

黄金珠宝研究框架： “黄金时代”，新时代国潮崛起

本文作者：



吴劲草

东吴商社

首席证券分析师

wujc@dwzq.com.cn

执业证书：S0600520090006



谭志千

东吴商社

证券分析师

tanzhq@dwzq.com.cn

执业证书：S0600522120001

2023年6月16日

- **黄金消费2023年以来复苏强劲：** 2023年1-2月/3月/4月社零中金银珠宝同比增速分别为5.9%/37.4%/44.7%，以2021年的为基数计算的复合增速分别为12.5%/6.2%/3.0%，表现均优于社零整体表现。
- **复盘历史金价和金银珠宝消费的关系，金价上涨对于消费的促进或抑制来自于对于预期的变化：** 2022年9月以来，金价呈现出持续上涨的趋势，但当时由于线下消费场景还未全面放开，金银珠宝的消费也未完全启动，2023年以来，金价持续上涨且涨幅加大，叠加前期积累的需求，黄金产品的消费得到全面释放。得益于黄金产品的强劲恢复，国内主要黄金珠宝品牌在2023年Q1均实现了收入利润高速增长。其中老凤祥2023年Q1实现扣非归母净利润同比+57%，周大生扣非归母净利润同比+26.5%，潮宏基扣非归母净利润同比+30%。黄金珠宝头部品牌对未来发展前景表示乐观。
- **黄金珠宝市场集中度还有提升空间：** 2020年以来，头部品牌加速了开店节奏，市场份额都有一定程度的提升，截至2022年末，周大福已经突破了7000家店，老凤祥突破了5500家店，周大生和老庙亚一则在4500+规模，行业CR5持续提升，我们预计未来随着头部品牌的持续开店，头部品牌的市场份额还有提升空间，行业集中度会进一步提升。
- **黄金工艺升级，拓展消费增量空间。** 随着近几年工艺的革新升级，5G、3D、古法金等技术有效解决传统首饰重量大、款式陈旧等痛点，制作出更具吸引力的时尚个性的饰品。3D硬金，5G黄金使得饰品造型更加多样化，增加了品类更多的宣传点，古法黄金则赋予品牌本身讲好品牌故事的能力，顺应国潮崛起，自我文化认同的消费趋势提升。
- **投资建议：黄金消费景气度高，头部门店还有拓店空间，推荐老凤祥，周大生，周大福，潮宏基，中国黄金等。**
- **风险提示：** 消费市场复苏速度不及预期，加盟拓展不及预期，金价过高抑制消费量。



- 1、黄金消费景气度高

- 2、头部品牌加速开店，市场份额提升

- 3、工艺进步使得黄金饰品消费更加繁荣

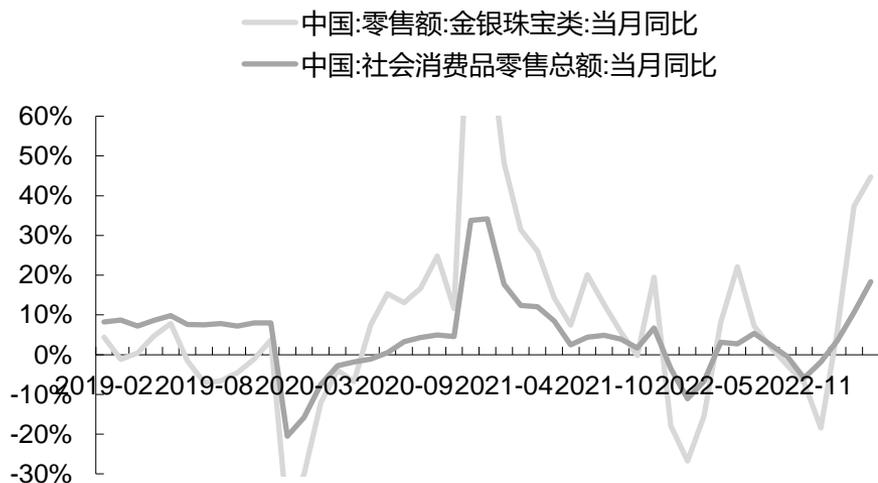
- 4、黄金珠宝品牌估值和投资建议

- 5、风险提示

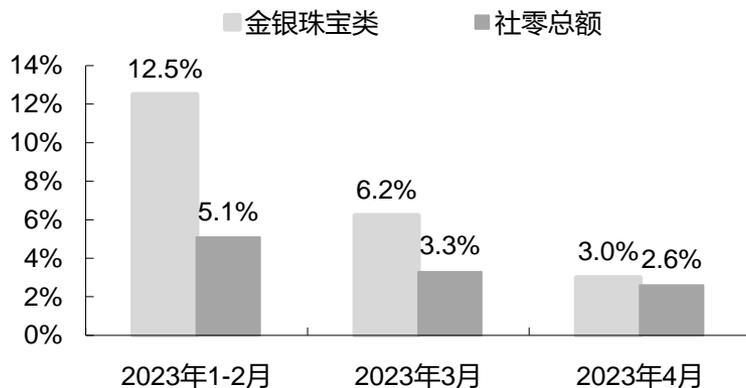
1、黄金消费景气度高

- 2023年以来金银珠宝复苏强劲，2023年1-2月/3月/4月社零中金银珠宝同比增速分别为5.9%/37.4%/44.7%，同期社零总额同比增速分别为3.5%/10.6%/18.4%。金银珠宝表现优于社零整体表现。
- 以2021年基数计算2年复合增速，金银珠宝1-2月/3月/4月社零中金银珠宝同比增速分别为12.5%/6.2%/3.0%，同期社零总额同比增速分别为5.1%/3.3%/2.6%，金银珠宝表现仍然优于社零整体表现。

2023年以来社零总金银珠宝同比增速明显

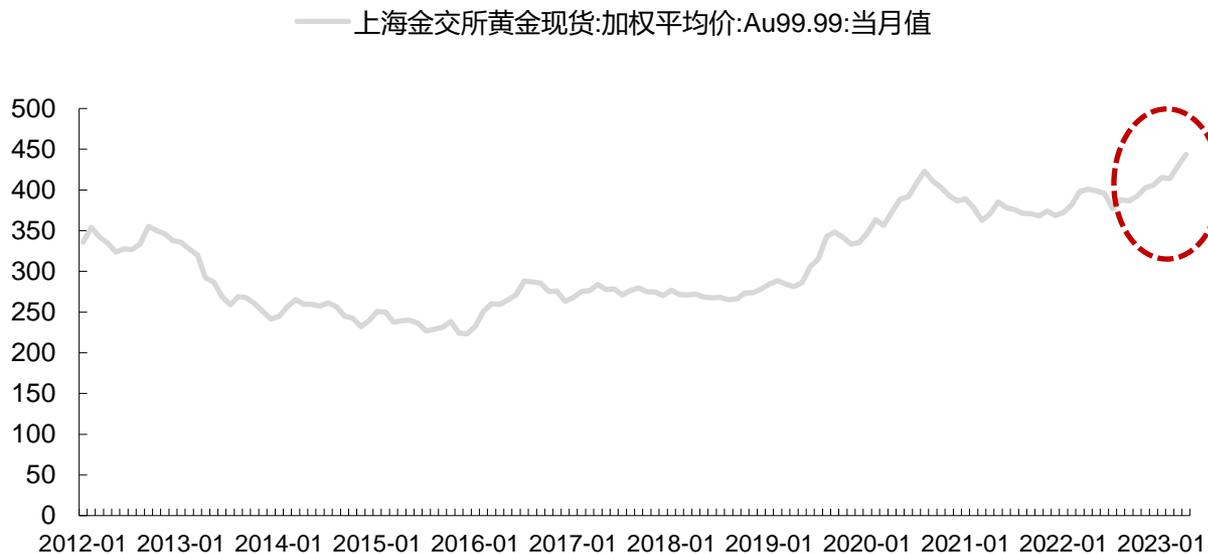


金银珠宝和社零相较于2021年的2年复合增速



- 2022年9月以来，金价呈现出持续上涨的趋势，但当时由于线下消费场景还未全面放开，金银珠宝的消费也未完全启动，待2023年以来，金价持续上涨且涨幅加大，叠加前期积累的需求，黄金产品的消费得到全面释放。
- 根据中国黄金协会数据，2023年春节黄金珠宝消费表现出较高的景气度。春节期间黄金消费同比+18.2%。

2023年以来黄金价格持续上涨 (元/克)



□ 复盘历史金价和金银珠宝消费的关系，我们认为金价上涨对于消费的促进或抑制来自于对于预期的变化。

1. 当金价长期在低位时，如果突然上涨，金银珠宝消费不会马上启动，我们认为这是因为此时消费者对于未来金价的预期仍在低位。
2. 而在金价上涨的中期，随着预期的调整，是黄金消费集中释放的时候，而在金价上涨的中后期，黄金消费会放缓。
3. 当金价长期在高位时，如果开始回调，消费者会选择马上抄底，我们认为这是因为此时消费者对于未来金价的预期仍在高位。

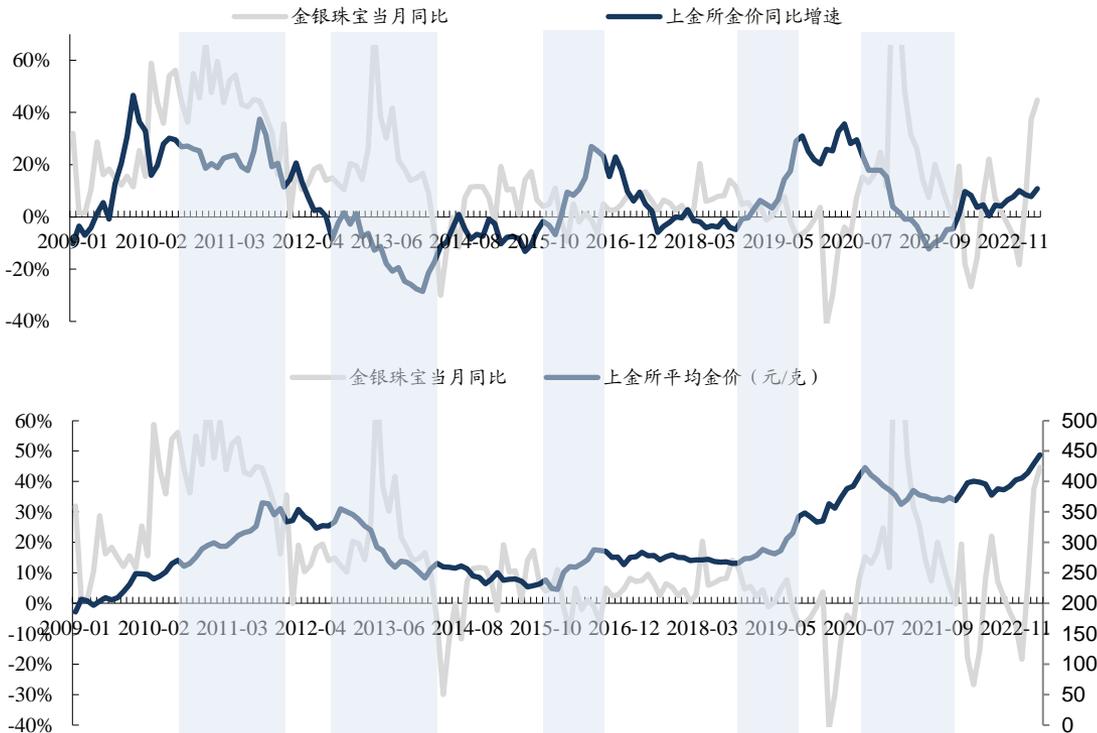
黄金价格涨跌对金银珠宝消费的影响

2011年金价上涨到约350元的历史高位之后金银珠宝同比增速开始放缓。

金价在高位横盘了约1年后开始下跌，此时已经形成300元以上的金价预期，因此金价下跌之后，消费者认为是很好的抄底机会，黄金消费增速大增，并透支了之后的需求

2016年初金价在新一轮小幅上涨，但由于之前在230元-250元之间震荡了2年，金价预期并没有马上变化，消费也没有马上启动，直到2017年开始消费才开始回暖。

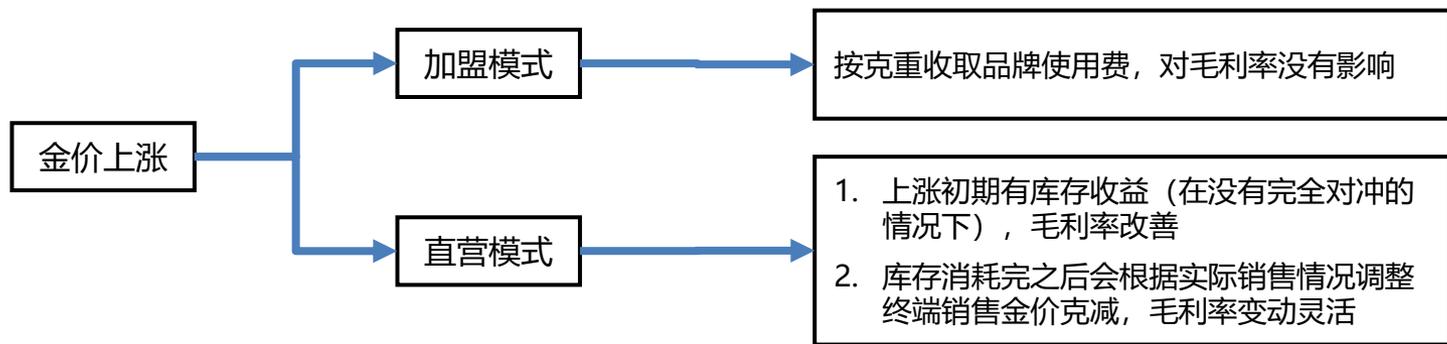
2019年金价开始新一轮大幅上涨时，消费端并未完全启动，但在2021年初，金价在高位阶段性回调时，黄金消费的行情一直持续到了2021年10月。



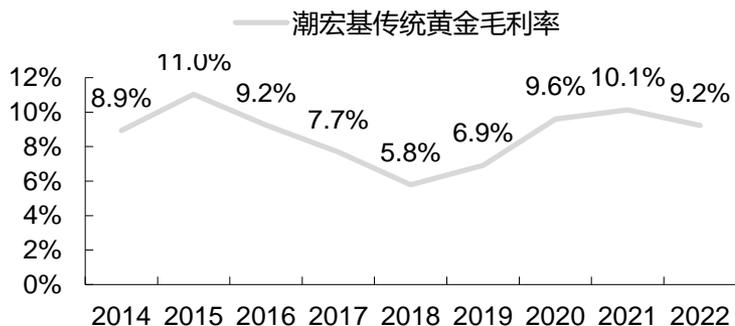
注：本页中金银珠宝口径为社零中金银珠宝的同比增速

- 目前黄金珠宝品牌主要为加盟模式，在加盟模式下，品牌商按克重收取品牌使用费，金价波动对上市公司毛利率没有直接的影响。
- 直营模式下，在金价上涨初期，由于有库存收益（在没有完全对冲的情况下），直营门店毛利率将有所改善。

金价上涨对毛利率的影响



潮宏基传统黄金毛利率

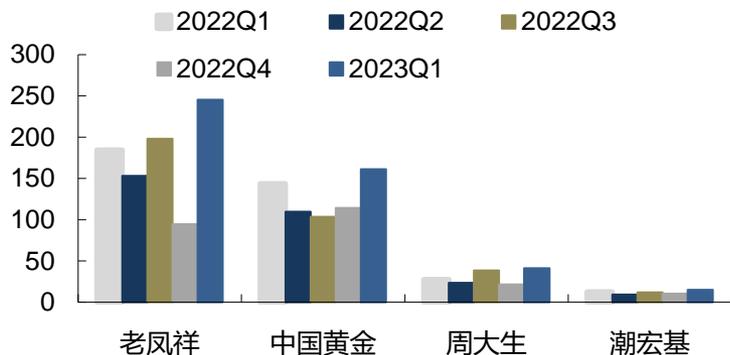


周大生素金毛利率

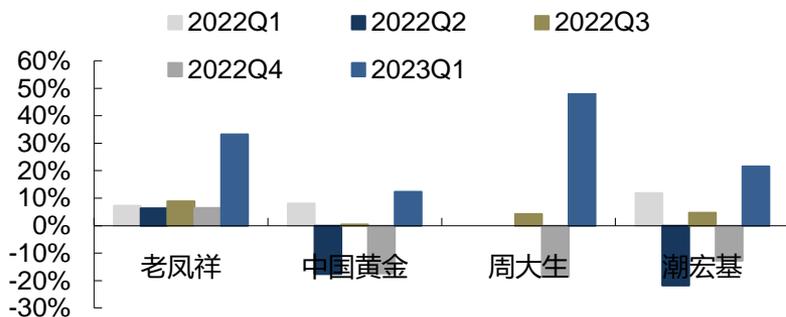


□ 得益于黄金产品的强劲恢复，国内主要黄金珠宝品牌在2023年Q1均实现了收入利润高速增长，其中老凤祥2023年Q1实现收入246亿元，同比+33%，实现扣非归母净利润7.33亿元，同比+57%，周大生收入41亿元，同比+50%，扣非归母净利润3.6亿元，同比+26.5%，潮宏基收入15.2亿元，同比+22%，实现扣非归母净利润1.2亿元，同比+30%。

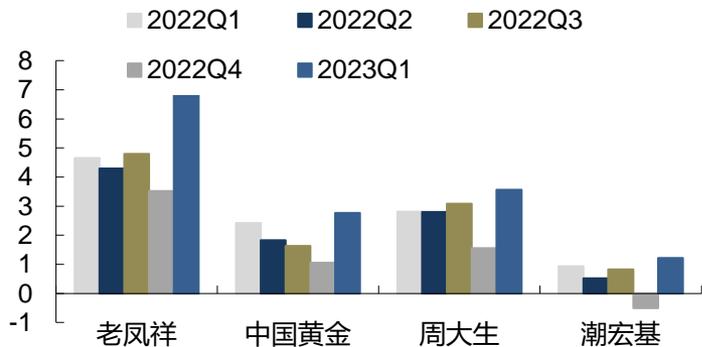
主要黄金珠宝品牌分季度收入（亿元）



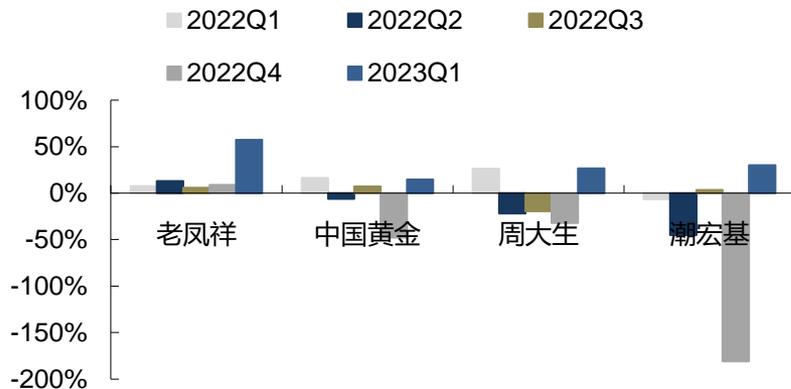
主要黄金珠宝品牌分季度收入增速（%）



主要黄金珠宝品牌分季度扣非归母净利润（亿元）



主要黄金珠宝品牌分季度扣非归母净利润增速（%）



- **行业龙头积极展望黄金业务发展。** 2023年一季度，黄金类产品消费市场热情持续。在外部经营环境向好的趋势下，黄金产品消费热度有望持续上升，黄金珠宝头部品牌对未来发展前景表示乐观。

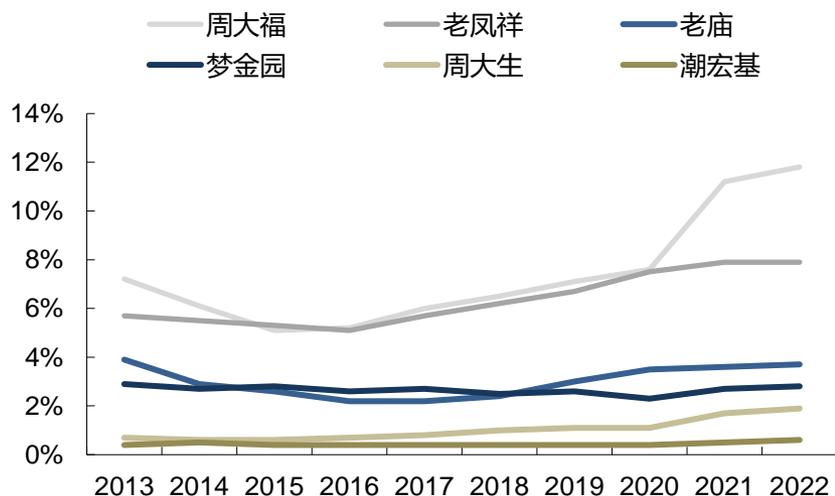
行业龙头黄金业务发展展望

品牌	黄金业务发展展望
周大生	<ul style="list-style-type: none"> □ 继续秉持“黄金为主力产品”的产品定位，加强时尚、文创类黄金的研发推广力度，为产品赋予更多的情感价值、文化价值、社交价值。 □ 2023年一季度，公司黄金产品继续保持较快增长，按渠道划分公司黄金产品销售收入，其中，自营线下业务实现黄金产品销售收入4.46亿元，同比增长42.91%；线上（电商）业务实现黄金类产品营业收入3.92亿元，同比增长124.06%；加盟业务实现黄金产品批发销售收入26.33亿元，同比增长54.32%。
潮宏基	<ul style="list-style-type: none"> □ 以黄金为抓手迎合市场热点，将以非遗新生为传播主线，以手工花丝为锚定，全力拔高潮宏基在时尚东方的品牌调性。 □ 结合当前消费者对黄金产品的需求，在保持18K镶素品类优势基础上，将持续加大特色黄金产品线研发，通过新工艺金款式及牌印记系列打造，提升黄金品类毛利贡献，实现引流及做大业绩。
老凤祥	<ul style="list-style-type: none"> □ 继续突出黄金珠宝首饰为核心的主业。 □ 生产基地将持续提升自主创新研发能力，加快关键技术和工艺的突破，开发出科技含量高、品牌辨识度高、产品附加值高的系列产品。 □ 零售业务将布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店的发展，展示老凤祥整体零售新形象。
中国黄金	<ul style="list-style-type: none"> □ 将积极推进 IP 合作、跨界联名、博物馆合作，传承中华黄金文化及工艺，提高产品附加值。 □ 完善基础设施建设和全产业链信息采集及分析，实现黄金饰品加工业与信息化的融合，实现线上线下互联。 □ 将差异化定位研发生产培育钻石产品，达成“黄金+珠宝”两条腿走路，缓和公司对黄金产品销售的依赖度。

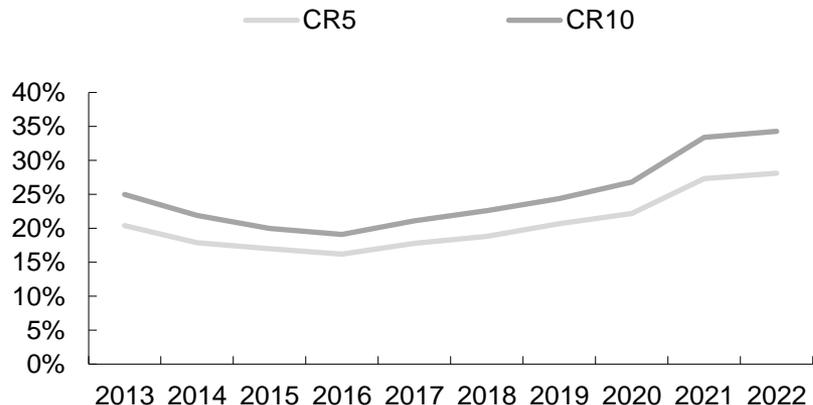
2、头部品牌加速开店，市场份额提升

- 目前我国黄金珠宝市场集中度还有提升空间，2020年以来，头部品牌加速了开店节奏，市场份额都有一定程度的提升，其中以周大福提速最为明显，使得其市场份额开始大幅提升，根据欧睿数据，2022年周大福市场份额已经达到了11.8%。
- 2022年我国珠宝行业CR5约为28%，CR10约为34%，2013-2016年在金价相对低迷的阶段，行业也处于内部调整的时期，2016年之后，行业集中度持续提升，且主要来自于前五大品牌的渠道扩张。我们预计未来随着头部品牌的持续开店，头部品牌的市场份额还有提升空间，行业集中度会进一步提升。

主要黄金珠宝品牌市场份额

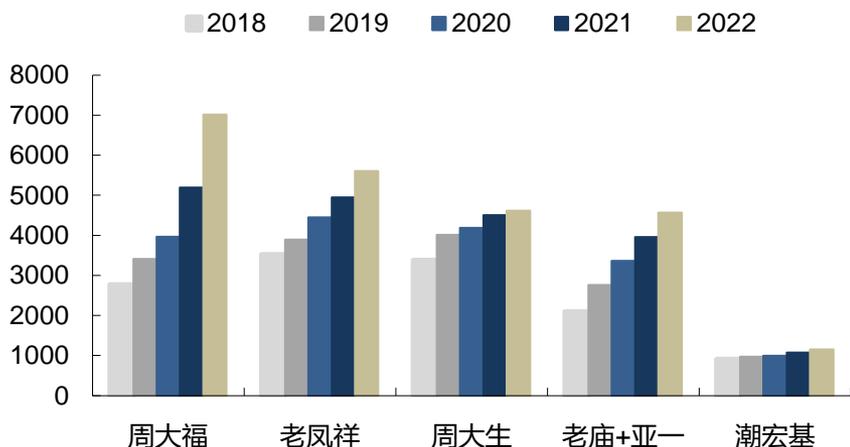


我国黄金珠宝行业集中度

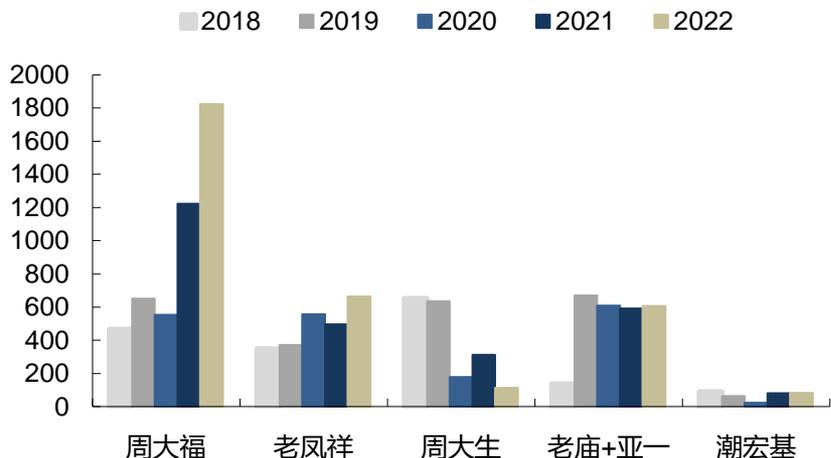


- 头部黄金珠宝近年来均保持了较快的拓店速度，且在疫情期间，周大福，老凤祥等均实现了逆势扩张，截至2022年末，周大福已经突破了7000家店，老凤祥突破了5500家店，周大生和老庙亚一则在4500+规模。
- **2023年线下消费场景恢复，黄金需求旺盛，且金价上涨预期形成正向反馈，提振加盟商拓店信心**，我们预计2023年主要黄金珠宝品牌将重新加速开店，其中周大福开店会略有所放缓，但仍在整个行业处于较快的档位，老凤祥将延续之前强劲开店的表现，在国企改革大背景下，全力保障十四五规模的落地。周大生省代调整磨合后，叠加经典店新模型的推出，我们预计2023年也将保持较好的开店态势。潮宏基前两年由于疫情，开店节奏所有打乱，2023年将继续朝着2025年2000家店的规模目标前景。

主要黄金珠宝品牌期末门店总数（家）



主要黄金珠宝品牌门店净增情况（家）



- 中国黄金的黄金产品规模领先，门店数处于行业较高水平。对比行业内各品牌，中国黄金作为黄金珠宝行业龙头央企，黄金产品规模领先，渠道布局较广，门店数处于行业较高水平。黄金珠宝品牌的形成本身需要较长时间，是一个运营比较重的行业，较为考验行业渠道壁垒，资金周转效率等，是有一定行业壁垒的，有增长的稳定性和持续性

主要品牌核心指标对比

品牌名称	2022年收入 (亿元)	2022年归母净利润 (亿元)	大陆门店数 (家)	加盟店占比	主要产品类	品牌特色
老凤祥	630.10	17.00	5594	97%	全品类	老牌传统黄金饰品品牌
中国黄金	471.24	7.65	3641	98%	全品类	主打黄金产品，具有投资金条及黄金回购等业务，黄金产品规模领先
周大福	871.31	59.11	7016	76%	全品类	珠宝行业龙头，黄金产品实力强劲，引领古法金潮流
周大生	111.18	10.91	4616	95%	全品类	钻石镶嵌产品为核心，率先推出“情景风格珠宝”的产品定位
周生生	181.03	3.98	766	0%	全品类	注重产品设计，定位高端人群
六福珠宝 (六福集团)	103.37	12.26	2999	97%	全品类	定位大众市场，全品类均衡发展
潮宏基	44.17	1.99	1158	72%	全品类	走自主原创道路发展的民族品牌，融合东方文化和国际时尚
迪阿股份	36.82	7.29	686	0%	镶嵌	专注求婚钻戒

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

注：（1）周大福、周生生、六福集团数据为FY2022收入及归母净利润，均按2022年5月3日港币兑人民币平均汇率（1港币=0.88人民币）折算；（2）门店数量均为截至2022年末数据，加盟门店占比也是2022年末数据（3）周生生门店数量统计范围包括周生生与生生活字。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3、工艺进步使得黄金饰品消费更加繁荣

- ❑ **黄金工艺升级，拓展消费增量空间。**由于传统黄金首饰自身容易划伤变形，无法制作出复杂的造型。随着近几年工艺的革新升级，5G、3D、古法金等技术有效解决传统首饰重量大、款式陈旧等痛点，制作出更具吸引力的时尚个性的饰品。
- ❑ 3D硬金，5G黄金使得饰品造型更加多样化，增加了品类更多的宣传点，比如IP联名，生肖系列等，且多为一口价产品，毛利率较素金类产品更高。
- ❑ 古法黄金则赋予品牌本身讲好品牌故事的能力，顺应国潮崛起，自我文化认同的消费趋势提升。

黄金饰品工艺持续进步

	传统足金	3D硬金	5G黄金	古法黄金
示意图				
工艺	基础工艺	电铸法硬化工艺	溶金时加入硬金粉，再经高温熔炼催化	纯手工黄金锻造工艺
品质	硬度较低，易磨损，不易保持花纹	高硬度（为普通足金4倍），耐磨，易断	高硬度，高强度，高韧性，高延展性	黄金用料密实，不易出现划痕
造型	造型传统、单一	造型丰富，艺术性强	造型多样化及个性化	哑光质感，多与传统元素结合
价格	以克计价	以件计价，较强溢价能力	以件计价，较强溢价能力	以克计价，工艺设计费用高

古法金发展历程

1. 2017年，古法金这一新品类开始陆续出现，9月周大福推出了传承系列。
2. 2018年，深圳水贝已经有一些生产批发企业逐步推出古法金产品。
3. 2019年，古法金产品开始变得普遍起来，各大品牌和工厂都加大对古法金的投入，并在研发、设计、工艺方面开始比拼。
4. 2020年H2开始，在古法金概念的基础上，工艺更加细化，大批量的手工花丝、锤揲、錾花，以及高温珐琅等古法金产品陆续出现。

各大品牌推出古法金时间节点



- 古法金相较于普通黄金，雕刻工艺更加复杂，做工看起来更加细致，颜色饱和度更低，更能体现其低调奢华感，外观颜色饱和度更高的素金，往往看起来会有一种轻浮的塑料感。
- 古法金销售产品中，手镯和手链类的产品占比相对更高，且手镯类产品往往克重也更重，件单价也比较高。
- 从单件来看，古法金比传统黄金单件平均要重50%-100%。古法金单克工费在90-150元之间不等，而铺货黄金工费在60元左右，所以工费上古法金也要贵50%-150%。所以整体估算下来，单件古法金的件单价普遍要比铺货贵60%以上。

周大福古法金与普货克重对比情况

古法金 (克数)	手链/手镯	戒指	吊坠
最大值	72	16	84
最小值	5	4	7
平均值	20	7	22

普货黄金 (克数)	手链/手镯	戒指	吊坠
最大值	30	9	55
最小值	2	1	1
平均值	10	4	4

注：价格数据选择周大福天猫2023年4月数据

周大福古法金展示

工艺	古法金	普货黄金	5G黄金
手链			
价格	5063.5元	2231.5元	1830.5元
单品克重	7.55克	3.55克	2.65克
单件工费	760元	208元	320元
工艺	古法金	普货黄金	5G黄金
素圈戒指			
价格	4878元	1260元	3586元
单品克重	7.40克	2.00克	5.80克
单件工费	660元	120元	280元
工艺	古法金	普货黄金	5G黄金
圆形吊坠			
价格	10858元	2930.5元	3720元
单品克重	15.40克	4.65克	5.60克
单件工费	2080元	280元	528元

- 2007年潮宏基与清华大学美术学院联合成立潮宏基首饰实验室，共同探索产品创新与工艺改革。同年，潮宏基加入非遗项目的保护与传承工作，邀请花丝工艺的传承人出山授徒，培养了近百位年轻工匠。截至2022年末，公司共有技术人员226人，数量占比5%，拥有国内外注册商标及专利超1000项。
- 抢救花丝工艺，结合新技术实现工艺的现代化表达。花丝镶嵌工艺被誉为“燕京八绝”之首，于2008年被纳入国家级非物质文化遗产。为抢救濒临失传的传统工艺，潮宏基成立臻宝首饰博物馆与花丝镶嵌工作室，保护收藏民间花丝臻品。2016年，潮宏基受邀亮相联合国教科文组织“精工再造”中国传统手工艺主题展，向世界宣传介绍花丝工艺与产品。2022年，潮宏基推出全国首家非遗花丝概念店。
- 自2018年起，潮宏基发起“花丝驻地计划”，邀请全世界知名设计师将现代的审美与设计与花丝工艺融合。其国际知名设计师佐藤大设计的“花丝糖果”系列珠宝，在众筹平台一经上线，即创下单款短时间销售记录，参与众筹超过8400人，销售总额超过1000万。2022年，潮宏基与 NFT 中国合作推出首款非遗花丝数字藏品，开售即秒罄。

潮宏基珠宝花丝系列、馆藏精品图

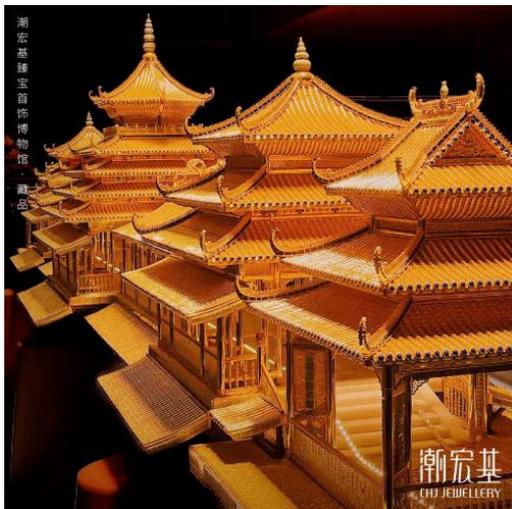


花丝糖果

皇家花丝工艺，精雕细琢，真心定制珍心

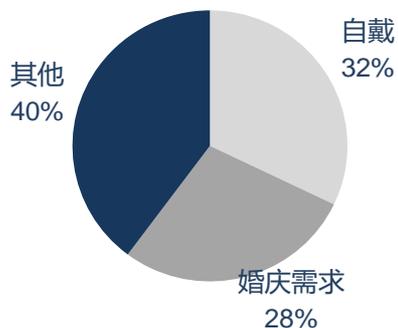


潮宏基臻宝博物馆藏品·花丝风雨桥

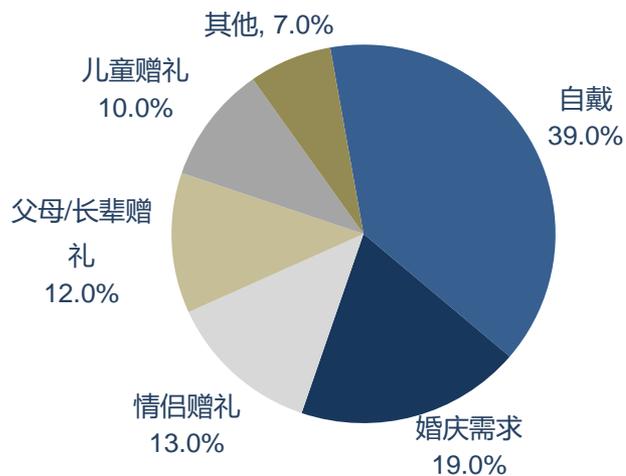


- **悦己型消费也在逐步凸显。**《2022年中国金饰市场趋势洞察》报告显示，自戴是当前最主要的消费目的，金饰占主导地位，自戴消费场景占零售收入39%，婚庆占比19%，“悦己消费”逐渐成为年轻消费群体的重要考量因素。
- **国潮趋势更加火爆，消费群体中年龄结构逐渐下移。**2011-2021年中国珠宝首饰的主要消费群体从35岁以上逐渐下移到18-35岁，黄金珠宝首饰的购买力出现年轻化的现象。随着我国综合国力的崛起和文化复兴战略的实施，“Z世代”消费者更加关注产品的文化价值。《百度2021国潮骄傲搜索大数据》报告显示，“国潮”在过去10年关注度上涨528%，其中00后为兴趣度最高的群体。古法金饰品等首饰都受到市场的欢迎，各大黄金珠宝品牌纷纷推出有明显的中国符号的产品

2020年不同销售场景珠宝零售额占比



2022年不同销售场景珠宝零售额占比



4、黄金珠宝品牌估值和投资建议

- 黄金珠宝里面股价与金价关联度较高的主要是老凤祥。

老凤祥股价涨跌幅与COMEX黄金价格涨跌幅关系（自2015年10月22日股价为基准日）



- 投资建议：黄金消费2023年以来复苏强劲，国内主要黄金珠宝品牌在2023年Q1均实现了收入利润高速增长。黄金珠宝市场集中度还有提升空间，看好黄金珠宝板块投资机会，推荐老凤祥，周大生，周大福，潮宏基，中国黄金等。

可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600612.SH	老凤祥	334	63.90	17.0	21.9	25.8	29.5	20	15	13	11
002867.SZ	周大生	189	17.25	10.9	14.7	17.6	20.2	17	13	11	9
1929.HK	周大福	1,478	14.98	53.8	77.7	93.2	110.1	27	19	16	13
002345.SZ	潮宏基	68	7.69	2.0	4.0	5.0	5.9	34	17	14	12
600916.SH	中国黄金	203	12.07	7.7	11.2	13.1	15.0	26	18	15	14

数据来源：wind，东吴证券研究所，盈利预测均来自东吴证券研究所预测，周大福市场数据和财务数据单位为港币，其他公司市场数据和财务数据单位均为人民币，2023年6月15日港币兑人民币最新汇率为0.914，数据更新至2023年6月15日。

5、风险提示

- **消费市场复苏速度不及预期：**国内宏观经济下行压力较大，消费市场回暖速度较慢，公司收入增速也会随之放慢。
- **加盟拓展不及预期：**公司收入增速与加盟店拓展速度相关，珠宝首饰行业竞争激烈，三四线城市下沉市场拓店速度可能不及预期。
- **金价过高抑制消费量：**目前终端门店金价已经处于历史相对高位，使得部分消费者可能处于观望态度，存在可能会对黄金饰品的短期消费量有影响的风险。

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）），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>

东吴证券 财富家园