

深度研究：中国和印度为何偏爱黄金？ ——全球视角的黄金消费深度分析



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3月06日

- **2024年全球黄金消费需求中金饰占比44%，金条和金币消费占比26%**：全球黄金需求从2012年的4406吨波动上升至2024年的4554吨，年均复合增长率约1.6%。基本维持稳定。具体拆分黄金需求占比，2012年-2024年，金饰消费占比在44%-55%的区间中波动，金条和金币消费在25%-34%的区间波动。央行购金需求占比2022年以来提升到20%以上，科技用金需求占比稳定在20%+。
- **中国大陆和印度是全球主要的黄金消费市场，合计需求量占比超过50%**。全球黄金消费前五大市场分别为中国大陆、印度、中东、美国、欧洲国家等。其中中国大陆和印度市场的需求占比又远高于其他市场，合计需求量占比超过50% 拉长数据来看，2010年以来，虽然经历了金价的多轮涨跌，但中国大陆和印度都保持了较高比例的黄金需求。
- **中国大陆和印度是全球最大的两个黄金饰品消费市场，2024年合计需求量占比接近60%，中国消费者对于黄金饰品的偏爱穿越周期**：黄金饰品方面，自2021年以来，中国大陆和印度市场对于黄金饰品的消费占比又上了一个台阶，从之前的合计占比约35%-40%提升至接近60%，其中中国大陆市场提升到25%-30%，印度市场提升到接近30%水平，中国消费者对于黄金饰品的偏爱是可以穿越周期的。
- **投资建议：从2025年Q2开始，黄金珠宝即将迎来低基数，行业层面有望迎来较为明显的恢复。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，老铺黄金，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、全球黄金需求供给总览

- 2、全球各国家和地区黄金需求拆分

- 3、黄金ETF需求变化趋势

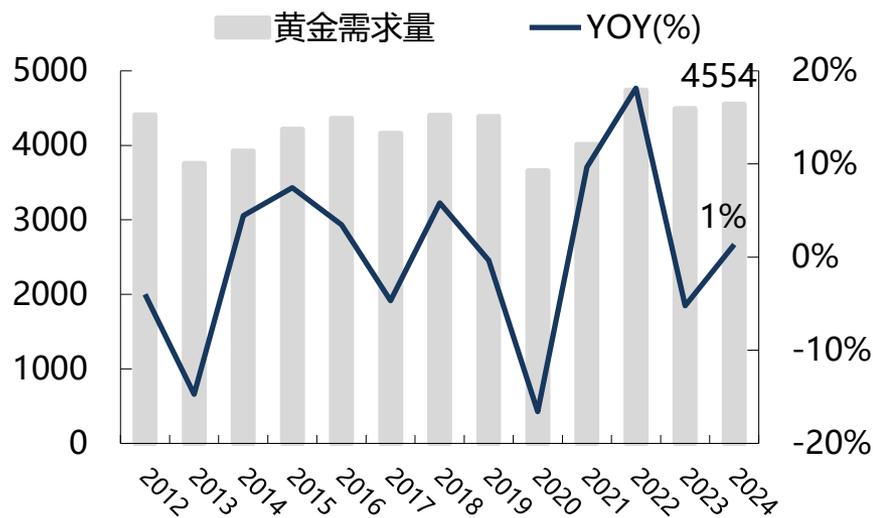
- 4、投资建议

- 5、风险提示

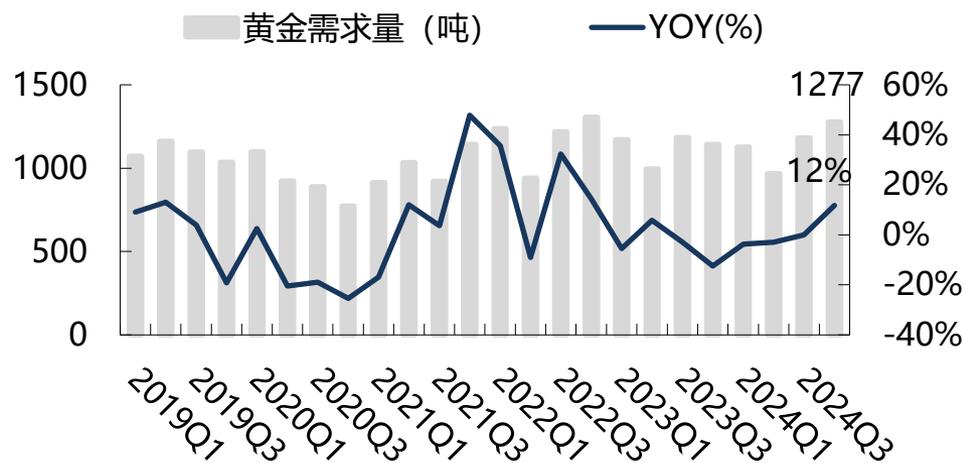
1、全球黄金需求供给总览

- **全球黄金需求量基本维持稳定**：全球黄金需求从2012年的4406吨波动上升至2024年的4554吨，年均复合增长率约1.6%。基本维持稳定，2024年需求同比增速达1%，主要受央行购金和投资需求驱动。
- **分季度来看，每年的一季度为全球黄金需求量的淡季。**

2012-2024年世界黄金需求量及增速（吨、%）

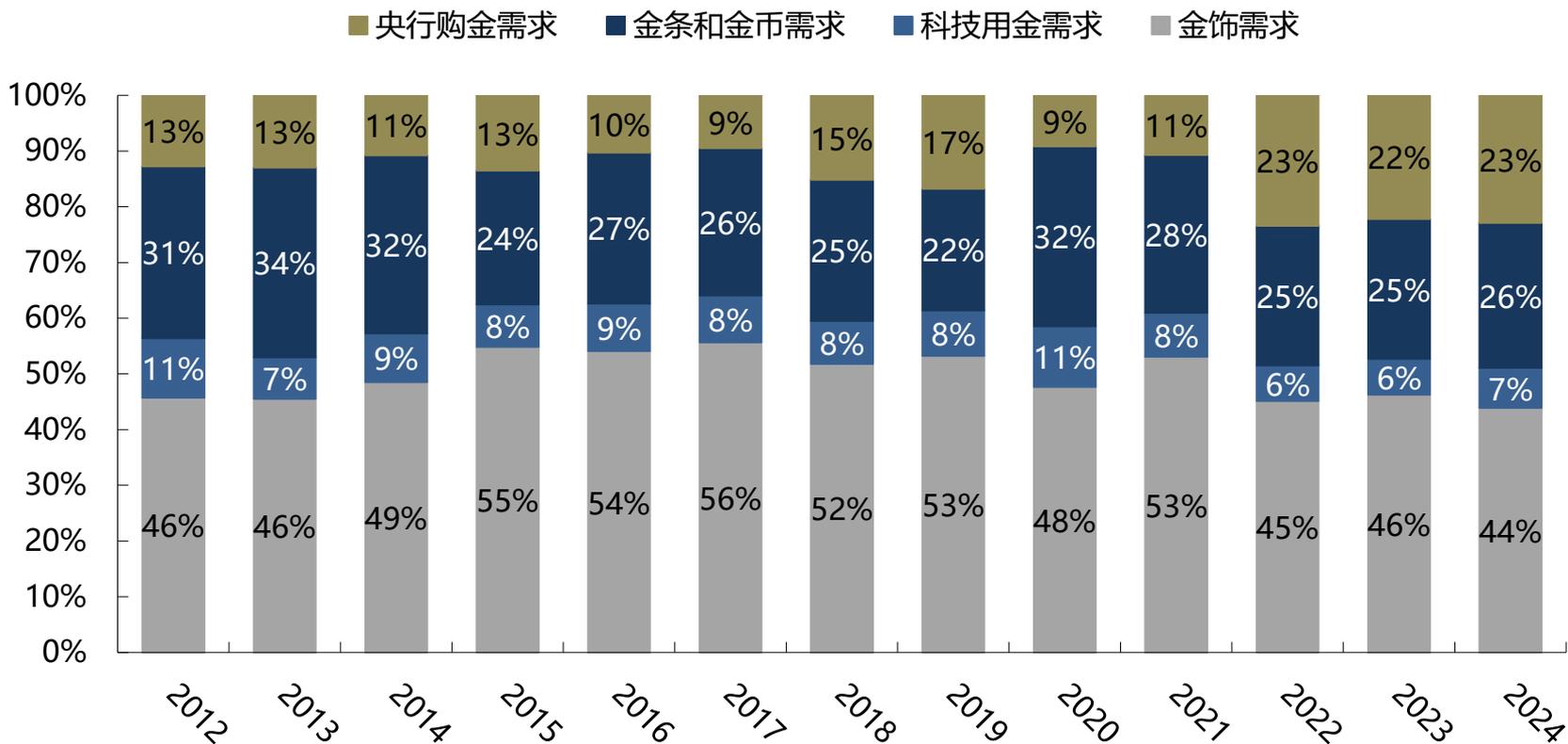


2019-2024年单季世界黄金需求量及增速（吨、%）



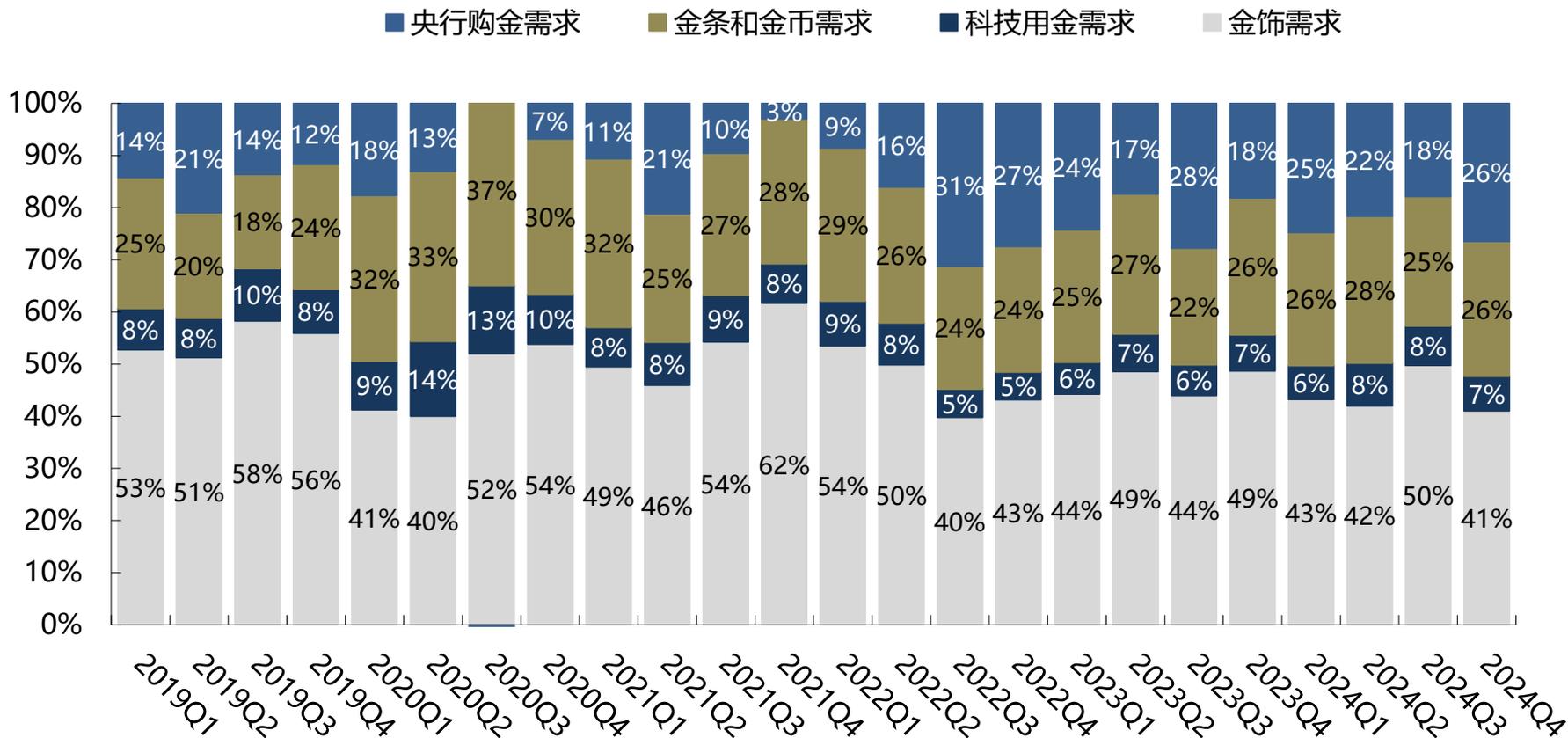
- 结构拆分来看，全球黄金需求中，金饰占比最高，2022年以来基本稳定在40%以上。其次是金条和金币的需求，平均占比约25%-30%，央行购金自2022年以来增长明显，占比提升到了20%以上水平。

2012-2024年世界黄金需求量细分占比（不考虑黄金ETF，%）



- 结构拆分来看，全球黄金需求中，金饰占比最高，2022年以来基本稳定在40%以上。其次是金条和金币的需求，平均占比约25%-30%，央行购金自2022年以来增长明显，占比提升到了20%以上水平。

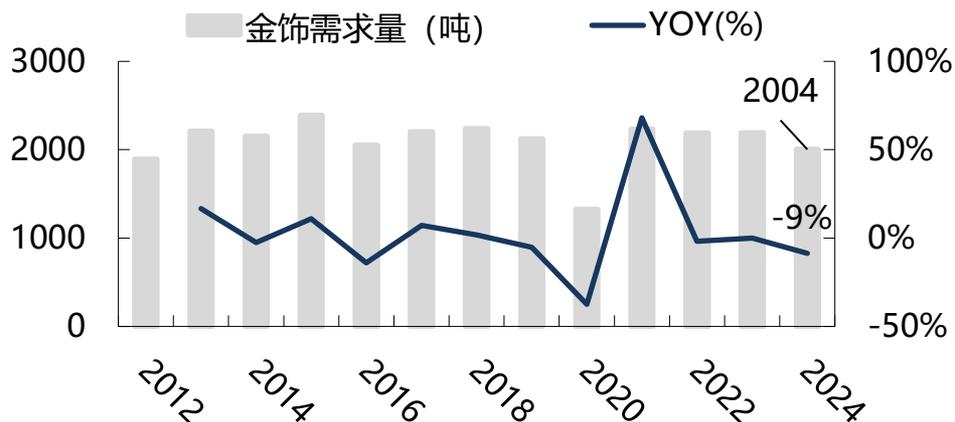
2019-2024年单季世界黄金需求量细分占比（不考虑黄金ETF，%）



2024年金饰需求受高金价影响同比下滑，央行购金则维持高位

- 2024年受到金价急涨影响，全球黄金饰品的需求量有明显下滑，金条和金币需求量基本维持稳定，央行购金则从2022年开始大幅增长，2024年整体购金仍维持在1000吨以上。

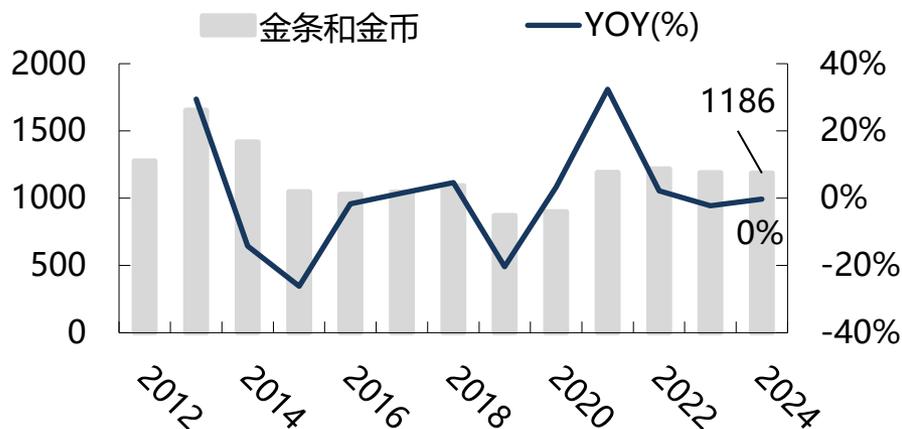
2012-2024年金饰需求量及增速 (吨、%)



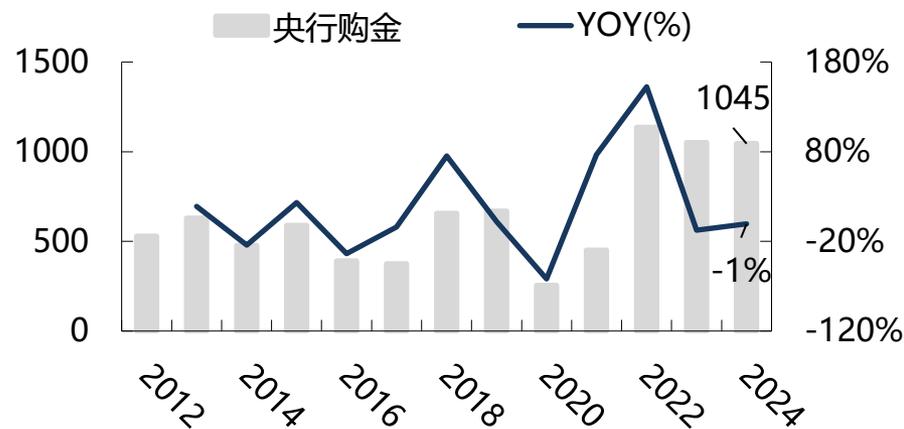
2012-2024年科技用金需求量及增速 (吨、%)



2012-2024年金币与金条需求量及增速 (吨、%)

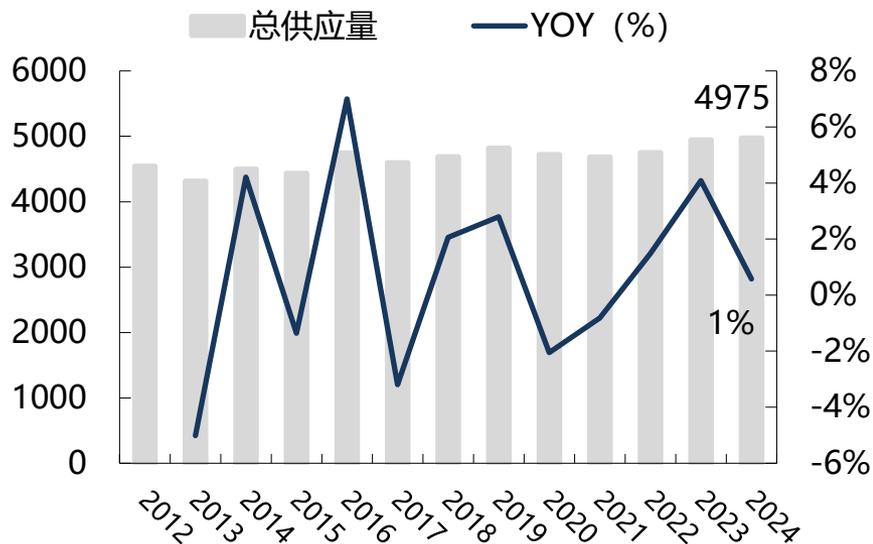


2012-2024年央行购金需求量及增速 (吨、%)

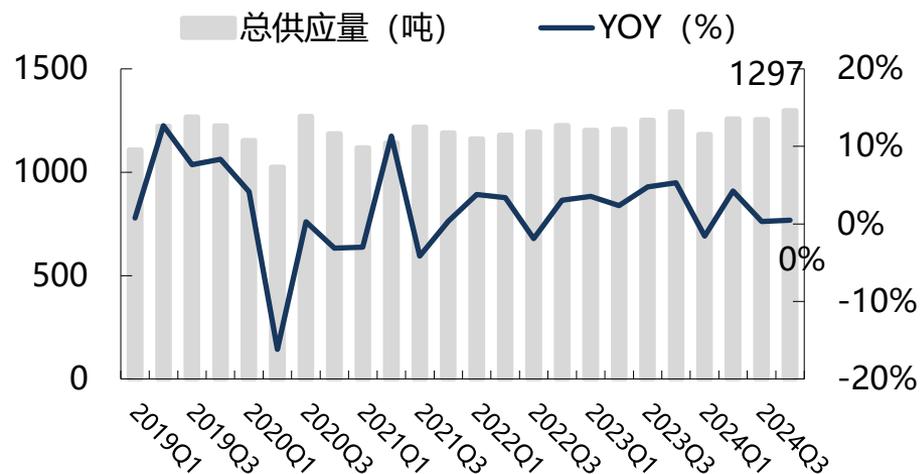


- 黄金供应量稳步上涨，增速有所波动。2024年全球黄金供应量达到4974.5吨，创历史新高，同比增长0.58%，这一增长主要得益于回收金产量的提升，同比增长10.98%。相比之下，矿产金产量的增幅有限。

2012-2024年世界黄金供应量及增速（吨、%）

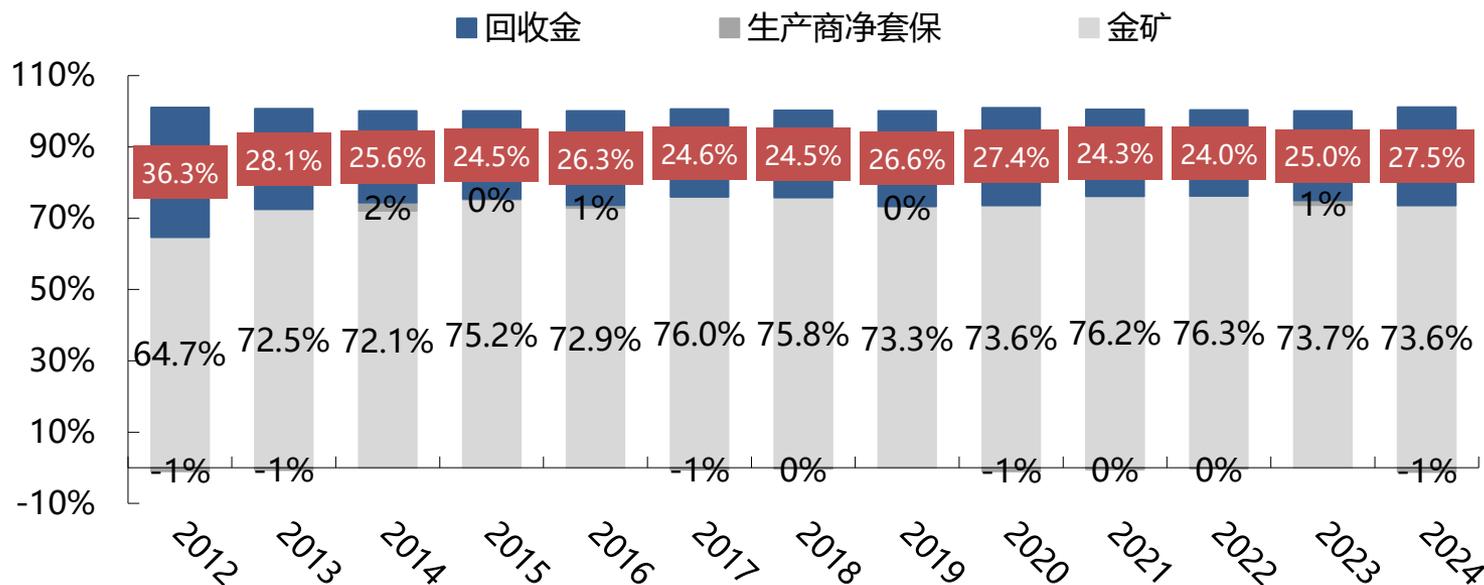


2019-2024年单季世界黄金供应量及增速（吨、%）



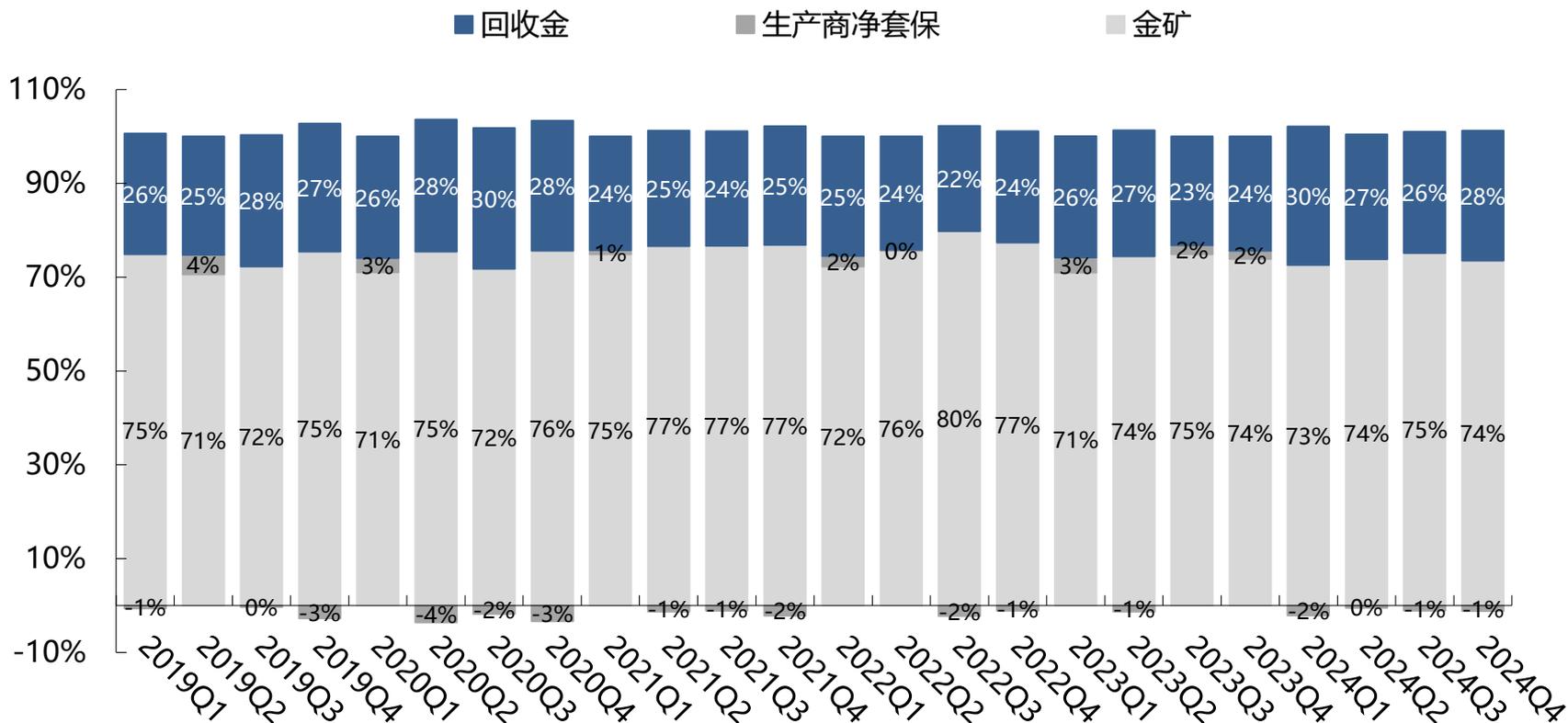
- 2015年以来，黄金每年的供应中，金矿占比基本稳定在平均75%的水平，2024年受到金价大幅上涨的影响，回收金占比同比有大幅提升。

2012-2024年年化世界黄金供应量细分占比 (%)



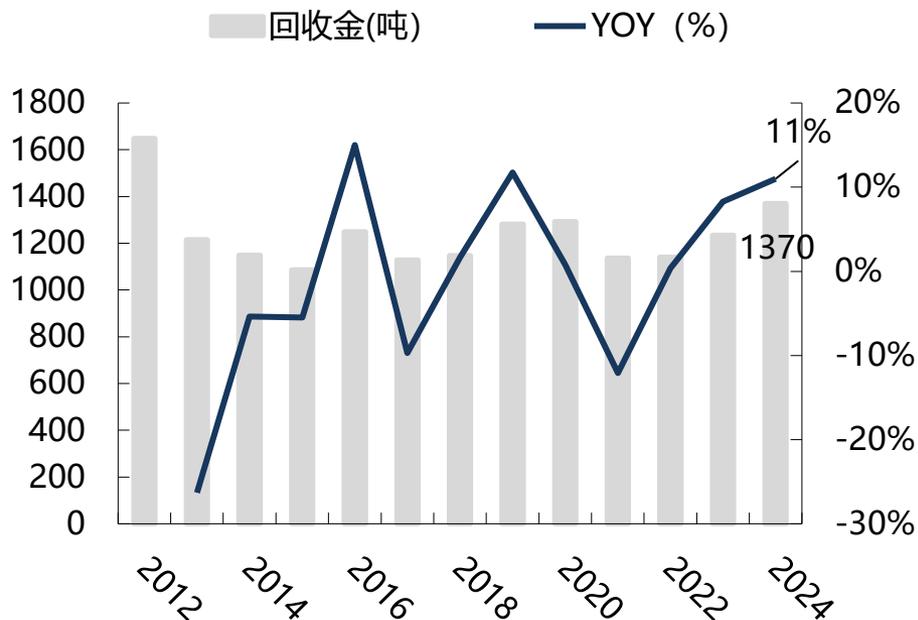
□ 黄金每年的供应中，金矿占比基本稳定在平均75%的水平，2024年受到金价大幅上涨的影响，回收金占比同比有大幅提升。

2019-2024年单季世界黄金供应量细分占比 (%)

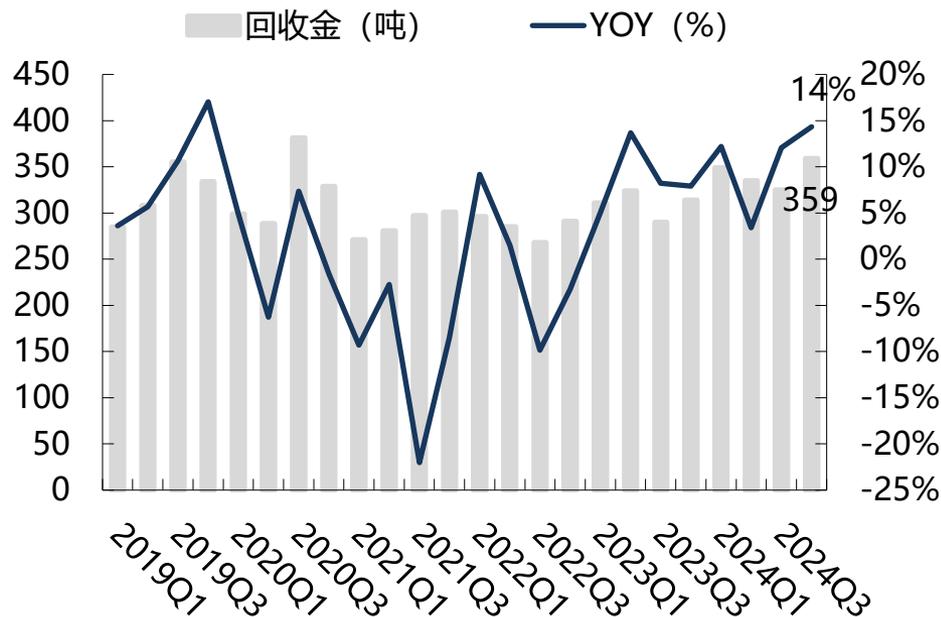


- 2024年全年，全球回收金1370吨，同比+11%，其中从2024年下半年受到高金价的影响，回收金的供应量增长明显，Q3/Q4同比增幅分别达到+12%/+14%。

2012-2024年年度回收金供应量及增速



2019-2024年单季回收金供应量及增速

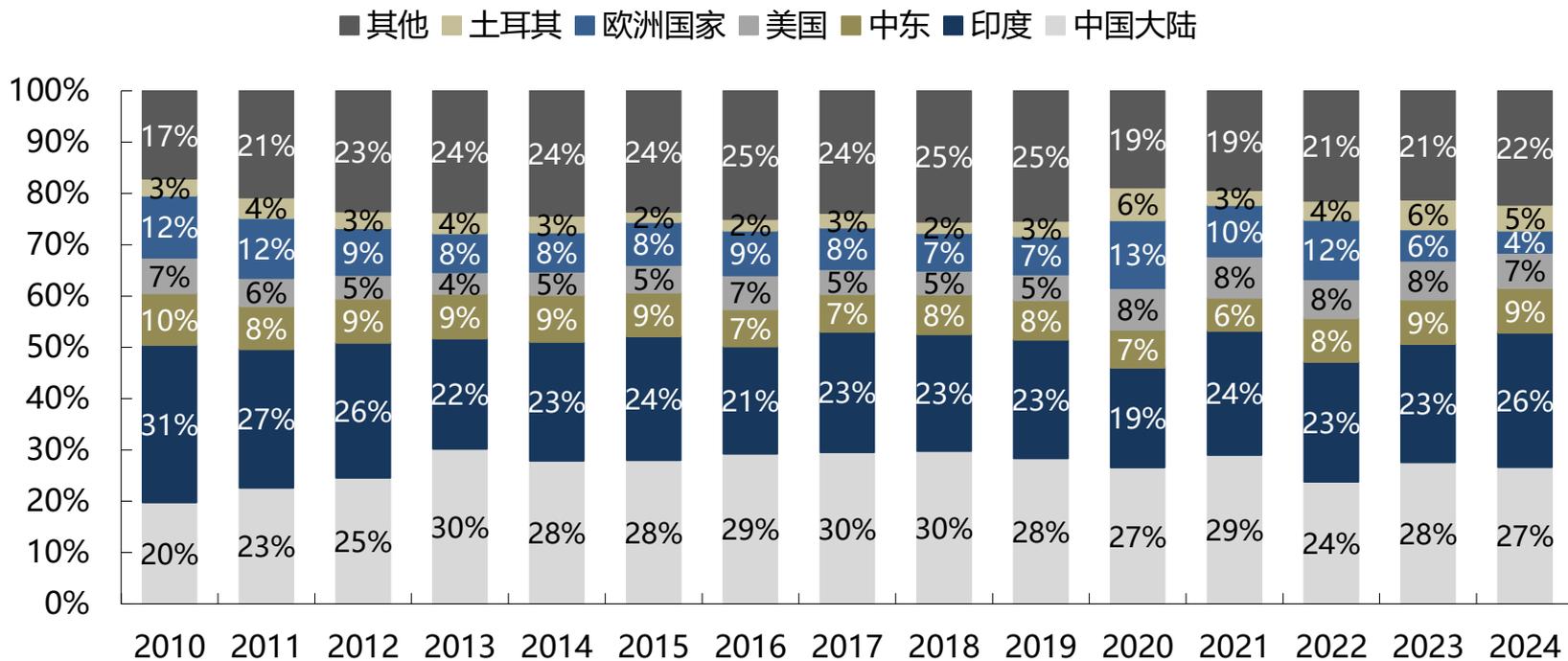


2、全球各国家和地区黄金需求拆分

中国大陆和印度是全球主要的黄金消费市场，2024年分别占全球黄金消费总量的27%/26%

- 中国大陆和印度是全球主要的黄金消费市场，2024年分别占全球黄金消费总量的27%/26%。
- 从黄金总消费量来看，受到高金价的影响，2024年下半年中国大陆地区黄金总消费量占比有一定下降，印度的黄金消费量占比相应地有所提升。

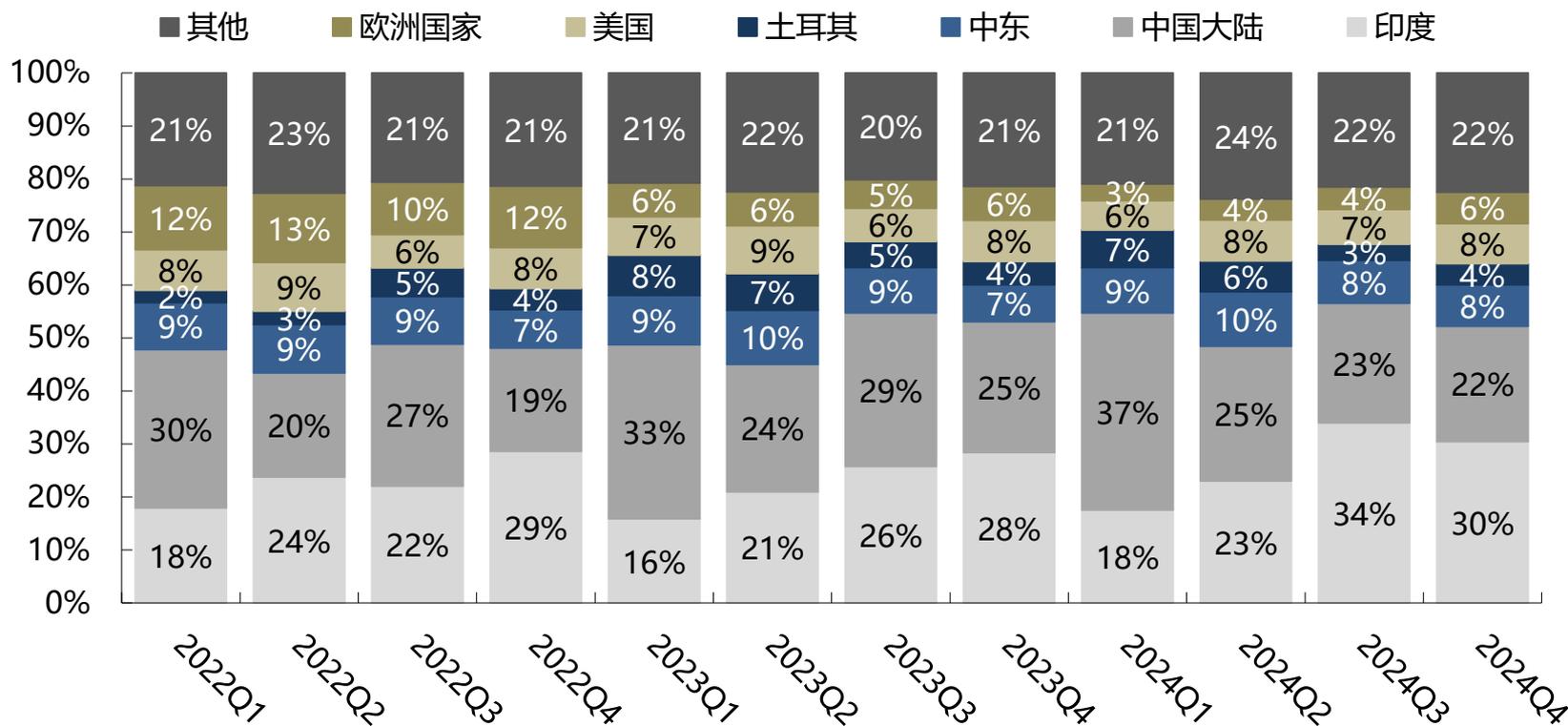
2010-2024年年度世界黄金总消费量占比 (%)



中国大陆和印度是全球主要的黄金消费市场，2024年分别占全球黄金消费总量的27%/26%

- 中国大陆和印度是全球主要的黄金消费市场，2024年分别占全球黄金消费总量的27%/26%。
- 从黄金总消费量来看，受到高金价的影响，2024年下半年中国大陆地区黄金总消费量占比有一定下降，印度的黄金消费量占比相应地有所提升。

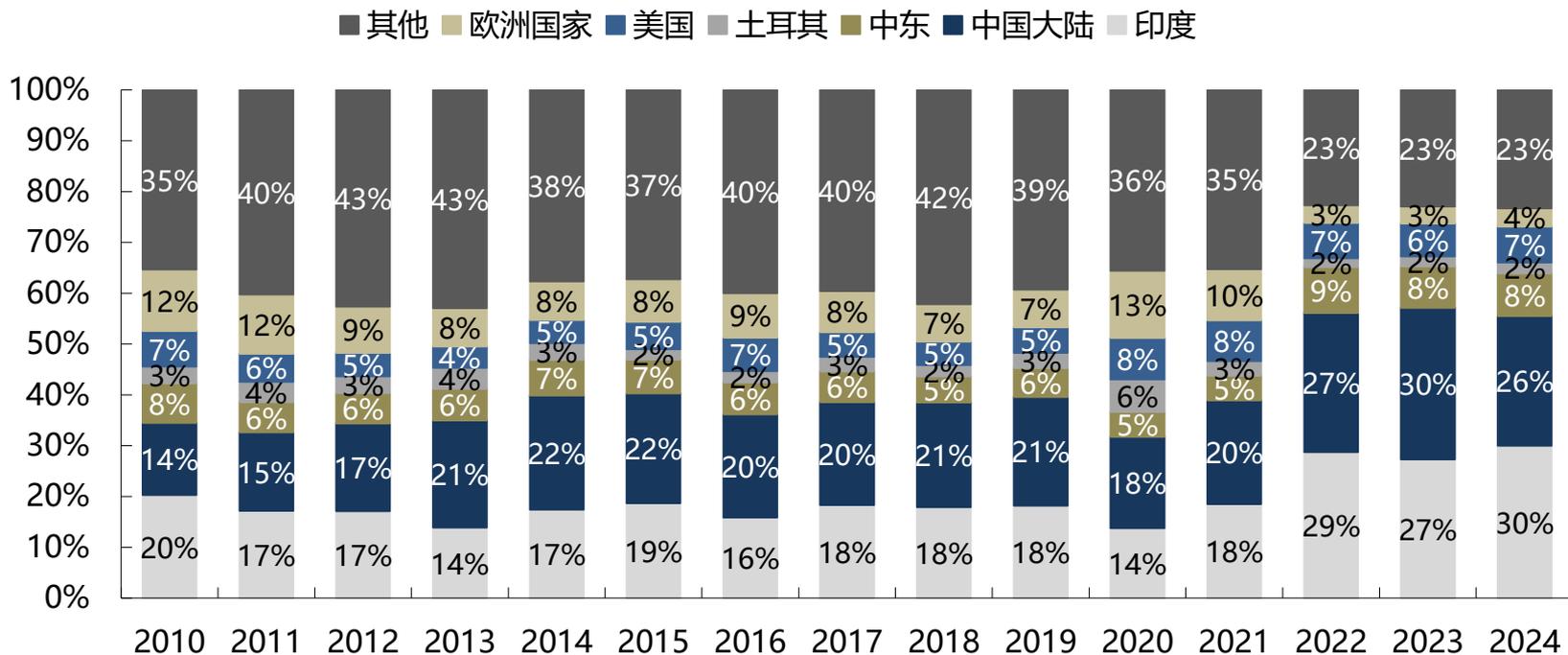
2022-2024年单季世界黄金总消费量占比 (%)



印度和中国大陆也是全球主要的金饰消费市场，2024年金饰消费占比分别为30%/26%

- 印度和中国大陆也是全球主要的金饰消费市场，2024年金饰消费占比分别为30%/26%，2022年以来合计消费量占比基本稳定在55%以上。

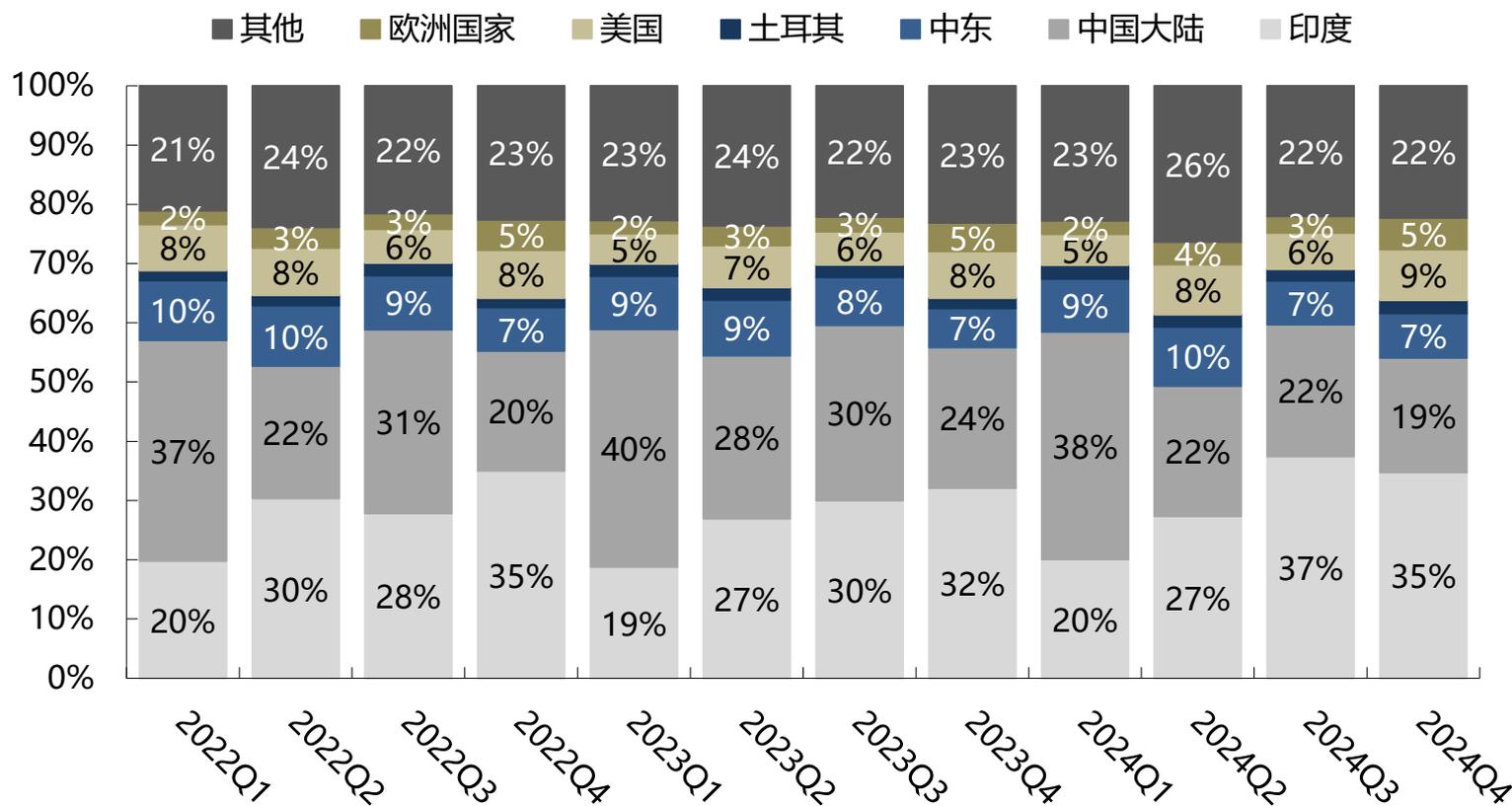
2010-2024年年度世界金饰消费量占比



印度和中国大陆也是全球主要的金饰消费市场，2024年金饰消费占比分别为30%/26%

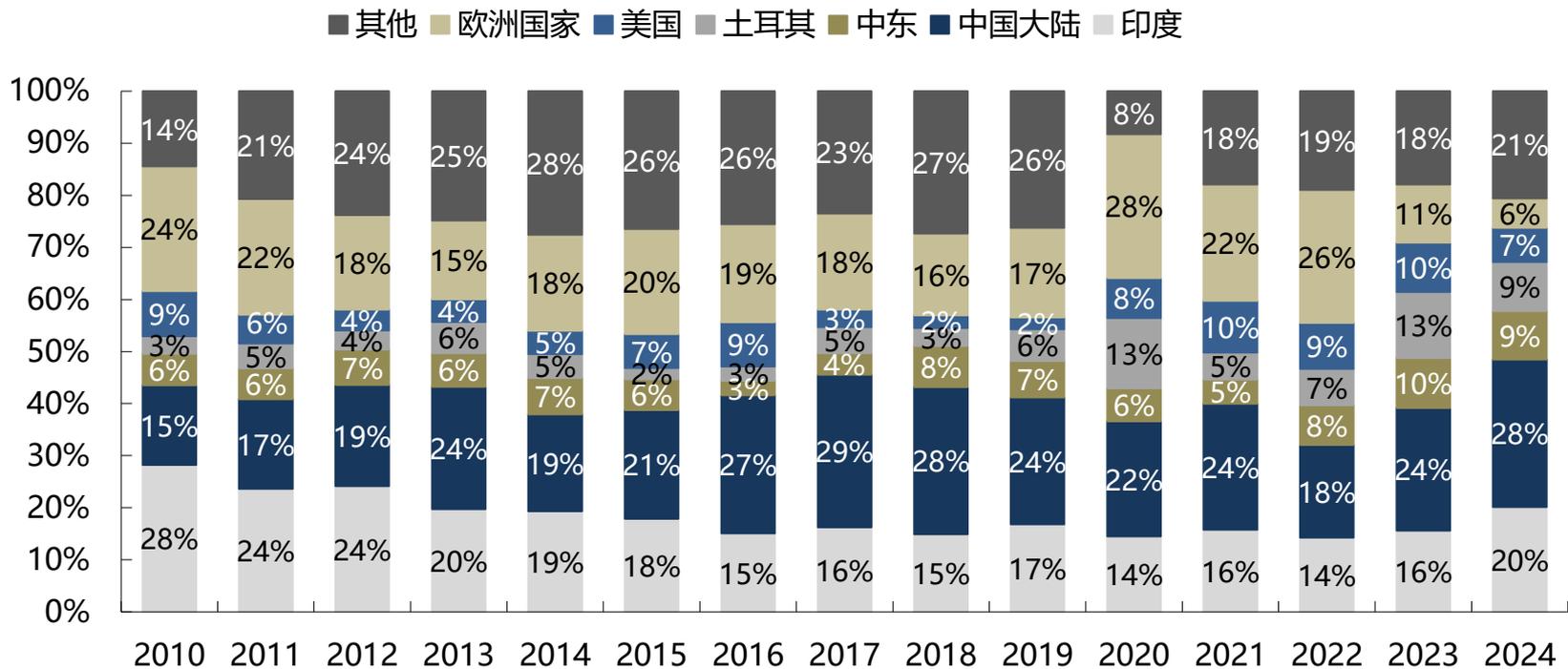
- 分产品拆分来看，中国大陆地区在2024年下半年在金饰类产品的消费量占比下降更为明显，金条和金币的消费量占比基本保持稳定。

2022-2024年单季世界金饰消费量占比 (%)



□ 中国大陆为全球主要的金币及金条消费市场，2024年消费量占比28%，其次为印度市场，2024年消费量占比为20%。

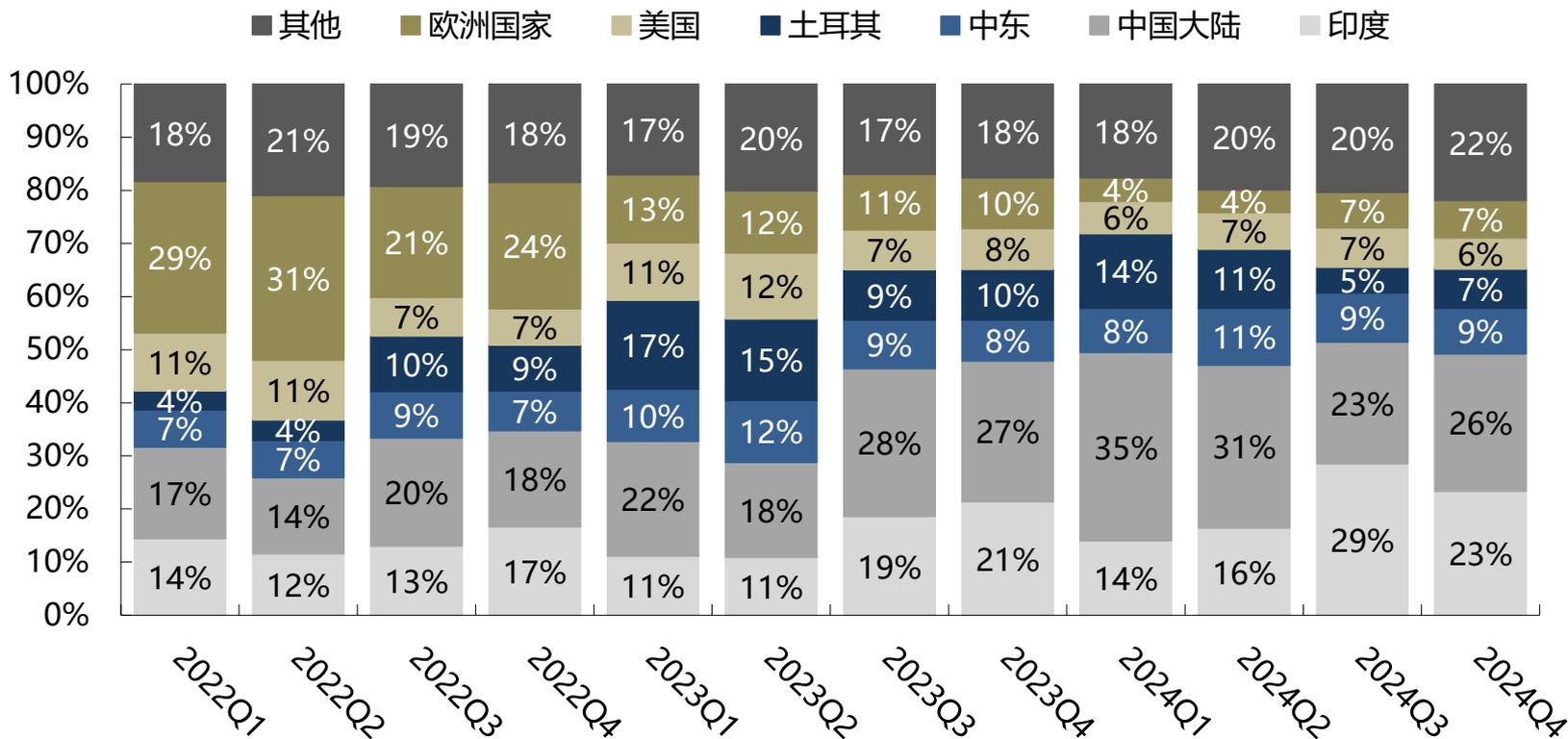
2010-2024年年度世界金币及金条消费量占比



自2023年Q3以来，中国大陆地区的金条和金币销售量占比有较为明显的提升

□ 分产品拆分来看，自2023年Q3以来，中国大陆地区的金条和金币销售量占比有较为明显的提升。

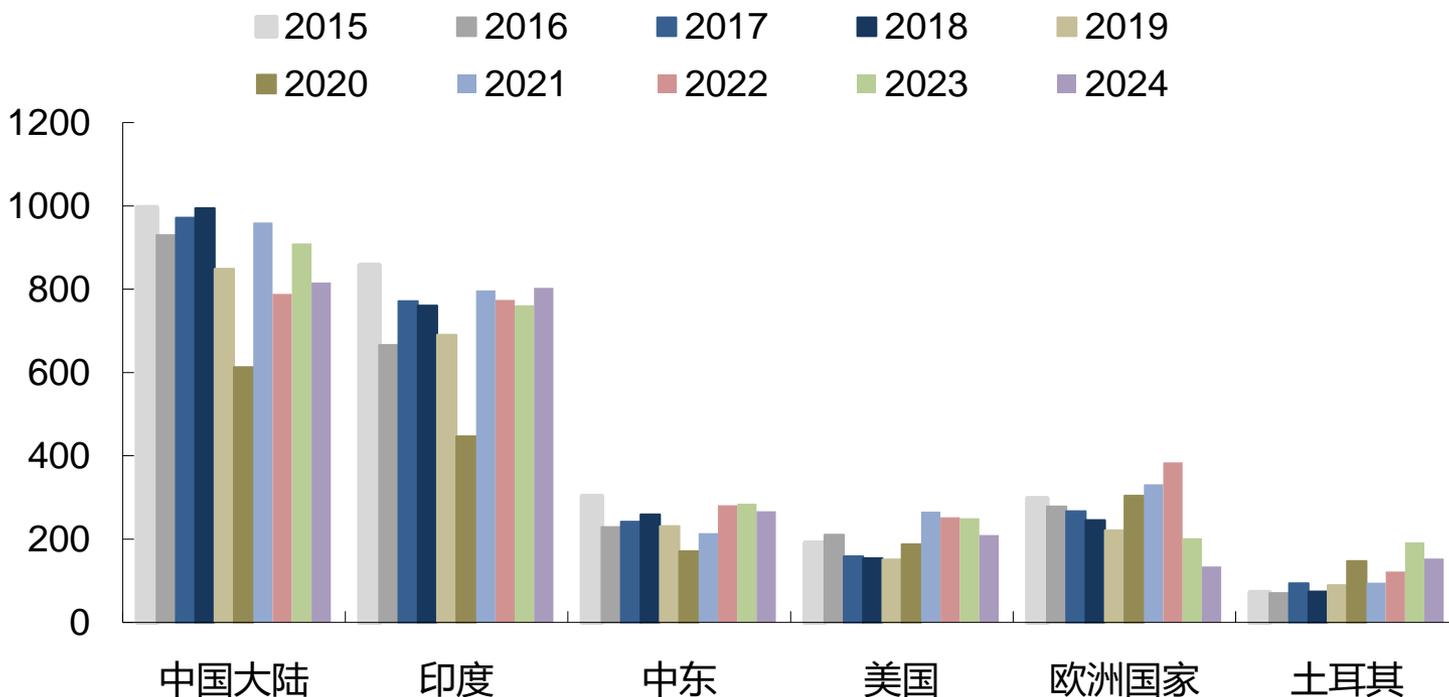
2022-2024年单季世界金条和金币消费量占比 (%)



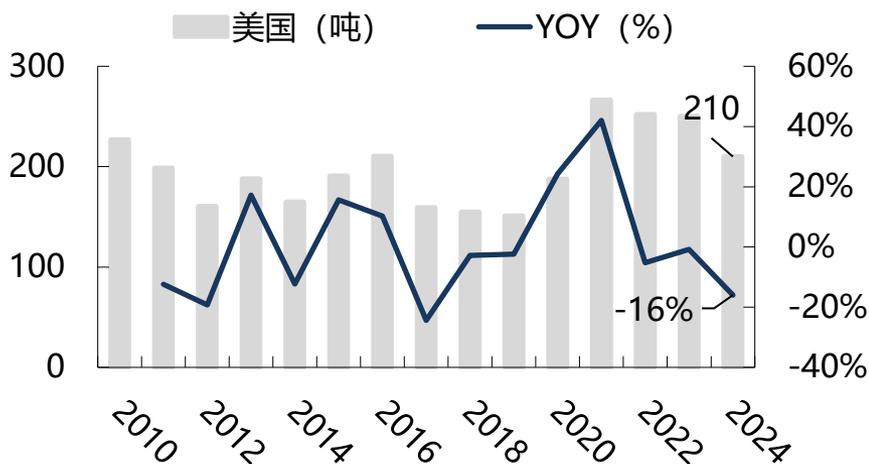
全球主要国家黄金总消费量 (吨)

黄金总消费量 (吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国大陆	996	929	972	994	849	613	960	789	910	816
<i>YOY</i>	<i>-1%</i>	<i>-7%</i>	<i>5%</i>	<i>2%</i>	<i>-15%</i>	<i>-28%</i>	<i>57%</i>	<i>-18%</i>	<i>15%</i>	<i>-10%</i>
印度	857	666	771	760	690	446	797	774	761	803
<i>YOY</i>	<i>3%</i>	<i>-22%</i>	<i>16%</i>	<i>-1%</i>	<i>-9%</i>	<i>-35%</i>	<i>79%</i>	<i>-3%</i>	<i>-2%</i>	<i>6%</i>
中东	303	229	242	259	231	171	215	281	285	267
<i>YOY</i>	<i>-8%</i>	<i>-24%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>-11%</i>	<i>-26%</i>	<i>26%</i>	<i>31%</i>	<i>1%</i>	<i>-6%</i>
美国	191	210	159	154	151	187	266	252	250	210
<i>YOY</i>	<i>16%</i>	<i>10%</i>	<i>-24%</i>	<i>-3%</i>	<i>-2%</i>	<i>24%</i>	<i>42%</i>	<i>-5%</i>	<i>-1%</i>	<i>-16%</i>
欧洲国家	298	278	267	245	221	304	332	384	202	134
<i>YOY</i>	<i>8%</i>	<i>-7%</i>	<i>-4%</i>	<i>-8%</i>	<i>-10%</i>	<i>38%</i>	<i>9%</i>	<i>16%</i>	<i>-47%</i>	<i>-34%</i>
土耳其	72	70	94	74	90	147	95	122	192	153
<i>YOY</i>	<i>-38%</i>	<i>-3%</i>	<i>33%</i>	<i>-21%</i>	<i>21%</i>	<i>64%</i>	<i>-35%</i>	<i>28%</i>	<i>57%</i>	<i>-20%</i>
其他地区	835	794	782	851	758	432	639	710	698	680
总消费量	3551	3177	3285	3339	2990	2301	3304	3312	3298	3063

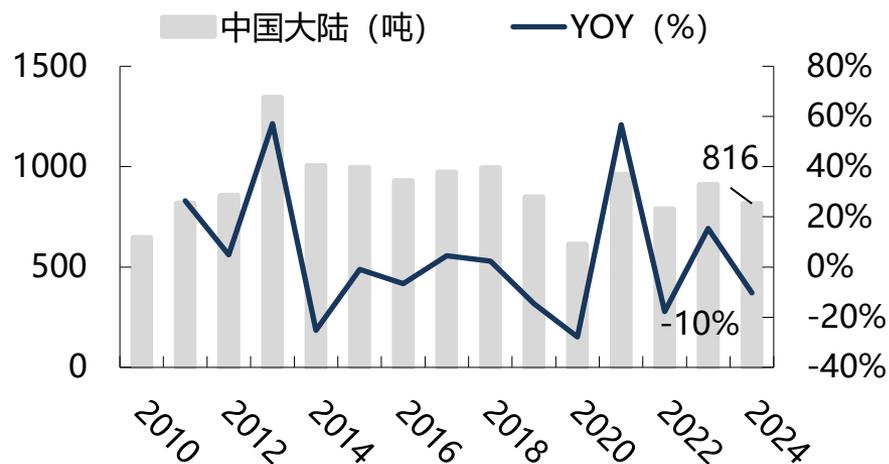
全球主要国家黄金总消费量（吨）



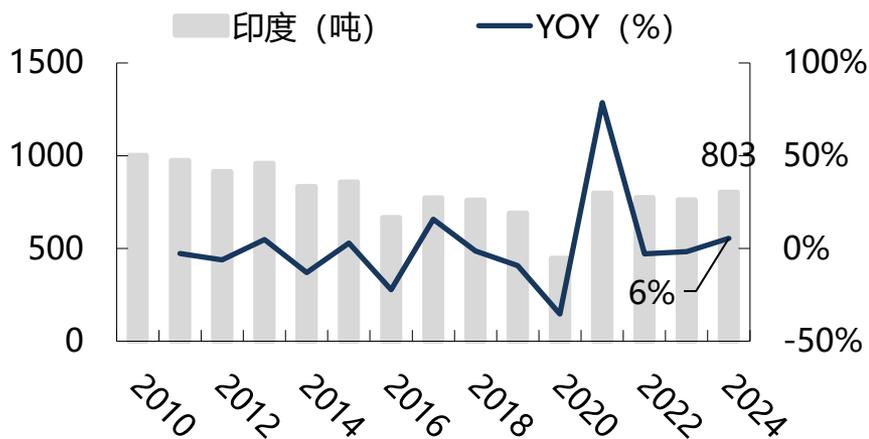
2010-2024年美国黄金消费总量及增速



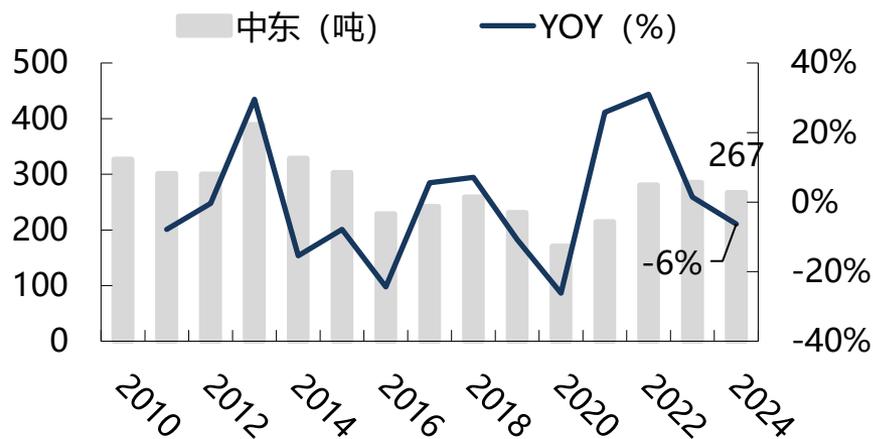
2010-2024年中国大陆黄金消费总量及增速



2010-2024年印度黄金消费总量及增速

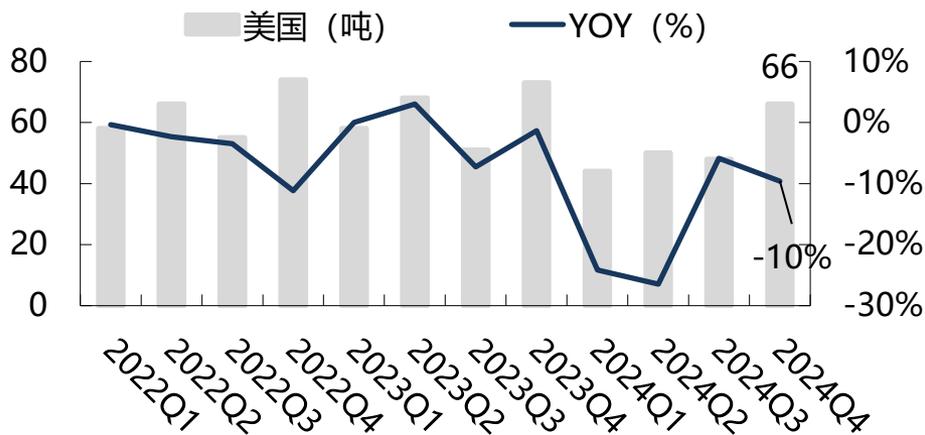


2010-2024年中东地区黄金消费总量及增速

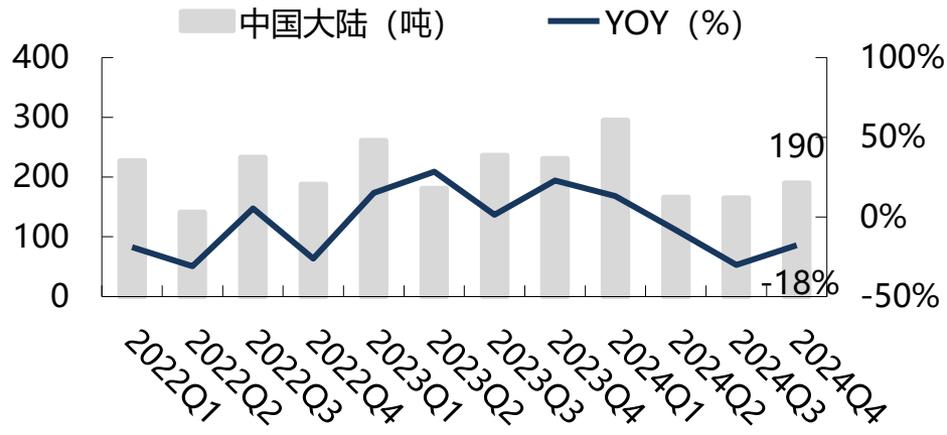


□ 2024年下半年，受金价影响，中国大陆黄金总消费量下滑明显，印度市场总需求则保持一定韧性。

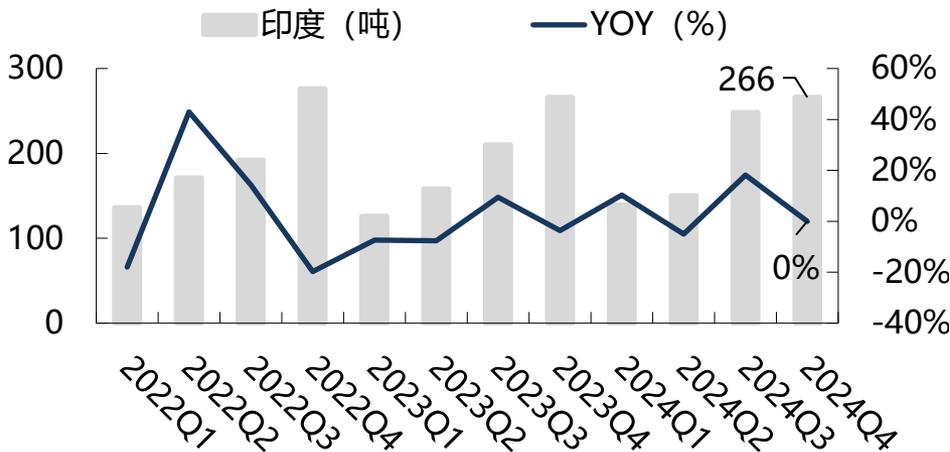
2022-2024年单季美国黄金总消费量及增速



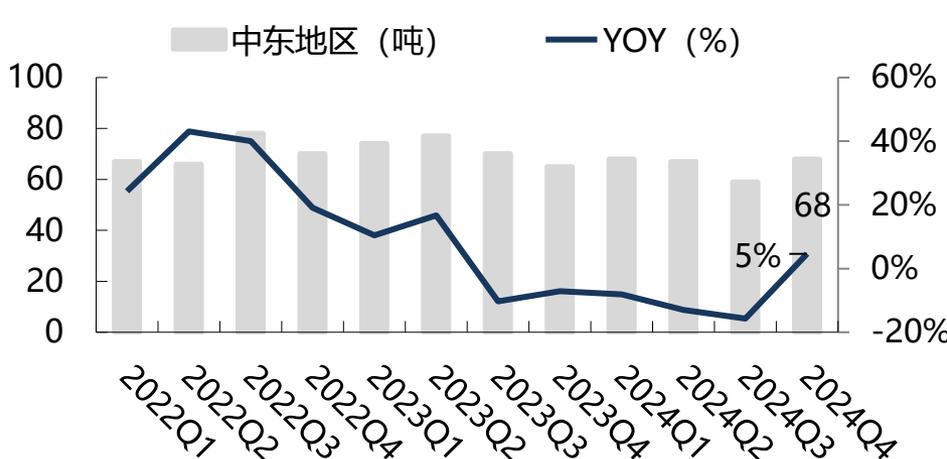
2022-2024年单季中国大陆黄金总消费量及增速



2022-2024年单季印度黄金总消费量及增速



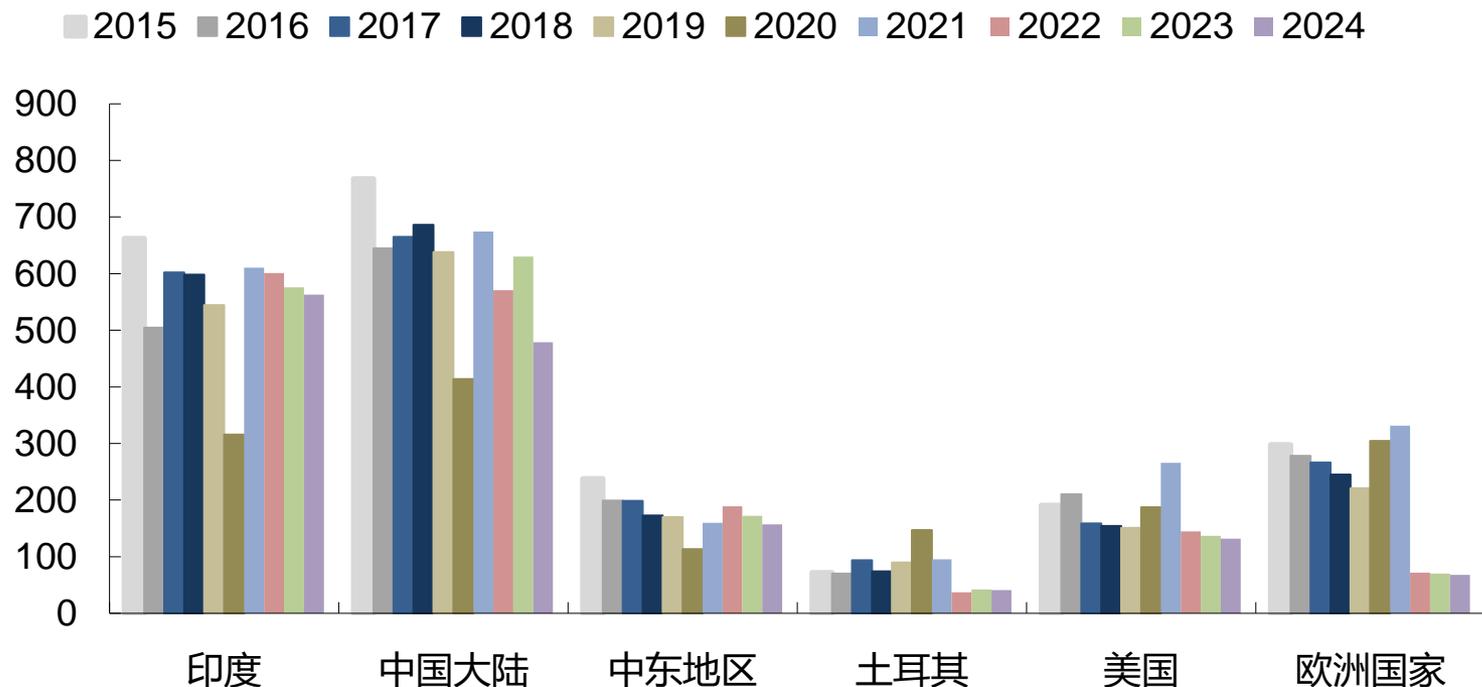
2022-2024年单季中东地区黄金总消费量及增速



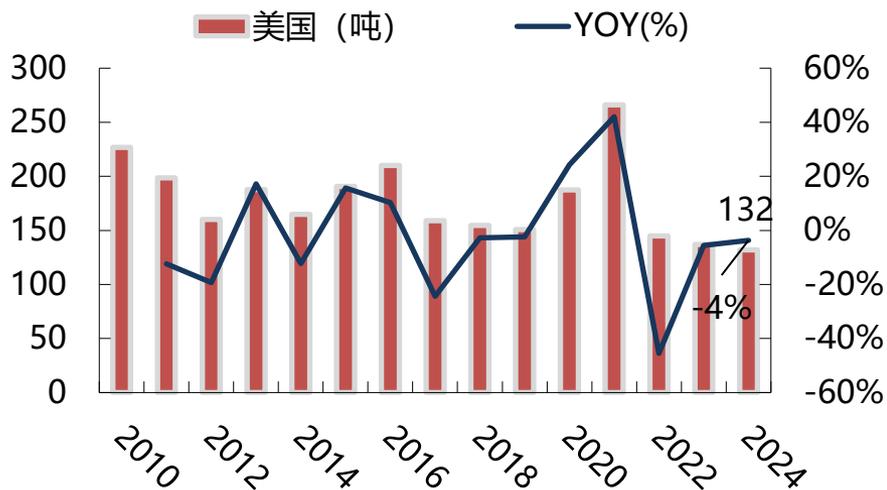
全球主要国家金饰总消费量 (吨)

金饰消费 (吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
印度	662	505	602	598	545	316	611	601	576	563
<i>YOY</i>	<i>6%</i>	<i>-24%</i>	<i>19%</i>	<i>-1%</i>	<i>-9%</i>	<i>-42%</i>	<i>93%</i>	<i>-2%</i>	<i>-4%</i>	<i>-2%</i>
中国大陆	767	645	665	686	638	414	675	571	630	479
<i>YOY</i>	<i>-5%</i>	<i>-16%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>-7%</i>	<i>-35%</i>	<i>63%</i>	<i>-15%</i>	<i>10%</i>	<i>-24%</i>
中东地区	238	199	199	172	170	113	160	189	172	157
<i>YOY</i>	<i>-6%</i>	<i>-16%</i>	<i>0%</i>	<i>-13%</i>	<i>-1%</i>	<i>-33%</i>	<i>41%</i>	<i>18%</i>	<i>-9%</i>	<i>-9%</i>
土耳其	72	70	94	74	90	147	95	37	42	41
<i>YOY</i>	<i>-38%</i>	<i>-3%</i>	<i>33%</i>	<i>-21%</i>	<i>21%</i>	<i>64%</i>	<i>-35%</i>	<i>-61%</i>	<i>14%</i>	<i>-2%</i>
美国	191	210	159	154	151	187	266	145	137	132
<i>YOY</i>	<i>16%</i>	<i>10%</i>	<i>-24%</i>	<i>-3%</i>	<i>-2%</i>	<i>24%</i>	<i>42%</i>	<i>-45%</i>	<i>-6%</i>	<i>-4%</i>
欧洲国家	298	278	267	245	221	304	332	72	70	68
<i>YOY</i>	<i>-7%</i>	<i>-4%</i>	<i>-8%</i>	<i>-10%</i>	<i>38%</i>	<i>9%</i>	<i>-78%</i>	<i>-3%</i>	<i>-3%</i>	<i>8%</i>
其他	1323	1270	1300	1408	1176	819	1166	475	485	437
总计	3551	3177	3285	3339	2990	2301	3304	2090	2112	1877

全球主要国家金饰总消费量 (吨)



2010-2024年美国黄金金饰消费量及增速



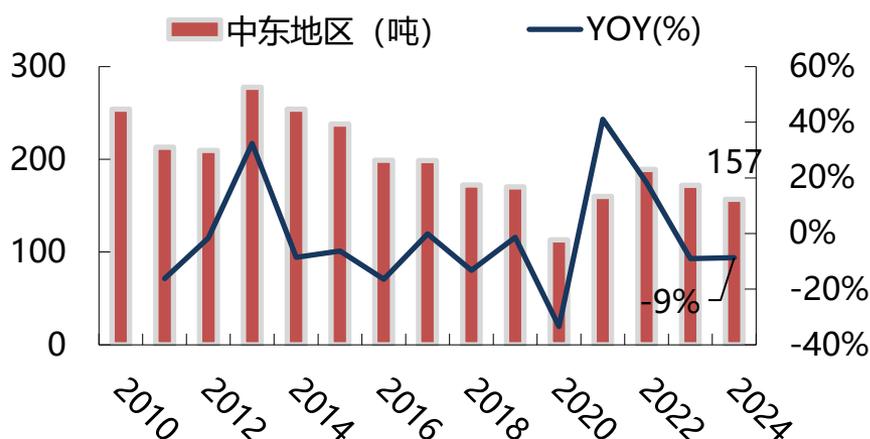
2010-2024年中国大陆黄金金饰消费量及增速



2010-2024年印度黄金金饰消费量及增速

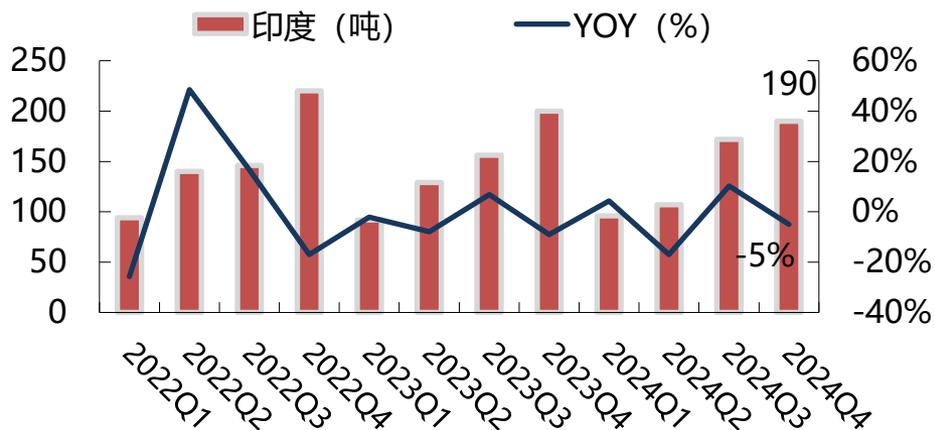


2010-2024年中东地区黄金金饰消费量及增速



□ 产品分拆来看，从2024年Q2开始，中国大陆地区金饰需求量出现明显下滑。

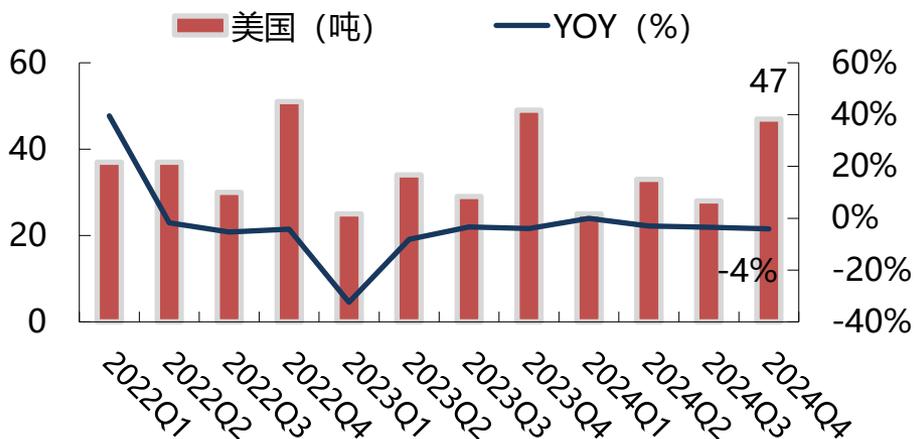
2022-2024年单季印度金饰消费量及增速



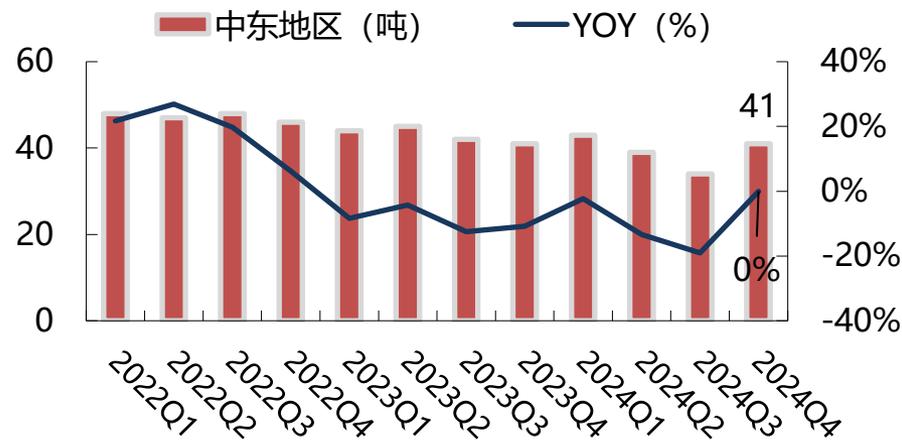
2022-2024年单季中国大陆金饰消费量及增速



2022-2024年单季美国金饰消费量及增速



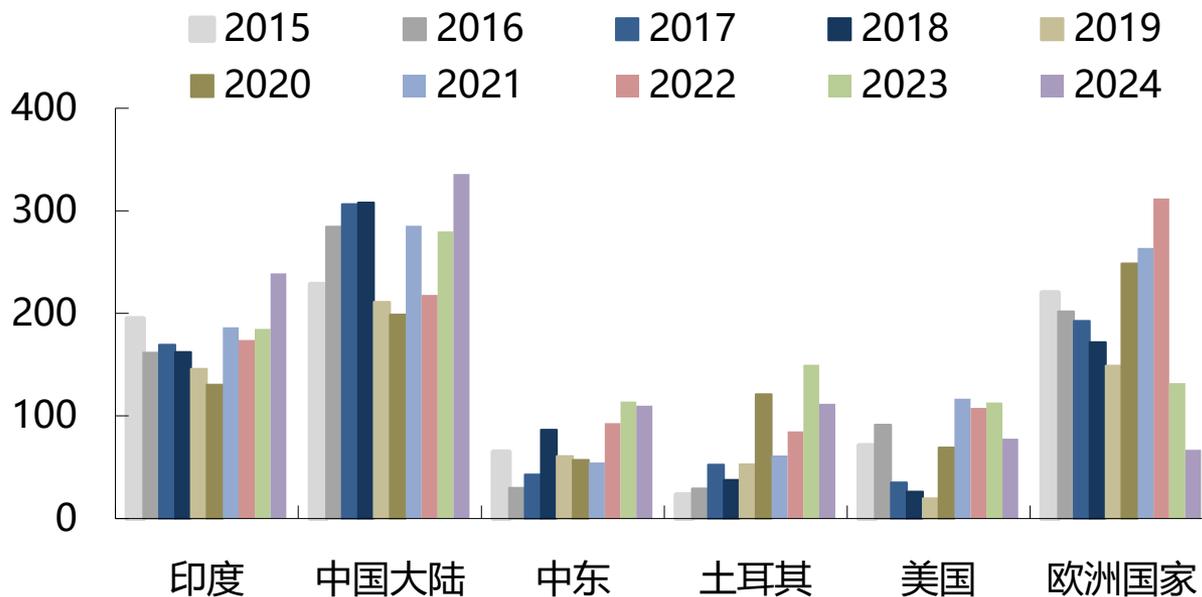
2022-2024年单季中东地区金饰消费量及增速



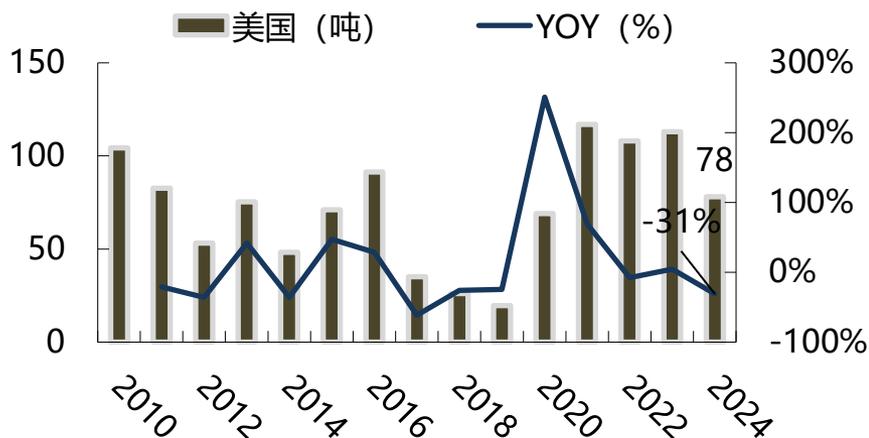
全球主要国家金条和金币总消费量 (吨)

金条与金币消费 (吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
印度	195	162	169	162	146	130	186	174	185	239
YOY	-5%	-17%	5%	-4%	-10%	-11%	43%	-7%	6%	29%
中国大陆	228	285	306	308	211	199	285	218	280	336
YOY	15%	25%	8%	1%	-31%	-6%	44%	-24%	28%	20%
中东	65	30	43	86	61	57	55	93	114	110
YOY	-13%	-54%	43%	101%	-30%	-6%	-4%	70%	23%	-4%
土耳其	23	29	52	38	53	121	61	85	150	112
YOY	-52%	27%	78%	-28%	40%	129%	-49%	38%	76%	-25%
美国	71	91	35	26	20	69	117	108	113	78
YOY	47%	29%	-61%	-26%	-24%	251%	69%	-8%	5%	-31%
欧洲国家	220	202	193	172	149	249	264	312	132	67
YOY	12%	-8%	-5%	-11%	-13%	67%	6%	18%	-58%	-49%
其他	289	274	245	298	228	74	212	232	213	244
总计	1091	1073	1044	1090	867	900	1180	1222	1187	1186

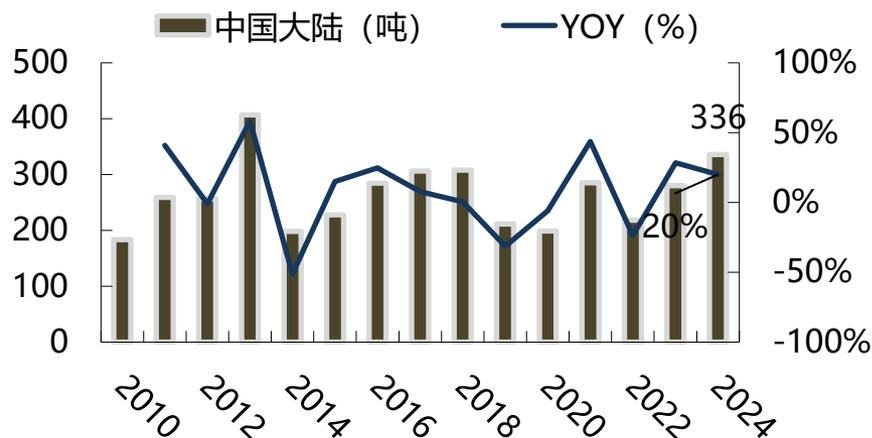
全球主要国家金条和金币总消费量 (吨)



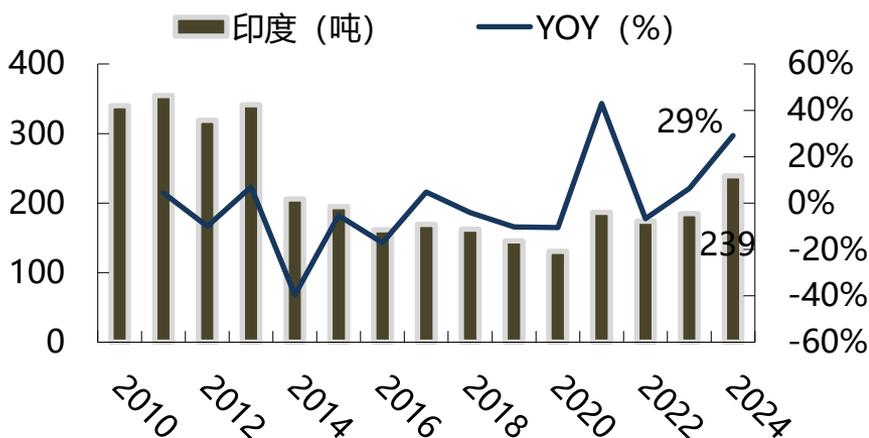
2010-2024年美国金币及金条消费量及增速



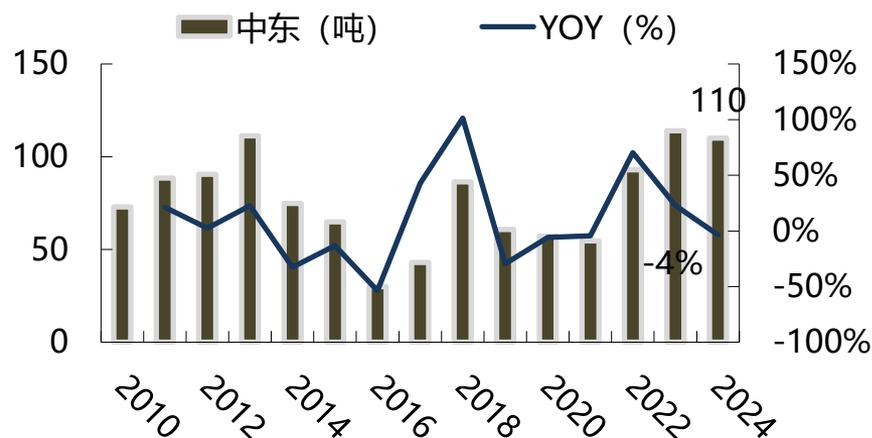
2010-2024年中国大陆金币及金条消费量及增速



2010-2024年印度金币及金条消费量及增速

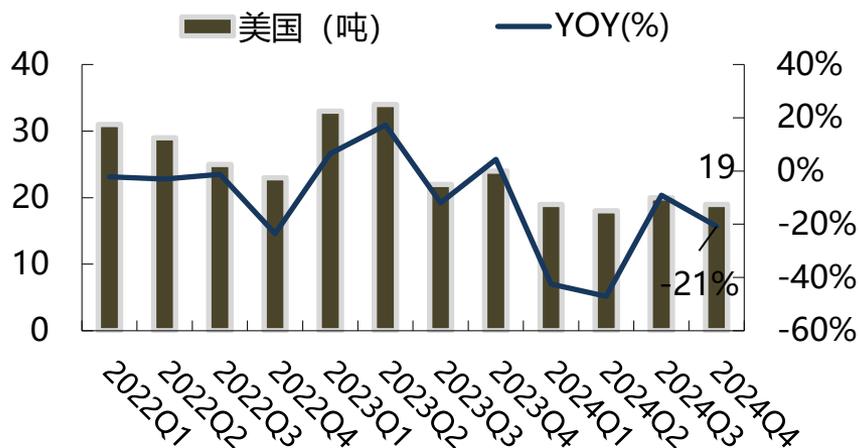


2010-2024年中东地区金币及金条消费量及增速

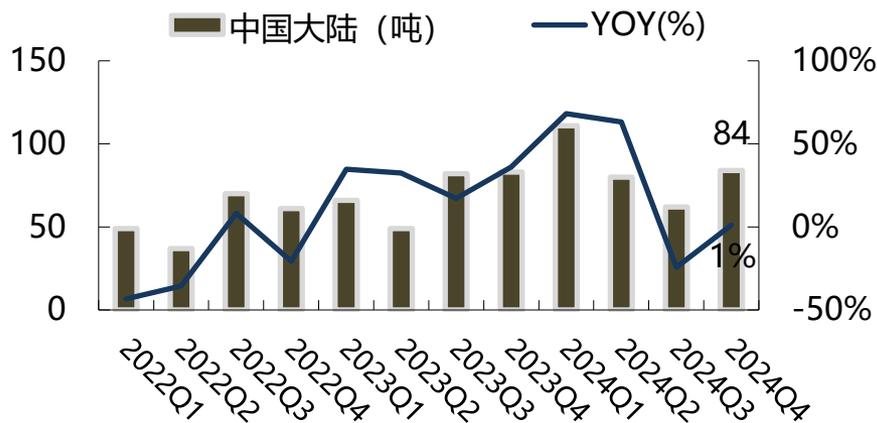


- 产品分拆来看，2024年Q2中国大陆地区金条与金饰需求量大幅增长，但Q3金价高位震荡后同比下滑明显，Q4表现则相对平稳。

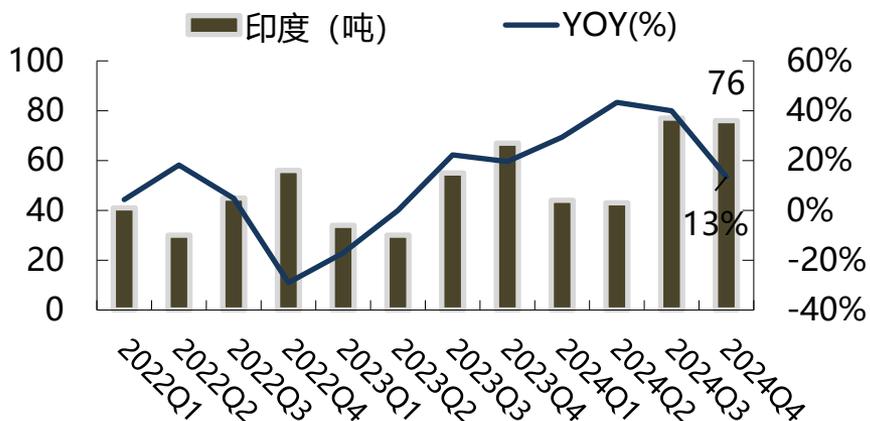
2022-2024年单季美国金条与金币消费量及增速



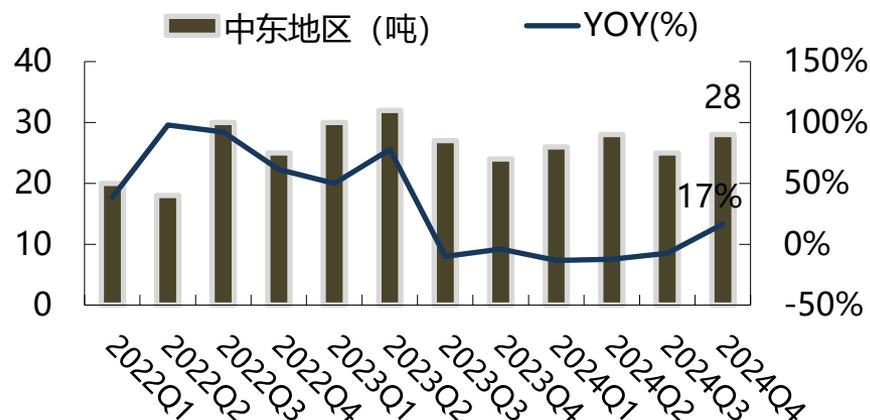
2022-2024年单季中国大陆金条与金币消费量及增速



2022-2024年单季印度金条与金币消费量及增速

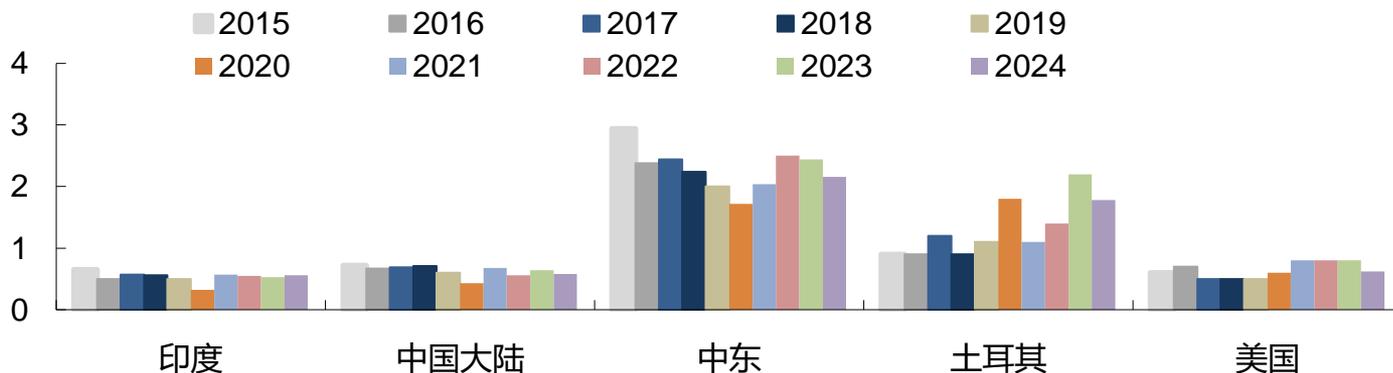


2022-2024年单季中东地区金条与金币消费量及增速



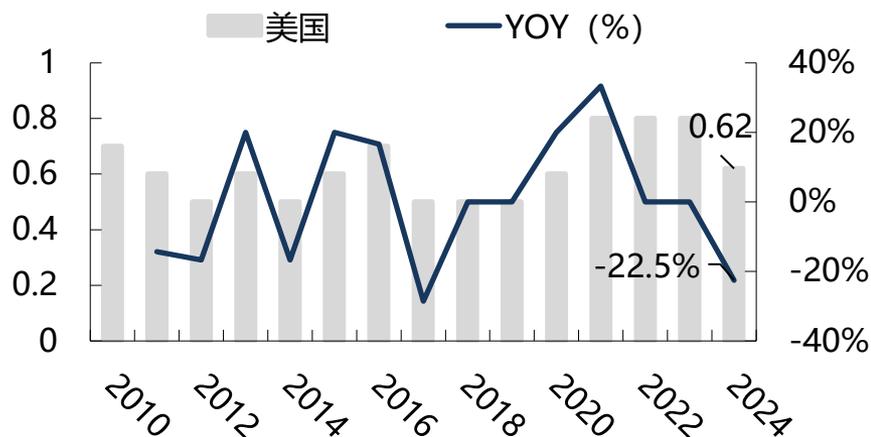
主要国家人均黄金需求量 (克)

人均黄金需求量 (克)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
印度	0.65	0.50	0.57	0.56	0.50	0.32	0.57	0.55	0.53	0.56
中国大陆	0.72	0.67	0.69	0.71	0.60	0.43	0.68	0.56	0.64	0.58
中东	2.94	2.38	2.44	2.24	2.00	1.72	2.04	2.50	2.44	2.16
土耳其	0.90	0.90	1.20	0.90	1.10	1.80	1.10	1.40	2.20	1.78
美国	0.60	0.70	0.50	0.50	0.50	0.60	0.80	0.80	0.80	0.62

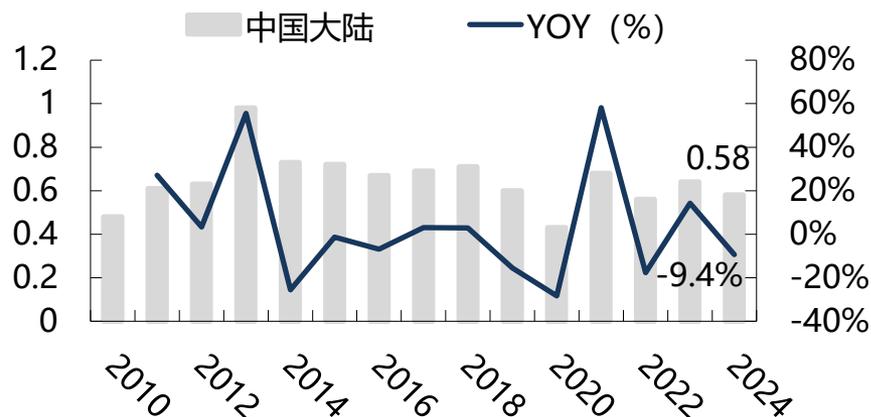


- 从人均需求量来看，中国大陆，印度和美国基本在同一量级水平，2024年人均黄金需求量分别为0.58/0.56/0.62克，中东地区同样作为重要的黄金消费市场，2024年人均黄金需求量约2.2克。

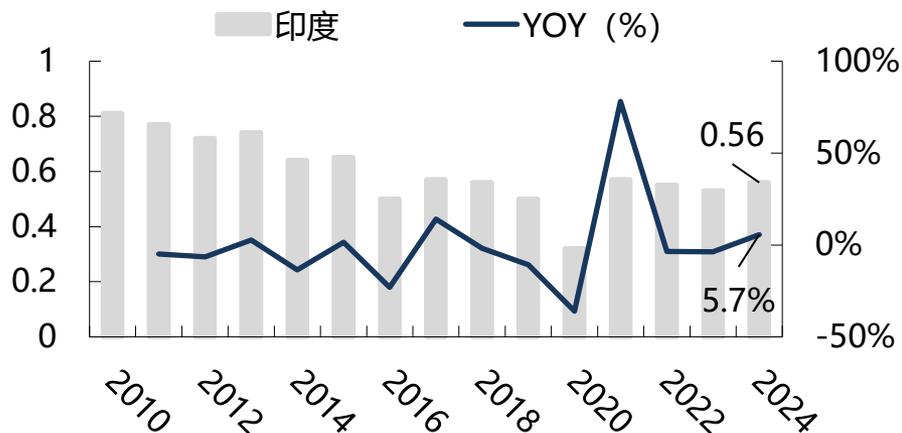
2010-2024年美国人均黄金需求量及增速 (克、%)



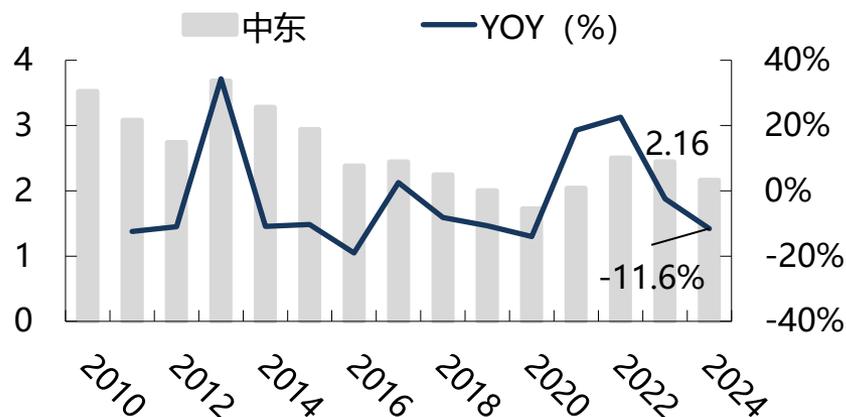
2010-2024年中国大陆人均黄金需求量及增速 (克、%)



2010-2024年印度人均黄金需求量及增速 (克、%)



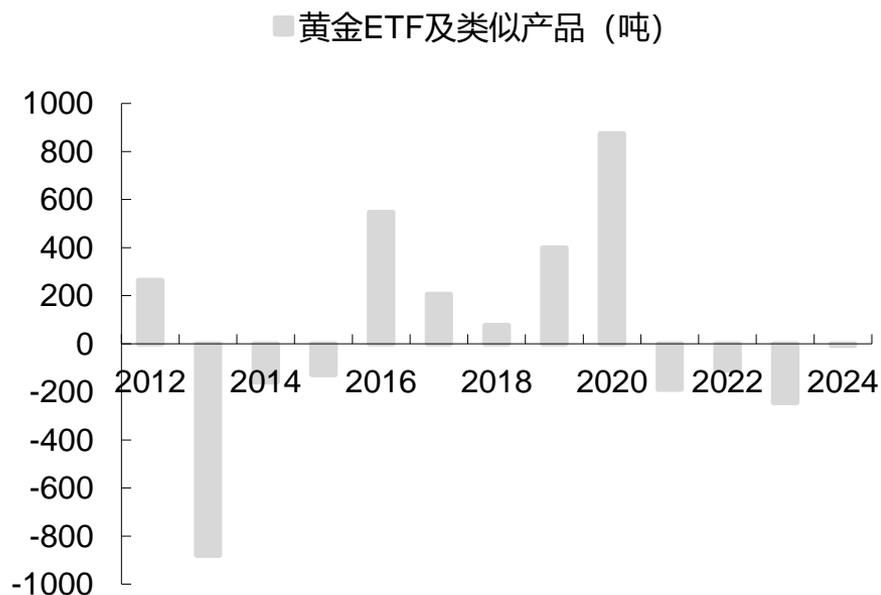
2010-2024年中东地区人均黄金需求量及增速 (克、%)



3、黄金ETF需求变化趋势

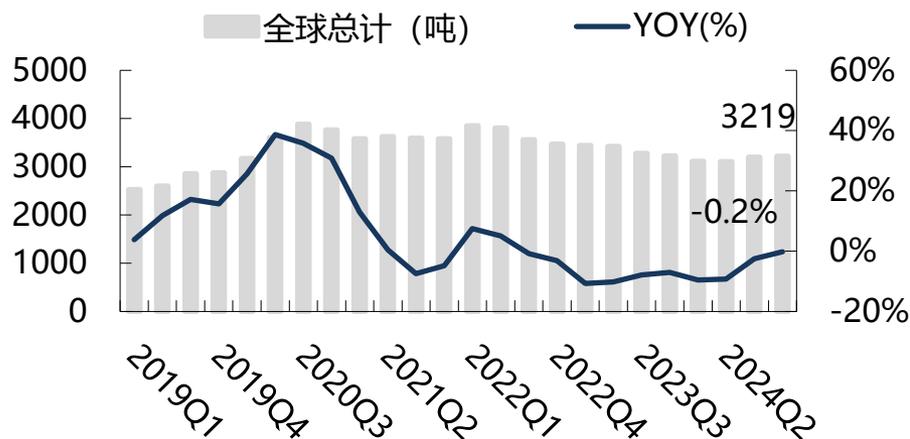
□ 2024年黄金ETF及类似产品需求连续4年为负，但幅度有明显收窄。

2012年以来黄金ETF及类似产品需求变化趋势

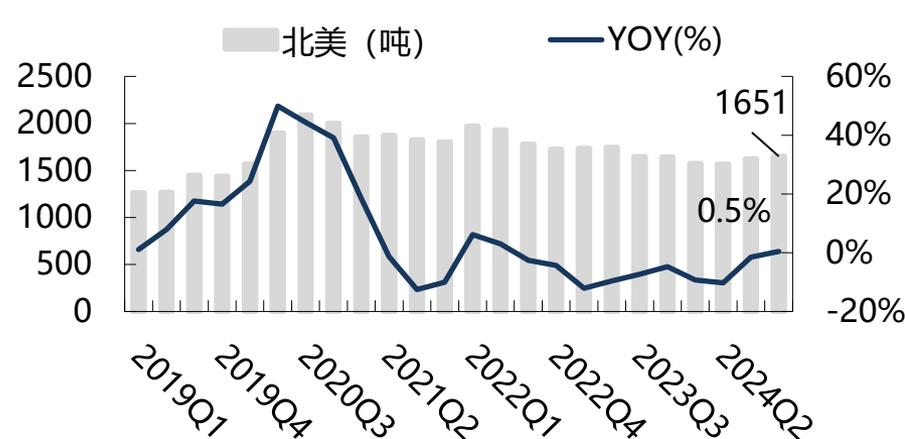


□ **亚洲地区领衔，全球黄金ETF市场表现活跃。**2024年，全球黄金ETF总持仓量达到3219吨，投资者对黄金的热情不减，亚洲地区持仓量大幅增长，北美地区自2020年以来首次转正，而欧洲地区流出量也在明显减少。

2019-2024年单季全球黄金ETF持有量及增速



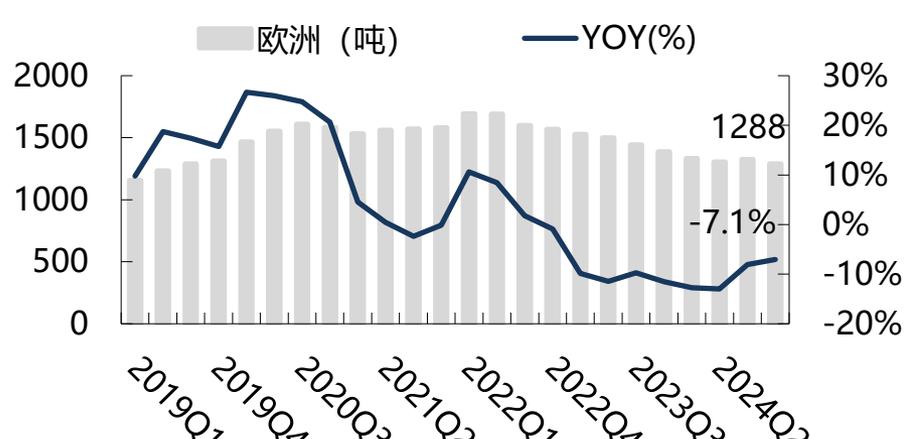
2019-2024年单季北美黄金ETF持有量及增速



2019-2024年单季亚洲黄金ETF持有量及增速



2019-2024年单季欧洲黄金ETF持有量及增速



投资建议

- **投资建议：**从2025年Q2开始，黄金珠宝即将迎来低基数，行业层面有望迎来较为明显的恢复。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，老铺黄金，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
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
600612.SH	老凤祥	268	51.32	22.14	20.36	22.47	12	13	12	46%	3.8%	13%
002867.SZ	周大生	147	13.42	13.16	11.43	12.86	11	13	11	78%	7.0%	23%
002345.SZ	潮宏基	66	7.39	3.33	3.53	4.05	20	19	16	67%	3.4%	22%
600916.SH	中国黄金	143	8.53	9.73	10.53	11.82	15	14	12	78%	5.3%	7%
605599.SH	菜百股份	89	11.43	7.07	6.78	7.43	13	13	12	77%	6.1%	17%
1929.HK	周大福	885	8.86	64.99	46.08	78.29	14	19	11	85%	6.2%	56%
6181.HK	老铺黄金	1,010	600.00	14.46	25.41	35.73	66	37	27	0%	0.0%	100%

数据来源：周大福2024E对应FY2025E，其他年份以此类推。盈利预测来自于东吴证券研究所，周大福总市值，收盘价和盈利预测货币单位为港币，老铺黄金总市值和收盘价单位为港币，盈利预测货币单位为人民币，2025年3月5日港币对人民币汇率为0.94。

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**。

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