

商贸零售行业跟踪周报

至暗时刻，心向黎明——黄金珠宝行业 Q3 业绩综述

增持（维持）

2024 年 11 月 10 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

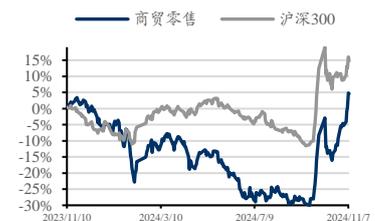
执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

- **金价急涨使得黄金珠宝品牌 Q3 销售端继续承压**：2024 年 Q3，黄金珠宝公司整体面临较大的压力：自 2024 年 4 月以来，金价出现了几波急涨，使得终端消费承压，加盟商拿货意愿不高。2024 年 Q2 黄金珠宝公司业绩已经开始出现分化，考虑到 Q3 终端动销仍然没有好转，7-9 月社零金银珠宝分别同比-10.4%/-12%/-7.8%，反馈到黄金珠宝品牌端受到的影响更大，其中加盟占比较高的品牌商如老凤祥/周大生 Q3 收入端分别同比-42%/-41%。潮宏基由于仍在保持较好净开店状态，加盟端有较好的增量贡献，Q3 收入仅下滑 4.4%。菜百股份则受益于投资金条的贡献，Q3 同比仍实现了 8.7%的同比增速。
- **考虑到加盟商让利+经营杠杆，2024Q3 黄金珠宝业绩端受影响更大**：业绩端来看，考虑到品牌商在 Q3 给与了加盟商一些让利，以及部分经营杠杆的影响，业绩端相较于收入端出现了更大幅度的下滑，其中老凤祥 Q3 归母净利润同比下滑 46%，周大生受益于自营渠道毛利率的提升和收取品牌使用费的产品毛利润有所提升，Q3 归母净利润同比-28.7%，好于收入下滑程度。潮宏基和菜百股份 Q3 则同样受到行业影响同比-17.2%/-14%。
- **金价对黄金珠宝企业的影响——长期短期不同，但长期来看，股价跟金价基本呈现出正相关**：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**：2024 年 Q3 是黄金珠宝业绩较弱的一个季度，但考虑到目前主要上市公司估值仍具备性价比，且具备较强的盈利现金流质量和分红能力，且高基数已经在逐步消化的过程中，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

《商社行业三季报总结：需求端承压静待后续刺激催化，优选“两低一强一硬”标的》

2024-11-04

《旅游消费刺激政策频出，关注 2025 年节假日安排》

2024-10-27

内容目录

1. 本周行业观点	4
2. 本周行情回顾	6
3. 细分行业估值表	6
4. 风险提示	8

图表目录

图 1: 老凤祥股价和金价的关系.....	5
图 2: 老凤祥总市值 (亿元) / 金价 (元/克)	5
图 3: 本周各指数涨跌幅.....	6
图 4: 年初至今各指数涨跌幅.....	6
表 1: 2024 年以来社零金银珠宝增速 (%)	4
表 2: 行业公司估值表 (更新至 11 月 8 日)	6

1. 本周行业观点

金价急涨使得黄金珠宝品牌 Q3 销售端继续承压：2024 年 Q3，黄金珠宝公司整体面临较大的压力：自 2024 年 4 月以来，金价出现了几波急涨，使得终端消费承压，加盟商拿货意愿不高。2024 年 Q2 黄金珠宝公司业绩已经开始出现分化，考虑到 Q3 终端动销仍然没有好转，7-9 月社零金银珠宝分别同比-10.4%/-12%/-7.8%，反馈到黄金珠宝品牌端受到的影响更大，其中加盟占比较高的品牌商如老凤祥/周大生 Q3 收入端分别同比-42%/-41%。潮宏基由于仍在保持较好净开店状态，加盟端有较好的增量贡献，Q3 收入仅下滑 4.4%。菜百股份则受益于投资金条的贡献，Q3 同比仍实现了 8.7%的同比增速。

考虑到加盟商让利+经营杠杆，2024Q3 黄金珠宝业绩端受影响更大：业绩端来看，考虑到品牌商在 Q3 给与了加盟商一些让利，以及部分经营杠杆的影响，业绩端相较于收入端出现了更大幅度的下滑，其中老凤祥 Q3 归母净利润同比下滑 46%，周大生受益于自营渠道毛利率的提升和收取品牌使用费的产品毛利润有所提升，Q3 归母净利润同比-28.7%，好于收入下滑程度。潮宏基和菜百股份 Q3 则同样受到行业影响同比-17.2%/-14%。

表1：2024 年以来社零金银珠宝增速（%）

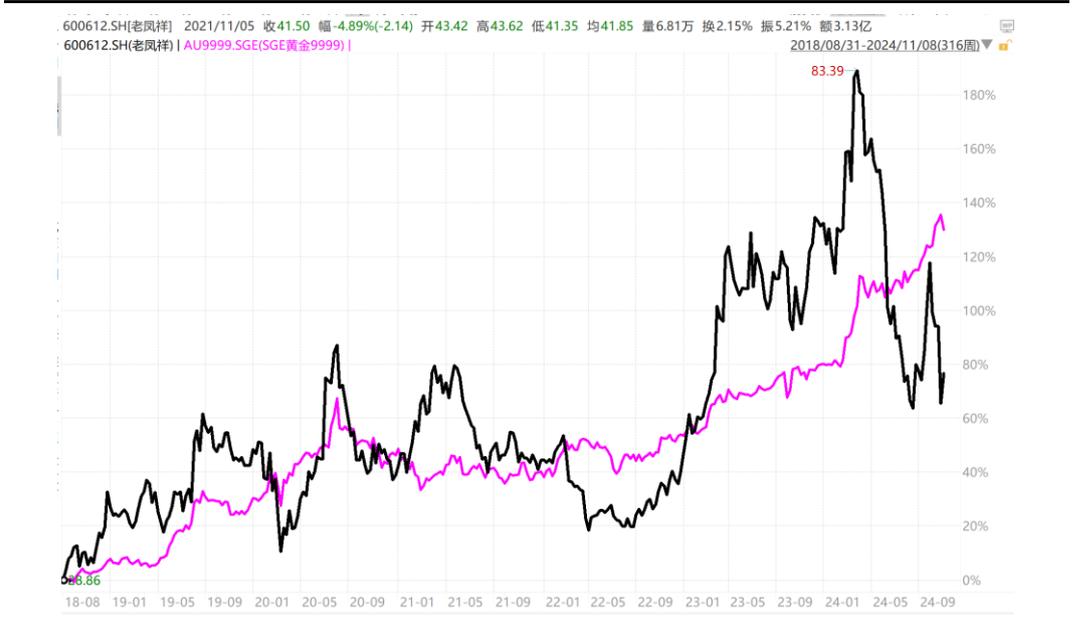
	社零金银珠宝增速
2024 年 1-2 月	5.0%
2024 年 3 月	3.2%
2024 年 4 月	-0.1%
2024 年 5 月	-11.0%
2024 年 6 月	-3.7%
2024 年 7 月	-10.4%
2024 年 8 月	-12.0%
2024 年 9 月	-7.8%

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

金价对黄金珠宝企业的影响——长期短期不同，但长期来看，股价跟金价基本呈现出正相关：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。

图1: 老凤祥股价和金价的关系



数据来源: wind, 东吴证券研究所

最新老凤祥总市值(亿元)和金价(元/克)属于历史较低水平: 我们选取老凤祥总市值(亿元)和金价(元/克)的比值,发现主要在0.5-0.8之间震荡,而最新总市值(亿元)和金价(元/克)达到了约0.4的水平,属于预期较差的时刻了,长期来看存在一定的修复空间。

图2: 老凤祥总市值(亿元)/金价(元/克)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

投资建议: 2024年Q3是黄金珠宝业绩较弱的一个季度,但考虑到目前主要上市公司估值仍具备性价比,且具备较强的盈利现金流质量和分红能力,且高基数已经在逐步

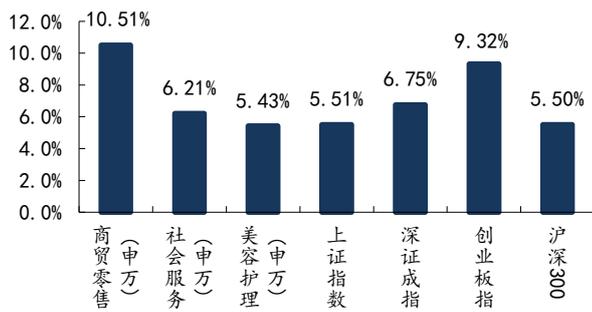
消化的过程中，建议重点关注黄金珠宝板块，重点推荐标的：老凤祥，周大生，潮宏基，菜百股份，中国黄金，周大福等。

2. 本周行情回顾

本周（11月4日至11月8日），申万商贸零售指数涨跌幅10.51%，申万社会服务-6.21%，申万美容护理5.43%，上证综指5.51%，深证成指6.75%，创业板指9.32%，沪深300指数5.50%。

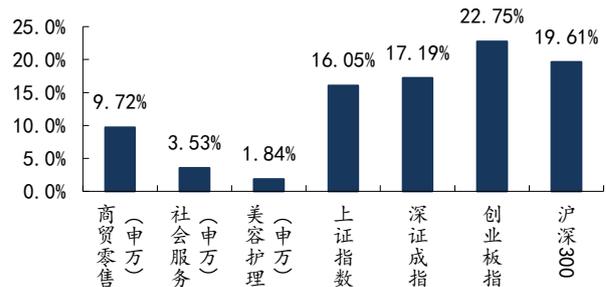
年初至今（1月2日至11月8日），申万商业贸易指数涨跌幅9.72%，申万社会服务3.53%，申万美容护理1.84%，上证综指16.05%，深证成指17.19%，创业板指22.75%，沪深300指数19.61%。

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

3. 细分行业估值表

表2: 行业公司估值表 (更新至11月8日)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	402	101.44	15.35	19.21	34	26	21	15.35	买入
300957.SZ	贝泰妮	238	56.16	7.57	7.59	10.41	31	31	23	买入
603983.SH	丸美股份	126	31.31	2.59	3.53	4.54	48	36	28	未评级
600315.SH	上海家化	121	17.98	5.00	3.05	4.82	24	40	25	买入
600223.SH	福瑞达	73	7.23	3.03	2.86	3.95	24	26	19	买入
688363.SH	华熙生物	308	63.97	5.93	5.42	7.19	52	57	43	买入
300896.SZ	爱美客	717	237.00	18.58	20.84	23.51	39	34	30	买入

300856.SZ	科思股份	94	27.73	7.34	7.35	9.36	13	13	10	买入
300740.SZ	水羊股份	54	13.89	2.94	2.56	3.34	18	21	16	未评级
832982.BJ	锦波生物	212	238.99	3.00	7.34	10.14	71	29	21	买入
2367.HK	巨子生物	523	55.95	14.52	19.55	24.65	36	27	21	买入

培育钻石&珠宝

600612.SH	老凤祥	267	51.01	22.14	20.36	22.47	12	13	12	买入
002867.SZ	周大生	132	12.06	13.16	11.43	12.86	10	12	10	买入
1929.HK	周大福	681	7.50	53.84	64.99	46.08	13	10	15	买入
002345.SZ	潮宏基	45	5.10	3.33	3.53	4.05	14	13	11	买入
600916.SH	中国黄金	151	8.98	9.73	10.53	11.82	15	14	13	买入
605599.SH	菜百股份	86	11.09	7.07	6.78	7.43	12	13	12	买入

免税旅游出行

601888.SH	中国中免	1,568	75.80	67.14	50.88	60.21	23	31	26	买入
600009.SH	上海机场	909	36.53	9.34	21.02	29.39	97	43	31	增持
600258.SH	首旅酒店	171	15.27	7.95	8.08	9.12	21	21	19	买入
600754.SH	锦江酒店	303	28.32	10.02	12.42	14.18	30	24	21	买入
1179.HK	华住集团-S	864	29.60	40.85	37.02	40.68	21	23	21	买入
600859.SH	王府井	184	16.23	7.09	6.04	6.25	26	30	29	增持
0780.HK	同程旅行	458	19.68	21.99	19.83	27.70	29	23	17	增持
300144.SZ	宋城演艺	266	10.15	-1.10	10.49	13.09	-	25	20	增持
301073.SZ	君亭酒店	53	27.30	0.31	0.39	0.66	174	136	80	增持
603136.SH	天目湖	33	12.06	1.47	1.34	1.54	22	24	21	增持
002707.SZ	众信旅游	78	7.90	0.32	1.66	2.28	241	47	34	增持
603199.SH	九华旅游	40	36.31	1.75	1.89	2.14	23	21	19	未评级
600054.SH	黄山旅游	88	12.14	4.23	3.75	4.34	21	24	20	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	73	13.91	2.28	2.67	2.99	32	28	24	未评级
603099.SH	长白山	116	43.56	1.38	1.74	2.16	84	67	54	未评级

出口链

600415.SH	小商品城	689	12.56	26.76	31.26	36.16	26	22	19	买入
300866.SZ	安克创新	466	87.60	16.15	20.03	24.72	29	23	19	买入
301376.SZ	致欧科技	80	19.93	4.13	4.13	5.49	19	19	15	买入
301381.SZ	赛维时代	106	26.57	3.36	3.99	5.28	32	27	20	未评级
603661.SH	恒林股份	46	33.00	2.63	5.55	6.64	17	8	7	买入
9896.HK	名创优品	440	38.50	23.57	28.00	33.70	20	17	13	买入

产业互联网

600057.SH	厦门象屿	136	5.97	15.74	13.56	14.99	9	10	9	买入
600153.SH	建发股份	289	9.81	131.04	34.32	41.38	2	8	7	未评级
600755.SH	厦门国贸	148	6.81	19.15	19.45	23.92	8	8	6	未评级
600710.SH	苏美达	120	9.19	10.30	11.50	12.35	12	10	10	增持
9878.HK	汇通达网络	103	20.10	4.48	6.05	7.83	23	17	13	未评级

小家电

688696.SH	极米科技	54	77.00	1.21	3.29	4.82	45	16	11	未评级
603486.SH	科沃斯	305	53.50	6.12	11.32	14.32	50	27	21	未评级
688169.SH	石头科技	404	218.91	20.51	22.63	25.64	20	18	16	未评级
超市&其他专业连锁										
600729.SH	重庆百货	115	26.18	13.15	12.35	13.32	9	9	9	买入
002419.SZ	天虹股份	65	5.52	2.27	1.92	2.22	28	34	29	未评级
601933.SH	永辉超市	466	5.14	-13.29	3.87	5.28	-	121	88	未评级
002697.SZ	红旗连锁	75	5.50	5.61	5.85	6.21	13	13	12	未评级
603708.SH	家家悦	75	11.68	1.36	2.18	2.46	55	34	30	未评级
300755.SZ	华致酒行	85	20.30	2.35	2.87	3.47	36	29	24	买入
301101.SZ	明月镜片	58	28.89	1.58	1.76	1.95	37	33	30	买入
301078.SZ	孩子王	160	12.95	1.05	2.15	2.99	152	74	54	未评级
603214.SH	爱婴室	25	18.24	1.05	1.11	1.24	24	23	20	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 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=0.92:1 换算（对应 2024.11.08 汇率）；

注 3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径。

4. 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>