

深度研究：
站在2025关注黄金珠宝价值底部区域投资机会



证券分析师：吴劲草

执业证书编号：S0600520090006

联系邮箱：wujc@dwzq.com.cn



证券分析师：谭志千

执业证书编号：S0600522120001

联系邮箱：tanzhq@dwzq.com.cn

2025年1月23日

- **金价走势稳定，黄金珠宝终端消费逐步恢复中**：2024年11月以来，美国大选落定，金价先有小部分回调，后呈现出高位震荡的趋势，消费者逐步接受当前的金价，黄金珠宝终端消费也有边际改善的态势，最新的2024年12月份社零金银珠宝同比下滑程度已经收窄至-1%，2024年全年社零金银珠宝同比下滑3.1%。
- **2024年黄金珠宝首饰消费趋势更关注招财，转运等美好精神寄托**。2024年以来，年轻消费者对于黄金珠宝的消费诉求更加丰富多元，在要求保值，增值的大前提下，也希望通过黄金珠宝饰品带来财运，富贵，因此今年转运珠，串珠等产品市场的热度上升非常高。
- **春节是我国黄金珠宝消费的旺季，也是黄金珠宝品牌销售的重要时间段，股价上在大多数年份也有不错的表现**，国内主要黄金珠宝品牌Q1销售额和利润占全年比重较大，直营品牌的Q1收入利润占比更高，一定程度反应了一季度开门红对黄金珠宝的重要性，从股价来看，春节行情预热，市场情绪乐观。根据近5年数据显示，春节前1个月和2个月，主要黄金珠宝品牌股价均有较好表现。
- **投资建议：黄金珠宝消费最悲观的时期已过，关注黄金珠宝价值底部区域投资机会**。黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，加盟模式资本投入少，赚钱能力强分红能力强，可持续穿越周期，推荐老凤祥，潮宏基，周大生，菜百股份，中国黄金，周大福等。
- **风险提示**：金价过高抑制消费量，国际金价大幅波动的风险，消费市场复苏速度不及预期等。



- 1、金价企稳震荡，静待终端需求恢复

- 2、黄金首饰消费关注招财转运等美好诉求

- 3、春节旺季来临，关注首饰消费边际催化

- 4、投资建议

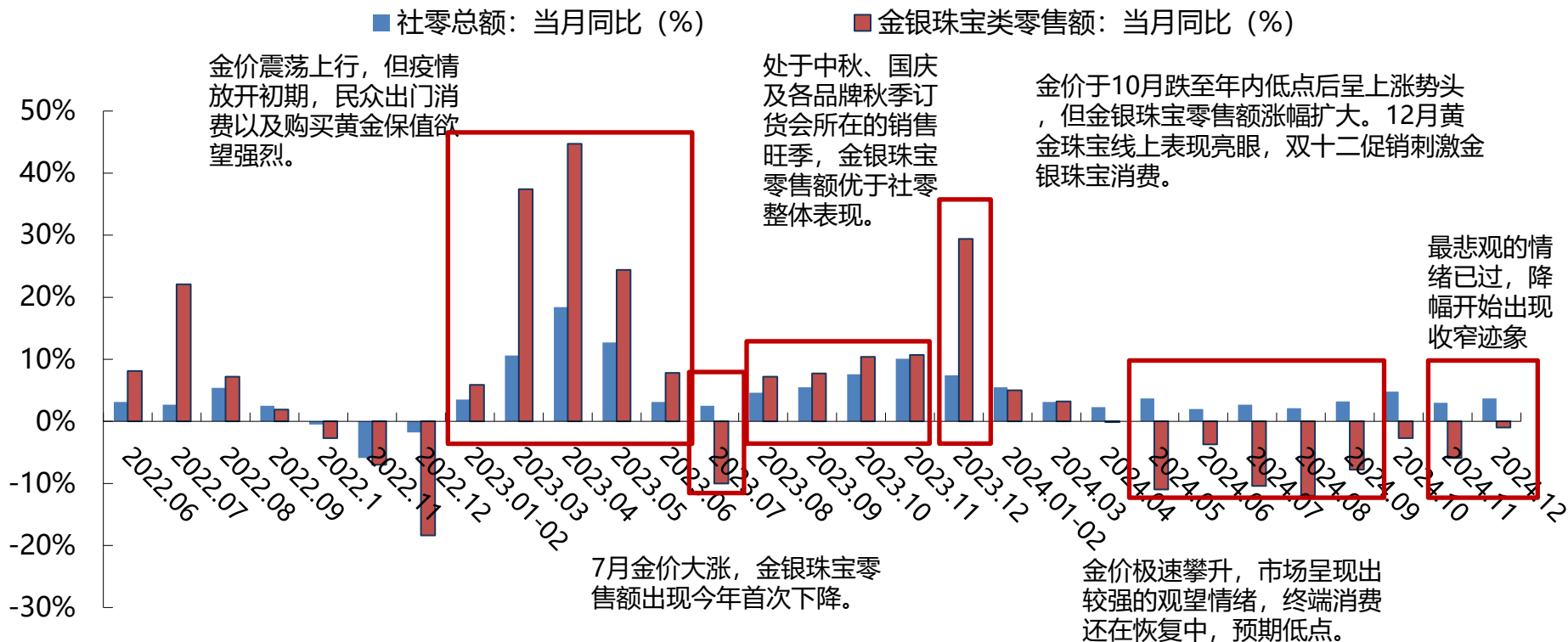
- 5、风险提示

1、金价企稳震荡，静待终端需求恢复



- 长期来说，黄金珠宝公司的业绩和金价是同向的，因为金价上涨，1克能收到的工本费是提升的。
- 中短期来说：①急涨抑制需求，②缓涨刺激需求，③下跌不论急跌缓跌都抑制需求，④横盘回补需求
- 2024年以来，4月和8-9月两波金价急涨抑制终端消费需求，消费者对金价的适应过程需要较长时间，10月伴随着整体消费回暖，金银珠宝社零也有明显恢复，11月份降幅虽然略有扩大，但12月份随着圣诞元旦假期的催化，终端消费有明显恢复。

2022年中以来的社零金银珠宝数据



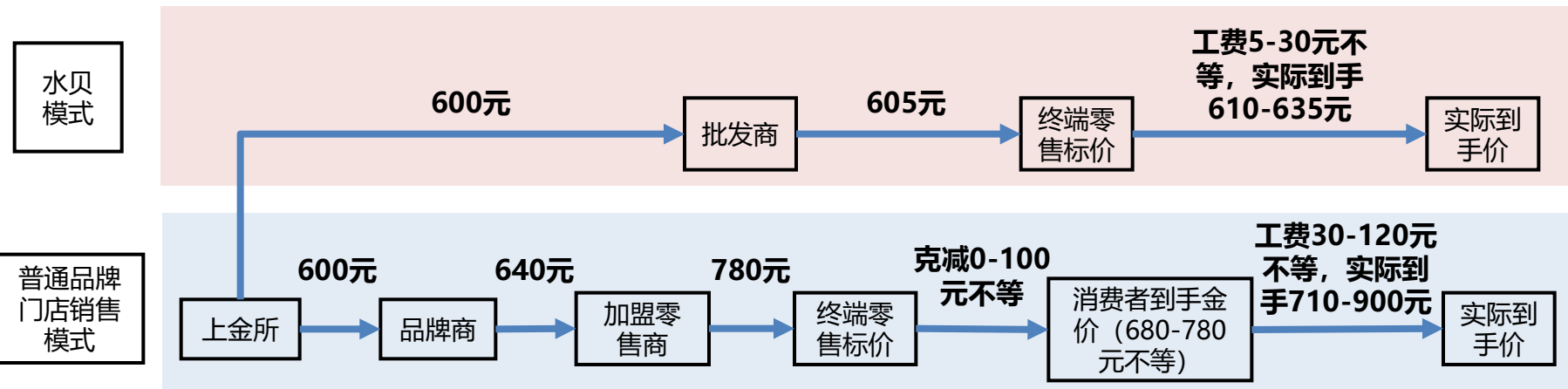
- 长期来说，黄金珠宝公司的业绩和金价是同向的，因为金价上涨，1克能收到的工本费是提升的。
- 中短期来说：①急涨抑制需求，②缓涨刺激需求，③下跌不论急跌缓跌都抑制需求，④横盘回补需求
- 2024年以来，4月和8-9月两波金价急涨抑制终端消费需求，消费者对金价的适应过程需要较长时间，10月伴随着整体消费回暖，金银珠宝社零也有明显恢复，11月份降幅虽然略有扩大，但12月份随着圣诞元旦假期的催化，终端消费有明显恢复。

2024年初以来的社零金银珠宝数据

	社零金银珠宝增速	社零总额增速
2024年1-2月	5.0%	5.5%
2024年3月	3.2%	3.1%
2024年4月	-0.1%	2.3%
2024年5月	-11.0%	3.7%
2024年6月	-3.7%	2.0%
2024年7月	-10.4%	2.7%
2024年8月	-12%	2.1%
2024年9月	-7.8%	3.2%
2024年10月	-2.7%	4.8%
2024年11月	-5.9%	3.0%
2024年12月	-1.0%	3.7%

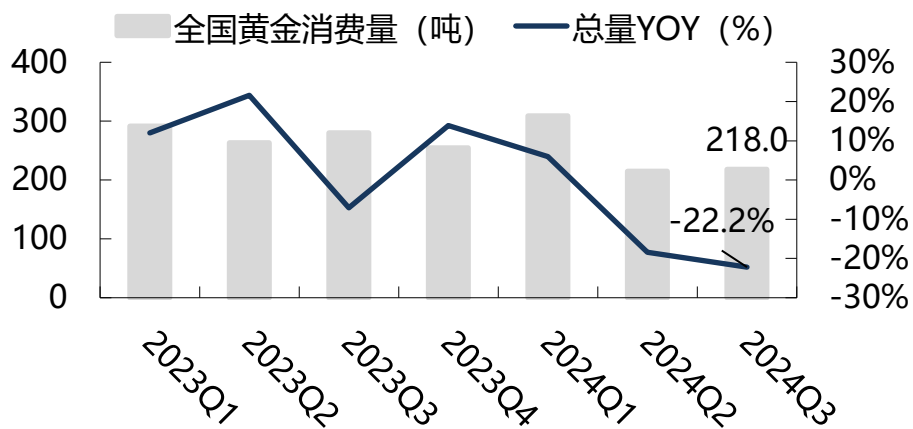
- 黄金产业链：对于克重黄金而言，从上金所的黄金到终端消费者会经过品牌商，生产商，加盟商，消费者等多个环节，每个环节会有一定比例的加价，以2024年4月11日金价为例，上金所Au9999价格为554元，终端零售标价721元。
- 金价上涨，从上金所至终端零售标价均会大致同比例上涨，不同品牌或因成本加成或固定单克使用费的模式的不同略有差异。
- 自2023年以来，由于金价持续快速上涨，终端克减折扣有扩大的趋势。
- 从行业属性来看，黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，开店节奏和天花板与品牌能效高度相关，我们认为，开店本身是释放品牌力的过程，而非品牌力形成的过程。水贝模式兴起多年下，并未有太多强认知的黄金珠宝品牌出现，也反映出黄金珠宝品牌的壁垒之高。而“品牌使用费”的弹性，一定程度上也是取决和反映了该黄金珠宝品牌的品牌力情况。

克重黄金珠宝产业链价值分布（以一克黄金600元计算）

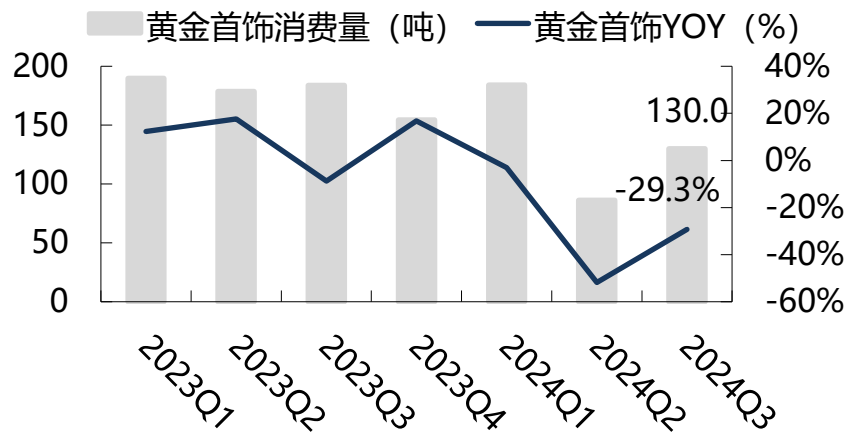


- 2024年Q2以来黄金首饰消费出现明显下滑，金条消费表现出较好韧性。2024年4月金价急涨之后，金条消费在Q2有明显增长，但首饰消费出现了较大的下滑，使得2024年Q2和Q3整体黄金消费量分别同比下滑了18%和22%。

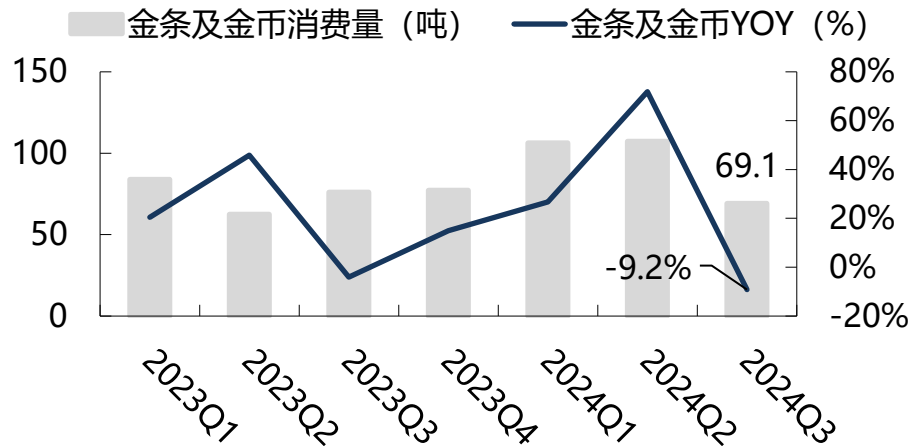
2023年以来单季黄金消费总量及增速



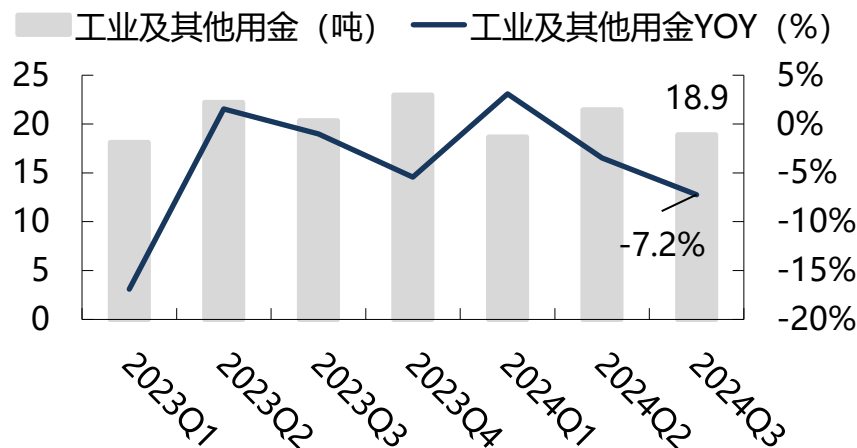
2023年以来单季黄金首饰消费量及增速



2023年以来单季金条及金条消费量及增速

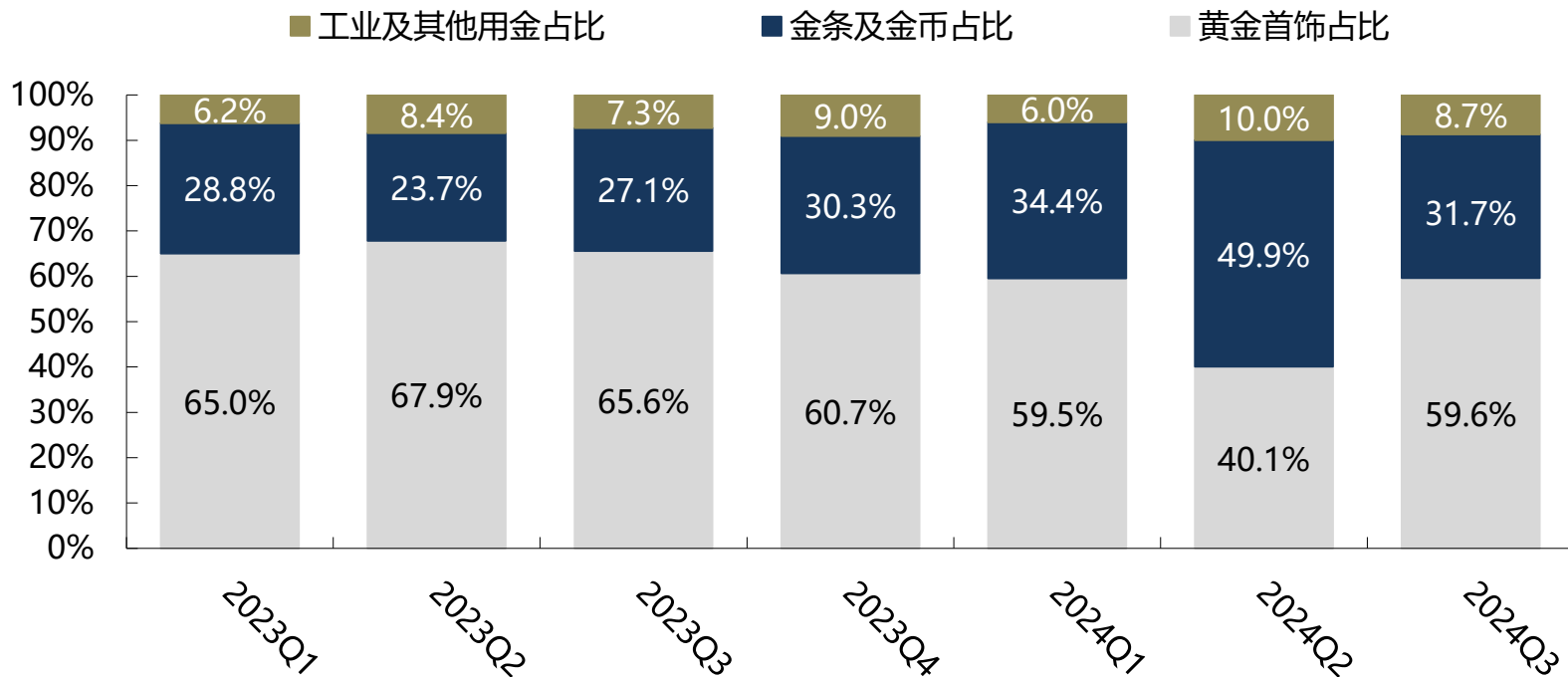


2023年以来单季工业及其他用金消费量及增速



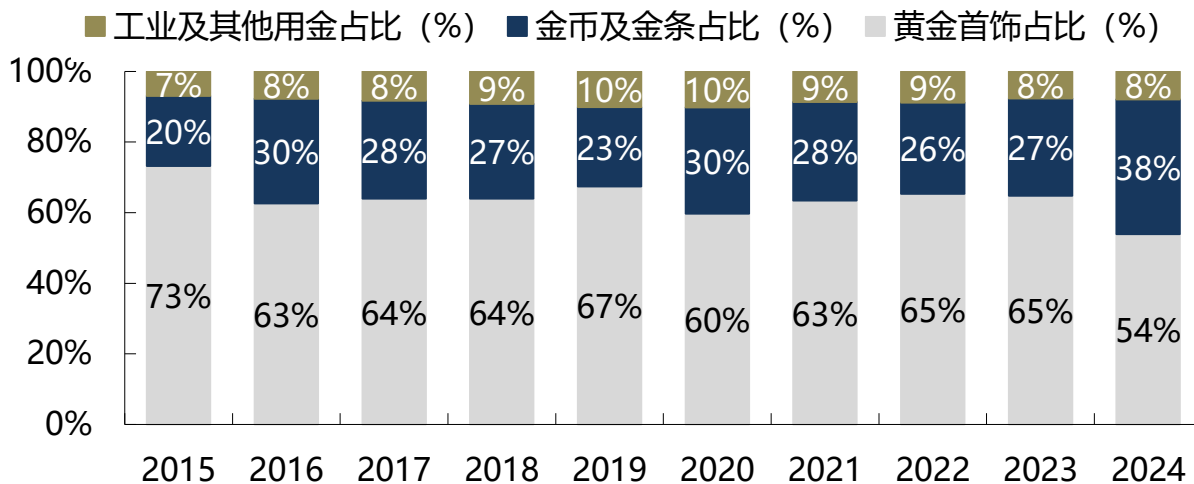
- 黄金消费需求景气度高，抗周期性强，黄金首饰占据黄金消费主导地位。从2023年Q4以来，随着金价的上涨，金条及金币消费比重有上升的趋势，尤其是在2024年Q2在金价急涨下提升的更加明显，首饰消费则面临较大压力，2023年Q4以来占比有所下滑。

2023年以来单季黄金珠宝行业消费占比情况

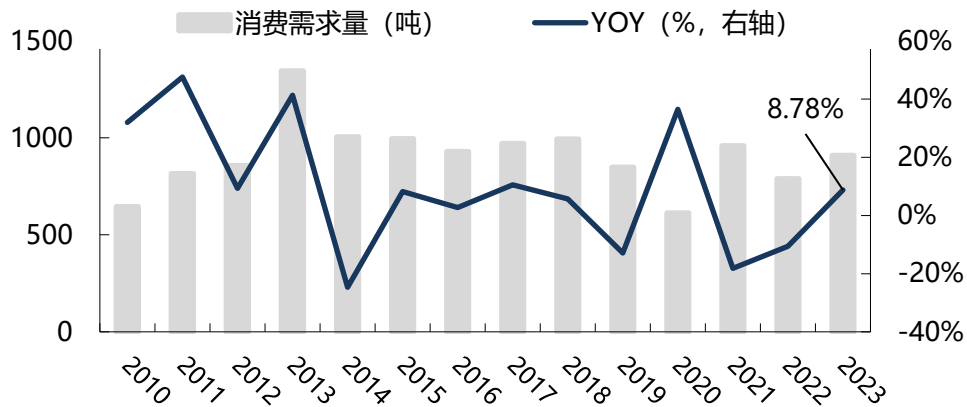


2015-2024年我国黄金消费结构 (消费量口径)

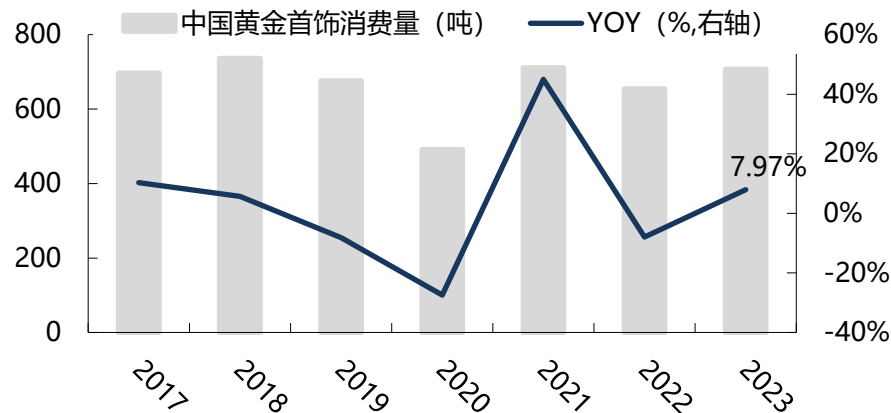
- 黄金首饰为黄金大品类中的主要消费品类，消费量占比稳定在60%以上。
- 2013年之后黄金首饰消费占我国黄金消费量的63%及以上，2023年占比为65%。



2010-2023年我国黄金消费需求及增速

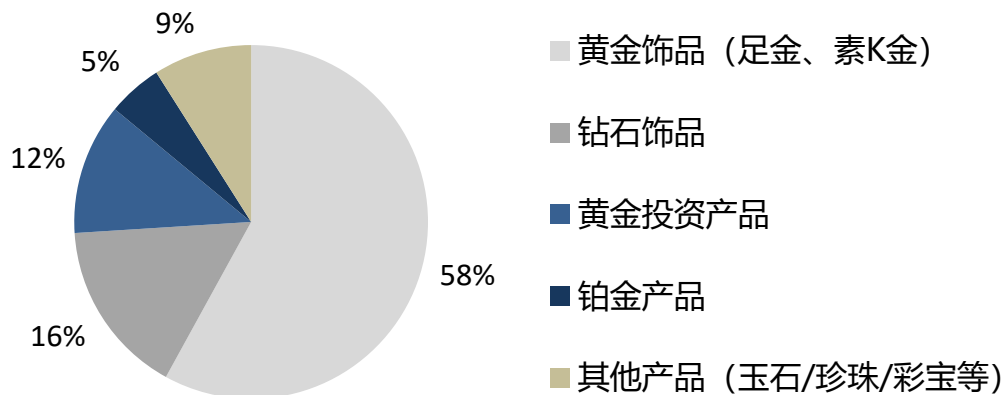


2017-2023年我国黄金首饰消费量及增速

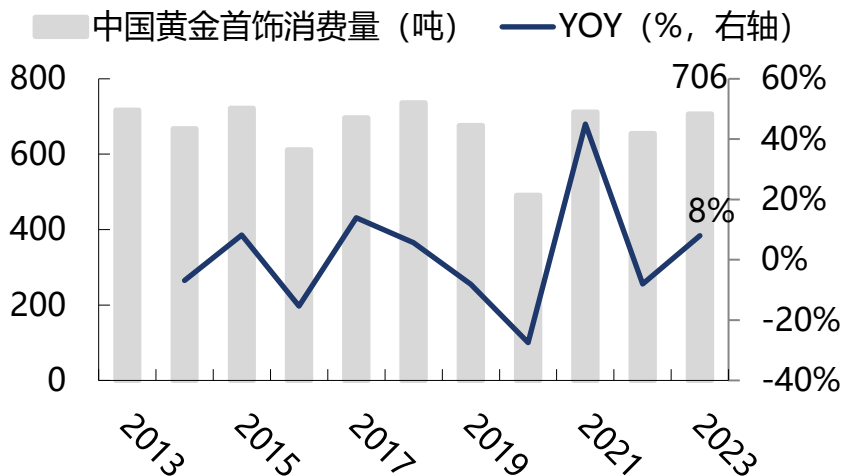


- 黄金类产品兼具消费和投资属性。**根据世界黄金协会数据，2022年黄金饰品在中国黄金珠宝市场份额占比达58%，黄金投资产品份额达12%。根据中国黄金协会数据，2023年我国黄金首饰消费增速为8%，金条及金币消费增速达16%。

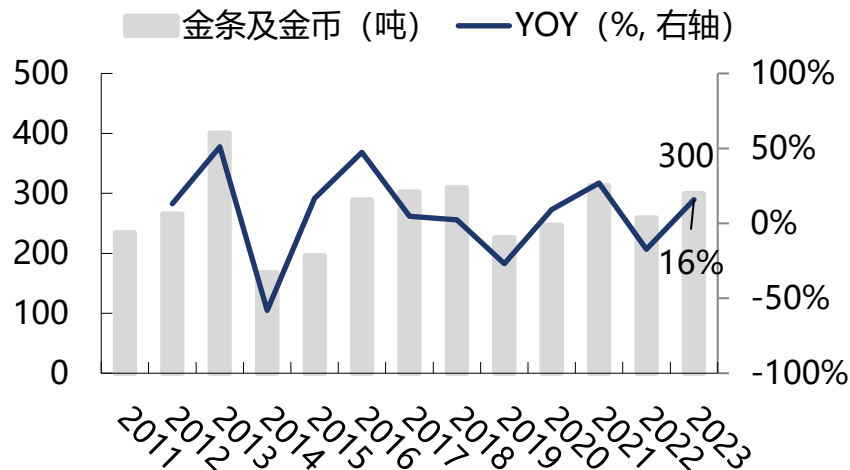
2022年中国黄金珠宝市场份额占比 (%)



2013-2023年我国黄金首饰消费量及增速



2011-2023年我国金条及金币消费量及增速



2、黄金首饰消费关注招财转运等美好诉求

- **黄金珠宝首饰趋势：注重招财，转运等美好精神寄托。** 2024年以来，年轻消费者对于黄金珠宝的消费诉求更加丰富多元，在要求保值，增值的大前提下，也希望通过黄金珠宝饰品带来财运，富贵，因此今年转运珠，串珠等产品市场的热度上升非常高。

抖音+小红书品牌珠宝配饰热门提及单品



Qeelin 葫芦
招财进宝，福禄安康



梵克雅宝 四叶草
健康/财富/爱情/荣誉



转运珠

时来运转/吉祥富贵/平安顺遂

内容同比增长
+270%

2023年1月 2023年7月 2024年1月 2024年7月

- **黄金珠宝首饰趋势：国潮兴起，新中式，东方美学成为消费者关注热点。**2023年以来，抖音小红书中关于东方美学的话题热度大幅提升，其中比较热门的元素包括扇子，葫芦，蝴蝶等，我们也可以看到在黄金珠宝品牌中对于上述元素也有较好的产品开发

抖音小红书珠宝首饰的热门中国风要素



扇子



葫芦



蝴蝶

抖音小红书东方美学话题热度大幅提升



东方美学

相关内容量
16.9万

相关互动量
1,976万

内容量同比增长
+293%

互动量同比增长
+106%

抖音小红书珠宝首饰的中国元素关键词



- 中国风关注度提升，国潮元素也称为各黄金珠宝品牌产品的重要抓手，各品牌均推出了以金镶钻品类，以及能够承载较好精神寄托的串珠，葫芦等热门品类。

	周大福	老凤祥	老铺黄金	周大生	潮宏基
金镶钻					
扇子					
串珠					
葫芦					
蝴蝶					

3、春节旺季来临，关注首饰消费边际催化

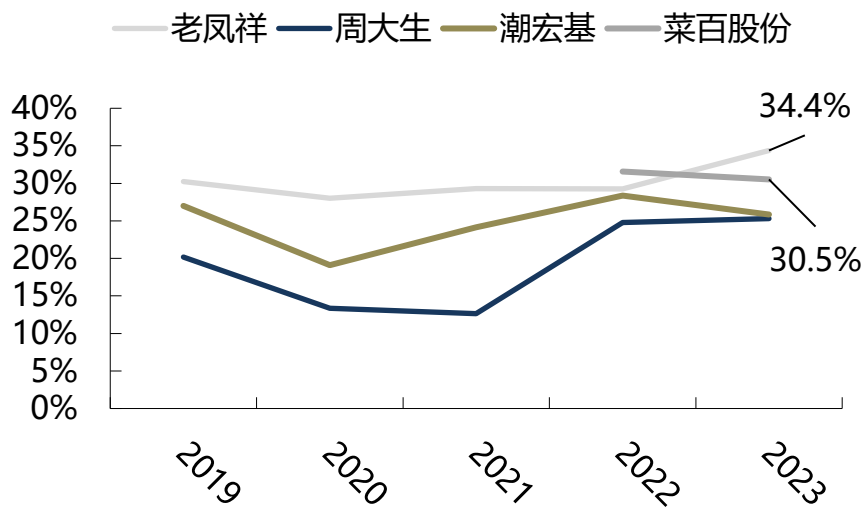
- 回顾2024年春节商品零售消费市场，各地市黄金珠宝消费销售额展现出强劲的消费需求。

2024年春节期间各地市黄金珠宝市场销售表现

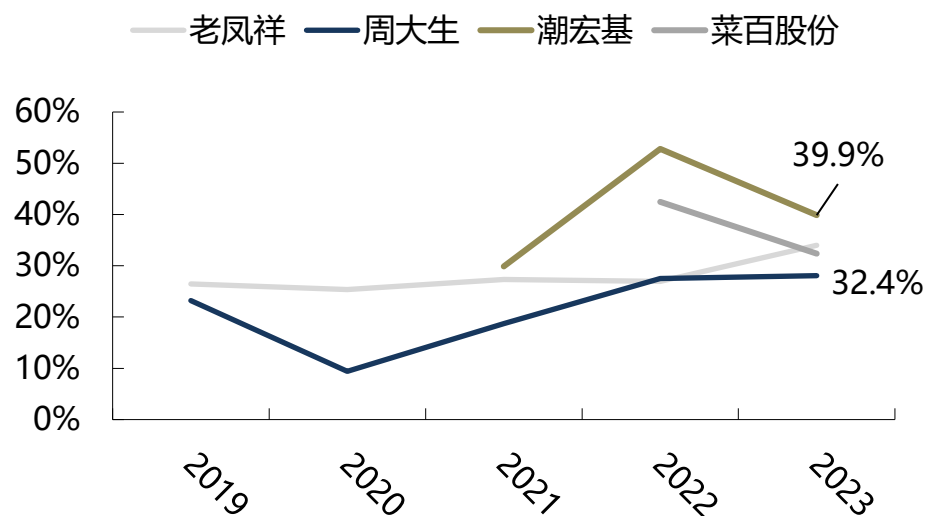
北京	<p>重点监测的零售和餐饮企业销售额同比增长36.8%。</p> <p>深耕北京黄金珠宝市场的菜百股份春节期间营业额增长40.9%。</p>
上海	<p>2024春节长假期间，上海黄金珠宝市场火爆，销售额突破10亿同比实现两位数增长。</p>
河北	<p>重点监测的零售和餐饮企业销售额约20.4亿元，同比增长11.5%。</p> <p>黄金珠宝类商品销售额达3.9亿元，同比增长44.6%。</p>
天津	<p>重点监测的零售和餐饮企业销售额约20.9亿元，同比增长11.2%。</p> <p>天津本土品牌金麒麟·麒麟瑞整体销售额同比提升25%。</p>
浙江	<p>银联商务累计消费金额达898.1亿元，同比增长6.11%。</p> <p>全省黄金珠宝消费同比增长23%。</p>
山西	<p>重点监测的零售和餐饮企业销售额约6.92亿元，同比增长5.4%。</p> <p>黄金珠宝类商品销售额同比增长47.8%。</p>

- 春节是我国黄金珠宝消费的旺季，也是黄金珠宝品牌销售的重要时间段，国内主要黄金珠宝品牌Q1销售额和利润占全年比重较大，从2019年以来的数据来看，两者占比基本均维持在25%以上，直营品牌的Q1收入利润占比更高，一定程度反应了一季度开门红对黄金珠宝的重要性。

黄金珠宝龙头品牌Q1营收占比

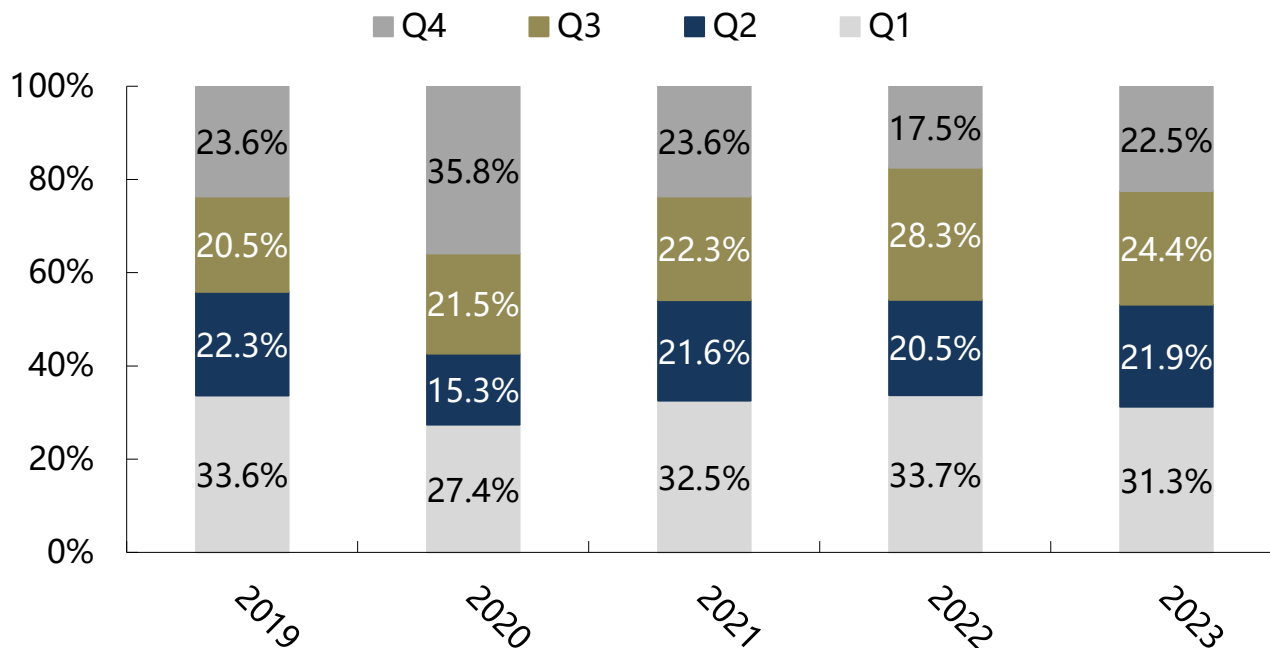


黄金珠宝龙头品牌Q1扣非归母净利润占比



- 2021年以来周大福同店收入分季度来看，Q1占比平均在31%-34%之间。2019-2023年周大福Q1销售额占全年销售额比重均超过30%，凸显春节黄金消费旺季的强大驱动力。作为全年最重要的销售节点，春节期间的黄金珠宝需求占比高。

周大福单季度同店销售额占全年销售额比重情况



□ 春节行情预热，市场情绪乐观。根据近5年数据显示，春节前1个月和2个月，主要黄金珠宝品牌股价均有较好表现。

部分黄金珠宝品牌春节前1个月股价涨跌幅情况

	2020	2021	2022	2023	2024
老凤祥	-4.35%	9.36%	2.18%	14.85%	2.15%
周大生	-3.67%	38.08%	6.75%	14.58%	18.56%
潮宏基	-7.93%	3.99%	3.09%	34.31%	-4.25%
菜百股份			-2.82%	6.53%	-6.45%

部分黄金珠宝品牌春节前2个月股价涨跌幅情况

	2020	2021	2022	2023	2024
老凤祥	-6.60%	4.14%	3.33%	18.32%	3.34%
周大生	3.84%	44.06%	8.77%	25.10%	21.37%
潮宏基	-6.74%	-12.53%	14.29%	47.25%	0.46%
菜百股份			5.57%	6.53%	-0.15%

注：涨跌幅统计为以除夕为节点，计算除夕前1个月或2个月的涨跌幅

投资建议

- **投资建议：黄金珠宝消费最悲观的时期已过，关注黄金珠宝价值底部区域投资机会。黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，加盟模式资本投入少，赚钱能力强分红能力强，可持续穿越周期，推荐老凤祥，潮宏基，周大生，菜百股份，中国黄金，周大福等。**

黄金珠宝估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			2023年 分红率	最新股息率	PE (TTM) 分位点
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E			
600612.SH	老凤祥	272	51.96	22.14	20.36	22.47	12	13	12	46%	3.8%	13.6%
002867.SZ	周大生	136	12.44	13.16	11.43	12.86	10	12	11	78%	7.6%	15.0%
002345.SZ	潮宏基	45	5.02	3.33	3.53	4.05	13	13	11	67%	5.0%	8.3%
600916.SH	中国黄金	141	8.39	9.73	10.53	11.82	14	13	12	78%	5.4%	5.2%
605599.SH	菜百股份	85	10.90	7.07	6.78	7.43	12	13	11	77%	6.4%	9.4%
1929.HK	周大福	675	6.76	64.99	46.08	67.49	10	15	10	85%	8.1%	20.6%

注：周大福2023年归母净利润对应FY2024归母净利润，其他年份以此类推

数据来源：wind，东吴证券研究所，数据更新1月22日

600612.SH[老凤祥] 2024/10/08 收62.18 幅-1.08%(-0.68) 开69.01 高69.05 低60.36 均64.00 量6.52万 换2.06% 振13.82% 额4.17亿
 MA5 57.32↑ MA10 53.59↑ MA20 56.52↓ MA60 63.34↑ MA120 54.72↑ MA250 48.47↓ 2005/12/09-2024/10/08(961周)

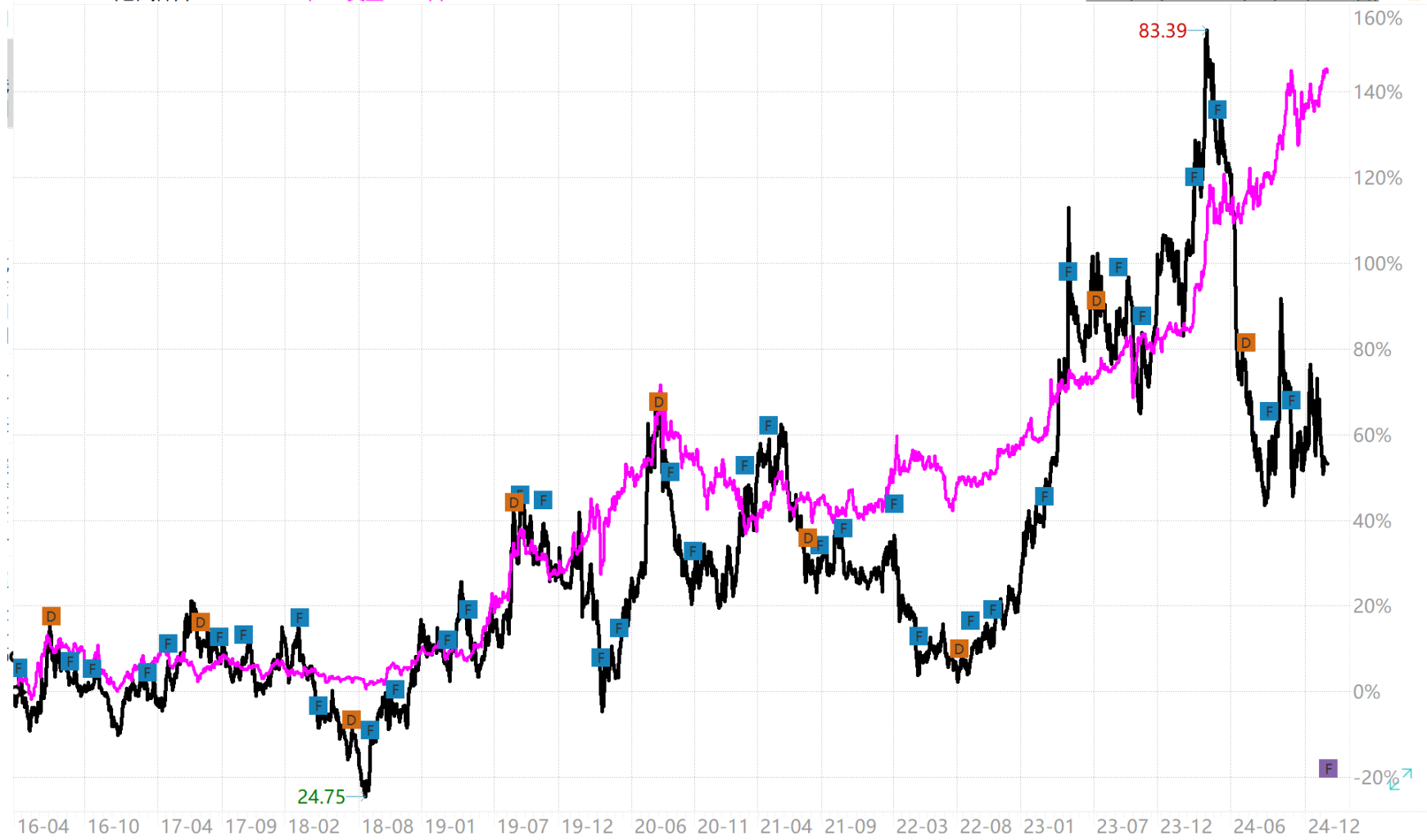


老凤祥股价与金价的关联

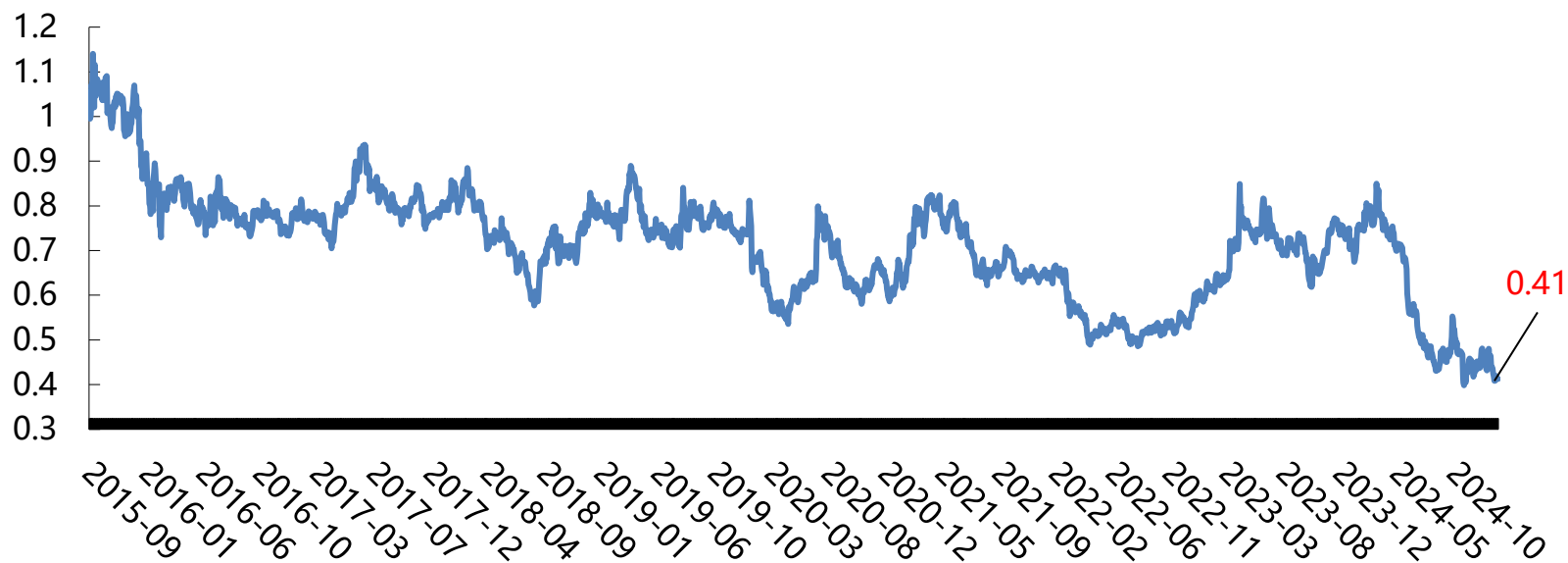
.600612.SH[老凤祥] 2016/10/31 收33.38 幅0.85%(0.28) 开33.20 高33.51 低33.13 均33.36 量7103 换0.22% 振1.12% 额2933万

.600612.SH(老凤祥) | AU9999.SGE(SGE黄金9999) |

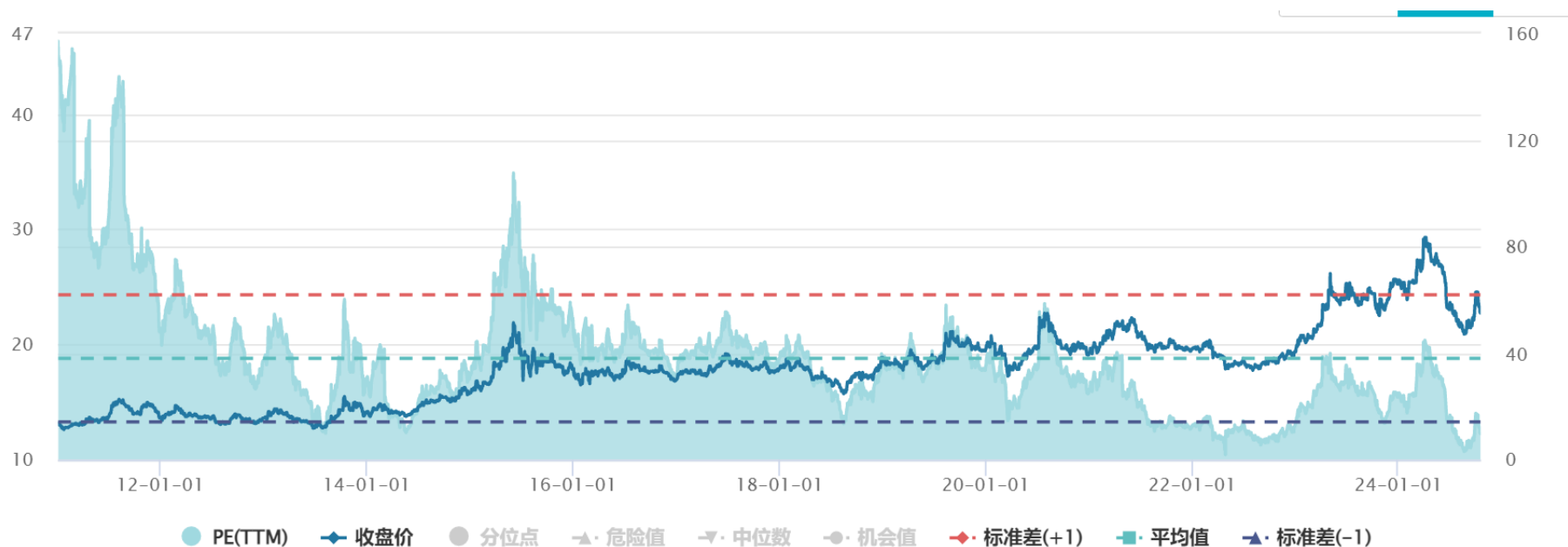
2016/04/19-2025/01/21(2131日) [W] [L]



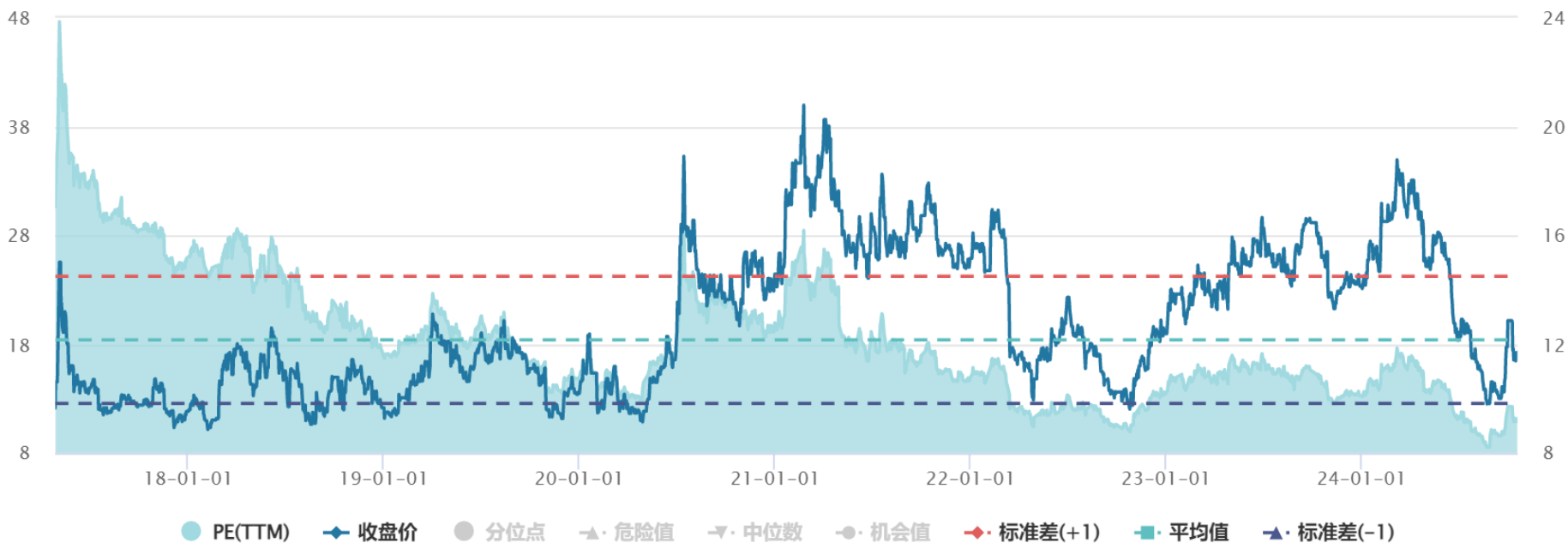
— 总市值 (亿元) / 金价 (元/克)



老凤祥历史PE (TTM)



周大生历史PE (TTM)



风险提示

- **金价过高抑制消费量：**目前国内金价持续上涨，已处于历史高位，使部分消费者可能处于观望态度，存在对黄金饰品的短期消费量有影响的**风险**。
- **国际金价大幅波动的风险：**如果国际金价大幅上涨或下跌，会影响国内金价的稳定性，对黄金消费产生负面影响的**风险**。
- **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，公司收入增速可能放缓的**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

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），北交所基准指数为北证50指数），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