

商贸零售行业跟踪周报

低位下，黄金珠宝品牌价值或凸显，关注黄金珠宝价值型机会

增持（维持）

2024年09月08日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

- **黄金珠宝 Q2 业绩发布，Q2 业绩现承压，位置处于较低位：**2024 年 3 月以来，金价出现快速上涨，使得终端动销面临一定的压力，黄金珠宝行业品牌公司主要以加盟为主，业绩受到加盟商拿货量和节奏的影响，终端动销承压使得加盟商拿货意愿降低，使得黄金珠宝公司 Q2 收入利润端均面临一定的压力，部分公司出现了业绩下滑，全年的利润预期均在下调，但目前黄金珠宝估值均处于历史地位，估值性价比凸显。
- **黄金珠宝企业现金流质量较高，具有较强的分红基础：**黄金珠宝企业的主要客户为经销商，上市公司品牌商现金流质量较高，对资本支出要求较小，老凤祥/周大生/潮宏基/中国黄金/菜百股份 2023 年 ROE 分别为 20.53%/21.09%/9.33%/13.61%/19.82%，并具有较高质量的可供分利润，2023 全年的分红率分别为 46%/78%/67%/78%/77%，对应最新股价股息率分别为 3.80%/8.89%/5.49%/5.49%/6.92%。由于黄金珠宝企业盈利所需资本开支较小，其分红意愿也相对较高，其盈利现金流质量较高。
- **黄金珠宝品牌企业的经营壁垒相对较高：**黄金珠宝目前产品基本上以黄金饰品产品为主，各品牌的镶嵌类产品占比基本上已经降至 10%以下。而黄金饰品产品本身产品差异相对较小，其品牌为积年累月的消费中形成的认知共识，反而造成了品牌本身的更高经营壁垒，作为黄金珠宝加工中心的深圳水贝市场，近约 15 年来，未能产生新的大型上市黄金珠宝企业，也侧面反映了“黄金珠宝品牌企业经营壁垒相对较高”。
- **金价对黄金珠宝企业的影响——长期短期不同：**我们认为，金价对于黄金珠宝企业的影响是复杂的，长期来说，黄金价格上涨，会使得黄金珠宝企业向经销商销售的产品有更高的加价，所以长期来看金价的上行对黄金珠宝企业的盈利能力是有正面作用的。但短期来说，我们认为：①金价的急涨，会抑制消费的需求，因为消费者认为同样的黄金产品价格变贵了，但我们认为随着金价的横盘或缓涨，会让黄金珠宝消费者需求回补。②金价的缓涨：对消费需求刺激是最强的，③金价的横盘：我们认为，金价的横盘，本身对消费需求没有直接的影响，但在横盘期间，此前因急涨而失去的黄金珠宝需求会回补。④金价的下跌：我们认为金价的下跌无论是急跌还是缓跌，均会影响经销商的拿货和开店意愿，对黄金珠宝企业的盈利能力会有负面影响。
- **投资建议：金价位置回高位叠加股价估值低位，重点关注黄金珠宝企业投资机会。**目前金价经过 1-3 月的急涨，4-5 月的下跌，对消费者的需求和经销商的需求均有压制，故 Q2 黄金珠宝企业整体现承压，2024 年 4-7 月金银珠宝社零终端数据同比-0.1%/-11.0%/-3.7%/-10.4%。而上金所黄金价格由 1 月的 484 元，到 4 月的 567 元，到 5-6 月最低 543 元，目前 9 月初回到 573 元，我们认为随着金价位置的回高，黄金珠宝消费需求有望以缓速回补，目前主要上市公司估值处于历史上较低位置，且具备较强的盈利现金流质量和分红能力，建议重点关注黄金珠宝板块，重点推荐标的：老凤祥，周大生，潮宏基，菜百股份，中国黄金，周大福等。
- **风险提示：金价波动，消费恢复不及预期，宏观经济波动，行业竞争加剧等。**

行业走势



相关研究

《2024Q2 总结：消费行业低预期下，关注韧性板块教育，出海，黄金等》

2024-09-02

《奢侈品集团 24Q2 业绩总览：日本地区虹吸延续，Q3 有望缓解》

2024-08-26

内容目录

1. 本周行业观点	4
2. 细分行业估值表	5
3. 本周发布报告	7
4. 本周行情回顾	9
5. 本周行业重点公告	9
6. 风险提示	10

图表目录

图 1:	2019-2024 年国内金价	5
图 2:	2016-2024 年限上金银珠宝类社零	5
图 3:	本周各指数涨跌幅.....	9
图 4:	年初至今各指数涨跌幅.....	9
表 1:	2024 年以来社零金银珠宝增速 (%)	5
表 2:	A 股黄金珠宝主要公司估值表.....	5
表 3:	行业公司估值表 (更新至 9 月 6 日)	5

1. 本周行业观点

黄金珠宝 Q2 业绩发布，Q2 业绩现承压，位置处于较低位：2024 年 3 月以来，金价出现快速上涨，使得终端动销面临一定的压力，黄金珠宝行业品牌公司主要以加盟为主，业绩受到加盟商拿货量和节奏的影响，终端动销承压使得加盟商拿货意愿降低，使得黄金珠宝公司 Q2 收入利润端均面临一定的压力，部分公司出现了业绩下滑，全年的利润预期均在下调，但目前黄金珠宝估值均处于历史地位，估值性价比凸显。

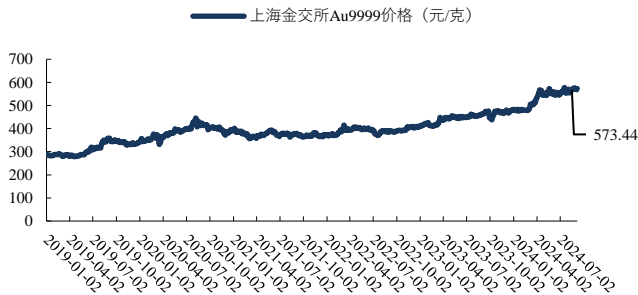
黄金珠宝企业现金流质量较高，具有较强的分红基础：黄金珠宝企业的主要客户为经销商，上市公司品牌商现金流质量较高，对资本支出要求较小，老凤祥/周大生/潮宏基/中国黄金/菜百股份 2023 年 ROE 分别为 20.53%/21.09%/9.33%/13.61%/19.82%，并具有较高质量的可分利润，2023 全年的分红率分别为 46%/78%/67%/78%/77%，对应最新股价股息率分别为 3.80%/8.89%/5.49%/5.49%/6.92%。由于黄金珠宝企业盈利所需资本开支较小，其分红意愿也相对较高，其盈利现金流质量较高。

黄金珠宝品牌企业的经营壁垒相对较高：黄金珠宝目前产品基本上以黄金饰品产品为主，各品牌的镶嵌类产品占比基本上已经降至 10% 以下。而黄金饰品产品本身产品差异相对较小，其品牌为积年累月的消费中形成的认知共识，反而造成了品牌本身的更高经营壁垒，作为黄金珠宝加工中心的深圳水贝市场，近约 15 年来，未能产生新的大型上市黄金珠宝企业，也侧面反映了“黄金珠宝品牌企业经营壁垒相对较高”。

金价对黄金珠宝企业的影响——长期短期不同：我们认为，金价对于黄金珠宝企业的影响是复杂的，长期来说，黄金价格上涨，会使得黄金珠宝企业向经销商销售的产品有更高的加价，所以长期来看金价的上行对黄金珠宝企业的盈利能力是有正面作用的。但短期来说，我们认为：①金价的急涨，会抑制消费的需求，因为消费者认为同样的黄金产品价格变贵了，但我们认为随着金价的横盘或缓涨，会让黄金珠宝消费者需求回补。②金价的缓涨：对消费需求刺激是最强的，③金价的横盘：我们认为，金价的横盘，本身对消费需求没有直接的影响，但在横盘期间，此前因急涨而失去的黄金珠宝需求会回补。④金价的下跌：我们认为金价的下跌无论是急跌还是缓跌，均会影响经销商的拿货和开店意愿，对黄金珠宝企业的盈利能力会有负面影响。

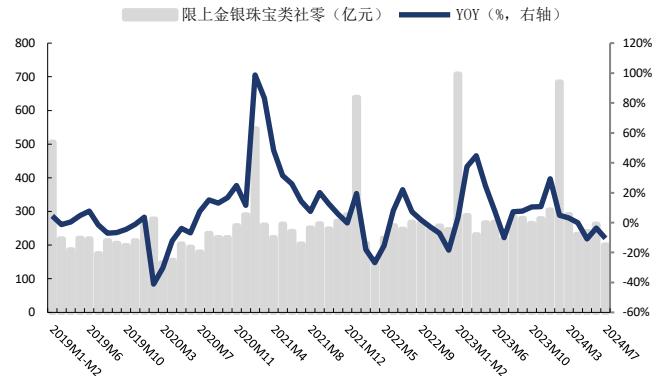
投资建议：金价位置回高位叠加股价估值低位，重点关注黄金珠宝企业投资机会。目前金价经过 1-3 月的急涨，4-5 月的下跌，对消费者的需求和经销商的需求均有压制，故 Q2 黄金珠宝企业整体现承压，2024 年 4-7 月金银珠宝社零终端数据同比-0.1%/-11.0%/-3.7%/-10.4%。而上金所黄金价格由 1 月的 484 元，到 4 月的 567 元，到 5-6 月最低 543 元，目前 9 月初回到 573 元，我们认为随着金价位置的回高，黄金珠宝消费需求有望以缓速回补，目前主要上市公司估值处于历史上较低位置，且具备较强的盈利现金流质量和分红能力，建议重点关注黄金珠宝板块，重点推荐标的：老凤祥，周大生，潮宏基，菜百股份，中国黄金，周大福等。

图1: 2019-2024 年国内金价



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图2: 2016-2024 年限上金银珠宝类社零



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

表1: 2024 年以来社零金银珠宝增速 (%)

时间	社零金银珠宝增速 (%)
2024 年 1-2 月	5.0%
2024 年 3 月	3.2%
2024 年 4 月	-0.1%
2024 年 5 月	-11.0%
2024 年 6 月	-3.7%
2024 年 7 月	-10.4%

数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

表2: A 股黄金珠宝主要公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			2023 年分红率
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600612.SH	老凤祥	268	51.29	22.14	23.41	26.20	12	11	10	46.1%
002867.SZ	周大生	116	10.58	13.16	13.90	15.69	9	8	7	78.4%
002345.SZ	潮宏基	40	4.55	3.33	3.83	4.54	12	11	9	66.6%
600916.SH	中国黄金	138	8.20	9.73	10.53	11.82	14	13	12	77.7%
605599.SH	菜百股份	79	10.12	7.07	7.43	8.41	11	11	9	77.0%

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 数据更新至 2024 年 9 月 6 日

2. 细分行业估值表

表3: 行业公司估值表 (更新至 9 月 6 日)

代码	简称	总市值	收盘价	归母净利润 (亿元)	P/E	投资
----	----	-----	-----	------------	-----	----

		(亿元)	(元)	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	评级
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	356	89.72	11.94	15.35	19.21	30	23	19	买入
300957.SZ	贝泰妮	175	41.20	7.57	10.03	12.78	23	17	14	买入
603983.SH	丸美股份	88	21.95	2.59	3.53	4.51	34	25	20	买入
600315.SH	上海家化	98	14.49	5.00	4.58	5.24	20	21	19	买入
600223.SH	福瑞达	62	6.10	3.03	3.45	4.14	20	18	15	买入
688363.SH	华熙生物	235	48.72	5.93	6.50	7.74	40	36	30	买入
300896.SZ	爱美客	414	136.77	18.58	23.07	28.70	22	18	14	买入
300792.SZ	壹网壹创	38	15.75	1.08	5.88	1.62	35	6	23	未评级
605136.SH	丽人丽妆	24	5.96	0.30	1.49	1.66	81	16	14	未评级
300856.SZ	科思股份	87	25.67	7.34	9.06	11.25	12	10	8	买入
2279.HK	雍禾医疗	3	0.70	-5.46	-1.79	0.26	-	-	13	未评级
300740.SZ	水羊股份	40	10.28	2.94	3.15	3.82	14	13	10	未评级
300132.SZ	青松股份	19	3.65	-0.68	3.09	1.95	-	6	10	未评级
2367.HK	巨子生物	370	39.60	14.52	19.55	24.65	26	19	15	买入
培育钻石&珠宝										
000519.SZ	中兵红箭	160	11.50	8.28	9.81	11.95	19	16	13	未评级
301071.SZ	力量钻石	60	23.16	3.64	7.13	9.28	17	8	6	未评级
301177.SZ	迪阿股份	74	18.40	0.69	2.82	3.23	107	26	23	未评级
002867.SZ	周大生	116	10.58	13.16	13.90	15.69	9	8	7	买入
1929.HK	周大福	556	6.12	53.84	0.00	73.08	10	-	8	买入
002345.SZ	潮宏基	40	4.55	3.33	3.83	4.54	12	11	9	买入
600612.SH	老凤祥	268	51.29	22.14	23.41	26.20	12	11	10	买入
600916.SH	中国黄金	138	8.20	9.73	10.53	11.82	14	13	12	买入
免税旅游出行										
601888.SH	中国中免	1,176	56.82	67.14	61.54	68.87	18	19	17	买入
600009.SH	上海机场	807	32.44	9.34	21.06	30.03	86	38	27	增持
002163.SZ	海南发展	47	5.62	0.92	0.60	1.91	52	79	25	未评级
600258.SH	首旅酒店	131	11.76	7.95	8.47	9.08	17	16	14	买入
600754.SH	锦江酒店	253	23.60	10.02	14.52	15.26	25	17	17	买入
1179.HK	华住集团-S	671	23.00	40.85	37.02	40.68	16	18	17	买入
600859.SH	王府井	137	12.04	7.09	8.54	10.04	19	16	14	增持
产业互联网										
603613.SH	国联股份	138	19.18	14.28	32.44	0.00	10	4	-	未评级
603713.SH	密尔克卫	72	43.85	4.31	7.83	9.38	17	9	8	未评级
600057.SH	厦门象屿	113	4.99	15.74	17.94	21.75	7	6	5	买入
9878.HK	汇通达网络	102	20.00	4.48	6.00	7.80	23	17	13	买入
600415.SH	小商品城	473	8.62	26.76	31.05	36.23	18	15	13	买入
600755.SH	厦门国贸	126	5.71	19.15	21.66	24.88	7	6	5	未评级
600153.SH	建发股份	222	7.52	131.04	53.20	62.41	2	4	4	未评级

000906.SZ	浙商中拓	34	4.85	7.11	8.19	10.46	5	4	3	未评级
小家电										
300866.SZ	安克创新	345	64.86	16.15	19.06	22.92	21	18	15	买入
688696.SH	极米科技	38	54.73	1.21	3.29	4.82	32	12	8	未评级
603486.SH	科沃斯	238	41.83	6.12	11.32	14.32	39	21	17	买入
688169.SH	石头科技	431	233.50	20.51	25.10	29.45	21	17	15	未评级
超市&其他专业连锁										
9896.HK	名创优品	373	32.55	22.53	26.00	32.70	17	14	11	买入
601933.SH	永辉超市	207	2.28	-13.29	3.87	5.28	-	53	39	未评级
603708.SH	家家悦	54	8.42	1.36	2.41	2.83	39	22	19	未评级
002697.SZ	红旗连锁	58	4.25	5.61	5.92	6.27	10	10	9	未评级
301101.SZ	明月镜片	46	22.67	1.58	1.76	1.95	29	26	23	买入
603214.SH	爱婴室	15	10.57	1.05	1.14	1.28	14	13	11	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中加粗部分 EPS 预测为东吴证券研究所预测；未加粗部分 EPS 预测采用 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位均为人民币。PE 按港币：人民币=0.91:1，美元：人民币=7.09:1 换算（对应 2024.9.6 汇率）；

注 3：名创优品、汇通达网络的归母净利润项均采用经调整归母净利润；名创优品财年为 0630，表中 2022A 对应 FY2023A。

3. 本周发布报告

《首旅酒店 2024 半年报点评：利润率显著提升，RevPAR 同比-6%》

2024 年 8 月 30 日，首旅酒店发布 2024 半年报，2024H1 公司实现营收 37.3 亿元，同比+3%；归母净利润 3.6 亿元，同比+27%；扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+39%。

首旅酒店 Q2 利润端符合预期，酒店业务利润率显著提升，平均 RevPAR 同比-6%，净开店同增 13%至 180 家，新开店中标准店占比提升至 47%。

首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，2024 公司优化经营管理，开店同比提速。基于 RevPAR 同比下滑，下调首旅酒店盈利预期，2024-2026 年归母净利润分别为 8.5/9.1/9.7 亿元（前值为 9.10/9.84/10.63 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

《科锐国际 2024 年中报点评：Q2 收入恢复同比+23%，公司经营仍在调整，令业绩承压》

公司 2024 年 H1 实现营收 55.41 亿元，同比+16.55%，归母净利润 0.86 亿元，同比-11.72%，扣非归母净利润 0.64 亿元，同比-9.18%。单拆 Q2，公司实现营收 29.02 亿元，同比+22.89%，归母净利润 4544 万元，扣非归母净利润 4152 万元。

灵活用工板块业务贡献主要收入，招聘板块跌幅收窄。2024 年 H1，分产品来看，公司灵活用工收入 52.1 亿元，同比+18.7%，中高端人才访寻收入 1.99 亿元，同比-15.37%，招聘流程外包收入 2867 万元，同比-16.79%，招聘类业务在市场整体招聘需求的影响下同比略有下降，但跌幅同比明显收窄，回暖向好趋势持续提升。

需求较弱使得整体毛利率有所下滑，销售费用率与管理费用率均有所改善。公司灵活用工人员和在册外包员工实现增长，重点布局技术研发类岗位。公司发布技能与招聘的行业级预训练语言模型 CRE0.3/0.4 版本。公司进一步启动了匹配系统的研发。基于 AI 的匹配系统，目前正在获客、人才寻访和内部协同合作等场景中全部应用。

科锐国际 2023 年业绩受宏观环境和用工需求偏弱，考虑到终端用工需求恢复仍需要时间，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润从 2.65/3.5/4.6 亿元至 2.1/2.45/2.9 亿元，处于历史估值较低位置，仍维持“买入”评级。

风险提示：行业需求较弱，下游客户订单增长不及预期风险等。

《名创优品 2024H1 经调整净利润同比+18%，期待海外直营店旺季表现》

2024H1，公司实现营收 77.6 亿元，同比+25%；经调整净利润为 12.4 亿元，同比+18%；剔除汇兑损益影响后经调整净利润同比+25.5%。对应 2024Q2 公司实现营收 40.4 亿元，同比+24%；经调整净利润为 6.25 亿元，同比+9%；剔除汇兑损益后经调整净利润同比+24.6%。

国内单店收入有所好转。2024Q2 国内 MINISO 实现营收 23.1 亿元，同比+18%。国内门店净开 81 家至 4115 家。公司国内 O2O 业务快速增长，并尝试“24 小时超级店”新业态探索成长空间。

海外市场收入高增，直营门店增长较快，期待旺季表现：2024Q2，公司海外市场收入为 15.1 亿元，同比+35.4%。TOP TOY 门店数及收入持续高增：2024Q2，公司 TOP TOY 品牌实现收入 2.15 亿元，同比+24%。季度内 TOP TOY 加速开店，门店数净增 35 家达 160 家。2024 上半年 TOP TOY 同店收入实现双位数增长。

注重投资者回报，公司宣布大额分红和回购：①公司拟派发相当于 6.2 亿元人民币现金的中期股息，占 2024H1 经调整净利润的 50%。②公司董事会 8 月 30 日通过股份回购计划，可在未来 1 年内回购最多 20 亿港元的股份，回购股份数不超过已发行股份数的 10%。

公司是线下品牌连锁零售龙头，未来海外扩张+国内下沉仍有广阔成长空间。本季度后我们采用自然年口径发布公司的盈利预期。我们预计 2024~2026 年公司经调整归母净利润为 28.1/33.7/39.4 亿元，同比+19%/+20%/+17%，维持“买入”评级。

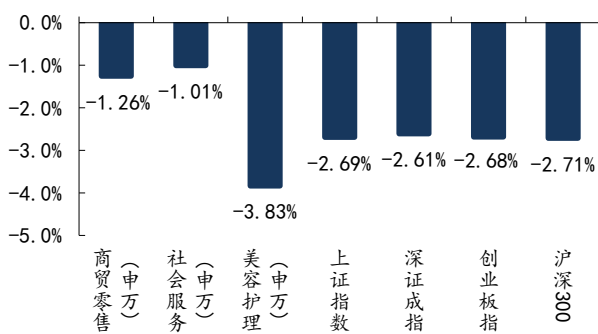
风险提示：扩店不及预期，消费需求不及预期，海外经营相关风险等。

4. 本周行情回顾

本周(9月2日至9月6日)，申万商贸零售指数涨跌幅-1.26%，申万社会服务-1.01%，申万美容护理-3.83%，上证综指-2.69%，深证成指-2.61%，创业板指-2.68%，沪深300指数-2.71%。

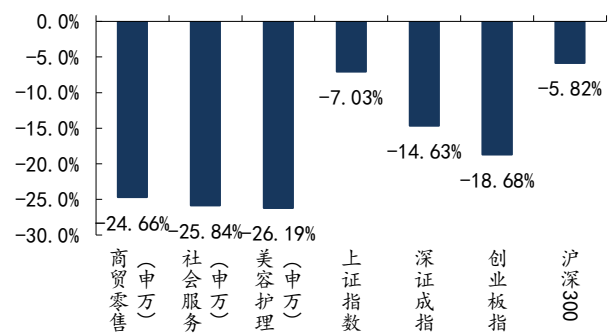
年初至今(1月2日至9月6日)，申万商业贸易指数涨跌幅-24.66%，申万社会服务-25.84%，申万美容护理-26.19%，上证综指-7.03%，深证成指-14.63%，创业板指-18.68%，沪深300指数-5.82%。

图3：本周各指数涨跌幅



数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 本周行业重点公告

上海机场：2024 年半年度权益分派实施公告

公司 2024 年度中期以实施权益分派股权登记日登记的总股本扣除公司股份回购专用证券账户的股份数后的股本为基数分配利润，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.0 元（含税），截至 2024 年 6 月 30 日，公司总股本为 24.88 亿股，以此计算共计派发现金红利 2.49 亿元（含税）。

锦江酒店：2024 年半年度利润分配方案公告

公司向全体股东每 10 股派发现金红利 1.2 元（含税）。截至本报告披露日，公司总股本为 10.70 亿股，扣除公司股份回购专用证券账户的股份 800 万股，即以 10.62 亿股

为基数派发现金红利，以此计算拟派发现金红利 1.27 亿元（含税）。

6. 风险提示

金价波动，消费恢复不及预期，宏观经济波动，行业竞争加剧等。

免责声明

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

投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>