



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2025年7月28日
行业：商贸零售
增持（维持）

国潮年轻化，黄金“新趋势”

——黄金珠宝行业深度

分析师：杜洋 SAC编号：S0870523090002

分析师：袁锐 SAC编号：S0870525060002

主要观点

黄金珠宝：黄金避险属性凸显，金价上涨推高社零，古法金和小克重引领需求

黄金从货币之王到投资宠儿，拥有“硬核三特点”即稀缺、稳定、可分割。

黄金消费结构分化显著，避险需求推动金价走高。7月21日，COMEX黄金重返3400美元/盎司上方，目前在3300-3500区间稳定，世界黄金协会表示更多央行开始用本币在本地直采黄金，我们预计未来金价整体上行趋势不减；国内黄金品牌价格攀升，国内多品牌黄金饰品价格重回千元区间，我们认为海外地缘政治变化、美国关税政策以及美欧国际贸易摩擦进一步加剧推动市场的避险需求增长，金价预计在阶段性调整后有望维持长期上涨趋势。

古法金与小克重引领新潮流。2025年1-6月，我国限额以上单位金银珠宝类零售额累计实现1948 亿元，同比增长11.3%。中国黄金协会最新统计数据显示，2025H1我国黄金消费量为505.205吨，同比下降3.54%，其中，黄金首饰199.826吨，同比下降26.00%；金条及金币264.242吨，同比增长23.69%。受高金价抑制，黄金首饰消费量呈结构性调整，古法金、硬足金和小克重金饰更为紧俏，黄金与其他材质结合的产品受年轻消费者喜爱。

年轻群体成消费主力驱动创新，占黄金首饰消费1/3。据《2024中国金饰零售市场洞察》，18至34岁的年轻人贡献了超过三分之一的黄金首饰销售额。为更好迎合年轻消费者需求，各大金饰品牌在形状款式、工艺设计、材质重量等方面都进行了改良创新，加速IP联名产品推出，如周大福推出的Chiikawa联名款、老凤祥推出《圣斗士星矢》系列联名款。

建议关注：老铺黄金、周大福、老凤祥、潮宏基、菜百股份等。

风险提示：黄金价格震荡；终端黄金珠宝消费疲软；行业政策变动风险；市场竞争加剧风险等。



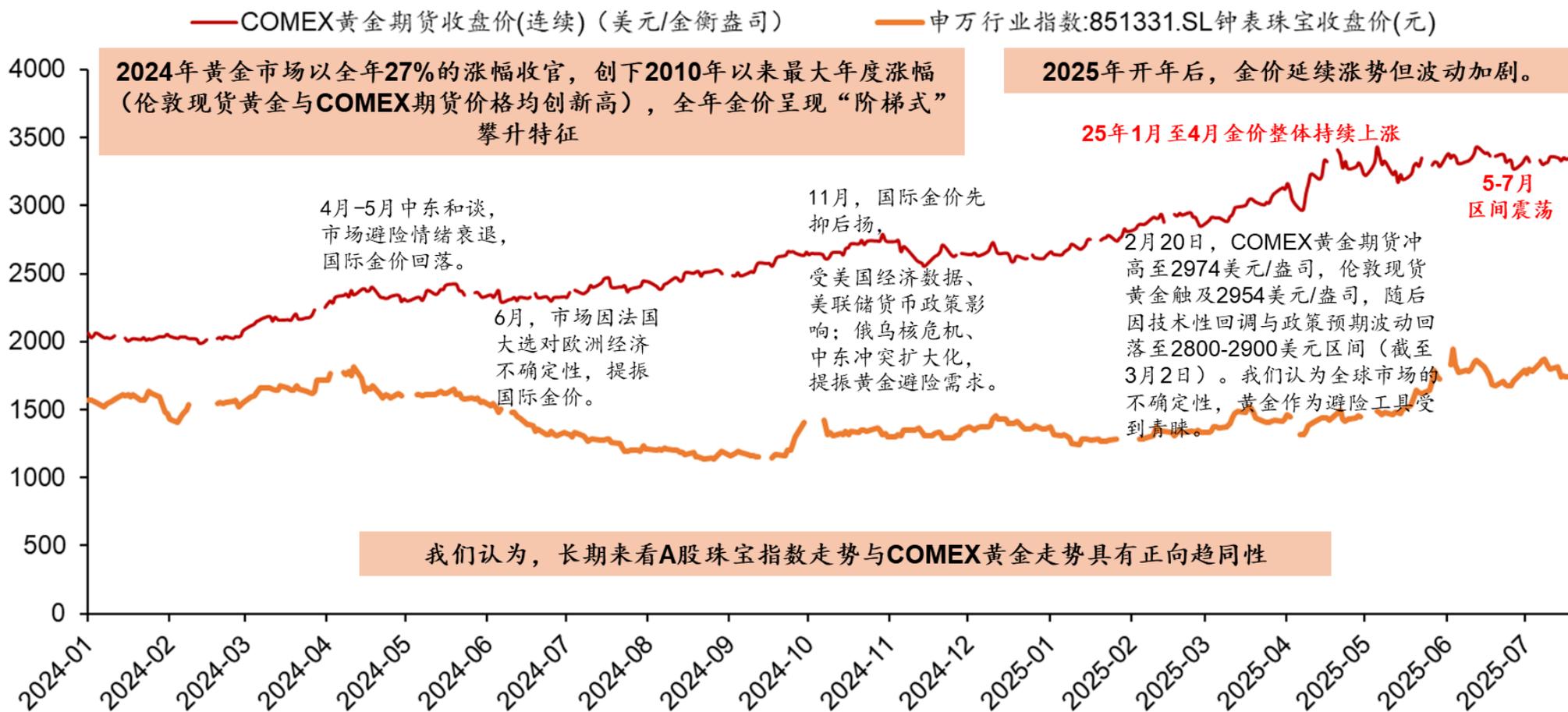
目录

Content

- 一、金价走势：黄金珠宝行业指数共振上涨**
- 二、黄金珠宝行业：社零规模、三重属性与消费生态变革
- 三、产业链分析：全球竞争格局与本土龙头聚焦
- 四、投资建议
- 五、风险提示

1.1 COMEX黄金与珠宝指数走势分析

图 2024-2025年7月COMEX黄金与珠宝指数走势关系图



资料来源：中国黄金报，复旦发展研究院，ifind，上海证券研究所



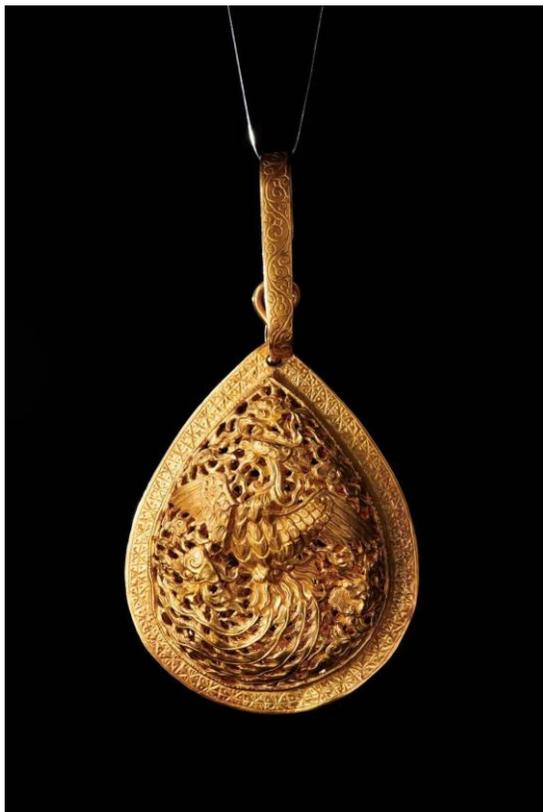
1.2 黄金珠宝行业重点公司情况

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	收盘价 (亿元)	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		PE	
				2024	营收增速 (%)	2024	净利润增速 (%)	25E	26E
6181.HK	老铺黄金	1566.08	995.00	85.06	167.51	14.73	253.86	45.73	32.56
1929.HK	周大福	1221.15	13.58	1007.91	14.82	61.26	20.36	23.76	18.19
600612.SH	老凤祥	211.53	49.38	567.93	-20.50	25.44	-14.50	15.26	13.86
6168.HK	周六福	147.06	37.30	57.18	11.04	7.06	7.07	-	-
002867.SZ	周大生	140.68	12.96	138.91	-14.73	10.02	-23.68	12.80	11.43
600916.SH	中国黄金	137.09	8.16	604.64	7.27	8.27	-15.40	-	-
605599.SH	莱百股份	130.43	16.77	202.33	22.24	7.26	2.15	-	-
002345.SZ	潮宏基	126.97	14.29	65.18	10.48	1.69	-48.74	26.64	22.34
301177.SZ	迪阿股份	117.04	29.26	14.82	-32.01	0.53	-23.10	111.90	83.49
0590.HK	六福集团	113.45	21.20	142.09	27.95	16.30	36.83	-	-
300945.SZ	曼卡龙	54.85	20.93	23.57	22.55	0.97	21.53	43.31	34.70
0116.HK	周生生	53.02	8.66	199.75	-15.34	7.49	-20.58	6.67	5.78
603900.SH	莱绅通灵	37.25	10.86	12.22	66.81	-1.85	-140.96	-	-
002731.SZ	萃华珠宝	35.14	13.72	44.38	-2.78	1.69	81.65	-	-
002574.SZ	明牌珠宝	31.42	5.95	39.34	-0.08	0.18	-88.85	-	-



1.3 黄金珠宝首饰历史底蕴，引领国潮新趋势

- ◆ 黄金珠宝首饰历史悠久，独具匠心凝聚中华传统工艺如花丝、点翠、镶嵌等。当代黄金首饰则融合传统文化元素和现代设计理念，传统工艺制作的国风饰品逐渐受到年轻人青睐。



湖北省博物馆藏
明金镂空凤纹坠



中国国家博物馆藏
明孝端皇后九龙九凤冠



老铺黄金
古法葫芦吊坠



老凤祥
凤舞九天系列婚嫁五金



目录

Content

- 一、金价走势：黄金珠宝行业指数共振上涨
- 二、黄金珠宝行业：社零规模、三重属性与消费生态变革**
- 三、产业链分析：全球竞争格局与本土龙头聚焦
- 四、投资建议
- 五、风险提示

2.1 黄金社零：25H1黄金珠宝社零增长高于平均，金价上涨叠加产品升级

- ◆ **零售市场消费趋弱，但黄金品类逆势增长。**国家统计局数据显示，2024年我国社会消费品零售总额增速放缓至3.5%，限额以上单位金银珠宝类零售额同比下降3.1%至3300亿元，但绝对值仍稳守3000亿元以上。2025年1-6月，我国限额以上单位金银珠宝类零售额累计实现1948亿元，同比增长11.3%。单月份来看，1-2/3/4/5/6月金银珠宝类零售额增速分别为+5.4%/+10.6%/+25.3%/+21.8%/+6.1%。
- ◆ **我们认为受益于“金价上涨 + 需求回补 + 产品升级”等多因素影响，25H1黄金珠宝消费需求实现较好增长。**1) 我们认为金价持续上行，激发“买涨”与保值需求。25年上半年国际金价从年初2623美元/盎司最高冲至3499.45美元/盎司，最高涨幅突破30%；国内珠宝品牌足金饰品价格突破1000元/克。2) 春节、情人节是中国金银珠宝消费旺季，推动黄金珠宝消费迎来高峰。中国黄金协会数据，2025年春节期间，全国黄金消费量同比增长13%；五一为传统婚嫁旺季，推动4、5月黄金珠宝类社零实现双位数同增。3) 近年来越来越多的黄金品牌与热门IP进行联名合作，如周大福推出的Chiikawa联名款、老凤祥推出《圣斗士星矢》系列联名款等，我们认为消费群体将向Z世代等更广泛的消费群体拓展。

图 2020-2024年限额以上单位金银珠宝类零售额变化情况

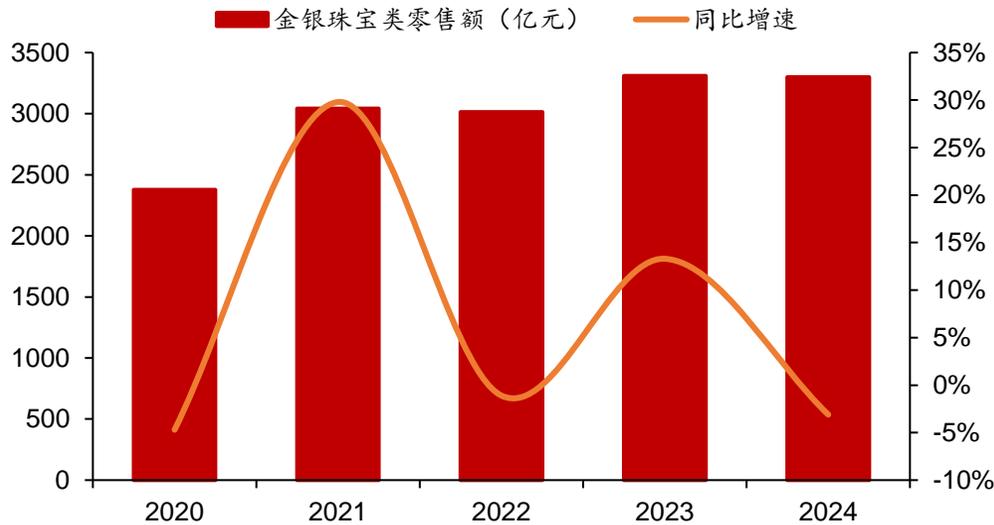
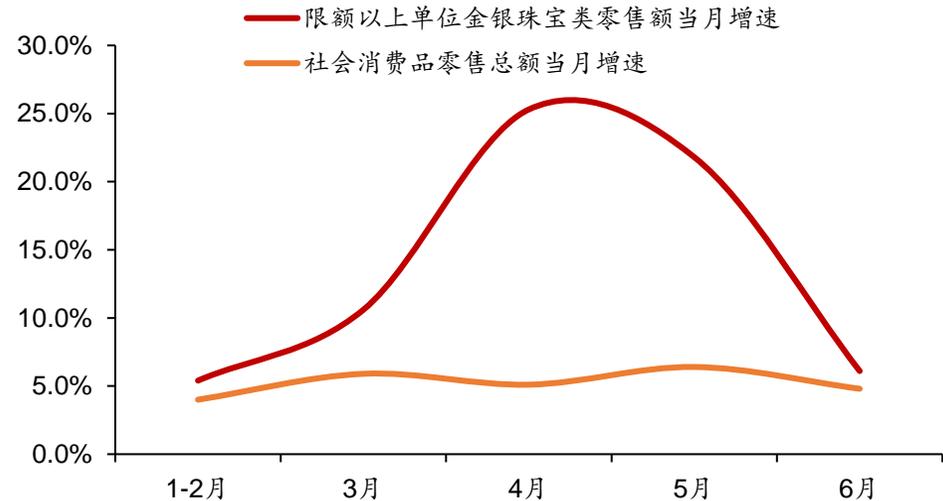


图 2025年1-6月限额以上单位金银珠宝类零售额与社零增速对比



2.2 行业规模：黄金珠宝为最大细分赛道，把握高端化和年轻化趋势

- ◆ **珠宝行业7280亿市场规模，承压中展现韧性、市场活力逐渐增强。**根据周六福招股书，2024年中国珠宝市场整体零售额约7280亿元，CAGR₂₀₁₉₋₂₀₂₄为3.6%，预计2029年市场规模可达9370亿元，CAGR₂₀₂₄₋₂₀₂₉预计为5.2%。
- ◆ **黄金市场主导地位稳固，艺术跨界与创新产品寻求突破。**据周六福招股书，按销售收入，2024年黄金珠宝市场规模达5688亿元，同增9.8%，CAGR₂₀₁₉₋₂₀₂₄为11.6%，预计到2029年规模增至8185亿，同增5.9%。按零售销售值计算，黄金珠宝为中国珠宝市场最大细分赛道，占珠宝市场73.0%。周大福以6274家门店（25财年）领跑行业，老凤祥、周大生等品牌通过跨界联名与创新产品寻求突破。按零售销售值计算，其次为玉石，其占比中国珠宝市场约12.6%；钻石市场占比约5.5%，其中培育钻石是钻石的一种，在外观和品质上与天然钻石几无差别，但成本仅为四分之一，价格仅为三分之一或更低，这使其天生具备强大的颠覆性；有色宝石产品市场占比约3.5%；珍珠产品市场占比约2.7%；铂金及白银产品市场占比约1%。

图 2019-2029E中国珠宝和黄金珠宝市场规模及增速（按销售收入划分）

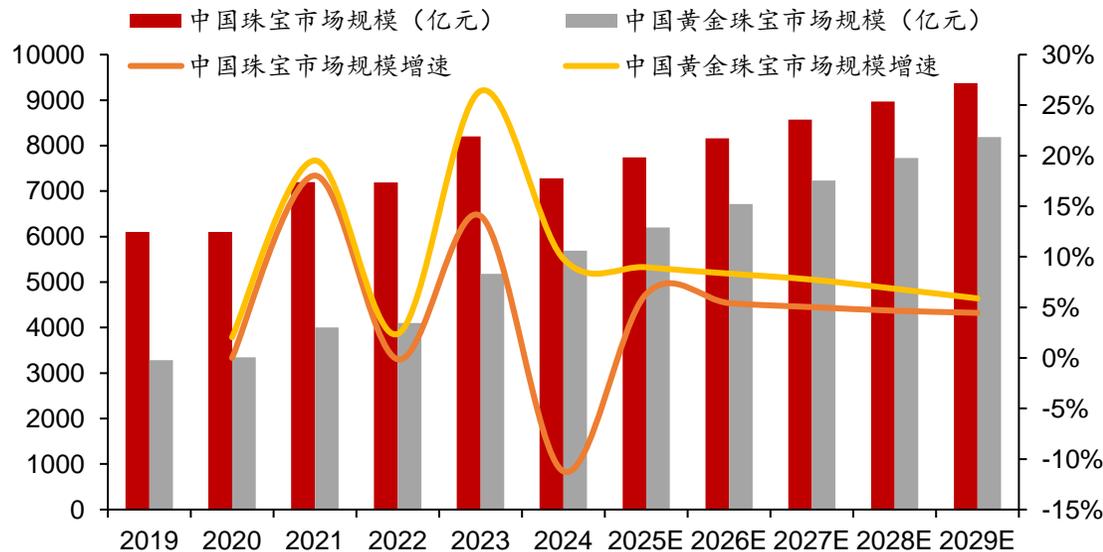
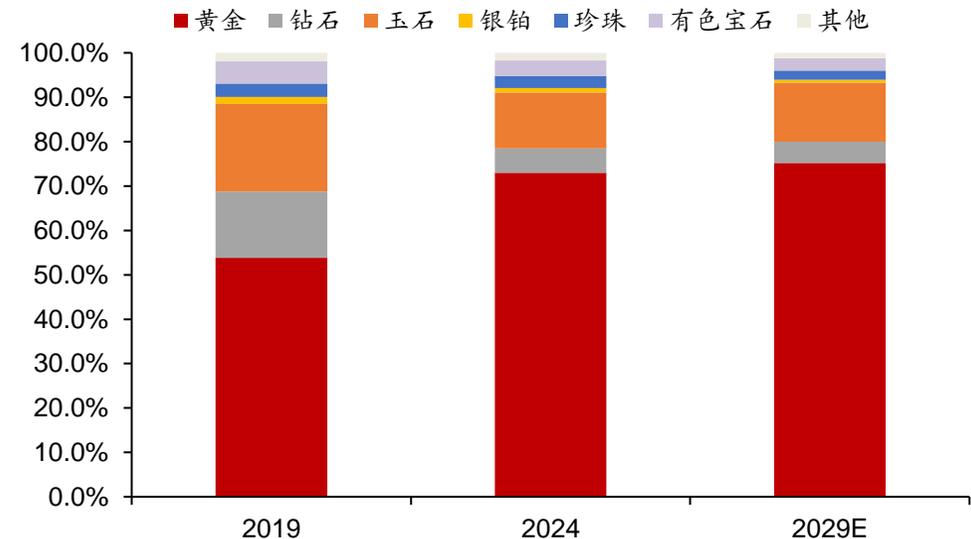


图 珠宝市场各细分品类占比变化情况（按销售值划分）



2.3 黄金本质：从金本位制到市场化，具有稀缺、稳定、可分割特点

- ◆ **黄金在人类货币历史上占据重要角色，从金本位制到逐渐市场化。**黄金，在距今4000-5000年的新石器时代就被人类发现。由于其具有特殊的自然属性，被人们根据自己的需要赋予了社会属性，也就是货币功能。英国于1816年通过了《金本位制度法案》，1821年正式启用金本位制。19世纪后期，金本位制已经在资本主义各国普遍采用，它已具有国际性。马克思说过：“金银天然不是货币，但货币天然金银”。20世纪70年代，布雷顿森林体系解体后，黄金和美元正式脱钩，黄金开始市场化自由运行，黄金市场整体经历三轮牛市。黄金的货币功能呈现出日益弱化的趋势，而其保值、增值等功能则逐渐凸现，世界各国对其持有的黄金储备也相应地进行了调整。
- ◆ **我们认为黄金备受市场青睐，拥有“硬核三特点”即稀缺、稳定、可分割。****稀缺性：**人类历史上开采出的黄金总量约20万吨，2024年矿产金产量3661.2吨，占总供应量的74%；截至2023年底，黄金探明、控制和推断资源量约13.2万吨，若转化为储量，可再开采30年。我们认为黄金开采难度高，因此黄金具有稀缺性和高价值。**稳定、可分割性：**我们认为黄金可以做成金砖、打造成金粒，形状可变但价值不变。（vs钻石的价值随着克拉数变化而非线性增大），黄金的稳定性让其成为货币的最佳载体。

图 全球历史上金价经历三次牛市



资料来源: ifind, 每经头条, 复旦发展研究院, 上海证券研究所



2.3 黄金三重属性：商品属性、货币属性、投资属性，影响金价及需求变化

- ◆ 我们认为黄金因其商品、货币、投资三重属性，价格波动受全球经济、财政政策、货币政策、危机冲击、矿产供应、交易投机等多种因素共同影响。
 - 第一是商品属性。黄金是稀缺金属也是大宗商品，其突破传统珠宝首饰行业，被作为原材料越来越广泛地应用于传统工业、现代高新技术产业等现代工业领域。
 - 第二是货币属性。黄金是人类最早使用的货币之一，《布雷顿森林体系》瓦解之后，黄金的货币属性依旧存在，是现行全球美元信用货币体系的一种备兑资产，占各国央行外汇储备重要部分，通常被用作对冲通货膨胀的投资产品。据《欧元的国际地位》，2024年黄金在各国外汇储备中的占比明显上升，达到20%，超过欧元成为全球第二大储备资产。
 - 第三是投资属性。黄金投资已经成为普通投资者资产配置的重要选择，其主要购买类型可以分为实物黄金、黄金积存、黄金ETF等，其中实物黄金最常见的是金条、金币和黄金首饰，销售渠道主要包括商业银行以及各类金店。黄金首饰因工艺溢价较高，投资性价比相对金条和金币低。
- ◆ 根据世界黄金协会的数据，2024年金饰制造需求占比为44%，科技工业用金需求占比为7%，投资需求占比为26%，央行及其他机构购金占比为23%，我们认为黄金的商品需求（首饰+工业）占比超过一半，但商品需求较为稳定，因此各国购金及投资需求影响更大。

图 黄金的三重属性

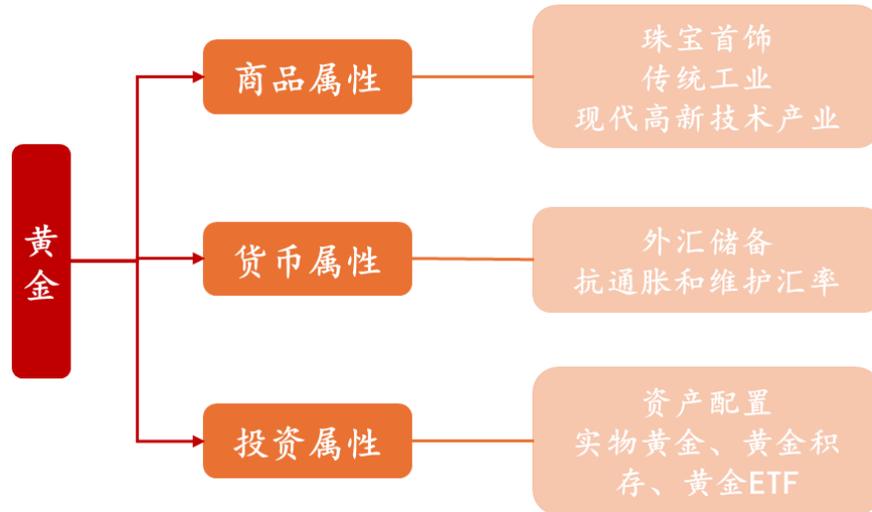
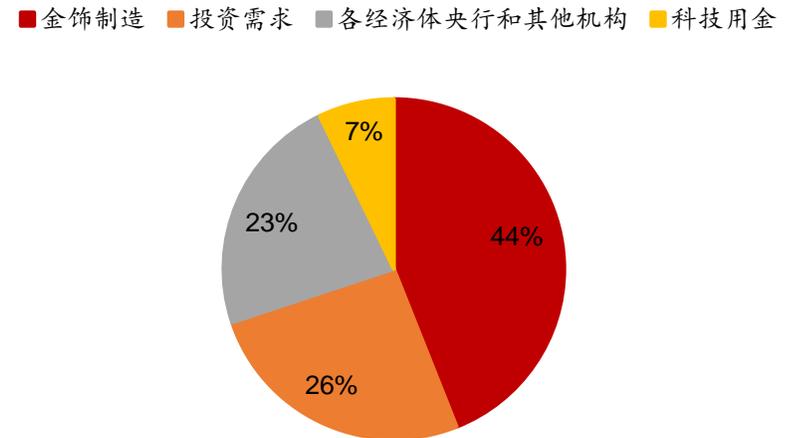


图 黄金的需求结构



2.3 黄金珠宝行业的核心驱动因素1：投资与避险需求

- ◆ **一、投资与避险需求：**我们认为降息预期、特朗普关税政策或导致输入性通胀推高金价，“买涨不买跌”的消费心理刺激黄金消费需求增长。另外，地缘政治风险（如中东等多区域冲突）支撑全球央行购金。
- ◆ **1) 美元指数：**全球美元与黄金价格通常呈负相关，美元贬值降低了其他货币持有者的购金成本，同时增强黄金作为避险资产的吸引力。
- ◆ **2) 通胀与降息预期：**据美国劳工部数据显示，2025年6月消费者价格指数（CPI）同比增长2.7%，为2025年2月以来最高水平；环比上涨0.3%；6月美国核心CPI升至2.9%。我们认为通胀环境为黄金提供了潜在支撑，若美联储9月降息，预计持续利好金价。
- ◆ **3) 央行购金：**2024年全球央行净购金量达1045吨，连续第三年超1000吨，其中中国连续8个月增持。世界黄金协会最新发布的《2025年全球央行黄金储备调查》显示，逾九成（95%）的受访央行认为，未来12个月内全球央行将继续增持黄金。我们认为在逆全球化大势下，全球央行延续去美元化趋势，全球央行或继续增持黄金确保储备资产的安全性和多元化。

图 近年来美国CPI走势变化情况

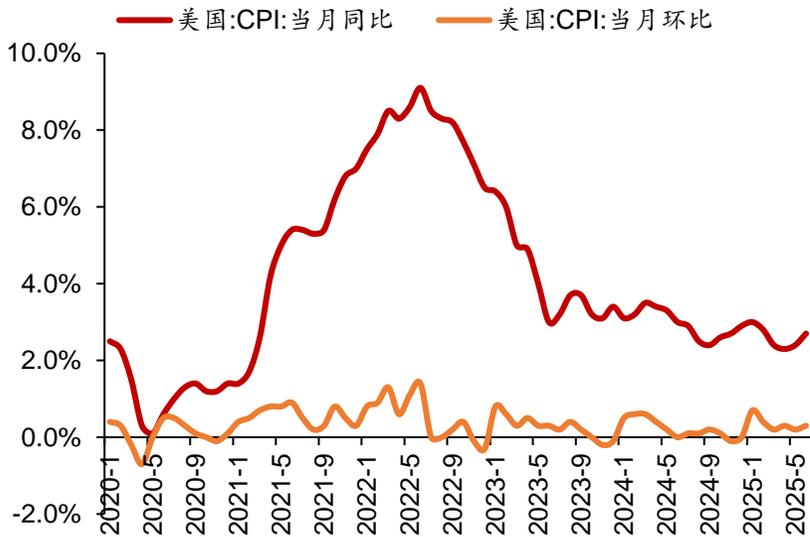
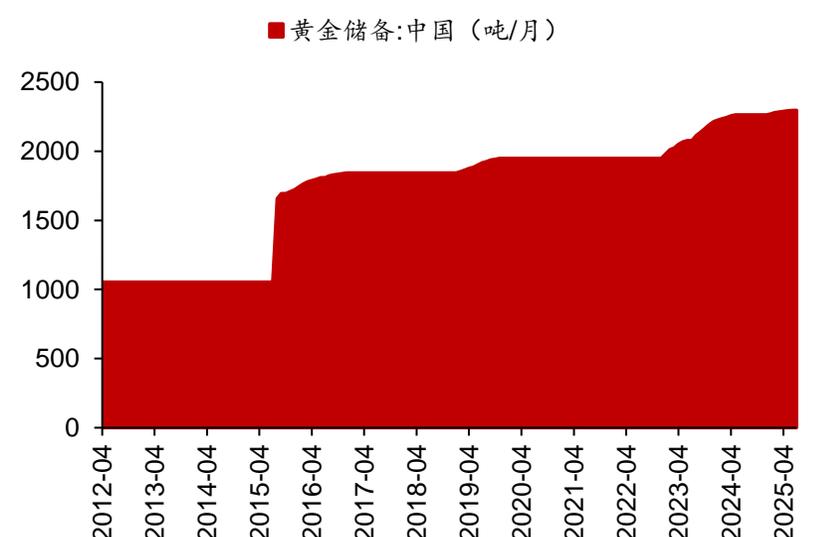


图 COMEX黄金及上海黄金交易所黄金走势情况



图 我国央行黄金储备情况



2.3 黄金珠宝行业的核心驱动因素2：消费需求

- ◆ **二、消费需求：**消费水平及消费品质的升级将有效推动黄金珠宝行业发展。2024年我国居民人均可支配收入4.13万元，同比+5.1%，实现连续35年增长，伴随着城乡居民可支配收入的提高，我国城乡居民消费者在满足基本生活需要的基础上，逐渐增加对可选消费品（如黄金珠宝产品）的消费。节日、婚嫁、亲子等传统场景依旧是黄金消费的核心驱动力。据中华全国商业信息中心数据，2025年5月份全国重点大型零售企业（以百货商场为主）金银珠宝类零售额同比增长14.30%。其中一线城市金银珠宝类零售额同比增长46.28%，中国传统婚嫁旺季，仍推动了黄金珠宝消费热潮，婚嫁市场对“三金”的需求稳定，但消费者对克重、款式和品牌有了更高要求。
- ◆ 伴随消费场景的变化，黄金首饰由“婚嫁刚需”向“悦己消费”转型，黄金珠宝市场持续扩容。世界黄金协会发布数据显示，自戴已成为消费者最重要的珠宝消费场景，消费者更加注重“悦己”，据《2024中国金饰零售市场洞察》，2024年自戴金饰在珠宝消费中占27%。另外，投资者对黄金避险保值属性的重视程度不断提升，黄金价格与其他资产类别相关性较低。

图 我国居民人均可支配收入变化情况

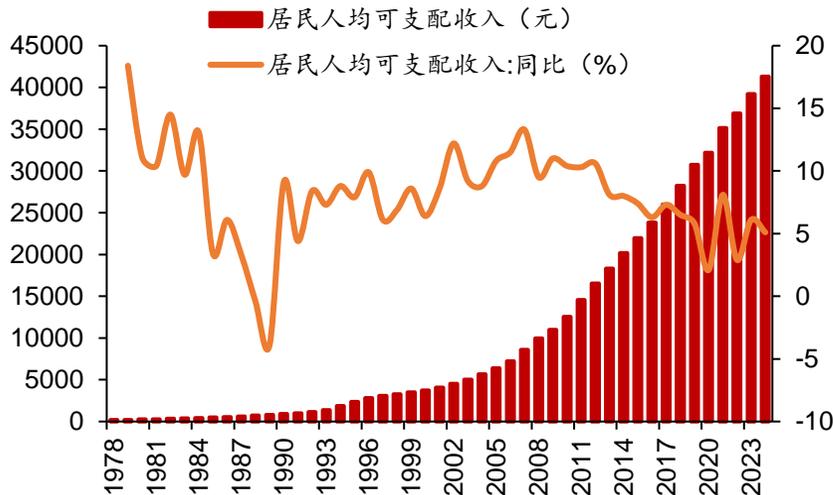


图 2024年不同消费场景对黄金珠宝零售商收入的贡献

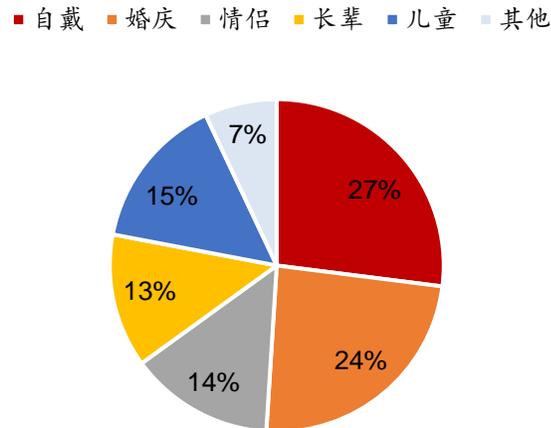


图 年轻人对于黄金珠宝的悦己消费需求持续增长



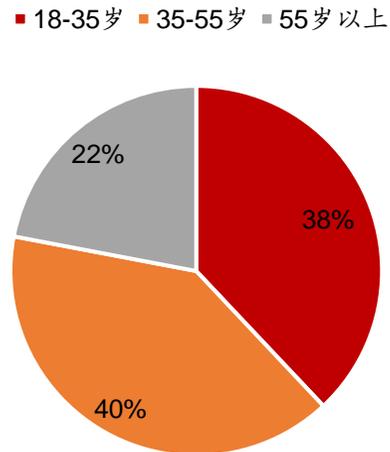
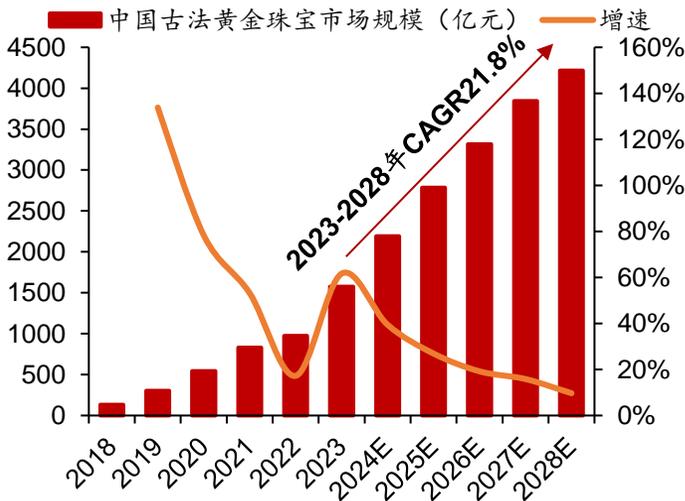
2.4 产品趋势：古法金、小克重、联名款成为趋势

- ◆ 黄金饰品品牌更加注重消费者诉求，在更细分领域采取差异化产品策略，通过技术升级、IP联名、文化溯源、创意设计等方式实现市场价值。
- ◆ 古法黄金兴起，推动行业重新定义和高端升级。古法黄金是指采用国家非物质文化遗产的古老铸金工艺打造的黄金，出自古代宫廷造办处，多为纯手工打造，主要采用接胎、锤揲、花丝、篆刻、镶嵌、修金等传统技艺。近年来古法金、硬足金和小克重金饰更为紧俏，数据显示，年轻消费者购买约38%的古法金产品，“国潮”兴起和年轻一代的文化自信提升古法金兴趣。我们认为伴随国潮复兴与工艺溢价的叠加效应，古法黄金未来市场前景广阔。
- ◆ 国潮审美强势崛起，黄金珠宝行业掀起联名浪潮。国货和中国元素产品关注度和认可度提高，我们认为国潮有望成为国货品牌差异化竞争优势赛道。中国具有悠久的穿金戴银历史，金饰和特定的传统元素的寓意深入人心，根据周大福《2023珠宝消费趋势调查报告》，91%的受访消费者倾向购买具有中华文化元素的珠宝。我们认为传统符号与现代设计的融合成为破局关键，如周六福与九华大愿联名的福芦金莲吊坠寓意吉祥好运。另外，黄金珠宝品牌也不断迎合年轻消费心智，如周生生与泡泡玛特联名、周大生与蜜雪冰城联名等。

图 中国古法黄金市场规模及增速

图 古法金消费群体占比

图 各黄金珠宝品牌古法黄金产品系列、周大生与蜜雪冰城IP联名



周大福“传承”系列

采用中国传统的古法浇铸倒模工艺制成，多采用厚壁中空或实心设计配以篆刻及浮雕工艺进行表面处理，呈哑光质感，层次丰富，兼具佩戴和把玩的双重特性。



老铺黄金

专营“中国古法手工金器”，用古法铸型、手工细金、手工修金三大古法手工制金工艺打造每一款金器，色“雅”，器“美”艺“精绝”是老铺黄金古法手工器的三大特色。



周生生“文化祝福”系列

从象征美好的标志、植物、典故、经文、神话以及宗教文化上汲取灵感，将近千年的手工匠艺糅合更具现代感的时尚审美理念，不断加以创新让千年黄金通过更年轻的演绎展现黄金潮流的更多可能性。



周大生与蜜雪冰城联名



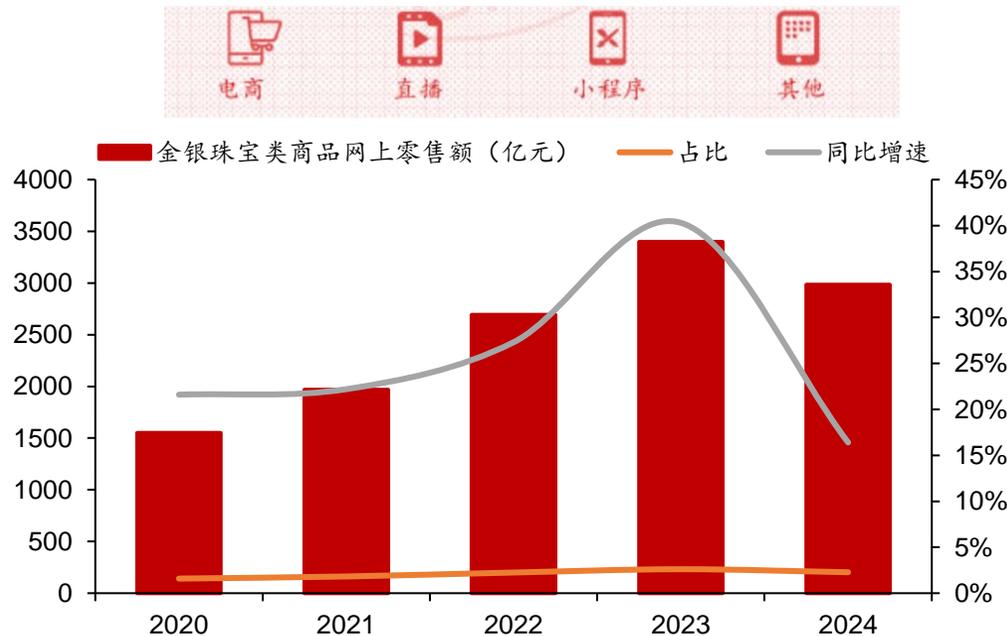
老凤祥与《长安的荔枝》联名



2.4 渠道变革：线上电商成黄金珠宝增长引擎，品牌线下加速出海

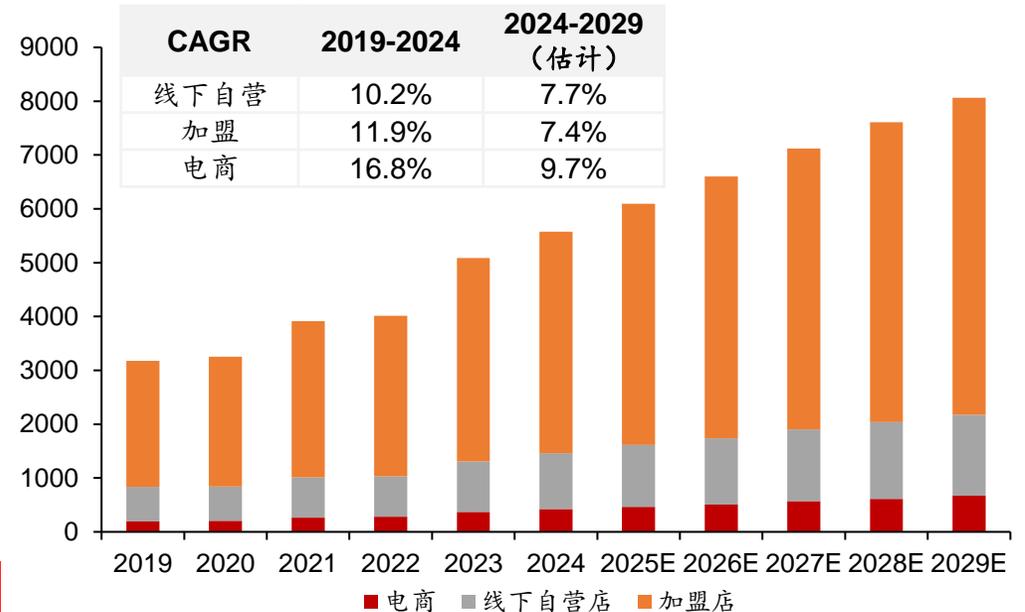
- ◆ **线上电商成黄金珠宝增长引擎，品牌线下加速出海。**线上渠道方面，黄金珠宝电商延续高增长态势，直播带货成为重要驱动力。据周六福招股书，2019-2024年，我国线上平台黄金珠宝收入CAGR为16.8%，预计线上渠道CAGR₂₀₂₄₋₂₀₂₉保持在9.7%左右。2024年金银珠宝类商品网上零售额达2982.6亿元，同比增长16.4%。深圳水贝、云南瑞丽等五大产业带电商销售额突破千亿元，抖音、京东等平台加速布局珍珠、培育钻石等潜力赛道。
- ◆ **线下渠道方面，**据周六福招股书，2019-2024年，我国线下自营/加盟渠道黄金珠宝收入CAGR为10.2%/11.9%，预计线下渠道CAGR₂₀₂₄₋₂₀₂₉分别保持在7.7%/7.4%左右。据《2024年中国珠宝行业发展报告》，截至2024年12月全国内地31个省、自治区、直辖市的369个市、地区、盟、自治州、县范围内所统计的107个珠宝品牌，线下门店共计约6.66万家。头部品牌国内门店扩张速度放缓，头部企业加速海外布局。周大福、六福等品牌海外门店数量同比增幅超10%，周六福、潮宏基等品牌陆续出海。

图 2020-2024年金银珠宝类商品网上零售额变化情况



资料来源：中国黄金珠宝，灼识咨询，上海证券研究所

图 2019-2029年中国黄金珠宝市场规模 (亿元, 按销售渠道划分)



资料来源：周六福招股书，上海证券研究所



2.4 客群变化：年轻化、高端化、性价比

- ◆ **从“婚庆刚需”到“悦己日常”，年轻消费占黄金首饰消费1/3。**据《2024中国金饰零售市场洞察》，18至34岁的年轻人贡献了超过三分之一的黄金首饰销售额，Z世代消费意愿增长迅猛。我们认为购买金饰的渠道多样化、优惠方案等推动年轻人购买欲增长，如各大电商平台以及品牌官方小程序等线上平台，为消费者提供了更加便捷的购物方式和优惠方案。为更好迎合年轻消费者需求，各大金饰品牌在形状款式、工艺设计、材质重量等方面都进行了改良创新，加速IP联名产品推出，如周大生与国家宝藏推出的“云锦黄金”。
- ◆ **年轻消费群体对黄金珠宝的需求转向情感表达。**据灼识咨询，年轻一代消费者将成为未来黄金珠宝消费的主要人群，年轻一代客群对黄金饰品的需求与传统场景不同，黄金产品除了传统的保值增值功能以及婚庆刚需场景外，其首饰功能有望得到增强，使其更好地成为情感表达的载体，从而拓宽消费群体和使用场景，如彰显个性、祈福开运，时尚装扮等。

图 各年龄段购买金饰的消费者占比（零售额口径）

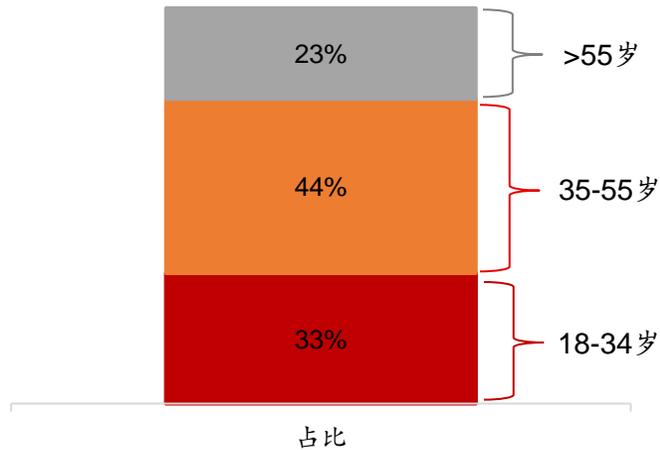


图 年轻人成为黄金消费主力军



2.4 客群变化：年轻化、高端化、性价比

- ◆ **黄金珠宝消费高端化与性价比持续分化。**近年来黄金高端市场爆发，古法金、珐琅彩等工艺创新产品成为增长引擎。据弗若斯特沙利文，2023年古法金市场规模达1573亿元，预计2028年将以22%的CAGR增至4214亿元。年轻一代消费者对具有显著品牌文化属性和产品高级感时尚调性的黄金珠宝产品的需求日益增长。
- ◆ **另一方面，黄金珠宝性价比消费市场扩容。**“水贝模式”的黄金珠宝批零一体业态，凭借极致的低价策略和多元的营销手段，满足了特定消费群体对极致性价比的需求。“中国宝都·深圳水贝”2025年黄金珠宝电商直播季实现总销售额超8亿元、曝光量超10亿人次。近年年轻消费者转向了“轻量化”黄金产品，小克重产品以低单价形式，既满足了年轻人对黄金保值属性的追求，又降低了消费门槛，年轻人追捧小克重黄金产品本质上是经济理性与情感需求共同作用的结果。

图 古法黄金珠宝复合增速大于普通黄金

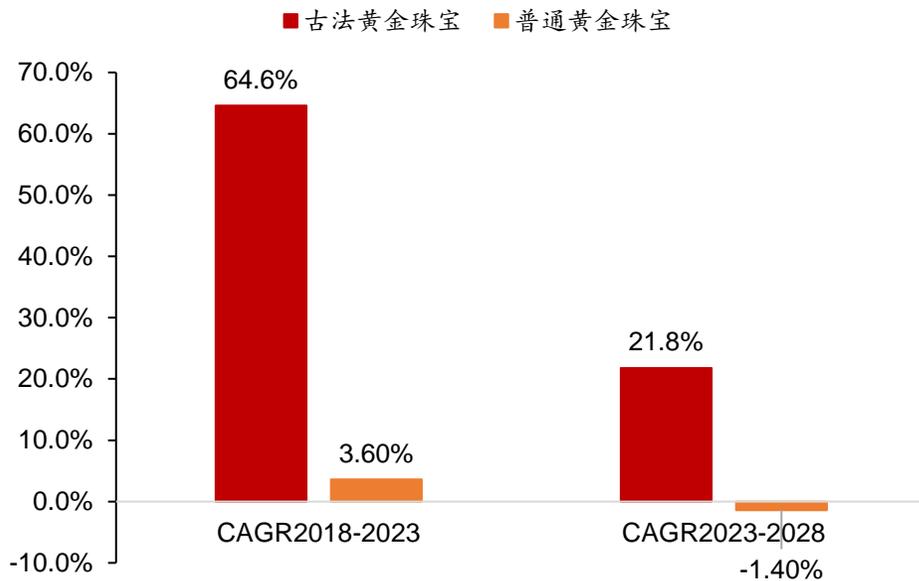


图 深圳水贝黄金珠宝卖场“人头攒动”



2.5 金饰类型和加价模式

- ◆ **黄金可以分为古法黄金、3D/5D黄金、5G黄金以及普通黄金。**古法黄金产品设计富蕴文化内涵，经特殊的中国传统技术加工而成，工艺复杂，将时尚的设计与传统文化内涵结合，提高产品附加值，有望提升品牌盈利能力。与传统按克销售相比，古法金和3D/5D金的“一口价”模式能突出产品设计价值，其产品通常款式新颖，能满足消费者对个性化和高品质珠宝的需求，从而创造更多溢价，提高利润空间。
- ◆ **黄金珠宝零售店主要分为两类：自营与加盟。**自营模式由品牌方直接进行门店的运营与管理，其缺点是运营成本高，优点是能够较好的保证服务质量与运营效率。加盟模式是由加盟商向品牌支付加盟费（入网费）与加盟管理费，获得代理销售产品的权限。一般情况下，加盟费通常一次性结清，而加盟管理费通常按期收取。

图 不同黄金产品的工艺、特点有所不同

黄金分类	古法黄金	3D/5D黄金	5G黄金	普通黄金
铸金过程	古法工艺	电铸工艺	5G工艺	倒模工艺 冲压工艺
生产过程	<p>接胎 压成金片敲打成型</p> <p>锤揲 产品内外进行充填</p> <p>篆刻 篆刻花纹图案</p> <p>花丝 制作花丝造型成品</p> <p>修金 修挫和拉砂</p> <p>镶嵌 镶嵌宝石</p> <p>以上必须同时具备两种及以上才是古法黄金</p>	<p>电铸 将黄金电铸在模具上</p> <p>脱蜡 将黄金从模具取下</p> <p>加工 对黄金进一步加工</p>	<p>执模 修整变形及表面粗糙</p> <p>抛光 使坯件表面产生光泽</p> <p>车花 车花机作图案批花雕刻</p> <p>激光组装 激光组装</p> <p>车磨抛光 打磨表面粗糙</p> <p>电金 首饰表面处理</p>	<p>倒模 黄金配料融化 倒入石膏模 修整变形及表面粗糙</p> <p>抛光 使坯件表面产生光泽</p> <p>压光 压厚工件使表面光亮</p> <p>车花 车花机作图案批花雕刻</p> <p>冲压 金条压成所需厚度的板材</p> <p>二次冲压 板材压成所需款式的型材</p> <p>执模 对型材进行整形</p>
适用产品	日常佩戴首饰，摆设或收藏用的黄金工艺品	日常佩戴首饰	日常佩戴首饰	日常佩戴首饰
产品特点	三高属性:单件克重高、客单价高、文化属性高	硬度高，脆性大;多为空心均有小孔	又薄又轻，款式闪亮	硬度不够高，质地软，容易变形 质地软，款式偏老式传统
工艺特性	工艺复杂，需要技巧熟练的匠人投入大量精力制成，制作时间是普货金饰的数十倍	流水线性质较强，工艺机械化程度高，批量生产	熔金时在金料中加入一定量的硬金粉，再高温熔炼催化，黄金分子结构更加紧密	流水线批量生产，模具较老

资料来源：灼识咨询，上海证券研究所



目录

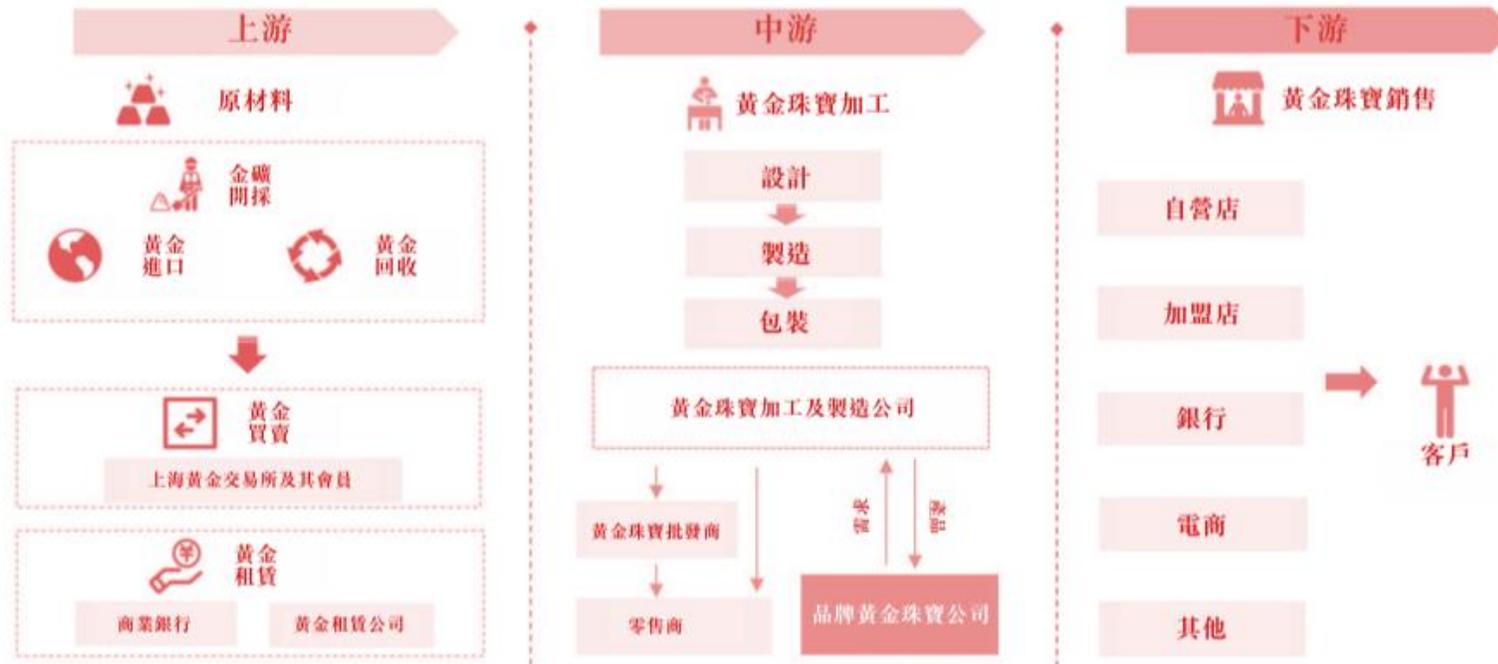
Content

- 一、金价走势：黄金珠宝行业指数共振上涨
- 二、黄金珠宝行业：社零规模、三重属性与消费生态变革
- 三、产业链分析：全球竞争格局与本土龙头聚焦**
- 四、投资建议
- 五、风险提示

3.1 价值链分析：从“开采”到“应用”的全链条价值重构

◆ **黄金珠宝产业从“开采”到“应用”的全链条价值重构。**黄金珠宝产业链可分为上游开采与冶炼、中游设计研发与加工制造、下游营销和零售三大环节，各环节相互关联并形成完整的价值链。黄金珠宝行业的上游环节包括金矿开采、进口、回收、贸易及租赁。中游实体主要涉及黄金珠宝加工及制造公司，通常作为知名珠宝品牌的代工制造商（OEM），为行业内的批发商及零售商提供产品。下游主要为黄金珠宝的零售，分销渠道包括连锁店、加盟、直销店、银行、电商平台以及其他各种零售场所。我们认为黄金珠宝品牌价值的塑造尤为重要，黄金珠宝市场上已确立的上游供应链让各领先品牌可定期进行策略性采购，确保其竞争优势及市场领导地位。

图 黄金珠宝产业链



3.2 海外竞争格局：全球珠宝首饰市场稳定增长，亚太地区规模领先

- ◆ **全球珠宝首饰市场稳定增长，发展空间广阔。**根据Statista数据，2024年全球珠宝首饰市场规模为3582.60亿美元，到2025年将增至3748亿美元，预计2029年将达4463.30亿美元，CAGR₂₀₂₅₋₂₀₂₉约为4.46%。按照材质划分的细分市场中，黄金市场规模最大，玉石市场增长快速。根据Grand View Research、Business Research Insights数据，2024年全球黄金市场规模约为2015.99亿美元，占整体市场54.96%。
- ◆ **从区域来看，亚太地区规模遥遥领先，拉美地区增速领跑全球。**Statista数据显示，2024年亚太地区珠宝首饰市场规模为2359.70亿美元，占全球比重约为65.87%，占比近七成。2024年欧美地区珠宝首饰市场规模合计约976.30亿美元，CAGR₂₀₂₅₋₂₀₂₉约为1.88%，增长态势放缓。作为新兴市场的拉美地区，增长势头强劲。2025年拉美地区珠宝首饰市场规模约98.80亿美元，CAGR₂₀₂₅₋₂₀₂₉约为7.36%。我们认为全球黄金珠宝市场区域分化的原因是经济基础、文化基因、政策环境与消费趋势共同作用的结果，中国在黄金消费韧性与电商创新驱动下成为第一大市场。

图 全球珠宝首饰市场规模情况（亿美元，含预测）

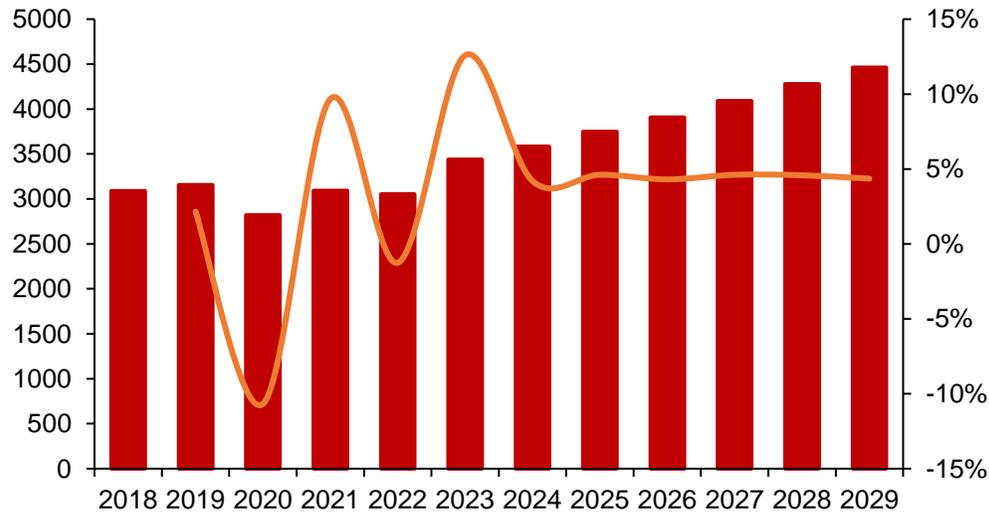
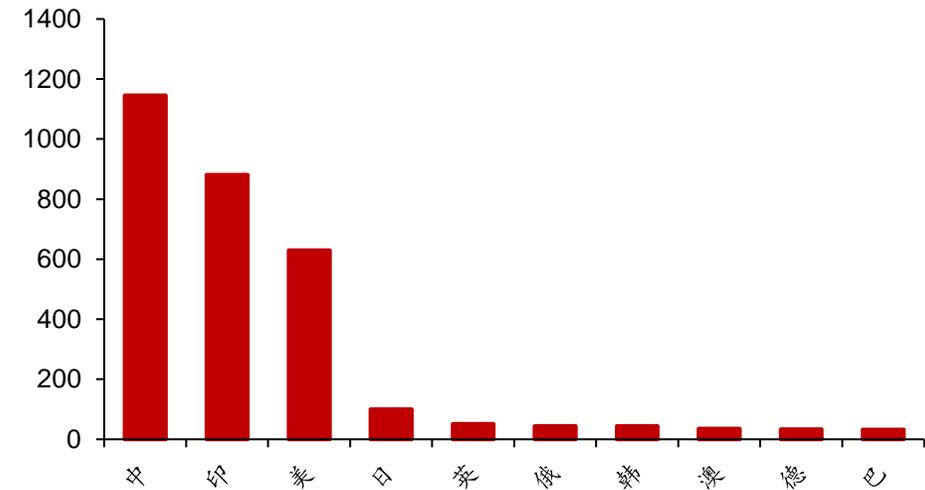


图 2024年全球珠宝首饰市场规模排名前十国家（亿美元）



3.3 国内竞争格局：头部品牌份额集中，新老势力分化加剧

- ◆ **中国黄金珠宝行业竞争分散，头部品牌份额集中，新老势力分化加剧。**我国黄金珠宝行业市场份额在不断向头部企业集中，据欧睿数据，2024年我国珠宝首饰行业CR3、CR5、CR10的市占率分别为24.40%、30.30%、37.20%，排名前五大公司周大福、老凤祥、上海老庙黄金、周大生、梦金园的市占率依次为10.00%、9.40%、5.00%、3.20%、2.70%，市场格局高度分散。
- ◆ **海内外头部企业抢占市场，行业竞争形势激烈。**我国黄金首饰市场格局主要处于外资品牌、港资品牌、内资品牌三分天下的格局。从国内黄金首饰行业竞争形式来看，高端市场主要被国际外资企业所占据，代表品牌有蒂芙尼、卡地亚等。中高端市场主流市场由国内企业占主导，市场形势竞争激烈，其中处于行业领先地位的港资品牌主要有周大福、周生生等，内地品牌代表有老凤祥、周大生、明牌珠宝等。我们认为伴随消费者对产品工艺和设计要求提高及龙头规模优势增强，马太效应显著，集中度有望进一步提升。我国黄金珠宝行业已进入存量市场，我们认为产品与品牌将成为凸显竞争力的主要抓手，能否建立多样化、精细化、高迭代的产品矩阵，并以产品作为基础丰富品牌内涵，提升品牌认可度，将成为未来竞争的一大关键。

图 中国黄金珠宝行业集中度走势

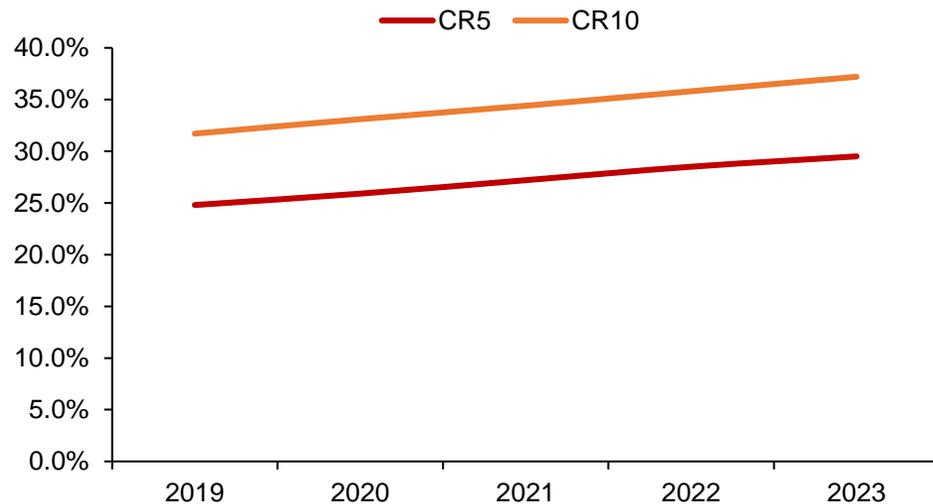


图 2024年我国营收排名前10的黄金珠宝上市企业

排名	公司名称	24年黄金珠宝业务收入 (亿)
1	周大福	958
2	中国黄金	597
3	老凤祥	563
4	豫园股份	300
5	周生生	207
6	菜百股份	201
7	梦金园	196
8	六福集团	153
9	周大生	122
10	老铺黄金	85



3.3 国内竞争格局：头部品牌份额集中，新老势力分化加剧

- ◆ **老铺黄金：深耕古法金赛道，精湛工艺+产品升级，树立中国古法黄金高端稀缺品牌形象。**公司创立于2009年，是我国第一家推广“古法黄金”概念的品牌。公司按一口价售卖产品，弱化传统黄金珠宝金价+加工费的概念，将产品本身的消费属性置于黄金投资属性之上，精准定位了高净值的目标客群。门店全部位于SKP、德基广场等顶奢商场，覆盖全国80%的头部高端商业体。通过创新非遗工艺、深挖文化符号和提升高端用户体验，构建起了属于自己的市场认知和情感联结，将中式美学注入品牌基因。公司优质渠道加速扩张，2025年上海新天地、上海IFC等门店计划开业，我们认为开店进度超预期，业绩有望充分受益于国潮回归下的高端黄金消费崛起。
- ◆ **潮宏基：中国年轻时尚黄金珠宝龙头，“年轻化设计”+“IP联名”构筑品牌竞争力。**潮宏基成立于1996，公司主要产品为珠宝首饰和时尚女包，主要品牌包括CHJ潮宏基、VENTI梵迪和FION菲安妮。公司将传统文化、非遗工艺与现代时尚的融合创新，提升产品文化内涵，打造出潮宏基珠宝独具特色的产品差异化竞争力。持续推新国潮新品，IP联名强化年轻化、潮流品牌定位。公司将花丝镶嵌工艺与现代设计相结合，推出了具有独特魅力的首饰产品。另外，公司持续与哆啦A梦、三丽鸥等热门IP合作，满足Z世代人群消费需求。我们认为潮宏基拥有年轻、时尚品牌形象，国潮产品推新能力等方面具备差异化优势，品牌影响力持续积累。

图 老铺黄金与潮宏基产品对比

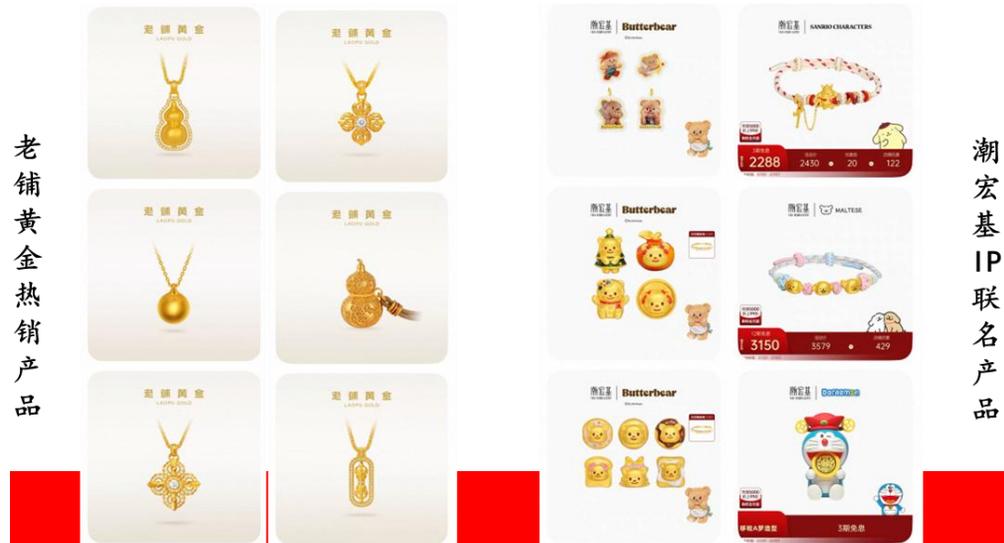


图 黄金消费新趋势



资料来源：各公司天猫官方旗舰店，上海证券研究所

资料来源：甲方财经，上海证券研究所

3.3 国内竞争格局：头部品牌份额集中，新老势力分化加剧

- ◆ **周大福：百年黄金珠宝龙头，加速转型升级。**作为行业领先的中国珠宝品牌，周大福创立于1929年，2011年在港股上市，通过现代创新设计揉合传统工艺，能创造出代代相传的珠宝首饰。旗下品牌组合包括旗舰品牌“周大福”、以及 HEARTS ON FIRE、ENZO 与 MONOLOGUE 等其他个性品牌。2024年集团开启品牌转型之路，**渠道端**，2025财年在香港、深圳、武汉、西安及上海开设5间新形象店，此类店型在开业后首几个月实现了高于一般门店的生产力。**产品端**，定价黄金产品深获顾客青睐，其营业额同比大涨105.5%，推出全新的标志性定价产品系列——周大福传福系列及周大福故宫系列，传福和故宫系列的销售额在2025财年均达到约40亿港元，超出年度目标。
- ◆ **周生生：IP联名破圈成长，年轻化、轻量化转型。**周生生于1934年在广州创立，1973年成为香港首家上市的黄金珠宝公司。2024财年公司继续进行分店网络整合工作，新开48家分店并关闭了122家门店，通过优化产品组合及把握金价上涨的趋势，毛利率实现28.3%，同比提升了1.9个百分点。近年周生生与Hello kitty、泡泡玛特的联名，二次元设计搭配黄金首饰成为Z世代女性的潮流单品。

图 周大福传福系列产品



图 周生生与泡泡玛特、HelloKitty等品牌IP联名



3.3 国内竞争格局：头部品牌份额集中，新老势力分化加剧

- ◆ **老凤祥：170余年历史底蕴，以国家级“金银细工技艺”非物质文化遗产为核心壁垒。**老凤祥创立于1848年，较为完整地继承了中国传统的金银细工制作技艺精华，融汇了鎏金、拗丝等各种技法的“老凤祥金银细工制作技艺”，已于2008年入围国务院公布的国家级非物质文化遗产名录。曾先后为国务院、人民大会堂等机关和部门制作了大型五角葵花顶灯、鎏金制品等金银摆件。以“国潮 国风 国韵”展现民族品牌传承创新成果，公司实现收入、归母净利润CAGR₂₀₁₉₋₂₀₂₄分别为2.7%、6.7%。近年公司渠道持续优化升级，截至2024年末，老凤祥共计拥有营销网点达到5838家（含境外直营店15家）、加盟店5641家，渠道优化持续推进。
- ◆ **菜百股份：京味文化赋能的黄金老字号品牌，黄金投资产品销售火热。**菜百股份是商务部第一批命名的“中华老字号”企业，前身为菜市口百货商场，1985年顺应国家政策，公司转型进入黄金珠宝行业。公司将自主研发作为产品设计的核心战略，将中国传统文化的代表元素巧妙地融入产品设计之中，打造寓意更加深厚而富有时代感的黄金珠宝首饰，形成了“品牌化、经典化、艺术化、民族化”的国潮经典，收获了新生代年轻消费者的喜爱。25Q1业绩亮眼增长，实现营收82.2亿元、同比+30.2%，归母净利润3.2亿元，同比+17.3%，

图 老凤祥核心品牌及特色产品系列

“藏宝金”和“凤祥喜事”作为近年老凤祥品牌发展的最大亮点，是百年老字号坚持“传承为本，创新为魂”理念，不断提升品牌形象、焕发品牌活力的全新注解。



图 菜百股份携手天坛、北海公园、颐和园等文化机构联名产品



目录

Content

- 一、金价走势：黄金珠宝行业指数共振上涨
- 二、黄金珠宝行业：社零规模、三重属性与消费生态变革
- 三、产业链分析：全球竞争格局与本土龙头聚焦
- 四、投资建议**
- 五、风险提示**

未来十二个月内，维持商贸零售行业“增持”评级。

黄金从货币之王到投资宠儿，拥有“硬核三特点”即稀缺、稳定、可分割。我们认为1) 黄金消费结构分化显著，避险需求推动金价走高。2) 古法金与小克重引领新潮流。3) 年轻群体成消费主力驱动创新，占黄金首饰消费1/3。

建议关注古法黄金龙头老铺黄金（深耕古法金赛道，精湛工艺+产品升级）、潮宏基（“年轻化设计”+“IP联名”构筑品牌竞争力）、周大福（百年黄金珠宝龙头，加速转型升级）、老凤祥（国家级“金银细工技艺”非物质文化遗产为核心壁垒）、菜百股份（京味文化赋能的黄金老字号品牌）等。



- 1) **黄金价格震荡**：若金价原材料上涨过快，预计将对黄金珠宝企业盈利能力产生不利影响，传导黄金珠宝首饰价格上涨，消费者消费需求意愿降低；
- 2) **终端黄金珠宝消费疲软**：如果居民购买力减弱，而黄金珠宝作为非必需品，购买意愿预计低迷；
- 3) **行业政策变动风险**：税收等行业监管政策如果趋严，行业洗牌或整顿背景下，行业运营阶段性受影响；
- 4) **市场竞争加剧风险**：黄金珠宝企业加速拓展线下门店或加码营销投放，造成行业竞争加剧，不利于行业长期健康稳定发展。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

