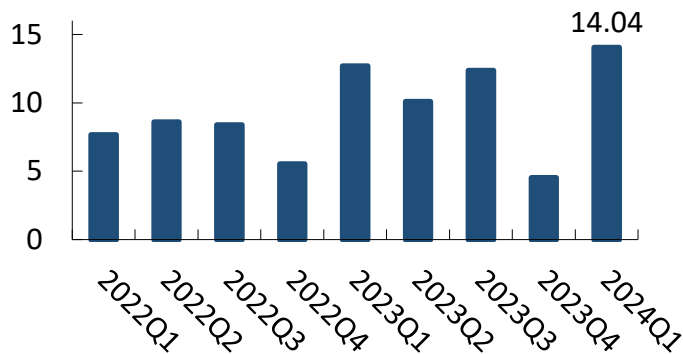


2022-2024Q1潮宏基分季度毛利润及增速

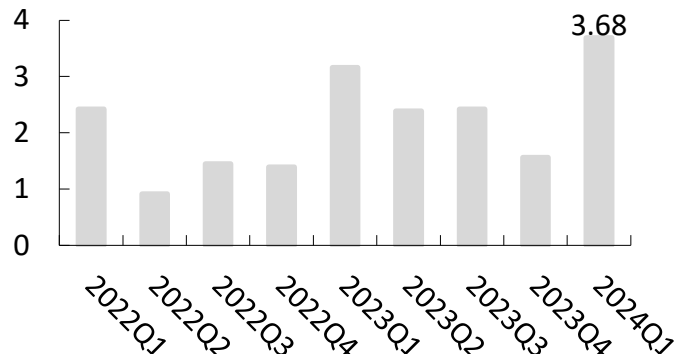


□ 黄金产品占比高的品牌经营利润也有明显提升。

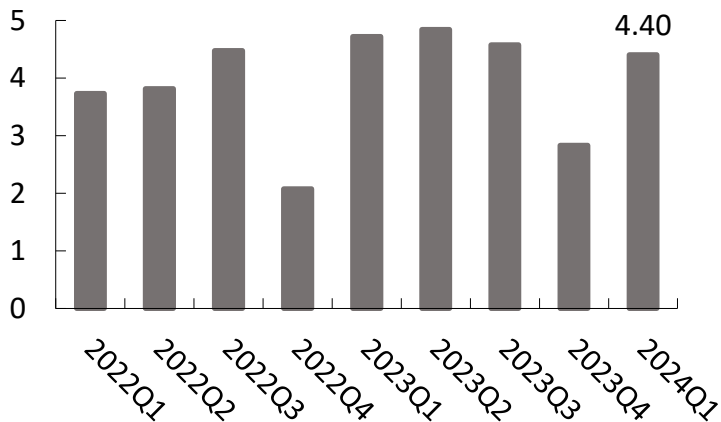
2022-2024Q1老凤祥分季度营业利润(亿元)



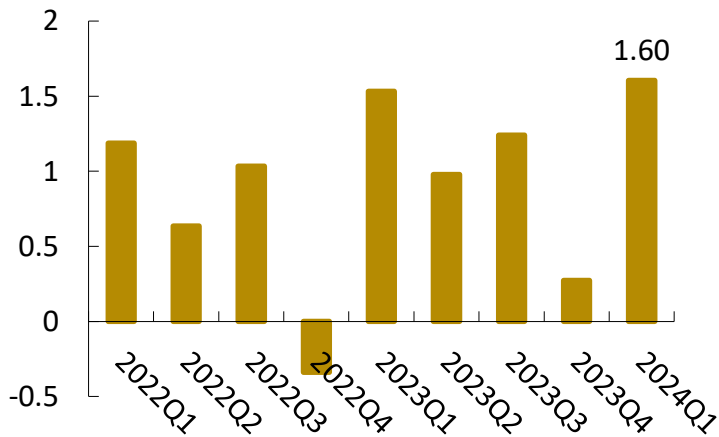
2022-2024Q1菜百股份分季度营业利润(亿元)



2022-2024Q1周大生分季度营业利润(亿元)

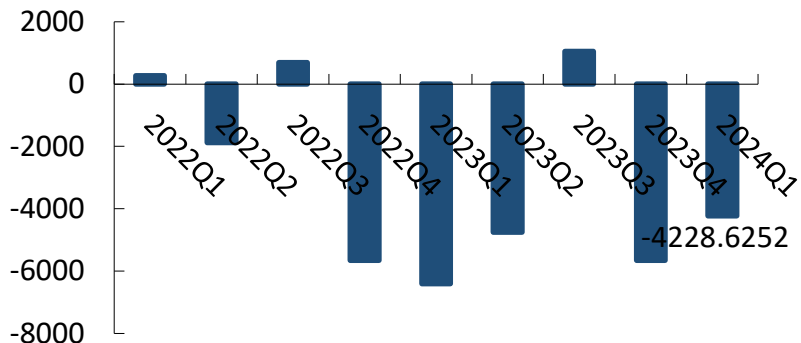


2022-2024Q1潮宏基分季度营业利润(亿元)

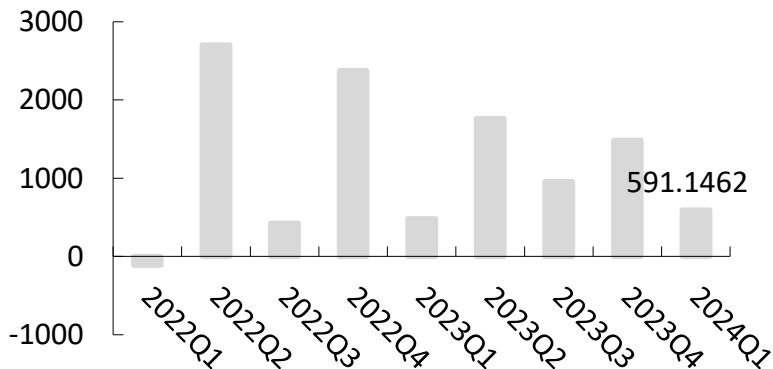


□ 采用黄金租赁模式的品种，金价上涨投资收益科目将呈现出亏损。

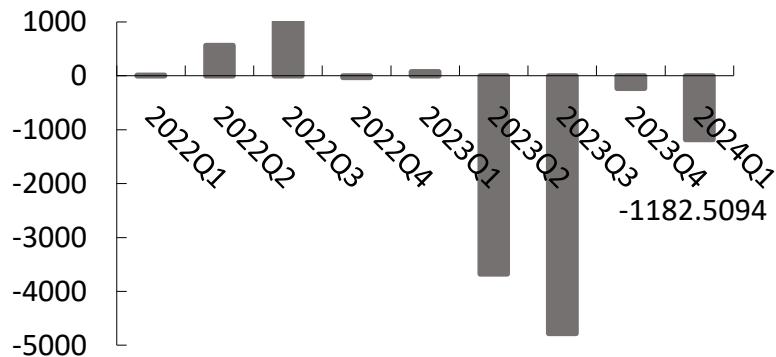
2022-2024Q1老凤祥分季度投资净收益(万元)



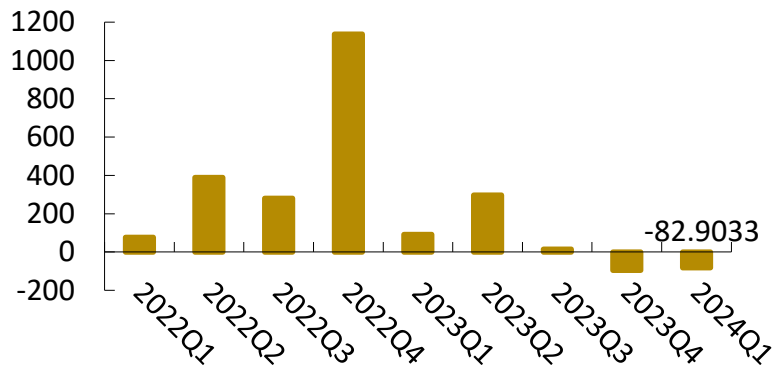
2022-2024Q1菜百股份分季度投资净收益(万元)



2022-2024Q1周大生分季度投资净收益(万元)

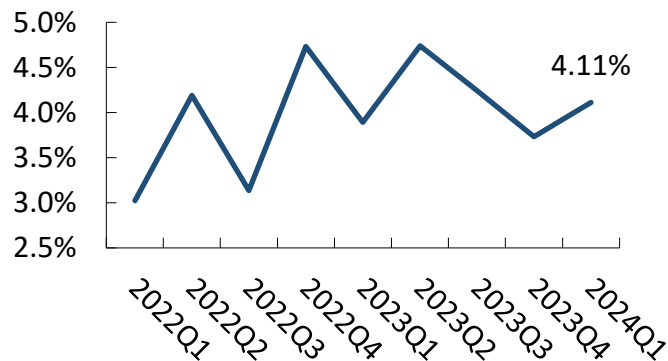


2022-2024Q1潮宏基分季度投资净收益(万元)

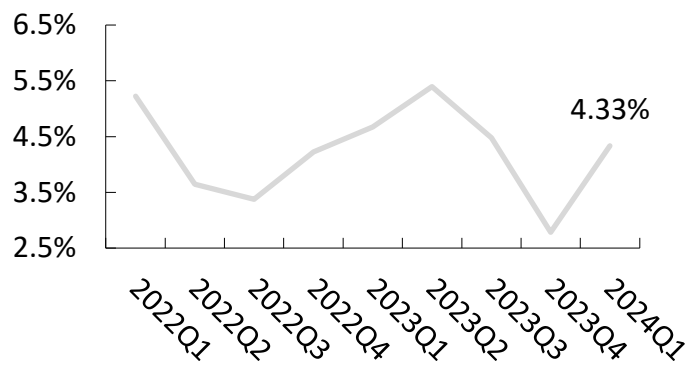


- 黄金产品结构已经比较稳定的公司，以2023年Q1和Q2的老凤祥和菜百股份为例，在金价上涨周期，净利率环比会有提升。
- 周大生利率下滑主要因为黄金类产品销售占比的提升。

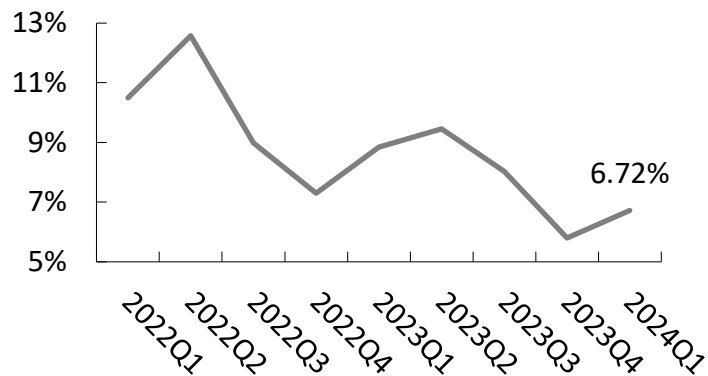
2022-2024Q1老凤祥分季度销售净利率(%)



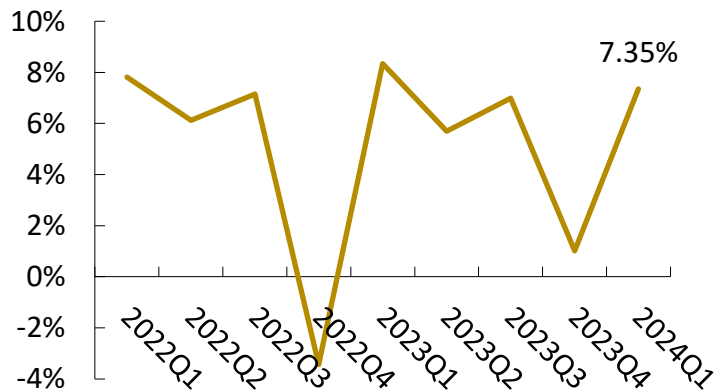
2022-2024Q1菜百股份分季度销售净利率(%)



2022-2024Q1周大生分季度销售净利率(%)



2022-2024Q1潮宏基分季度销售净利率(%)



投资建议

- 金价持续上涨虽然对消费量会有一些的扰动，但对于黄金珠宝公司的利润率会有正面的拉动。同时部分留有一定多头敞口的黄金珠宝品牌更能够享受金价上涨带来的业绩弹性。
- 投资建议：金价上涨对于黄金珠宝业绩的渠道整体来看利大于弊，推荐老凤祥，菜百股份，潮宏基，周大生，周大福，中国黄金等。

黄金珠宝估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2,023.0	2024E	2025E	2026E
600612.SH	老凤祥	400	76.50	22.14	26.01	30.76	35.95	18	15	13	11
002867.SZ	周大生	184	16.83	13.16	15.29	18.15	21.54	14	12	10	9
1929.HK	周大福	1,067	10.68	75.91	86.89	98.88	-	14	12	11	-
002345.SZ	潮宏基	53	5.95	3.33	3.83	4.54	5.29	16	14	12	10
600916.SH	中国黄金	190	11.32	9.73	12.20	14.46	17.22	20	16	13	11
605599.SH	菜百股份	119	15.25	7.07	8.16	9.30	10.52	17	15	13	11

注：数据更新到2024年5月16日，其中周大福2023数据对应为FY2024E，其他年份以此类推，周大福市场数据和盈利预测货币单位均为港币，其他公司所有数据货币单位为人民币，盈利预测均来自于东吴证券研究所。

风险提示

- **金价过高抑制消费量：**目前国内金价持续上涨，已处于历史高位，使部分消费者可能处于观望态度，存在对黄金饰品的短期消费量有影响的**风险**。
- **国际金价大幅波动的风险：**如果国际金价大幅上涨或下跌，会影响国内金价的稳定性，对黄金消费产生负面影响的**风险**。
- **消费市场复苏速度不及预期：**国内宏观经济下行压力较大，消费市场回暖速度较慢，公司收入增速可能放缓的**风险**。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>

东吴证券 财富家园