

黄金珠宝行业专题：进击的逆周期品类，大众与奢侈品的过渡

2024 年 03 月 01 日

【投资要点】

- ◆ **23 年国内外金价再创新高，黄金珠宝企业率先受益。**黄金系衰退环境中的进击品类，全球近 10 年回报率高于多数主流资产。国际金价与美元指数高度负相关，彰显全球经济景气度和恐慌指数。回顾 23 年，纽约商品交易所黄金期货价格累计涨幅超 13%，12 月初 COMEX 再创新高。叠加降息预期及汇率因素，国内金价 23Q3 国内外溢价显著收窄，年末避险情绪缓释，以老凤祥为代表的黄金珠宝企业率先受益。
- ◆ **全年金银珠宝类目跑赢社零，自戴悦己类场景丰富。**23 年金银珠宝类增速 (+13.3%) 远超社零总额 (+7.2%)，24 年元旦春节延续火热。23 年国内黄金首饰及实物黄金消费量破千吨，金币金条较 19 年增 32.7%，部分首饰佩戴仍受保值情绪驱动。从终端零售看，黄金首饰约占珠宝市场的 50%，古法金超过普货黄金成为零售商库存第一大品类，周大福、老凤祥、豫园股份等老字号品牌份额靠前。
- ◆ **头部品牌具备典型奢侈品基因，时间沉淀方可穿越周期。**德勤《2023 全球奢侈品力量》前 100 企业中来自 10 家来自中国（含港澳台），9 家主营黄金珠宝，其中周大福、老凤祥排名第 7、11。珠宝配饰自古以来都是身份价值的体现，周大福、梵克雅宝、宝格丽等国内外老牌珠宝被当作到达一定年龄段和社会地位的圈层象征。
- ◆ **多种经营模式整合内外部资源，下沉市场大有可为。**三线及以下城市珠宝零售市场规模 CAGR 达 10%+，人均年消费从 2017 年的 460.7 元增至 2022 年的 617.5 元，CAGR 达 6.0%，低客单、轻量化产品表现突出，依靠加盟模式可快速撬动社会资源。当前老凤祥、中国黄金、周大生、豫园股份等公司加盟店占比均在 90%+。
- ◆ **“品牌+加工”两重溢价并行，独特设计及工艺渗透。**品牌溢价：投资金条溢价率 3-4%，首饰 25-30%，2020 年略高为 30-35%。加工费：黄金首饰 30-70 元/克，随工艺复杂程度抬升。古法、镶嵌类占比与毛利率水平正相关，老铺黄金毛利率达 40%+。重工产品趋于仪式化、高端化；日常单品趋于简约化；IP 产品趋于国潮化、快时尚化。

【配置建议】

- ◆ 建议持续关注品牌和供应链输出能力恒强的老凤祥、周大生、中国黄金、潮宏基、周大福等。鉴于宏观环境和线下消费恢复进程的不确定性，分红或派息率较高的公司有望受益，建议关注莱百股份等。

【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期；地缘政治等引发的金价波动；开店不及预期等。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

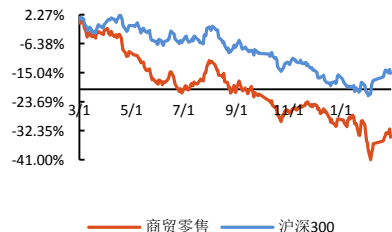
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：班红敏

电话：021-23586475

相对指数表现



相关研究

《创健医疗成功研发 III 型重组人胶原蛋白，关注功效型护肤及针剂商业化进程》

2024. 02. 22

《春节假期正式收官，黄金珠宝表现靓丽》

2024. 02. 19

《宠物行业深度报告：我国宠物食品赛道梳理》

2024. 01. 03

《从湃肽生物看中国多肽市场应用空间》

2023. 12. 15

《日本药妆店路径演绎，大健康及性价比零售熠熠生辉》

2023. 12. 04

正文目录

1. 2023 年金价表现如何?	4
1.1. 金价驱动因素多元化, 美元指数的反向指标	4
1.2. 23Q3 国内外价差收窄, 龙头企业股价与金价强相关	6
2. 终端黄金珠宝需求如何?	7
2.1. 疫后国内金矿恢复生产, 黄金首饰原材料供应稳定	7
2.2. 23 年金银珠宝跑赢社零, 金条金币需求提升显著	8
3. 黄金珠宝公司的成长空间?	13
3.1. 品牌: 关注头部珠宝集团的奢侈品基因	13
3.2. 渠道: 三四线城市触达率提升, 门店运营立足精细化	15
3.3. 产品: 古法金等工艺相继涌现, IP 联名打造文化产品	17
4. 投资建议	20
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 黄金通常在经济衰退期间表现良好	4
图表 2: 中国及印度是主流黄金消费市场	4
图表 3: 92-22 年黄金回报率优于其他主流资产	4
图表 4: 国际金价与美元指数高度负相关	5
图表 5: 美联储降息节点前后金价步入上行周期	5
图表 6: 中国人民银行连续 14 个月增加黄金储备	6
图表 7: 美联准会利率变动与货币政策可能走向	6
图表 8: 23Q3 国内黄金价格“超涨”	6
图表 9: 老凤祥收盘价与国际金价高度相关	7
图表 10: 黄金珠宝产业链	7
图表 11: 2022 年全球黄金产量同增 1%	8
图表 12: 中国黄金流通交易发展历程及国内外珠宝品牌诞生(进入)时间	9
图表 13: 国内黄金消费量中金币金条表现良好	9
图表 14: 国内黄金消费量(吨)分类及增速	9
图表 15: 2020 年起经疫情催化, 国内金银珠宝消费进入震荡期	10
图表 16: 2023 年限额以上各类商品零售值当月同比(%)	10
图表 17: 国内珠宝行业玩家市占率(%)	11
图表 18: 中国珠宝市场结构及规模(亿元)	11
图表 19: 中国黄金首饰市场结构及规模(亿元)	11
图表 20: 2021 VS 23H1 珠宝零售商库存结构	12
图表 21: 23H1 古法金产品占库存总量占比第一	12
图表 22: 悦己是最重要的首饰消费场景	12
图表 23: 2022 年中国结婚对数跌破 700 万对	12
图表 24: 2022 财年全球奢侈品企业十强(百万美元)	13
图表 25: 蒂芙尼全新精品店	14
图表 26: 老凤祥银楼	14
图表 27: 奢侈品消费人群收入分布	14
图表 28: 中高收入群体实际消费相对韧性	14
图表 29: 主要珠宝品牌在中国 10 大高端购物中心覆盖率	15

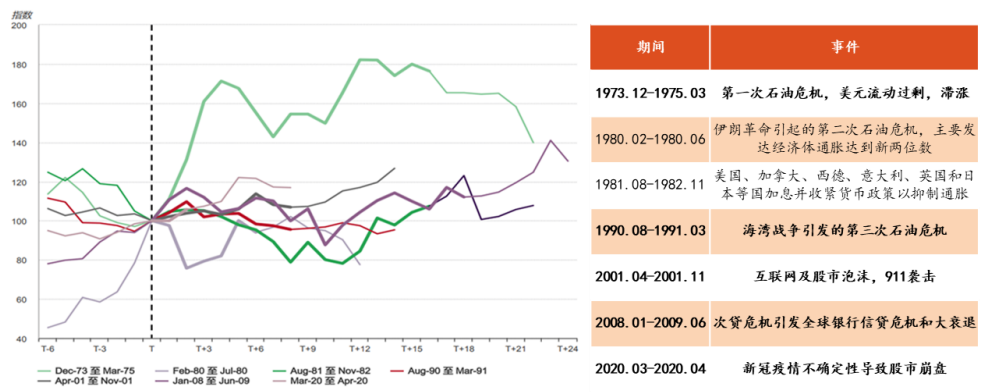
图表 30: 下沉市场黄金珠宝增速较快(亿元)	15
图表 31: 23H1 主要黄金珠宝公司门店情况(家)	15
图表 32: 周大福珠宝门店数及净增率	16
图表 33: 周大福珠宝各城市线级门店占比	16
图表 34: 低线城市金饰轻量化、低客单化特征	16
图表 35: 奢侈品市场中三线及以下城市份额增加	16
图表 36: 黄金珠宝企业加盟店占比	17
图表 37: 周大福珠宝内地同店数据将回归常态	17
图表 38: 黄金珠宝首饰品牌销售毛利率对比	18
图表 39: 黄金珠宝首饰品牌销售净利率对比	18
图表 40: 各类黄金首饰毛利率	18
图表 41: 黄金珠宝首饰品牌销售费用率对比	18
图表 42: 黄金珠宝企业终端零售价溢价率	19
图表 43: 老铺黄金古法金系列金器产品	19
图表 44: 黄金珠宝企业部分跨界联名产品	20
图表 45: 2023Q1-3 黄金珠宝公司分季度收入及归母净利润情况	21
图表 46: A 股黄金珠宝企业 ROE 对比	21
图表 47: A 股黄金珠宝企业分红率对比	21
图表 48: 行业重点关注公司	21

1. 2023 年金价表现如何？

1.1. 金价驱动因素多元化，美元指数的反向指标

黄金在经济衰退期间表现良好，长期回报率优于其他主流资产。1992-2022 年 30 年时间，伦敦金价由 330 美元/盎司上涨至 1814 美元/盎司，涨幅超六倍，年化回报率为 5.8%，超过了现金、债券和大宗商品的同期表现，且黄金与股市保持非常低的平均相关性，全球范围看，印度和中国是主流的消费市场。在美国过去七次衰退中，黄金投资有五次实现正向回报，在 1973-1975 年滞涨高位表现最为强势，1980-1982 年表现较差主要系美国、加拿大、日本等经济体逆周期加息并收紧货币政策以抑制通胀。

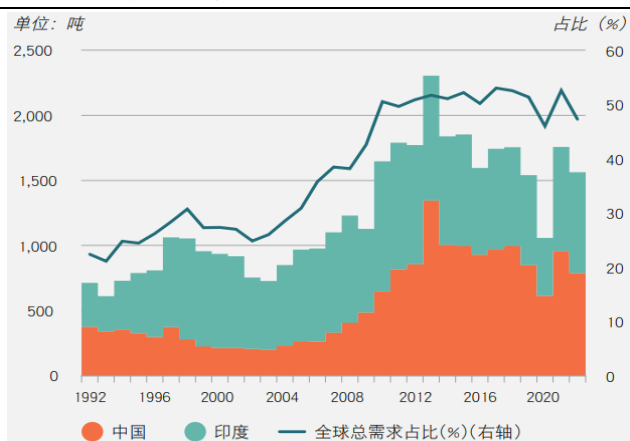
图表 1：黄金通常在经济衰退期间表现良好



资料来源：世界黄金协会、Forbes China、新浪财经，东方财富证券研究所

注：基于伦敦 LBMA 午盘金价。T 表示 NBER 定义的衰退期开始。粗线部分代表衰退期间表现。

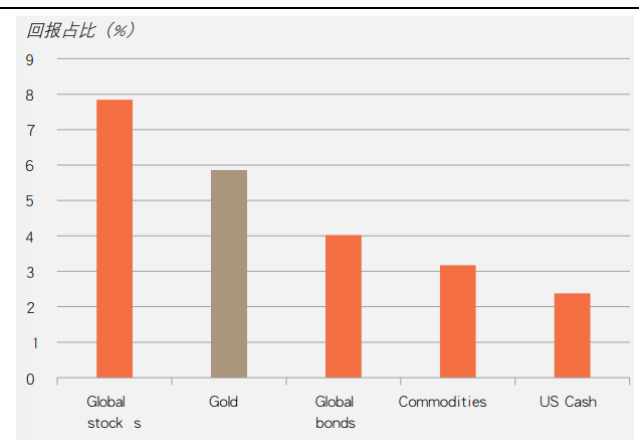
图表 2：中国及印度是主流黄金消费市场



资料来源：世界黄金协会《全球黄金需求趋势报告》，东方财富证券研究所

注：消费需求由金饰、金条与金币需求构成。

图表 3：92-22 年黄金回报率优于其他主流资产

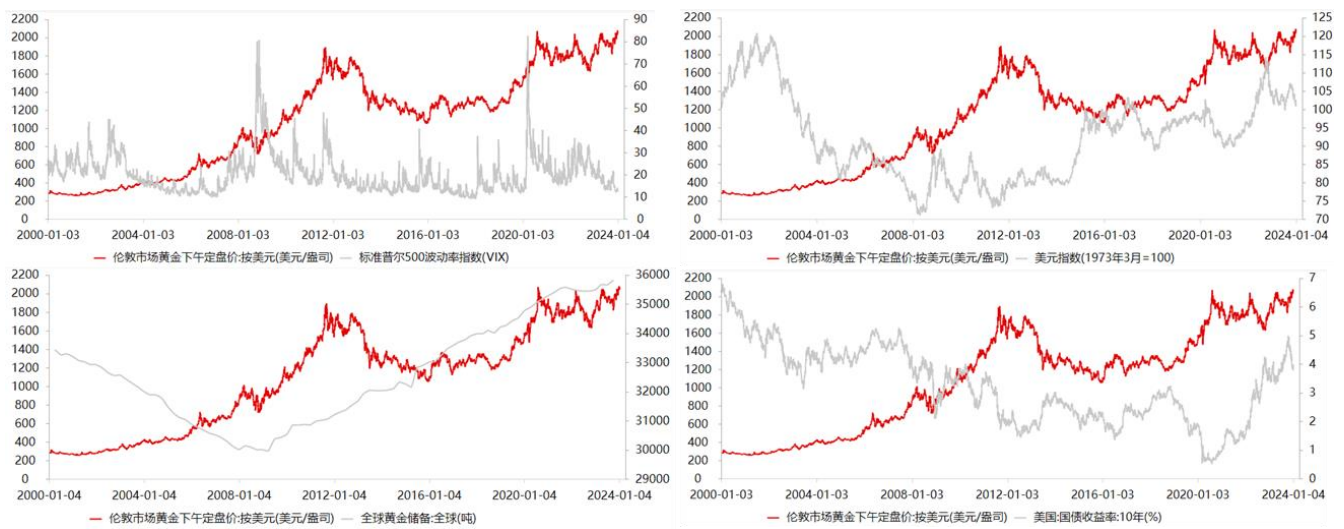


资料来源：世界黄金协会《全球黄金需求趋势报告》，东方财富证券研究所

综合美联储利率、债务规模、黄金储备、恐慌指数（含地缘政治、金融危机）等要素，美元指数与金价的负相关性基本成立。美债实际利率衡量持有黄

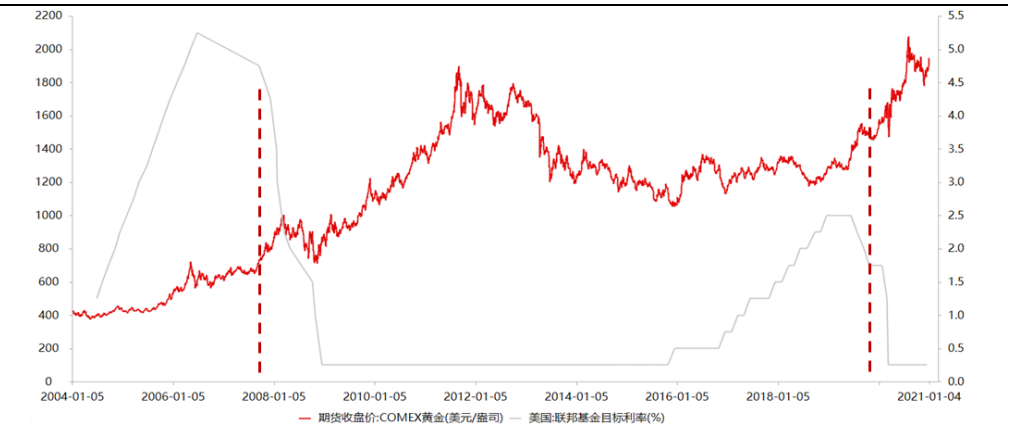
金的机会成本，与金价负相关，但 2020 年之后，各国央行持续增加黄金储备，美元体系之外的价值提升导致两者呈现短暂背离，参照 23 年 10-11 月上行区间。据中国国家外汇管理局数据，12 月末黄金储备报 7187 万盎司，环比 11 月末增加 29 万盎司，为连续第 14 个月增加；至 12 月初 COMEX 黄金期货收盘价再创新高，达到 2091.7 美元/盎司，纽约商品交易所黄金期货价格在 2023 年全年累计涨幅超 13%。我们回看 08、20 年两次联邦目标利率调整前后的金价表现，尽管降息预期释放充足，下调节点金价提升依然强劲。

图表 4：国际金价与美元指数高度负相关



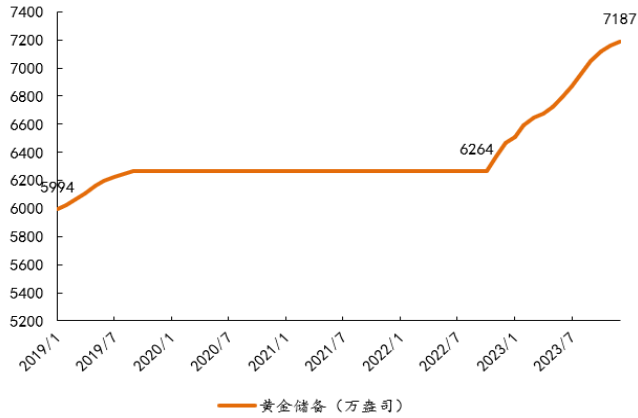
资料来源：Choice 全球宏观，东方财富证券研究所

图表 5：美联储降息节点前后金价步入上行周期



资料来源：Choice 全球宏观，东方财富证券研究所

图表 6: 中国人民银行连续 14 个月增加黄金储备



资料来源: 中国人民银行、Choice 宏观数据库, 东方财富证券研究所

图表 7: 美联准会利率变动与货币政策可能走向

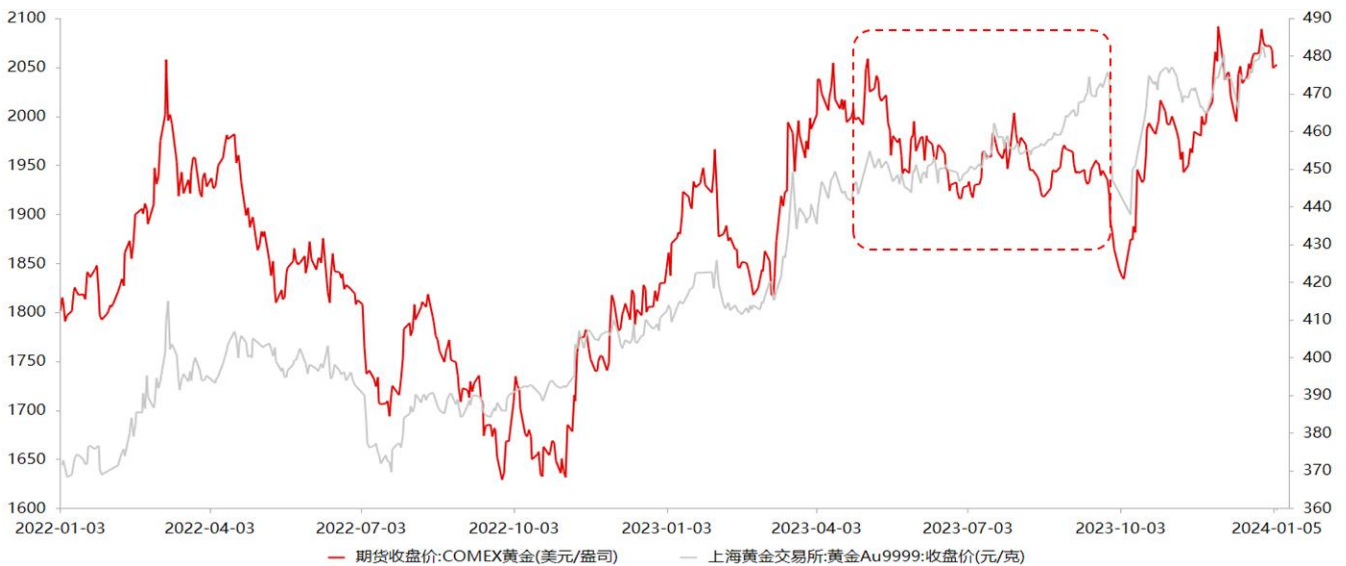
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	99.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	17.4%	82.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	53.3%	37.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	34.0%	44.2%	16.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	24.8%	40.9%	25.3%	5.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	14.5%	33.1%	32.9%	15.0%	2.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.3%	10.5%	27.2%	33.0%	20.7%	6.5%	0.8%
2025/1/29	0.0%	0.7%	6.5%	19.9%	30.5%	26.0%	12.7%	3.3%	0.4%
2025/3/12	0.3%	2.8%	11.3%	23.7%	28.9%	21.3%	9.3%	2.2%	0.2%

资料来源: CME Group 芝商所, 东方财富证券研究所

1.2. 23Q3 国内外价差收窄, 龙头企业股价与金价强相关

三季度内外黄金溢价显著收窄, 主要系人民币贬值预期。2022 年人民币黄金表现强劲 (+10%), 23Q1-3 依然呈现 12% 的涨幅, 远超其他人民币资产。23 年波动持续, 4 月至 9 月 25 日, 国际黄金价格以 1950 美元/盎司为中心高位波动, 上海黄金期货交易所价格有近 7% 的显著超涨, 我们推测为在岸与离岸人民币价差扩大, 整体市场预期偏弱。伴随 9 月 25 日国际金价小幅调整, 二者价差降至 3% 以内, 市场避险情绪缓释。

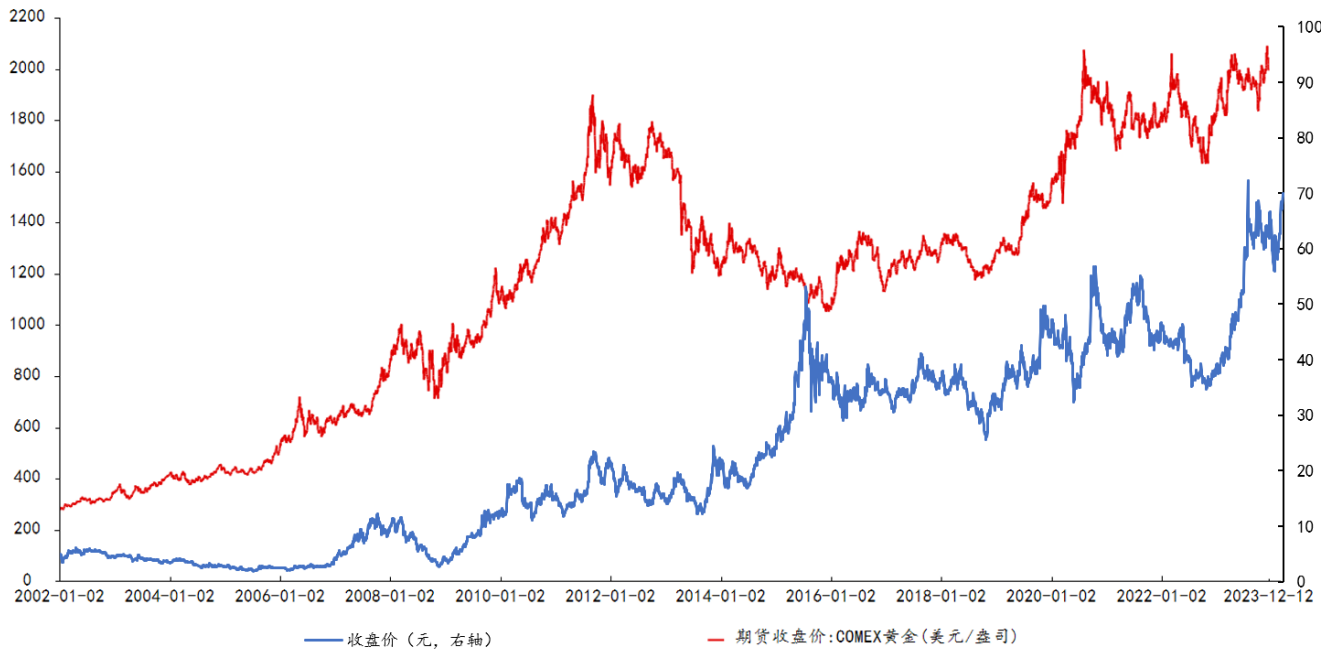
图表 8: 23Q3 国内黄金价格“超涨”



资料来源: Choice 全球宏观, 东方财富证券研究所

黄金珠宝零售企业股价与国际金价高度相关, 老凤祥是典型代表。老凤祥近年来黄金采购、库存量较大, 2022 年末库存提升 34.1% 至 33 吨, 按照 22 年 12 月 30 日黄金现价折合人民币约 136 亿元, 占总存货价值的 80% 以上, 有望在加工期内受益于金价上行。

图表 9：老凤祥收盘价与国际金价高度相关



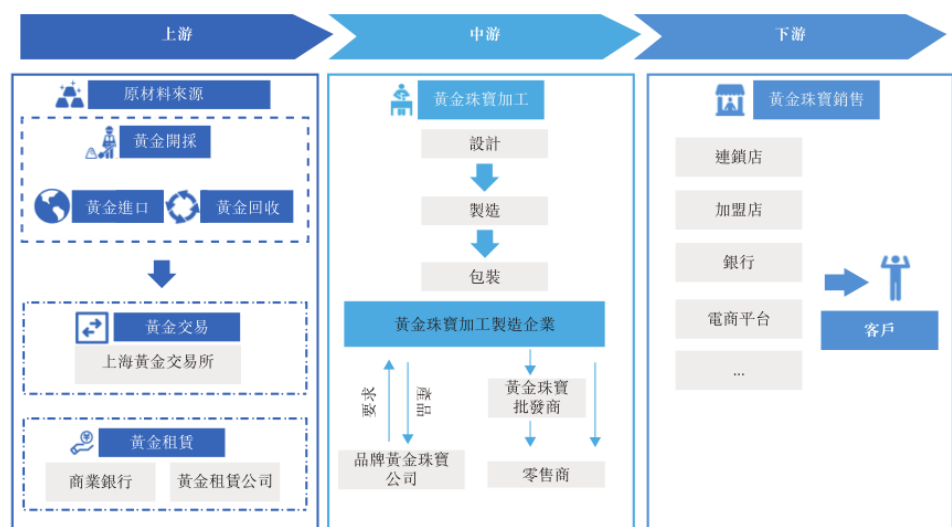
资料来源：Choice 历史行情，东方财富证券研究所

2. 终端黄金珠宝需求如何？

2.1. 疫后国内金矿恢复生产，黄金首饰原材料供应稳定

中国黄金珠宝行业产业链分为：以矿产金、再生金企业及黄金交易所为代表的上游，由首饰加工制造和黄金珠宝品牌商构成的中游，以及下游线下品牌门店、线上渠道、银行网点等。

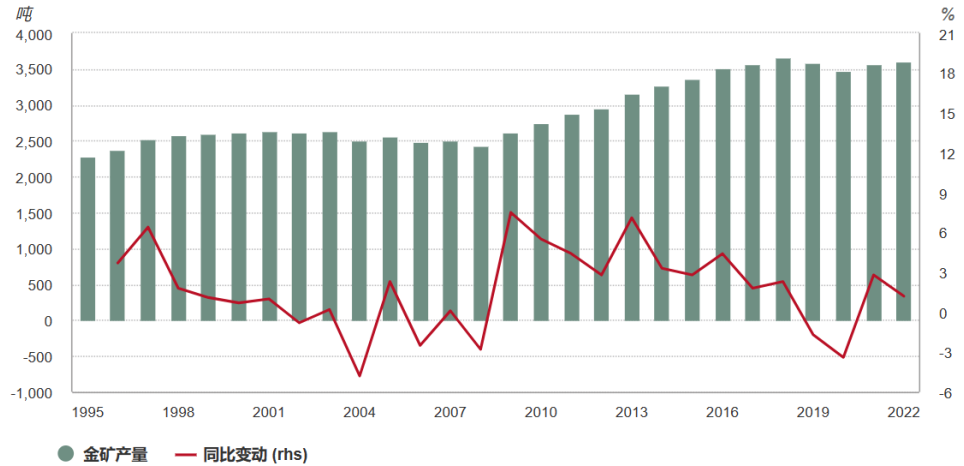
图表 10：黄金珠宝产业链



资料来源：弗若斯特沙利文、梦金园招股说明书，东方财富证券研究所

上游：全球矿产金的产量集中度较低，中国、俄罗斯及澳大利亚是全球三大生产国，2022 年全球金矿产量 3612 吨，同增 1%，其中中国增加 13%至 374 吨，南非、美国等地因受罢工、国家供电及矿石品位等影响有不同程度下滑。2002 年上金所成立后，综合类会员单位拥有上金所黄金现货交易席位(周大福、菜百、明牌珠宝、中国黄金、萃华珠宝、豫园股份、老凤祥等均具备会员资格)，以菜百股份为例，约 70%的黄金原料从上金所采购，供应稳定，其余由银行等官方储备机构补足；若企业自身非上金所会员，则需通过综合类会员单位或黄金租赁业务采购。

图表 11：2022 年全球黄金产量同增 1%



资料来源：GFMS，金属聚焦公司，世界黄金协会，东方财富证券研究所

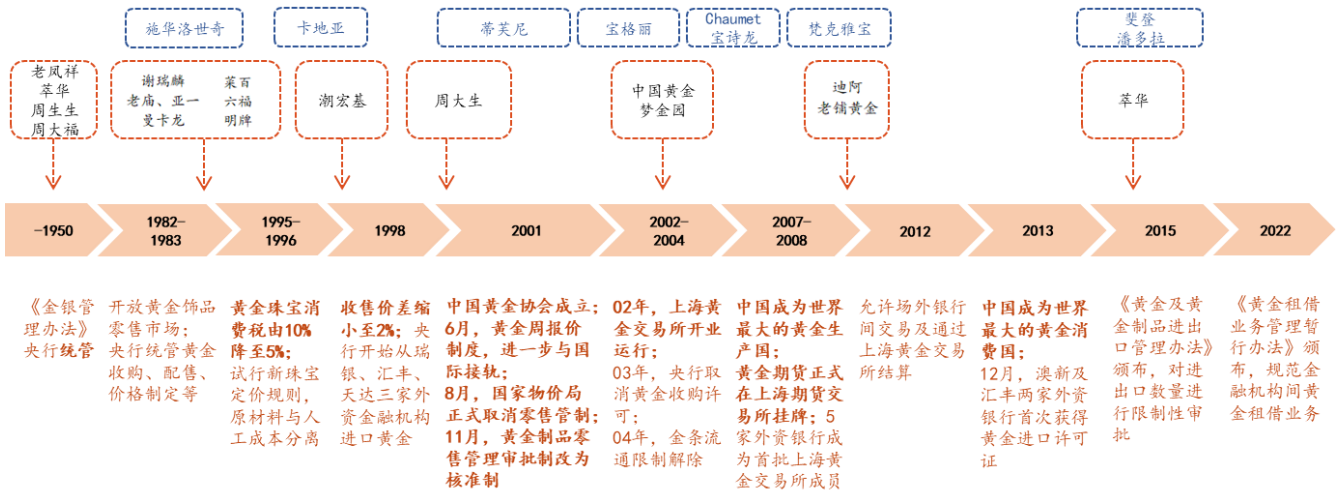
中游：20 世纪 80 年代，由香港黄金珠宝制造业迅速带动，逐渐形成深圳罗湖、广州番禺、东莞等多个加工生产基地，呈现集群式发展，也是品牌商委外加工集聚地。中国珠宝玉石首饰行业协会先后授予深圳罗湖等 29 个“中国珠宝玉石首饰特色产业基地”，其中深圳为全国最大。

2.2.23 年金银珠宝跑赢社零，金条金币需求提升显著

►消费量

2013 年中国成为全球最大的黄金消费国，经济高速增长、快速城镇化及投资品类有限的综合结果。黄金在中国颇具文化和精神属性，20 世纪约一半的时间里，个人被禁止购买和交易黄金；90 年代，央行逐渐放宽对白银和黄金制品业务管制，出台消费税促进规范化，老凤祥、豫园股份、六福等品牌涌现，卡地亚、施华洛世奇等外资品牌开始进入中国市场；2002 年上海黄金交易所成立，2004 年黄金市场自由化达到顶峰。国内黄金消费量从 90 年代初约 375 吨，到 2013 年创下历史新高 1347 吨，虽 2022 年经济受到疫情扰动，但全球最大黄金消费国、最大的黄金单一生产国地位不变。

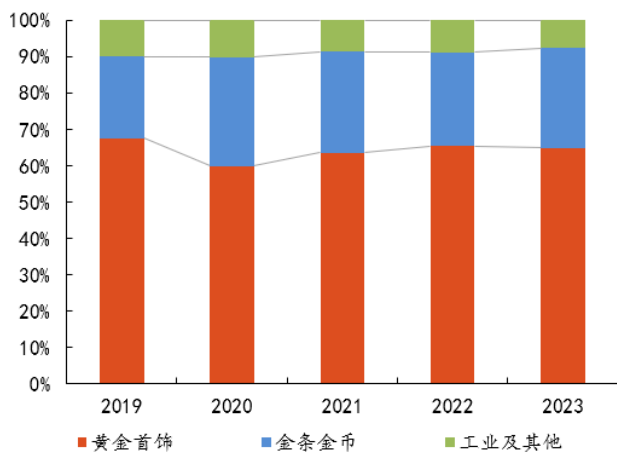
图表 12: 中国黄金流通交易发展历程及国内外珠宝品牌诞生(进入)时间



资料来源：世界黄金协会《China gold market progress and prospects》、前瞻产业研究院、百度百科，东方财富证券研究所

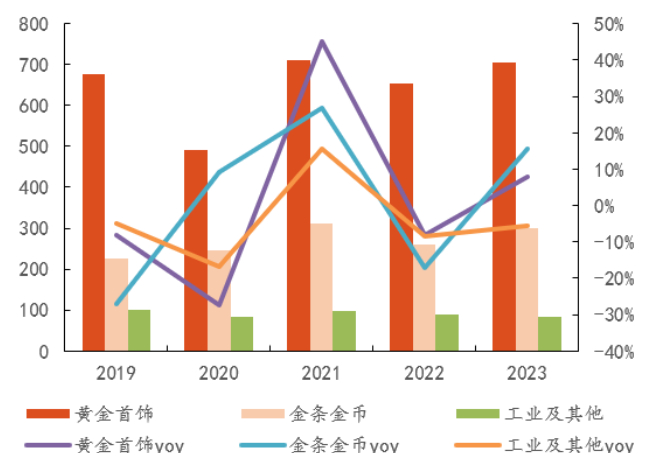
23 年国内黄金首饰及实物黄金消费量破千吨，自戴首饰及黄金投资关注度回暖，金币金条较 19 年增长 32.7%。据中国黄金协会数据，2023 年全国黄金消费量 1089.7 吨(同比+8.78%，较 19 年+8.7%)，其中黄金首饰 706.5 吨(+7.97%，较 19 年+4.5%)，占比 65%；金条及金币 299.6 吨(+15.70%，较 19 年+32.7%)，疫后避险保值需求大幅上升。国内后疫情时代居民储蓄意愿提升，黄金是资产配置的优质渠道，我们认为当前悦己自戴型黄金首饰消费部分由投资驱动，虽不计入投资口径和变现渠道，但仍然是中长期总量增长的重要支撑之一。

图表 13: 国内黄金消费量中金币金条表现良好



资料来源：中国黄金协会，东方财富证券研究所

图表 14: 国内黄金消费量(吨)分类及增速

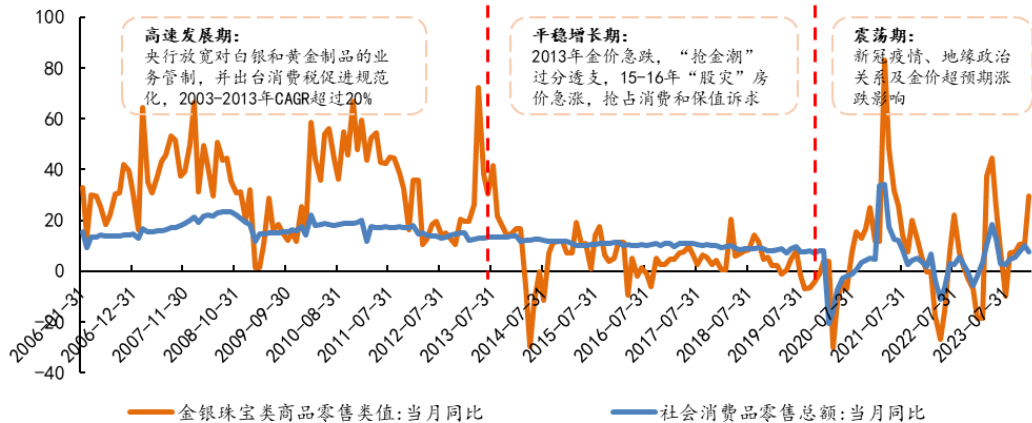


资料来源：中国黄金协会、新京报，东方财富证券研究所

消费额

整合量价看，2013 年后受金价急跌及股灾等影响，国内金银珠宝消费进入低速增长期。2003 年起我国限额以上金银珠宝类商品零售总额高速增长，至 2013 年 CAGR 超过 20%。2013 年金价急跌，“抢金潮”过分透支需求，叠加 15-16 年“股灾”房价急涨，抢占黄金消费和保值诉求，黄金珠宝消费进入平稳调整期。

图表 15: 2020 年起经疫情催化, 国内金银珠宝消费进入震荡期



资料来源: 国家统计局、Choice 行业数据、华经产业研究院、莱百股份招股说明书, 东方财富证券研究所

2020 年后震荡增长, 23 年金银珠宝跑赢整体社零增速。2020 年起新冠疫情、地缘政治、汇率变动等多方面因素持续扰动, 2023 年 1-12 月限额以上金银珠宝类 (+13.3%) 实现超越社零总额 (+7.2%) 的快速增长, 增速超出其他品类, 其中 3-5 月、10-12 月大幅回升, 居民避险需求、可选悦己消费需求呈现增长态势。

图表 16: 2023 年限额以上各类商品零售值当月同比 (%)

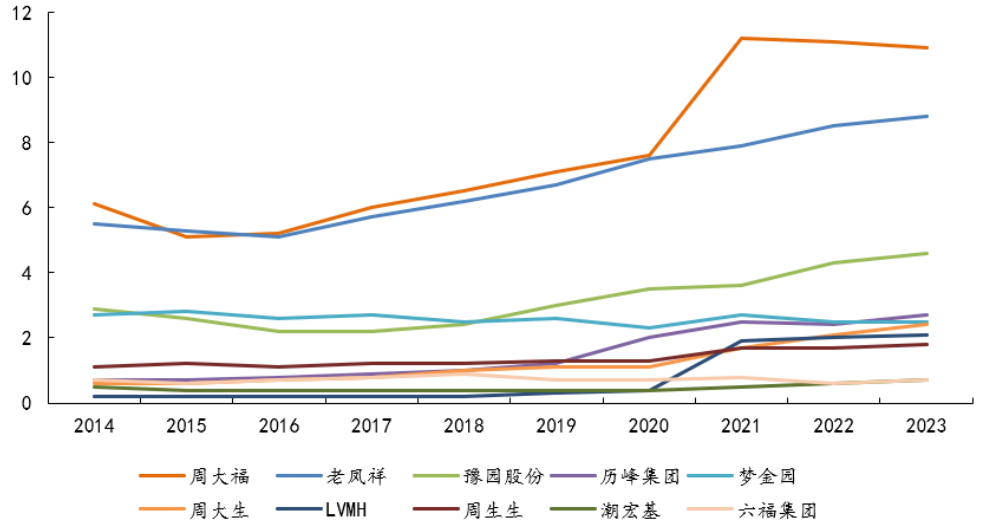
	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
社零总额	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4
限额以上											
粮油食品类	9.0	4.4	8.3	4.5	5.5	5.4	-0.7	1.0	4.4	4.4	5.8
饮料类	5.2	-5.1	-3.4	0.7	3.6	3.1	0.8	8.0	6.2	6.3	7.7
烟酒类	6.1	9.0	14.9	8.6	9.6	7.2	4.3	23.1	15.4	16.2	8.3
服装鞋帽、针、纺织品类	5.4	17.7	32.4	17.6	6.9	2.3	4.5	9.9	7.5	22.0	26.0
化妆品类	3.8	9.6	24.3	11.7	4.8	-4.1	9.7	1.6	1.1	-3.5	9.7
金银珠宝类	5.9	37.4	44.7	24.4	7.8	10.0	7.2	7.7	10.4	10.7	29.4
日用品类	3.9	7.7	10.1	9.4	-2.2	-1.0	1.5	0.7	4.4	3.5	-5.9
体育、娱乐用品类	1.0	15.8	25.7	14.3	9.2	2.6	-0.7	10.7	25.7	16.0	16.7
家用电器和音像器材类	-1.9	-1.4	4.7	0.1	4.5	-5.5	-2.9	-2.3	9.6	2.7	-0.1
中西药品类	19.3	11.7	3.7	7.1	6.6	3.7	3.7	4.5	8.2	7.1	-18.0
文化办公用品类	-1.1	-1.9	-4.9	-1.2	-9.9	-13.1	-8.4	-13.6	7.7	-8.2	-9.0
家具类	5.2	3.5	3.4	5.0	1.2	0.1	4.8	0.5	1.7	2.2	2.3
通讯器材类	-8.2	1.8	14.6	27.4	6.6	3.0	8.5	0.4	14.6	16.8	11.0
石油及制品类	10.9	9.2	13.5	4.1	-2.2	-0.6	6.0	8.9	5.4	7.2	8.6
建筑及装潢材料类	-0.9	-4.7	-11.2	14.6	-6.8	-11.2	-11.4	-8.2	-4.8	10.4	-7.5
汽车类	-9.4	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8	11.4	14.7	4.0

资料来源: 国家统计局、Choice 宏观数据库, 东方财富证券研究所

消费结构

国内珠宝行业市场集中度较高, 渠道和品牌认知是主要的进入壁垒。2023 年中国珠宝市场行业 CR5 为 29.5%, 前五大分别为周大福、老凤祥和豫园股份 (老庙、亚一)、历峰集团及梦金园, 市占率各 10.9%、8.8%、4.6%、2.7%及 2.5%, 2020 年左右外资品牌在中国市场份额快速提升, 蒂芙尼布局较早, 至 2020 年市场份额约 1%。

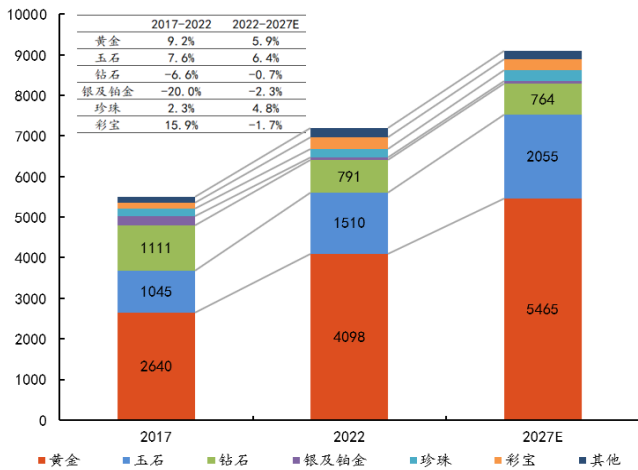
图表 17: 国内珠宝行业玩家市占率 (%)



资料来源: Euromonitor 数据库, 东方财富证券研究所

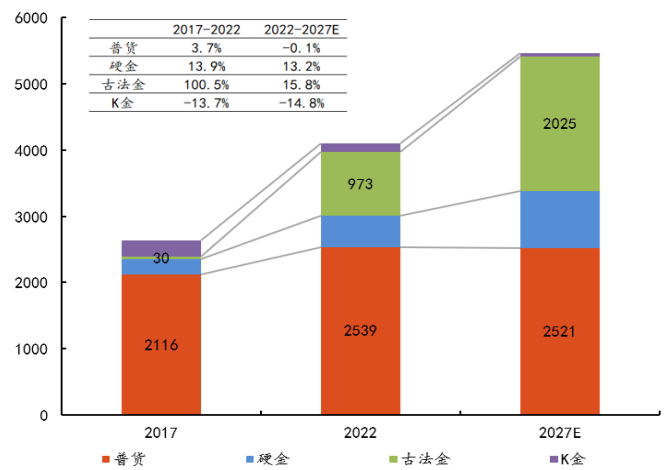
黄金首饰占中国珠宝市场的 48%，其中古法金近五年实现 100% 以上的复合增长。2022 年中国珠宝市场规模为 7190 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 5.5%，其中黄金和彩宝首饰增速最快，预计 2022-2027 年黄金首饰仍以 5.9% 的速度增长，且结构占比继续提升。从库存结构看，截至 23H1 黄金首饰占珠宝零售商库存总量的 67%，较 2021 年提升 15pct；其次为钻石镶嵌类，占比 17%，较 2021 年有所下降。从品类细分看，2017 年普货黄金占比从 80% 以上降至 2022 年 62%，古法金因其工艺及文化价值实现翻倍的复合增长，22 年零售规模达到 973 亿元，23H1 在零售商库存中占比最大约 28%，预计仍将以高增速抢占黄金品类份额。

图表 18: 中国珠宝市场结构及规模 (亿元)



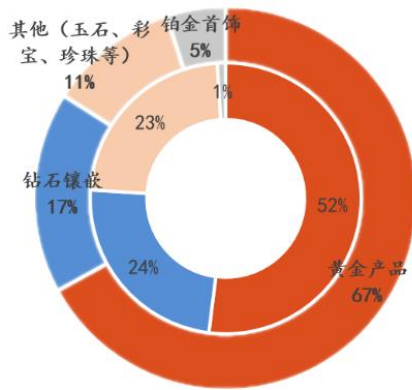
资料来源: 老铺黄金招股书、弗若斯特沙利文, 东方财富证券研究所

图表 19: 中国黄金首饰市场结构及规模 (亿元)



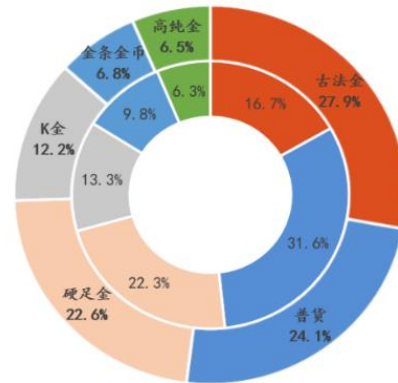
资料来源: 老铺黄金招股书、弗若斯特沙利文, 东方财富证券研究所

图表 20: 2021 VS 23H1 珠宝零售商库存结构



资料来源: 世界黄金协会, 东方财富证券研究所
注: 外环为23H1, 内环为2021。

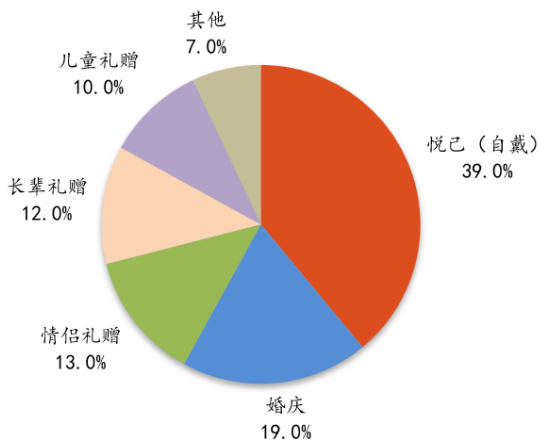
图表 21: 23H1 古法金产品占库存总量占比第一



资料来源: 世界黄金协会, 东方财富证券研究所

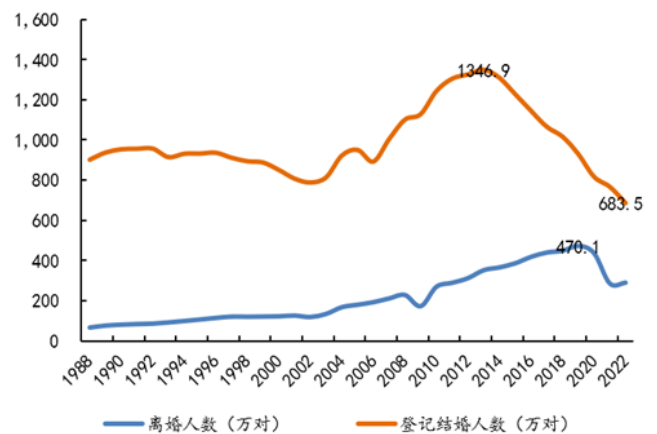
结婚对数创新低, 投资意识叠加悦己需求释放。据世界黄金协会截至 22 年 7 月底数据, 悦己自戴型场景为珠宝首饰最大消费场景, 占比 39%, 其次是婚庆 19%, 且黄金占据 60-75%份额。其中 36-55 岁核心圈层女性总销售额贡献达 65%。婚庆方面, 民政部数据显示, 中国结婚登记量已连续 9 年下降, 2022 年粗结婚率为 4.8%, 结婚对数跌破 700 万对, 仅为 2013 年的一半左右, 居民对“三金”的需求部分转化为投资避险需求。

图表 22: 悦己是最重要的首饰消费场景



资料来源: 中国黄金报社, 世界黄金协会, 东方财富证券研究所
注: 数据截至2022年7月末。零售收入包括黄金、钻石、铂金和其他珠宝产品销售额。

图表 23: 2022 年中国结婚对数跌破 700 万对



资料来源: Choice 宏观数据、民政部, 东方财富证券研究所

3. 黄金珠宝公司的成长空间？

3.1. 品牌：关注头部珠宝集团的奢侈品基因

黄金珠宝系奢侈品集团的核心部门，也是中国入围全球百强榜单的唯一品类，奢侈品基因值得关注。据德勤《2023 全球奢侈品力量》数据，前十强企业在全全球奢侈品销售额百强中的份额为 38.4%，中国珠宝企业周大福排名第 7，较 21 年度上升 1 名，前 100 共有 10 家企业来自中国（含大陆及港澳台），除复朗集团外剩余 9 家均主营黄金珠宝类目，如老凤祥（11，上升 1 名）、中国黄金（13，-3）、周生生（29，-3）等。

图表 24：2022 财年全球奢侈品企业十强（百万美元）

排名	集团名称	国家	FY22 销售额	销售额增速	净利润率
1	LVMH	法国	59869	23%	18.6%
2	Kering SA	法国	21394	15%	18.3%
3	Richemont SA↑3	瑞士	19248	50%	10.8%
4	Estée Lauder↓1	美国	17737	9%	13.6%
5	Chanel↓1	英国	17224	10%	26.7%
6	L'Oréal Luxe↓1	法国	15338	19%	-
7	周大福↑1	中国	12563	41%	7.0%
8	Hermès↓1	法国	12196	29%	29.1%
9	Rolex SA	瑞士	10336	20%	-
10	PVH↑3	美国	8364	33%	10.4%
前十强			194319		17.5%
前百强			346989		12.2%

资料来源：华丽志、德勤咨询《2023 全球奢侈品力量》，东方财富证券研究所

外资溢价能力依靠品牌精神，内资聚焦全品类及渠道覆盖。国内黄金珠宝品牌大致分为外资、港资和内资，外资主要定位高端奢华，注重品牌文化、精美设计和精神符号传递，如 LVMH 旗下 Tiffany & Co 已拥有 186 年历史；历峰集团旗下 Cartier 豹型系列既是温莎公爵夫人的个人风格象征，也是品牌的精彩传世之作。以周大福为代表的港资品牌注重产品设计的时尚化，近几年积极布局三四线下沉渠道。以老凤祥、菜百股份等为代表的内资品牌在产品、渠道覆盖度较完备，如老凤祥 1848 年创立，涵盖黄金、铂金、钻石、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、白银、琥珀、珐琅、珊瑚等多元化产品线，自 2012 年起渠道遍及中国香港及海外。

图表 25: 蒂芙尼全新精品店



资料来源: 蒂芙尼官网, 东方财富证券研究所

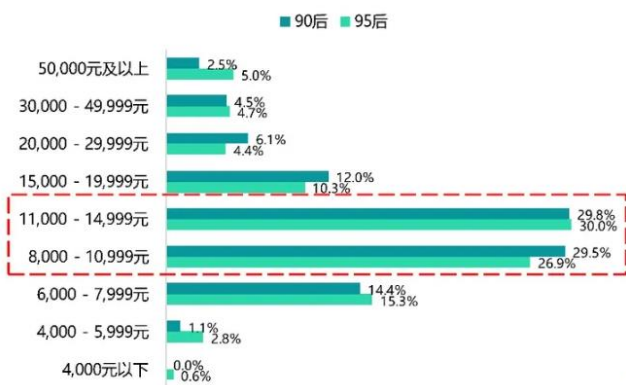
图表 26: 老凤祥银楼



资料来源: 老凤祥官网, 东方财富证券研究所

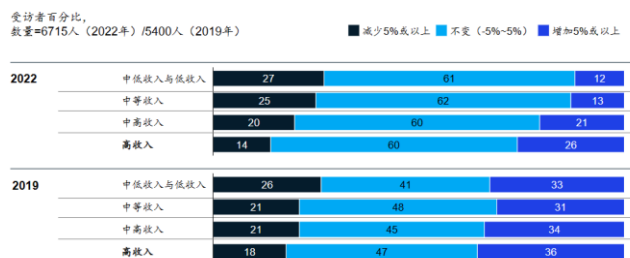
珠宝配置正当时, 奢侈品是黄金珠宝人群资产和消费力的重筛选。购买奢侈品的重要因素为品牌标签和产品稀缺, 主力消费人群月收入 8k-1.5w (即家庭年收入超 10-18w 区间的中等及中高收入阶级)。所谓“上有好者, 下必甚焉”, 珠宝配饰自古以来都是身份价值的体现, 周大福、梵克雅宝、宝格丽等国内外老牌珠宝被当作到达一定年龄段和社会地位的社交标配, 同时保值特性和二手平台的完善刺激中产阶级实现消费上探, 礼赠场景丰富。国内老字号品牌如老铺黄金、周大福等率先突围, 在中国 10 大高端购物中心覆盖率接近 80%, 比肩蒂芙尼、Chaumet, 品牌沉淀和调性日趋提升。据麦肯锡数据, 疫情之后中高收入群体 (奢侈品主力) 消费能力和意愿均有韧性, 但中产及低收入上探群体受挫严重, 伴随代际迁移, 90/95 后正处三十而立, 黄金珠宝配置正当时。

图表 27: 奢侈品消费人群收入分布



资料来源: 库润数据, 东方财富证券研究所

图表 28: 中高收入群体实际消费相对韧性



资料来源: 2019和2022麦肯锡中国消费者调查报告, MGI 洞见中国宏观模型, 东方财富证券研究所

图表 29：主要珠宝品牌在中国 10 大高端购物中心覆盖率

品牌在中国 10 大高端购物中心覆盖率	
宝格丽	100%
卡地亚、梵克雅宝、斐登	90%
老铺黄金、周大福、蒂芙尼、Chaumet	80%
周生生	70%
Qeelin、何方珠宝、宝诗龙、APM Monaco	60%

资料来源：老铺黄金招股说明书，东方财富证券研究所

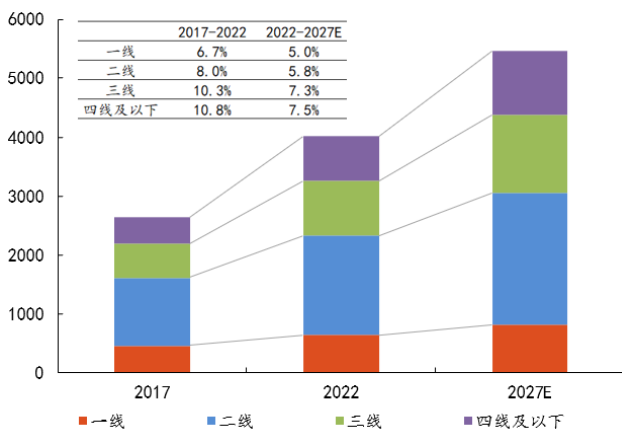
注：北京 SKP、南京德基、北京国贸、上海国金中心、上海恒隆、杭州大厦、杭州万象城、西安 SKP、广州太古汇及成都国际金融中心。

“水贝模式”外溢，中小品牌及渠道商出清促使集中度提升，品牌传承方能穿越周期。当前性价比消费浪潮下，水贝模式去品牌化（批发低毛利高周转）+化整为零（直播带货、社群营销）思路中短期顺畅。我们认为，除去投资金条金币，黄金首饰依然遵循“渠道-营销-产品-品牌”升级规律，在产品为真的情景下，三四五线市场的消费者最可能先放弃品牌而追求物美价廉。长期来看，头部珠宝商通过减少素金产品 SKU 数，加大“黄金+”（古法工艺、+钻石/珍珠/玉石等）产品创新开发和结构占比，是对冲价格战的最有效方式之一；礼赠或悦己场景看，区域认可度较高的品牌仍然是优先选择，唯有品牌方可穿越周期。

3.2. 渠道：三四线城市触达率提升，门店运营立足精细化

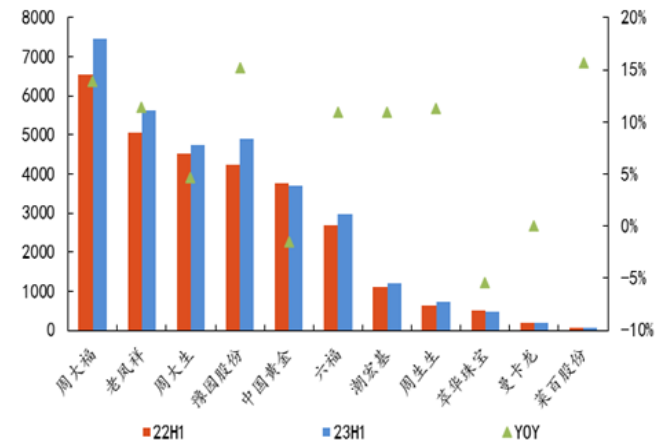
头部品牌于疫情期间拓店势能依旧强劲。本土头部品牌周大福、老凤祥、中国黄金、周大生、老庙及亚一等以加盟店为主；菜百股份、曼卡龙、萃华珠宝、老铺黄金等以直营模式为主，区域优势显著。以周大福为例，欧睿数据显示以零售额计公司 2023 年市占率 10.9%，排名第一，于 2018 年率先提出新城镇计划，逐渐开放加盟商合作，主力加密下沉市场，2019 年开启省代计划，于内地市占率迅速提升。2021-2023 年期间内地珠宝零售点保持 6-8%净增率，至 2023 年底门店数破 7500 家。此外，截至 23H1 老凤祥、豫园股份、六福、潮宏基、周生生等品牌门店增长率均在 10%以上，周大生 2023 全年净增率破 10%。

图表 30：下沉市场黄金珠宝增速较快（亿元）



资料来源：梦金园招股书援引弗若斯特沙利文，东方财富证券研究所

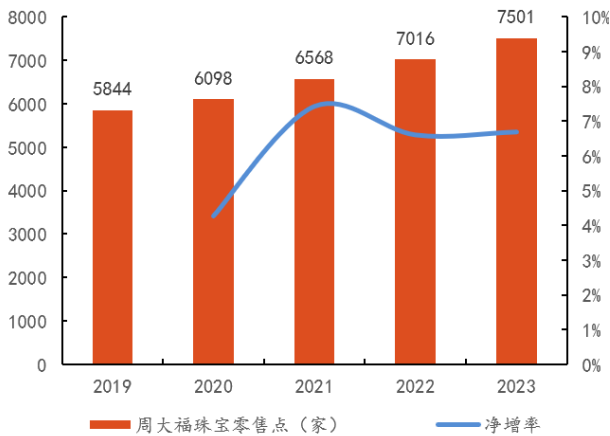
图表 31：23H1 主要黄金珠宝公司门店情况（家）



资料来源：各公司公告、中宝协基金《2023 中国珠宝上市公司研究报告》，东方财富证券研究所

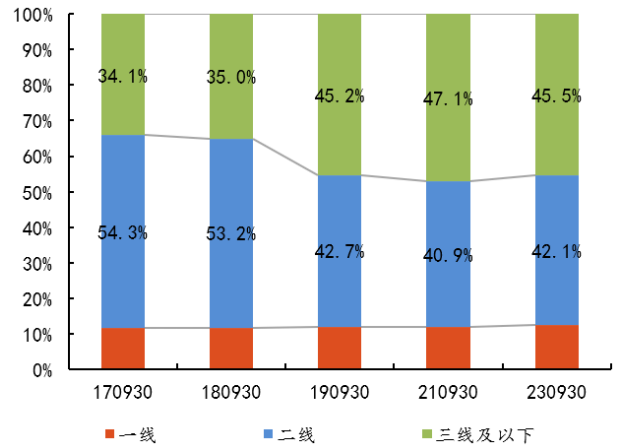
注：港股周大福、六福截至日为 230930，其余为 230630。

图表 32: 周大福珠宝门店数及净增率



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所
注: 仅统计周大福珠宝中国内地, 截止日均为12月31日。

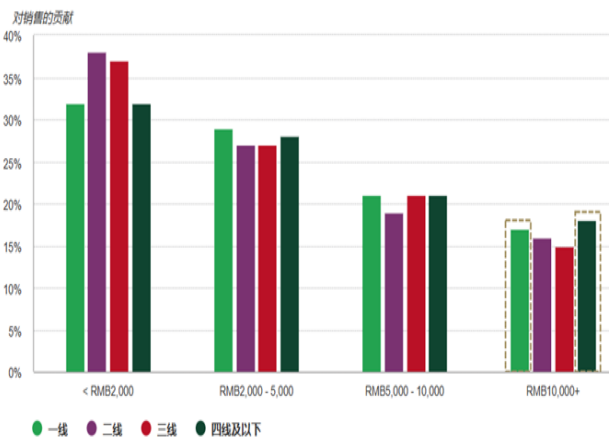
图表 33: 周大福珠宝各城市线级门店占比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

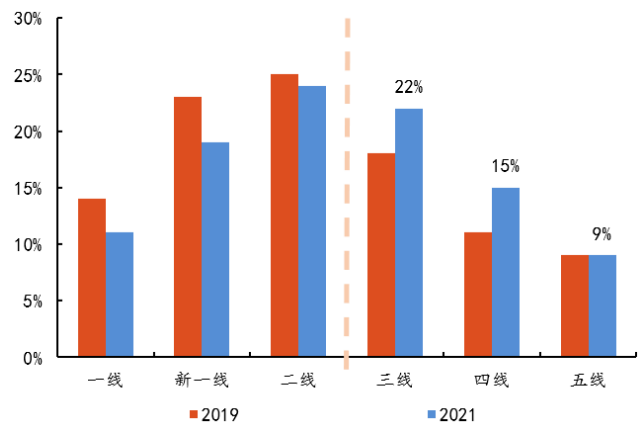
当前时点消费者未形成充分的品牌心智区隔, 下半场将进入存量博弈, 加盟模式以自有资源撬动社会资源, 下沉市场大有可为。①加盟模式可减轻资金和存货压力, ②八成以上市场被区域品牌占据, 利用本土省代/总经销商/加盟商的强大影响力进入空白市场, 可实现品牌降维打击和市场整合。三线及以下城市黄金珠宝人均年消费从2017年的460.7元增至2022年的617.5元, CAGR达6.0%, 超过一、二线和全国平均水平。据世界黄金协会23H1数据, 低于10克的产品为零售商收入的最大来源, 周转也更快, 低于2000元的产品贡献超过35%的销售额, 其次是2000-5000元占比28%, 三线及以下城市在低客单、轻量化产品的选购中表现突出。

图表 34: 低线城市金饰轻量化、低客单化特征



资料来源: 世界黄金协会, 东方财富证券研究所

图表 35: 奢侈品市场中三线及以下城市份额增加



资料来源: 讯飞: 2021年奢侈品行业图鉴报告, 东方财富证券研究所

传统批发经销——老凤祥: 22年底公司加盟店占比97%, 与山东、河南、重庆三地经销商合资成立子公司, 子公司承担总经销角色并开放开店权限, 实施货品买断制度, 总代享受独家代理权, 总经销管理三年一签约、一年一审。根据市场变化公司每年为经销商制定合理的增长目标, 以拿货量为主要考核目标, 新开店铺数量等指标为补充。

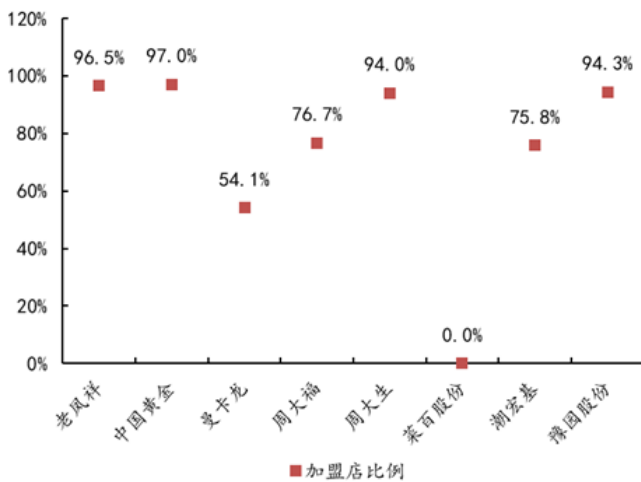
省代加盟提效——周大生: 23H1加盟店占比94%, 不同于老凤祥和豫园的传统批发经销模式, 加盟业务存在总部加盟营运和区域办事处两级管理体系,

公司在全国设立 30 多家区域办事处，主攻加盟店培训、辅导、包括营运和培训等在内的日常经营服务支持。公司在四五线地区推行“经典店”的新加盟模式，更下沉、更轻资产、更高周转、更低门槛，品类以国潮黄金产品为主，与综合店形成明显区隔，提升投资回报率和加盟商信心。从单店收入来看，加盟店 18 年单店销售额 106 万/年，22 年 180 万/年，CAGR 达 14.2%；自营店 373 万/年，22 年 440 万/年，CAGR 为 4.2%，加盟模式有效推动单店效率提升。

全直营强控制——莱百股份：23H1 共 74 家自营店，北京总店单店规模行业领先，86%以上的收入来自华北区域，形成“北京总店一站式购齐，多家分店相辅相成”的特色直营连锁模式，在毛利率和费用率控制方面精细化管理，产品主打高品质和高性价比。此外，23H1 公司电商直播业务增速较快，主因贵金属投资等标准化产品销售占比较高。后续拓店公司仍将以京津冀加密为基础，同时拓展西北、华东等地，实现区域优势品牌的进阶。

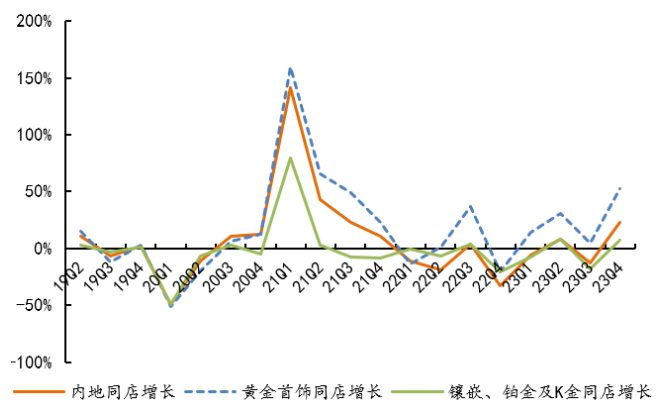
自营加盟并行——周大福：23H1 加盟店占比 76.7%，三线及以下销售贡献提升空间巨大，加盟店优势转为供应链管理能力。截至 23Q3（即 FY24H1），周大福一线/二线/三线/四线及以下零售点占比为 12.4%/42.1%/21.7%/23.8%，相比 2018 年三线及以下占比提升约 10.5pct，零售额贡献提升 3.4pct，成长空间充足。此外，23Q4 加盟店销售额贡献同比持续上升 3.1pct 至 69.4%，资源撬动效应逐步放大。24 年为中性偏高基数的第一年，我们预计同店增长率将回归常态，关注低线城市新开店面的盈亏平衡进展。

图表 36：黄金珠宝企业加盟店占比



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：老凤祥为 2022 年报数据，其余为 2023 半年报数据。

图表 37：周大福珠宝内地同店数据将回归常态

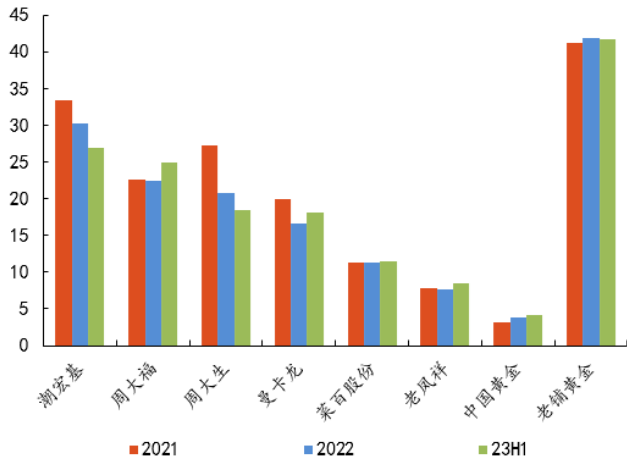


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所
注：已调整至自然季度，非财报口径。

3.3. 产品：古法金等工艺相继涌现，IP 联名打造文化产品

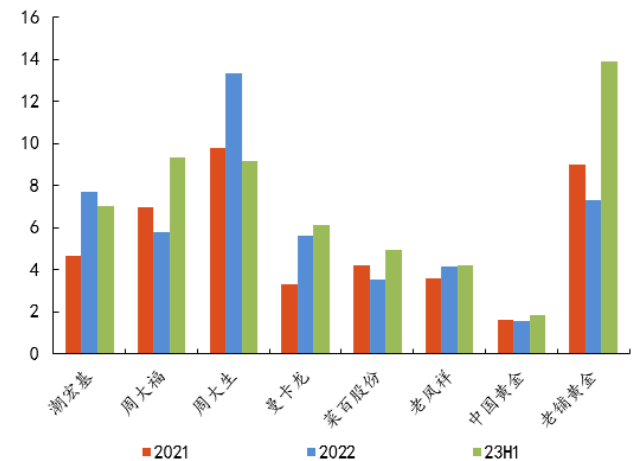
进击的古法金及“黄金+”，零售商和消费者的双向奔赴。古法金制作涵盖锤揲、篆刻、镂空、花丝、镶嵌及烧蓝等复杂工序和设计，专业工艺改良可得质地较软的足金雕花和宝石镶嵌不易脱落，在保证美观度的同时兼顾佩戴体验，工费和毛利率更高。①**老铺**：于 2019 年率先推出“点钻”系列，22 年推出“金胎珐琅”“一张打”等高难度工艺产品。②**周大福**：17 年推出古法金传承系列，以敦煌、西藏等文化题材呈现现代美学，至 23 年该系列线收入占比约 40%；22 年推出金镶钻系列“人生四美”，蓄力品牌高端化。③**老庙**：22 年全新推出古韵金 5.0“事事金安”系列，销售收入超过 50 亿，同比涨幅近 40%。

图表 38：黄金珠宝首饰品牌销售毛利率对比



资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

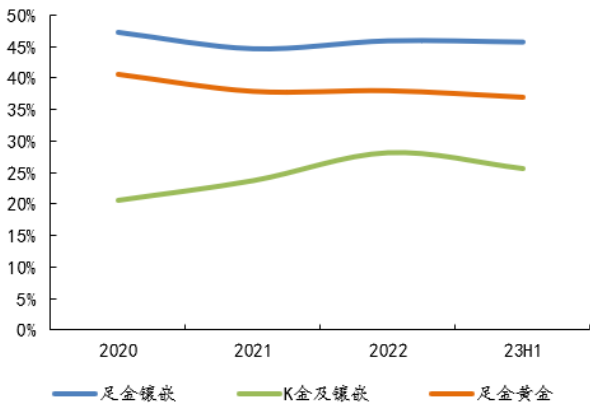
图表 39：黄金珠宝首饰品牌销售净利率对比



资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

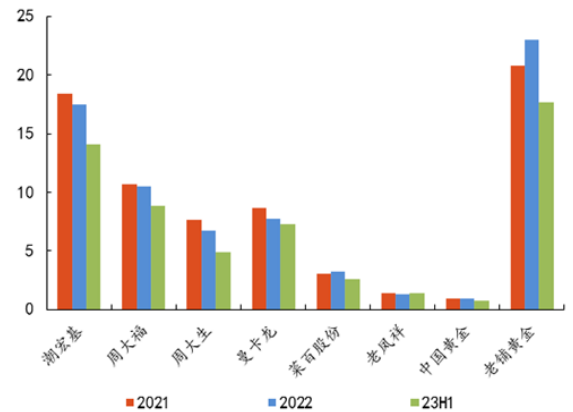
终端零售价=各品牌每日零售价（含品牌溢价 25-30%）+加工费（30-70 元/克不等），两重溢价推高毛利率。黄金饰品行业平均毛利率在 20%左右，其中古法金足金在 35%+，古法金足金镶嵌 45%+，K 金及镶嵌约 20-30%，均高于普货黄金 4-8%。高溢价分解：①品牌溢价：从 2024 年价格来看，投资金条溢价约 15-20 元/克，溢价率 3-4%；首饰类目溢价 100-130 元/克，头部品牌 23Q4 最高可达 150 元/克，溢价率稳定在 25-30%，2020 年略高为 30-35%。②加工费：黄金首饰平均工费在 30-70 元/克，并随工艺复杂程度抬升。对比多家珠宝零售商，古法、镶嵌类占比与公司毛利率水平正相关，老铺黄金毛利率可达 40%+。

图表 40：各类黄金首饰毛利率



资料来源：梦金园、老铺黄金招股书，东方财富证券研究所
注：足金黄金及镶嵌为老铺黄金古法金数据，K金及镶嵌为梦金园数据。

图表 41：黄金珠宝首饰品牌销售费用率对比



资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

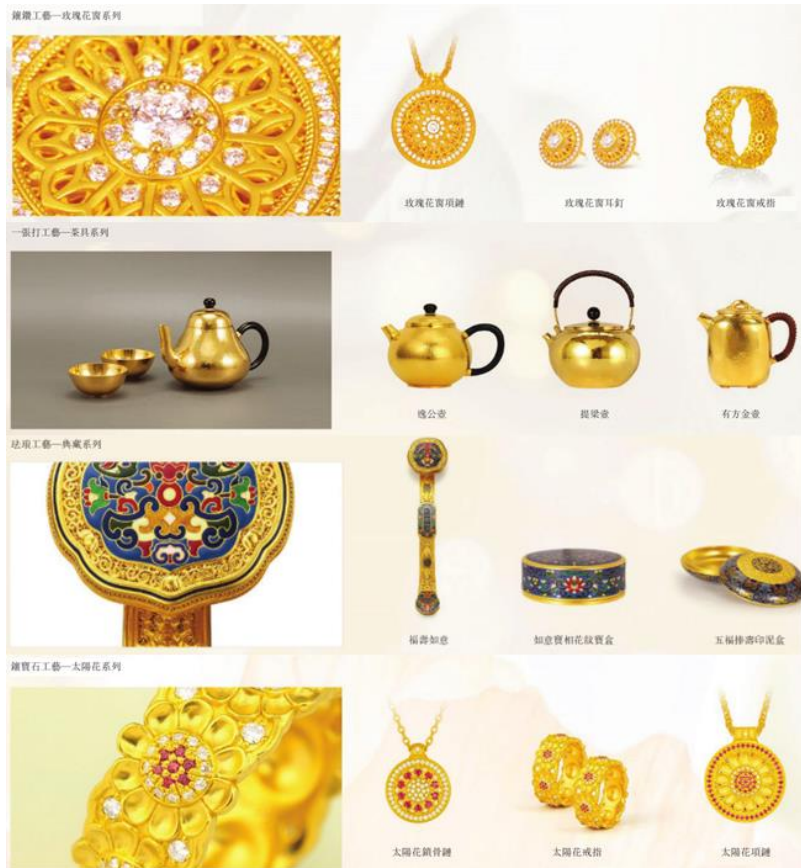
图表 42：黄金珠宝企业终端零售价溢价率



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

以老铺黄金为例，金器产品根据克重、工艺和镶嵌宝石的不同按件计价，不做单独拆分。20M1-9 委外加工平均成本 24.6 元/克，自产加工成本 12.6 元/克，其中花丝和镶嵌类金器的成本加工费是普通素面的 2-3 倍，约 24-35 元/克。以天猫旗舰店终端价格和 2 月 18 日上金所现货收盘价 479.99 元/克测算，6g 古法金素面戒指加工费单拆约 330 元/克，素金花丝平安扣 409 元/克，30 分主钻足金玫瑰花窗吊坠 751 元/克，浮动空间大、天花板高。23H1 老铺黄金 2 家 SKP 门店收入 1.54 亿元，月均坪效 42.7 万，是 SKP 整体月均坪效的 27 倍。

图表 43：老铺黄金古法金系列金器产品



资料来源：老铺黄金招股书，东方财富证券研究所

集结东方精粹及时尚简约元素，联名助力品牌年轻化。①重工产品趋于仪式化、高端化，如老凤祥、周大福婚庆五金“出嫁平安吉祥、富贵如意”凤头钗，古法烧蓝、花丝镶嵌等工艺成为时尚流行。②日常单品趋于简约化，如周大福小方戒。③IP 产品趋于国潮化、快时尚化，22 年中国黄金与中国文物交流中心联合推出“国宝金”系列新品；菜百继续迭代故宫、颐和园、天坛等传统文化合作，推出“一生颐饰”、“京城喜饰”等系列贵金属文创产品；老凤祥首发“绣风华”“青绿国色”和“范”系列新品。

图表 44：黄金珠宝企业部分跨界联名产品



资料来源：中宝协基金《2023 中国珠宝上市公司研究报告》，东方财富证券研究所

4. 投资建议

从经营层面看：①基础金价：国内金价主要参考国际金价和人民币汇率两大因素，24 年春节前后美联储降息进程或将放缓，经济企稳预期上行，国际金价短期受挫，但国内上金所金价相对坚挺，我们谨慎看待金价上行幅度，拉长时间维度看黄金投资仍是较好的资产配置方式。②品牌溢价：主要系加工费随工艺和创新设计提升，头部企业溢价率可超过 35%，上限较高。我们看好黄金珠宝的奢侈品属性，保值和社交心智并重，具有品牌影响力的企业方可穿越周期。③消费量：国内黄金首饰仍为第一大驱动，其中婚庆场景疲软，且部分“三金”转为投资类需求；悦己型自戴场景热度恒高，预计将回归常态增速。

从估值水平看：①经营模式：加盟模式为主的公司表现出更高的 ROE，周大生、老凤祥等近 5 年 ROE 超 20%，本质上是品牌力和供应链能力的双重输出，可给予的估值水平相对更高，建议持续关注老凤祥、周大生、中国黄金、潮宏基、周大福等。②高股息：鉴于 2023-2024 年宏观环境和线下消费恢复进程的不确定性，分红或派息率较高的公司有望获得稳健经营认可和市场青睐，估值水平可适当上行，建议关注菜百股份等。

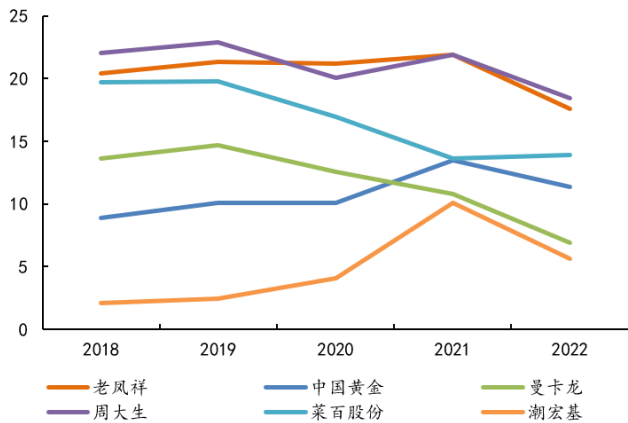
图表 45: 2023Q1-3 黄金珠宝公司分季度收入及归母净利润情况

公司名称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			收入yoy (%)			归母净利润yoy (%)		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
老凤祥	245.6	157.9	217.2	7.2	5.6	6.9	33.2	3.2	9.7	76.1	15.1	48.5
中国黄金	161.4	134.3	117.5	3.0	2.4	2.0	12.3	22.5	13.4	19.1	26.6	16.5
豫园股份	114.9	96.2	89.3	3.4	18.8	0.2	28.6	43.7	1.5	3.6	427.8	-83.2
周大生	41.2	39.5	44.2	3.7	3.7	3.6	49.6	68.6	15.2	26.1	26.8	2.9
菜百股份	50.5	33.1	40.1	2.3	1.8	1.8	45.6	77.8	25.5	30.6	157.7	67.6
潮宏基	15.2	14.8	14.9	1.2	0.8	1.0	21.6	61.0	23.7	30.1	54.0	23.4
曼卡龙	3.4	4.8	3.9	0.3	0.2	0.2	2.7	32.1	2.4	29.3	60.8	23.4
板块合计	632.3	480.6	527.1	17.7	14.5	15.5	27.6	25.0	10.8	42.0	31.6	30.2

资料来源: Choice 股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

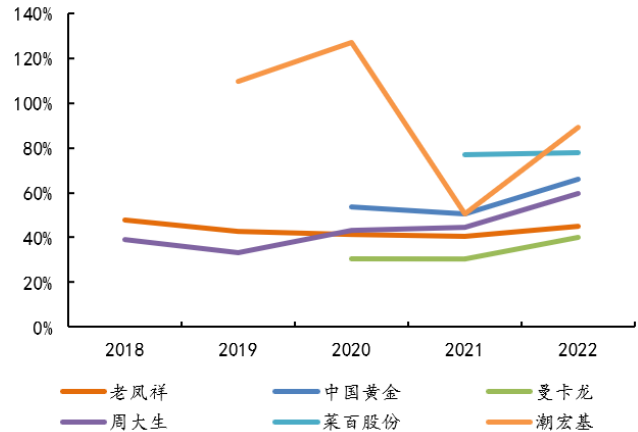
注: 豫园股份收入仅统计珠宝板块, 板块归母净利润同比剔除豫园股份。

图表 46: A 股黄金珠宝企业 ROE 对比



资料来源: Choice 股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 47: A 股黄金珠宝企业分红率对比



资料来源: Choice 股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 48: 行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
01929.HK	周大福	1148.59	0.54	0.72	0.77	29.59	15.97	14.96	11.50	未评级
600612.SH	老凤祥	359.33	3.25	4.47	5.15	13.17	15.36	13.33	68.69	未评级
600655.SH	豫园股份	255.97	0.99	0.76	0.86	7.69	8.62	7.65	6.57	未评级
600916.SH	中国黄金	172.87	0.46	0.60	0.71	27.48	17.17	14.44	10.29	未评级
002867.SZ	周大生	199.35	1.01	1.27	1.51	13.89	14.36	12.06	18.19	未评级
605599.SH	菜百股份	97.22	0.59	0.92	1.07	17.25	13.55	11.66	12.50	未评级
002345.SZ	潮宏基	54.38	0.22	0.44	0.54	23.47	13.91	11.30	6.12	未评级
300945.SZ	曼卡龙	24.20	0.27	0.33	0.39	54.96	27.82	23.81	9.24	未评级

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 数据日期截至 2024 年 3 月 1 日, 未评级公司参照 Choice 一致预期。港股市场数据单位为港元, 财务数据为人民币。

5. 风险提示

下游需求不及预期；

地缘政治等引发的国际金价波动风险；

产品推广及开店不及预期。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。