

推荐 (首次)

港资珠宝：塑造年轻品牌，拥抱新生代

2020年2月3日

海外研究

分析师：张忆东
兴业证券经济与金融研究院
副院长
海外研究中心 总经理
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012

分析师：韩亦佳
SFC: BOT963
SAC: S0190517080003
hanyij@xyzq.com.cn

相关报告

《从剖析周大福看珠宝行业趋势》_20181210

投资要点

行业概况。香港市场容量 853 亿港元，品牌进化成熟，行业集中度较高，市场红利正在消退。大陆市场规模 5800 亿元，居民消费意愿强烈，但消费能力受限。从品类上，我国黄金消费文化深厚，但 Z 世代的情感联系较弱；钻石在婚嫁市场渗透率有提升空间，悦己等新消费场景兴起，钻石镶嵌市场有更大开拓空间。

国内品牌商的产品辨识度普遍不高，珠宝商现阶段最有效的竞争手段仍是渠道和营销宣传。得渠道者初具护城河，但整体集中度仍然不高，周大福市占率约 8%，老凤祥和周大生紧随其后，CR3 占比 20%，品牌打造任务任重道远。**近年来，低线城市成为越来越多珠宝品牌的发力点。**往下的消费群体基数更大，需求更刚性，周大福、周大生等高端龙头利用品牌优势实现对当地杂牌的降维打击。

立足长期，我们认为，珠宝商间的竞争不在展店速度，而是精细化经营管理和品牌塑造。（1）精细化经营管理，加强对供应链和终端销售的掌控，维护品牌良好形象是第一要务。周生生全部店铺均为直营，周大福和六福对加盟商的选拔、监督和监控十分谨慎，渠道管控能力出色。（2）精耕品牌。珠宝品牌的形象老化是业内通病，得新生代消费者得天下，三大港资品牌率先策略性推出更年轻时尚、更有设计感的年轻品牌线，吸引新生代消费群体。我们看好港资珠宝品牌的发展远景。

公共卫生事件等短期变量对行业的潜在影响。以 03 年“非典”作为案例进行回顾分析，高端可选消费品受冲击严重，香港更甚；“非典”平息后，行业需求报复性反弹。股价经历一轮杀跌，但立足长期均走出了长牛行情。核心因素仍是基本面的强力支撑，2003 年正处于珠宝行业黄金十年的起点。

投资建议。目前港资珠宝公司的估值均处于历史中位数以下水平，经营环境环比有望改善。结合业绩增长的确定性和估值，我们更看好发展多品牌策略、渠道管控能力出色，并加速渠道下沉的周大福（1929.HK）。另外，六福集团（0590.HK）定位大众市场，有望打开低线城市的消费红利，但相较而言，六福在港澳地区的收入及利润贡献占比最大，受香港市场环境的冲击也更大，周生生（0116.HK）核心竞争力在于品质和品牌，终端渠道管控能力强，经营业绩相对稳健，投资价值大。

——周大福行业地位稳固。（1）公司正加速下沉至三四线及以下城市，分享低线城市消费红利。（2）打造多品牌战略：孵化出 Soinlove、Monologue 等年轻子品牌，从产品设计、店面形象上避免了原品牌形象老化；JEWELRIA、ARTRIUUM 高端化；多品牌迎合不同年龄、不同层次、不同消费理念人群，锁定多类目标群体。

——六福产品价格亲民，渠道下沉将有效迎合当地消费者，公司计划未来 3 年内净开店不少于 150 间/年。六福也启动了 Goldstyle 和 Dear Q 品牌，迎合年轻群体。

——周生生以质取胜，珠宝设计有较鲜明的辨识度，品牌系列推陈出新。

风险提示：可选消费增速回落、展店不及预期、品牌形象受损、经销商管理难度、运营不佳、规范纳税、原材料价格波动、消费习惯变化



Overweight

(Initial)

Jewelry

Analyst

Zhang Yidong

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

Han Yijia

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

Hong Kong Jewelry: shaping a young brand and embracing the new generation

2/3/2020

The Hong Kong jewelry market has a capacity of HK \$ 85.3 billion with matured brands. This industry is highly concentrated which heavily relies on the mainland customers and RMB exchange rate. The dividend in this industry is fading. Mainland market is 580 billion yuan with a 12% CAGR over the past 14 years. The consumer desiring is strong, yet the buying power remains poor, thus the market holds tremendous potential.

From the aspect of variety, the culture of gold consumption is profound enough in China and the consumption sinking has been completed, but there is a weak emotional connection with generation Z. Chinese diamond market has huge room for penetration rate to grow and the self-delighting consumption has gradually become a mainstream. In a word, the diamond jewelry market has a great potential for future development.

The jewelry industry is now under new evolving trends like consumption upgrading, consumption sinking and new consumption concept of young generation. The consumption sinking is the most important part since Chinese low-level cities have enormous population and fast-growing PCDI which now is becoming the driving force of jewelry brands to open new stores. Expanding the low-level markets fully depends on local franchisees, the policies should not only attract high-quality local franchisees, but also set a certain threshold to eliminate speculators.

We are optimistic about the development prospects of HK jewelry brands. Companies mainly rely on channel distributors to build a moat among the intense competition. Based on the long-term, we believe that the competition between jewelers is fine management and brand building. (1) refinement of operation and management, strengthening the control of supply chain and terminal sales, and maintaining a good brand image are the top priority. All stores of Chow Sang Sang are directly operated, while Chow Tai Fook and Liufu are very careful in the supervision and monitoring of franchisees, and have excellent channel control ability. (2) HK brands take the lead in strategic launching of younger, more fashionable, young brands to attract the new generation of consumer groups.

Impact of the public health event and investment suggestions. During SARS in 2003, jewelry and other high-end consumer goods were seriously affected by the epidemic, especially in Hong Kong. In the next quarter, industry needs rebounded in retaliation. The stock price rebound and had been a bull market for a long time. The core factor is still the strong support of the fundamentals. In 2003, it is at the beginning of the golden decade of China's jewelry industry.

The effective strategy for HK brands is to launch young-designed brands to attract young consumers. The valuation of HK jewelry enterprise is below the median level at present. We recommend to pay attention to Chow Tai Fook, Lukfook group and Chow Sang Sang.

- 1) **Chow Tai Fook** has a solid position in the industry. (1) it has accelerated to open stores in third and fourth tier cities. (2) the company has employed a multi-brand strategy to seize different markets by launching young brands Soinlove and Monologue to mitigate the aging brand image, which is a common problem; JEWELRIA and ARTRIUUM are high-end brands for young and new wealth, opening the blue ocean market; expanding the consumer group.
- 2) With the middle-end products, friendly price and many marketing activities, **Lukfook** will effectively cater to local consumers in low-level cities. The company plans to open no less than 150 stores each year in the next three years. Lukfook has launched the multi-brand strategy, such as Goldstyle and Dear Q.
- 3) **Chow Sang Sang** is established as a local brands in high-end market, famous for trendy design, high-level image and a variety of new products.

Potential risks: Optional consumption growth slows down; unexpected stores opening; brand image suffers; difficult in franchisees management; poor operation; tax; raw material price fluctuation; consumption habits.

目录

1、珠宝行业概括	- 6 -
1.1、香港市场：品牌进化成熟，红利消退.....	- 6 -
1.2、大陆市场：消费意愿强烈，前景熠熠生辉.....	- 8 -
2、新趋势：消费升级+下沉渗透+年轻一代新消费观	- 11 -
2.1、黄金首饰消费文化深厚，但Z世代的情感联系较弱	- 11 -
2.2、悦己消费成为主流，钻石镶嵌首饰开拓空间大.....	- 12 -
2.3、下沉渗透将持续释放品牌红利	- 14 -
3、竞争格局：集中度低，品牌打造任重道远.....	- 16 -
3.1、国际品牌满足小部分人对奢侈品的需求.....	- 17 -
3.2、国内品牌壁垒初具，精细化管理和精耕品牌是长盛关键.....	- 19 -
3.2.1、渠道铺设	- 19 -
3.2.2、营销	- 22 -
3.2.3、产品	- 23 -
3.3、企业财务指标与其产品品类和经营模式相匹配.....	- 25 -
4、珠宝龙头：别具一格，各有侧重	- 28 -
4.1、周大福——巩固龙头地位，多品牌战略拓宽成长空间.....	- 28 -
4.1.1、打造多品牌战略，锁定多类目标群体.....	- 28 -
4.1.2、内地门店数量加速下沉，分享低线城市消费红利.....	- 32 -
4.2、周大生——立足三四线消费升级的镶嵌类珠宝品牌.....	- 33 -
4.2.1、田忌赛马，最早打入低线城市的中高端品牌.....	- 33 -
4.2.2、把握“品牌+供应链整合+渠道”核心价值环节.....	- 34 -
4.3、周六福——后起之秀	- 35 -
4.3.1、水贝起家，从产品跨越至品牌.....	- 35 -
4.3.2、充分让利加盟商，实现高速扩张.....	- 35 -
4.3.3、采购灵活，轻资产快速扩张.....	- 36 -
4.3.4、以镶嵌和大众市场作为销售突破口	- 37 -
4.4、周生生——定位高端，以质取胜	- 38 -
4.5、六福集团——定位大众市场的营销新锐.....	- 40 -
5、公共卫生事件对行业的潜在影响和投资策略.....	- 43 -
6、风险提示	- 46 -

图表 1、香港珠宝行业 2018 年 853 亿港元规模.....	- 6 -
图表 2、品牌进化成熟，市场集中度高.....	- 6 -
图表 3、内地访港旅客数量与香港珠宝销售同向波动.....	- 6 -
图表 4、内地访港游客数量与人民币汇率存在正相关.....	- 6 -
图表 5、整体开放的大陆赴港环境，但“占中”、“示威冲突”曾重创香港消费业.....	- 7 -
图表 6、2018,内地赴港游客的购买项目中珠宝排第二位.....	- 7 -
图表 7、跨境电子商务蓬勃发展，冲击赴港消费.....	- 7 -
图表 8、中国大陆赴港游客对珠宝首饰的购买率在逐年下降.....	- 8 -
图表 9、周大福香港官网在售产品.....	- 8 -
图表 10、周大福大陆官网在售产品.....	- 8 -
图表 11、中国黄金珠宝首饰行业规模 2018 年 5800 亿元.....	- 9 -
图表 12、珠宝市场呈现明显的顺周期性特征.....	- 9 -
图表 13、中国大陆黄金珠宝行业发展阶段.....	- 9 -
图表 14、中国珠宝市场各产品结构以黄金珠宝为主.....	- 9 -
图表 15、国际珠宝市场各产品结构以钻石珠宝为主.....	- 9 -
图表 16、主要国家或地区人均黄金消费量 (g).....	- 10 -
图表 17、中美日三国人均珠宝消费及消费强度.....	- 10 -
图表 18、主要国家婚戒钻石比较：中国新娘的钻石价值较低.....	- 10 -
图表 19、我国消费者对于黄金首饰购买时机 TOP5.....	- 11 -
图表 20、中国年轻群体对黄金饰品的情感联系并不强烈.....	- 11 -
图表 21、中国 Z 世代对黄金饰品的购买意愿不强烈，世代间断层更明显.....	- 12 -
图表 22、中国 Z 世代过去 1 年购买黄金饰品的比例低于其他国家.....	- 12 -
图表 23、中国消费者对钻石饰品的需求按场景划分.....	- 12 -
图表 24、主要国家的新婚人口的钻石拥有率.....	- 12 -
图表 25、千禧一代与 Z 世代选择钻石作为最想收到的珠宝礼物.....	- 13 -
图表 26、中国千禧一代女性较年长一代钻石饰品拥有率高.....	- 13 -
图表 27、千禧一代购买钻石目的.....	- 13 -
图表 28、黄金饰品已经完成消费下沉，钻石铂金仍有消费下沉空间.....	- 14 -
图表 29、5000 元 rmb 预算下的女性消费选择.....	- 14 -
图表 30、低线城市人口基数庞大.....	- 15 -
图表 31、三四线城市的中产及富裕阶层正在崛起.....	- 15 -
图表 32、人均可支配收入：三、四线城市增速最快.....	- 15 -
图表 33、2018 年各珠宝品牌市占率（以终端销售额为统一口径）.....	- 16 -
图表 34、中国珠宝市场主要品牌及其门店类别.....	- 16 -
图表 35、中国珠宝首饰品牌定位.....	- 17 -
图表 36、卡地亚 JUSTE UN CLOU 系列，螺丝标志封存世间最美的情愫.....	- 18 -
图表 37、卡地亚爱之宣言的表白 LOVE 系列.....	- 18 -
图表 38、Tiffany T 造型简洁有力,彰显活力.....	- 18 -
图表 39、寓意只为打开你的心的 Tiffany Keys 系列.....	- 18 -
图表 40、国际顶尖珠宝品牌均有热销经典作品（货币单位：人民币元）.....	- 18 -
图表 41、珠宝公司门店数量统计.....	- 19 -
图表 42、珠宝公司门店数量统计：分销售渠道.....	- 19 -
图表 43、18 年以来，周大福、周大生龙头珠宝公司开店速度加快.....	- 20 -
图表 44、珠宝企业的加盟招商政策：加盟费和品牌使用费.....	- 21 -
图表 45、加盟商加盟热度显示，周大福落人于后.....	- 21 -
图表 46、广告营销开支（最新一期年报）.....	- 22 -
图表 47、珠宝品牌的营销.....	- 22 -
图表 48、国内珠宝品牌主打产品（货币单位：人民币元）.....	- 24 -
图表 49、质量检测不达标的事件通报.....	- 24 -
图表 50、珠宝公司收入和资产规模（最新一期年报，下同）.....	- 25 -

图表 51、珠宝公司净利润规模	- 25 -
图表 52、毛利率	- 26 -
图表 53、期间费用率	- 26 -
图表 54、净利率	- 26 -
图表 55、存货周转天数	- 26 -
图表 56、存货周转回报率	- 27 -
图表 57、周大福独立品牌展示	- 29 -
图表 58、Soinlove 的淘宝和京东旗舰店	- 30 -
图表 59、Monologue 淘宝和京东旗舰店热销榜单	- 30 -
图表 60、宝洁多品牌营销策略	- 31 -
图表 61、周大福子品牌门店数量	- 31 -
图表 62、周大福子品牌零售值	- 31 -
图表 63、FY2015-FY2019 年各类城市零售点分布	- 32 -
图表 64、FY2015-FY2019 年各类城市营业额分布	- 32 -
图表 65、周大福营业额分渠道占比	- 33 -
图表 66、周大福终端零售值分渠道占比	- 33 -
图表 67、周大生门店数量	- 34 -
图表 68、周大生营销渠道遍布全国	- 34 -
图表 69、周大生盈利模式	- 34 -
图表 70、周六福发展历程	- 35 -
图表 71、周六福分渠道销售收入占比	- 36 -
图表 72、周六福门店类型占比	- 36 -
图表 73、周六福的加盟政策对比	- 36 -
图表 74、周六福入网模式	- 37 -
图表 75、周六福营业成本拆分	- 37 -
图表 76、周六福镶嵌类产品主打款	- 37 -
图表 77、周生生发展历史(1934-2000)	- 38 -
图表 78、周生生发展历史(2000 至今)	- 38 -
图表 79、周生生门店形象	- 39 -
图表 80、周生生系列产品	- 39 -
图表 81、MintyGreen 店面形象	- 39 -
图表 82、MintyGreen 主打产品	- 40 -
图表 83、微博粉丝数目	- 40 -
图表 84、19FY 公司产品结构 (百万港元)	- 41 -
图表 85、公司产品结构: 以业务划分 (百万港元)	- 41 -
图表 86、Goldstyle 门店形象_无线上独立品牌旗舰店	- 41 -
图表 87、Dear Q 门店形象_线上无独立品牌旗舰店	- 41 -
图表 88、六福的门店分布	- 42 -
图表 89、大陆金银珠宝类销售受 SARS 影响	- 43 -
图表 90、香港珠宝零售受 SARS 影响更甚	- 43 -
图表 91、港资珠宝表现	- 43 -
图表 92、港资珠宝估值	- 43 -
图表 93、珠宝上市公司的股价表现	- 44 -
图表 94、珠宝上市公司的 PE band	- 44 -
图表 95、珠宝公司 TTM PE	- 45 -
图表 96、同店增速的波动与估值的波动是同向的	- 45 -
图表 97、股息率	- 45 -
图表 98、周大福派息政策	- 45 -
图表 99、港资珠宝三大龙头公司的一致预期盈利预测 (十亿港元)	- 46 -

1、珠宝行业概括

1.1、香港市场：品牌进化成熟，红利消退

香港珠宝市场容量 853 亿港元，本地市场缺乏成长性，珠宝商依赖大陆腹地的消费能力。游客购物是香港零售业的支柱，大陆是本港主要的客源市场，占有赴港游客的 78%，2018 年有 5104 万次赴港旅客来自中国大陆，平均每 10 个内地赴港旅客会购买 1 件珠宝首饰，合计购买了 252 亿港元的珠宝首饰，占香港珠宝零售总额的 30%。因此，香港珠宝市场受内地经济和政策影响较大，并与内地访港游客量高度相关。珠宝作为高价低频的可选消费品种，对人民币汇率的波动高度敏感，内地访港游客的购买行为和人民币汇率也存在明显正相关。

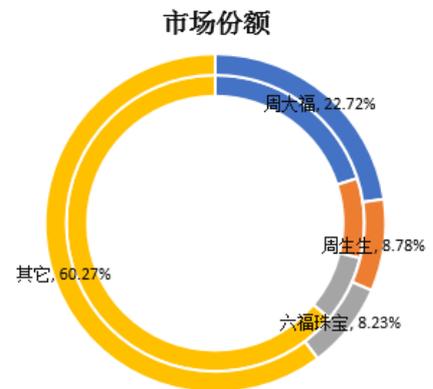
香港市场品牌进化成熟，行业集中度较高，CR3 占比近 40%。我们测算周大福在香港的市场占有率有 23%，位居第一且远高于其它品牌，周生生和六福的占有率均在 8%-9% 间，CR3 占比近 40%，Tiffany&Co、Cartie 等国际高端品牌在香港市场也占有一席之地。

图 1、香港珠宝行业 2018 年 853 亿港元规模



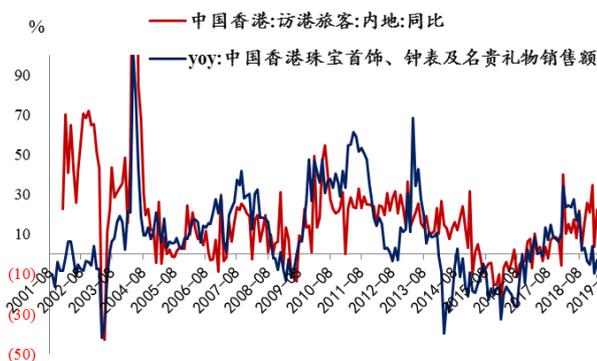
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、品牌进化成熟，市场集中度高



内圈为 2010 年，外圈为 2018 年
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、内地访港旅客数量与香港珠宝销售同向波动



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、内地访港游客数量与人民币汇率存在正相关



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

大陆跨境电子商务蓬勃发展，冲击香港珠宝业。香港珠宝商的发展要早于大陆，香港具有天然的地理优势和免关税的价格吸引力，广东省和 28 个城市自 2003-2007 年陆续开通了个人赴港自由行政策，香港消费行业受益于越来越开放的大陆赴港环境。但随着跨境电子商务的蓬勃发展，大陆便捷的“海外购”冲击了赴港实地旅游购买的行为。旅游观念也在发生变化，越来越多的消费者更注重旅行体验，赴港游客对珠宝首饰的购买率在逐年下降。

“示威冲突”重创香港珠宝零售业。香港遭遇零售业寒冬，内地访港旅游于 2019 年 8、9、10 月分别下滑 40%、42%和 35%，珠宝首饰、钟表及名贵礼物销货价值分别下跌 47%、40%和 43%，在香港社会事件的负面影响未消除之前，市场难见曙光。

图表 5、整体开放的大陆赴港环境，但“占中”、“示威冲突”曾重创香港消费业

2003-7-28	首次实施个人港澳台自由行政策，率先在广东四城（中山、东莞、江门、佛山）试点。
2003-8-20	新增广州、深圳和珠海三市将启动个人赴港澳旅游。
2003-9-1	新增北京、上海两市常住居民，可申办个人港澳游。
2004-5-1	广东全省 21 市均开放港澳自由行。
2004-7-1	杭州、宁波、台州及福州(仅限市区)、厦门、泉州和南京、苏州、无锡 9 市开放自由行。
2005-3-1	新增天津、重庆（限 15 个区县）。
2005-11-1	新增成都、济南、大连、沈阳 4 市。
2006-5-1	新增南昌、长沙、南宁、海口、贵阳、昆明 6 市。
2007-1-1	新增石家庄、郑州、长春、合肥、武汉 5 市。
2009-4-1	应对金融危机，深圳成为首个也是唯一一个实行一签多行（不限次数）的城市。
2012-9-1	北京、天津、上海、广州、深圳、重庆 6 市允许非本市户籍就业人员和高等院校在读大学生异地办理港澳通行证及各类签注。
2014-8-17	占中事件后，首次收紧自由行政策，收紧一签多行，限制水货客
2015-2-24	特首梁振英表示，来港内地游客不断增加已对市民日常生活造成压力，特区政府对此关注。香港的接待能力有限，不赞成增加开放“自由行”城市的数目。
2015-4-13	深圳市居民赴香港“一签多行”签注政策改为签发“一周一行”签注，即一年 52 次
2018-9-23	广深港高铁香港段正式运营，内地旅客可以从全国 44 个车站直达香港。
2018-10-23	港珠澳大桥开通。
2019-4-1	港澳通行证实行“全国通办”，即内地居民可在全国任一出入境管理窗口申请办理出入境证件。

资料来源：香港旅业网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、2018,内地赴港游客的购买项目中珠宝排第二位 **图表 7、跨境电子商务蓬勃发展，冲击赴港消费**



资料来源：香港旅业网，兴业证券经济与金融研究院整理

内地网购者中购买海外商品的方式



资料来源：尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8、中国大陆赴港游客对珠宝首饰的购买率在逐年下降

中国内地赴港游客主要商品购买率	2018	2010	2002
衣服 / 布料	30	54	55
皮制用品 / 人造制品	21	37	33
电器 / 摄影用品	7	17	11
珠宝首饰及手表	10	25	50
食品、酒类及香烟	31	40	43
个人护理用品	8	13	
美容及护肤品 / 香水	46	57	42
其他消费品	24	35	32

资料来源：香港旅业网，兴业证券经济与金融研究院整理

我们比价香港及内地一款类似的足金畅销产品，“香港购”价格吸引力不足。类似一款按重量计价的婚嫁喜畅销足金黄金手镯，大陆每克金的售价较香港高出 12%，考虑大陆低廉的人工费后整体售价仅高出 6.5%。

图表 9、周大福香港官网在售产品

图表 10、周大福大陆官网在售产品

999.9 黄金手镯

货品编号 05F02789745

售價: **HK\$7,672**

計價方式 按金重計價

金 值: 6952.67

佣 金: 139.05

工 費: 580.00

款式编号

型號: F179656 款式: 手鐲 類別: 足金鍊

金鍊成色: 999.9 黄金 重量: 0.437 两(約16.356 克) 直徑: 56 毫米

鑲法: 手鐲轉仔(轉款) 打磨方法: 光沙 適合對象: 女性

资料来源：周大福香港官网
<https://www.ctfeshop.com.hk/p/05F02789745>,
兴业证券经济与金融研究院整理

售價: **¥6,418.50**

材 质: 足金类 系 列: 无

成 色: 足金 配 饰: 否

工 费: ¥248.00

金 类: 足金

直 径: 54mm 怎样测量?

金 重: 14.35克 14.38克

数 量: 1 库存 2 件

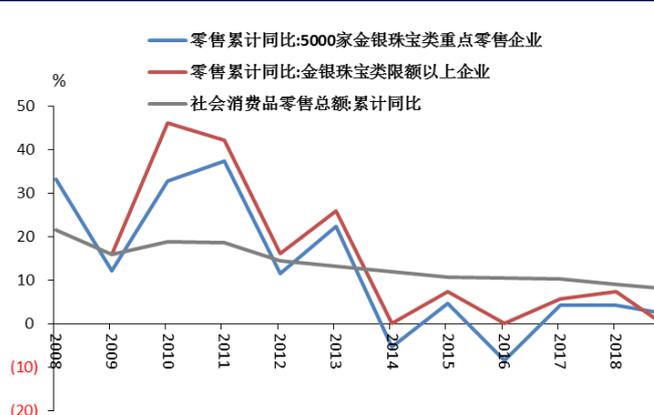
资料来源：周大福大陆官网 <https://www.ctfmall.com/s/f200663>
兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、大陆市场：消费意愿强烈，前景熠熠生辉

大陆地区珠宝行业市场规模总体呈上升趋势，2018 年市场零售规模达 5800 亿人民币，过去 14 年的平均复合增速 12%。珠宝是典型的高端可选消费产品，呈现明显的顺经济周期的特征，中国黄金珠宝行业的发展大体经历了起步、培育十年、黄金十年、调整、小幅恢复五个阶段。2014 年以来，受经济增速下滑、国内反腐等因素影响，黄金珠宝行业出现明显调整，2017 年下半年至今表现为力度较弱的小幅复苏，2019 年限额以上珠宝企业商品销售额同比略增 0.4%。

图表 11、中国黄金珠宝首饰行业规模 2018 年 5800 亿元


资料来源: 中国珠宝玉石协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

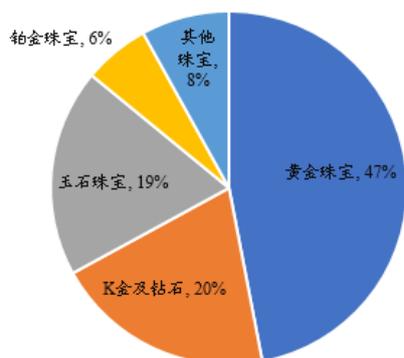
图表 12、珠宝市场呈现明显的顺周期性特征


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

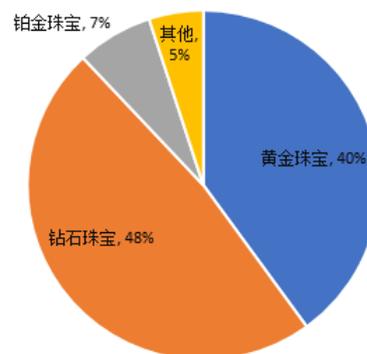
图表 13、中国大陆黄金珠宝行业发展阶段


资料来源: 前瞻产业研究院, 中国珠宝玉石协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

中国对珠宝的喜好有明显本土化特征, 黄金首饰消费热情很高。从产品结构来看, 国内黄金首饰的需求占比 47%, 其余是铂金/K 金, 钻石/珠宝镶嵌, 翡翠玉石、珍珠等饰品。国内消费者更偏好黄金首饰, 钻石镶嵌需求占比显著低于其它国家, 2018 年中国人均黄金消费量 0.71g, 远大美国 (0.48g) 和日本 (0.11 g)。

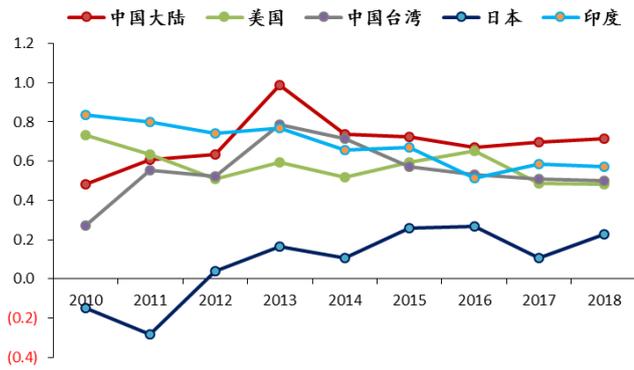
图表 14、中国珠宝市场各产品结构以黄金珠宝为主


资料来源: Bain, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、国际珠宝市场各产品结构以钻石珠宝为主


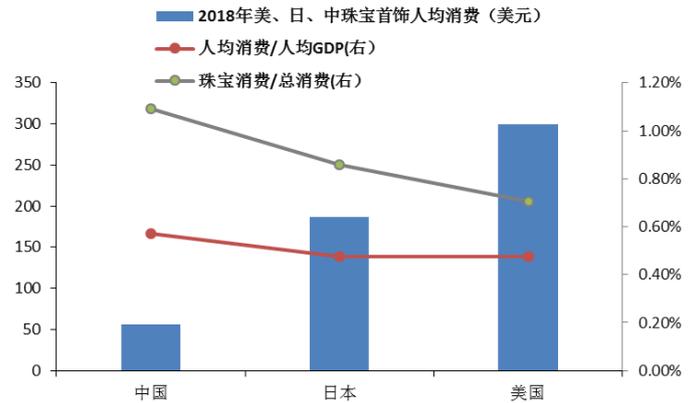
资料来源: Bain, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16、主要国家或地区人均黄金消费量 (g)



资料来源: WGC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17、中美日三国人均珠宝消费及消费强度



资料来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

横向比较, 相比于美国和日本, 中国的人均珠宝首饰消费仅 55 美元, 低于美国的 1/5 和日本的 1/3; 但以人均 GDP 或人均总消费为基数的话, 我们珠宝消费强度甚至略高于美日。再看另外一组数据, 2017 年, 中国新娘的钻戒拥有率是 47%, 美国新娘拥有率 72%, 中国新娘的钻戒平均价值为 900 美元, 而美国新娘的钻戒价值是 3400 美元, 中美新娘之间差距更明显的是钻石价值而非钻石拥有率。

因此, 限制我国珠宝消费的关键因素在于能力而非意愿, 珠宝仍是朝阳行业。我国人均 GDP、人均可支配收入较低 (城市居民人均可支配收入约 5700 美元, 农村居民可支配收入 2200 美元), 但增速较快 (人均可支配收入增速在 8% 附近), 珠宝行业的消费潜力有望随着经济发展及居民生活水平的改善而释放, 行业前景熠熠生辉。

图表 18、主要国家婚戒钻石比较: 中国新娘的钻石价值较低

2017 年	美国	日本	中国
拥有率	72%	60%	47%
主钻克拉	1.1	0.42	0.19
钻石价值	\$3,400	\$3,500	\$900

资料来源: De Beers, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、新趋势：消费升级+下沉渗透+年轻一代新消费观

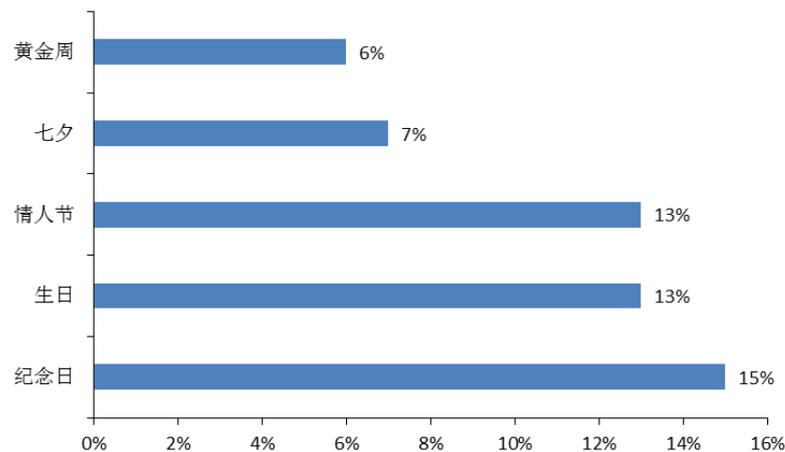
珠宝行业正在经历新的发展趋势，消费下沉是行业发展的广度，消费升级是深度，年轻的千禧一代¹和 Z 世代²消费观是延长线，三者是珠宝行业面临的市场红利。

黄金首饰与珠宝首饰的消费场景、消费人群、消费习惯已出现分化，我们对两者进行区别分析。

2.1、黄金首饰消费文化深厚，但 Z 世代的情感联系较弱

黄金饰品在我国的文化基础深厚，人均黄金拥有量位居全球第一。黄金饰品已经完成消费下沉，一线城市黄金饰品的拥有率与二、三、四线城市基本持平。消费者对黄金的需求分散在日常和节庆中，需求场景并不集中。据世界黄金协会 2019 年发布的 gold retail market insights 统计，黄金首饰的主要消费情景来源于七夕&情人节、纪念日、生日，分别占 20%、13%和 15%。

图表 19、我国消费者对于黄金首饰购买时机 TOP5



资料来源：WGC <gold-retail-market-insights 2019>，兴业证券经济与金融研究院整理

世界黄金协会的调查问卷显示：

(1) 中国年轻的 Z 世代对黄金饰品的情感联系并不强烈，只有 40%的 18-24 岁调查群体认佩戴黄金饰品会带来好运，而在 55-65 岁的人群中这一比例是 86%。

(2) 中国 Z 世代群体在未来 12 个月对黄金饰品的购买意愿显著低于千禧一代和年纪较大群体，这一断层现象比印度、美国更明显，是该群体可支配收入目前较低所无法解释的。

图表 20、中国年轻群体对黄金饰品的情感联系并不强烈

¹ Millennials 指在 1981-1996 年间出生，目前 23-38 岁的人群

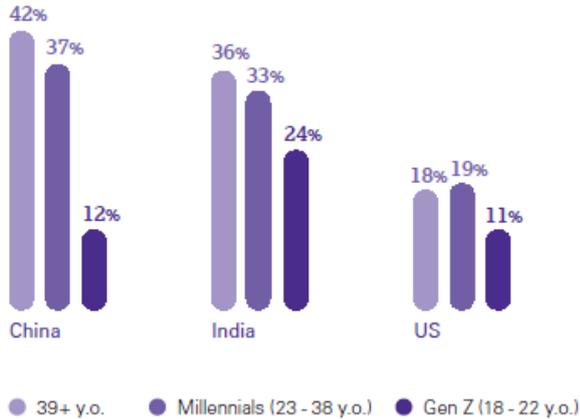
² Gen Z 指 1997-2001 年间出生，目前 18-22 岁

	18-2 岁	25-34 岁	35-44 岁	45-54 岁	55-65 岁
认为穿戴金饰可彰显个性	47%	69%	76%	79%	88%
认为穿戴金饰会带来好运	40%	66%	80%	78%	86%
愿意买金饰犒劳自己	50%	72%	78%	78%	86%

资料来源：WGC <gold-retail-market-insights 2019>，兴业证券经济与金融研究院整理

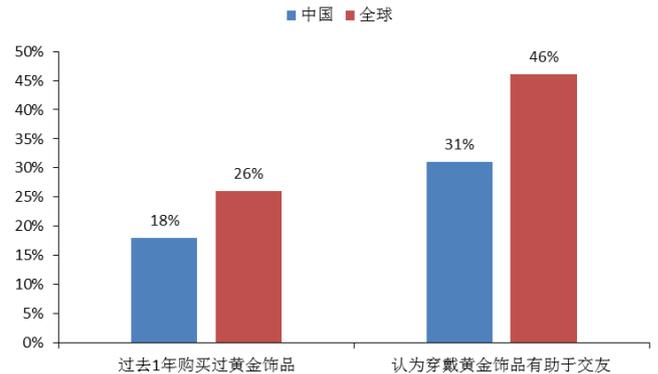
图表 21、中国 Z 世代对黄金饰品的购买意愿不强，世代间断层更明显

Percentage who intend to buy gold jewellery in the next 12 months



资料来源：WGC <gold-retail-market-insights 2019>，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、中国 Z 世代过去 1 年购买黄金饰品的比例低于其他国家



资料来源：WGC <gold-retail-market-insights 2019>，兴业证券经济与金融研究院整理

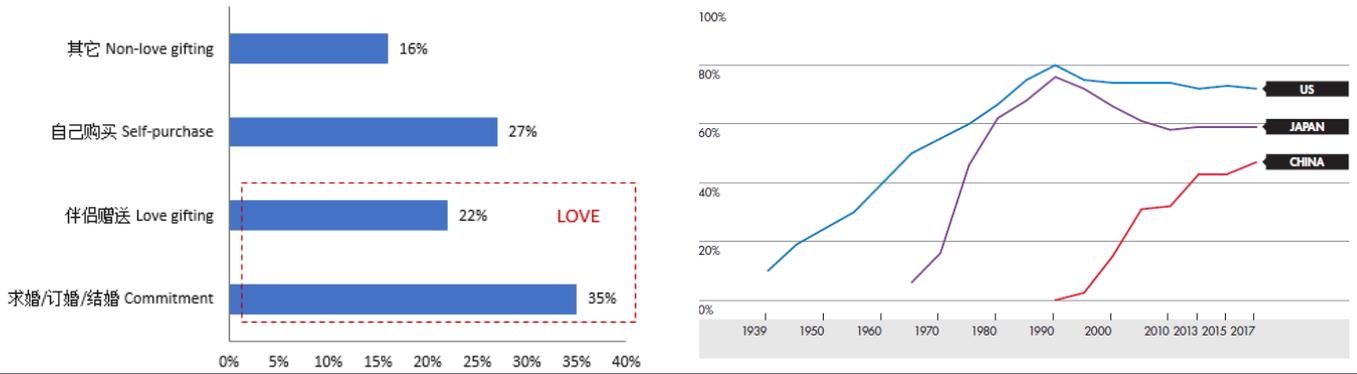
2.2、悦己消费成为主流，钻石镶嵌首饰开拓空间大

钻石在我国婚嫁市场渗透率存在提升空间，客单价在提升，非婚嫁的悦己消费在增加，钻石珠宝消费有很大市场开拓空间。

中国消费者对钻石的消费场景以表达爱意为主，渗透率和客单价有明显提升空间。“表达爱意”占据 57% 的市场需求场景，其中求婚、订婚、结婚占据 35%，伴侣赠送（以结婚纪念日为主）占 22%。这与周大福的年报数据吻合，周大福 2017FY 年报中披露婚嫁珠宝镶嵌首饰零售值占整个珠宝镶嵌首饰零售值的 51%，且越是低线城市婚庆需求占比更高，显示婚庆对珠宝的刚性需求。钻石在婚嫁市场的渗透率仍有明显提升空间，美国超过 70% 的新婚女性会收到订婚戒指，日本这一比例是 60%，中国这一比例正快速升至 47%，客单价约为美国和日本的 1/4。

图表 23、中国消费者对钻石饰品的需求按场景划分

图表 24、主要国家的新婚人口的钻石拥有率



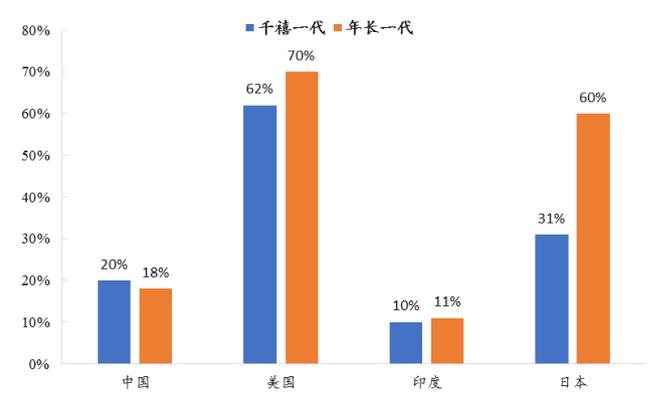
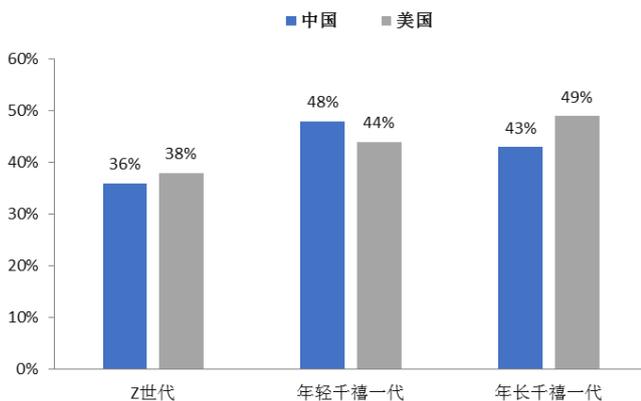
资料来源：De Beers<the-diamond-insight-report-2019>，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：De Beers，兴业证券经济与金融研究院整理

中国千禧一代和 Z 世代对钻石的追求较年长一代更强烈，但钻石拥有率显著低于美日国家。De Beers 18 年的一份调查问卷显示，我国 36% 的 Z 世代表示最想收到的珠宝礼物是钻石，显示出 Z 世代对钻石的情感联系也是非常紧密的，与前两代人并无明显的割裂。中国也是四大钻石消费国家中唯一一个千禧一代拥有钻石比例高于年长一代的国家。

图表 25、千禧一代与 Z 世代选择钻石作为最想收到的珠宝礼物

图表 26、中国千禧一代女性较年长一代钻石饰品拥有率高



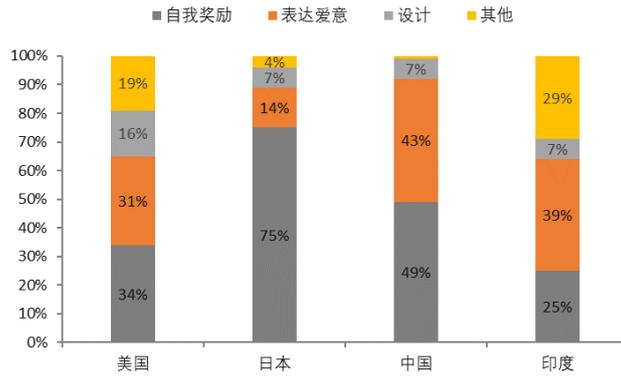
资料来源：De Beers<the-diamond-insight-report-2018>，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：De Beers<the-diamond-insight-report-2016>，兴业证券经济与金融研究院整理

新一代年轻人的珠宝消费场景更加多样化，悦己消费成为主流。De Beers 2018 年的一份调查显示，千禧一代更注重自我表达，悦己型消费正成为主流，千禧一代的钻石消费场景中，“自我奖励”已经超过“表达爱意”。

图表 27、千禧一代购买钻石目的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：De Beers<the-diamond-insight-report-2018>，兴业证券经济与金融研究院整理

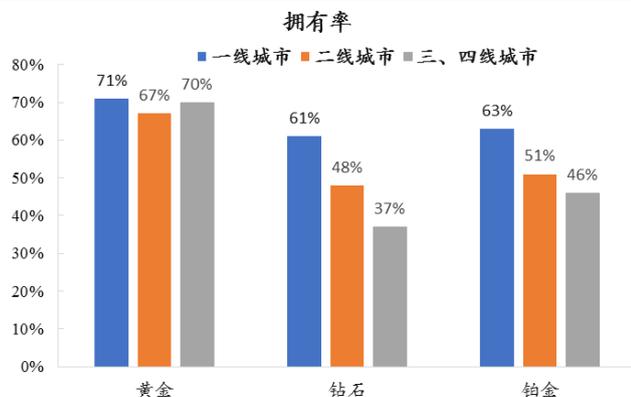
2.3、下沉渗透将持续释放品牌红利

黄金饰品已经完成消费下沉。一线城市黄金饰品的拥有率与二三四线城市基本持平，表示黄金饰品已经完成了消费下沉，但黄金饰品的重复购买行为非常普遍，一线城市的购买率仍高于低线城市。

钻石铂金仍有消费下沉空间。一线城市钻石和铂金的拥有率高于二线城市超过 10 个百分点，高于三四线城市约 20 个百分点。

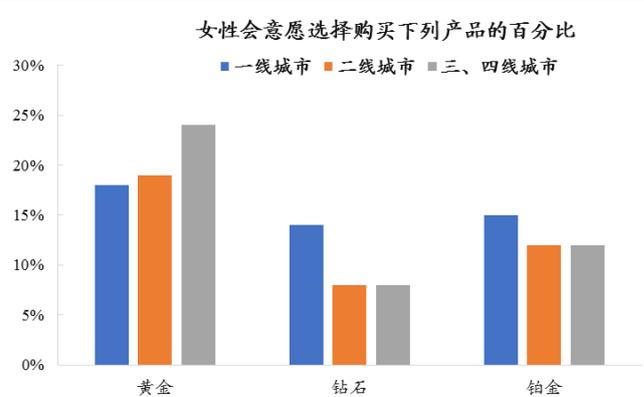
WGC<关于消费者行为的新洞察>的调查显示，如果有 5000 元人民币预算，一线城市女性群体对黄金、钻石、铂金购买意愿无明显区别，她们对珠宝首饰的追求有着独立的审美。而低线城市依然钟情于黄金的保值增值功能，越是低线城市，选择黄金首饰的比例越高。我们认为，随着低线城市女性审美意识的觉醒，钻石铂金仍有消费下沉空间。

图表 28、黄金饰品已经完成消费下沉，钻石铂金仍有消费下沉空间



资料来源：WGC<关于消费者行为的新洞察 2016>，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 29、5000 元 rmb 预算下的女性消费选择

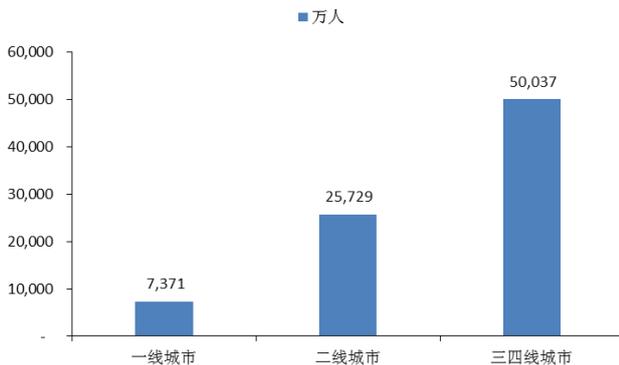


资料来源：WGC<关于消费者行为的新洞察 2016>，兴业证券经济与金融研究院整理

低线城市人口基数庞大，拥有巨大的市场体量，人均可支配收入增速最快，消费信心高速增长，市场潜力旺盛，下沉渗透将持续释放行业红利，低线城市也已经成为越来越多珠宝品牌的必争之地。

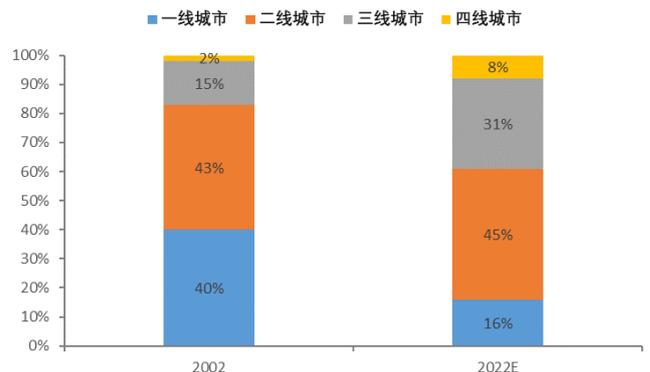
- 从人口数量来看，一线城市占据 10%的城市人口，二线城市占 30%，三、四线城市占 60%。国家放开二胎政策后，响应更强烈的也是低线市场家庭。因此，低线城市人口基数庞大，拥有巨大的市场体量。
- 从财富角度来看，麦肯锡预测中国城市家庭中，来自三、四线城市的中产阶级，将成为占比增长最快的群体，2022E 占比将提升至 39%。且低线城市的住房成本较低，房贷和房租压力较小，下沉市场拥有更强的消费意愿。
- 从消费趋势来看，自 17 年以来，三、四线城市人均可支配收入增速超过了一、二线城市，尼尔森发布的 2019 年第三季度中国消费趋势指数报告显示，低线城市的消费信心保持平稳且呈现高速增长态势。一、二线城市消费趋势指数为 114 点和 119 点，较去年同期分别增长 7 个点、8 个点，三线城市消费趋势指数增长最为显著，为 121 点，较去年同期增长 10 个点。

图表 30、低线城市人口基数庞大



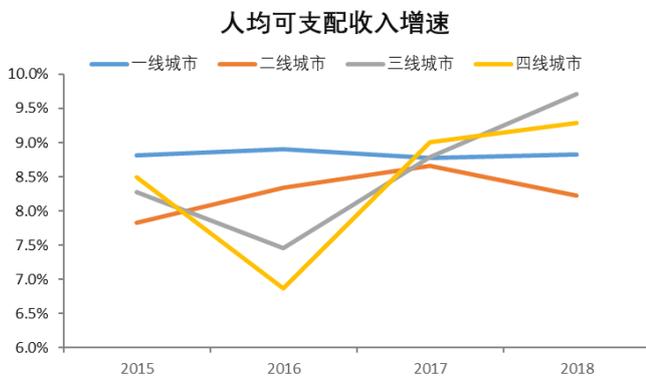
资料来源：WIND，WGC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31、三四线城市的中产及富裕阶层正在崛起



资料来源：麦肯锡，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32、人均可支配收入：三、四线城市增速最快

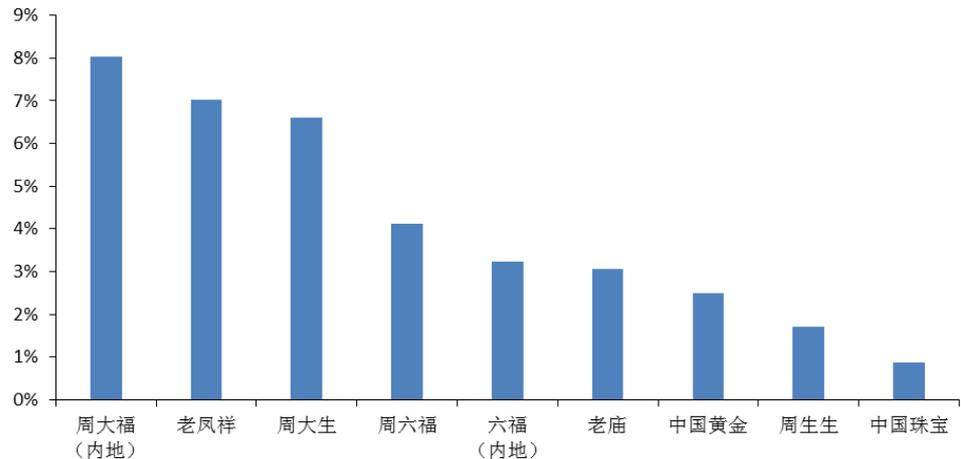


资料来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

3、竞争格局：集中度低，品牌打造任重道远

我们将品牌商的加盟业务产生的批发收入和品牌使用费收入还原为终端销售口径，估算各品牌在内地市场的真实的终端市占率。结果显示，我国珠宝行业集中度较低，周大福位列第一位，市占率约 8%，老凤祥和周大生紧随其后，CR3 占比 20%。

图表 33、2018 年各珠宝品牌市占率（以终端销售额为统一口径）



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

珠宝商可因消费群体的不同划分为三类企业。第一类为国际珠宝品牌，包括 Tiffany、Cartier、Bvlgari、Van Cleef&Arpels，品牌文化悠久，产品设计时尚，渠道以自营为主，主要覆盖一、二线城市，满足了一小部分人对奢侈品的需求。

第二类包括港资品牌周大福、周生生、六福、谢瑞麟，内地品牌周大生、老凤祥、老庙黄金、潮宏基、明牌珠宝等。第二类占据我国中高端市场，竞争激烈，是一片红海市场，多渠道拓展，产品覆盖度广，品牌知名度高。

第三类是区域性品牌，如北京菜百、沈阳萃华珠宝、深圳爱迪尔、杭州曼卡龙等，在特定区域有明显渠道资源优势和品牌沉淀，分流了近半的购买力。

图表 34、中国珠宝市场主要品牌及其门店类别

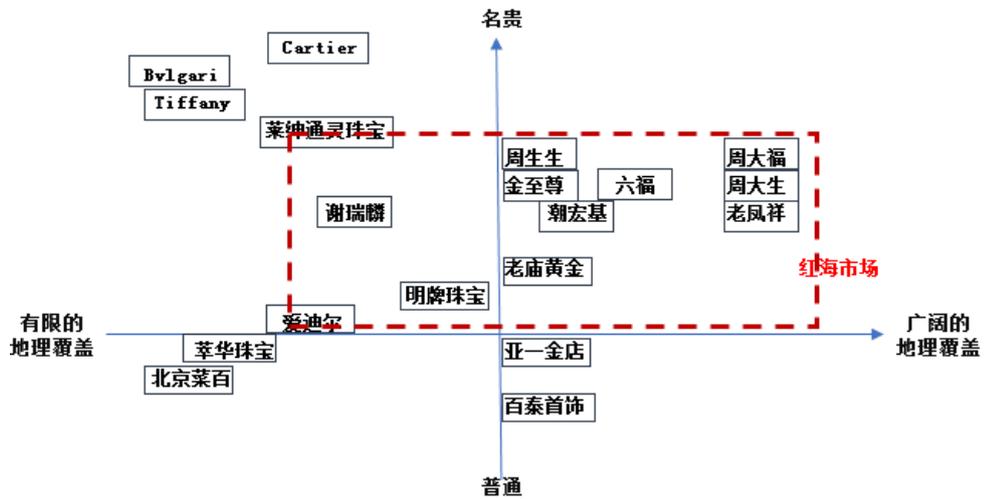
分类	品牌	大陆+港澳台门店数	自营门店数	加盟/经销门店数
国际知名品牌	Cartier	34+15	仅自营	
	Bvlgari	46+32	自营为主	有部分授权经销商
	Tiffany	35+19	自营为主	
港资品牌	周大福	3634+155	2000 家左右	加盟店 1700 家左右
	六福	1969+77	199	加盟店 1847
	谢瑞麟	435+32	237	加盟店 230
	周生生	534+87	仅自营	
内地知名品牌	老凤祥	3703+19	177	3545 家，经销为主
	周大生	4011	278	加盟店 3733
	周六福	3070	20	加盟店 3050
	老庙黄金	2090	181	加盟店 1909

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	明牌珠宝	900+	8	经销为主
	潮宏基	907	570	加盟店 337
	莱绅通灵	234	160	加盟店 174
区域品牌	萃华珠宝	457	24	加盟店 433
	北京菜百	28		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 35、中国珠宝首饰品牌定位



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1、国际品牌满足小部分人对奢侈品的需求

Tiffany、Cartier 为代表的国际品牌垄断了中国的奢侈品市场份额，国际珠宝品牌在中国的市场份额不足 10%，满足了一小部分人对奢侈品的需求，佩戴者借以彰显自己的尊贵和独特地位，同时也付出了较高的品牌溢价。

在报告《借 Tiffany 探寻中国本土珠宝品牌发展之路》中，兴业证券社服团队总结了珠宝品牌发展为国际顶级珠宝奢侈品牌的路程，**第一，精英文化和品牌历史。**Tiffany 拥有 180 年的品牌历史，王室品牌、Tiffany 蓝、小蓝书、黄钻等历史元素帮助其形成了丰厚的历史文化底蕴。**第二要素：卓越品质。**Tiffany 采用五大标准评判钻石等级，小规模、精细化生产和严苛的品质标准赢得了消费者信赖。**第三要素：时尚设计。**纵观国际各大奢侈品牌，均有销售单品加持，设计创意层出不穷。

国际品牌在中国的市占率并不高，一是高昂的定价，二是国内外消费者偏好有较大差异。中国人普遍更喜欢金饰和玉石，结婚要佩戴“三金一钻”，产品的材质、形态和色彩拥有明显的本土化特色，导致国际品牌在中国的渗透难度较大。

图表 36、卡地亚 JUSTE UN CLOU 系列，螺丝标志封存世间最美的情愫



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 37、卡地亚爱之宣言的表白 LOVE 系列



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38、Tiffany T 造型简洁有力,彰显活力



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 39、寓意只为打开你的心的 Tiffany Keys 系列



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 40、国际顶尖珠宝品牌均有热销经典作品（货币单位：人民币元）

Cartier	Bvlgari	Van Cleef & Arpels
Juste Un Clou (¥1,500-331,000)	B. Zero1 (¥9,100-115,500)	指间戒 (¥7,600-53,000)
Amulette De Cartier (¥3,450-33,600)	Divas' Dream (¥3,600-208,000)	Alhambra 四叶草幸运系列 (¥0,100-1,190,000)
LOVE (¥850-47,500)	Serpenti (¥6,000-191,000)	Bouton d' or (¥64,000-832,000)
Panthée de Cartier (¥1,600-1,600,000)	Bvlgari (¥1,900-184,500)	Fauna (¥6,600-595,000)
Trinity (¥350-350,000)	MVSA (¥2,800-190,500)	Flora (¥2,900-617,000)

资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院社服团队整理

3.2、国内品牌壁垒初具，精细化管理和精耕品牌是长盛关键

我们接下来重点探讨的是国内高端品牌，这是一个大得多的市场，约占全市场总规模的 70%。

珠宝产品的特点是高单价，低频消费，重体验。因此，珠宝的线上零售值占比仅有个位数，线下实体店是主要消费场所，消费者对于品牌的认知更多体现在门店的可见度上。珠宝商现阶段竞争最有效的手段仍是渠道和营销宣传。周大福、周大生等高端珠宝品牌正在加速渠道下沉，在渠道铺设规模上初具壁垒。

珠宝品牌依托加盟商进行展店和终端销售，特别是在下沉市场。随着跑马圈地、规模日渐做大，品牌商对加盟店的管控问题也日渐突出，加盟店铺货混乱甚至串货、夹售私货、诱导消费、乱打折等经营管理不规范的现象严重损害了品牌形象。

因此，我们认为品牌商长盛不衰依托于：**(1) 精细化的经营管理**。加强对供应链和终端销售的掌控，维护品牌良好形象是第一要务。**(2) 精耕品牌，抓住新生代**。珠宝品牌的形象老化是业内通病，当年轻群体逐渐成为消费主流，得新生代消费者得天下，品牌年轻化是珠宝品牌的突围方向。

3.2.1、渠道铺设

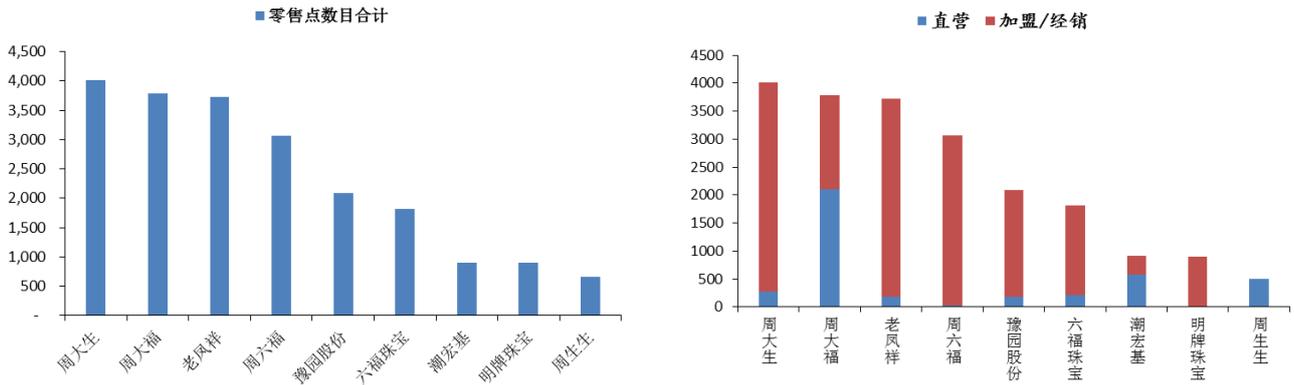
渠道铺设是品牌影响力的重要建设环节。珠宝是低频高端消费品，实体店是主要消费场所，因此门店数量——特别是核心商圈门店数量越多，品牌的知名度越大。

从渠道铺设广度来看，老凤祥、周大生、周大福、周六福位列第一梯队，零售点数目超过 3000 家，老庙黄金（豫园股份）和六福珠宝在 2000 家左右，位列第二梯队，潮宏基和明牌珠宝接近 1000 家，周生生 621 家。

从铺设范围来看，老凤祥下沉渠道更广泛，周大福深度布局一、二线城市，发力低线城市，周大生和周六福的布局以三、四线城市为主，并持续进行积极的渠道扩张，周生生门店主要在一、二线城市。

图表 41、珠宝公司门店数量统计

图表 42、珠宝公司门店数量统计：分销售渠道

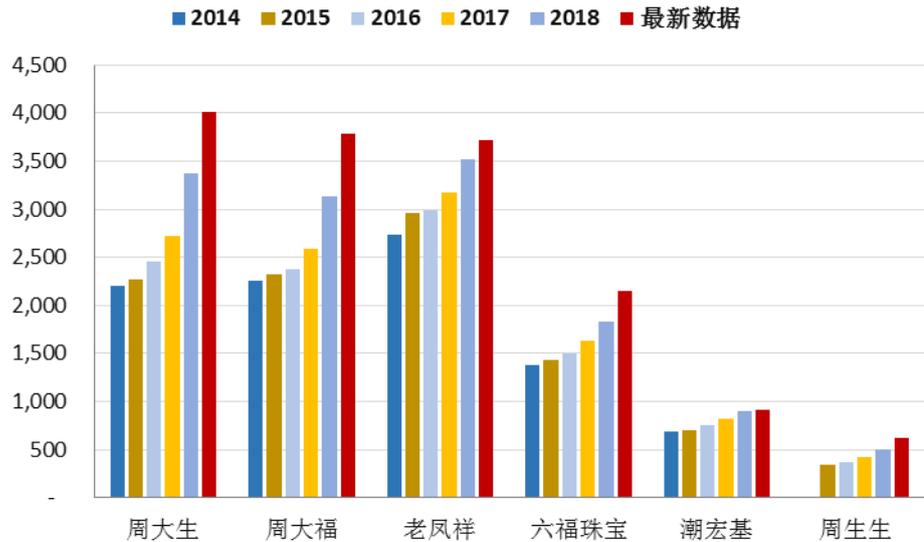


资料来源：上市公司最新年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司最新年报，兴业证券经济与金融研究院整理

经过 14-17 年的行业休整期，18 年以来，周大福、周大生等中高端珠宝品牌渠道下沉，往下的消费群体基数更大，需求更刚性，龙头公司利用品牌优势实现对当地杂牌的降维打击，开店速度重拾增长趋势。

图表 43、18 年以来，周大福、周大生龙头珠宝公司开店速度加快



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

品牌商根据自身品牌定位和发展战略选择合适的渠道扩张方式，有自营、加盟和经销三种方式。港资品牌周大福和周生生对品牌管理和门店经营的要求很高，自营门店的比例也很高，为了更快速的适应低线城市，周大福在三、四线城市的展店以加盟为主。周大生、周六福、六福的渠道铺设以加盟为主，展示品牌形象的自营店主要位于一二线城市，实现了品牌建设的快速积累。老凤祥、明牌珠宝的渠道主要由经销商管理。

加盟模式是渠道铺设和品牌建设的快速累积方式，加盟政策是吸引加盟商的核心，加盟政策既要充分让利、吸引优质加盟商，又要设置门槛剔除追求短平快的投机者，最终实现加盟商和品牌良性发展。我们对比了部分珠宝企业的加盟招商力度，周大福的品牌溢价较强，给予加盟商的供货折扣并不大，加盟商的选择热情明显较弱，与其品牌实力不符，因此，周大福在低线城市的扩张速度远低于周大生、周六福等企业。我们认为，远视的加盟商选择加盟本质上选择的是“品牌”、“产品”和“经营经验”，并非优惠力度，较高的门槛可筛选出注重品牌效应、拥有资金实力的高质量加盟商，弊端是渠道铺设较慢。

图表 44、珠宝企业的加盟招商政策：加盟费和品牌使用费

品牌	加盟费	向指定或备案供应商拿货的品牌使用费
周大福	加盟费视乎加盟零售点的销售收入而定，依据年报测算平均加盟费约 12w 人民币/年/店。	加盟商只可采购周大福独家供应产品
周大生	发行人加盟费根据发行人确定的地区分类标准制定，加盟费在 3-5w/店/年区间内，加盟管理费在 2.4-3.6 w/店/年区间内。	根据素金产品的重量、成本或件数，按一定比例收取品牌使用费，黄金 3 元/克，铂金 3 元/克，K 金 5 元/克。综合计算后，18 年周大生单店平均品牌使用费 12w 元。
周六福	加盟费视乎加盟零售点的区域所定，处于 1-2w 人民币/年/店区间内，并有收费减免鼓励政策。	素金产品一次性收取品牌使用费 4-6w/年，新店开当年额外收取 1.5-2w 元品牌使用费。钻石镶嵌产品品牌使用费为标签价格的 3%。综合计算后，18 年周六福单店平均品牌使用费 8.68w 元。
爱迪尔	分不同城市级别，分不同加盟店数而定，大约 2-3w 人民币/年/店	素金产品收取 2 元/克的品牌管理费

资料来源：周大福、周大生、周六福的公司公告和招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45、加盟商加盟热度显示，周大福落于人后

品牌	[加盟招商平台] 的浏览人次	企业定位	门店数量
金妮尔	80,638,759	主打日韩轻奢 K 金，以年轻时尚白领为目标客群	-
周大生	31,790,725	中高端主流市场钻石珠宝知名品牌	超 3000 家
周百福	28,298,481	集钻石毛坯采购、裸钻切割、研发设计、成品批发、连锁经营为主的综合珠宝集团	800 家
金嘉利珠宝	27,451,668	以婚戒钻戒为主打产品	600 家
老福黄金	26,411,112	主打金丝镶嵌产品	-
周六福	22,515,146	产品定位于“以情感表达类珠宝引领轻奢时尚风”，定位于年轻消费群体	超 3000 家
老庙黄金	9,087,239	立足城隍文化，以物美价廉著称	2000 家
老凤祥	6,528,498	拥有近 200 年悠久历史的民族品牌	超 3500 家
周大福	5,876,269	中高端主流市场钻石珠宝品牌，具有品牌信赖、全产业链覆盖、多品牌策略等优势	超 3000 家
世纪缘	1,737,440	致力于结婚珠宝的设计、加工与销售	1300 家

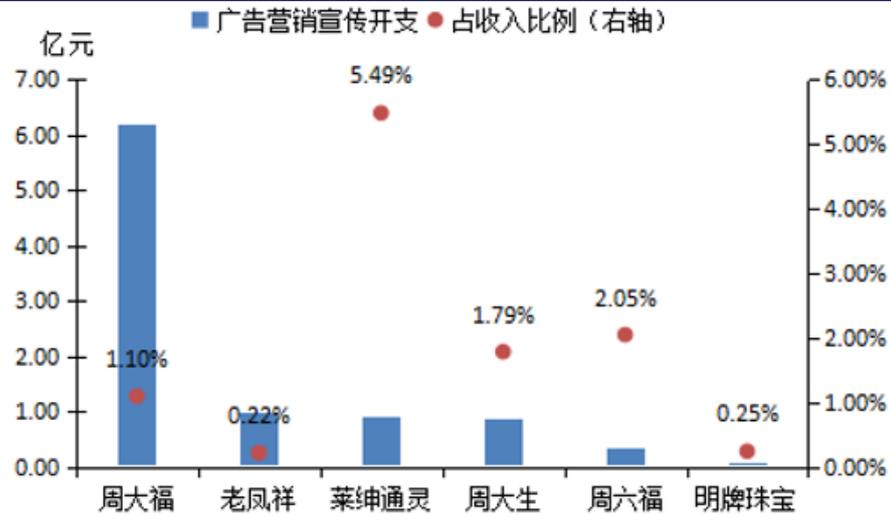
资料来源：中诺珠宝招商网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、营销

营销是珠宝产品销售链上的重要一环。上世纪 40 年代戴比尔斯经典广告 “The diamond is forever”、“钻石恒久远，一颗永留传”让钻石成了高贵、永恒、忠贞的代名词，成为永恒爱情的象征，这几乎是史上最佳的营销案例。

周大福的广告营销宣传开支明显高于行业内其他公司，品牌营销也更活跃，品牌传播方式更多样，大众对周大福的搜索热情远高于其它品牌，营销效果显著。

图表 46、广告营销开支（最新一期年报）



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 47、珠宝品牌的营销

品牌	品牌代言人及特点	营销活动举例	过去 2 个月的品牌搜索指数
周大福	王凯, 赵丽颖, 莫文蔚, 郑秀文, 李敏镐, 权志龙 [耳熟能详]	(1) 充分利用明星的粉丝效应, 宣传明星同款产品 (2) 利用小红书、抖音紧贴网络营销趋势 (3) 推出动画电影《冰雪奇缘 2》联名款产品 (4) 与故宫博物院合作“周大福·传承”系列 (5) MONOLOGUE 赞助了热门网综《热血街舞团》、《中国有嘻哈》、国际级电竞比赛, 定向年轻时尚人群	PC 端 3113
周大生	Angelababy、林志玲 [性感女神]	(1) 推出王力宏联名款首饰 (2) 迎合当下潮流新媒体, 开创珠宝首饰抖音挑战赛 (3) 在热播剧《急诊科医生》中进行品牌植入	PC 端 1379
周六福	张靓颖、蔡少芬 [个性真实]	(1) 线上在央视平台投放品牌广告 (2) 线下投放高铁站内媒体广告超 4000 余块 (3) 冠名“天工精制”国际时尚珠宝设计大赛颁奖典礼	-
六福	林峰、李易峰 [男神]	(1) 为广州、北京、上海、香港、武汉马拉松制作奖牌 (2) 赞助热款电竞游戏, 连续六季成为王者荣耀 KPL 的冠军戒指合作伙伴 (3) 利用小红书、抖音紧贴网络营销趋势	PC 端 390
周生生	林宥嘉、鞠婧祎 [年轻偶像]	(1) 擅长利用节日契机打造情感营销 (2) 冠名 2019 年中国婚博会珠宝展 (3) 与《王者荣耀》、《阴阳师》、《航海王》、《火影忍者》等热门网游开展跨界合作 (4) 携手青年偶像代言人瞄准年轻人市场	PC 端 1257

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

老庙黄金	孙俪 [家庭事业满分]	经典广告语：老庙黄金“好运”来	PC端 1379
老凤祥	赵雅芝 [端庄典雅]	举办第 18 届老凤祥上海国际首饰文化节	PC端 1379
菜绅通灵	唐嫣、魏大勋 [时尚年轻偶像]	(1) 赞助明星唐嫣婚礼 (2) 在电视剧《克拉恋人》《八月未央》《翡翠恋人》内植入品牌广告 (3) 第 69 届柏林电影节珠宝合作伙伴	-

资料来源：微博、Brand Q 品牌魔方、天猫、品牌官网、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.3、产品

国内珠宝品牌对产品研发和品牌内涵挖掘的深度不够，即国内品牌商的产品辨识度普遍不高。在品牌附加值水分过高的市场环境下，消费者往往选择质量和性价比有保证的商品，国内品牌商也往往依据品种的天然档次指导价格。

素金饰品计重销售是主流，按克计重的素金产品的终端定价为挂牌金价（元/克）+加工费，市场价格公开透明，各品牌商几无品牌溢价，赚取 15% 左右的毛利率。

素金饰品薄利，主要功能为引流，吸引消费者购买钻石镶嵌、一口价黄金和 K 金等产品。

钻石首饰往往按重量（CARAT WEIGHT）、净度（CLARITY）、色泽（COLOR）、切工（CUT）所谓 4C 标准定价，**品牌溢价明显，毛利率普遍高于 50%**。

从镶嵌类产品的定价来看，周大福产品价格带分布最广，菜绅通灵和周生生定位消费实力更强的高端客户，周大生、六福珠宝的客单价不高，依赖核心产品主攻市场，周六福品牌价值和市场定价最低，且产品质量问题频出。

- 周大福镶嵌首饰在大陆地区的平均客单价为 6700 港元。港澳地区平均客单价 11000 港元，铂金 K 金的客单价为 1700-1800 港元，旗下经典畅销系列有古法金传承、福星宝宝系列、迪士尼系列等。
- 周生生产品以质（设计）取胜，品牌系列不断推陈出新，其产品定位的目标客户也是消费实力更强的中高端客户。周生生珠宝类产品在大陆地区的平均售价是 8500 元，在港澳地区的平均售价是 11900 港元。
- 菜绅通灵以高端钻石为主打产品，蓝色火焰品牌产品单价平均 12000 元，入门级产品定价 3000-4000 元，客单价 1 万元以上的比例在 70% 以上，在同业中处于较高水平。
- 周大生自营镶嵌产品平均客单价 2600 元。LOVE100 星座极光为公司核心产品，“都市独白”“幸福时刻”等情景风格珠宝系列产品获得消费者的广泛认可。
- 六福珠宝的珠宝产品客单价 2200 元。经典“爱很美”系列将钻饰与心形元素结合，主攻婚嫁市场。
- 周六福镶嵌类产品的平均客单价为每件 1566 元，镶嵌产品的主要价格区间在

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1000元至3000元产品间。

图表 48、国内珠宝品牌主打产品（货币单位：人民币元）

周大福	周大生	周生生
传承手镯 (¥7,000-¥58,000) 	Love100 (¥14,868-¥39,334) 	CHARME串珠 (¥792-¥5,940) 
福星宝宝 (¥1,060-¥2,880) 	百魅吊坠系列 (¥2,488-¥7,898) 	g*系列 (¥1,430-¥19,000) 
迪士尼系列 (¥980-¥29,500) 	百姿女戒系列 (¥2,050-¥8,398) 	Infini Love系列 (¥7,400-¥232,600) 
生肖系列 (¥871-¥3,591) 		
六福珠宝	潮宏基	莱绅通灵
爱很美系列 (¥1,080-¥43,000) 	弘系列 (¥1,268-¥12,751) 	王室 (¥2,014-¥9,499) 
生肖系列 (¥418-¥4,605) 	Π派系列 (¥3,643-¥4,980) 	王后 (¥3,459-¥166,942) 
轻松熊系列 (¥1,420-¥5,750) 	哆啦A梦系列 (¥871-¥6,514) 	蓝色火焰 (¥2,146-¥15,721) 
	国色系列 (¥549-¥8,999) 	皇家博物馆 (¥21,930-¥108,490) 

资料来源：天猫、品牌官网，兴业证券经济与金融研究院整理

不管是素金产品还是镶嵌产品，消费者较难通过外观去识别产品质量，而出具产品合格证书的检测机构又遍地开花，公信力不足。因此，一旦出现产品质量问题，往往对品牌形象造成重创。

图表 49、质量检测不达标的事件通报

品牌	事件	质量问题
周大福	2008年广东省省内金银珠宝抽检	珠宝鉴定不合格
周生生	2010年北京市工商局通报流通领域首饰商品质量监测结果	金含量不达标
	2006年上海工商部门流通领域黄金珠宝商品质量监测	虚假标注钻石净度
六福珠宝	2008年广东省省内金银珠宝抽检	18K金钻石戒指重量问题
谢瑞麟	2011年广东省工商局贵金属、玉石检测	纯度不合格
中国黄金	2019年甘肃省第2批工业产品质量省级监督抽查	产品名称、质量偏差以及标识问题
	2012年广东省监督抽查	虚标纯度
	2017年江苏省工商局质量检测	标识与实物不符
老凤祥	2013年陕西省质量技术监督局通报	纯度不达标
	2012年山西省质量监督局报告	标识与实物不符,足金充千足金
老庙黄金	2013年甘肃省质量技术监督局贵金属珠宝抽检	无产品质量检验合格证明

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

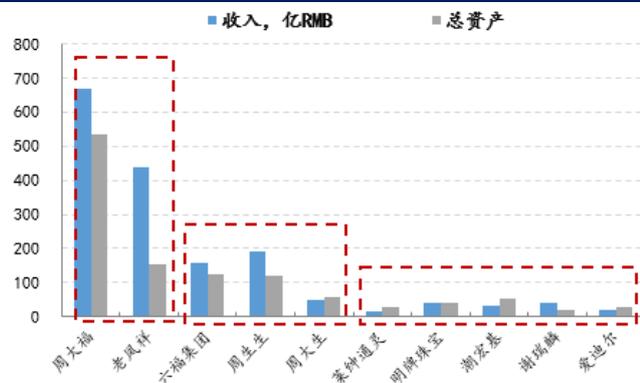
周大生	2019年甘肃省第2批工业产品质量省级监督抽查	质量偏差
	2013年“3·15”晚会曝光	黄金掺假、纯度不足
周六福	2017年江苏省工商局质量检测	标识与实物不符,漂白、填充翡翠以翡翠出售
	2015年广州市工商局珠宝首饰商品质量抽查	贵金属纯度不达标
	2014年广东省流通领域销售的珠宝首饰商品抽查	珠宝玉石鉴定、标签及其他标识物项目不合格
	2013年上海贵金属制品专项监督抽查	贵金属质量、标识标签不合格
	2012年广东省流通领域珠宝玉石钻石贵金属商品质量监测	贵金属纯度不实
	2011年广东省工商局贵金属、玉石检测	贵金属纯度、标签及其他标识物不合格
	2010年广东省工商局黄金、铂金饰品质量监测	质量、标签及其他标识物方面不合格

资料来源：媒体资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、企业财务指标与其产品品类和经营模式相匹配

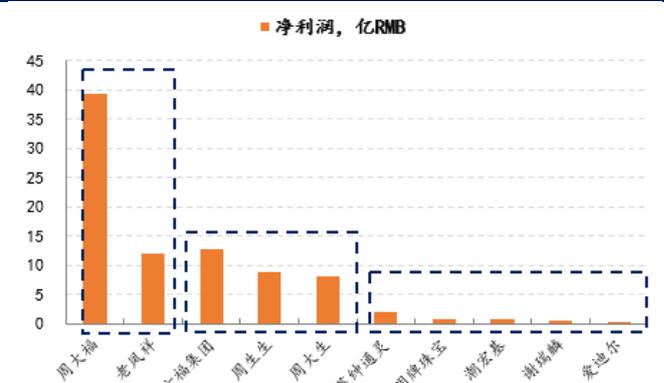
从资产、收入和利润规模上，可将国内已上市珠宝企业分为三个梯度，第一梯队是周大福和老凤祥，第二梯队是六福集团、周生生、周大生，第三梯队包括莱绅通灵、明牌珠宝、潮宏基、谢瑞麟等。

图表 50、珠宝公司收入和资产规模（最新一期年报，下同）



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 51、珠宝公司净利润规模



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

在相同的销售模式下，素金饰品毛利率不高，但周转速度较快；镶嵌类产品购买场景主要是婚嫁，购买频次有限，毛利率高，营销费用也高，周转速度相对较慢。

在相同的产品结构下，加盟模式的毛利率通常低于直营模式，指定供应商供货模式下，存货周转率通常相对较高；以自营为主的公司毛利率相对较高，但存货周转率通常比较低，垂直一体化模式下存货周转率会更低。

因此，各企业的财务指标与企业产品的品类结构和经营模式是相匹配的。表现为：

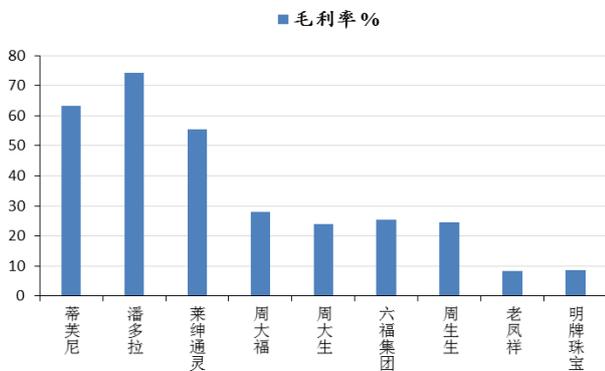
(1) 以钻石镶嵌为主打的蒂芙尼、潘多拉和莱绅通灵毛利率普遍高于 50%，素金产品为主的老凤祥和明牌珠宝毛利率不足 10%，产品种类齐全的周大福、周大生

³综合毛利率在 25%-30%左右。

(2) 品牌定位越高端，销售费用越高。高端珠宝品牌会持续投入高额广告费用、专业的销售人员，并租用核心商圈的店铺维护其品牌形象，销售费用率在 30-35% 之间，周大福、周大生、周生生的销售费用率在 10%-15% 间，老凤祥和明牌珠宝只有个位数。

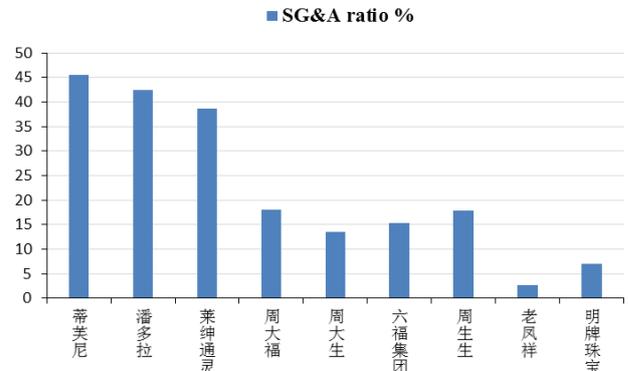
(3) 镶嵌产品的存货周转天数也较长，蒂芙尼、莱绅通灵存货周转天数超过 500 天，而潘多拉的高周转是例外（核心是其产品迭代速度快，单颗串珠分开售卖的形式降低了消费者的客单价），老凤祥与明牌珠宝以素金产品结构和加盟销售模式为主，因此存货周转率较高。

图表 52、毛利率



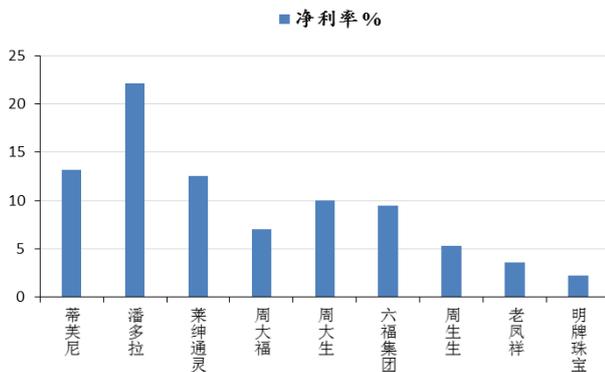
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 53、期间费用率



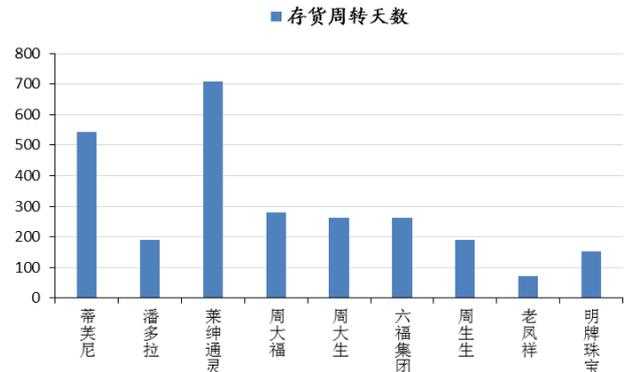
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 54、净利率



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 55、存货周转天数

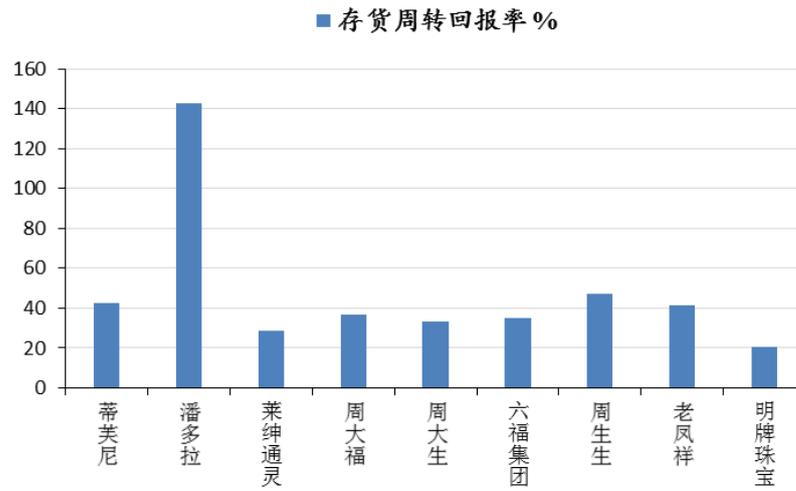


资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

为了剔除经营模式和产品品类差异的影响，我们用存货周转率乘以毛利率，计算出各公司的存货周转回报率，用以反映公司实际获利水平。除潘多拉外的其它公司的获利水平较为接近。

³周大生将素金产品通过指定供应商供应给加盟商，收取品牌使用费，加盟管理服务收入和品牌使用费无直接成本，会计上毛利率 100%。若剔除“加盟管理服务收入和品牌使用费”的影响，周大生 2018FY 毛利率为 24%。

图表 56、存货周转回报率



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

4、珠宝龙头：别具一格，各有侧重

4.1、周大福——巩固龙头地位，多品牌战略拓宽成长空间

周大福成立于1929年，历史悠久，产品设计、品质与价值闻名于耳。公司依托标志性品牌周大福与关联品牌周大福艺堂、周大福绘馆和周大福钟表，以及T MARK、Hearts On Fire、Monologue 和 SOINLOVE 等多品牌共同发展，在国内珠宝品牌中蝉联首位。

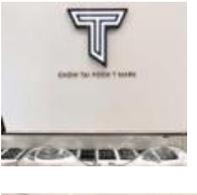
4.1.1、打造多品牌战略，锁定多类目标群体

周大福产品线丰富，并延伸出多个子品牌，包装不同形象迎合不同年龄、不同层次、不同消费理念人群。公司自2014年开始创立/收购多个子品牌，2017年大力发展多品牌战略，从高端到轻奢、平价，从蜜恋到婚庆、纪念、新生儿，周大福的产品线基本可迎合不同年龄、不同层次、不同消费理念人群。

- **ARTRIUM** 源自英文 Art（艺术）与 Atrium（中庭）之融合，以欣赏、艺术、收藏、珍品为四大特色，珍品皆蕴藏专属的故事，精湛极致，矜贵罕有。
- **JEWELRIA** 由「Jewellery」与「Galleria」组成，意为荟萃世界顶级珠宝首饰于一店，JEWELRIA 代理了多个高级精致、风格各异的品牌，包括东方首饰、西式珠宝、国际品牌，可为高端生活及追求个性化的消费者提供多元选择。
- **HEARTS ON FIRE** 为2014年收购的美国钻石品牌，切割及打磨工艺精湛，定位高端，产品包括耳环、项链、戒指、手镯和手链等，适用场景是求婚或纪念生命中美好一时。Hearts On Fire 在中国内地和香港及澳门的平均售价为22200和22900港元。
- **周大福珠宝** 是集团标志性品牌，提供经典、时尚、婚嫁及独家四大产品类别。以产品设计、品质与价值闻名。
- **T MARK** 钻石品牌创立于2016年，应用区块链技术向顾客提供安全的数码钻石鉴定证书，可追溯钻石从采购至生产的生命历程，可满足顾客对追溯钻石真品来源的需求与期望。
- **Soinlove** 是为追求品位生活的千禧女生打造的轻奢蜜恋珠宝品牌，产品与门店布置均以浪漫甜蜜为主调，补充了婚嫁前空白的蜜恋市场，价格区间在2000-20000港元。
- **Monologue** 主要针对中国内地崇尚潮流品味的千禧一代，店铺形象黑色酷炫，鼓励顾客自由搭配，自行创作形象，释放个性、态度和梦想，价格区间在500-5000港元。
- 周大福于2020年全资收购 **ENZO**，ENZO 是奢华的彩宝品牌，产品价格介于3,000元到50,000元之间，主要满足新潮、有个性及充满自信的女性，对时

尚且风格独特的珠宝需求。

图表 57、周大福独立品牌展示

品牌	LOGO	门店形象	产品一览	定位人群
周大福艺堂 (ARTRIUM)				以欣赏、艺术、收藏、珍品四大特色，呈现给顾客的是只此一家的艺术殿堂。
周大福荟馆 (JEWELRIA)				代理多个高级精致风格各异的品牌，为高端生活及追求个性化的消费者提供更多元的选择。
HEARTS ON FIRE				拥有精湛切割及打磨工艺的高级钻石品牌，产品售价 2 万 rmb 以上。
周大福珠宝				集团标志性品牌，提供经典、时尚、婚嫁及独家四大产品类别。以产品设计、品质与价值闻名。
T MARK				是具有可追溯钻石从采购至生产的生命历程的专属钻石品牌，产品均价在 1.5 万人民币左右。
Soinlove				针对千禧一代的蜜恋市场，以粉钻戒指镶嵌为重要卖点，产品定价约 2000-20000hkd 左右。
Monologue				针对千禧一代的个性需求，产品定价约 500-5000hkd。

资料来源：周大福官网，兴业证券经济与金融研究院整理

周大福塑造的多品牌战略有三大亮点。

(1) **品牌焕发年轻活力，解决品牌形象老化的业内通病。**周大福在开发有消费力的年轻一代时，孵化出 Soinlove、Monologue 等年轻化子品牌，从产品设计、店面形象上避免了原品牌形象老化的业内通病问题，并迎合了年轻消费群体的经济实

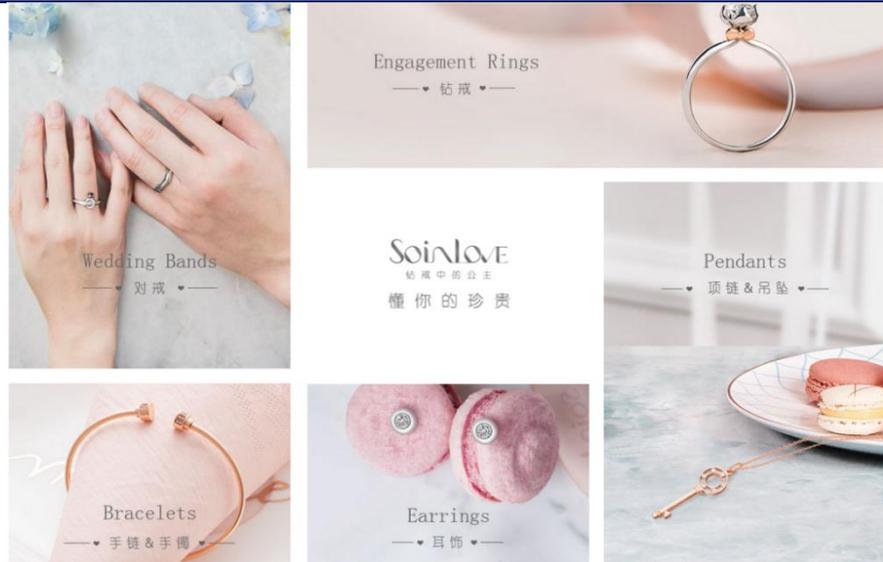
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

力和消费习惯。

(2) 品牌高端化，走出红海竞争，寻找蓝海市场。JEWELRIA 荟馆以“永致精品”为品牌定位，ARTRIUM 艺堂以“艺术殿堂”为定位，部分零售店升级为周大福茶馆，更新的门店装潢提供更多珠宝镶嵌首饰系列，为新时代的新贵们提供更高端的选择。

(3) 多个不同定位的品牌迎合不同市场和顾客群，扩大用户群体。周大福珠宝是集团标志性品牌，也是国内最具知名度的品牌，延伸而出的其它品牌均定位不同，产品线有独立发展空间，市场也不会重叠，最大限度满足市场上的多元化的需求。

图表 58、Soinlove 的淘宝和京东旗舰店



资料来源：淘宝旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 59、Monologue 淘宝和京东旗舰店热销榜单



资料来源：淘宝旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

宝洁是塑造多品牌发展战略的成功巨头，旗下洗发护发有海飞丝、潘婷、飘柔、沙宣至少 4 个独立品牌，品牌形象鲜明，飘柔的形象是“柔顺”，潘婷是“营养”，海飞丝的功效是“去屑”，沙宣是“专业”，每一个品牌的形象独立鲜明，市场定位清晰。宝洁通过细分品牌满足不同类型、不同层级的消费者，最终占据日化市场的半壁江山。

图表 60、宝洁多品牌营销策略



资料来源：P&G 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

自发展多品牌战略以来，公司门店数量迅速扩张，周大福仍是经典主力品牌。2020 财年以来（2019.4.1-2019.12.31），周大福净开店 655 家，其中新开 621 家周大福珠宝，Monologue 新开 14 家（主要位于一线和省会城市），Soinlove 新开 18 家（主要位于一线和省会城市）。

图表 61、周大福子品牌门店数量

按店铺品牌划分的零售点-2019/12/31	中国内地	港澳和其它市场
CHOW TAI FOOK JEWELLERY 周大福珠宝	3415	141
CTF WATCH 周大福钟表	117	
T MARK	4	1
HEARTS ON FIRE	1	10
SOINLOVE	45	1
MONOLOGUE	52	2
Total POS 零售点统计	3,634	155

备注：不包括店中店和店内专柜

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 62、周大福子品牌零售值

品牌	19FY
----	------

T MARK	T MARK 产品占内地钻石产品零售值 19.4%，港澳钻石产品零售值 25.9%
HEARTS ON FIRE	Hearts on fire 产品占内地钻石产品零售值 2%，港澳钻石产品零售值 4.3%
线上电子商务平台（包括 SOINLOVE、MONOLOGUE、周大福珠宝旗舰店线上款）	电子商务零售值占总零售值的 4.8%，销售件数占比 13.6%

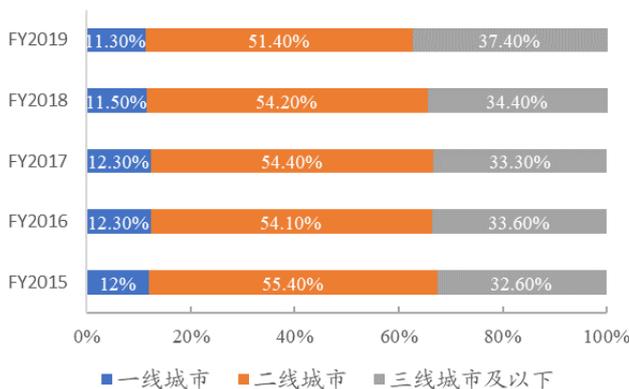
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.2、内地门店数量加速下沉，分享低线城市消费红利

自 18 年中以来，周大福渠道加速下沉至三四线及以下城市，分享低线城市的消费红利。截止目前，二线城市仍是周大福的主战场，零售点数目占比超过 51%，营业额接近 60%。一线城市零售点数目占比 11%，单店营业额较高，贡献营业额近 25%。三、四线城市是周大福近两年加速开店的方向，周大福 19FY 新开店逾 500 家，超过 50% 的新店开在三、四线城市，三线及以下城市的门店总数占比提升了 3 个 pct 至 37.4%，零售值增长了 19%，增速超过了一二线城市，三四线城市渠道铺展初见成效。

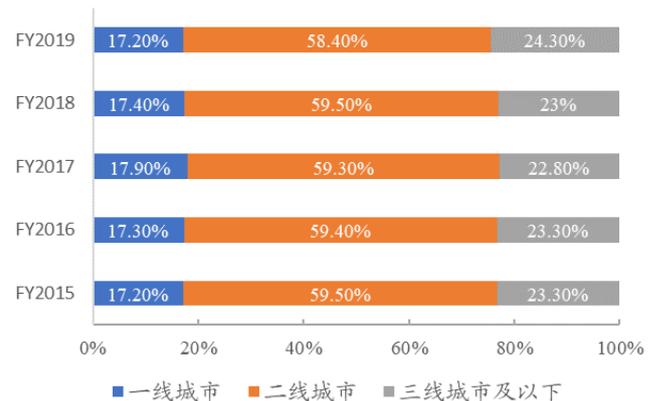
公司计划在未来 3-5 年每年净开 500 家，超过 50% 的新店会开在三四线城市，届时三线及以下城市零售点将达到 1800-2300 家（空间翻倍），占比将到达 43% 左右。

图表 63、FY2015-FY2019 年各类城市零售点分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 64、FY2015-FY2019 年各类城市营业额分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

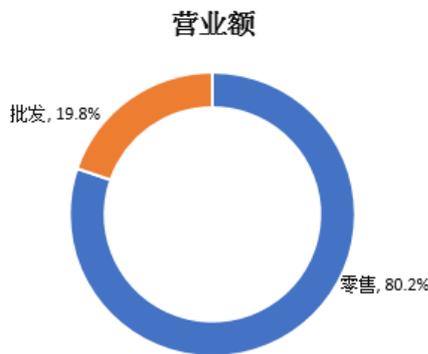
低线城市的渠道拓展主要依赖加盟商对当地市场的渗透。相比于大多数珠宝企业，周大福给予加盟商的供货折扣并不大，我们测算认为周大福的整体（镶嵌+金饰）折扣力度约 5 折，金饰折扣力度更低，由此看出周大福品牌的“溢价”，并逆向筛选出注重品牌效应、拥有资金实力、长期合作共赢的高质量加盟商，避免影响周大福正面形象的事件发生，如业内常见的铺货混乱甚至串货、零售价格难以控制

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

和乱打折等。弊端也显而易见，周大福的加盟热度较低，在低线城市的扩张速度远低于周大生、周六福等企业。

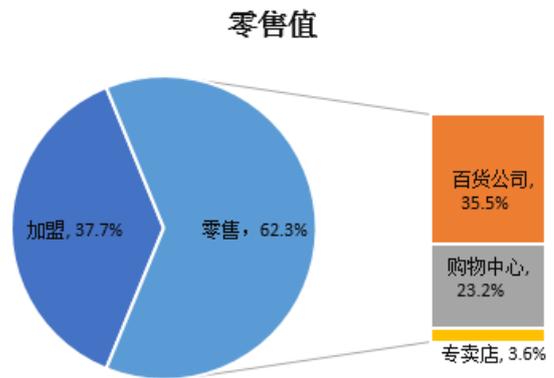
首创加盟商寄售运营模式。周大福在一、二线城市首创了加盟商的寄售运营模式，存货由公司保留直至加盟商完成与零售客户的销售交易，寄售模式提高了加盟商开拓市场和扩大销量的动力，公司管理层也能更清晰地了解终端存货情况、畅销款式，更灵活及有效的满足消费者喜好。低线城市仍实行买断批发的传统运营模式，当产品交付于加盟商时便确认收入。

图表 65、周大福营业额分渠道占比



备注：周大福将销售予加盟商的产品收入确认为批发收入
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 66、周大福终端零售值分渠道占比



备注：零售值 RSV 指于零售点网络和其他渠道向客户销售产品以相应的功能货币计值的最终零售价（包括增值税）计算
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

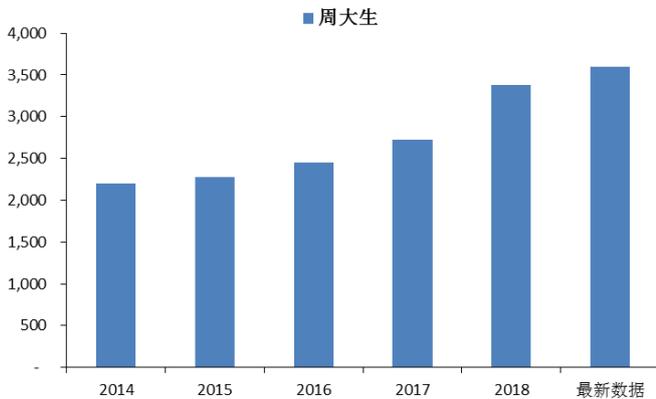
4.2、周大生——立足三四线消费升级的镶嵌类珠宝品牌

周大生主打钻石镶嵌、素金首饰，市占率和零售点数目位列第一梯队，公司采取轻资产、整合运营型经营策略，专注于品牌运营、渠道管理、产品研发和供应链整合，近年来依托低线城市的扩张策略，实现了渠道和品牌的快速增长。自 2011 年起，连续登上“中国 500 最具价值品牌”排行榜。

4.2.1、田忌赛马，最早打入低线城市的中高端品牌

周大生是最早打入低线城市的中高端品牌，对地方杂牌形成降维打击，持续享受三四线消费升级的红利。过去几年，在行业景气调整、自营店数缓慢减少的情况下，周大生充分让利经销商，加速加盟店拓展。其中，70%~80%门店开设在三四线城市，渠道下沉充分。当中高端品牌渠道下沉时，对地方杂牌形成了降维打击，周大生充分享受了三四线城市消费升级的红利。

图表 67、周大生门店数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 68、周大生营销渠道遍布全国

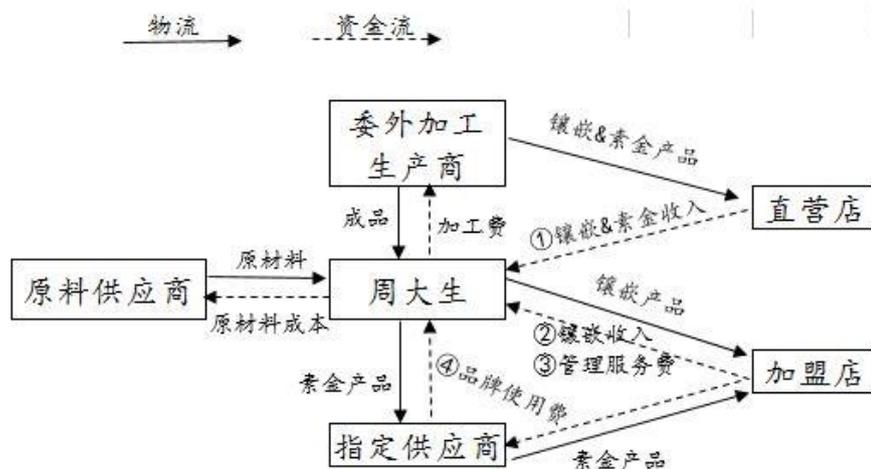


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.2、把握“品牌+供应链整合+渠道”核心价值环节

零售渠道和上下游资源整合能力是周大生的主要竞争优势,公司牢牢掌握珠宝产业链的高附加值环节。珠宝首饰价值链呈现“两端高，中间低”特点，公司采用资源整合型模式，集中资源倾注在投入回报率较高的品牌建设和推广、供应链整合和终端渠道建设等核心价值环节，实现经营规模的快速柔性扩张，而将附加值较低的生产加工和配送等中间环节外包，对加盟商的素金首饰供货由指定供应商完成，周大生仅收取 3-5 元/克的品牌使用费，避免了占用大量资金。

图表 69、周大生盈利模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、周六福——后起之秀

周六福拥有终端门店 3070 家，门店数量排名前四。公司发展战略以品牌运营为核心，以渠道和产品为两翼，整合优质研发及生产资源，借助加盟模式快速占领市场。

4.3.1、水贝起家，从产品跨越至品牌

创始人李伟柱先生起家于深圳水贝⁴，经营珠宝镶嵌加工厂，后于 2004 年打造了周六福品牌，公司经营重心由珠宝加工转向了自主品牌建设。

公司仅有 15 年发展历史，持续专注品牌建设和渠道建设，一跃成为市场黑马。借助水贝供货端和销售端的优势，周六福发展战略以品牌运营为核心，通过品牌代言人（张靓颖、蔡少芬）、央视广告投放和营销活动树立品牌形象，在高速公路、高铁站大面积投放广告牌形成覆盖式营销。

图表 70、周六福发展历程

2004 年	周六福珠宝股份有限公司在深圳注册成立，注册资本 100 万元。
2005 年	周六福自营旗舰店“广州 2 店”开业。
2011 年	周六福品牌连锁店突破 1000 家。
2012 年	周六福广告登陆中央电视台。
2013 年	周六福品牌签约蔡少芬作为品牌代言人。
2014 年	第二代品牌终端形象升级。
2017 年	周六福第三代门店形象全新升级。
2017 年	全国品牌门店突破 2000 家。
2018 年	赞助“千引力·耀美新程”2018 时尚峰会、“一带一路·一心一爱”520 爱跑节。
2019 年	周六福签约华语华语乐坛流行天后张靓颖为品牌形象代言人。
2019 年	周六福门店突破 3000 家。

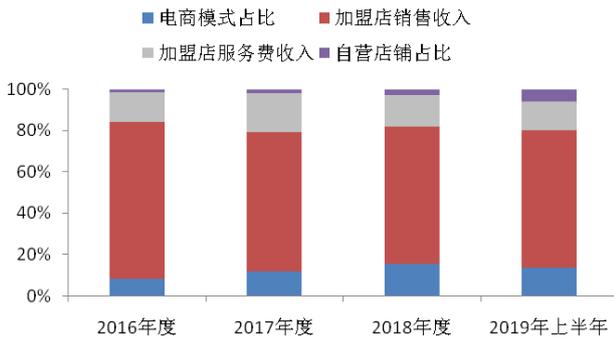
资料来源：周六福品牌官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3.2、充分让利加盟商，实现高速扩张

加盟模式助力周六福渠道快速扩张。周六福在运营中采用了扩张速度较快的加盟招商方式，现已构建了以华南为核心立足点、全国各主要城市全覆盖的连锁销售网络，截至 2019 年 6 月底，公司拥有加盟店 3,050 家，自营店 20 家，在广东、湖南、福建、川渝等经济发达区域覆盖更为密集。

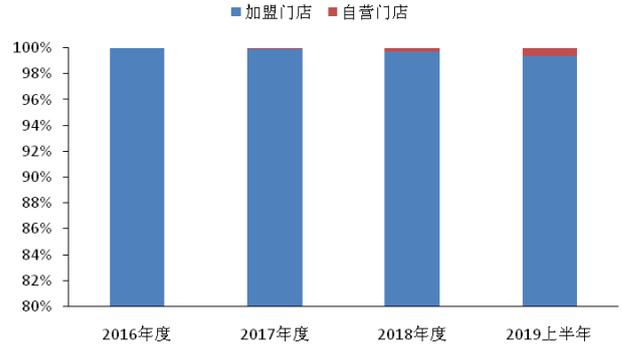
⁴ 深圳水贝区域是珠宝行业内规模较大、产业链较完整、品牌集中程度较高的珠宝产业集群。

图表 71、周六福分渠道销售收入占比



资料来源：公司 IPO 资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 72、周六福门店类型占比



资料来源：公司 IPO 资料，兴业证券经济与金融研究院整理

优惠的加盟政策，便捷的供货方式，吸引加盟商入驻。周六福率先覆盖三四线城市，通过优惠的加盟政策招揽加盟商。2017 年之前，加盟商仅需在加盟时一次性交费 2 万元，到期续约不再收费，17 年后到期续约的加盟商收取每店每年 2 万元的特许经营费。在品牌使用费上，也较同行业收费更低，并允许入网的外部供应商直接向加盟商供货，补充公司发展初期产品多样性不足的缺陷。

图表 73、周六福的加盟政策对比

费用类别	周六福（17 年前）	周六福（17 年后）
特许经营费	加盟时一次性交费 2 万元，到期续约的加盟商不再收取特许经营费。	对于到期后续约的收取每店每年 2 万元。
品牌使用费	黄金类产品 2 元/克、铂金类、K 金类产品 3 元/克； 钻石镶嵌类产品按价格标签的 2% 收取。	黄金类产品每店每年 4-6 万元，新店额外收取 1.5-2 万元； 钻石镶嵌类产品改为按价格标签的 3% 收取。

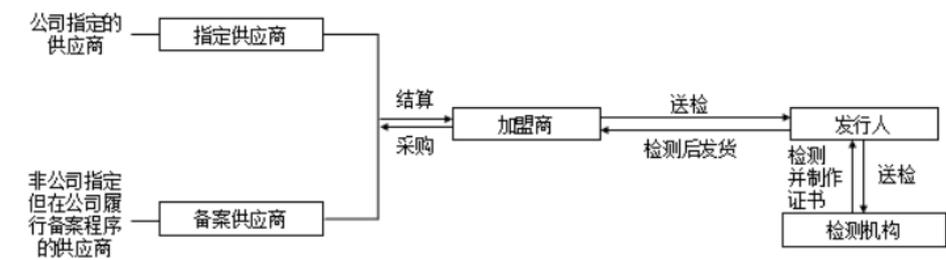
资料来源：公司 IPO 资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3.3、采购灵活，轻资产快速扩张

公司采购灵活，轻资产快速扩张。公司深谙珠宝行业的利润呈现两头大中间小的“杠铃状”结构，因此，周六福在采购模式上采用了自行生产、委托加工、对外采购、入网模式四种采购方式相结合，把握住销售和品牌的最大利润。多种采购方式降低了成本和公司自有资金的占用。

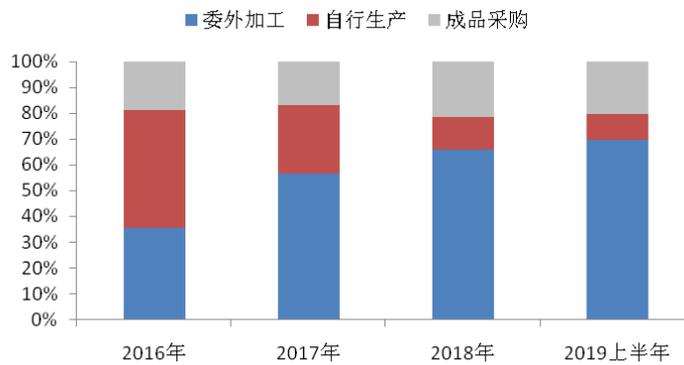
加盟商可直接向周六福采购产品，也可与公司指定供货商或入网备案供应商自行购货和结算货款，周六福仅向加盟商收取一定品牌费，指定供应商向加盟商提供的主要为素金产品，备案供应商向加盟商提供的主要为钻石镶嵌产品。

图表 74、周六福入网模式



资料来源：公司 IPO 资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 75、周六福营业成本拆分



资料来源：公司 IPO 资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3.4、以镶嵌和大众市场作为销售突破口

周六福主打钻石镶嵌类首饰的销售，钻石镶嵌类首饰销售占比超 60%，产品定位于大众市场，镶嵌类产品的主要价格区间在 1000 元至 3000 元产品间。

图表 76、周六福镶嵌类产品主打款

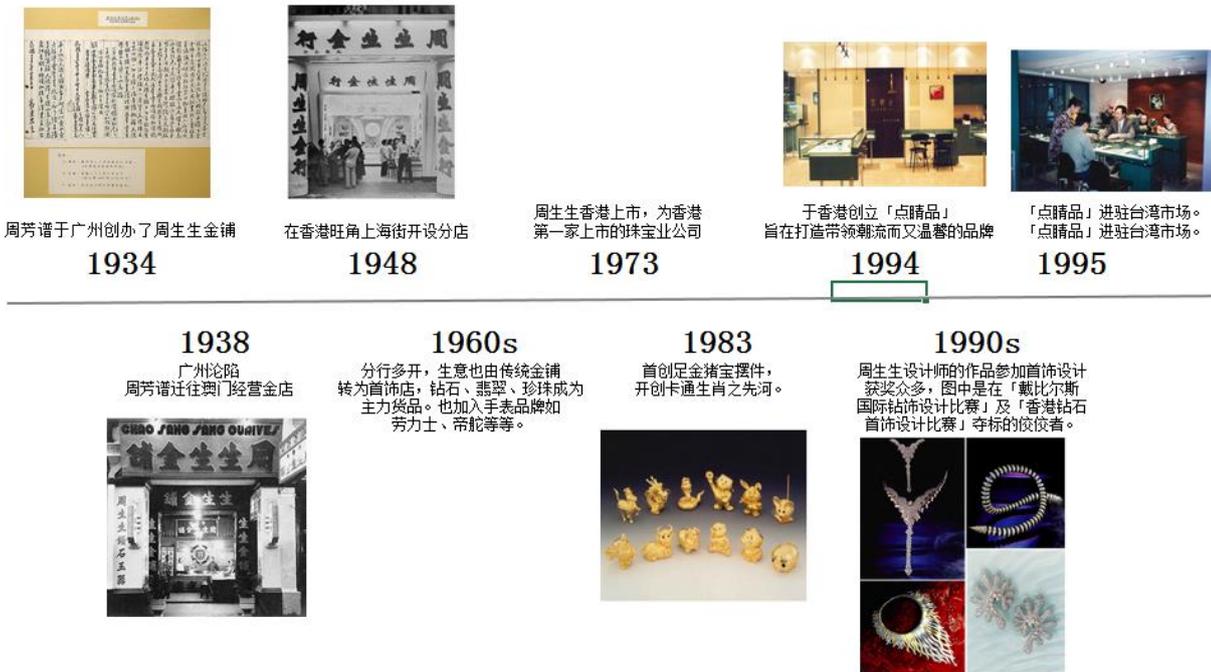


资料来源：周六福天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、周生生——定位高端，以质取胜

周生生创办于1934年的广州，并于1973年成为香港第一家上市的珠宝公司，1998年重返大陆市场。周生生对品牌管理和门店经营的要求很高，目前拥有的665家分店（港澳台87家）均由公司拥有和运营。

图表 77、周生生发展历史(1934-2000)



资料来源：周生生集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 78、周生生发展历史(2000 至今)



资料来源：周生生集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 79、周生生门店形象



资料来源：官网，兴业证券经济与金融研究院整理

有别于其他珠宝商以量（渠道）取胜，周生生以质（设计）取胜，走高端化路线。周大生在珠宝设计上有悠久的历史、卓越的成绩和较鲜明的辨识度，品牌系列不断推陈出新，引领消费者潮流，囊括多项设计奖项。

其对产品及目标客户的定位也是消费实力更强的中高端客户。周生生珠宝类产品在大陆地区的平均售价是 8500rmb，在港澳地区的平均售价是 11900 港元。周大福珠宝类产品在大陆地区的平均售价是 6700rmb，六福平均售价 2200rmb，周六福 1500rmb，产品所瞄准的目标人群一目了然。

图表 80、周生生系列产品



资料来源：周生生官网，兴业证券经济与金融研究院整理

周生生推出的全新年轻品牌线 MintyGreen，店铺主打清新薄荷绿色调，品牌定位“时尚轻珠宝”，以《王者荣耀》、《火影忍者》、《阴阳师》游戏中诸多经典形象为原型，打造出多款 IP 跨界合作珠宝，价位多在 500-2500 元人民币之间。目前中国大陆已开 25 家分店，主要位于一线及省会城市，仍处于初期发展阶段。

图表 81、MintyGreen 店面形象

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：周生生官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 82、MintyGreen 主打产品

<p>【王昭君·凤凰于飞】 冰封的心，为你融化</p>  <p>款号 # 90924P 价钱 ¥1,280</p>	<p>【木叶村标志】</p>  <p>款号 # 90684E 售价 ¥650</p>	<p>茨球 足金串饰</p>  <p>款号 # 90949C 售价 ¥1,620</p>
---	--	---

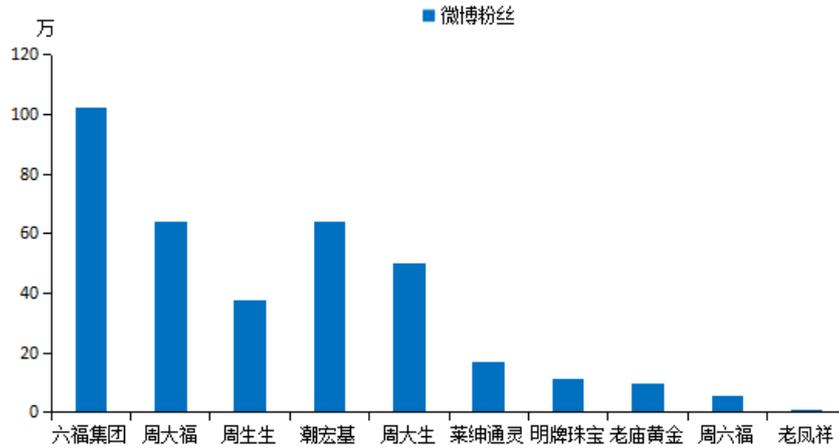
资料来源：周生生官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5、六福集团——定位大众市场的营销新锐

六福珠宝成立于 1991 年，由创始人黄伟常先生汇集了香港业内行家共同集资开设，公司自 1994 年进军内地市场，1997 年香港联交所上市，是香港及中国内地主要珠宝零售商之一。

六福的发展历史只有 28 年，通过营销活动实现弯道超车，发展速度很快。六福连续 20 余年赞助[香港小姐竞选]活动，连续 5 年独家赞助[环球小姐中国区大赛]以及各种公开活动、电视节目、电影及演唱会等宣传渠道品牌曝光率、提升品牌知名度，并取得良好效果。

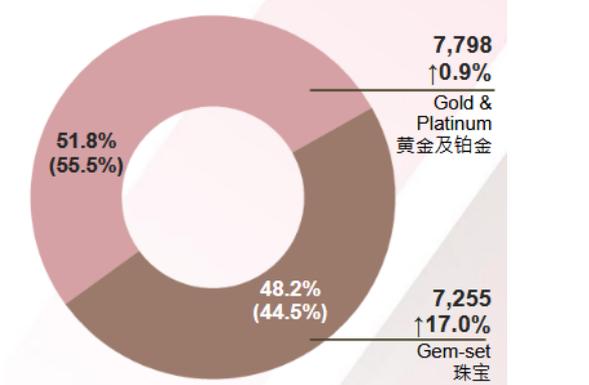
图表 83、微博粉丝数目



资料来源: 微博, 兴业证券经济与金融研究院整理

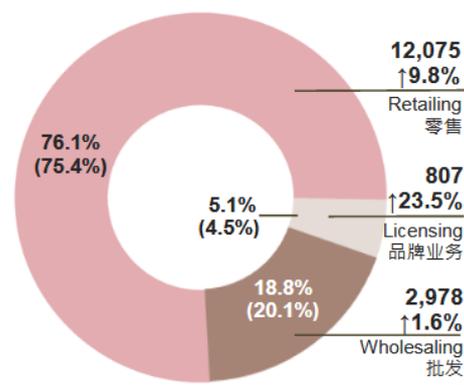
六福目前拥有 2000 家终端零售店, 以业务划分, 零售收入 120 亿港元, 批发收入 30 亿港元, 品牌业务收入 8 亿港元。以产品划分, 黄金铂金产品收入占比 52%, 珠宝占比 48%。以市场划分, 港澳及海外市场收入占比约 60% (其中以中国银联、支付宝、微信支付或人民币结算之零售值占比约 60%) 内地收入占比约 40%, 内地市场仍在不断扩展。

图表 84、19FY 公司产品结构 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 85、公司产品结构: 以业务划分 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

六福自 19 年启动了多品牌策略, 拥抱年轻群体, FY2020 计划新开 20 间 Goldstyle 和 Dear Q。Goldstyle 店面形象以金、白、黑三色几何图形为元素, 款式设计为更适合日常佩戴的小清新样式, 国内已打造了 30 间以上的 Goldstyle 专卖店。Dear Q 以甜美时尚为主调, 以 DIY 个性化珠串饰品为主要产品, 满足年轻群体乐于发挥创意、手工体验的内心诉求。

图表 86、Goldstyle 门店形象_无线上独立品牌旗舰店

图表 87、Dear Q 门店形象_线上无独立品牌旗舰店



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

拓展内地市场下沉。六福产品定位中端，价格更亲民，渠道下沉将有效迎合当地消费者，公司计划未来3年内每年净开店不少于150间，以向三、四线城市市场开拓为主，以品牌店加盟为主要拓展渠道。

图表 88、六福的门店分布

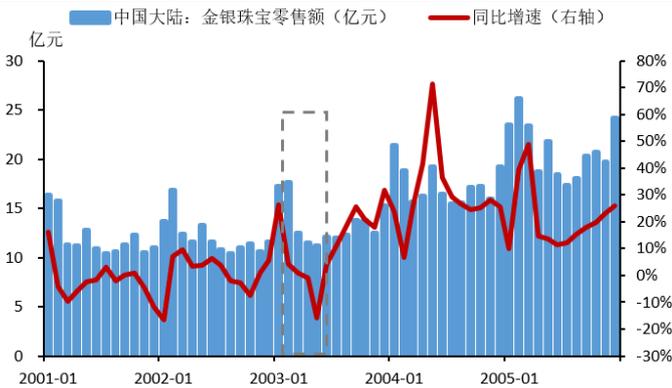
Countries and Regions 国家及地区	As at 22 Nov 2019 于2019年11月22日	%
Lukfook Shops 六福店		
Self-operated 自营店		
• Mainland 内地	132	6.6%
• Hong Kong 香港	51	2.6%
• Macau 澳门	12	0.6%
• Canada 加拿大	2	0.1%
• The United States 美国	4	0.2%
• Australia 澳洲	1	0.05%
• Malaysia 马来西亚	3	0.2%
• Singapore 新加坡	1	0.05%
Sub-total 小計	206	10.4%
Licensed 品牌店		
• Mainland 内地	1,782	89.5%
• The Philippines 菲律宾	1	0.05%
• Cambodia 柬埔寨	1	0.05%
Sub-total 小計	1,784	89.6%
Total 总计	1,990	100.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、公共卫生事件对行业的潜在影响和投资策略

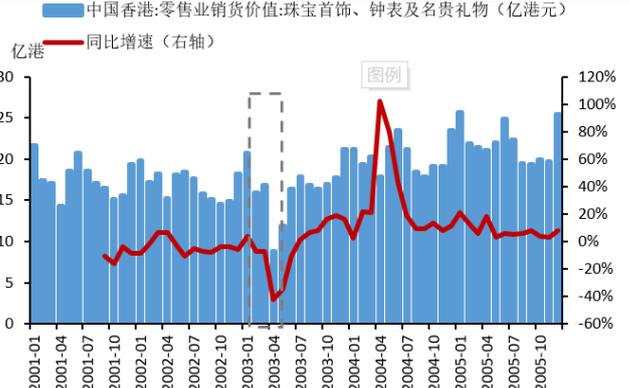
我们以 03 年“非典”作为案例回顾分析，珠宝等高端可选消费品受公共卫生事件的冲击严重，香港更甚。大陆市场零售额 2 季度同比下滑 15pct 至-4.66%，香港“非典”的爆发较大陆更为急剧⁵，赴港游断崖下滑，香港市场零售额跌幅更深，同比下滑至-30%。

图表 89、大陆金银珠宝类销售受 SARS 影响



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 90、香港珠宝零售受 SARS 影响更甚



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“非典”平息后，行业需求报复性反弹，复苏无明显时滞。03 年 5 月后国内无新增“非典”患者，内地 6 月珠宝零售增速有负转正至 4.3%，7-9 月持续提升，3 季度平均增速为 18.32%，4 季度平均增速 23.81%，对比 2001 年至 2005 年 8.09% 的平均复合增速，行业需求呈报复性反弹。

股价经历一轮杀跌，但立足长期维度均走出长牛行情，基本面决定股价长期走势。发酵期间，恒生指数最大跌幅 10.8%，港资珠宝中，周生生期间最大跌幅 9.2%，六福集团最大跌幅 28.21%。至 4 月股价低点，周生生 PE 为 8.85 倍，六福 PE 跌至 4.74 倍，均处于历史较低水平。往后看，六福和周生生股价自 8 月反弹明显，立足长期维度均走出了大幅跑赢恒指的长牛行情，核心因素仍是基本面的强力支撑，2003 年正处于中国珠宝行业黄金十年的起点。

图表 91、港资珠宝表现



图表 92、港资珠宝估值



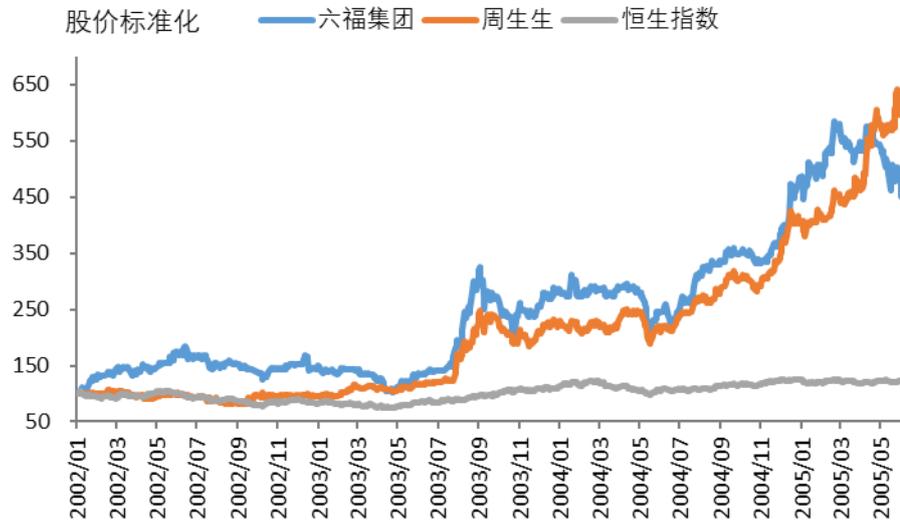
⁵ 据世界卫生组织 2003 年 8 月 15 日公布，中国内地非典累计病例 5327 例，死亡 349 人；中国香港 1755 例，死亡 300 人。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

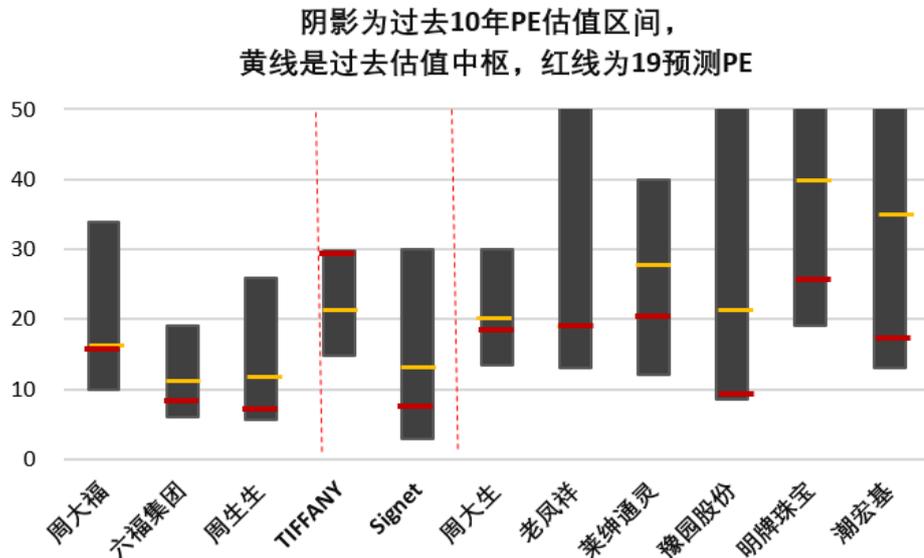
图表 93、珠宝上市公司的股价表现



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

目前港资珠宝公司的估值均处于历史中位数以下水平，经营环境环比有望改善。香港市场面临行业寒冬，预计 2021 财年受惠于调减租金及关闭部分店铺。大陆市场则显示一定韧性，周大福第三季度（19.10.1-19.12.31）内地同店销售+2%，六福（品牌店）同店销售-3%，较上一季度均有所改善。

图表 94、珠宝上市公司的 PE band



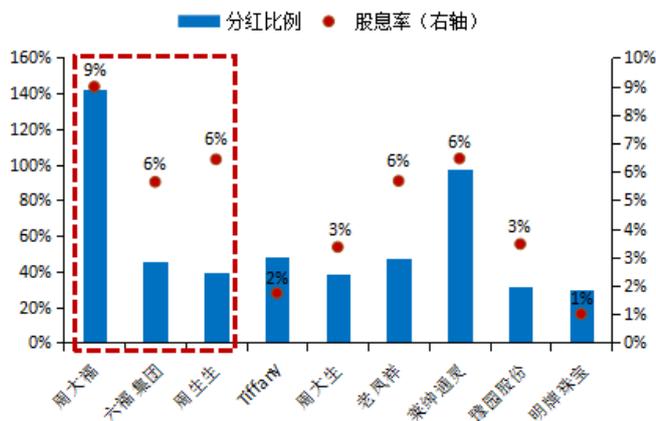
备注：预测 PE 是最新一期收盘价对应的 wind 或 bloomberg 一致预期
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 95、珠宝公司 TTM PE


资料来源：WIND, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 96、同店增速的波动与估值的波动是同向的


资料来源：公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 97、股息率


资料来源：WIND, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 98、周大福派息政策


资料来源：WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

立足长期视角，我们认为，珠宝商间的竞争不在展店速度，而是精细化经营管理和品牌塑造，我们看好港资珠宝品牌的发展前景。

(1) **精细化的经营管理**。加强对供应链和终端销售的掌控，维护品牌良好形象是第一要务。周生生全部店铺均为直营，周大福和六福对加盟商的选拔、监督和监控十分谨慎，加盟体系类似直营，渠道管控能力出色。

(2) **精耕品牌，抓住新生代**。得新生代消费者得天下，三大港资品牌率先策略性推出更年轻时尚、更有设计感的年轻品牌线，吸引新生代消费群体。

结合业绩增长的确定性和当前估值，我们更看好发展多品牌策略、渠道管控能力出色，并加速渠道下沉的周大福（1929.HK）。另外，六福集团（0590.HK）定位大众市场，有望打开低线城市的消费红利，但相较而言，六福在港澳地区的收入及利润贡献占比最大，受香港市场环境的冲击也更大，周生生（0116.HK）核心竞争力在于品质和品牌，终端渠道管控能力强，经营业绩相对稳健，投资价值较大。

图表 99、港资珠宝三大龙头公司的一致预期盈利预测（十亿港元）

公司	市值	营业收入			利润			PE			PB
		2019FY	2020E	2021E	2019FY	2020E	2021E	2019FY	2020E	2021E	2019FY
周大福	70.6	66.66	66.17	72.68	4.58	4.49	5.25	15.41	15.72	13.45	2.68
六福集团	12.4	15.86	13.66	14.71	1.49	1.15	1.42	8.32	10.78	8.73	1.20
周生生	6.2	18.81	18.27	19.33	1.01	0.98	1.09	6.14	6.33	5.69	0.57

数据截止至 2020/1/20 收盘

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

6、风险提示

- 1、规范纳税对行业零售端的冲击；
- 2、国内高端可选消费受宏观经济和人均可支配收入增长乏力的拖累；
- 3、三四线消费能力提升不达预期，珠宝企业的展店速度和渠道下沉效果不及预期；
- 4、品牌形象受损；
- 5、随着经销商数量的增长，管理难度增加；
- 6、运营不佳而出现同店增速下滑的可能；
- 7、汇率大幅波动、事件冲突等可能影响内地居民的赴港消费行为；
- 8、消费习惯的变化；
- 9、原材料价格波动风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、威志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及其关联人均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。