

黄金行业

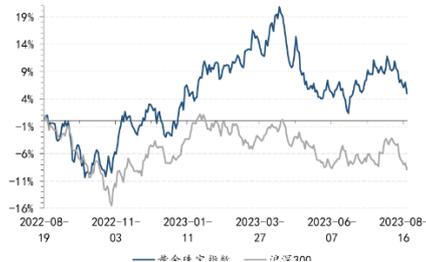
审美觉醒背靠投资属性，黄金饰品有望实现中国力量

投资要点：

- **黄金具备独特的消费属性和保值属性，两类属性交替为黄金消费提供了穿越周期的强劲支撑，带动黄金品类成为我国珠宝首饰的绝对龙头，且份额持续提升。**从品类端来看，黄金首饰以高性价比和强设计感吸引各类消费者。从品牌定位端来看，品牌布局错落有致，伴随黄金认可度和设计新颖度持续提升，我国黄金珠宝品牌在中高端赛道中持续揽收市场份额。
- **当前宏观经济背景下，黄金饰品有着更强投资价值。**投资属性带动黄金消费量与长期金价保持正相关关系，消费属性带动黄金消费量与金价具有负相关关系。目前美联储加息周期或面临结束，未来美联储降息有望进一步推升黄金价格，黄金的投资属性加重，消费属性在刚性需求的支撑下也有望迎来量价双增。后疫情时代，“性价比”为王，价格和质量为消费者关注核心，高质量且定价合理的黄金产品在珠宝市场中脱颖而出。
- **产品力提升及渠道持续拓展，黄金制品未来发展空间巨大。**黄金产品的设计和工艺持续升级，目前高硬度的黄金可以打造出类似于K金等具有设计感和立体度的产品，同时金镶钻、金镶玉等融合产品陆续进入市场，满足了消费者更多元化的需求，为黄金饰品消费带来更多可能性和动力。黄金饰品近年来通过营销推广（与IP联名等）已经吸引大批之前未购买过黄金饰品的年轻和女性消费者，并且产品创新持续刷新消费者认知，未来可渗透的空间巨大。从品牌端来看，黄金珠宝行业竞争格局有所改善，老字号品牌具有较长历史且广受消费者认可，市场份额进一步集中。
- **渠道拓展+大单品打造+品牌定位是中国黄金弯道超车的三大动能。**从渠道来看，通过加盟模式，能迅速提升公司品牌体量，实现现金流积累，为公司构建多品牌矩阵和全渠道推广提供强支撑。从产品来看，严格的质量把控是基础，更深厚的内涵是前提，更经典的设计是品牌建设的关键，通过大单品模式能快速跑通这一逻辑。从品牌内涵来看，高品牌定位是带动高产品议价的关键，讲好品牌故事，将品牌发展与时代发展相结合，将品牌与高价值挂钩，是提高品牌定位的重心。
- **行业下优质标的：**伴随黄金珠宝行业从渠道拓展向渠道+品牌的转型，我们认为具有广渠道和强品牌的企业值得关注，建议关注：具有强品牌力和渠道持续下沉的周大福；设计优秀且改革持续深化的老凤祥；打造大娱乐生态圈的豫园股份；产品结构重建且“省代”持续落地的周大生；形成产业链闭环的中国黄金；具有优秀设计能力，且通过加盟扩展渠道的潮宏基。
- **风险提示：**金价变动风险；行业竞争加剧；国际地缘政治风险

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号：S0210523050001
邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 高兴
执业证书编号：S0210522110002
邮箱：GX3970@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《化妆品静待 618，酒店恢复疫情前水平》— 2023.05.29
- 2、《消费边际持续向好，商业复苏静待花开》— 2023.05.23
- 3、《【华福零售】行业事件点评：中央经济会议后持续关注线下消费修复》— 2022.12.18

正文目录

1	黄金饰品持续刷新大众审美，市场份额持续提升	1
1.1	黄金珠宝产业链上下游价格加成高，产业链加价呈微笑曲线分布	1
1.2	黄金类具备消费和保值属性，市场份额稳居第一且持续提升	3
1.3	从饰品全品类看，黄金饰品竞争力持续提升	4
2	当前宏观经济背景下，黄金饰品有着更强投资价值	5
2.1	黄金市场历史复盘，金价未来有支撑	6
2.2	从保值增值角度看，饰品全品类中黄金饰品远超头部奢侈品公司	11
3	从产品力和渠道建设看黄金制品发展空间	13
3.1	产品力越来越强，自戴+产品创新为主流方向	13
3.2	产品升级伴随消费升级，古法黄金和 3D 黄金成为主流	15
3.3	品牌以老字号为主，渠道下沉为重要竞争抓手	16
4	打造极致的大单品，中国黄金制品有望弯道超车	18
4.1	渠道持续渗透，在当前环境中才能够积累足够现金流	18
4.2	大单品打造是关键，凝聚符号才有更强社交价值，才有更强议价力和定价权	19
4.3	讲好品牌故事，将品牌与时代相结合，拔高品牌定位	20
5	投资建议	21
6	风险提示	21

图表目录

图表 1:	我国大型黄金企业产金产量占比持续提升	1
图表 2:	2022 年我国黄金原料端企业毛利率大部分超过 45%	1
图表 3:	中国黄金委外黄金加工价格（单位：元/克）	2
图表 4:	以周六福为例测算代工企业平均单件加工利润（单位：元/件）	2
图表 5:	素金饰品平均毛利率约为 8%	2
图表 6:	镶嵌品类平均毛利率约 41%	2
图表 7:	头部品牌市占率提升明显	3
图表 8:	头部品牌加速渠道拓展（单位：家）	3
图表 9:	黄金拥有两类主流消费场景	3
图表 10:	黄金消费和投资需求占比均超 40%（单位：吨）	3
图表 11:	黄金产品市场规模及占比（单位：亿元）	4
图表 12:	黄金为 2022 年中国珠宝市场最主要品类	4
图表 13:	首饰类别及基本特点简介	4
图表 14:	黄金保值率最高，达 74.7%	5
图表 15:	国际中端及平价品牌市占率承压，国内中高端品牌高歌猛进	5
图表 16:	1968-2001 年金价与国际重大事件呈显著相关关系（单位：美元/盎司）	6
图表 17:	2008 年后全球避险情绪加剧，金价持续上行（单位：美元/盎司）	7
图表 18:	07-12 年我国黄金投资需求高增（单位：吨）	7
图表 19:	02-12 年中国黄金交易迎来黄金十年（单位：亿元）	7
图表 20:	02-13 年结婚登记对数屡创新高（单位：万对）	8
图表 21:	02-12 年我国人均可支配收入 CAGR 达 13.80%（单位：元，%）	8
图表 22:	金银珠宝类商品零售额高速增长（单位：%）	8
图表 23:	投资和消费需求整体承压（单位：吨）	9
图表 24:	各品牌渠道端快速扩展（单位：个）	9
图表 25:	2013-2018 年金价整体震荡（单位：美元/盎司）	9
图表 26:	金银珠宝类零售额快速修复（单位：亿元，%）	10

图表 27: 我国珠宝行业集中度提升	10
图表 28: 2019-至今, 金价持续震荡上行 (单位: 美元/盎司)	10
图表 29: 黄金首饰消费量与短期金价呈负相关 (单位: 吨, 美元/盎司)	11
图表 30: 金条及金币消费量与长期金价呈正相关 (单位: 吨, 美元/盎司)	11
图表 31: 周六福两类素金产品毛利率水平	11
图表 32: 国外珠宝品牌毛利率水平较高	11
图表 33: 二级市场国际珠宝品牌及国内黄金首饰对比	12
图表 34: 自戴和婚庆需求占据首饰需求近 60%份额	13
图表 35: 取悦自己为当代年轻群体首要购买原因	13
图表 36: 结婚登记对数逐年下降 (单位: 万对)	13
图表 37: 婚礼平均支出显著增长 (单位: 万元)	13
图表 38: 三金五金为最受偏好品类	14
图表 39: 2021 年婚礼首饰类预算集中于 3-10 万元	14
图表 40: 大量年轻消费者有购买黄金的意向	14
图表 41: 女性为黄金消费的主要动力	14
图表 42: 各类黄金饰品介绍	15
图表 43: 普货黄金市场份额下降	16
图表 44: 按克计价黄金设计改善明显	16
图表 45: 国内重点珠宝零售企业介绍	16
图表 46: 电商渠道的占比持续提升	17
图表 47: 周大福、老凤祥、豫园股份的内地门店数及市占率情况	18
图表 48: 周生生、周大生、六福珠宝、潮宏基的内地门店数及市占率情况	18
图表 49: 近年各品牌加盟门店数高增 (单位: 家)	18
图表 50: 周大福传承系列营收及占比持续提升	20
图表 51: 头部奢侈珠宝品牌经典产品示例	20
图表 52: Tiffany 和 Harry Winston 的经典瞬间	20

1 黄金饰品持续刷新大众审美，市场份额持续提升

受益于近年黄金工艺升级及设计进步，传统黄金的“老土”印象正逐步减弱，相反，时尚新潮、低调内秀的黄金饰品正在不断刷新大众的审美，黄金饰品销售焕发新生机，市场份额持续提升。

1.1 黄金珠宝产业链上下游价格加成高，产业链加价呈微笑曲线分布

上游企业并购重组多见，集中度持续提升。据中国黄金协会，我国 2022 年的原料黄金产量为 372.048 吨，同比增长 13%，其中，黄金矿产金/有色副产金分别为 295.423/76.625 吨，从进出口看，进口原料产金 125.784 吨，进口率约为 25.27%。2022 年我国的大型黄金企业境内矿山矿产金产量 148.066 吨，占全国的比重为 50.12%，相较于 2018 年占比提升 5.57pct，集中度提升明显。

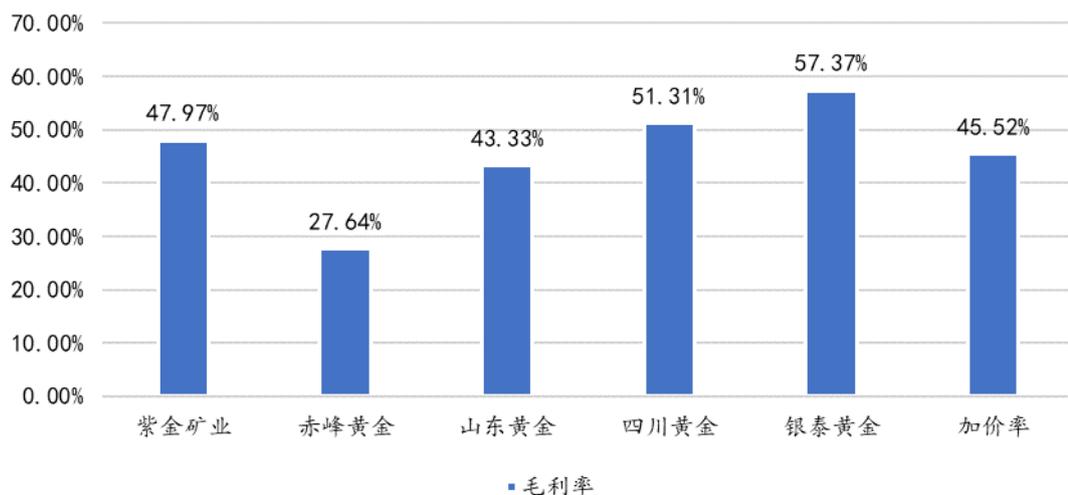
图表 1：我国大型黄金企业产金产量占比持续提升

	2018	2019	2020	2021	2022
我国大型黄金企业境内产金产量占比 (%)	44.55	47.00	48.81	47.14	50.12

数据来源：中国黄金协会，中国自然资源部，华福证券研究所

高稀缺性带动上游毛利率具有强支撑。我国黄金原料端交易集中于上海黄金交易所进行，表现为高市场化，但由于矿山资源的稀缺性及政策端批证收紧，上游原料生产企业有较强的盈利能力，中国的黄金原料主要开采企业的毛利率基本保持在 45% 以上，表现为上游高价格加成。

图表 2：2022 年我国黄金原料端企业毛利率大部分超过 45%



数据来源：ifind，华福证券研究所

中游企业集中度及加价度双低。黄金产业链中游为劳动密集型企业，主要商业形式为采购原料后受珠宝品牌委托加工，目前以中小企业为主，未形成强势大代工商。珠宝代工企业在深圳罗湖已形成完善产业链，据罗湖区人民政府，目前罗湖区黄金珠宝产业法人企业近 7000 个，1 万平方米以上的专业批发市场 10 个，营业收

入超过 1000 亿元，约占国内黄金珠宝批发市场份额的 50%。

据周大生、中国黄金等上市公司披露，黄金产品的代加工费约为 2-30 元/克，受产品工艺复杂程度略有区别。我们以周六福披露的数据测算代工企业单件加工利润，由于委外加工成本=直接人工+制造费用+单价利润，而自行生产成本=直接人工+制造费用，因此两者差额能粗略代替代工企业单件平均加工利润。总的来说，黄金首饰的单价加工利润仅 11 元左右，占加工成本总额约 7%，中间环节价值加成较低。

图表 3：中国黄金委外黄金加工价格（单位：元/克）

	2017	2018	2019	2020 年 1-6 月
黄金首饰	2.22-28.21	2.37-29.70	2.44-31.33	1.84-159.29
金条产品	0.64-51.28	0.73-51.72	0.73-51.72	0.88-66.19
黄金制品	0.85-76.78	0.85-172.41	0.86-163.72	0.87-115.04

数据来源：中国黄金招股书，华福证券研究所

图表 4：以周六福为例测算代工企业平均单件加工利润（单位：元/件）

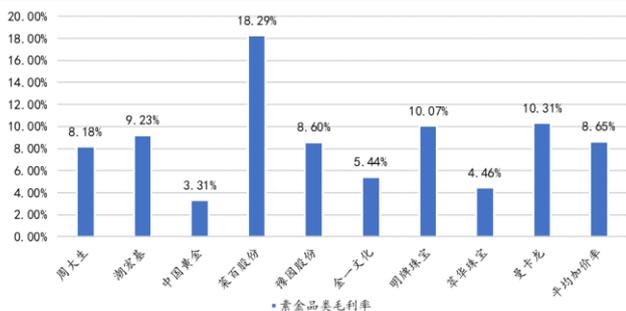
	2019	2020	2021
委外加工	131.02	140.46	161.00
自行生产	121.72	125.31	149.08
差异金额	9.30	15.15	11.92

数据来源：周六福招股书，华福证券研究所

下游主要为品牌端，珠宝饰品的加价率高，且种类间差异较大。黄金珠宝行业产业链的下游主要为终端销售环节，品牌企业通过加盟店、自营店、电商平台等渠道触及消费者，品牌包括港资品牌周大福、谢瑞麟等，内地品牌老凤祥、老庙黄金等，也包括区域性品牌曼卡龙等，各自形成差异化竞争。

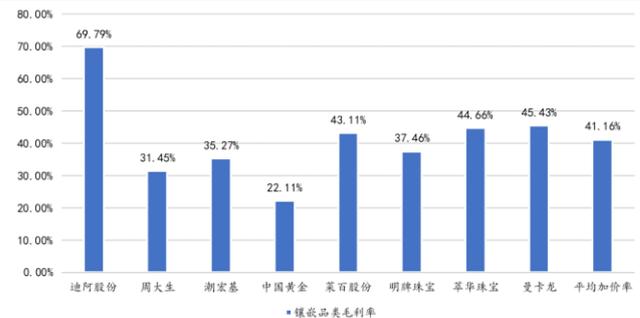
零售环节受益于品牌方的设计及品牌溢价，拥有较高议价能力。分品类来看，素金饰品通过金价+加工费的定价模式，2022 年行业平均毛利率为 8%左右，而镶嵌饰品拥有更高的设计溢价，且定价相较于素金产品更加不透明，2022 年镶嵌饰品的平均毛利率为 41%左右。

图表 5：素金饰品平均毛利率约为 8%



数据来源：同花顺 ifind，华福证券研究所

图表 6：镶嵌品类平均毛利率约 41%

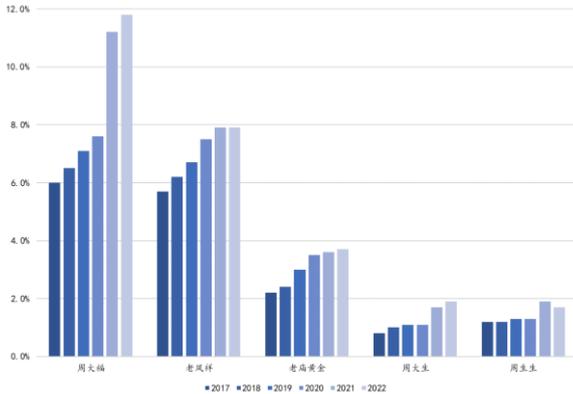


数据来源：同花顺 ifind，华福证券研究所

下游品牌通过自营+加盟方式加速渠道拓展，市场集中度提升明显。目前中国的黄金行业已从产品渗透率提升阶段发展到品牌集中度增强阶段。2018 年后，各

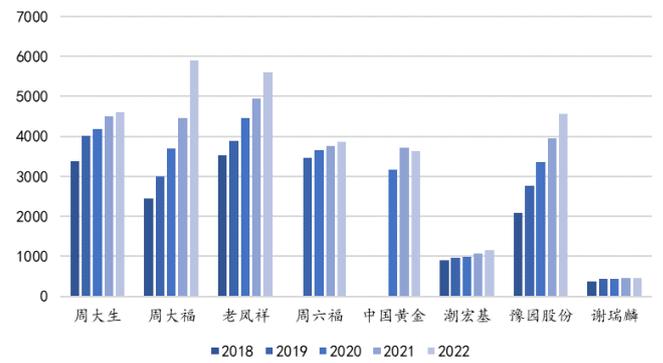
品牌方通过加盟、省代等方式加速向下沉市场拓店，渠道端实现快速扩展，2022年周大生/豫园股份/老凤祥等品牌的门店数分别达 4616/4565/5609 家，2023 财年周大福门店达 7404。品牌力是渠道拓展的重要支撑，特别是疫情导致消费者快速向头部品牌集中，据欧睿数据，2022 年周大福/老凤祥/老庙黄金市占率分别为 11.8%/7.9%/3.7%，相较于 2017 年分别提升 5.8pct/2.2pct/1.5pct。

图表 7：头部品牌市占率提升明显



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 8：头部品牌加速渠道拓展（单位：家）



数据来源：各公司公告，华福证券研究所

注：周大福、谢瑞麟财年为上一年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日；周六福 2022 年数据截止至 22H1；谢瑞麟为内地门店口径

总的来说，黄金产业链呈现典型微笑曲线特征，上游和下游掌握主要利润加成，中游代工厂商议价能力较低，主要为接受下游品牌端委托。

1.2 黄金类具备消费和保值属性，市场份额稳居第一且持续提升

黄金具备独特的消费属性和保值属性，两类属性交替为黄金消费提供了穿越周期的强劲支撑，带动黄金品类成为我国珠宝首饰的绝对龙头，且份额持续提升。

货币符号和消费需求带来黄金不同消费场景。过去黄金承担货币角色，虽然布雷顿森林体系解体后货币与黄金脱钩，但黄金仍具有货币符号的功能，具备一定抗通胀性，满足消费者保值需求。另一方面，黄金自古便是制造首饰的重要材料，因此部分黄金被民间用于制造首饰等产品，满足消费者情感需求和美丽需求。据世界黄金协会，2022 年地上黄金用于消费/投资的占比分别为 46%/40%。

图表 9：黄金拥有两类主流消费场景



数据来源：华福证券研究所

图表 10：黄金消费和投资需求占比均超 40%（单位：吨）

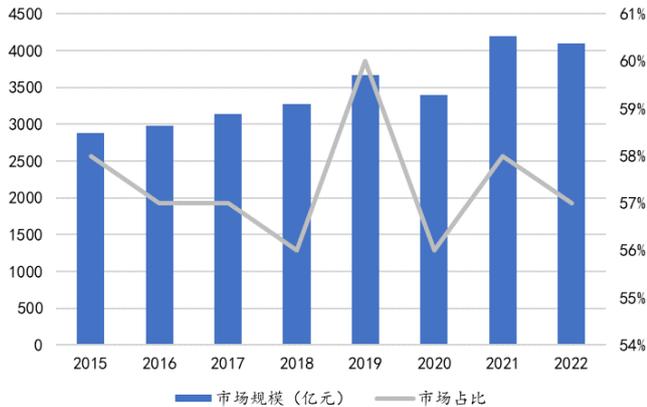
属性	用途	重量	占比
消费	以金饰存在	95547	46%
投资	各国央行持有	35715	17%
	以金条和金币存在	43044	21%
	实物支持的黄金 ETF 基金	3473	2%
其他		31096	15%
合计		209000	100%

数据来源：世界黄金协会，华福证券研究所

注：其他指用于各种工业用途或其他金融机构持有

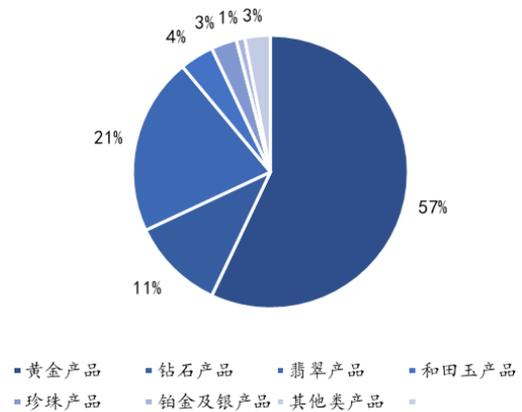
黄金产品市场规模疫情后突破四千亿元，稳居珠宝市场第一大品类。根据中宝协，2022年全国黄金产品市场规模约4100亿元，整体与2021年持平，表现出黄金品类在疫情波动背景下仍有较强韧性。从市场份额来看，自2015年以来，我国黄金产品的市场规模占比保持在57%左右的水平，是珠宝市场绝对的头号产品品类。

图表 11：黄金产品市场规模及占比（单位：亿元）



数据来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，华福证券研究所

图表 12：黄金为 2022 年中国珠宝市场最主要品类



数据来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，华福证券研究所

1.3 从饰品全品类看，黄金饰品竞争力持续提升

珠宝品类众多。珠宝首饰按照原料类别，可分为钻石、黄金、铂金、K金、玉石类等首饰，各类首饰以其独有特点满足不同消费者的审美偏好及消费偏好。

图表 13：首饰类别及基本特点简介

首饰种类	基本特点
钻石首饰	镶嵌有钻石的各类珠宝首饰的简称，一般有裸钻、钻戒、颈饰、耳饰、腕饰等
黄金首饰	以含金量不少于 99% 的材质制成的首饰，我国主流珠宝首饰品种，具有一定保值性
铂金首饰	以铂金为主要材料制成的首饰，具有一定保值性
K 金首饰	以黄金为主要原料，但含金量低于 99% 的首饰（24K 金除外），强调设计感和时尚性，保值性相较高含金量首饰较低
玉石首饰	以翡翠、和田玉等为主要原料制成的首饰，一般有耳钉、项链、手镯、戒指等
其他	珍珠、人造宝石、彩宝（如蓝宝石、红宝石等）

数据来源：周六福招股书，华福证券研究所

从品类端来看，黄金具有保值、耐摔、高认可度的优势，随黄金工艺的突破和设计的创新，黄金首饰以高性价比和强设计感吸引各类消费者。

黄金 vs 钻石，黄金保值特性突出，有完善的回收体系，市场化程度高，而钻石品类的回收需要专业机构鉴定，时间较长、难度较大且折价率较高。

黄金 vs 铂金，黄金具有较高灵活性，若不满意当前的款式，可以通过融化重铸来满足自身需求。但是铂金熔点高，无法轻易更改尺寸或形状，回收价格也仅有购入

价一半左右。

黄金 vsK 金首饰，黄金有**高保值性和全民认可度**，用户群体覆盖全年龄段群体，并且应用场景广泛，可用于婚庆、送礼、自戴等需求。但 K 金首饰保值率低于黄金首饰，在首饰同等重量情况下，K 金首饰的回收金额按其含金量计算，普遍为黄金回收价的 75%至 91.6%，另一方面，K 金主打年轻消费者自戴需求，用户人群和应用场景均较狭窄。

黄金 vs 玉石首饰，两者均为我国传统首饰材料，但玉石产品易碎且设计较老旧，市场份额逐渐缩减，相反，黄金具有**耐磨、耐摔的特性，并且设计新颖**，吸引越来越多消费者购买黄金。

图表 14：黄金保值率最高，达 74.7%

品类	周大福单克市场价	回收价	保值率
黄金	585.00	437.00	74.70%
铂金	416.00	210.00	50.48%
一克拉钻石	需经过专业鉴定，保值率普遍为 30%-50%		
22K 金	1386.67	400.00	28.85%
18K 金	1661.54	327.00	19.68%
玉石	需经过专业鉴定		

数据来源：金投网，金价查询网，淘宝，克徕帝，华福证券研究所

注：以上数据均为 2023.06.06 数据，K 金单克价格按照产品价格/产品重量计算得出

从品牌定位端来看，**品牌布局错落有致**。珠宝品牌包括奢侈品牌：Harry Winston、卡地亚、梵克雅宝、Tiffany 等；中高端品牌：周大福、周大生、老凤祥、施华洛世奇等；以及平价品牌：潘多拉、APM、VIGG 等品牌。各档次品牌目前仍有较大差距，需要长期积淀才能实现向上突破。

在中高端赛道，伴随黄金认可度和设计新颖度持续提升，我国黄金珠宝品牌在中高端赛道中持续揽收市场份额。由于黄金品类具有较高保值性，并且 3D 黄金的款式设计愈发新颖，在年轻一代消费者中获得良好声誉，在单件产品价格相当的背景下，**越来越多消费者选择购买黄金首饰**，因此我国中高端黄金珠宝品牌市占率一路提升，而施华洛世奇等主打 K 金、银饰的高溢价国际品牌市占率承压。

图表 15：国际中端及平价品牌市占率承压，国内中高端品牌高歌猛进

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
周大福	6.0%	6.5%	7.1%	7.6%	11.2%	11.8%
老凤祥	5.7%	6.2%	6.7%	7.5%	7.9%	7.9%
老庙黄金	2.2%	2.4%	3.0%	3.5%	3.6%	3.7%
施华洛世奇	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
APM	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
潘多拉	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%

数据来源：欧睿，华福证券研究所

2 当前宏观经济背景下，黄金饰品有着更强投资价值

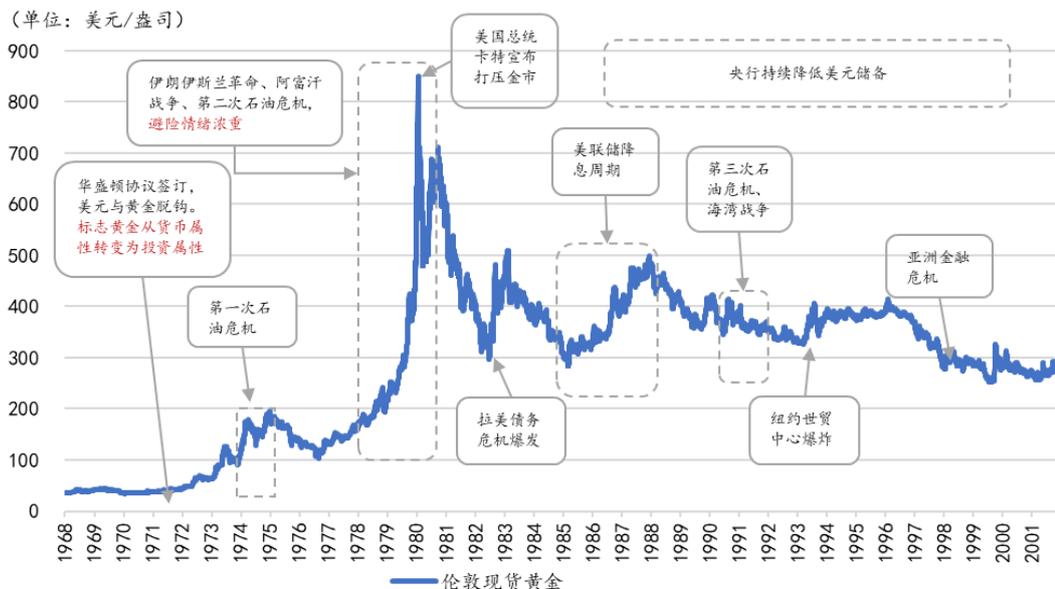
2.1 黄金市场历史复盘，金价未来有支撑

管控阶段（2001年前）：中国对黄金采取统购统配的计划管理体制

新中国建国后，金矿属于国家所有，民间的黄金交易被冻结，中国人民银行对全国金银买卖实行统一管理。1983年《中华人民共和国金银管理条例施行细则》规定了中国人民银行对金银的统一管理、统购统配，并且对企业从事黄金业务设立相关许可资质。1993年，国务院63号函确立了黄金市场化发展方向，为后续黄金市场化改革奠定方向。**2001年，我国宣布取消黄金“统购统配”的计划管理体制，在上海组建黄金交易所，黄金市场管理体制发生重要改变。**

同时，回看同期全球市场金价，可以梳理出金价与全球避险情绪存在强相关性。特别是在布雷顿森林体系解体后，黄金的主要属性从货币属性转变为投资属性，石油危机、地缘政治问题等事件发生时，将显著拉高金价。

图表 16：1968-2001 年金价与国际重大事件呈显著相关关系（单位：美元/盎司）



数据来源：wind，知网，人民资讯，浙江日报，和讯网，期货日报，央视网，北京日报客户端，凤凰网财经，浪漫分享网，牛伽网，华福证券研究所

黄金成长期（2002-2012年）：市场化改革带动黄金市场量价双增

黄金行业兼具成长属性与周期属性；2002年10月上海黄金交易所开业，表明我国黄金市场正式步入市场化。在这一阶段，伴随金价持续上行、人均可支配收入提升、婚嫁需求支撑及品牌渠道拓展，我国黄金市场量价双增，迎来黄金十年；据国家统计局数据，我国黄金交易额由2002年的2.89亿元提升至2012年的3869.80亿元，10年CAGR105.43%。

金价持续上行：2008年后金融危机爆发，全球避险情绪持续加重，黄金的逆周期性显现，对黄金的投资保值需求持续上行，同时各国持续出台量化宽松政策以刺激经济，带来美元持续贬值，金价走强。在此阶段，消费者和投资者对金价上涨形成一致预期，黄金的投资属性带动其投资消费量持续提升，这是黄金行业的周期属性所导

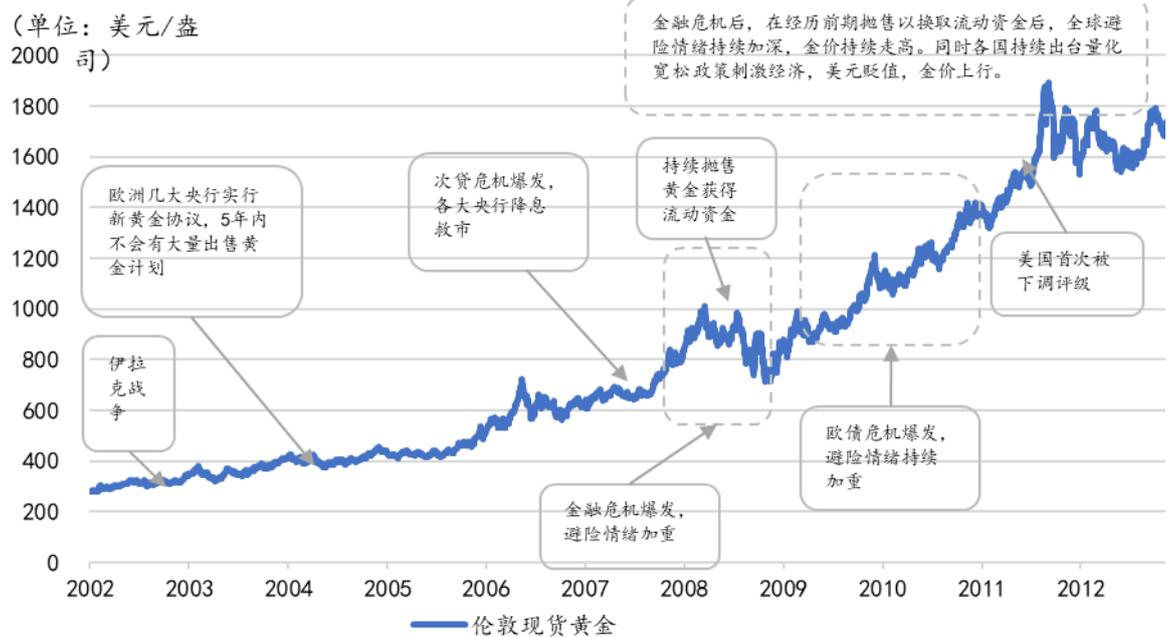
致的。据中国黄金协会，2007年我国黄金投资消费量仅25.40吨，截止2012年已达到309.19吨，5年CAGR64.85%。

人均可支配收入提升：2002年中国加入WTO，叠加国民经济实现高速发展，我国人均可支配收入大幅提升，在政策管控放开的背景下，黄金作为可选消费品类，消费需求实现高速增长，这体现了黄金行业的成长属性。据中国黄金协会，2012年我国黄金总消费量为1141.37吨，5年CAGR25.74%。

婚嫁需求支撑：2002年至2013年期间，我国结婚登记对数屡创新高，据民政局，2013年我国结婚登记对数达1346.90万对，为2002年的1.71倍。我国的婚嫁礼仪中，素有购置三金的传统，因此结婚人群的增多为黄金消费的增长提供了强支撑。

品牌渠道拓展：在消费人群剧增的背景下，各头部品牌积极拓展自身渠道，通过渠道+品牌的双重打法提升品牌形象的同时，吸引大量非传统消费者，金银珠宝类商品零售额从2002年145.6亿元提升至2012年的2209.4亿元，实现大幅提升。

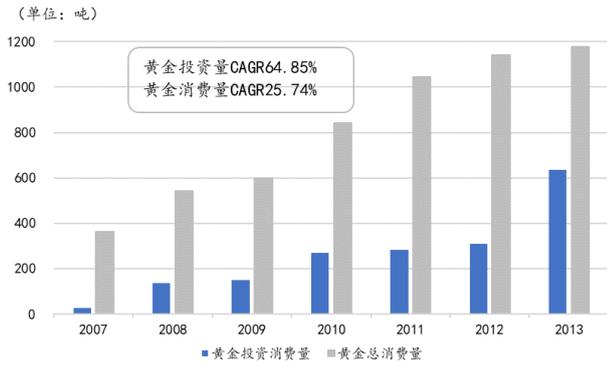
图表 17：2008年后全球避险情绪加剧，金价持续上行（单位：美元/盎司）



数据来源：wind，云南省黄金行业协会，国际金融报，上观网，新浪财经，华尔街见闻，招金集团，陈志昂、朱秋琪、胡贤龙《“危机”是怎样炼成的？——从“夹层效应”看欧洲债务危机》，界面新闻，新华网，金融界，期货日报，华福证券研究所

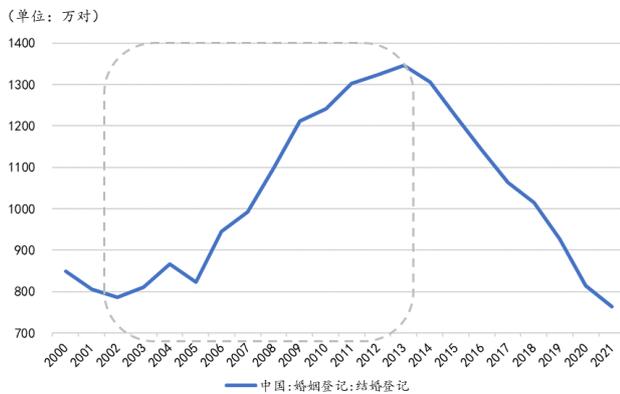
图表 18：07-12 年我国黄金投资需求高增（单位：吨）

图表 19：02-12 年中国黄金交易迎来黄金十年（单位：亿元）



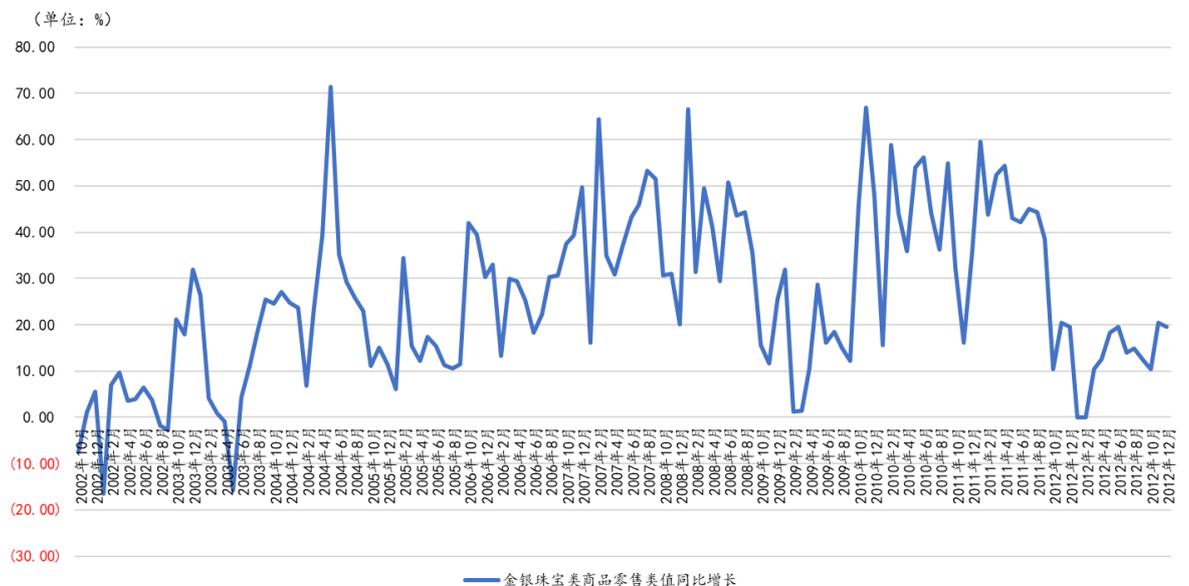
数据来源: 中国黄金协会, 华福证券研究所

图表 20: 02-13 年结婚登记对数屡创新高 (单位: 万对)



数据来源: 民政局, 华福证券研究所

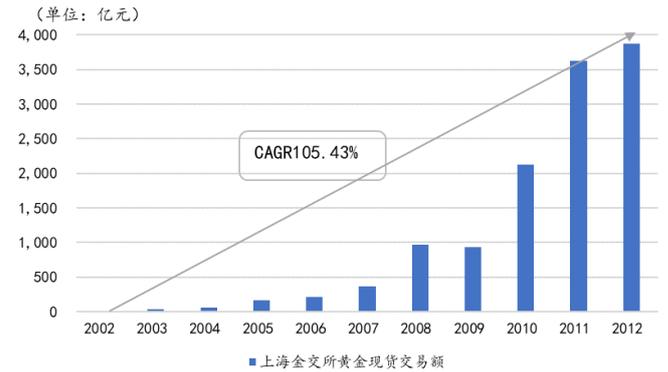
图表 22: 金银珠宝类商品零售额高速增长 (单位: %)



数据来源: wind, 华福证券研究所

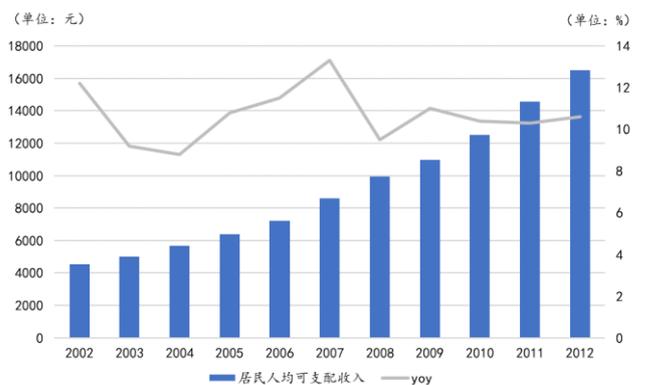
震荡阶段 (2013-2018): 需求端稳健, 渠道端持续扩展

2013 年金价大幅下挫, 由于存在对金价上涨的一致预期, 国内出现“抢金潮”现象, 但金价没有反弹上涨, 反而持续下探, 抑制了消费者购金意愿, 并且“抢金潮”



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 21: 02-12 年我国人均可支配收入 CAGR 达 13.80% (单位: 元, %)

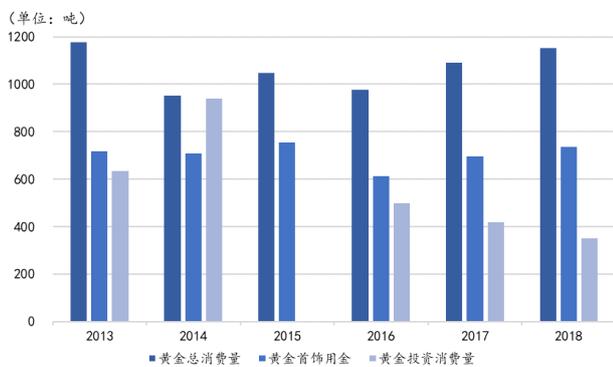


数据来源: wind, 国家统计局, 华福证券研究所

也提前透支 2014、2015 年的黄金需求，因此 2013-2016 年黄金消费市场整体承压，黄金的投资量持续下降。2017-2018 年伴随全球经济复苏预期坚定，我国黄金总消费量实现反弹，黄金投资消费量持续下降。总的来说，该阶段黄金在我国主要表现为消费属性。

2014 年 3D 硬金、2018 年 5G 黄金等高毛利且款式新颖的一口价黄金产品迅速流行，降低了传统低毛利普货黄金的市场份额的同时，提高了品牌方和渠道加盟商毛利，为加盟商加速渠道拓展奠定基础。整理各公司公告，2013-2018 年期间，周大福/豫园股份/老凤祥/周大生等品牌分开净开店 613/401/897/1276 家。渠道端持续拓展，叠加 3D 硬金产品吸引消费者，黄金首饰用金在黄金总消费量下降的背景下，仍然保持韧性。

图表 23：投资和消费需求整体承压（单位：吨）



数据来源：中国黄金协会，华福证券研究所

图表 24：各品牌渠道端快速扩展（单位：个）



数据来源：各公司公告，华福证券研究所

图表 25：2013-2018 年金价整体震荡（单位：美元/盎司）



数据来源：wind，环球网，中国银行业协会，濮阳统计信息网，北京商报，新浪财经，新华社，第一黄金网，华福证券研究所

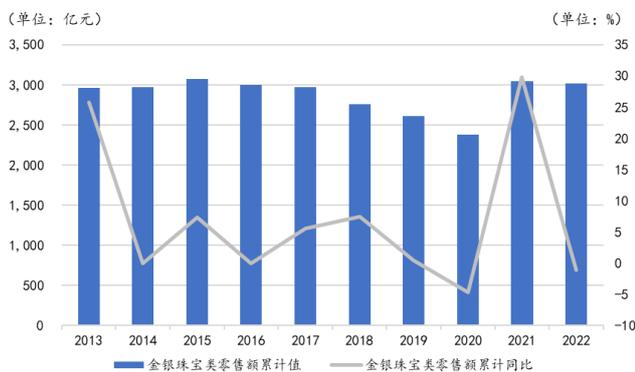
集中阶段（2019-至今）：金价上行+产品升级+品牌集中度提升共推市场上行

2019 年伴随黄金金价持续提升，黄金市场转暖，2020 年受疫情影响市场整体转

冷，但黄金作为可选消费品，需求弹性较强，在疫后实现快速修复，根据国家统计局数据，2021年我国金银珠宝类商品零售额同比增长29.8%，实现强势反弹，恢复至疫情前水平。2022年中国金银珠宝类商品零售额为3013.7亿元，同2021年持平。在疫情后，俄乌冲突爆发、全球性通胀、全球经济增速放缓及各大央行加大黄金储备等动作都进一步导致了金价的上行，虽然美联储为抑制通胀采用加息政策，但黄金的保值属性使其价格仍然具有较强支撑。

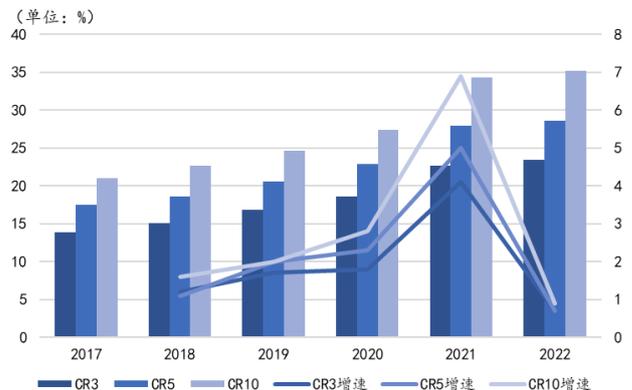
品牌渠道持续拓展，疫情加速行业集中度提升。由于行业内小公司抗风险和资金运营能力较弱，疫情下营收受到较大影响而出现亏损，倒闭出局。反观资产雄厚、承压能力强的国内头部公司，本身具有较高的市场占有率并在疫情后抓住消费反弹势头扩张门店规模、下沉渠道，进一步占领市场，使得疫情后行业加速集中。根据Euromonitor数据，我国珠宝行业的CR3/CR5/CR10分别从2017年的13.9%/17.5%/21.0%提升至2022年的23.4%/28.6%/35.2%。

图表 26：金银珠宝类零售额快速修复（单位：亿元，%）



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 27：我国珠宝行业集中度提升



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 28：2019-至今，金价持续震荡上行（单位：美元/盎司）



数据来源：wind，中国新闻网，中国政府网，人民资讯，正观新闻，世界黄金协会，华福证券研究所

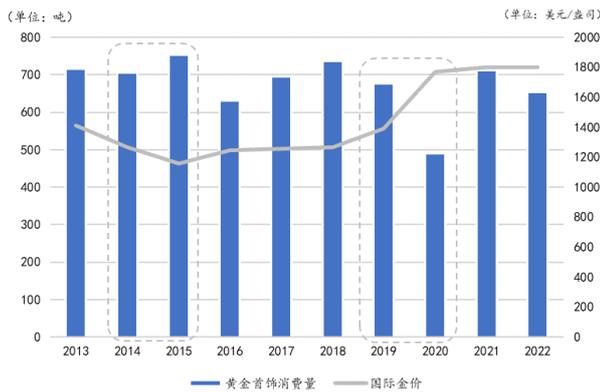
通过对历史复盘我们总结出如下规律：

1.在受到黄金的供需影响之外，由于黄金的逆周期属性，金价与国际避险情绪存在正相关关系，与美联储加息（即利率）存在负相关关系，与美元指数基本呈现负相关关系。

2.由于黄金具备投资属性，因此当长期形成对金价上涨的一致预期后，金价上涨将带动对黄金投资需求的增加，而金价下跌将抑制投资需求；另一方面，黄金的消费属性决定，短期金价上涨将抑制下游消费需求，短期金价下跌将刺激需求回暖。

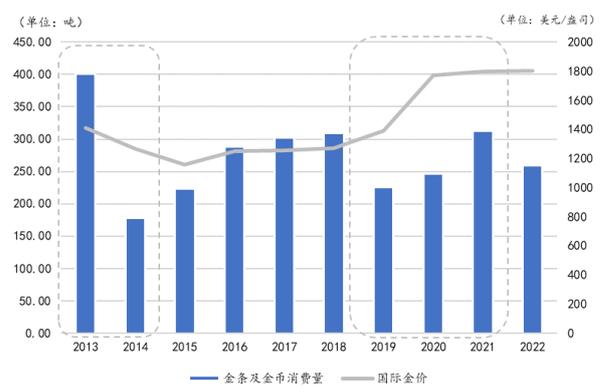
3.目前美联储加息周期或面临结束，未来美联储降息有望进一步推升黄金价格，金价未来上涨的确定性较强，在此基础上，由于金价已形成一致性上涨预期，因此黄金的投资属性加重，消费属性在刚性需求的支撑下也有望迎来量价双增。

图表 29：黄金首饰消费量与短期金价呈负相关（单位：吨，美元/盎司）



数据来源：Euromonitor，中国黄金协会，华福证券研究所

图表 30：金条及金币消费量与长期金价呈正相关（单位：吨，美元/盎司）



数据来源：Euromonitor，中国黄金协会，华福证券研究所

2.2 从保值增值角度看，饰品全品类中黄金饰品远超头部奢侈品公司

后疫情时代，“性价比”为王，价格和质量为消费者关注核心，高质量且定价合理的黄金产品在珠宝市场中脱颖而出。

黄金饰品分为按克计价和按件计价两类。按克计价产品的计价规则为金饰价格=金饰克重×金价+工费，其中金价随行就市，按克计价产品定价规则透明，毛利率水平较低；按件计价产品按照金饰克重、设计、工艺制定打包价，产品毛利率水平在30%-50%之间；而头部奢侈品公司的珠宝镶嵌类产品受益于高品牌溢价，因此毛利率水平较高，以Tiffany为例，公司毛利率水平常年保持在60%以上。因此，即使一口价黄金产品相较于克重产品毛利率水平较高，但相比于奢侈品公司，仍然更能体现产品实际价值，在当前消费趋势的背景下，更能击中消费者购买心理。

图表 31：周六福两类素金产品毛利率水平

	2019	2020	2021	2022H1
按克计价	30.2%	29.2%	17.0%	20.5%
按件计价	52.6%	48.3%	42.4%	45.4%

图表 32：国外珠宝品牌毛利率水平较高

	2017	2018	2019	2020
Tiffany	62.2%	62.5%	63.3%	62.4%
潘多拉	74.5%	74.3%	72.7%	75.6%

数据来源：周六福招股书，华福证券研究所

数据来源：ifind，wind，华福证券研究所

注：周六福利润率普遍高于行业整体，仅供参考

黄金产品保值特性在二级市场表现突出，远超其余品类或品牌。黄金品类饰品在二手平台较少有顾客愿意出售，这主要是由于：1.黄金有完善的回收体系；2.黄金可以融化再铸新款式；3.长期持有黄金有望获得金价上行的好处。并且，从平台上已有的产品来看，黄金产品基本以原价或高于原价的价格出售。

相反，国际珠宝品牌的产品主要为钻石镶嵌类、K金类产品，较为依赖二手平台，因此上架产品众多。从保值率来看，各类产品的普遍保持在30%-60%之间，其中宝格丽、卡地亚的保值率较高，其余品牌保持在低位。

因此，从保值增值的角度来看，相较于购买高奢珠宝，购买黄金品类性价比最高，在二级市场有更高的议价权，和更顺畅的流通渠道，有更高投资价值。

图表 33：二级市场国际珠宝品牌及国内黄金首饰对比

	品牌	公价(元)	二手价(元)	保值率	图片
国际珠宝品牌	卡地亚	82000	48308	58.9%	
	宝格丽	18300	10999	60.1%	
	Harry Winston	200000	75398	37.7%	
	Tiffany	2150	908	42.2%	
	施华洛世奇	999	348	34.8%	
	潘多拉	982	568	57.8%	
国内珠宝品牌	周大福	450	688	152.9%	
	周大福	1200	1198	99.8%	
	老庙黄金	1699	688	40.5%	

数据来源：红布林，华福证券研究所

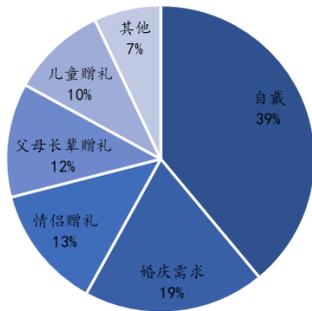
注：为保证数据可比，产品均为从红布林APP选择的成色9.9新产品

3 从产品力和渠道建设看黄金制品发展空间

3.1 产品力越来越强，自戴+产品创新为主流方向

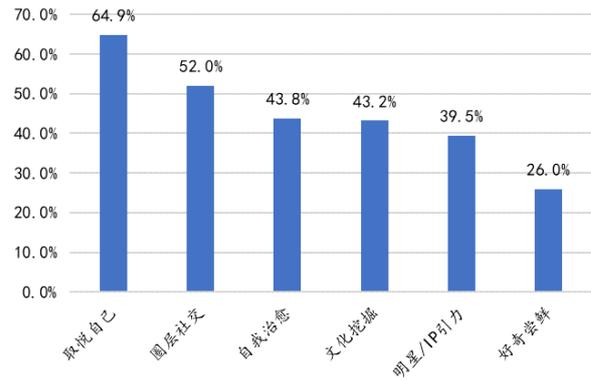
礼赠+婚庆+自戴，三重需求提振黄金首饰消费。中国对黄金首饰的消费有较深远的历史，包括传统婚庆购买三金、赠送新生儿金镯、情侣节日赠礼等。伴随近年来我国消费升级及悦己主义兴起，自戴已成为重要推动力，据艾媒咨询，有64.9%的年轻群体会因为取悦自己购物。据世界黄金协会，自戴/婚庆需求/赠礼需求分别占据珠宝首饰（以金饰为主）39%/19%/35%份额，三大需求共同支撑我国珠宝市场需求。

图表 34：自戴和婚庆需求占据首饰需求近 60%份额



数据来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华福证券研究所

图表 35：取悦自己为当代年轻群体首要购买原因



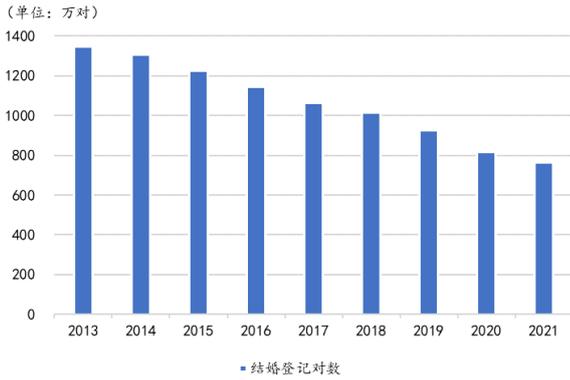
数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

结婚对数下降不改黄金在婚庆消费场景增长，产品创新创造新需求。据民政局，2013 年我国结婚对数达到高点 1346.90 对，随后受年轻一代生活习惯等方面改变，结婚对数逐年下降，2021 年结婚对数为 764.30 对，8 年 CAGR-6.84%。但同时，据《2021 年结婚行业洞察白皮书》，2020 年我国结婚平均花费 17.4 万元，为 2015 年的 2.7 倍，据艾媒网，2021 年我国婚礼首饰预算金额普遍集中于 1-10 万元间，其中 3-10 万元占比超一半，婚嫁饰品类目的消费伴随结婚平均花费的提升而提升。

由于 Z 世代人群重视首饰的保值性、实用性及美观程度，黄金类首饰保值、日常的特性顺应消费者需求，据婚礼纪，“三金五金”以 83.6% 的占比成为 Z 世代首选婚嫁首饰消费种类。同时，为了适应消费者需求的变动，黄金饰品产品创新力度加强，金镶钻等新兴品类出现，将钻石与黄金相结合，全面满足消费者偏好，创造市场新需求的同时提升客单价。

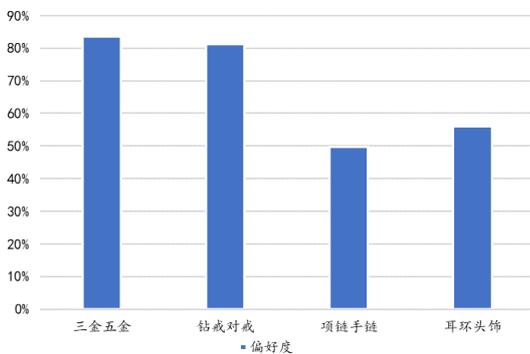
图表 36：结婚登记对数逐年下降（单位：万对）

图表 37：婚礼平均支出显著增长（单位：万元）

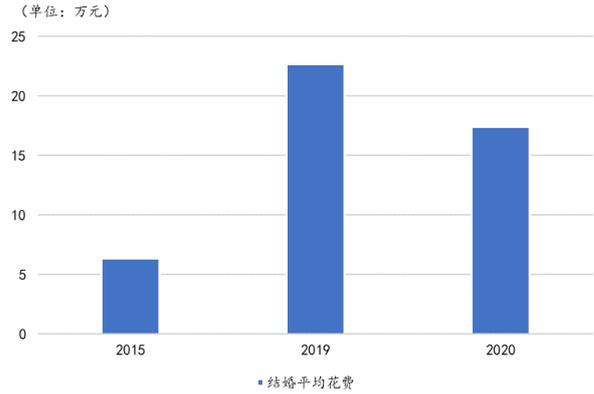


数据来源: 民政局, 华福证券研究所

图表 38: 三金五金为最受偏好品类

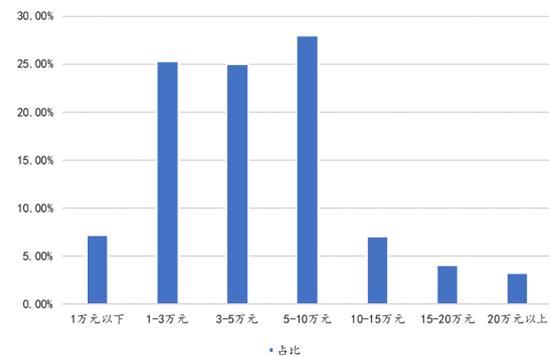


数据来源: 婚礼纪, 华福证券研究所



数据来源: 《2021 年结婚行业洞察白皮书》, 华福证券研究所

图表 39: 2021 年婚礼首饰类预算集中于 3-10 万元



数据来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

消费群体向年轻化迈进, 叠加“她经济”崛起, 黄金饰品产品创新促使自戴需求承接部分消费。

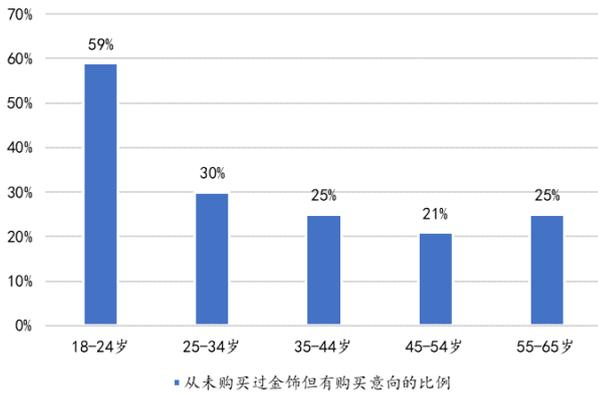
黄金珠宝首饰的消费人群逐步向年轻化人群迈进, 据《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》, 金店主要消费人群集中在 25-50 岁之间, 这类人群拥有较强的购买力及悦己自戴需求, 在购买首饰时追求时尚及保值双属性, 带动具有强设计感的硬金、古法金等产品需求高增, 承接部分素金首饰和镶嵌首饰的需求。据《2019 年中国金饰零售洞察》, 有 59% 的 18-24 岁消费者从未购买金饰但有消费意向, 这表明未来黄金饰品在年轻化转型中仍有较大渗透率提升空间。

另一方面, 参考日本近 20 年的经济表现, 随女性意识崛起及女性收入提升, 我国“她经济”逐渐显现, 据第一财经商业数据中心, 2020 年中国女性消费金额达 10 万亿元, 中国女性消费力正快速提升。据中国黄金报社统计, 由于我国黄金消费的各类场景中女性客户占比基本达到约 80% 以上, 因此女性消费力的提升将助推黄金饰品市场持续增长。

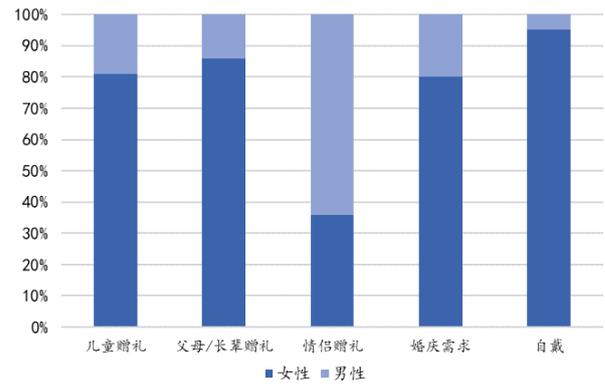
同时当前女性在购买时黄金首饰时更多偏向于自戴取悦自我, 因此注重产品的外观程度和保值程度, 黄金饰品近年来通过营销推广 (与 IP 联名等)、工艺升级 (3D 制法、古法制法), 已经吸引大批之前未购买过黄金饰品的女性消费者, 并且产品创新持续刷新消费者认知, 未来可渗透的空间仍然巨大。

图表 40: 大量年轻消费者有购买黄金的意向

图表 41: 女性为黄金消费的主要动力



数据来源：《2019年中国金饰零售洞察》，华福证券研究所



数据来源：中国黄金报社，世界黄金协会，华福证券研究所

3.2 产品升级伴随消费升级，古法黄金和 3D 黄金成为主流

消费升级叠加产品升级，共推需求端增长。在整体消费升级的趋势下，消费者对黄金首饰的设计、工艺和文化内涵方面有了更高的要求。同期黄金产品工艺改善，具有更高硬度的 3D 硬金、5D 黄金等产品出现，高硬度的黄金可以打造出类似于 K 金等具有设计感和立体度的产品，在同价位段上受益于高保值性受到消费者喜爱。2018 年以来伴随国潮兴起，由传统工艺打造且具备较高文化内涵的古法黄金受到消费者喜好，周大福的传承系列成为爆品，各大品牌纷纷推出古法金产品。

同时，工艺的升级使得金镶钻、金镶玉等产品陆续进入市场，多材料的融合不仅提升了产品美观度，并且满足了消费者更多元化的需求，为黄金饰品消费带来更多可能性和动力。

图表 42：各类黄金饰品介绍

	普货黄金	3D 硬金	5D 黄金	5G 黄金	古法黄金
特性	硬度不高，款式单一	同体积下重量仅为普通足金的 30%，硬度高，极具立体感	可视为“3D 硬金”的升级产品，在韧性、硬度、光泽等方面进一步增强	耐磨性高，韧性强，硬度高，款式时尚感强	呈现哑光质感，细节精致，融合传统元素更具文化内涵和收藏价值
消费群体	覆盖广泛，整体年龄偏高，消费地域主要为三四线城市	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	覆盖广泛，由于较高的客单价，主力为消费能力较强的 30-45 岁人群
示例					

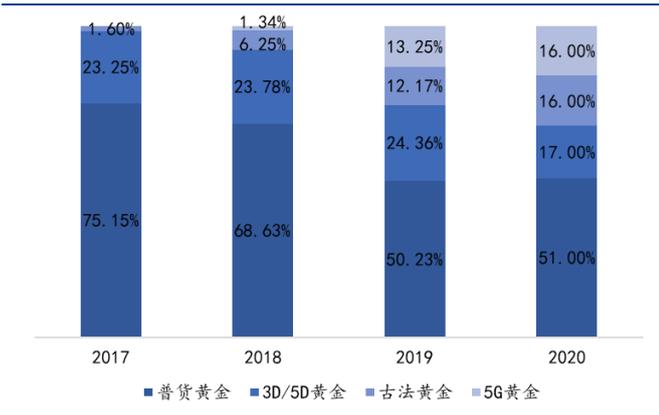
数据来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，天猫，华福证券研究所

黄金产品工艺改善，普货黄金市场份额缩减。根据中宝协数据，2015 年之前，我国黄金饰品市场中普货黄金占有超过 90%。2017 年以来，随着市场需求的转型升级，终端市场的黄金饰品结构变化明显。普货黄金市场份额持续下滑，由 2017 年

的75.15%下滑至2019年的50.20%。同时，古法黄金与“国潮”深度绑定，硬金饰品风格多样，均受到了广大消费群体的关注，市场份额不断增长，2020年两类产品的市场占比均达到了16%。

按克计价逐渐回归，两类定价方式并驾齐驱。受营销、消费者观念转变以及产品设计升级的影响，定价机制更透明的“按克计价”黄金产品重新受到消费者认可，同时具有较强设计感及美观度的“按件计价”黄金产品仍然受到年轻消费者喜爱。

图表 43：普货黄金市场份额下降



数据来源：中宝协，华福证券研究所

图表 44：按克计价黄金设计改善明显



数据来源：淘宝，华福证券研究所

3.3 品牌以老字号为主，渠道下沉为重要竞争抓手

黄金珠宝行业竞争格局有所改善，进一步向老字号品牌集中。根据 Euromonitor，2022 年我国黄金珠宝行业的 CR3/CR5/CR10 分别为 23.4%/28.6%/35.8%，分别同比提升 0.7pct/0.7pct/0.9pc。其中，市占率前五的国内品牌分别为周大福、老凤祥、老庙黄金、周大生、周生生，具有较长历史且广受消费者认可。近年受疫情及消费升级影响，中小品牌或区域性品牌无法承担高额的经营成本而逐渐退出市场，相反，头部老字号品牌受益于资金和管理能力带来的强抗风险能力，以及强品牌力带来的渠道扩张能力，积极拓展下沉市场，促进市占率提升。

图表 45：国内重点珠宝零售企业介绍

品牌	品牌简介	成立时间	代表产品
周大福	公司产品包括黄金产品、镶嵌产品及钟表产品等；品牌包括周大福、Hearts On Fire, T-Mark, ENZO 等；目前拥有传承系列等多系列产品矩阵。目前，周大福运用“新城镇计划”等策略，通过加盟方式快速占据空白下沉市场。	1929 年	
老凤祥	“凤祥银楼”成立于 1848 年，具有深厚历史，公司主营黄金珠宝首饰、工艺美术品及笔类文具制品的生产经营及销售。目前“双百行动”已顺利落地。	1848 年	
老庙黄金	老庙黄金从上海老城隍庙起源，主营黄金品类产品，通过传统与新颖、文化与潮流相结合，打造“古韵金”系列、“多肉多福”系列、“麦玲玲”系列等。	1982 年	

周大生	公司率先采用自营+加盟的方式在下沉市场拓店，并在 2009 年完成“千店计划”。产品端来看，公司以钻石镶嵌产品为起点，拥有“情景风格珠宝”等多系列产品，同时伴随国内消费市场发展，设立了周大生经典子品牌，主营黄金系列产品，目前拥有“非凡古法金”等系列产品。	1999 年	
周生生	公司覆盖中国大陆、中国香港、中国澳门及中国台湾地区销售，产品主要包括黄金、镶嵌、K 金及钟表产品，品牌端包括周生生、生生·活字、劳力士（特约零售商）等	1934 年	
潮宏基	公司为国内首家推出彩金珠宝饰品的企业，产品端以彩金镶嵌类为主，黄金为辅的布局，目前公司切入培育钻石赛道，与力量钻石共同出资设立“生而闪耀”。品牌端，公司拥有潮宏基、WENTI 梵迪、FION 菲安妮等品牌。	1997 年	
周六福	周六福以钻石镶嵌类产品为切入点，目前已形成黄金+镶嵌全品类的国内珠宝企业，同时，公司在门店端持续升级，提升消费者认可度。	2004 年	
中国黄金	公司前身为中金黄金投资有限公司，为唯一一家央企背景的黄金珠宝企业。产品端来看，公司以黄金为主要产品，同时宣布向培育钻石赛道切入，目前已成立培育钻石事业部。	2006 年	

数据来源：各公司官网，淘宝，克徕帝，各公司年报，华福证券研究所

线上渠道快速成长，成为引流通道及销售新突破口。伴随互联网的快速发展，我国头部珠宝企业纷纷向线上转型。包括在头部电商开设旗舰店或加盟电商自营平台，新销售渠道为销售端带来新活力和新业态；线下门店与线上相结合，销售人员通过私域流量获客；在短视频或种草平台发布内容，持续为品牌引流。三重催化作用下，头部珠宝企业电商渠道收入占比持续上升，成为销售端重要一环。

图表 46：电商渠道的占比持续提升

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
周大福	3.1%	4.5%	4.5%	4.9%	4.3%	5.2%
周六福			13.0%	26.1%	28.1%	38.9%
周生生	14.0%	15.0%	16.0%	18.0%	15.0%	19.0%
周大生	7.4%	7.2%	9.2%	19.1%	12.5%	13.9%
中国黄金	2.5%	6.6%	7.5%	7.2%	9.5%	9.5%
潮宏基	16.5%	15.7%	17.7%	22.6%	23.0%	24.1%

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

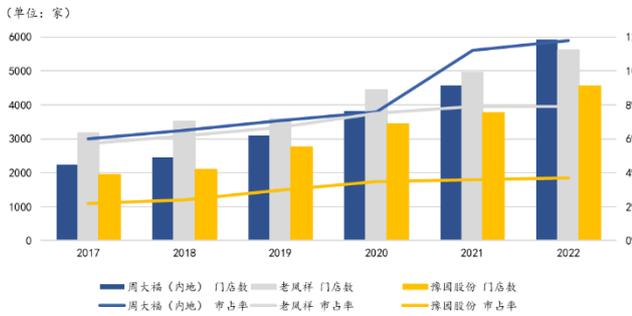
注：周六福 2022 年数据为 H1 口径；周大福财年为上一年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日

虽然电商渠道快速增长，但黄金饰品作为高价值、低频次的消费类别，线下渠道仍为必争之地。一方面，线下渠道的快速铺设，能频繁向消费者曝光品牌，加深消费者对品牌的认可度，无形中对消费者完成了品牌营销，提升品牌力；另一方面，线下店铺的开设能使产品更快触及消费者，实现消费转化。

下沉市场潜力大，品牌凭借渠道策略占据空白市场实现渠道扩张。随着一、二线

城市的门店数量稳步增长，各品牌为开辟空白市场，纷纷制定“渠道下沉”策略，从三、四线城市市场入手，寻求新的增长点。回顾我国头部黄金珠宝企业的发展之路，市占率提升都伴随着渠道端的快速释放。

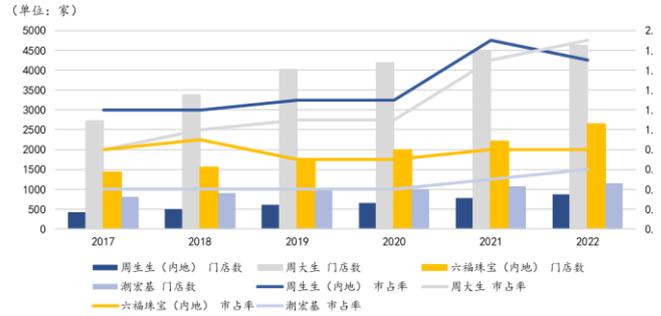
图表 47：周大福、老凤祥、豫园股份的内地门店数及市占率情况



数据来源：各公司公告，欧睿，华福证券研究所

注：豫园股份市占率为老庙黄金口径

图表 48：周生生、周大生、六福珠宝、潮宏基的内地门店数及市占率情况



数据来源：各公司公告，欧睿，华福证券研究所

4 打造极致的大单品，中国黄金制品有望弯道超车

4.1 渠道持续渗透，在当前环境中才能够积累足够现金流

由于低线城市的店铺管理成本较高，品牌更倾向于选择加盟模式进行市场拓展。周大福开启“新城镇计划”和“省代”模式，以加盟方式快速进入下沉市场；周大生实施一二线城市自营店对低线城市市场辐射策略，低线城市加盟店的占比显著高于一二线城市；老凤祥、中国黄金未来持续拓展三四线城市的布局；潮宏基近年开始推行省代模式，利用加盟模式拓宽市场销售渠道，保证业绩增量。

在当前市场环境下，通过加盟模式，能迅速提升公司品牌体量，实现现金流积累。一方面，公司能借助加盟商的渠道优势和区域优势，更顺畅的切入当地市场，实现渠道的快速渗透；另一方面，加盟模式大幅减轻了品牌方的资金压力和开店制约，减弱品牌方承担的市场风险，实现更确定性的现金流积累。

足够的现金流给公司在当前多变的市场环境中提供支撑。参考海外珠宝龙头（Tiffany、Signet 等）的经验，在保证母品牌稳定健康发展的同时，多品牌矩阵更能满足当前多样化的消费需求，品牌端无论是收并购新品牌还是自创新品牌都需要足够的现金流支撑。同时，品牌力的提升不仅需要产品质量严格把控，还需要持续的营销端推广和巩固，更充足的现金流有望在这一领域实现更大的提升。因此，足够的现金流能为公司发展提供更多可能性。

图表 49：近年各品牌加盟门店数高增（单位：家）

		2018	2019	2020	2021	2022
周大生	总门店	3375	4011	4189	4502	4616
	加盟	3073	3733	3940	4264	4367
	自营	302	278	249	238	249
老凤祥	总门店	3521	3893	4450	4945	5609
	加盟	3339	3709	4270	4759	5415

	自营	182	184	180	186	194
豫园股份	总门店	2090	2759	3367	3959	4565
	加盟	1909	2560	3160	3736	4315
	自营	181	199	207	223	250
中国黄金	总门店	2182	2931	3160	3721	3642
	加盟	2119	2852	3075	3630	3537
	自营	63	79	85	91	105
潮宏基	总门店	907	971	995	1076	1158
	加盟	337	444	541	711	834
	自营	570	527	454	365	324
		2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY
周大福珠宝内地	总门店	2803	3426	4098	5459	7269
	加盟	1299	1936	2659	4014	5560
	自营	1504	1490	1439	1445	1709

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

4.2 大单品打造是关键，凝聚符号才有更强社交价值，才有更强议价力和定价权

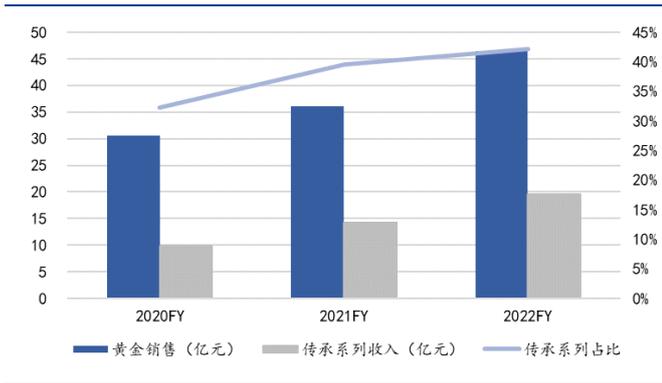
参考奢侈品珠宝品牌及其他消费类品牌，我们发现，大单品的打造将不断深化消费者的品牌认识，提升消费者粘性，并且能带动同系列副产品的销售增长；另一方面，成功的大单品将提升产品的社交属性，从而带来更强的溢价力，因此大单品将从量价两方面拉动品牌升级，是制胜关键。

从化妆品公司来看，每个品牌的成功，都有一款或多款核心单品在支撑。以雅诗兰黛为例，核心单品小棕瓶精华从1982年问世至今，凭借“二裂酵母提取物”和玻尿酸成分的添加，受到消费者的广泛认可，截止目前，小棕瓶精华已更新至第七代，仍然为消费者所喜爱。以近年快速成长的珀莱雅为例，珀莱雅依靠双抗精华和红宝石精华，形成“早C晚A”精华套组，深度绑定消费者，并且在精华品类的基础上向面膜、面霜等品类拓展，搭建双抗系列和红宝石系列产品，实现副产品销量的高增，也使得珀莱雅品牌形象整体焕新，受到消费者称赞。

回顾奢侈品珠宝品牌，核心形象深入人心，拥有高社交价值。1845年Tiffany首次使用知更鸟蓝配色，随后知更鸟蓝与Tiffany深度绑定，消费者看到知更鸟蓝便会想到Tiffany品牌。宝格丽在1948年推出灵蛇图腾系列，寓意蜕变新生，此后宝格丽的灵蛇形象一直与绽放女性风采等精神挂钩，为消费者佩戴该产品提供了较高的社交价值。

回归到我国黄金珠宝品牌的建设上来看，大单品打造是提升品牌力和溢价力的关键。我国目前黄金饰品的同质化问题凸显，因此如何打造大单品是当前我国黄金珠宝品牌值得思考的问题，但可以肯定的是，严格的质量把控是基础，更深厚的内涵是前提，更经典的设计是关键。近年周大福品牌推出的古法金产品初见此特征，传承古法金系列产品拥有独特的哑光光泽，并且顺应我国国潮消费的兴起，吸引了大批消费者，截止2022财年，传承系列产品占周大福黄金饰品营收的比重达42.1%。

图表 50：周大福传承系列营收及占比持续提升



数据来源：公司公告，wind，华福证券研究所

图表 51：头部奢侈珠宝品牌经典产品示例

品牌	经典形象	品牌	经典形象
宝格丽		梵克雅宝	
Tiffany		Harry Winston	

数据来源：公司官网，华福证券研究所

4.3 讲好品牌故事，将品牌与时代相结合，拔高品牌定位

顶级奢侈品珠宝企业的成长，都伴随着时代的发展，通过与王室和上流阶层建立联系，从而快速拔高品牌的定位，赋予更高的社会价值。并且多次在顶级珍稀的宝石拍卖中拔得头筹，提升品牌调性和品牌认可度。

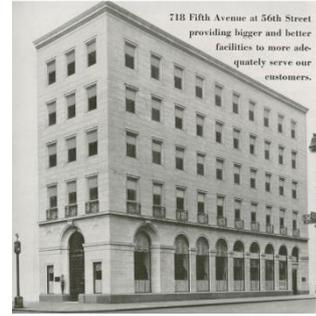
Tiffany 在品牌塑造期间，多次参加顶级宝石拍卖，例如 1878 年公司收购了一枚 287.42 克拉的黄钻并切割为 The Tiffany Diamond，永久展览于第五大道旗舰店，同时公司多次从欧洲贵族收购宝石卖给买过上流阶层，与欧洲贵族建立联系，1885 年 Tiffany 重新设计美国国徽，多方面共同打造了品牌的奢侈调性。同时从营销方面，1886 年公司推出了 Tiffany Setting，赋予钻戒永久挚爱的内涵，Tiffany 借助同名电影《蒂凡尼的早餐》大幅提升知名度，同时参加超级碗、NBA 等大众热门赛事的奖杯制作，进一步提升品牌知名度。

Harry Winston 通过多次在大型珍贵珠宝拍卖会中拍得顶级珠宝而名声大噪，创始人温斯顿先生在 1947 年被《时尚》杂志赋予“钻石之王”的美誉，带动品牌形象大幅提升。大量上层名流追捧并收藏品牌产品，例如温莎公爵夫人收藏多件 Harry Winston 珠宝作用，带动品牌社会价值快速拔高。从营销角度，品牌不同系列产品均拥有不同内涵，例如 Sunflower 产品寓意爱意粲然盛放，消费者可以根据不同需求寻求情感寄托。并且，在电影主题曲《钻石识女人最好的朋友》中，歌词“海瑞温斯顿，请告诉我吧！快把一切都告诉我！”，将公司知名度提升至新高度。

总的来说，Tiffany 和 Harry Winston 的成功，都有赖于其对品牌形象的持续巩固和拔高。

融入品牌故事，赋予产品内涵。不管是古法金类产品还是与博物馆 IP 的联名产品，品牌方都希望通过与传统文化相结合赋予品牌和产品更深的内涵。与国际奢侈品牌相比，我国黄金珠宝品牌还需要从行业声量和营销端持续投入，巩固自身独特的文化内涵，实现弯道超车。

图表 52：Tiffany 和 Harry Winston 的经典瞬间



数据来源：公司官网，华福证券研究所

5 投资建议

伴随黄金珠宝行业从渠道拓展向渠道+品牌的转型，我们认为具有广渠道和强品牌的企业值得关注，建议关注：具有强品牌力和渠道持续下沉的**周大福**；设计优秀且改革持续深化的**老凤祥**；打造大娱乐生态圈的**豫园股份**；产品结构重建且“省代”持续落地的**周大生**；形成产业链闭环的**中国黄金**；具有优秀设计能力，且通过加盟扩展渠道的**潮宏基**。

6 风险提示

金价变动风险：黄金消费与金价变动有强相关关系，若金价突然出现拐点且持续下挫，或将在短期出现抢购潮，但长期对黄金投资性消费产生抑制。

行业竞争加剧：行业转型期间，若品牌无法在当前提升品牌定位，打造品牌力，或将丧失行业地位。

国际地缘政治风险：国际地缘政治风险一方面将对金价产生一定冲击，另一方面对黄金的供给端存在影响，因此若出现突发的国际地缘政治冲击时，将对黄金行业产生一定影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn