

## 金价上行周期，类黄金消费品在国民经济中的地位显著抬升

### 核心观点：

- **全球黄金珠宝行业规模庞大，中国为第一大消费需求国：**2022年全球黄金珠宝消费需求额达到1925.31亿美元，2010-2022年CAGR 3.43%。中印两国统领下游需求，合计占据47%的需求份额。印度销量增长接近停滞与中国首饰与投资类产品需求两旺的背景下，中国仍将是未来全球黄金珠宝消费市场的主要增长驱动力。
- **中国黄金珠宝行业产业渐趋成熟，需求结构发生改变：**供给端，上游黄金原料进口依赖程度持续上涨；中游加工行业渐趋成熟，产业形成集群发展格局；品牌企业定位层次分明，形成“三足鼎立”的发展格局。需求端，品牌商多渠道布置助推下沉市场建设，渠道资源进一步向头部品牌集中。消费方面，总量与增速均领跑全球。30-50岁群体仍是当前金饰消费主力，但年轻一代消费意愿同样充足；消费目的也逐步摆脱婚嫁约束，悦己消费占比已达32%。随着结婚率的下跌以及市场逐步成熟化，泛婚嫁需求对黄金珠宝行业发展的驱动作用将逐渐减弱。投资需求总额已修复至2018年水平，后续随着疫情退去以及金价上涨有望持续抬升。
- **国内市场上行动力充足，金价上涨周期有望迎来量价齐升：**全球市场来看，美联储加息见顶减轻压力，结合上游成本等商品属性及其自身储备价值的投资属性等动因，预计金价持续上涨。国内市场人均珠宝消费量仍较低，增长空间充裕。人均GDP已进入珠宝、名表、服装等品类消费需求旺盛的区间。另外，一口价改克重使得计价方式更加透明，提升消费者信心；行业发明专利数持续增加，多元化设计激发消费热情。供需两侧齐拉动销量上行，结合金价上涨趋势乐观预期零售市场规模或可增长至5989亿元。
- **配置建议：**推荐行业内具备渠道优势，及时跟进产品新工艺并注重产品设计的龙头珠宝品牌商。

### 盈利预测：

股票名称	股票代码	BPS(元)			PE(X)		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
豫园股份	600655.SH	0.98	0.91	1.00	8	8	7
周大生	002867.SZ	1.00	1.25	1.47	14	14	12
老凤祥	600612.SH	3.25	4.09	4.77	13	15	13
中国黄金	600916.SH	0.46	0.61	0.74	28	20	16
周大福	1929.HK	0.67	0.67	0.84	21	20	16

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理 (周大福EPS单位为港元)

- **风险提示：**消费复苏不及预期的风险；需求不及预期的风险；美联储降息不及预期的风险；全球经济平稳着陆的风险；全球黄金产量快速抬升的风险。

## 消费品零售&化妆品行业

### 推荐 维持评级

### 分析师

甄唯莹

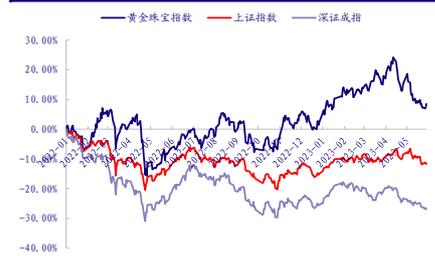
✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 80927651

分析师登记编码: S0130520050002

### 行业数据

时间 2023.06.02



资料来源：Wind、中国银河证券研究院整理

### 相关研究

【银河消费品零售】2023年年度策略报告-预期上行，文化为“国潮”品牌赋生机。20221212

## 目 录

<b>一、珠宝行业市场规模庞大，黄金类产品占据主导地位</b>	<b>4</b>
(一) 珠宝首饰品类繁多，黄金产品占主要份额	4
(二) 珠宝行业整体保持高增速扩张，黄金类产品销售进入调整期	4
<b>二、全球黄金珠宝行业：供应规模增大且稳定性提升，需求规模与黄金价格关系紧密</b>	<b>7</b>
(一) 全球概览：黄金珠宝行业体量大，需求结构呈现分化态势	7
1. 总量视角：全球黄金珠宝市场规模庞大，金价上涨周期下已接近前期高点	7
2. 结构视角：黄金需求结构变动明显，部分需求门类此消彼长	7
3. 价格视角：价格与销量关系密切，黄金珠宝表现出双重属性	8
(二) 全球产业链：上游供应日趋多元，中印两国崛起成为下游消费大国	10
1. 上游视角：矿产量分布均匀，市场整体竞争充分	10
2. 下游视角：全球需求增速平和，中印两国统领下游需求	11
<b>三、中国黄金珠宝行业：产业渐趋成熟，结构逐步向发达市场靠拢</b>	<b>14</b>
(一) 供给端：上游原材料进口持续上涨，中游行业渐趋成熟	14
1. 总量视角：国产规模短期相对刚性，成品首饰逆差明显扩大	14
2. 结构视角：品牌定位层次分明，竞争格局“三足鼎立”	17
(二) 需求端：多渠道齐发展助推下沉市场建设，消费终端结构逐渐改变	19
1. 总量视角：需求额稳居世界首位，排除价格影响后增速依旧领跑全球	19
2. 销售渠道端：多种销售模式布局不同层级市场，渠道资源进一步向头部品牌集中	20
3. 消费终端：商品属性与投资属性凸显，首饰购买目的发生改变	22
<b>四、国内市场增量空间充裕，金价上涨周期有望迎来量价齐升</b>	<b>28</b>
(一) 全球视角：金价抬升趋势明显，行业景气度不断提升	28
1. 流通属性：加息见顶释放压力，多重因素助推上涨	28
2. 商品属性：上游成本抬升趋势凸显，消费大国疫后复苏与央行储备增加助力需求维稳	30
3. 投资属性：央行需求持续旺盛，黄金储备价值凸显	32
(二) 国内视角：黄金珠宝行业增长空间广阔，宏微观两层面增长动力充足	33
1. 中国人均珠宝消费额偏低，多重宏观因素推动销售额上涨	34
2. 供给端利好因素驱动景气度上行，需求端负面因素构成冲击较小	36
(三) 市场规模预测：乐观预期零售市场规模或可增长至 5989 亿元	38
<b>五、黄金珠宝行业在资本市场中的表现</b>	<b>39</b>
(一) 黄金珠宝行业指数相对涨幅优势明显，估值指标进入上行阶段但仍位于较低水平	39
(二) 市场情绪指标与风险指标：黄金珠宝大部分行情指标已波动至中值之上，抗风险性与抗周期性能力较强	40
<b>六、行业内龙头企业重视产业链建设，渠道、产品两端同发力加速开拓下沉市场</b>	<b>43</b>
(一) 豫园股份 (600655.SH)：双轮驱动奠定业务基石，长期发力黄金业务	43
1. 整合构建产业链，把握生产主动权	44
2. 旗下品牌错位布局，迎合终端多元需求	44
3. 扩张与焕新并行，科技赋能提升购物体验	44
(二) 周大生 (002867.SZ)：低线城市布局领先，持续转向黄金产品开发	45
1. 灵活转变产品定位，产品紧跟技术与理念潮流	45
2. 深耕三四线城市下沉市场，不断扩张门店抢占空白市场	45



3. 轻资产整合经营，集中核心价值环节发力 .....	46
(三) 老凤祥 (600612.SH): 重视创新开发，产品生产领先同业 .....	46
1. 全产业链布置，中游生产技术领先 .....	46
2. 研发投入卓有成效，人才与技艺构筑设计壁垒 .....	46
(四) 中国黄金 (600916.SH): 金条金币业务独树一帜，多产品并行兼顾黄金消费属性 .....	47
1. 品类满足不同需求，投资类产品优势显著 .....	47
2. 渠道布局全面且多层次，优势产品电商平台销量领先 .....	47
3. 布局培育钻石全产业链，拓宽大品类构筑新增长点 .....	48
(五) 周大福 (1929.HK): 产业布局表现出强前瞻性，龙头地位反哺公司业务 .....	48
1. 策略领先，渠道铺设引领市场 .....	48
2. 重视下沉市场开拓，困境下展店保持高增速 .....	48
3. 产品设计紧跟潮流，品牌溢价高于同业 .....	49
七、风险提示 .....	49

## 一、珠宝行业市场规模庞大，黄金类产品占据主导地位

### (一) 珠宝首饰品类繁多，黄金产品占主要份额

黄金首饰行业是珠宝首饰行业的细分领域之一。珠宝首饰行业在国民经济行业分类（GB/T4754-2017）中，指以金、银、铂等贵金属及其合金以及钻石、宝石、玉石、翡翠、珍珠等为原料，经金属加工和连结组合、镶嵌等工艺加工制作各种图案的装饰品和礼仪用品的制作活动。根据中国黄金协会分类，珠宝首饰按照其材质可以分为足金、K金、铂金、珠宝镶嵌类、银饰、翡翠玉石和其他材料产品。

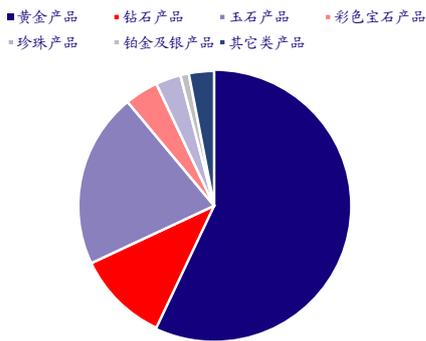
表 1 金银珠宝行业概览

序号	材质主要分类	材料工艺及特征
1	足金首饰及实物金	以含金量不少于99%的材质制成的足黄金首饰，实物金条金币
2	K金首饰	以黄金为主要原料，但一般含金量低于75%，强调设计感和时尚感
3	铂金首饰	以铂金为材质且铂金含量在85%及以上
4	珠宝镶嵌类首饰	包括裸钻、钻戒、颈饰、耳饰和腕饰等产品
5	银饰品	银制装饰品，可分为耳饰、颈饰、手饰、足饰和服饰5个大类
6	翡翠玉石	主体材料为翡翠，包括耳钉、珠链、手镯、戒指等产品
7	其他材料	以人造水晶、半宝石、玻璃、塑料等材料制成的首饰产品

资料来源：中国银河证券研究院整理

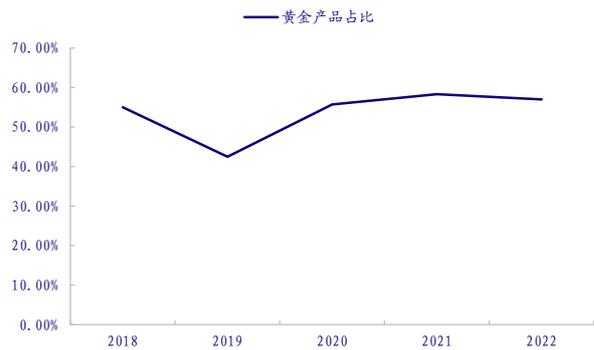
从细分市场来看，中国珠宝首饰细分市场份额以黄金产品为主，占比达到57%。2018年至今，黄金产品占比持续维持高位且在近两年向60%靠拢。在消费量并未出现明显波动的情况下，黄金产品的高市场份额占比主要系由金价上涨维持。目前全行业市场规模以及国际金价均预计持续增长，黄金产品市场规模也将水涨船高，持续保持珠宝行业第一大细分品类的地位。

图 1 2022 年珠宝首饰细分市场份额 (%)



资料来源：中宝协，中国银河证券研究院整理

图 2 黄金产品占比 (%)



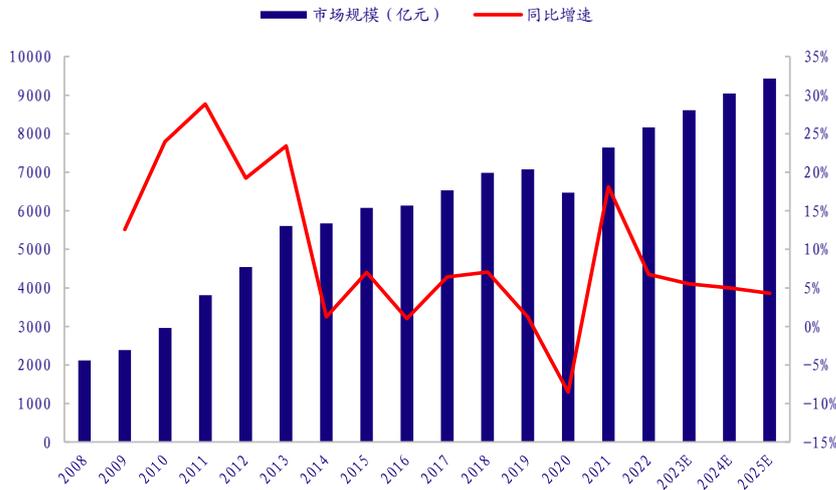
资料来源：中宝协，中国银河证券研究院整理

### (二) 珠宝行业整体保持高增速扩张，黄金类产品销售进入调整期

全行业市场规模来看，2016 年以来珠宝首饰行业再次进入高增长期，年同比增速维持在 20% 以上，2017-2022 年复合增速达到 4.57%，远超世界同期水平（2.27%）。据欧睿国际预计，2023 与 2024 年我国珠宝首饰市场规模增速将有所放缓，但仍保持在 5% 以上高增速。我国珠宝

首饰行业在疫情期间保持稳定增长且未来增长势能未见明显趋弱，未来有望延续当前的行业景气度。

图 3 珠宝首饰市场规模（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Euromonitor，中宝协，中国银河证券研究院整理

细分市场来看，黄金珠宝行业发展历程可拆分为四个阶段。第一阶段为萌芽期（1993 年以前），该阶段行业消费量处于较低水平，除去 1991 年海湾战争等外部因素影响金价外，行业整体增速也较低。同时，该阶段我国对于黄金及其制品交易管控严格，政策限制有所增加。受此影响，该阶段存在于中国大陆市场的企业数也较少，仅有 5 家，且其中 2 家为港资/外资品牌企业。

第二阶段为发展初期（1994-2002），该阶段延续前一阶段低基数、低增速的态势，个别年份的波动原因同样在于外部因素。但明显的差异体现在政策层面，自 1993 年起行业相关政策开始松动。该变动同时激发了本土黄金珠宝品牌诞生与外资品牌进入中国大陆市场，企业数从 5 家增长至 13 家。

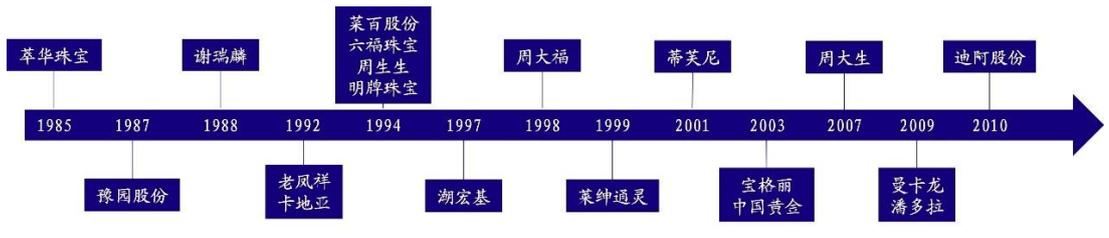
表 2 早期中国黄金及其制品政策

年份	条例名称	主要内容
1983 年	《中华人民共和国金银管理条例》	对金银收购的管理、对金银配售的管理、对经营单位和个体银匠的管理、对金银进出口国境的管理
1989 年	《关于加强金银饰品市场管理的通知》	开办黄金饰品生产、加工批发业务，经营黄金饰品零售业务，外商投资企业开办含金银产品生产、加工或承办金银来料加工业务均需相关部门批准。
1993 年至今	《关于调整黄金经济政策问题的复函》等	国内金价与国际金价接轨；黄金经济的优惠政策；黄金地质勘探资料要实行有偿使用；黄金资源配置在国家黄金交易市场建立之前，金饰品生产企业所需黄金只能向人民银行购买；取缔自发的黄金交易市场；扩大黄金工业对外开放。

资料来源：中国银河证券研究院整理

第三阶段为成熟期（2003-2013），该阶段国内黄金珠宝市场规模与增速产生了显著改变，在高增速驱动下黄金珠宝市场规模迅速增长，CAGR 达到 13.96%。政策影响进一步减弱，黄金市场开放程度明显提升，主要表现在金融交易、衍生品交易的发展以及与国际市场接轨等方面。受此影响，本土珠宝企业持续诞生，从 13 家增长至 21 家。

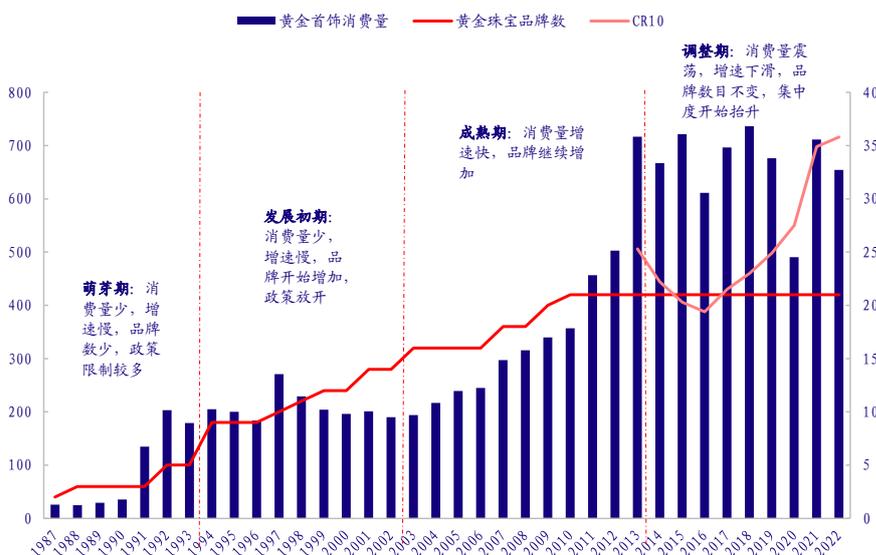
图 4 珠宝品牌企业诞生/进入中国大陆市场时间



资料来源：公司官网，Wind，中国银河证券研究院整理（成立时间不包括公司前身）

第四阶段为调整期（2014 年至今），该阶段黄金珠宝市场规模增速自前期高位回落，规模保持在较高的水平波动，企业数目也维持不变。但该阶段行业开始出现集中度抬升的情况，2016 年至今行业 CR10 从 19.4% 快速增长至 35.8%，品牌分层趋势明显。目前我国黄金珠宝市场仍处于调整期，2020 年受突发的新冠疫情影响，黄金首饰消费受到了较大抑制。除当年受影响较大外，后续年份黄金首饰消费量基本回到正常波动范围内。在国际金价进入新一轮上涨周期，在居民保值需求增加的情况下，我们预计国内黄金首饰消费量不会因价格上涨而受抑制，反而将随着黄金持续走强而增加。

图 5 黄金珠宝行业发展历程拆分



资料来源：萝卜投研，公司官网，Euromonitor，中国银河证券研究院整理

## 二、全球黄金珠宝行业：供应规模增大且稳定性提升，需求规模与黄金价格关系紧密

### （一）全球概览：黄金珠宝行业体量大，需求结构呈现分化态势

#### 1. 总量视角：全球黄金珠宝市场规模庞大，金价上涨周期下已接近前期高点

全球黄金珠宝行业规模庞大，2022 年全球黄金珠宝消费需求额为 1925.31 亿美元，同比小幅下跌 0.34%，2010-2022 年 CAGR 为 3.43%。行业规模于 2013 年金价大跌刺激需求时达到顶端，随后因需求回落与金价持续低迷，规模维持在低位波动。近年金价再次上涨，行业规模有所抬升，目前已接近 2013 年高位水平。剔除价格波动来看，2022 年全球黄金珠宝消费需求量为 3326.7 吨，除 2013 年金价暴跌与 2020 年新冠疫情爆发带来的特殊影响外，其余年份消费需求量围绕在 3300 吨上下波动。

图 6 全球黄金消费需求额（亿美元）及同比增速（%）



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

图 7 全球黄金消费需求量（吨）及同比增速（%）

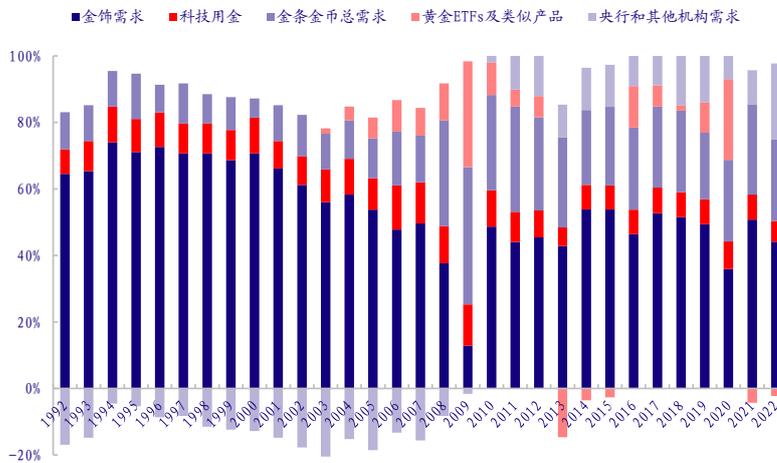


资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

#### 2. 结构视角：黄金需求结构变动明显，部分需求门类此消彼长

**金饰需求是黄金市场发展的主要驱动因素，但优势地位正在减弱：**20 世纪 90 年代初，黄金需求主要由消费者驱动。净加工需求（即金饰和科技用金需求）在 1992-2002 这十年期间的黄金需求中占据了绝大部分比例，且其中金饰需求又占据了大部分比例。但在过去 10 年的年度黄金需求中，净加工需求占比则有所减少，降至 44%，基本与金条金币等投资需求占比持平。我们认为，黄金市场需求的变动充分反映了黄金行业的发展、宏观经济背景以及黄金价格的变化。金饰与科技用金需求现已成为投资与央行需求的重要平衡制约因素。黄金作为消费品和投资资产，彰显了其独特的双重特性，并为其发挥有效的风险分散作用提供了重要支撑。

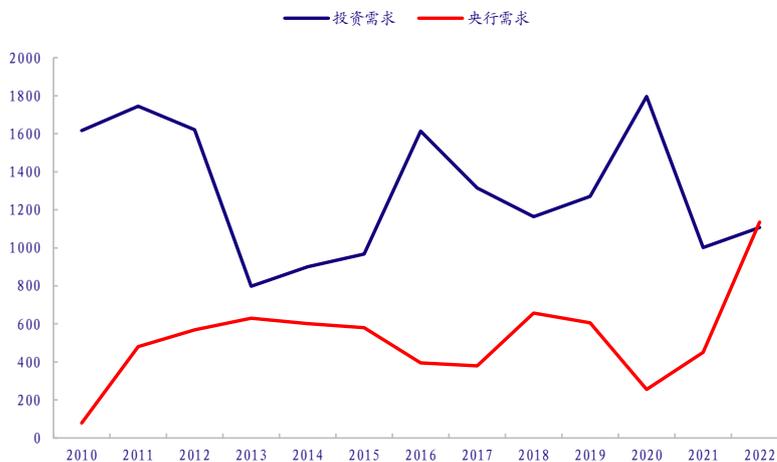
图 8 黄金市场需求结构 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

在黄金需求拆分中，投资需求与央行需求整体呈反向变动：2010 年以来，全球黄金零售市场投资需求与全球各央行需求之和基本呈现反向变动。央行购金多数为金条、金币形式，与消费市场中的投资类产品存在一定的重合度，据此我们认为央行需求会对市场投资需求形成一定的抑制。

图 9 全球黄金投资需求与央行需求 (吨)



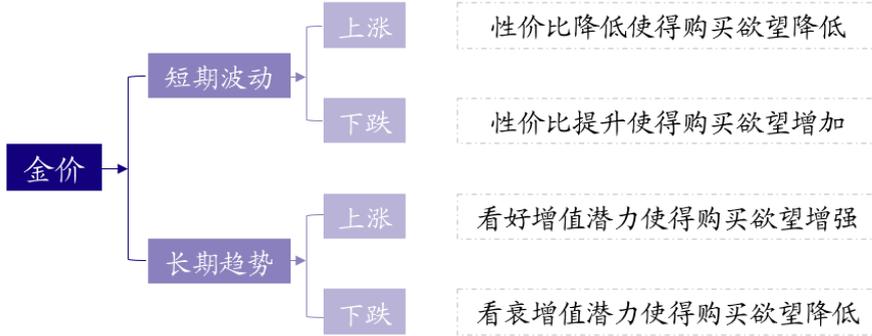
资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

### 3. 价格视角：价格与销量关系密切，黄金珠宝表现出双重属性

从价格角度看，黄金珠宝量价相关度高，基本呈现反向变动趋势。受金价影响，黄金珠宝销量受外部性影响也较大。在 1980 年黄金价格第一次大幅度上涨时，黄金珠宝销售量也出现了大幅下跌，同比下滑 39.24%。而在 2008-2012 年的上涨区间，黄金珠宝销售量也出现了长时间的低迷；直到 2013 年国际金价大幅回落，销量迅速响应，回升至价格上涨前水平。近年来，受疫情影响黄金再次开始了上涨周期，同样引发了黄金珠宝销量的下滑，2020 年同比跌幅达到 20.89%。考虑到三次黄金大牛市都与战争、金融危机以及疫情等负外部性因素密切相

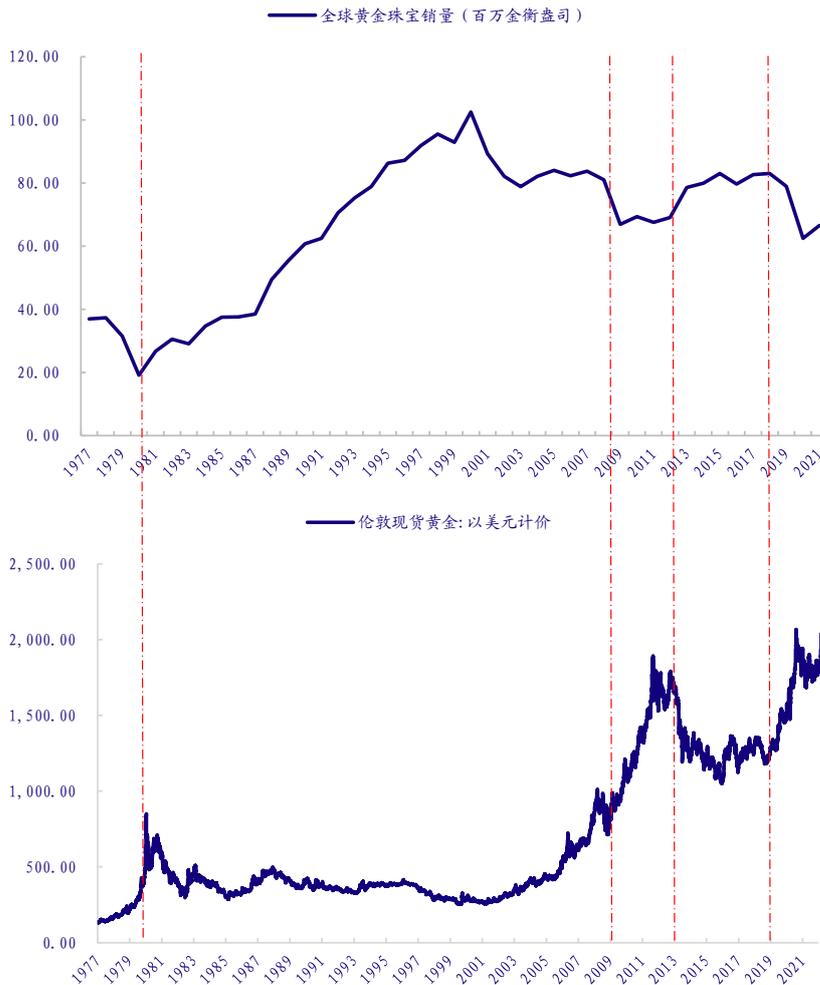
关，我们认为，在战争等负面因素持续影响全球经济时，黄金将因其保值属性而价格上涨，此时黄金珠宝也会因价格上涨而导致销量下滑，体现了其兼具消费与投资属性。

图 10 长短期金价波动对消费量的影响及原因



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 11 黄金价格（美元/盎司）与全球黄金珠宝销量（百万金衡盎司）



资料来源：世界黄金协会，《CPM 黄金年鉴》，中国银河证券研究院整理

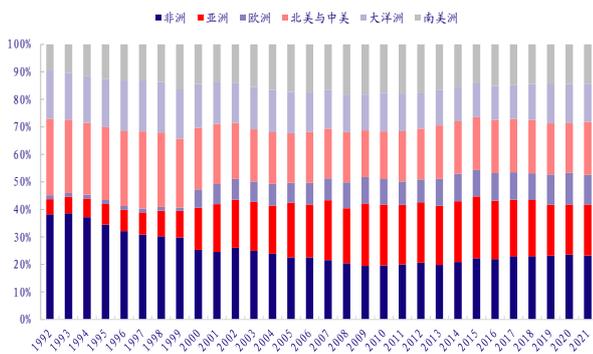
## （二）全球产业链：上游供应日趋多元，中印两国崛起成为下游消费大国

### 1. 上游视角：矿产量分布均匀，市场整体竞争充分

全球黄金供应量不断扩大，紧跟需求增长水平。金矿年产量已从 1992 年的 2270 吨增至 2022 年底的 3612 吨，仅略低于同期的需求增长率。同时，分大洲来看，金矿的地理分布区域也在不断扩大，非洲矿产占比经历了一轮大幅回落，亚洲则相反，扩大成为了世界前三的黄金矿产区。金矿生产不仅比以往更加多样化，同时也在各地区实现均匀分布。全球供应的分散化成为黄金市场的优势之一，减弱了部分地区受地缘政治或自然条件影响导致大规模减产的影响，助力黄金保持低波动性。

国家层面上，中国是 2021 年世界最大黄金生产国，产量占全球总量约 9%。但在中国产量连续下降以及全球产量稳定增加的双重驱动下，中国产量占比以较快的速度下滑。

图 12 黄金供给占比（分大洲）（%）



资料来源：《CPM 黄金年鉴》，中国银河证券研究院整理

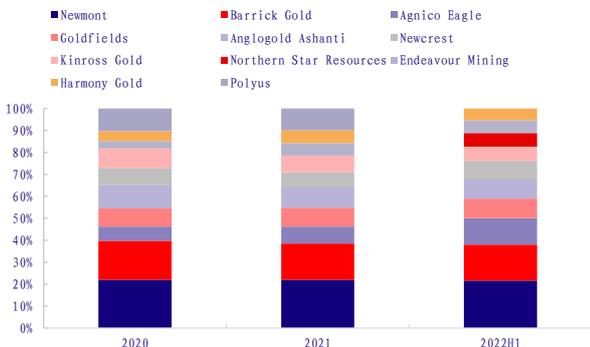
图 13 全球黄金供应量（吨）及中国占比（%）



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

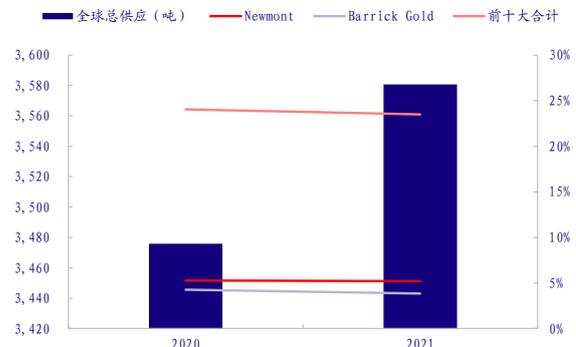
从竞争格局上看，头部黄金开采商产量及其占比相对稳定，但并未形成寡头垄断市场。从产量上来看，2021 年全球前十大黄金开采商包括：Newmont、Barrick Gold、Polyus、Agnico Eagle、Goldfields、AngloGold Ashanti、Newcrest、Kinross Gold、Endeavour Mining 以及 Harmony Gold。但上述十大巨头仅包揽 2021 年全球不到 25% 的黄金产量，且相较前些年出现下降但幅度微弱。全球前四大钻石开采商包揽近 65% 的毛坯钻产量，与全球钻石开采相比，黄金开采商市占率明显较低。且中国地区的矿业集团均未进入前十，而是四家企业分列前二十五位。总的来说，头部黄金开采商开采量较为稳定，其龙头地位受动摇的可能性较小，但其市占率偏低，市场整体呈现充分竞争的局面。

图 14 前十大黄金生产公司供给占前十大总供给比重 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

图 15 主要黄金生产公司供给占总供给比重 (%)

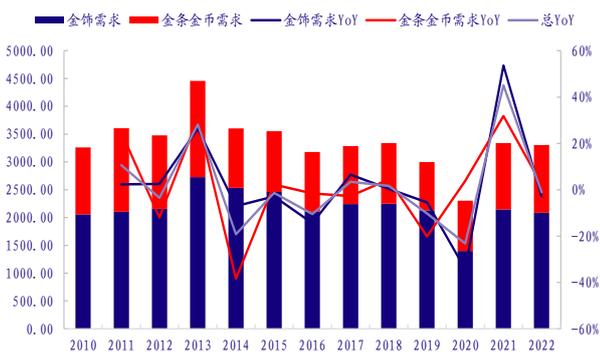


资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

## 2. 下游视角：全球需求增速平和，中印两国统领下游需求

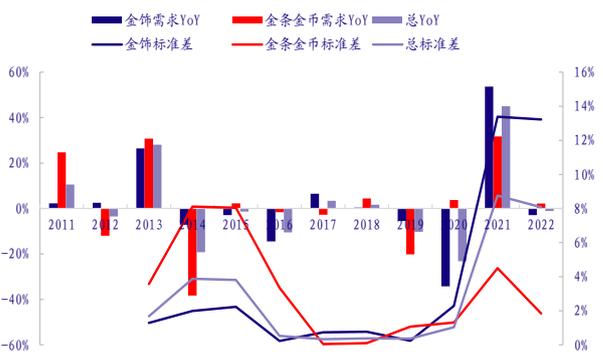
近年来，全球黄金需求一直较为平稳，仅在国际金价大幅波动时出现较大的均值偏离。2013-2021 年期间总需求三年滚动方差在 2014-2015 年以及 2021-2022 年达到较高水平，这些特殊年份均位于黄金价格大幅上行的影响区间内。其它年份，总需求三年滚动方差维持在 2% 以下水平。细分领域，金饰与金条金币需求在 2020 年前增长方向基本保持一致，但在受新冠疫情影响与俄乌战争爆发双重影响的黄金价格上涨行情中，表现出较大的差异。这主要系由投资需求与长期金价趋势正相关，金饰需求（消费属性）则与短期金价波动负相关造成的。同时，金饰需求的消费属性在外部影响消退后的反应也因释放需求积压等原因而更为激烈，因而呈现出金饰需求近三年滚动方差远高于投资需求的现象。基于此数据，我们认为未来全球黄金珠宝零售市场的表现在疫情影响逐渐消退后将回归稳定，并以较为平稳的增速温和增长。

图 16 全球黄金需求量 (分产品) (吨) 及同比增速 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

图 17 全球黄金需求量增速 (分产品) (%) 及标准差 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

当前全球黄金珠宝零售主要市场是中国和印度，2022 年二者分别以 789.2/774 吨占据全球 24%/23% 的黄金珠宝销售额，合计占据全球 47% 的市场份额。对比 2010 年，下降了 4 个百分点，这主要是由于印度需求量在 2010-2016 年间不断滑落。而中国市场则保持了平稳上升的态势，弥补了印度的滑落缺口使得两者合计没有出现较大的波动。

图 18 2010 年各国家与地区消费黄金需求占比 (%)

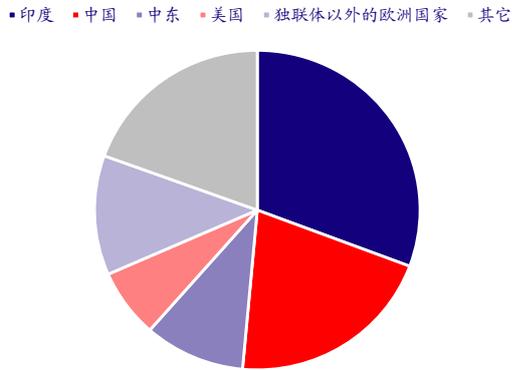
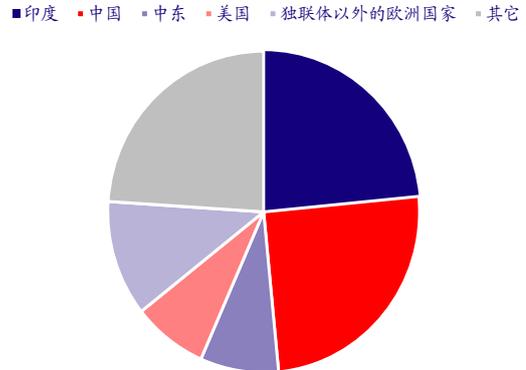


图 19 2022 年各国家与地区消费黄金需求占比 (%)

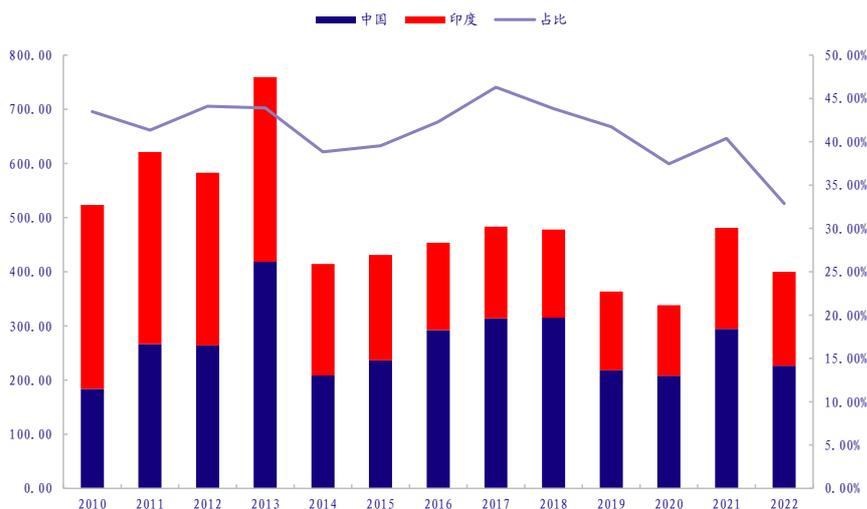


资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

鉴于中印两国对全球黄金珠宝销量的影响接近一半，我们重点关注两国除央行需求以外近期的黄金珠宝零售市场，以论证全球黄金销售市场未来将保持平稳发展。印度的黄金改革开始得较早，20 世纪 90 年代初期至中期，印度为阻止黄金走私现象恶化，废止了《黄金控制法案》且授权七家银行为官方认证的黄金进口商；至 2006 年，政府将开放黄金进口作为首要任务。印度的政策利好因素促进了市场的较早的开始蓬勃发展，黄金需求从 1992 年的 340 吨增长至 2022 年底的 774 吨。近年，印度推出金饰珠宝强制标记制度且启动了印度国际金银交易所。规范化的市场管理有利于印度提升国内黄金制品的质量，助力维持黄金消费规模以及全球贸易枢纽的地位。20 世纪 90 年代，中国虽然也同时放宽了市场限制，但市场并没有迅速响应。直到 2002 年上海黄金交易所成立，2004 年黄金市场自由化达到顶峰，中国黄金消费才进入快速上升周期，对金饰、金条和金币的需求急剧增加。

图 20 中印两国消费黄金需求量 (吨) 及合计占比 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

细分领域方面，近两年两国黄金首饰均受到新冠疫情负面影响而出现销量下滑，从恢复程度来看印度市场恢复速度较快，基本回到了疫前水平；而中国市场受到 2022 年国内疫情反复

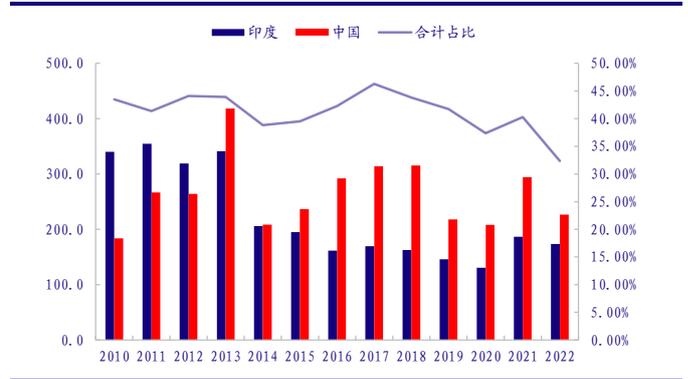
影响，销量恢复不及预期。拉长时间维度看，近 10 年来印度黄金首饰销量出现了小幅的下滑，在 2013 年黄金价格大减的行情内也并未出现较大的增长；中国金饰市场虽然波动性则较大，但销量保持缓慢上升。而两国变动趋势的差异也一定程度的影响了疫后市场恢复程度。

图 21 中印两国金饰需求量(吨)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

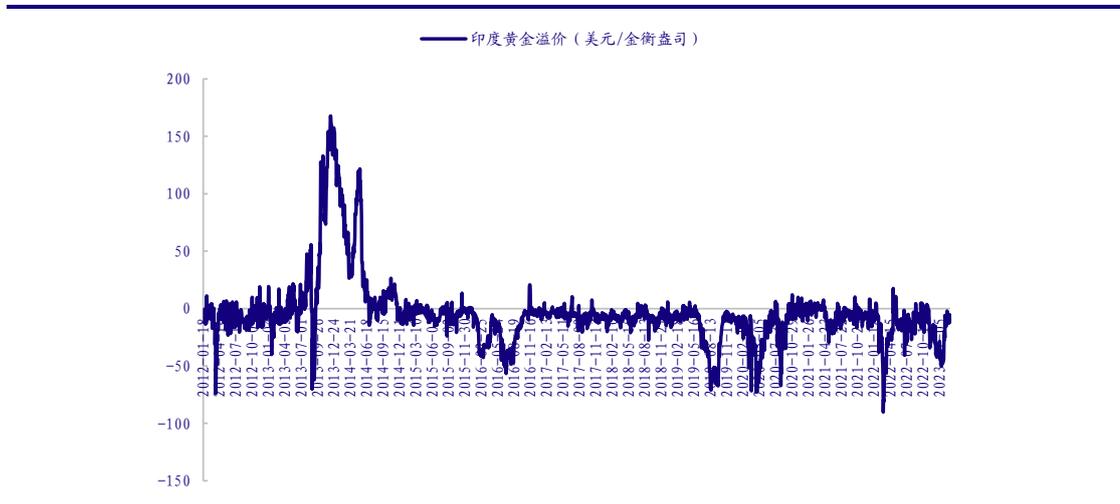
图 22 中印两国金条金币需求量(吨)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

投资需求方面，两国则在趋势上就呈现了巨大的差异。自 2013 年黄金价格大跌后，印度黄金投资需求短期内并未恢复，推测原因主要是其国内黄金溢价在 2014 年上半年仍处于较高水平；但长期投资需求仍持续萎缩，直至 2021 年才有所修复。但中国脱离了当年的价格影响后，后续投资需求依旧保持上升态势，相反的趋势表现出两国在黄金投资端明显的消费观点差异。

图 23 印度黄金溢价(美元/盎司)



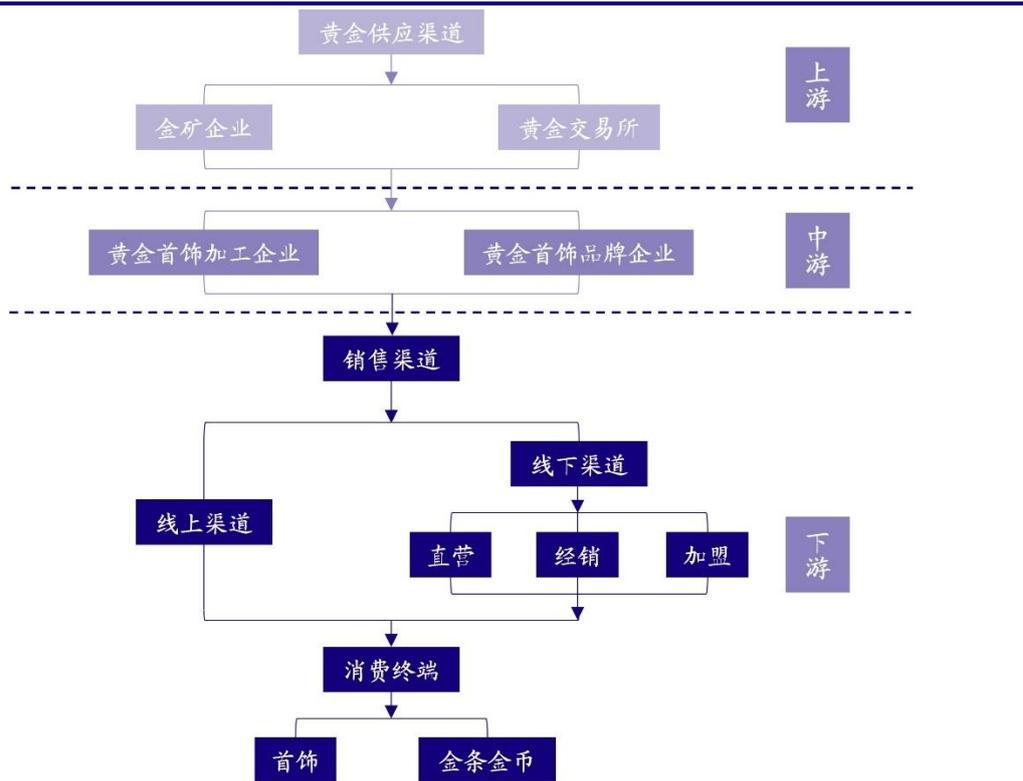
资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

黄金与印度的历史、文化与宗教紧密相连，金饰在节日庆典和婚庆场景发挥着重要作用，世界黄金协会公布印度民间黄金持有量在 2.4 万吨左右，超过了中美两国官方储备的综合。民间黄金持有量主要以首饰形式存在，对投资黄金需求形成了抑制。在印度黄金珠宝销量增长接近停滞与中国市场尚处于疫后弱复苏的背景下，我们认为未来全球黄金珠宝零售量将在中印两国温和增长的拉动下维持当前平稳增长的趋势。且中国存在消费需求积压释放等增长点，仍将是未来全球黄金珠宝消费市场的主要增长驱动力。

### 三、中国黄金珠宝行业：产业渐趋成熟，结构逐步向发达市场靠拢

中国黄金首饰行业产业链上游参与者是提供制造黄金首饰所需原料的供应渠道商，中游主体是黄金首饰加工企业及黄金首饰品牌企业，下游涉及销售渠道和消费者。

图 24 黄金首饰产业链概览



资料来源：中国银河证券研究院整理

#### （一）供给端：上游原材料进口持续上涨，中游行业渐趋成熟

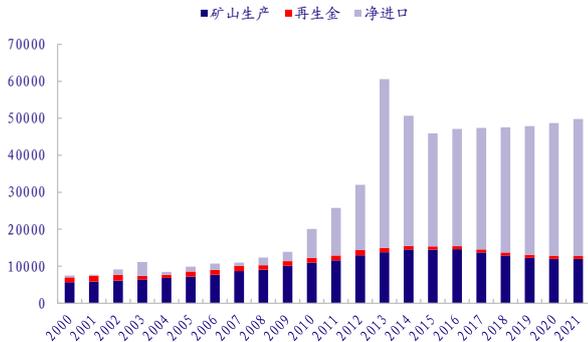
##### 1. 总量视角：国产规模短期相对刚性，成品首饰逆差明显扩大

由于国内矿山生产规模近年来逐步减少，我国黄金供应进口依赖程度持续上升。2021年，国内矿山生产黄金1.20千万盎司，净进口黄金3.69千万盎司；国内供给占黄金总供给25.79%，净进口供给占74.21%。自2016年以来，我国国内生产黄金开始出现下滑趋势，在总供给维持小幅度上涨的情况下，该部分缺口由黄金净进口弥补。截至2022年我国国内矿产金产量接连下降，一方面是环保政策趋严、矿山资源枯竭的影响，但近年来黄金开采行业在国家 and 地方政府的政策支持下，加强矿产资源整合及规模化开发利用也导致了产量的调整。

而在进口黄金方面，进口黄金（主要指未锻造金）及黄金制品主要通过保税贸易和一般贸易这两种方式进入我国市场。未锻造金主要源于国内黄金开采企业在海外矿山开采所得的矿石，自2016年以来，进口原料产量与国内原料产量对比保持相对高的增速，仅在2020年受新

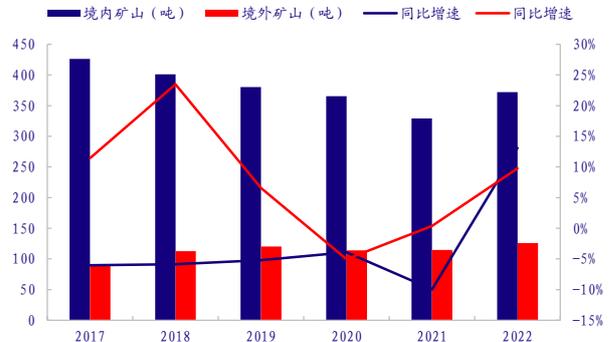
疫情影响增速逊色于国内原料产量。2022 年进口原料产量已占据总产量逾 25%，成为我国矿产金的重要来源之一。

图 25 黄金供给情况拆分（千金衡盎司）



资料来源：《CPM 黄金年鉴》，中国银河证券研究院整理

图 26 国内企业境内外矿山产金量（吨）及同比增速（%）



资料来源：各公司年报，中国银河证券研究院整理

进口原料大多运抵我国加工企业集中的地区进行加工，当前珠宝首饰加工行业渐趋成熟，产业形成集群发展格局。截至 2021 年，我国共有中国珠宝玉石首饰特色产业基地 34 个，依据基地主要业务的类型，可以分为六大类。黄金首饰加工主要特色产业基地位于广东省珠三角一带，省内经营企业已超过 2000 多家，从业人员 5 万多人，形成了完整的产业链。

表 3 中国珠宝玉石首饰特色产业基地

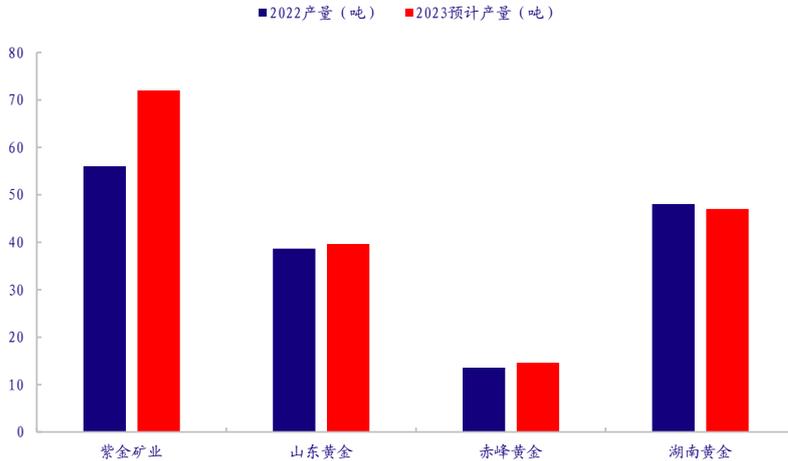
基地类型	代表地区	基本情况
资源依托型	内蒙古自治区赤峰、辽宁阜新、辽宁岫岩、浙江青田、福州晋安、山东昌乐、江苏东海、杭州临安、湖北竹山、湖南临武、辽宁抚顺、贵州罗甸、山东泰安、内蒙古自治区阿拉善	依托当地的特色产业矿区资源优势，发展玉石生产、雕刻加工产业，成为当地居民就业、致富的重要渠道。
镶嵌加工类	深圳罗湖、广州番禺、顺德伦教、广州花都、深圳横岗、福建莆田	聚集大量的贵金属首饰镶嵌加工、钻石切磨以及配套产品生产企业，催生了一批龙头骨干企业。物流服务、信息服务、技术服务等配套支撑体系不断得以完善。
资源整合型	河南镇平、广东四会、佛山平洲、杭州萧山	没有珠宝玉石矿产资源，依靠其他资源整合和资产重组，形成珠宝玉石首饰加工、零售的贸易基地。
珠宝旅游型	云南瑞丽、云南腾冲、云南龙陵	依托良好的珠宝文化氛围，充分结合当地的旅游资源优势，形成了特色鲜明的珠宝旅游特色产业基地。
珍珠特色产业	浙江诸暨、苏州渭塘、广西壮族自治区北海市	我国珍珠产业崛起和发展的直接推动者，珍珠文化底蕴深厚，珍珠养殖技术成熟，珍珠贸易活跃。
时尚首饰加工	广西壮族自治区梧州市、广东海丰、河南济源、青岛城阳	我国时尚首饰产业加工、贸易的重点聚集区，辖区内企业均具备较强的加工生产能力，已形成成熟的时尚首饰全产业链的产业结构。

资料来源：中宝协，中国银河证券研究院整理

短期来看，据年报披露情况，国内黄金企业大都对 2023 年黄金产量做出保守估计。其中，紫金矿业预计 2023 年将生产矿产金 72 吨，同比增速达到 28.57%。尽管紫金矿业作为我国黄

金开采龙头企业给出了较高的产量预期，但山东黄金、赤峰黄金等其他龙头预期产量却保持低迷。据此我们预计，2023年国内矿产金供给将保持相对刚性，叠加短期内黄金价格上涨引发的需求增加，可能呈现短期供不应求局面。

图 27 国内部分产金企业 2022 产量 (吨) 与 2023 产量预期 (吨)



资料来源：各公司年报，中国银河证券研究院整理

自 2002 年上海黄金交易所成立至 2013 年期间，我国黄金供给量大幅度上涨，CAGR 达到 18.47%。虽然 2008 年金融危机冲击导致国际金价大幅上扬，但当年国内黄金供给量仍保持 10% 以上的同比增速。2014-2015 年，我国黄金供给总量出现大规模萎缩，造成萎缩的原因主要是黄金首饰消费在 2013 年以后进入调整期，前期国内黄金供给远低于需求导致供不应求的局面，致使行业经历了超高速增长，后续国内黄金供给逐渐向真实消费需求靠拢。受大规模萎缩影响，2019 年供给量对比 2013 年仍旧出现了明显的下跌。疫情爆发以来，我国黄金供给依旧维持稳定，表现出良好的抗风险能力。我们认为，当前国内黄金珠宝行业总体已经度过前期供需不匹配的迅猛发展期并处于供需平衡的合理发展期，未来我国黄金珠宝的供需关系虽可能在短期内受金价等因素扰动出现不均衡，但长期来看供给将更多地匹配我国黄金珠宝需求量的增长情况。

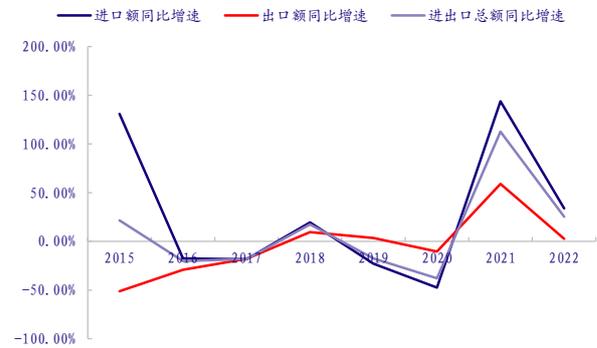
成品首饰供应方面，我国黄金珠宝贸易逆差扩张明显，进口额占比与增速均较高。海关总署的数据显示，2022 年我国珠宝行业进出口总额为 1,338 亿美元，同比增长 25.3%。其中，出口总额为 301 亿美元，同比增长 2.7%；进口总额为 1,037 亿美元，同比增幅为 33.9%。但我国珠宝行业的进出口在 2021 年实现由负转正且高增长的基础上，2022 年依旧保持着进出两旺的强劲势头，表明我国珠宝行业在国际供应链上的优势和地位依旧比较牢固。

图 28 中国黄金珠宝进出口额 (亿美元)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院整理

图 29 中国黄金珠宝进出口额增速 (%)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院整理

## 2. 结构视角: 品牌定位层次分明, 竞争格局 “三足鼎立”

品牌企业主要分为三类, 一是国际知名品牌, 如 Tiffany&Co, Cartier, 宝格丽; 二是香港品牌, 如周大福, 周生生, 六福珠宝等; 三是中国本土品牌, 如老凤祥, 老庙黄金, 明牌珠宝等。这些品牌企业多采用全产业链战略, 由品牌效应带来的保真属性深受消费者信任, 进一步扩大了其行业影响力, 对同为中游的首饰加工企业与下游销售渠道和消费者议价能力都较高。

表 4 珠宝首饰品牌概览

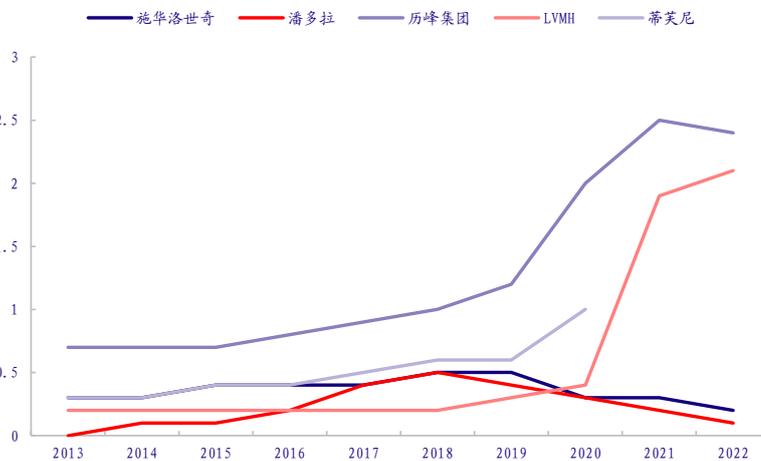
资方	品牌	2022 年 黄金珠宝业务占比	2022 年末 直营店数	2022 年末 加盟店数	2022 年末 总门店数	门店布局
外资	Tiffany & Co.	-	34	-	34	北京、上海、成都、香港
	Cartier	-	36	-	36	
	BVLGARI	-	36	12	48	北上广深及成都共计 19 家
	Pandora	-	-	-	209	
港资	周大福	75.6%	1605	1383	2988	北上广深港澳台共计 487 家门店
	周生生	74%	690	-	690	北上广深天津 128 家门店
	六福珠宝	62.2% (含铂金)	75	2690	2765	
	谢瑞麟	-	193	187	380	北上广深港澳台共计 80 家门店
中资	萃华珠宝	93.62%	19	490	509	东北、华北地区共 411 家
	豫园股份	63.02%	250	4565	4815	上海地区直营 145 家
	老凤祥	黄金销量 148.02 吨, 其他贵金属 0.46 吨	194	5415	5609	
	菜百股份	88.33%	70	-	70	北京地区共 51 家
	潮宏基	27.69%	324	834	1158	华东地区为主

周大生	76.17%	249	4367	4616	一二线城市 1406 家，三四线城市 3210 家
莱绅通灵	2.98%	293	214	507	江苏地区共 214 家
明牌珠宝	94.42%	-	-	近 1000 家	分布于华东、苏鲁、辽川、京津地区
周六福	-	74	3798	3872	华南、西南地区为主
曼卡龙	83.15%	99 (含专柜)	111	210	覆盖浙江、江苏、安徽、湖北、陕西等
迪阿股份	少于 0.93%	631	57	688	新增门店主要位于华东地区
中国黄金	98.96%	105	3540	3642	华东地区 1240 家

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

当前我国珠宝首饰品牌企业已经形成了外资、港资、中资三足鼎立的竞争格局，品牌定位层次分明。按照品牌自身定位区分，外资品牌精准定位于高端珠宝市场，主要面向一二线城市人均可支配收入较高的消费人群，而港资和中资品牌则定位于竞争更为激烈的中高端市场。具体来看，中资品牌将渠道网点重点分布在三四线城市，先行抢占低线城市，而港资紧随其后也正积极布局三四线城市渠道。从全行业来看，预计未来港资与中资品牌在高端珠宝市场的竞争力将落后于外资品牌，而三四线城市将成为未来港资与中资主要争夺的战场。

图 30 外资珠宝品牌中国大陆市占率 (%)



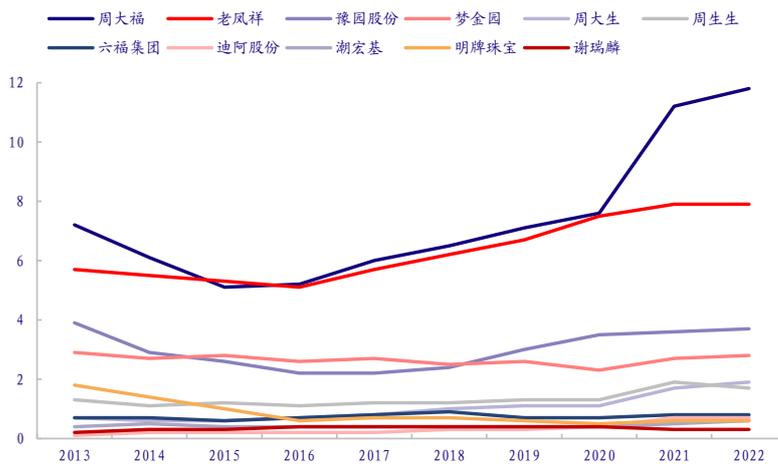
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

但细分至黄金首饰市场，查阅公司官网在销产品可以发现，外资品牌黄金首饰类产品更多为 K 金饰品或镶嵌类饰品，强调产品设计感与时尚感，对黄金本身的保值属性有一定忽略，原因可能是品牌发源地欧美地区消费者群体更加注重黄金首饰的消费属性。而在消费者兼顾黄金首饰投资与消费双重属性的中国市场，其足金首饰产品的缺失会为港资与中资企业进入高端市场打开通道。

K 金首饰方面，对比产品定价，可以发现外资高端钻石珠宝的品牌定价高，使得其市场定位较为局限。卡地亚 (Cartier)、宝格丽 (Bvlgari)、蒂芙尼 (Tiffany) 等外资品牌历史悠久，

知名度高，自身产品定价与定位偏向高净值客户，但是由于目前我国的高净值收入人群在社会中的占比相较于发达国家而言依旧较低，导致这些外资高端品牌在我国钻石珠宝市场中的占有率处于相对较低的位置。从经营方式和门店分布而言，为保证服务与产品质量以及正确地宣传自身品牌形象，外资珠宝品牌在全球所设立的门店大多为自营模式，鲜有加盟门店，并且为了更高效地接触到符合自身品牌定位的高净值客户，外资品牌的自营门店大多开设在人均可支配收入较高的一、二线城市。

图 31 港资、中资珠宝品牌中国大陆市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

港资与中资珠宝品牌商在产品定价与定位均以中等收入人群为主，且产品差异化程度较低，导致二者之间的竞争激烈，需要依靠大力发展渠道与树立更加优秀品牌形象才能在市场中立稳脚跟。足金首饰由于黄金本身质地较软等特点，产品设计差异程度较小，导致消费者对于各大中资或者港资足金首饰品牌的产品设计敏感度较低。在原材料成本及终端产品均差异较小的背景下，线下渠道的搭建与品牌推广便显得尤为重要。目前，我国仍处于消费升级阶段，三四线城市居民消费升级欲望强烈，波士顿咨询公司《中国消费者调查报告》，在 2016 至 2021 的 5 年间，中国 46% 的个人消费增长将由三线及以下城市贡献。但短期内三四线城市居民消费能力与一、二线城市居民仍存在一定差距，因此三四线城市对于与外资品牌相比较为平价的中资与港资珠宝品牌而言无疑是一片新天地。在向低线城市渗透的过程中，渠道铺设与营销能力出众的中资品牌优势更为明显，但港资品牌在意识到低线城市的消费潜力后也正积极开拓三、四线城市市场，大力扩展门店进行跑马圈地，不断提升自身品牌在低线城市市场中的占有率。

## (二) 需求端：多渠道齐发展助推下沉市场建设，消费终端结构逐渐改变

### 1. 总量视角：需求额稳居世界首位，排除价格影响后增速依旧领跑全球

自 2012 年以来，我国稳居全球最大黄金消费市场。我国黄金消费规模从 2010 年的 254.22 亿美元增长至 2022 年的 456.55 亿美元，复合增速高达 5.00%，领先同期世界复合增速 3.43% 的水平。从需求量来看，2010 年至今黄金消费需求从 645.74 吨增长至 788.87 吨，年复合

增速为 1.68%，稍逊于需求额，但仍高于同期世界水平（0.17%）。表明我国消费需求额增长虽受到金价上涨的一定影响，但单从量的角度看增长动力同业充足。

图 32 中国黄金消费需求（吨）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 33 中国黄金消费需求额（亿美元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 2. 销售渠道端：多种销售模式布局不同层级市场，渠道资源进一步向头部品牌集中

**珠宝品牌企业销售模式进一步多元化。**从销售模式来看，与其它品类相似，国内珠宝企业销售也具有自营、经销以及加盟三种连锁模式。这三种模式在渠道拓展、品牌建设、盈利能力方面各有特点。当前中国市场，基于公司品牌建设策略以及目标市场与消费者群体，三种销售模式均有被采用。但进入中国市场的国际高端珠宝品牌如 Tiffany、Cartier 等均为 100% 自营模式销售。

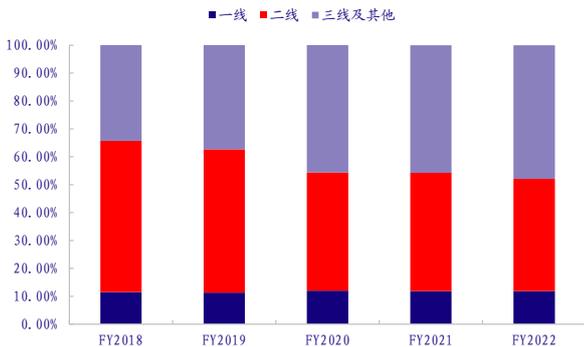
表 5 珠宝品牌企业销售模式概览

销售模式	模式概况	品牌影响与风险承担	盈利模式	主要品牌
自营	设立商场专柜、旗舰店或专卖店的方式进行铺货销售。	强，消费者信赖度最高，品牌方直接承担售后风险。	产品销售	Tiffany、Cartier、谢瑞麟、周生生等
经销	经销商签订协议，经销商根据自身销售情况定期或不定期到公司以公司公布的最新批发价提货并在一定期限内付款。公司与经销商之间是买卖关系，经销商提货后，自行销售、自负盈亏、自担风险。	弱，消费者信任度最低，品牌方对售后风险承担力度小，但可能影响声誉。	产品批发	老凤祥、明牌珠宝等
加盟	加盟商在公司授权下开设加盟店，并自行负责人、财、物、房屋租金等一切经营管理费用。公司可能提供一定的服务并进行监督，包括特许经营权、人员及经营管理培训、统一装修设计等，同时收取一定的费用。	强，但存在假店现象导致消费者信任度有所降低，售后风险可能直接影响品牌方。	加盟费、品牌使用费等费用	六福珠宝、周大生、周大福、潮宏基等

资料来源：中国银河证券研究院整理

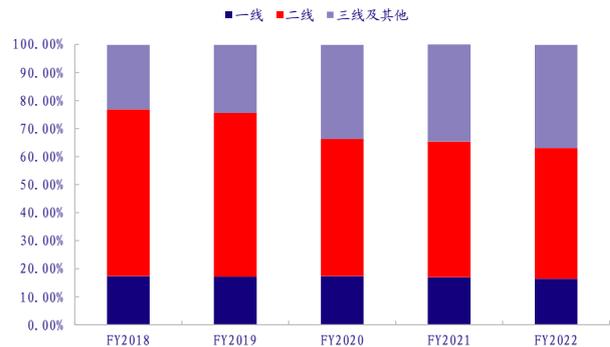
依据渠道特点，港资与中资品牌纷纷借力加盟渠道，积极抢占下沉市场份额。行业龙头公司在渠道铺设方面往往具有前瞻性与代表性，而据行业龙头周大福各年报披露，公司已连续多年提高于三线及以下城市展店速度，2022 财年三线及以下城市零售点占比 47.9%，较 2018 财年增加 13.5 个百分点。下沉市场建设也逐渐显效，三线及以下城市零售额占比实现 13.8 个百分点的涨幅。

图 34 头部品牌不同层级城市零售点对比 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

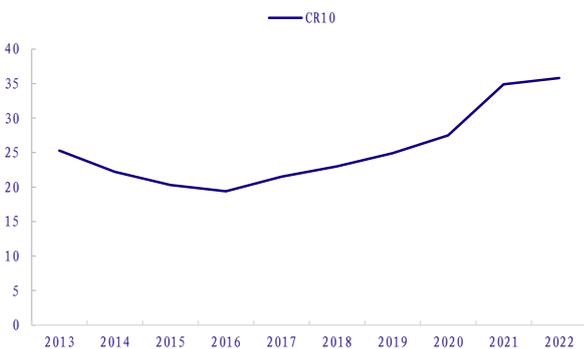
图 35 头部品牌不同层级城市零售值对比 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

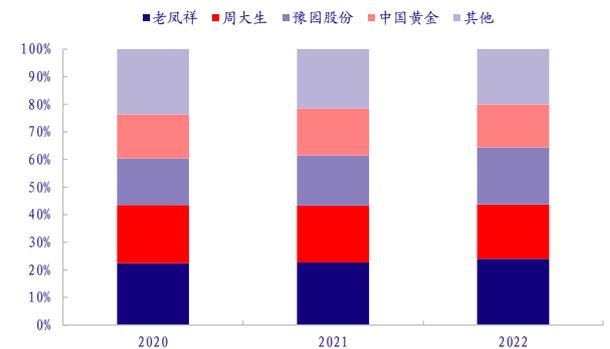
行业集中度有所提升，渠道资源向头部品牌收束。从现有线下门店数目来看，行业内龙头公司门店数量合计占比超过 70%，现有渠道优势明显。而从展店速度来看，行业内龙头公司也明显快于其他上市公司，且在疫情期间表现出更强的承压能力，门店数目保持正增长。总体来看，在较大基数以及较高增速的双重驱动下，头部品牌渠道资源优势愈发明显，门店数目占比平稳增长目前已接近 80%，叠加品牌信任度等消费者心理因素，销量也具备较大的增长弹性，未来行业集中度将继续提升。

图 36 行业集中度 (%)



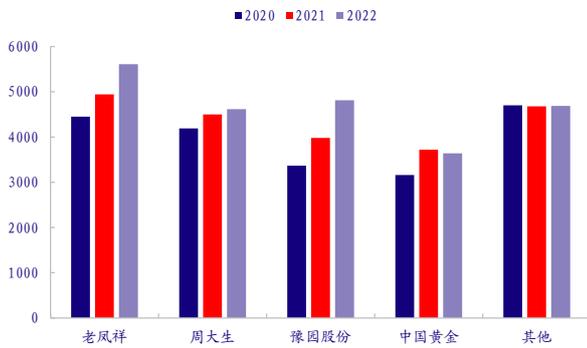
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 37 2020-2022 行业内公司门店数目占比 (%)



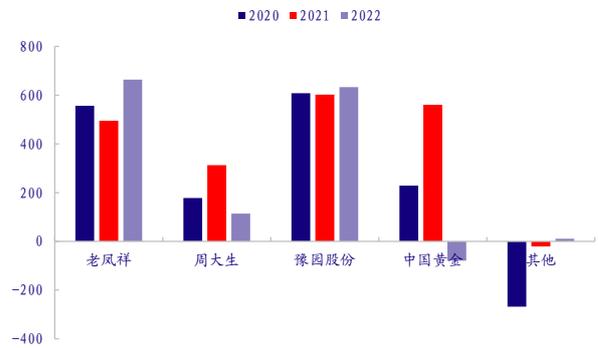
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院整理

图 38 2020-2022 行业内公司门店数



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院整理

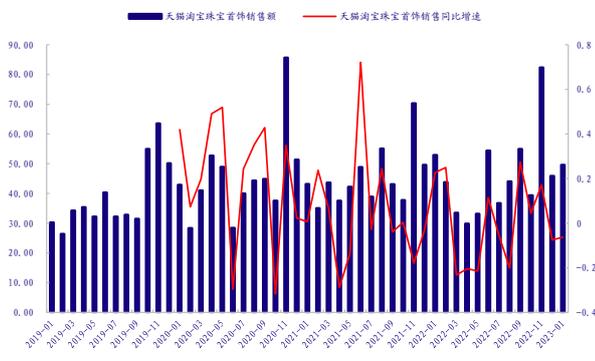
图 39 2020-2022 行业内公司新增门店数



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院整理

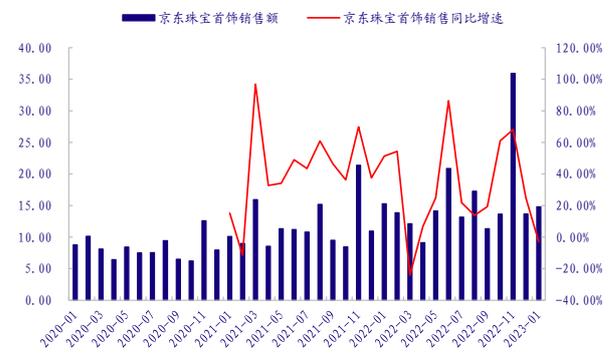
除出传统的三种线下经营模式外，随着电商平台的发展与成熟，多家珠宝品牌公司也已经开拓了线上销售渠道。目前周大福、六福珠宝、Tiffany 等多个品牌均在多个电商平台设有旗舰店。线上销售渠道的开拓与普及，能够进一步便利消费者的选购。观察天猫淘宝以及京东的珠宝首饰销售额数据可以发现，借助“双十一”购物节的平台大额补贴，珠宝首饰类商品也在当月取得了较高的 GMV。与线下销售相比，线上销售渠道能够紧贴“618”、“双十一”等购物节消费红利，品牌能在保持自身品牌调性的同时对旗下产品进行一定程度的打折销售，提升潜在消费者可能。

图 40 淘宝珠宝首饰销售额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：萝卜投研，中国银河证券研究院整理

图 41 京东珠宝首饰销售额（亿元）及同比增速（%）

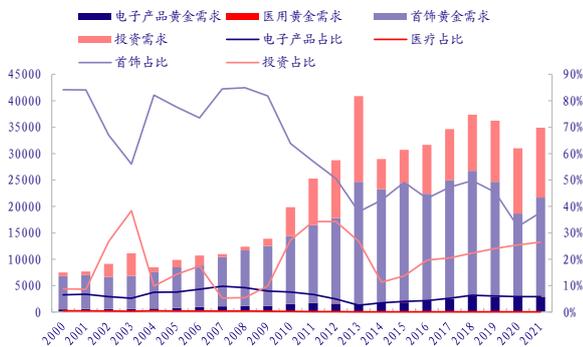


资料来源：萝卜投研，中国银河证券研究院整理

### 3. 消费终端：商品属性与投资属性凸显，首饰购买目的发生改变

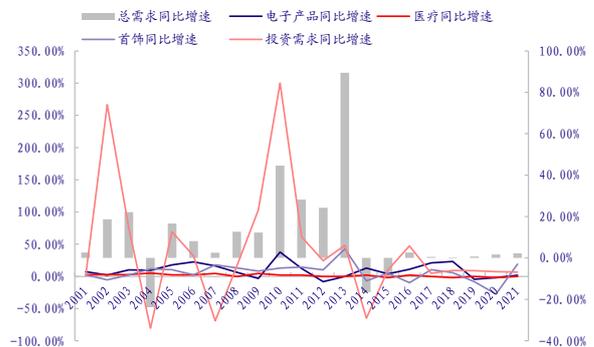
黄金需求可以拆分为消费需求、科技需求以及央行等官方机构需求。其中，科技需求可细分为电子产品行业需求与医疗行业需求。电子产品行业的黄金主要用于精密的电子芯片如触点的制造，2000 年以来，其使用占比虽然随着我国电子产品市场规模的不断扩大有所增长，但其体积小以及黄金原料成本高的特点决定了其占比将会维持在较低水平且对黄金总需求的增速贡献有限。医用黄金主要表现为牙齿镶嵌，随着种植牙技术的逐渐成熟与普及，相关领域的黄金使用已经基本维持稳定并出现小幅度衰退。

图 42 各用途黄金需求量（千金衡盎司）及占比（%）



资料来源：《CPM 黄金年鉴》，中国银河证券研究院整理

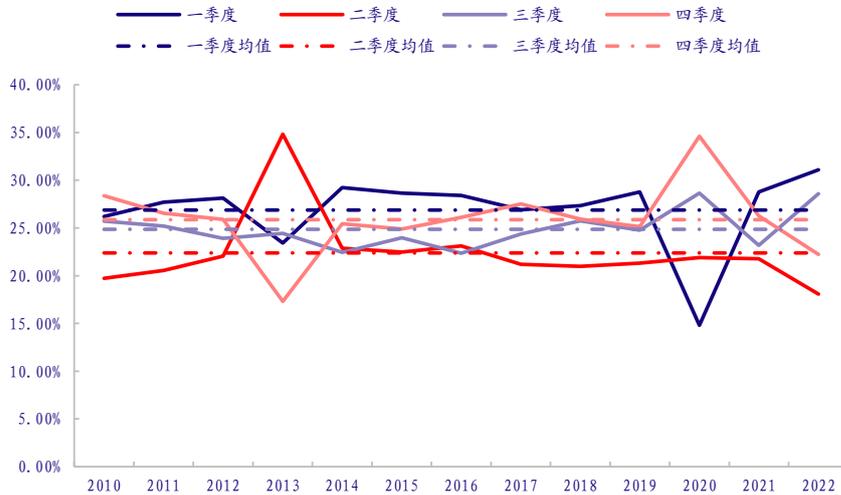
图 43 各用途黄金需求同比增速（%）及总需求同比增速（%）



资料来源：《CPM 黄金年鉴》，中国银河证券研究院整理

黄金消费需求始终是黄金需求的主要方面，占比接近70%，其可以拆分为首饰需求与投资需求。首先从不同角度划分黄金首饰消费市场，总结其发展现状与趋势。按季度划分黄金首饰消费市场，一季度是黄金收拾消费传统旺季，二季度表现则相对惨淡。从季度消费占比来看，除2013年金价暴跌与2020年新冠疫情等外部冲击较大的时间点外，无论在金价上涨周期还是下跌周期，一季度消费占比大都位居全年首位，紧随其后的是四季度，二季度则与其它三个季度拉开较大差距，占比始终较低。从2010年至今的占比均值水平来看，一季度平均占比为26.88%，其后依次为四季度（25.87%）、三季度（24.87%）、二季度（22.38%）。

图 44 分季度黄金首饰消费占比（%）

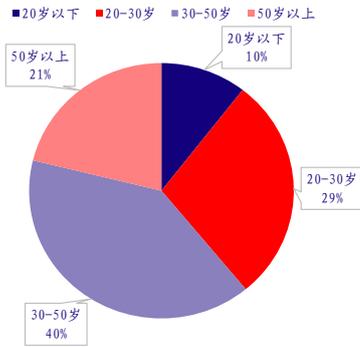


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

若按年龄层级划分黄金首饰消费市场，年龄处于20-50岁的人群是当前主力消费者。从门店消费者占比来看，年龄处于30-50岁的人群是最主要的消费者，占比为39.81%；其次为20-30岁消费者群体，占28.51%。从年龄结构来看，部分Z一代已经进入了主力消费者的年龄段，其他Z一代（0-20岁）占比也达到了10.51%，且59%的18-24岁消费者从未购买过金饰但具有金饰购买意向。我们预计千禧一代（1980年-2000年出生）与Z一代（2000年以后出生）未来将成为黄金首饰的主力消费人群。而从短期购买力角度来看，Z一代大部分仍处于没

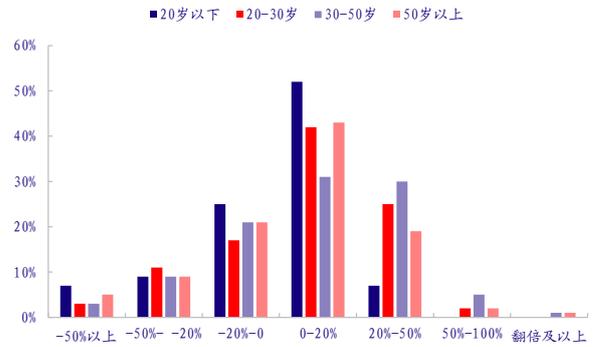
有稳定收入的阶段，虽然随着年龄增长他们的购买力将有一定的提升，但更高的期待还是落在了 30-50 岁以上人群当中，而 20-30 岁人群则具有一个相对比较大的购买力提升的可能。因此，短期来看，黄金首饰消费的疫后复苏与增长还是依赖于当前的主力消费群体。

图 45 2022 年中国各年龄层级消费者黄金首饰消费占比 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

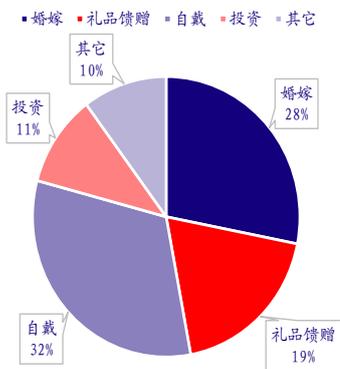
图 46 各年龄层级消费者消费额提升幅度 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

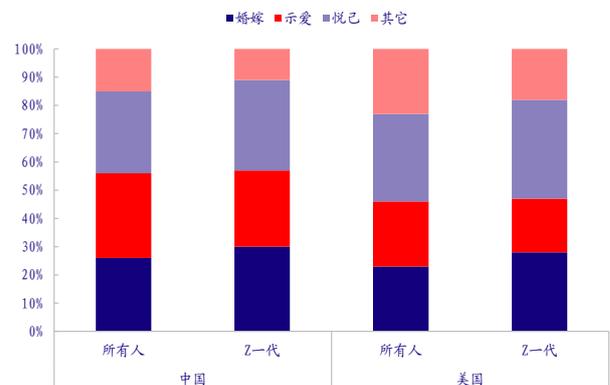
若按黄金首饰消费目的的划分，自戴与婚嫁是黄金首饰消费者购买的主要目的，两者合计占比约 60%。综合年龄阶层与黄金首饰购买目的来看，中国 Z 一代相比消费者总体，购买需求更多的在于婚嫁与悦己，原因主要在于 Z 一代消费者开始进入适婚年龄以及家庭结构所形成的自我意识觉醒。而中美消费者整体相比，中国消费者用于婚嫁与示爱的比例显著高于美国消费者。而示爱以及部分礼品赠送也属于以表达爱情/感情为目的消费需求，对比发现中国的黄金珠宝市场现阶段仍多受到泛婚嫁需求的驱动。

图 47 2022 年中国消费者购买黄金珠宝原因及占比 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

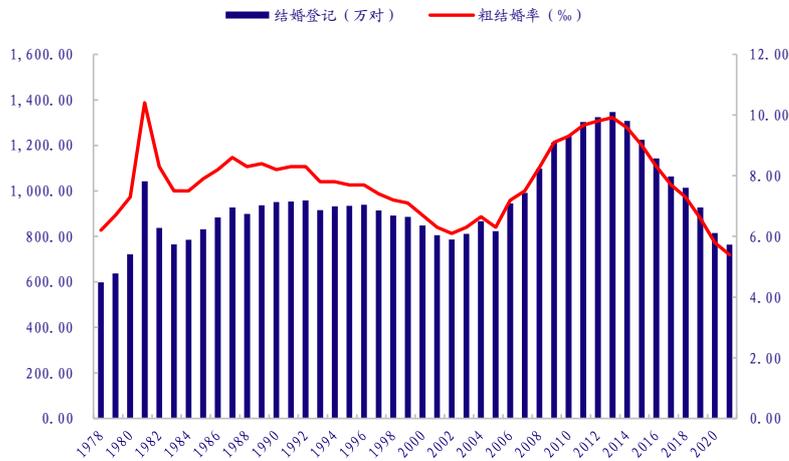
图 48 2022 年中美消费者购买黄金珠宝原因对比 (%)



资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院整理

中短期内，随着 Z 一代消费者群体开始成为黄金珠宝主力消费群体，我国黄金珠宝行业中为满足婚嫁需求的消费仍有一定的成长空间。但长期，结合我国近年来的结婚登记对数以及粗结婚率数据来看，二者均处于稳步下滑的区间内，进一步向改革开放以来的最低水平靠拢。截止 2021 年，我国结婚登记对数共计 764.30 万对，较去年同期同比下滑 6.14%，近五年 CAGR -6.38%；粗结婚率为 5.40‰（千分之 5.40），较去年同期降低 0.4‰，近五年 CAGR -6.85%。

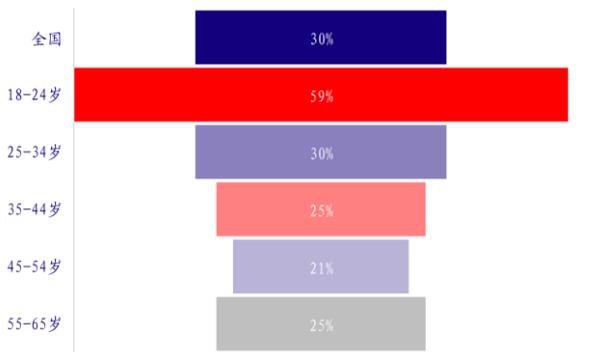
图 49 中国结婚登记数（万对）及粗结婚率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

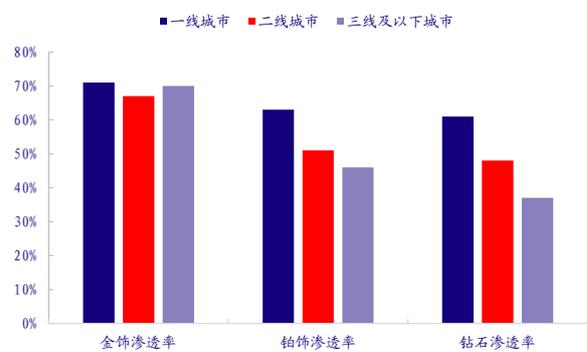
若按城市层级划分黄金首饰消费市场，截止 2016 年我国三、四线城市的黄金首饰渗透率已经与一线、二线城市持平，黄金首饰渗透率大幅领先于其它品类饰品。截止 2016 年我国一线城市的黄金首饰渗透率为 71%，与三、四线城市的渗透率的 70% 已经基本持平。从数据上来看，我国各线城市的黄金首饰渗透率已经处于较高水平。推测原因主要是中资与港资珠宝首饰品牌零售商持续加强下沉市场建设，在三、四线城市的渠道铺设，带动三、四线城市的黄金首饰渗透率向一、二线城市靠拢。

图 50 各年龄层级从未购买金饰消费者金饰购买意向（%）



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

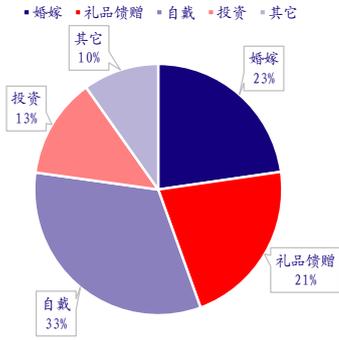
图 51 2022 年不同层级城市首饰渗透率（%）



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

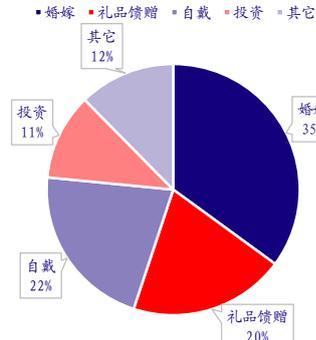
综合城市层级与黄金首饰购买目的来看，一线与新一线城市黄金首饰购买需求同其它各层级城市的需求呈现差异化趋势，非一线层级城市之间差异则较小。通过对比可以发现，一线与新一线城市黄金首饰购买需求中泛婚嫁需求所占比例远低于其它各线城市。在结婚率下滑的大趋势以及国内市场逐渐成熟的趋势下，参照美国等发达国家的成熟市场，我们预计未来我国黄金珠宝中泛婚嫁市场的份额将逐步缩小。随着年轻消费者逐步成为主力消费群里，悦己消费进一步扩大，泛婚嫁需求份额将向自戴转移。综合来看，短期内因疫情导致的婚嫁需求积压可能会拉动我国黄金珠宝市场以较快的姿态复苏，但长期来看，随着结婚率的下跌以及市场逐步成熟化，婚嫁市场对黄金珠宝市场的驱动作用将逐渐减弱。

图 52 2022 年一线与新一线城市消费者购买原因及占比 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

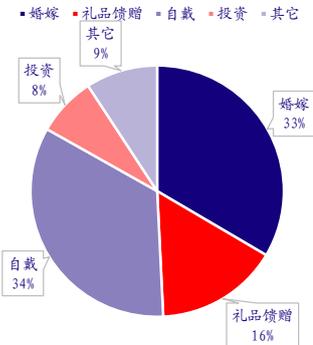
图 53 2022 年二线、三线城市消费者购买原因及占比 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

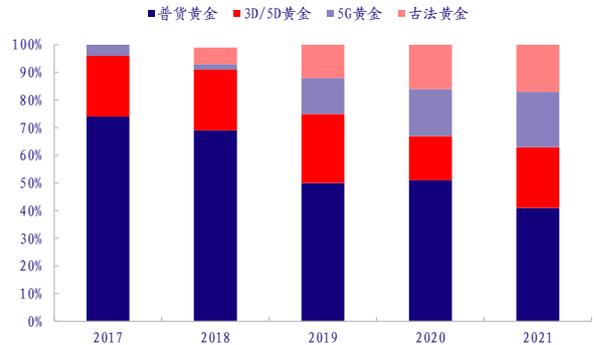
若从黄金首饰制作工艺划分黄金首饰消费市场，古法金等新工艺制作的黄金首饰正逐步受到消费者认可，金饰设计感增强，提振消费需求。当前我国黄金加工工艺主要可分为普货黄金、3D/5D 黄金、5G 黄金和古法黄金。与传统足金饰品相比，新工艺制作的黄金首饰具备更强的设计感或文化属性，在注重悦己消费以及产品设计感与美感的年轻消费者群体中，新工艺制品具备明显优势，成为新的消费吸引点，提振消费需求。近 5 年，普货黄金饰品市场份额不断被压缩，而较早出现的 3D/5D 黄金市场份额也渐趋稳定，而当前更加贴合年轻消费者需求的 5G 黄金与最新出现的古法金市场份额则快速上升。

图 54 2022 年四线及以下城市消费者购买原因及占比 (%)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

图 55 按工艺分类黄金产品及其市场份额 (%)



资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院整理

表 6 行业内公司古法金产品概览

工艺	流行时间	特点	行业影响
普货黄金	较早	质地较软，硬度低，不适宜镶嵌；	-
3D/5D 黄金	2014	采取电铸工艺，硬度较大，同体积质量较小，设计更复杂；但空心容易折断	按件计价，产生了较强的溢价能力
5G 黄金	2017	加入硬金粉熔铸，硬度与强度更高，并改善了韧性与延展性，设计感更强	按件计价，产生了较强的溢价能力
古法黄金	2018	工艺复古，克重较大，不易变形或破损	按克计价，但克重较高所以价格昂贵；同时会收取较高的加工费

资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院整理

**头部品牌也加快推出古法金新品，产品结构优化驱动行业实现高增长。**古法金系列产品由周大福率先推出，具备克重足、外观古色古香并能够融入更多文化元素等优势，所以受到消费者的广泛欢迎。2021 年以来，头部品牌纷纷推出古法金系列产品，在新品类上的持续发力进一步推动了古法金渗透率的提升，考虑到古法金产品工艺密实，克重较大，单位价值量显著高于普货黄金；较早出现的 3D/5D 黄金、5G 黄金也因其设计感与按件计价的计价方式具备较强的溢价能力，所以行业产品结构改善成为规模高增长的驱动因素之一。

**表 7 行业内公司古法金产品概览**

上市公司	古法金产品系列	计价方式	加工费
周大福	传承	按克计价，工费按件计价（同款产品同加工费）	基础产品约 55-80 元/克，复杂设计 100-130 元/克
六福	福满传家	按克计价，工费按件计价（同款产品不同价格）	约 80-90 元/克
老庙	古韵金	按克计价，工费按件计价（同款产品同加工费）	约 50-80 元/克
周生生	古祖	按克计价，工费按件计价（同款产品同加工费）	约 40-70 元/克
周大生	启福、非凡古法金	按克计价，工费按件计价（同款产品同加工费）	约 40-90 元/克
潮宏基	古法系列	按克计价，工费按件计价（同款产品不同价格）	约 40-100 元/克

资料来源：各公司官网，天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

**黄金消费产品除首饰外，也存在金条金币等投资属性较强的产品，其对应消费者的投资需求，且表现出较强的量价互补属性。**此外，部分消费者购买金饰也存在投资目的，因此我们不仅需要关注金饰消费，也需要关注投资类产品的表现。具体来看，在金价长期向上的区间，消费者看好黄金长期回报使得需求量不降反升，进而投资需求额实现量价齐升。而在金价大幅跌落的年份，需求量激增抵消价格大幅下滑带来的负面影响，需求额依旧实现正增长。在金价下行区间，需求量缓慢抬升，对冲价格下滑的不利因素。从历史情况来看，投资需求总额仅在金价大幅下行且其带来的需求量刺激回落后出现滑落，其余年份均实现正增长。

重点关注疫情以来投资需求表现，从量的角度来看，在疫前（2019 年）已处于低基数的情况下，投资需求并未因为疫情导致需求量持续走低。而金价往往在此类外部负面事件中表现较好，这一规律支撑投资需求额稳健抬升，并在疫情影响稍弱的年份出现大规模增长。目前投资需求总额已修复至 2018 年水平，后续随着疫情退去以及金价上涨有望持续抬升。

图 56 中国金条金币需求量(吨)及同比增速(%)



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院整理

图 57 中国金条金币需求额(吨)及同比增速(%)



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院整理

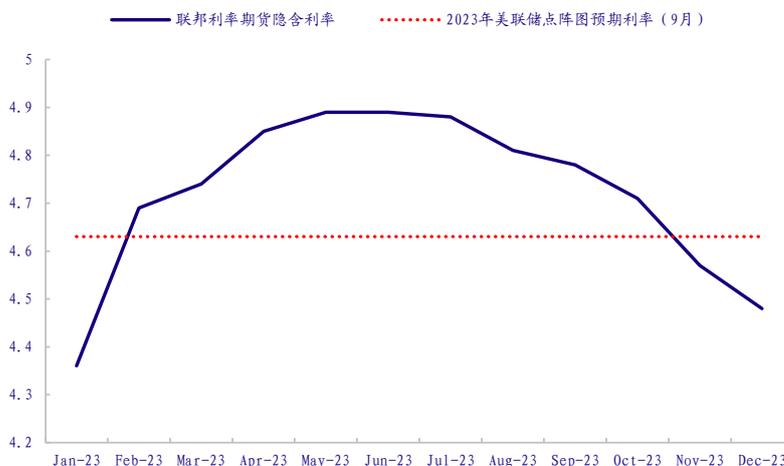
## 四、国内市场增量空间充裕，金价上涨周期有望迎来量价齐升

### (一) 全球视角：金价抬升趋势明显，行业景气度不断提升

#### 1. 流通属性：加息见顶释放压力，多重因素助推上涨

市场普遍预期美联储加息见顶，抑制金价上行压力有所减轻。复盘历史来看，金价的大牛市往往开始于加息的顶点，其价格高位也将在加息结束后继续维持一段时间。2000年5月、2006年6月以及2019年1月三轮加息的顶点之后，金价均开始了新一轮的牛市。而在进入降息周期后，黄金价格并未迅速回落，仍在高位维持。当前市场普遍预期2023年下半年的美联储转向降息，虽然本轮黄金价格上涨早于加息顶点，但根据历史经验其上涨趋势将会持续延续至降息周期内。因此我们认为此轮黄金牛市短期内不会结束，黄金价格有望继续上涨。

图 58 联邦利率期货隐含利率

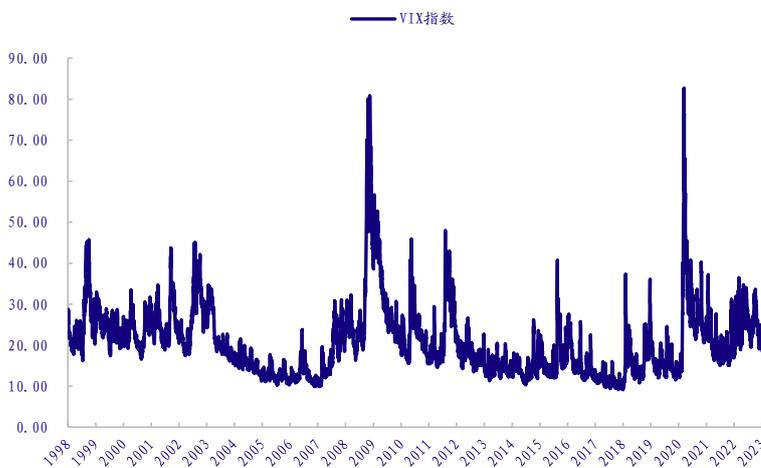


资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院整理

地缘政治风险不减，VIX 指数高峰频发，黄金以其优秀避险属性或在不稳定局势中持续走

强。从用于评估未来风险的 VIX 指数的历史情况来看，当 VIX 指数出现较为频繁的峰值——即全球风险陡然加剧时，随后往往伴有黄金价格的上行区间。这是由于投资者希望通过黄金投资来保护自身免受动荡冲击，而地缘政治因素是影响 VIX 指数的重要因子，因此地缘政治冲突的爆发也会支撑黄金。观察地缘政治风险指数可以发现，2022 年该指标达到了 2020 年以来的高位，超过 03 年伊拉克战争时的水平；同期，VIX 指数也近乎连续多月处于高位。2022 年黄金的韧性很大程度上应归因于地缘政治风险溢价。展望未来，地缘政治风险指数虽然有所回落，但仍处于较高的水平并将保持波动。在风险较大的情况下，我们认为投资者将会持续青睐于黄金投资及其它黄金饰品，同时黄金价格也会保持上升态势，量价齐升实现行业景气度抬升。

图 59 VIX 恐慌指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

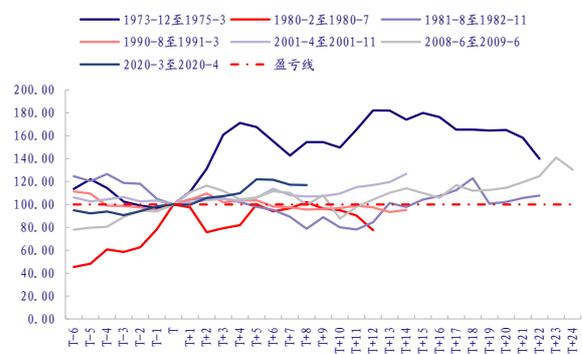
美国经济衰退预期延后但仍将到来，过往衰退周期下黄金表现较好。黄金在过去美国经济研究局定义的七次衰退中，有五次实现了正向回报。据全球 PMI 数据与彭博预测，制造业与服务业 PMI 虽有所波动但整体下行趋势明显，专家预测全球经济衰退概率已从 2022 年 4 月的 16.31% 快速上涨至 10 月的 46.14%。而共识预测明年全球 GDP 增长仅为 2.1%，忽略全球金融危机和新冠疫情的影响下将成为 40 年来全球经济的最低增速，并符合国际货币基金组织对于全球衰退（增长低于 2.5%）的定义。

图 60 全球制造业与服务业 PMI 及专家预计经济衰退概览 (%)



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院整理

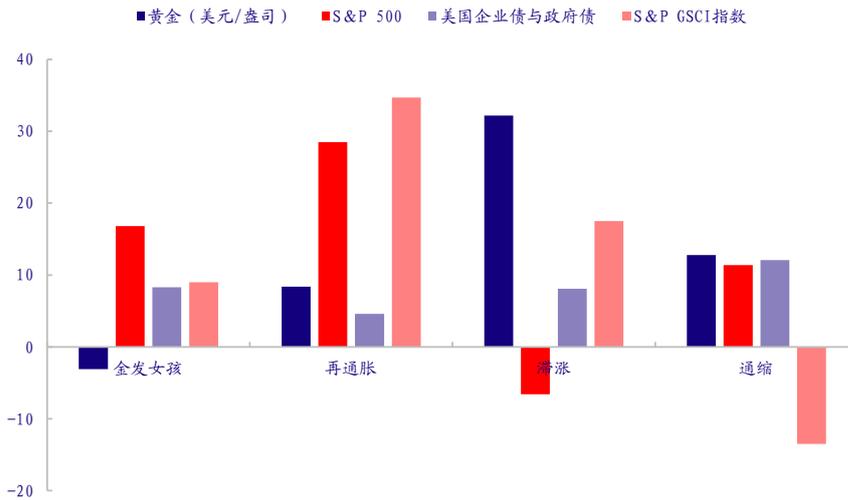
图 61 黄金价格在历史衰退区间的表现



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院整理

高通胀时期，信用货币贬值，但黄金因其固有属性具备抵抗通胀能力，在该时期往往表现更佳。根据世界黄金协会的数据，在通胀率高于 3% 的年份，金价平均上涨 14%；在美国 CPI 平均同比增速高于 5% 的年份，金价平均回报率接近 23%。因此通常情况下，通胀和黄金价格之间存在正相关关系。

图 62 不同通胀时期各资产经滞胀调整后年均回报率 (%)



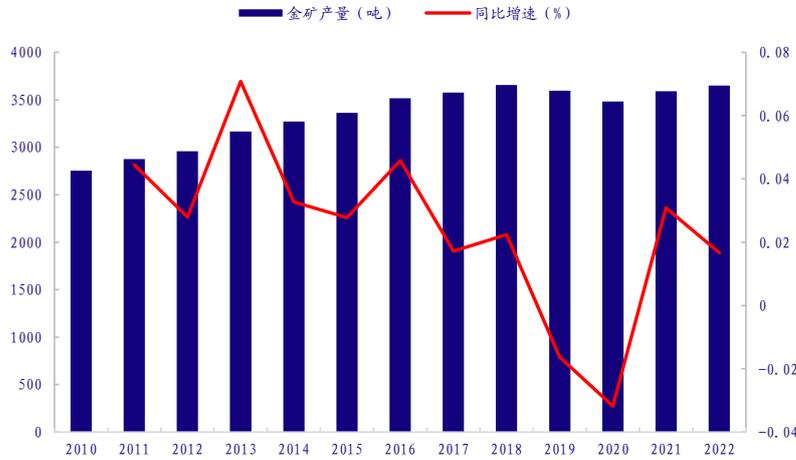
资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

## 2. 商品属性：上游成本抬升趋势凸显，消费大国疫后复苏与央行储备增加助力需求维稳

从总产量角度看，金矿产量增速显著降低，且在外部负面影响下可能出现负增长，供给呈现相对刚性。2022 年全球金矿贡献 3611 吨供给量。自 2013 年达到高点后，全球金矿产量的增速持续走低，2010-2016 年 CAGR 为 3.65%，2017-2022 年 CAGR 则仅为 0.22%。我们认为，矿产金是全球黄金供给的主要来源，当前金矿产量进入低增速时期，导致黄金供给增速同步放缓，进而供给表现出了一定的刚性。在供给量的增速走低的情况下，全球供需增速可能再次不匹配，形成新的供不应求的市场局面，推动金价继续上扬。

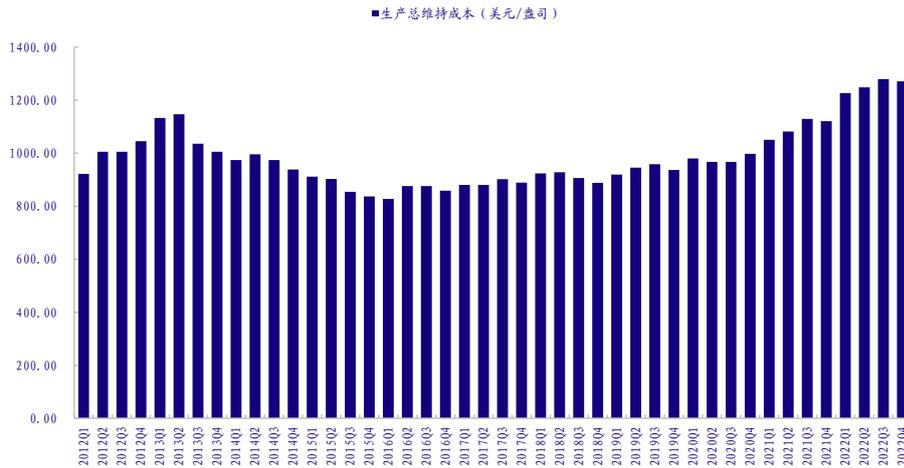
从已开发矿山的生产运维来看，自 2020 年第一季度起，全球上游金矿生产总维持成本开始上扬。原因主要系地上金矿基本开采完毕，地下金矿开采成本相对较高以及矿石品位下滑导致的矿量处理量上升，另外全球能源价格受地缘政治影响持续高企，也导致了开采成本上涨。长期来看，能源价格可能会有所下滑但矿石属于不可再生资源，地下探明储量的减少以及地下开采带来的高成本将会持续影响上游企业。采金业 AISC 在未来仍有望保持刚性且其核心上升动力将长期存在，进而在成本端实现对黄金价格的托底作用。

图 63 全球金矿产量（吨）及同比增速（%）



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

图 64 黄金生产总维持成本（AISC）（美元/盎司）



资料来源：世界黄金协会，Metals Focus，中国银河证券研究院整理

从新矿山开发角度看，单位初始资本成本自 2020 年跌落低位以来又有了重新抬升的态势。从截至 2020 年 12 月的矿山开发项目来看，2023 年及其以后的矿山开发项目单位初始资本成本逐年抬升，且这些项目存在于南美、北美、非洲等多个大洲。初始投入与后期运维成本的双重抬升直接影响上游企业成本回收与盈利实现，因此将对黄金价格维持相对高位形成助力。

图 65 新矿山生产单位初始资本成本（美元/盎司）



资料来源：《CPM 黄金年鉴》，中国银河证券研究院整理

从消费市场来看，作为全球最大黄金消费市场的中国逐步摆脱疫情困扰，金饰等可选消费品消费情况 2023 年有望得到较大修复。2020 年初的疫情致使 2021 年全年社消增速呈现出前高后低的趋势，两年均速逐步向前期区间靠拢，2022 年则是受到二季度与四季度内的两轮疫情冲击，两次接近波底，出现阶段性的负增长情形。但年末疫情防控政策放开，随着短期负面效果退散，其长期提振效用已于春节消费开始体现。

**第二大市场印度方面，婚庆需求拉动金饰消费上涨，成立交易所助力印度维持贸易枢纽地位。**2023 年印度结婚吉日多达 67 天，较 22 年增加 12 天。因传统文化影响，印度民间婚庆尤为重视黄金首饰，2023 年结婚吉日的增加预计将形成更多的金饰消费高峰，提振印度金饰市场。投资端，印度近年形成了金饰珠宝强制标记制度以及印度国际金银交易所，进一步规范国内贵金属市场，提升国内贵金属的纯度与质量。

其它市场方面，2022 年中东地区、欧洲、东盟市场及澳大利亚市场均录得金饰需求同比正增长。虽然部分地区是由 2021 年疫情严重影响带来的低基数效应所致，但总体而言金饰需求已经恢复到了疫情前水平，预计后续保持稳定增长。美国市场虽然于 2022 年有所衰退，但仍位于疫情前水平之上。全球消费端主要衰退的地区落于除中国外的亚洲市场，日韩两国均未恢复至疫前水平，且其增长仍存在较大压力。

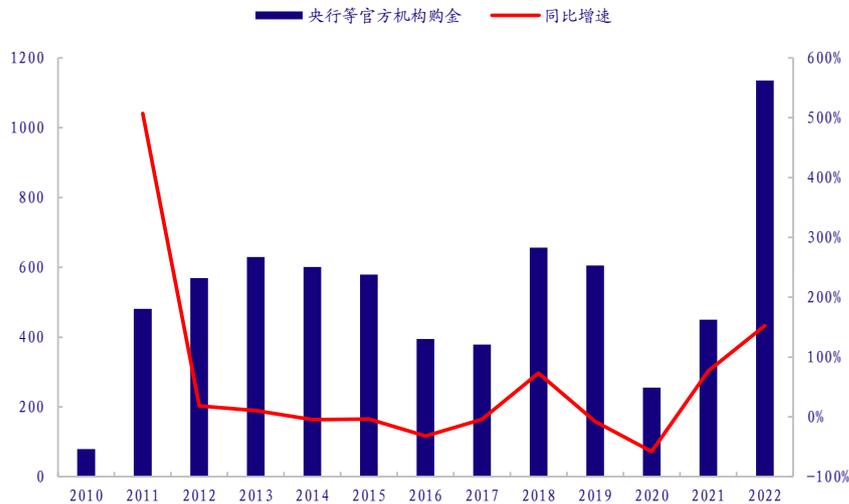
综合全球消费市场尤其是金饰消费来看，最大消费市场中国与印度都将存在明确的消费增长点；全球其它大部分区域 2022 年已恢复至疫前水平，并将保持温和的增长；虽然东亚部分地区存在衰退风险，但其消费占比较小。我们认为，未来全球黄金消费市场将在中印两国的稳定复苏以及大部分市场的平稳增长下形成温和的增长态势，需求端的平稳增长将对黄金价格继续上扬产生一定的推动力。

### 3. 投资属性：央行需求持续旺盛，黄金储备价值凸显

2022 年四季度全球央行购入黄金 417 吨，单季购金量接近 2021 年全年 450 吨水平。综合 2022 年全年来看，全球央行购金量达到 1136 吨，达到 1950 年以来最高水平。央行部门作为全球最大的资产配置部门，其大力购入黄金将增强市场投资者对于黄金的信心，有助于进一步

推高黄金价格。

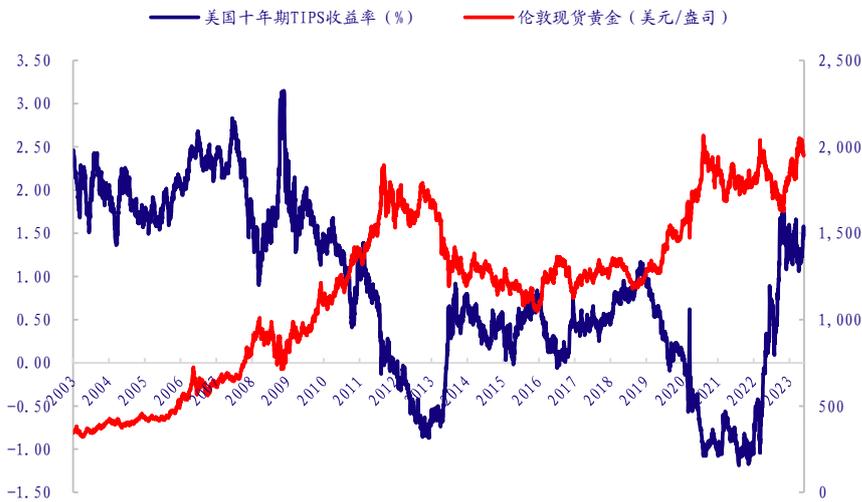
图 66 全球央行等官方机构购金合计（吨）及同比增速（%）



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

选取美国十年期 TIPS 收益率作为实际利率的估计值可以发现，黄金价格与实际利率呈现出明显的负相关关系。当前市场普遍预期美债收益率随着美联储加息见顶而触顶，未来转向下行趋势。依据历史经验，黄金价格将在实际利率下行周期内呈现上涨态势。

图 67 美国十年期 TIPS 收益率（%）及伦敦现货黄金价格（美元/盎司）



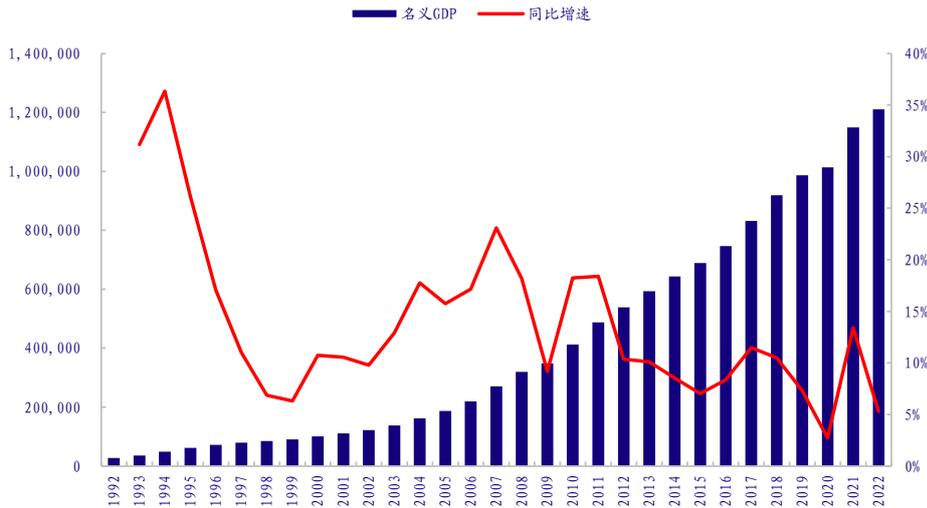
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （二）国内视角：黄金珠宝行业增长空间广阔，宏微观两层面增长动力充足

## 1. 中国人均珠宝消费额偏低，多重宏观因素推动销售额上涨

黄金珠宝作为奢侈品消费的门类之一，其销量上升离不开我国宏观经济各指标的持续增长。我国黄金珠宝行业的快速发展期（2003-2013年）同期，名义GDP同比增速也处于较高水平。

图 68 中国名义 GDP（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

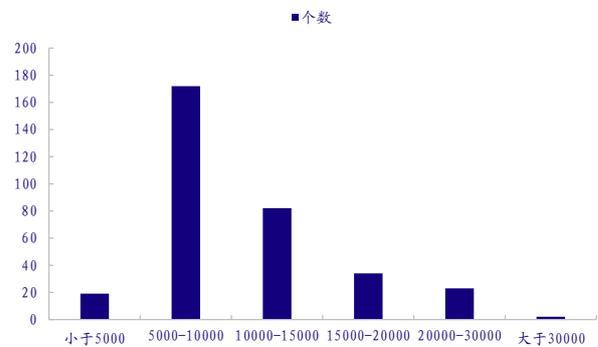
根据麦肯锡消费者需求分析报告，当人均 GDP 达到 3,000-4,000 美元时，消费需求主要集中在珠宝、名表、服装等品类。回顾美国市场发展情况，1969 年至 1987 年美国的人均 GDP 处于 5000-20000 美元，20 年内美国珠宝销售额以及珠宝消费占消费支出的比例持续提升。目前我国人均 GDP 已经达到 12000 美元，全国 42.47% 城市人均 GDP 大于 10000 美元，接近 95% 城市人均 GDP 超过 5000 美元，依据美国市场历史发展情况，我国将进入珠宝等奢侈品消费需求旺盛阶段。在该阶段，珠宝首饰的消费需求也朝着个性化、多样化方向发展。因此，通过深度挖掘特定群体的消费偏好，在某一细分领域形成竞争优势，已成为珠宝首饰企业顺应市场新形势的必然选择。

图 69 中国人均可支配收入（元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 70 人均 GDP 位于不同区间的城市个数

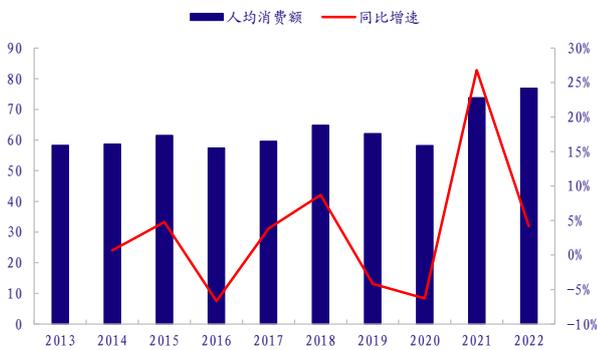


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

但与发达地区相比，我国人均珠宝消费额偏低，疫情年间保持正增长，中长期提升空间充足。从国内增速来看，2013-2020年我国黄金珠宝人均消费额小幅波动，整体未呈现出明显的变动趋势。但自2020年起，人均消费额开始上涨，尽管2022年受疫情影响较为严重，但并未改变这一态势。我们认为原因主要系新冠疫情的影响时间不确定以及地缘政治因素的不确定性，使得国内民众避免情绪上涨，并通过购买相对保值的黄金珠宝类产品实现风险规避。

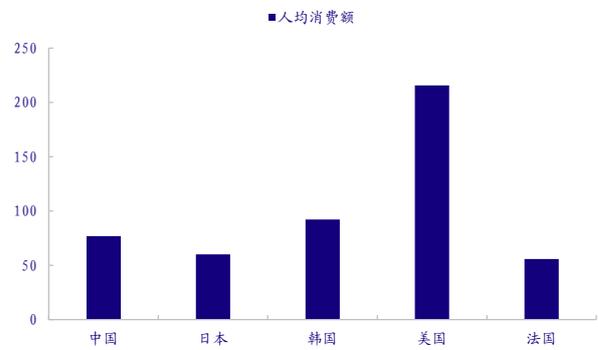
但2022年中国人均珠宝消费额仅为76.9美元，韩国和美国则分别为92.1美元与215.7美元，与发达地区相比，中国人均珠宝消费额仍有较大提升空间。而珠宝首饰作为可选消费品，其消费额受人均可支配收入影响较大。中国尤其是大陆市场人均消费额保有巨大增长空间，且居民人均可支配收入稳步上涨加持购买能力的情况下，我国黄金珠宝市场销售额有望迎来戴维斯双击。

图 71 中国人均珠宝消费额（美元）及同比增速（%）



资料来源：中国银河证券研究院整理

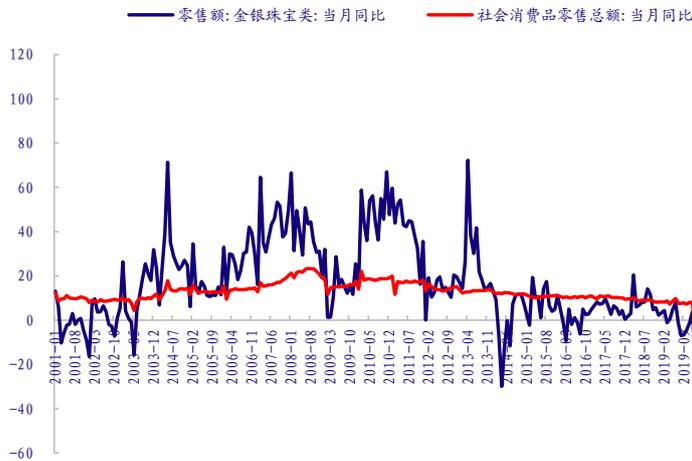
图 72 世界多国人均珠宝消费额（美元）



资料来源：中国银河证券研究院整理

黄金珠宝产品作为可选消费品，在对宏观经济影响较大的“黑天鹅”事件中增速表现出了较大的波动性。观察2003年“非典”疫情以及2008年金融危机时期金银珠宝与社消增速情况可以发现，在“黑天鹅”事件下两者呈现同向变动，但金银珠宝类波动幅度较大。而在事件过后的复苏中，金银珠宝类的复苏幅度也同样较大。在新冠疫情较为缓和的2021年初也表现出了该规律。目前新冠疫情对于我国的影响正逐渐消退，基于历史规律我们认为，未来金银珠宝类将迎来可观的消费复苏，领先于社消增速。

图 73 金银珠宝类社消零售额月同比增速 (%) 与社消总额月同比增速 (%)



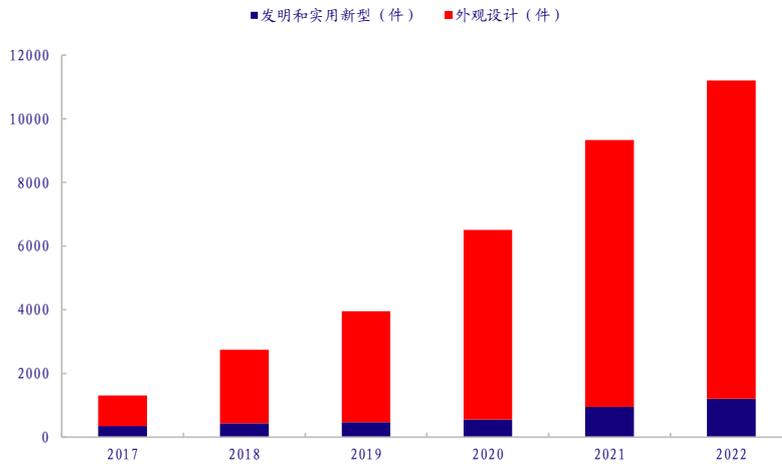
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 供给端利好因素驱动景气度上行, 需求端负面因素构成冲击较小

**一口价改克重:** 一口价计价出现于上世纪 90 年代, 最初是为了抑制金价不透明时期销售乱象所设。但进入二十一世纪, 部分内地珠宝品牌将一口价黄金与按克计价黄金在终端混售引发了高客诉, 同时也受终端竞争倒逼影响, 2021 年底开始各头部品牌先后推动将一口价黄金重归为按克计价。现阶段一口价计价方式主要留存于 3D/5D 黄金、5G 黄金等新工艺产品上, 普货金饰与古法金普遍回归克重计价。**克重计价价格相对透明, 提振消费者消费信心, 客观上刺激了销售;**但相对透明的计价方式也使得品牌溢价空间受影响, 中小品牌加盟店面受到的冲击也更为严重, 存在客流被大品牌抢夺的情况。克重计价回归趋势可能助推行业集中度进一步抬升。

**专利数目保持高增速, 研发创新创收增效:** 据中宝协数据, 2022 年我国珠宝行业有关的外观设计、发明和实用新型三种类别的有效专利总数突破 1 万件, 达到 11,202 件, 较 2021 年同比增长 20%。其中外观设计专利 9,996 件, 同比增长 19%; 发明和实用新型专利 1,206 件, 同比增长 27%。外观设计类专利数目增加意味着黄金首饰设计更加多样化, 在注重悦己消费的大趋势下, 多元化设计有利于提升潜在消费可能。发明和实用新型专利则更多体现在制作工艺上, 专利数目增加可能进一步升级首饰企业生产线, 增强品控能力, 长远有利于企业维护品牌形象以及降本增效。

图 74 黄金珠宝行业发明专利情况（件）



资料来源：中宝协，中国银河证券研究院整理

回顾历史上两轮金价上涨周期（2012 年、2020 年）可以发现，金银珠宝类社消零售额在金价上涨时均不会受到过大影响，我们认为原因主要系金价上涨带来的价格盈利抵消了一部分销量下滑的负面影响。

图 75 2010 年起金银珠宝类社消零售额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

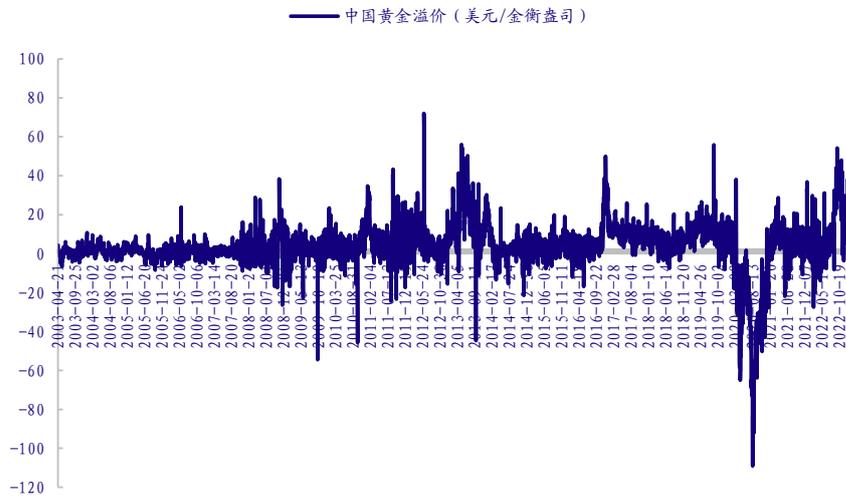
图 76 2010 年起伦敦现货黄金价格（美元/盎司）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

中国国内黄金溢价长期处于正区间，现阶段国内黄金溢价与 2012 年国内金价大幅上涨时期仍有一定差距，结合 2012 年国内零售额情况，我们预计金价差异对未来黄金珠宝零售市场的冲击有限。

图 77 中国黄金溢价 (美元/金衡盎司)



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

### (三) 市场规模预测：乐观预期零售市场规模或可增长至 5989 亿元

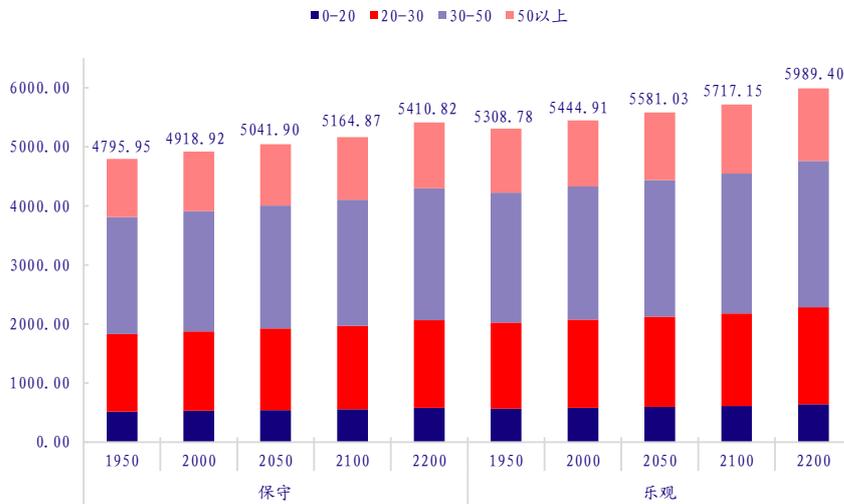
考虑到未来黄金珠宝市场将持续受金价上涨影响，且在历史同期价格上行区间对销量影响有限，我们预计未来黄金珠宝市场将迎来量价齐升。销量方面，我们按年龄划分进行预测，人均消费量增长幅度以世界黄金协会对不同年龄层级消费者的调研结果为依据，以中位数做保守估计，最大值做乐观估计得到未来人均消费量；同时对未来不同年龄层人口数以现有情况做简单平移估计。价格方面，由于一段时间内可能出现波动，预测中进行了取均数处理，范围以目前金价为底价，2200 美元/盎司为最大值。综上，我们乐观预期我国黄金珠宝市场的终端市场规模约为 5989 亿元，保守也可达 4796 亿元，较 2022 年市场规模有 50-88%的提升空间。

表 8 黄金珠宝消费量预测

	年龄 (岁)	当前人均消费量 (克)	预计增长率 (%)	预计人均消费量 (克)	当前人口数 (亿)	预计人口数 (亿)	预计消费量 (吨)	预计消费总量 (吨)
保守	0-20	0.25	2.00%	0.26	3.26	3.45	89.54	834.12
	20-30	1.35	8.90%	1.47	1.67	1.56	228.36	
	30-50	0.73	12.10%	0.82	4.30	4.21	344.80	
	50 以上	0.34	7.20%	0.37	4.87	4.66	171.42	
乐观	0-20	0.25	12.10%	0.29	3.26	3.45	98.41	923.32
	20-30	1.35	20.70%	1.63	1.67	1.56	253.11	
	30-50	0.73	24.40%	0.91	4.30	4.21	382.63	
	50 以上	0.34	18.30%	0.41	4.87	4.66	189.17	

资料来源：世界黄金协会，国家统计局，中国银河证券研究院整理及预测

图 78 黄金珠宝市场规模预测



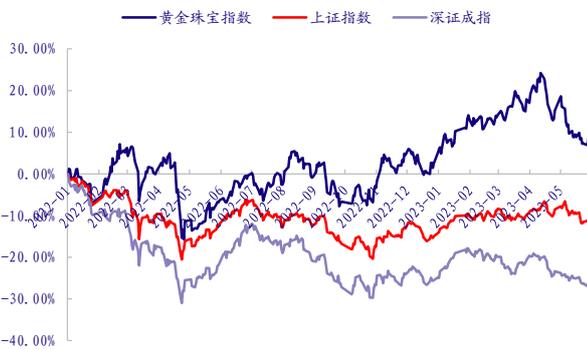
资料来源：中国银河证券研究院整理及预测（横轴为伦敦现货黄金平均价格）

## 五、黄金珠宝行业在资本市场中的表现

### （一）黄金珠宝行业指数相对涨幅优势明显，估值指标进入上行阶段但仍位于较低水平

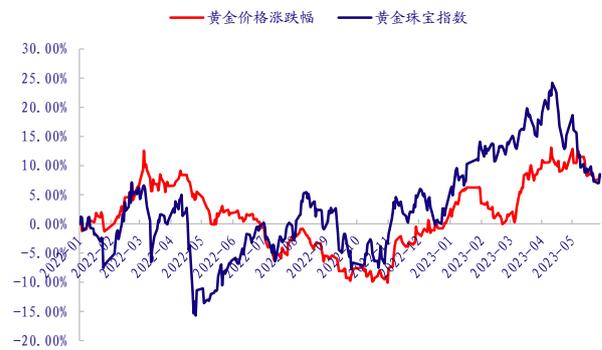
2022 年年初至今黄金珠宝指数上涨 8.53%，大幅跑赢同期上证综指（-11.78%）、深证成指（-27.03%）。黄金珠宝指数走势与黄金价格走势大体上保持相同的趋势，价格走势是黄金珠宝指数涨跌的重要动能之一。2022 年初，黄金价格走高带动黄金珠宝指数上涨，在两大股指振荡时跑出明显的涨幅优势。2022 年中旬，尽管黄金价格下滑，但市场整体向好的背景下，黄金珠宝指数也随大环境实现上涨。市场整体环境与黄金价格走势可分作不同的驱动因素带动黄金珠宝指数上行，因此其表现出较长的上涨区间。但需注意在大盘向下叠加价格跌落时刻，黄金珠宝指数可能出现超跌现象。当前黄金价格持续走强，因此在大盘相对平稳的情况下仍保留了增长动力，指数表现值得期待。

图 79 黄金珠宝指数 2022 年年初至今累计涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

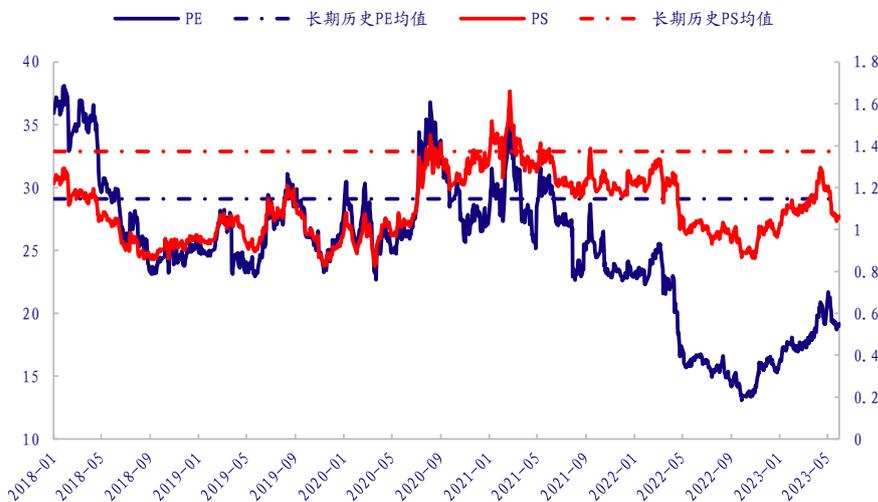
图 80 黄金价格涨跌幅 (%) 与黄金珠宝指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

近期黄金珠宝行业总体表现与 PE、PS 的变化趋势虽较为契合，但长期来看估值修复速度明显不如指数。自 2022 年 3 月中旬起，由于全国多地疫情散发以及上海地区长时间大规模疫情等黑天鹅事件，严重拖累黄金珠宝行业，使得 PE 值跌破 20 并一路走低。当前 PE 值已渡过底部进入上涨阶段，但仍大幅低于长期历史均值水平，PE 估值修复空间充裕。至于 PS 估值水平，同样自 2022 年 4 月中旬起受新冠疫情影响突破前期中枢 1X 水平，年初金价上涨带动 PS 估值修复，但近期金价承压又再次下挫，目前 PS 估值水平小幅低于长期均值水平，仍处于估值的低估区间。

图 81 黄金珠宝指数估值指标



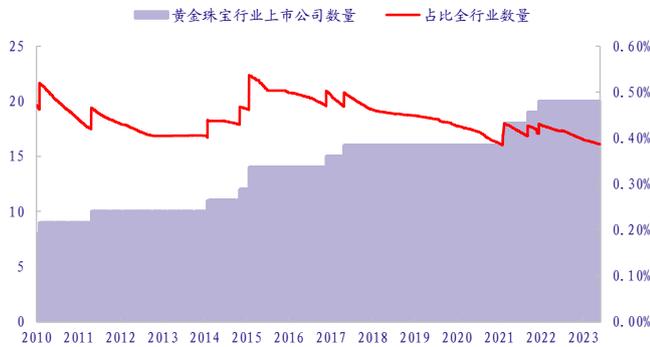
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 市场情绪指标与风险指标: 黄金珠宝大部分行情指标已波动至中值之上, 抗风险性与抗周期性能力较强

目前黄金珠宝行业上市公司市值占全行业市值的比例为 0.98%，接近历史均值水平但与一个标准差的上线水平仍有差距，市值占比在 2022 年 4 月下沉与筑底震荡后现已开始反弹。当前表现高于全时间段范围的中位数水平，但回顾本轮行情，当前仅与 2022 年初市值占比相当，

金价抬升趋势明朗的利好下有望突破前期水平。

图 82 黄金珠宝行业上市公司数量与全行业比例情况 (个; %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

黄金珠宝行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比的比重整体与金价大趋势同向变化,但表现出一定的滞后性。2014 年以前缓和上涨,后受金价低谷以及疫情影响占比受挫,本轮金价上涨行情影响因其滞后性尚未显现。2022 年黄金珠宝行业监测的 20 家上市公司合计贡献营收 6207.34 亿元,占比全市场为 0.87%。净利润则表现出较快的响应速度,于 2013 年随金价跳水大幅跌落,2015 年起缓慢修复,2019 年起在金价利好下快速抬升,且关注公司多处于行业上下游两端高毛利环节,2022 年合计贡献净利润 360.31 亿元,占比全市场为 0.64%。

图 84 黄金珠宝行业营业收入 (亿元) 与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

目前黄金珠宝行业占全行业成交金额的比值为 0.54%,换手率与全行业的比值为 0.91 倍,其中成交额低于历史中位数水平与历史均值水平,换手率也处于历史中位数与均值水平以下。并且回顾 2012 年与 2019 年两轮金价上涨行情发现,本轮行情(2022 年下旬至今)黄金珠宝行业成交额与换手率峰值与均值等各项统计指标均大幅落后。据此我们认为,当前虽处于金价上涨的新一轮牛市,但黄金珠宝行业赛道拥挤度仍较低,板块内个股存在投资机会。

图 83 黄金珠宝行业市值与全行业比例情况



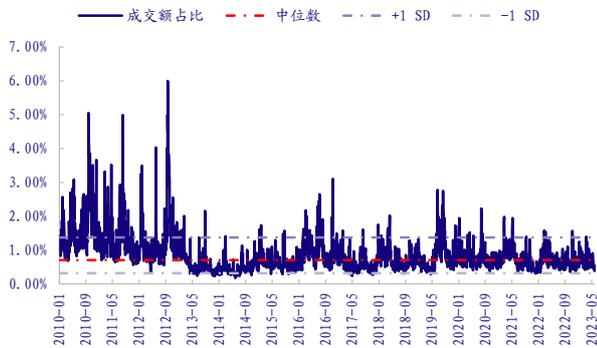
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 85 黄金珠宝行业净利润与 (亿元) 全行业比例情况



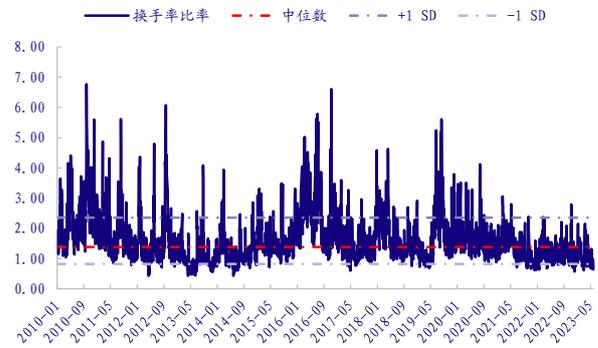
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 86 黄金珠宝行业成交额与全行业比例情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

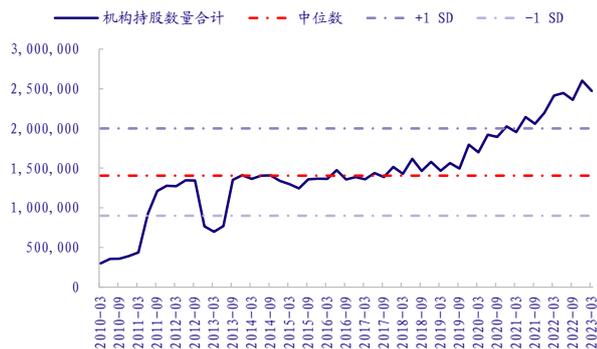
图 87 黄金珠宝行业换手率与全行业比率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

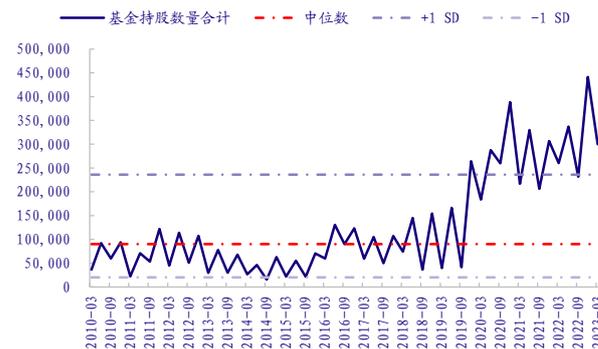
自 2020 年新冠疫情爆发以来, 机构与基金持有行业内股票数持续上涨, 目前均已大幅超越历史中位数水平以及历史均值水平。持股机构持续增加说明行业内个股被较多的机构资金关注买入, 后续的上漲空间充足。

图 88 机构持股情况 (万股)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 89 基金持股情况 (万股)

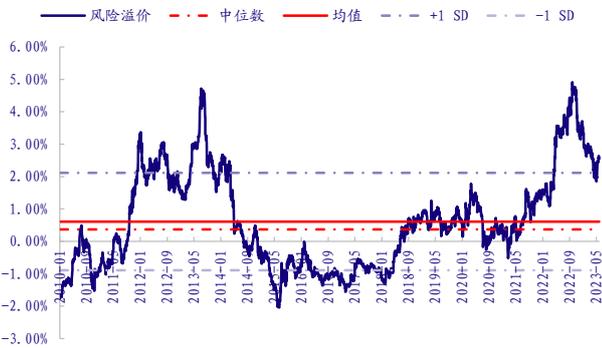


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

此外, 我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率, 由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视为投资超额收益, 当前化妆品行业的风险溢价为 2.53%, 高于平均水平 (0.61%)、中位数水平 (0.37%), 主要是行业内公司年内净利润相对平稳, 但 2022 年股价受整体市场影响出现了一定幅度的下滑短时间内抬升了风险溢价, 直至 2023 年行业内公司股价修复态势明显才开始滑落。且历史上该指标于黄金牛市期间往往保持较高水平, 我们预计虽然风险溢价当前有所回落, 但仍将保持在高历史百分位水平波动并可能再次冲高。

Beta 值衡量了黄金珠宝行业对市场的敏感程度, 与全 A 的 beta 值进行对比后, 如果比例大于 1, 则说明系统性风险高于全市场; 反之亦然。回顾历史金价上涨区间发现, 金价处于高位时期行业 beta 值全市场 beta 的比例往往普遍小于 1, 表明该阶段投资黄金珠宝行业整体风险较低。而全时间范围来看, 中位数为 0.91, 表明黄金珠宝行业具有较强抗风险和抗周期能力。自 2022 年下半年起, 该比值与金价上涨呈反向变动, 当前黄金珠宝行业 and 全行业 beta 值的比值为 1.01, 略高于中位数但市场也给予了较高的风险溢价作为补偿且金价上涨趋势不变, 预计比值仍有降低空间, 投资风险整体可控。

图 90 黄金珠宝行业风险溢价 (%) 走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 91 黄金珠宝行业 beta 值与全行业比例情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 六、行业内龙头企业重视产业链建设，渠道、产品两端同发力加速开拓下沉市场

表 9 核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由	累计涨幅 (%)	相对收益率 (%)
			2023 年年初至今	2023 年年初至今
600655.SH	豫园股份	公司持续在珠宝时尚方面深耕并拓展时尚连锁网络，核心业务扩张升级，海外业务实现一定复苏，多赛道进行发力，度假村业绩持续回暖，大豫园区建设取得进展。	-5.52	-0.11
002867.SZ	周大生	赋予黄金产品新的销售亮点，具有时尚文化的差异化竞争优势，产品持续进行迭代升级，产品研创力度不断增强。	21.10	26.50
600612.SH	老凤祥	黄金行业龙头，品牌历史悠久构建了品牌壁垒，继续推进加盟扩张，渠道铺设快速有效，关注黄金珠宝产品的自主研发能力，将更好地满足多元化的消费需求。	47.31	52.72
600916.SH	中国黄金	公司以母品牌“中国黄金”为核心，主打投资金条/黄金饰品，借助子品牌拓宽产品品类，与母品牌偏传统的饰品形成互补，完善品牌矩阵。积极发挥黄金珠宝央企品牌价值，“国字号”引领中国特色消费文化新篇章。	-3.40	2.00
1929.HK	周大福	国内头部珠宝品牌商，2022 年市占率排名第一。运营策略领先，渠道铺设引领市场，重视下沉市场开拓，困境下展店保持高增速。产品设计紧跟潮流，品牌溢价高于同业。	-14.45	0.34

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (一) 豫园股份 (600655.SH): 双轮驱动奠定业务基石，长期发力黄金业务

## 1. 整合构建产业链，把握生产主动权

上中下游全覆盖，提高自主生产能力，降本提效打造时尚珠宝帝国。豫园股份的优势在于资本雄厚支撑多元协调。公司产业链关键环节，包括开采、鉴定、生产、品牌等珠宝首饰行业全产业链。上游端公司参股招金矿业；中游收购鉴定企业，投资镶嵌加工企业；下游构建多品牌构筑多层次产品矩阵。纵向一体化的产业链模式使公司能够对整体业务进行统一运营管控，保证产品设计、质量和消费者体验均处于最优水平。并且通过整合资源提高自身研发能力，技术引进保证其生产技术的领先地位，可以全方位满足市场需求，提高生产效率，与业内普遍依赖代工的情况形成明显优势。

## 2. 旗下品牌错位布局，迎合终端多元需求

黄金板块自 2002 年以来营业占比逐年提高，至 2012 年已占据 90% 的营业额，是豫园股份资金运转和营业利润的重要来源，也是支撑豫园股份多领域、全产业链投资模式的核心。旗下包括自营品牌：老庙黄金、亚一珠宝、DJULA；代理品牌：Damiani、Salvini。公司以自营品牌为核心，老庙黄金在主打一、二线城市中产家庭的清晰定位下，积极开展国潮探索；亚一珠宝开拓三、四线城市的下沉市场，主打年轻时尚产品，围绕“爱伴侣、爱家人、爱自己、爱朋友、爱宝贝”的“五爱”主题升级产品结构。同时老庙和亚一加快开店速度，巩固公司营收基础，并通过收购海外品牌切入轻奢首饰细分赛道，实现产品覆盖面扩张。

## 3. 扩张与焕新并行，科技赋能提升购物体验

公司门店扩张以上海为核心向四周板块呈辐射扩张，其中上海主要为直营店，周围省份主要为加盟店。加盟店每年展店保持高增速，高于直营店增速 20%。公司近年快速开店有助于提升公司的知名度和市占率，作为行业龙头享受集中度提升红利，我们预计公司未来几年仍将保持快速展店。扩张新门店的同时，对老庙、亚一原有门店进行翻新，老庙品牌升级后新门店融入更多中国元素，整体店面档次更上一层楼；亚一的终端门店对全新升级的 LOGO 元素做了完美的融合，在店铺的背景墙和天花吊顶都有重点呈现，客户进店之后就能感受到亚一的品牌气质。公司同时重视管理的数字化转型与科技应用，开发“好运宝”APP 已覆盖所有两千余家加盟店，老庙携手科沃斯商用，将 AI 机器人注入“人、货、场”格局里。我们预计在年轻群体逐步成为黄金珠宝主流消费人群的趋势下，科技赋能有助于公司拓宽客户年龄段、提升品牌知名度，为培养新一代消费者打下基础。

图 92 豫园股份旗下首饰品牌门店情况



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 93 豫园股份旗下首饰品牌科技赋能情况



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

## （二）周大生（002867.SZ）：低线城市布局领先，持续转向黄金产品开发

周大生是当前全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。经过多年在行业内的深耕细作，公司凭借品牌、渠道、产品、供应链整合、标准化运营等优势，市场影响力和竞争力不断提升。从近几年世界品牌实验室（World Brand Lab）编制的《中国 500 最具价值品牌》排行榜来看，“周大生”品牌价值连续九年排名珠宝品牌类前三，2019 年周大生品牌价值从去年的 376.85 亿元上升达 500.18 亿元。

### 1. 灵活转变产品定位，产品紧跟技术与理念潮流

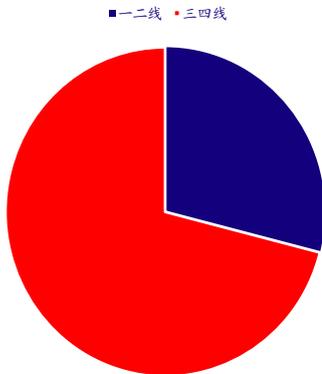
公司主要产品为钻石镶嵌首饰和素金首饰。长期以来公司产品定位为“以钻石为主力产品，黄金为人气产品”，2021 年公司依据市场消费偏好，及时调整产品策略为“黄金为主力产品，钻石为核心产品”，其他为配套产品。公司独家研创了“情景风格珠宝”，专业呈现多种产品风格，精准定位消费人群，有效聚焦表达情感、表现自我两大需求方向。随着全市场悦己需求不断发展，公司愈加丰富完善的产品线以及不断提升的品牌形象将更加获得消费者的青睐。具体来看，公司构建“一童二花三生”六大黄金产品线，携手多个知名 IP 推出联名系列，紧跟新兴古法金技术推出“非凡金”古法金产品，不断提高黄金业务竞争力。

### 2. 深耕三四线城市下沉市场，不断扩张门店抢占空白市场

2022 年公司新开门店 620 家，净增加 114 家，其中加盟门店净增加 103 家，自营门店净增加 11 家。门店总数稳定增长，报告期末门店总数为 4616 家，门店数量较报告期初增长 2.53%。由公司报告期新开自营门店和加盟门店情况可以看出，当前公司主要展店方式为新增加盟店，而新增加盟门店主要集中在三、四线城市。借力三四线城市的可选消费力不断加强，公司经营预计将持续向好。此外，由淘宝电商平台周大生官方旗舰店可以看到，黄金首饰产品价格均在千元至三万元以内。相比国内其他珠宝首饰市场领先企业如周大福，其黄金首饰产品价格区间位于千元到十万元不等，周大生的产品价格更符合我国低线城市的消费水平，因此又具有更大

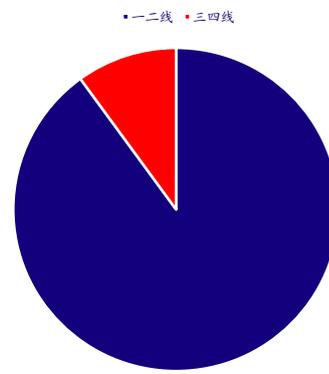
的市场优势。

图 94 周大生加盟渠道新增门店数占比（分城市层级）（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 95 周大生自营渠道新增门店数占比（分城市层级）（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### 3. 轻资产整合经营，集中核心价值环节发力

公司采用资源整合型模式，把握“品牌+供应链整合+渠道”产业模式的协同价值，以品牌定位为出发点，以终端市场需求为驱动力，将珠宝首饰企业附加值较低的生产 and 配送等中间环节外包，既适应行业供应链分工的趋势，降低了生产管理成本，又能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。

## （三）老凤祥（600612.SH）：重视创新开发，产品生产领先同业

公司主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营及销售。主营业务涵盖黄金珠宝首饰、工艺美术品及的笔类文具用品三大产业。其中公司核心板块上海老凤祥有限公司从源头采购到设计、生产、销售，都有着丰富的经验和成熟的体系，尤其在品牌知名度和渠道覆盖率方面具有优势。

### 1. 全产业链布置，中游生产技术领先

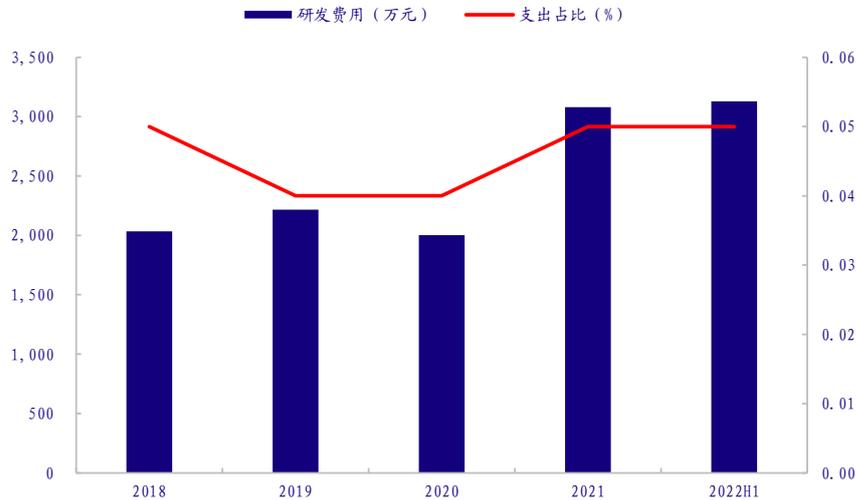
老凤祥集科工贸于一体、产供销于一身，形成从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地。公司投资建设的“老凤祥东莞珠宝首饰有限公司”、“老凤祥（东莞）珠宝镶嵌首饰有限公司”两家设计生产基地，通过运营和专利转化，拥有了目前行业内最先进的自动化机器设备和生产工艺，突破了黄金珠宝行业手工加工的传统，有效地提升了生产效率、加工精度和产品实物质量，形成了现代化、数控化的产品链，为品牌自主产品研发、生产，进一步延伸产业链、突出品牌优势奠定了坚实的基础。2021年，公司位列“上海制造业企业百强”第9名。

### 2. 研发投入卓有成效，人才与技艺构筑设计壁垒

在设计端，老凤祥具备人才和技艺优势。据公司官网，目前老凤祥拥有国家级工艺美术大师10人、市级工艺美术大师12人，专业领域内的中高级人才数量在业内处于领先，在国际国

内珠宝设计比赛中获 300 余项设计奖项。“老凤祥金银细工制作技艺” 于 2008 年荣列国家级非物质文化遗产名录，形成公司差异化产品竞争力与制作技艺技术壁垒。

图 96 老凤祥 2018-2022 研发费用（万元）及占比（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

持续研发投入为公司注入创新动力，满足消费者多元化需求。2018 年以来，公司每年均投入 2000 万元以上研发费用，50%以上用于研发人员薪酬。2021 年，公司共计申请专利 258 件，目前公司拥有有效专利 719 件，其中发明专利 19 件，产品更新率达到 25%以上。围绕“花开中国梦”主题开发了 55 款特许产品，新产品销售额达 132 亿，新产品收入占比接近 20%，其带来的销售额增量占比达到 44.47%。

#### （四）中国黄金（600916.SH）：金条金币业务独树一帜，多产品并行兼顾黄金消费属性

##### 1. 品类满足不同需求，投资类产品优势显著

公司产品品类兼具投资类产品与消费类产品，投资类产品持续保持价格优势，消费类产品紧跟潮流。公司投资金条具备明显的价格优势，与银行金条价格相比，溢价在 1%上下波动，显著低于行业内其他企业同类产品。据公司调研纪要，其金条市场占有率约 30%，位列同类产品市场综合占有率第一位。利润端，公司推出小克重金条，利用小克重产品毛利率高的特点提供公司相应业务利润率。消费类产品方面，公司积极适应市场，及时跟进技术，推出古法金等黄金首饰优化产品结构。紧跟市场热点，注重与其它概念的合作提高产品热度，研发生产诸如故宫、迪士尼、航天十二宫等新款系列产品。

##### 2. 渠道布局全面且多层次，优势产品电商平台销量领先

公司渠道多层次、多样化。除一般的线下与线上渠道外，公司开辟了银邮渠道。线下渠道方面，公司兼具直营与加盟两大体系，加盟模式持续发展，加盟店占比处于行业较高水平。长期看，加盟模式为主的发展战略有利于公司快速实现规模扩张、抢占市场份额，进一步提升品牌曝光度、知名度、影响力；线上电商渠道同样受到重视，2022H1 京东平台店铺投资金行业

位居第一、抖音平台 618 珠宝黄金品牌销售额排行榜位居第二。据我们的线上电商统计数据，2023 年年初至今公司淘系平台累计实现 GMV1.66 亿元，同比增速达到 91.55%。公司与地方银行合作，形成了银邮渠道。黄金红包项目当前注册用户已超 300 万人，日活用户约 5 万人，“互联网+”转型持续推进，夯实既有渠道展现品牌实力。

### 3. 布局培育钻石全产业链，拓宽大品类构筑新增长点

公司积极布局培育钻石全产业链，拓宽大品类实现开发新增长点。据公司 2022 年半年报。公司将根据市场需求及发展趋势，积极建设培育钻石研发设计中心、展示交易中心和供应链服务中心，合理布局全渠道推广节奏，适时规划培育钻石发展策略，调整产品结构，降低对单一品类的依赖度，有效分散公司经营风险。在钻石行业微笑曲线的另一端上游端，公司拟通过兼并重组进入产业链上游高温高压企业，把握高毛利环节。结合公司已有渠道有利于实现产销一体化，从上下游两个高毛利环节同时获利，提升公司毛利率。

## (五) 周大福 (1929.HK): 产业布局表现出强前瞻性，龙头地位反哺公司业务

公司为国内头部珠宝品牌商，据欧睿统计 2022 年市占率 9.3%、排名第一。旗下主品牌“周大福”创立于 1929 年，1930 年代公司将业务迁移至香港、澳门。1956 年公司首次提出“四个九足金”概念，千足金成为香港黄金首饰成色标准。1990 年率先提出“一口价”政策，利用全国统一定价方式整顿黄金市场同品不同价的乱象。1998 年周大福重新进入内地市场，借内地市场改革开放东风迅速发展、门店拓展至全国各地。2011 年公司在香港联合交易所主板上市，并开始开拓早期线上电子商务业务。2014 年集团在中国内地武汉开设第 2000 家零售点，并为集团首家高科技体验店。

### 1. 策略领先，渠道铺设引领市场

复盘公司上市以来在中国大陆的渠道策略变化，其多次在线下开店策略、电商及新零售布局策略调整上展现前瞻性：在 2015-2016 年国内经济增速放缓、开店速度放缓的背景下，优化整合现有零售网络、较早提出并实践的“高端店”模型如周大福荟馆、周大福艺堂；2017 年行业回暖时率先提出加速开店抢占市场、并进一步推动不同层级城市门店差异化、多品牌策略；2018 年以来头部品牌加速开店背景下，公司率先提出“新城镇”计划、“周大福精致店”单店模型加速开拓下沉市场。我们认为，公司具备领先同业的门店数、开店能力及同店成长性，消费复苏环境下业绩弹性更加充足。

### 2. 重视下沉市场开拓，困境下展店保持高增速

截至 FY23H1 (2022 年 4 月-2022 年 9 月)，公司在中国大陆共有 6812 家零售店，其中周大福品牌店 6547 家，三线及以下城市门店数占比 46.5%，自 2018 年提出新城镇计划突破下沉市场以来，占比提升 12.1%。从零售值贡献来看，FY23H1 三线及以下城市零售值贡献 38.2%，较 FY2018 提升 15.2%，提升幅度大于门店数量占比的提升幅度，推算三线城市店均销售增幅高于一二线城市。我们认为，公司大规模推进下沉建设策略目前以初见成效，一方面体现于低线市场展店增速远超高线市场，目前已成为展店中心，长远来看对于公司抢占低线市场份额具有积极作用；另一方面从效益来看，低线城市零售值贡献于 FY2018-FY2020 间快速抬升，

FY2020 至今增速放缓但保持稳定，公司下沉市场建设已经在营业收入上取得了实质性回报。

回顾 2018 年以来各珠宝类上市公司的展店情况，公司展店速度明显高于行业内主要竞争对手。与自身对比来看，疫情期间公司展店速度并未出现负增长，虽于 2020 年展店速度不及预期，但 2018-2022Q3 总体展店速度保持高速增长。22Q1-3，周大福、老凤祥和老庙分别净开店 1381 家/292 家/550 家，在上市公司中排名前三，可以看到周大福展店速度呈现断层式领先。我们预计，前期高速展店积累的优势将会在疫情影响逐步消退后逐渐释放，对公司 2023 年业绩增长弹性保持乐观。

### 3. 产品设计紧跟潮流，品牌溢价高于同业

公司自 FY2019 开始重点推广古法金产品，打造产品差异化，提升客单价及提高毛利率。周大福虽将古法金定价调低，推广至大众端，使其在主流市场得到普及，但对比行业内其它上市公司，其古法金产品于单位加工费方面仍享有一定的品牌溢价。

除在古法金系列产品上享有一定的品牌溢价外，针对近期金价上涨幅度较大，投资者更加注重黄金首饰的投资属性，公司推出了小金砖黄金项链，产品放大了投资属性的同时保留了其消费属性。该款产品工费超过 110 元/克，远超行业平均水平。高加工费下产品仍受到消费者热捧，位列天猫黄金项链热销榜。我们认为，公司产品设计紧跟消费热点，贴合消费者心理的特点使得产品销量得以保障。公司在工费方面又享有较高的品牌溢价，量价两角度助力公司实现毛利率提高。

表 10 整体估值表

股票名称	股票代码	EPS (元)			PE (X)		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
豫园股份	600655.SH	0.98	0.91	1.00	8	8	7
周大生	002867.SZ	1.00	1.25	1.47	14	14	12
老凤祥	600612.SH	3.25	4.09	4.77	13	15	13
中国黄金	600916.SH	0.46	0.61	0.74	28	20	16
周大福	1929.HK	0.67	0.67	0.84	21	20	16

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理（周大福 EPS 单位为港元）

## 七、风险提示

消费复苏不及预期的风险；需求不及预期的风险；美联储降息不及预期的风险；全球经济平稳着陆的风险；全球黄金产量快速抬升的风险。

## 插图目录

图 1 2022 年珠宝首饰细分市场份额 (%)	4
图 2 黄金产品占比 (%)	4
图 3 珠宝首饰市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	5
图 4 珠宝品牌企业诞生/进入中国大陆市场时间	6
图 5 黄金珠宝行业发展历程拆分	6
图 6 全球黄金消费需求额 (亿美元) 及同比增速 (%)	7
图 7 全球黄金消费需求量 (吨) 及同比增速 (%)	7
图 8 黄金市场需求结构 (%)	8
图 9 全球黄金投资需求与央行需求 (吨)	8
图 10 长短期金价波动对消费量的影响及原因	9
图 11 黄金价格 (美元/盎司) 与全球黄金珠宝销量 (百万金衡盎司)	9
图 12 黄金供给占比 (分大洲) (%)	10
图 13 全球黄金供应量 (吨) 及中国占比 (%)	10
图 14 前十大黄金生产公司供给占前十大总供给比重 (%)	11
图 15 主要黄金生产公司供给占总供给比重 (%)	11
图 16 全球黄金需求量 (分产品) (吨) 及同比增速 (%)	11
图 17 全球黄金需求量增速 (分产品) (%) 及标准差 (%)	11
图 18 2010 年各国家与地区消费黄金需求占比 (%)	12
图 19 2022 年各国家与地区消费黄金需求占比 (%)	12
图 20 中印两国消费黄金需求量 (吨) 及合计占比 (%)	12
图 21 中印两国金饰需求量 (吨)	13
图 22 中印两国金条金币需求量 (吨)	13
图 23 印度黄金溢价 (美元/盎司)	13
图 24 黄金首饰产业链概览	14
图 25 黄金供给情况拆分 (千金衡盎司)	15
图 26 国内企业境内外矿山产金量 (吨) 及同比增速 (%)	15
图 27 国内部分产金企业 2022 产量 (吨) 与 2023 产量预期 (吨)	16
图 28 中国黄金珠宝进出口额 (亿美元)	17
图 29 中国黄金珠宝进出口额增速 (%)	17
图 30 外资珠宝品牌中国大陆市占率 (%)	18
图 31 港资、中资珠宝品牌中国大陆市占率 (%)	19
图 32 中国黄金消费需求量 (吨) 及同比增速 (%)	20
图 33 中国黄金消费需求额 (亿美元) 及同比增速 (%)	20
图 34 头部品牌不同层级城市零售点对比 (%)	21
图 35 头部品牌不同层级城市零售值对比 (%)	21
图 36 行业集中度 (%)	21
图 37 2020-2022 行业内公司门店数目占比 (%)	21
图 38 2020-2022 行业内公司门店数	22
图 39 2020-2022 行业内公司新增门店数	22

图 40 淘宝珠宝首饰销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	22
图 41 京东珠宝首饰销售额 (亿元) 及同比增速 (%)	22
图 42 各用途黄金需求量 (千金衡盎司) 及占比 (%)	23
图 43 各用途黄金需求同比增速 (%) 及总需求同比增速 (%)	23
图 44 分季度黄金首饰消费占比 (%)	23
图 45 2022 年中国各年龄层级消费者黄金首饰消费占比 (%)	24
图 46 各年龄层级消费者消费额提升幅度 (%)	24
图 47 2022 年中国消费者购买黄金珠宝原因及占比 (%)	24
图 48 2022 年中美消费者购买黄金珠宝原因对比 (%)	24
图 49 中国结婚登记数 (万对) 及粗结婚率 (%)	25
图 50 各年龄层级从未购买金饰消费者金饰购买意向 (%)	25
图 51 2022 年不同层级城市首饰渗透率 (%)	25
图 52 2022 年一线与新一线城市消费者购买原因及占比 (%)	26
图 53 2022 年二线、三线城市消费者购买原因及占比 (%)	26
图 54 2022 年四线及以下城市消费者购买原因及占比 (%)	26
图 55 按工艺分类黄金产品及其市场份额 (%)	26
图 56 中国金条金币需求量 (吨) 及同比增速 (%)	28
图 57 中国金条金币需求额 (吨) 及同比增速 (%)	28
图 58 联邦利率期货隐含利率	28
图 59 VIX 恐慌指数	29
图 60 全球制造业与服务业 PMI 及专家预计经济衰退概览 (%)	29
图 61 黄金价格在历史衰退区间的表现	29
图 62 不同通胀时期各资产经滞胀调整后年均回报率 (%)	30
图 63 全球金矿产量 (吨) 及同比增速 (%)	31
图 64 黄金生产总维持成本 (AISC) (美元/盎司)	31
图 65 新矿山生产单位初始资本成本 (美元/盎司)	32
图 66 全球央行等官方机构购金合计 (吨) 及同比增速 (%)	33
图 67 美国十年期 TIPS 收益率 (吨) 及伦敦现货黄金价格 (美元/盎司)	33
图 68 中国名义 GDP (亿元) 及增速 (%)	34
图 69 中国人均可支配收入 (元) 及同比增速 (%)	34
图 70 人均 GDP 位于不同区间的城市个数	34
图 71 中国人均珠宝消费额 (美元) 及同比增速 (%)	35
图 72 世界多国人均珠宝消费额 (美元)	35
图 73 金银珠宝类社消零售额月同比增速 (%) 与社消总额月同比增速 (%)	36
图 74 黄金珠宝行业发明专利情况 (件)	37
图 75 2010 年起金银珠宝类社消零售额 (亿元)	37
图 76 2010 年起伦敦现货黄金价格 (美元/盎司)	37
图 77 中国黄金溢价 (美元/金衡盎司)	38
图 78 黄金珠宝市场规模预测	39
图 79 黄金珠宝指数 2022 年年初至今累计涨跌幅 (%)	40
图 80 黄金价格涨跌幅 (%) 与黄金珠宝指数涨跌幅 (%)	40

图 81 黄金珠宝指数估值指标.....	40
图 82 黄金珠宝行业上市公司数量与全行业比例情况（个；%）.....	41
图 83 黄金珠宝行业市值与全行业比例情况.....	41
图 84 黄金珠宝行业营业收入（亿元）与全行业比例情况.....	41
图 85 黄金珠宝行业净利润与（亿元）全行业比例情况.....	41
图 86 黄金珠宝行业成交额与全行业比例情况（%）.....	42
图 87 黄金珠宝行业换手率与全行业比率.....	42
图 88 机构持股情况（万股）.....	42
图 89 基金持股情况（万股）.....	42
图 90 黄金珠宝行业风险溢价（%）走势情况.....	43
图 91 黄金珠宝行业 BETA 值与全行业比例情况（%）.....	43
图 92 豫园股份旗下首饰品牌门店情况.....	45
图 93 豫园股份旗下首饰品牌科技赋能情况.....	45
图 94 周大生加盟渠道新增门店数占比（分城市层级）（%）.....	46
图 95 周大生自营渠道新增门店数占比（分城市层级）（%）.....	46
图 96 老凤祥 2018-2022 研发费用（万元）及占比（%）.....	47

## 表格目录

表 1 金银珠宝行业概览.....	4
表 2 早期中国黄金及其制品政策.....	5
表 3 中国珠宝玉石首饰特色产业基地.....	15
表 4 珠宝首饰品牌概览.....	17
表 5 珠宝品牌企业销售模式概览.....	20
表 6 行业内公司古法金产品概览.....	26
表 7 行业内公司古法金产品概览.....	27
表 8 黄金珠宝消费量预测.....	38
表 9 核心推荐组合及推荐理由.....	43
表 10 整体估值表.....	49

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售及化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun-yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun-yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi-yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi-yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru-yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru-yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling-bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling-bj@chinastock.com.cn)