

萃华珠宝 (002731)

证券研究报告

2025年08月22日

百年民族珠宝品牌，高端化打开成长空间

公司是具有百年历史的民族珠宝品牌

公司诞生于公元1895年，至今有130年历史，现已成为集珠宝首饰研发、设计、生产、批发、零售、加盟为一体的集团企业。公司目前实行双主业并行运营模式，珠宝板块为公司核心业务，2024年收入占比达80%以上。公司通过萃华金店、萃华珠宝和萃聚东方三大品牌矩阵，不断完善差异化的产品体系，近年来盈利能力不断提升，2020-2024年公司营业收入/归母净利润CAGR分别为20.4%/65.6%，并持续保持高增。

公司看点：文化壁垒深厚，高端化打开成长空间

1) “工艺+文化”双驱动内核，打造超强Alpha。工艺上公司尤为重视非遗技艺传承，将花丝镶嵌这一非遗工艺引入古法黄金制作流程。文化上则依托与北京故宫、沈阳故宫的深度合作，从宫廷文化中提炼中国美学，将花丝镶嵌、篆刻等非遗工艺与故宫文物元素融合，构筑起不可复制的差异化。

2) 品牌2.0升级，完善高端产品矩阵。公司旗下萃华珠宝品牌依托皇室基因与百年历史底蕴，以大师系列及故宫文创系列等高端产品为载体，通过不打折策略、极致工艺及与故宫等文化机构的深度合作，塑造“低调奢华”的奢侈定位，目前门店坪效与毛利率均显著高于行业平均水平。

3) 渠道扎实，门店效率逐步优化。公司采用“直营+加盟”模式，构建线上线下融合的全渠道体系。2024年底公司拥有460家加盟店，16家直营店，覆盖全国大部分城市。未来公司将维持平稳发展基调，通过精细化选址评估与盈利模型测算，使新店拓展与品牌高端定位及盈利目标相匹配。

行业：黄金景气度向上，情绪消费提升

由于国内金价攀升导致我国金饰消费量下降，但从总价值来看仍处于历史第三高位，消费需求保持相对稳定。与此同时，高端珠宝市场保持韧性，推动行业品牌在市场策略等方面进行变革。消费者需求方面，年轻一代逐步成为市场的主力军，受益于文化自信、国潮兴起等多种因素，市场对古法黄金的接受程度不断上升，同时消费人群的结构变化和消费理念的更替，催生了黄金非婚庆消费需求，“自戴”已经成为最重要的珠宝消费场景。供给端看，行业集中度在不断提高，近年来头部品牌的份额增长明显。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司25-27年营业收入分别为48/56/67亿，实现归母净利润分别为2.5/2.9/3.4亿，我们采用分部估值法，参考可比公司一致预测，给予公司26年珠宝板块16倍PE，锂盐板块15倍PE，对应目标价17.67元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：股价异常波动，中小市值流动性风险，无机构预测覆盖，原材料价格波动，消费意愿不确定性，品牌经营风险，跨市场估值风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,564.89	4,437.88	4,814.48	5,601.65	6,659.24
增长率(%)	8.54	(2.78)	8.49	16.35	18.88
EBITDA(百万元)	729.68	680.81	729.03	825.97	1,128.99
归属母公司净利润(百万元)	172.72	216.69	249.27	287.03	337.87
增长率(%)	261.28	25.46	15.03	15.15	17.71
EPS(元/股)	0.67	0.85	0.97	1.12	1.32
市盈率(P/E)	20.18	16.09	13.99	12.15	10.32
市净率(P/B)	2.30	2.04	1.79	1.58	1.39
市销率(P/S)	0.76	0.79	0.72	0.62	0.52
EV/EBITDA	5.35	5.13	7.04	6.20	4.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服饰/饰品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	13.61元
目标价格	17.67元

基本数据

A股总股本(百万股)	256.16
流通A股股本(百万股)	229.66
A股总市值(百万元)	3,486.28
流通A股市值(百万元)	3,125.62
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	68.36
一年内最高/最低(元)	17.69/7.13

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

于梦鸽 联系人
yumengge@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司是具有百年历史的民族珠宝品牌	4
1.1. 百年中华老字号，发展脉络清晰.....	4
1.2. 公司完成实控人变更，经营团队稳定.....	5
1.3. 盈利能力不断抬升，珠宝表现靓丽.....	5
2. 文化壁垒深厚，高端化打开成长空间	7
2.1. 文化资源强禀赋，非遗工艺独具匠心.....	7
2.2. 品牌 2.0 升级，完善高端产品矩阵.....	9
2.3. 渠道扎实，门店效率逐步优化.....	9
3. 黄金景气度向上，情绪消费引领行业变革	11
3.1. 消费端：消费分化，黄金品类逆势增长.....	11
3.1.1. 整体趋弱但黄金品类逆势增长.....	11
3.1.2. 客群年轻化、国潮崛起、情感消费提升.....	12
3.2. 供给端：市场集中度提高，头部品牌份额提升.....	12
4. 盈利预测与估值	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：萃华大事记.....	4
图 2：公司 2024 年主营业务构成.....	5
图 3：公司推出的主要产品.....	5
图 4：公司股权架构图（截至 2025 年 4 月 9 日）.....	5
图 5：2020 年-2025 年 Q1 公司营收及 yoy.....	6
图 6：2020 年-2025 年 Q1 公司归母净利润及 yoy.....	6
图 7：2020-2024 年公司分产品主营收入构成（单位：亿元）.....	6
图 8：2020-2024 年公司分渠道主营收入构成（单位：亿元）.....	6
图 9：2020-2025Q1 公司毛利率及净利率水平（单位：%）.....	7
图 10：2020-2025Q1 公司四项费用率水平（单位：%）.....	7
图 11：2020-2025Q1 公司研发费用及费用率.....	8
图 12：2020-2024 年公司技术生产人员构成.....	8
图 13：萃聚东方主理人郭夷铤设计作品亮相时装周.....	8
图 14：萃华与故宫福运系列联名文创新品举行首发仪式.....	8
图 15：2020-2024 年公司门店数量.....	10
图 16：2020-2024 年公司门店净增加数量.....	10
图 17：公司各地区收入占比（单位，%）.....	10
图 18：公司分地区门店数量（单位，家）.....	10
图 19：2015-2024 年社会消费品零售总额及限额以上金银珠宝类零售额增速变化趋势.....	11

图 20: 我国黄金产品市场规模及增速	11
图 21: 2024 年中国珠宝首饰行业市场细分品类占比	11
图 22: 消费者对不同品牌的关注度	12
图 23: 不同消费场景对珠宝零售商收入的贡献	12
图 24: 黄金首饰行业市场竞争格局变化	13
表 1: 公司各项工艺技术所处阶段	7
表 2: 收入拆分及盈利预测	13
表 3: 可比公司估值	14

1. 公司是具有百年历史的民族珠宝品牌

1.1. 百年中华老字号，发展脉络清晰

公司是拥有百年历史的民族珠宝品牌。公司由诞生于公元 1895 年（清光绪 21 年）的萃华金店发展而来，至今已有 130 年历史。2014 年公司在深交所挂牌上市，现已成为集珠宝首饰研发、设计、生产、批发、零售、加盟为一体的集团企业，拥有数百家零售终端店，直营加盟销售网络遍布全国。

发展历史脉络清晰，文化底蕴深厚。自创立起，公司就以“货真价实、童叟无欺”为经营理念，原店址位于沈阳城内中街的出颖胡同，毗邻故宫。就其制作精良、质地纯正，在金银业中迅速崭露头角，在 1912-1921 年间，陆续在多地开设分号，进入鼎盛时期。萃华金店凭借高超的工艺，在 1934 年初被选定为伪康德溥仪登基大典赶制皇冠，其制作的皇冠从文物鉴赏角度堪称金质工艺精品。公司在发展历程中荣誉等身，2006 年 9 月被国家商务部首批认定为“中华老字号”，萃华金店的花丝工艺还被列入国家级非物质文化遗产。悠久的历史、过硬的信誉、精湛的传统工艺以及与皇室相关的过往，与故宫的文化底蕴高度契合，使得公司在 2018 年成为全球首家进驻北京故宫博物院的百年珠宝品牌。

图 1：萃华大事记

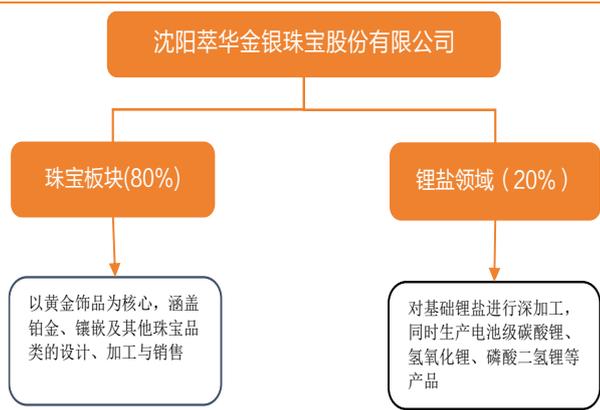


资料来源：公司官网，天风证券研究所

双主业布局渐趋多元，珠宝板块为公司核心业务。公司目前实行双主业并行运营模式，两大业务板块协同发展互为支撑，形成兼具行业特色与战略韧性的业务架构。一方面公司专注于珠宝首饰，始终以黄金饰品为核心，涵盖铂金、镶嵌及其他珠宝品类的设计、加工与销售，打造完整产业链。2024 年在公司主营业务构成中，珠宝板块收入占比达 80%以上，为公司主要业务。另一方面，公司深耕锂盐领域，开展生产、销售以及后续加工业务。2023 年开始锂盐行业的布局，2024 年公司锂盐领域收入占比达 20%，为公司实践多元化发展战略奠定基础。

聚焦三大品牌矩阵，差异化构建完善产品体系。公司实现了以萃华金店、萃华珠宝和萃聚东方三大品牌并驾齐驱的战略布局，分别以发展连锁加盟、产品和渠道升级、东方美学生活方式为核心，囊括主流大众、高端品质和定制体验消费者群体。其中萃华金店秉承中国传统文化，融合现代设计理念，结合国潮元素、故宫文创、非遗工艺等，推出“百年喜饰”等系列面向大众的黄金产品。萃华珠宝作为公司旗下新创立的珠宝品牌，以高端奢侈品为核心定位，深度融合“工艺与文化”双驱动内核。萃聚东方以珠宝为源头，将历史积淀注入其中，赋予其新的生命力，通过跨界融合，将珠宝的艺术触角延伸至服装、配饰、家具生活用品等相关领域，实现了珠宝行业的模式创新。

图 2：公司 2024 年主营业务构成



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 3：公司推出的主要产品



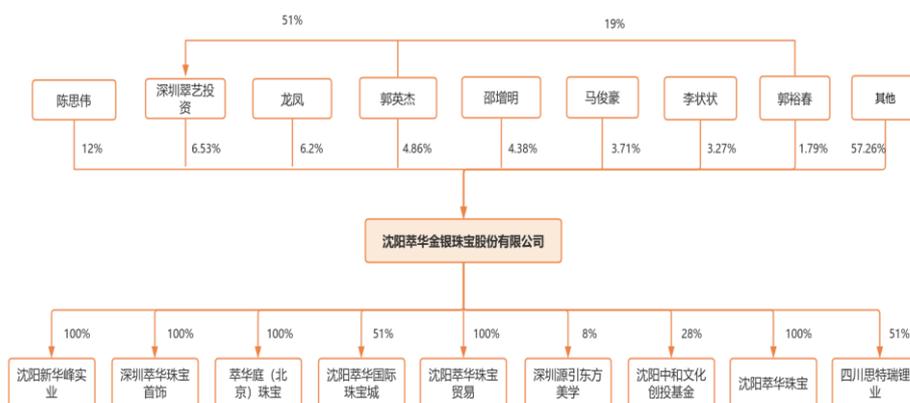
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 公司完成实控人变更，经营团队稳定

2023 年完成实控人变更，公司经营团队稳定。2022 年 6 月，深圳市翠艺投资有限公司与陈思伟签署《股份转让协议》，约定陈思伟拟通过协议转让方式从翠艺投资处受让其持有的萃华珠宝 3073.87 万股。协议转让交割完成后，陈思伟成为上市公司萃华珠宝的实际控制人。截至 2025 年 4 月 9 日，陈思伟合计持有公司 12% 的股权，大股东高度认可萃华珠宝的百年品牌价值与行业地位，充分信任原有经营团队，珠宝业务保持稳定良性发展。公司新股东力量钻石邵增明先生及其一致行动人通过二级市场增持已持股达 5%，目前以财务投资者身份持股，新股东加入充分看好上市公司长期发展，有望增强公司在珠宝行业的影响力。

公司的管理团队在行业内深耕多年，积累了深厚的专业知识和实践经验。团队成员在技术、营销、设计、管理等多方面分工协作，将在工作中的相关经验转化为公司的发展动力和成果，为公司的未来发展提供坚实的支撑。

图 4：公司股权架构图（截至 2025 年 4 月 9 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 盈利能力不断抬升，珠宝表现靓丽

收入表现稳定，净利润快速增长。根据 wind 数据显示，2020-2024 年公司营业收入从 21.1 亿提升至 44.4 亿，4 年 CAGR 达 20.4%。2025 年一季度公司实现营收 12.3 亿，同比增长 4.1%。虽然公司营收历年出现小幅波动，但整体呈现快速增长态势。净利润方面，公司归母净利润从 2020 年的 0.29 亿元稳步上升至 2024 年的 2.17 亿元，年复合增长率达 65.6%。从财务表现来看，公司珠宝板块业务受黄金行情上涨影响，经营业绩有较大幅度增长。公司锂盐板块由于主要原材料碳酸锂价格持续下跌，对经营业绩造成不利影响。2025 年一季度实现归母净利 0.86 亿，同比增长 42.8%，持续保持高增。

图 5：2020 年-2025 年 Q1 公司营收及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

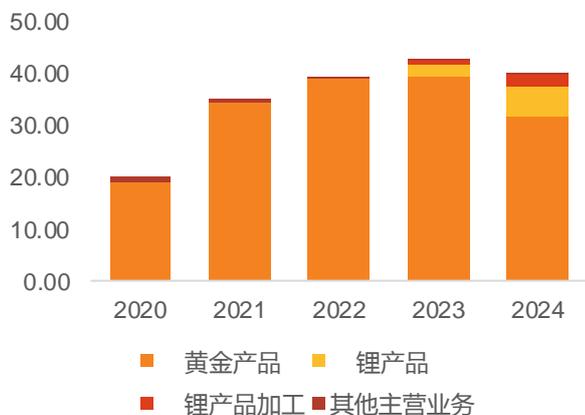
图 6：2020 年-2025 年 Q1 公司归母净利润及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

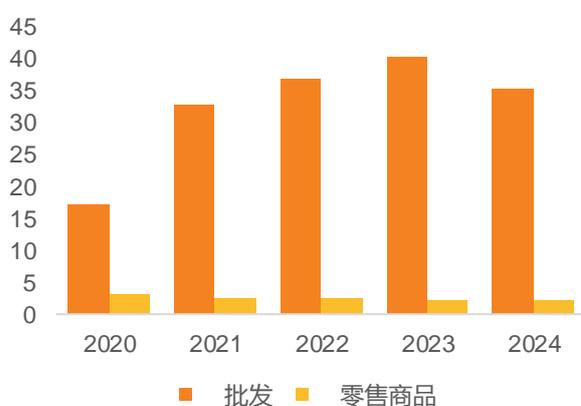
黄金产品为公司核心业务，加盟批发渠道占比高。公司主营业务收入构成中以黄金产品为核心，同时涵盖其他珠宝品类和锂产品的加工与销售。从财务表现来看，黄金珠宝板块在 2024 年对公司业绩贡献更为突出。受全年金价波动影响，黄金珠宝业务凭借市场对保值属性产品的需求提升，实现了利润贡献的显著增长，成为支撑公司整体经营业绩的核心板块。2024 年公司黄金产品/锂产品/锂产品加工收入分别为 31.73/5.44/2.46 亿元，分别占公司主营业务收入的 79.5%/13.6%/6.2%。从销售模式看，目前公司采用直营与加盟批发的主要销售模式且加盟商占比较高。2024 年加盟批发/零售收入分别为 35.2/2.3 亿元，分别占主营业务收入比重为 93.9%/6.1%。

图 7：2020-2024 年公司分产品主营收入构成（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2020-2024 年公司分渠道主营收入构成（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

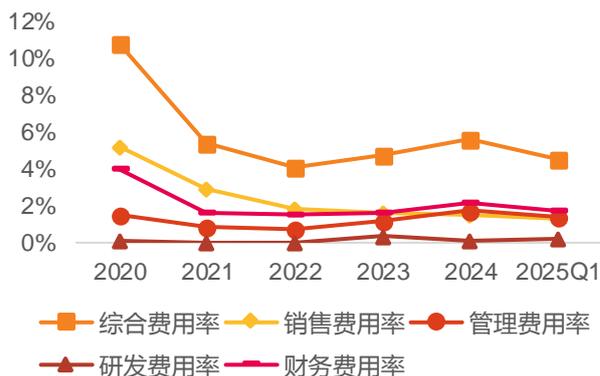
毛利率与费用结构不断优化，盈利能力显著提升。近年来公司在成本控制和产品结构调整方面取得明显成效，毛利率和净利率水平不断抬升。公司毛利率从 2022 年底部 5.6%快速提升至 2024 年 10.3%，2025 年 Q1 公司毛利率达 14.6%，同比提升 6.7pct，归母净利率也同步提升至 7.0%，同比提升 1.9pct。盈利能力提升主要得益于两大驱动因素：一是金价上行周期中，黄金珠宝产品的保值属性推动消费需求提升，带动高毛利品类销售占比提升；二是锂业板块盈利改善形成业绩支撑。费用率看，2024 年公司四项期间费用占营收比重为 5.57%，同比+0.8pct。2025 年 Q1 费用率降至 4.6%，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别降至 1.3%/1.4%/1.7%，显示出费用管控措施初见成效。

图 9：2020-2025Q1 公司毛利率及净利率水平（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2020-2025Q1 公司四项费用率水平（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 文化壁垒深厚，高端化打开成长空间

从未来长期看，公司将依托已成型的高端化模型，在品牌、渠道、产品等维度持续发力。基于公司近几年布局的高端战略，品牌历经多年打磨已形成差异化优势，通过深化宫廷美学与古法金工艺的融合，有望进一步推动公司业绩的提升。

2.1. 文化资源强禀赋，非遗工艺独具匠心

传承花丝镶嵌等非遗技艺，工艺制造国内领先。公司承袭明清宫廷造办处六百余年金工精髓，恪守“以古法为魂，以时代为韵”的创作圭臬，将《清宫造办处活计档》中记载的花丝、錾刻等十二道绝技，通过创新设计语言重新演绎，打造出兼具博物馆收藏价值与现代佩戴美学的黄金艺术珍品。公司多项工艺技术具备民族特色，处于国内领先水平。公司尤为重视非遗技艺传承，将花丝镶嵌这一非遗工艺引入古法黄金制作流程，通过不断加大研发投入，积极探寻传统工艺与现代设计的精妙融合，力求推出更多款式新颖、品质卓越的古法黄金产品，且融入花丝镶嵌工艺的独特魅力，以此满足消费者日益多元的需求。同时，借助这些蕴含传统技艺的古法黄金产品，提升公司品牌形象，增强市场竞争力，引领黄金消费新潮流。

表 1：公司各项工艺技术所处阶段

序号	产品名称	采用的主要技术名称	先进程度	技术来源	所处阶段
1	倒模类产品	起板工艺	国内领先	自有技术	批量生产
		失蜡浇铸工艺			
2	油压类产品	车花工艺	国内领先	自有技术	批量生产
		模具制作工艺			
3	手工类产品	花丝工艺	民族特色，国内领先，其中手工花丝工艺被列为国家非物质文化遗产	自有技术	批量生产
		錾刻工艺			
		点蓝工艺			
		电动滚砂技术			
4	机织类产品	焊接技术	-	-	批量生产
		利用织链机进行全自动化生产			

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

加大研发投入力度，推动传统金饰创新发展。公司在传承文化和工艺的基础上始终保持创新精神和创作热情，现拥有深圳创意研发设计中心和北京大师工坊两大设计研发中心，产

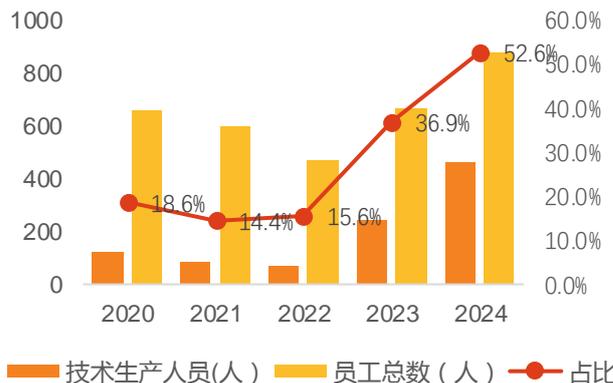
品创意及研发设计师团队近百人坚持寻求珠宝与传统文化之间的至臻融合，用现代设计实现传统之物的复兴，公司艺术珠宝作品在各项赛事上屡获殊荣。近年来公司在研发方面的投入力度不断增强，特别是在 2023 年达到高峰，2024 年研发投入下降主要系子公司思特瑞锂业研发费用较上期降低所致。为顺应消费者需求的变化，公司一方面加大设计研发投入，引入国际前沿设计理念并吸纳年轻设计人才，22 年以来技术人员占比逐年上升，推出一系列时尚新颖且独具个性的产品系列；另一方面，持续提升工艺水平，从原材料挑选到制作流程，每一个环节都严格把控，力求呈现极致的产品细节，以此巩固并拓展市场份额。

图 11：2020-2025Q1 公司研发费用及费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2020-2024 年公司技术生产人员构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

内部匠人传承+外部跨界合作，凸显品牌文化价值。公司依托内部传承人的系统性培养体系，以花丝镶嵌等独有非遗工艺为核心竞争壁垒，研发团队在坚守传统技艺本真的同时，构建了“内部匠人传承+外部跨界共创”的模式。一方面，由非物质文化遗产传承人领衔的核心团队，实现篆刻、花丝等独门工艺的代际传承；另一方面，与国家级工艺美术大师工作室、故宫文创等顶级外部机构建立深度合作，将宫廷美学基因与当代设计语言进行创新性融合。

截至目前，绝大多数产品为融合非遗技艺与现代审美的自研系列，每款作品均以独有的工艺辨识度与文化叙事性，构筑起不可复制的差异化，在市场上具有很强的竞争力。2011 年 3 月公司与国家级非物质遗产“花丝镶嵌”工艺的代表性传承人之一白静宜大师、任进、邹宁馨和程学林等四位国内一流首饰设计师达成学术合作意向，在弘扬和丰富中华首饰文化过程中展开密切合作。2017 年，公司进驻北京故宫，开设北京故宫店，以此为契机，快速形成了较高的品牌知名度。2025 年 7 月 25 日，公司举办故宫福运系列新品首发仪式，携手沈阳故宫博物院共同开发文创联名产品，展现公司强大的文化软实力。

图 13：萃聚东方主理人郭奕设计作品亮相时装周



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：萃华与故宫福运系列联名文创新品举行首发仪式



资料来源：沈阳故宫博物院公众号，天风证券研究所

2.2. 品牌 2.0 升级，完善高端产品矩阵

品牌战略迭代机遇期，顺势打造高端产品线。在品牌战略迭代的关键时期，公司以“中国风、东方美、皇室韵、时尚感、国际化”为核心理念，全力推进品牌 2.0 升级战略。通过与专业院校及顶尖设计团队深度合作，系统性解构东方美学基因，将千年文化底蕴与现代设计理念相融合，重新定义珠宝产品的文化质感与艺术高度，赋予每一件作品独特的东方韵味与时尚魅力。

定位高端消费客群，文化内涵构筑差异化。萃华珠宝客群聚焦中国高端消费人群，包含注重品质与低调消费的隐形高频消费群体，且以女性为主、男性为女性购买的情况也较多。**其客群差异化在于依托皇室基因与百年历史底蕴**，以大师系列及故宫文创系列等高端产品为载体，通过不打折策略、极致工艺及与故宫等文化机构的深度合作，塑造“低调奢华”的奢侈定位，精准契合高端客群对尊崇感与文化内涵的需求。**拓展新客群方面**，将依托独有的历史资源开发及联名高奢系列产品，通过全球巡展、寻宝活动提升品牌文化高度，同时进驻例如万象体系等高端渠道，强化东方广场店、高端社区店等线下体验店，并通过各种活动与文化输出持续渗透隐形高端客群。

坚持自主生产，定制化工艺具备高附加值和强稀缺性。在萃华珠宝高端产品的研发设计与生产环节，公司采取严格保密与管控机制：核心高端产品线如古法金定制、大师系列等均由企业内部独立完成，从设计到成品全程封闭运作，避免工艺外流。其中非遗技艺产品依赖高工纯手工制作，单件定制作品耗时数月甚至更久，确保工艺唯一性与收藏价值。为平衡成本与定位，普通商品委外加工居多，高端产品则坚持 100% 内部生产，实现工艺品质与产能的精准把控。

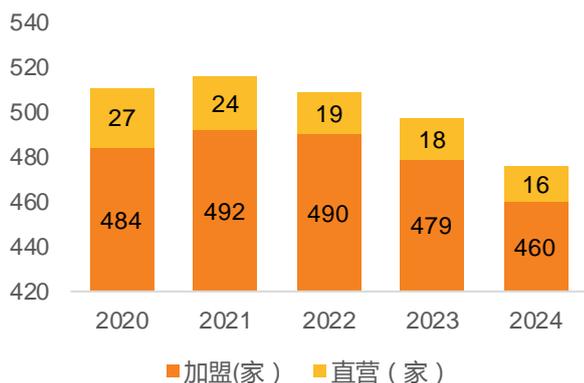
单店坪效高于行业，产品线成熟打开成长空间。目前品牌正处于高端化战略的精准打磨阶段，以北京为核心发展区域，聚焦 4 家标杆门店运营（含故宫店），单店客单价处于行业领先水平。从经营质量看，门店坪效与毛利率均显著高于行业平均水平。现阶段品牌更注重高端客群的口碑沉淀与文化种草，通过非遗工艺展览、故宫联名藏品等稀缺性产品持续强化“皇室美学奢侈品”认知，待第二代品牌形象与产品线完全成熟后，高端业务的营收潜力有望逐步释放。

2.3. 渠道扎实，门店效率逐步优化

公司采用“直营+加盟”双轨模式，并积极构建线上线下融合的全渠道体系。**线上渠道**，公司通过抖音、小红书等新媒体平台强化品牌曝光，形成“公域引流+私域运营”的闭环生态。**线下渠道**，公司借助直营店、商场联营店以及电商平台，直接面向消费者销售产品。目前，公司主要通过沈阳萃华、深圳萃华、北京萃华廷所开设的直营店开展直营销售业务。加盟商主要与公司签订《特许经营合同》，获公司授权运营“萃华金店”连锁店。截止 2024 年公司拥有 460 家加盟店，16 家直营店，覆盖全国大部分城市。

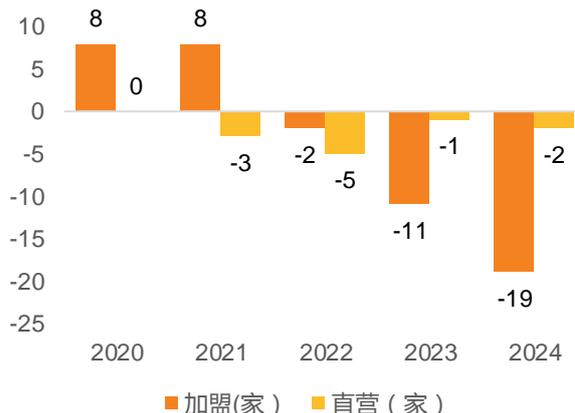
优化低效门店，降低运营成本。公司基于战略调整与市场优化的综合考量，对部分经营效率低下、长期难以实现盈利的门店进行了关闭或优化，以此降低运营成本，提升整体运营效率。2022 年以来门店净增加数量转负，但关店数占比较低，多以低效加盟店铺为主。

图 15：2020-2024 年公司门店数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2020-2024 年公司门店净增加数量

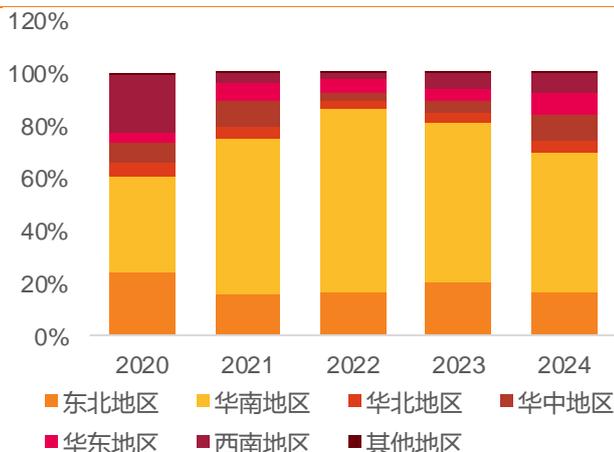


资料来源：公司公告，天风证券研究所

实现高端渠道稳步扩张，优化品牌店面形象。在渠道拓展方面，萃华珠宝将维持平稳发展基调。尽管行业部分品牌近期崭露头角，但回顾珠宝市场发展轨迹，终端渠道竞争长期处于激烈态势，即便在相关品牌崛起前，行业增速与市场博弈已呈现高强度特征。基于此，品牌在新店拓展规划中秉持积极审慎的策略，尽可能充分考量区域竞争格局与运营成本，通过精细化选址评估与盈利模型测算，确保新店拓展与品牌高端定位及盈利目标相匹配，在激烈的市场竞争中实现稳健的规模扩张。另一方面，公司正积极探索更为高效的实体门店运营模式。例如，加大对核心商圈、优质地段门店的资源投入，进行店面升级改造，打造沉浸式购物体验空间，提升品牌形象与顾客购物感受，吸引更多客流。

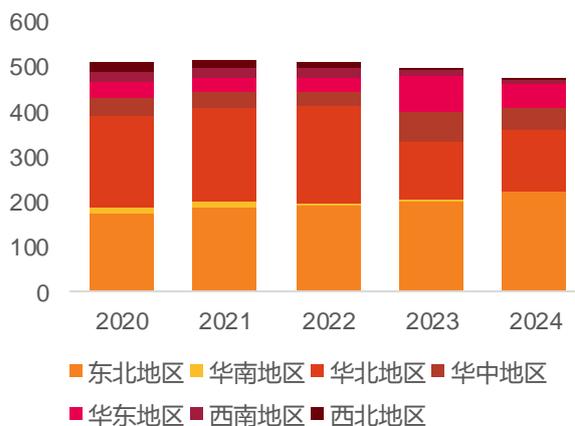
完善渠道布局网络，开拓空白市场。公司主要营收来源于东北和华南地区，2024 年合计占比接近 70%，但公司珠宝业务门店主要集中在东北和华北地区。关于长江以南尤其是消费能力强的东南沿海地区一直是公司重点关注与规划拓展的区域，未来，公司将进一步加大在该地区的业务拓展力度，深入开展市场调研，精准把握当地消费者的消费偏好、文化习俗以及对珠宝饰品的独特需求。公司有信心在优化实体门店布局的同时，有效拓展长江以南特别是东南沿海地区的业务，推动公司持续健康发展。

图 17：公司各地区收入占比（单位，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：公司分地区门店数量（单位，家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 黄金景气度向上，情绪消费引领行业变革

3.1. 消费端：消费分化，黄金品类逆势增长

3.1.1. 整体趋弱但黄金品类逆势增长

珠宝零售行业与市场整体走势相关性强。黄金珠宝属于市场化程度较高的充分竞争行业，其发展态势与宏观经济形势以及消费者行为关联紧密。国家统计局数据显示，2024 年社会消费品零售总额 487895 亿元，比上年增长 3.5%，较 2023 年 7.2% 的增幅减少了 3.7 个百分点。其中，限额以上单位金银珠宝类零售额 3300 亿元，同比下降 3.1%，但绝对值仍稳守 3000 亿元以上的历史高位。在 2024 年我国商品零售市场增速放缓的不利背景下，金银珠宝作为非必需品，与整体市场走势同频共振，其降幅居所统计的全部商品类别的首位，从历史数据来看，金银珠宝类商品对经济冷暖变化的敏感性越来越强。

图 19：2015-2024 年社会消费品零售总额及限额以上金银珠宝类零售额增速变化趋势



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国家统计局，天风证券研究所

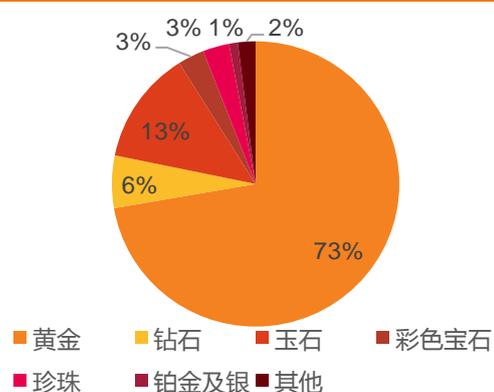
黄金品类逆势增长，高端市场表现靓丽。据中宝协统计，2024 年我国黄金产品市场规模约为 5688 亿元，同比增长约 9.8%，约占整个珠宝市场的 73%。2024 年黄金价格屡创历史新高，上海黄金交易所 Au9999 黄金 2024 年末收盘价较年初开盘价上涨 27.87%，创下自 2009 年以来的最大年度涨幅。全年加权平均价格较上一年上涨 22.14%，达 548.49 元/克。由于国内金价攀升、经济增长放缓，导致我国金饰消费量下降，但从总价值来看，仅微降 7%，处于历史第三高位。这表明消费者在面对黄金价格上涨时，整体消费预算并未显著缩减，消费需求依旧保持相对稳定。与此同时，在一些高端珠宝品牌店，涨价消息传出后引发多地门店排队抢购热潮，表明高端珠宝市场对于原材料价格上涨具备一定的韧性与独特消费特性，推动行业品牌在市场策略、品牌建设等方面进行调整变革。

图 20：我国黄金产品市场规模及增速



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，天风证券研究所

图 21：2024 年中国珠宝首饰行业市场细分品类占比



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，天风证券研究所

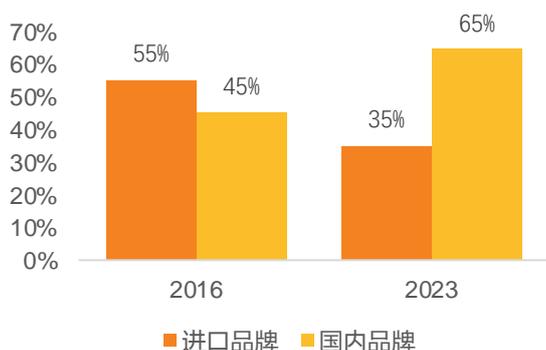
3.1.2. 客群年轻化、国潮崛起、情感消费提升

需求分化，年轻一代成消费主力。在消费者需求方面，年轻一代消费者逐步成为市场的主力军，他们对时尚与个性的追求热情高涨。在款式选择上，偏好融合多元文化元素、具备独特设计感的珠宝，例如融入动漫元素、潮流符号的个性化饰品。年长消费者则始终秉持对品质的严格要求，对黄金珠宝的精细化工艺愈发重视，从传统的花丝镶嵌到现代精密铸造工艺打造的产品，均备受青睐。

国潮审美崛起，情感消费提升。传统文化的底蕴和随着中国国力的增强，不断提升的文化自信是“国潮”兴起的主要推动力量，大多数消费者对国潮元素持积极态度，并有购买含有国潮概念产品的倾向。根据灼识咨询，中国消费者对国货的关注度从 2016 年占比 45% 提升至 2023 年 65%；受益于文化自信、国潮兴起等多种因素的影响，市场对古法黄金的接受程度在不断上升，根据中国珠宝玉石首饰行业协会等数据显示，古法黄金 2024 年市场规模预计为 2193 亿元，预计 2023-2028 年市场复合增长率为 21.8%，市场增长空间广阔。

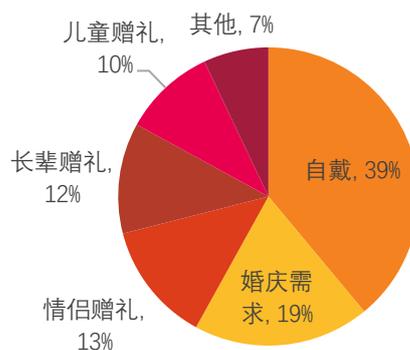
同时消费人群的结构变化和消费理念的更替，催生了黄金传统婚庆刚需外的消费场景，未来黄金首饰的消费越来越“悦己化”及“年轻化”。根据灼识咨询数据，“自戴”已经成为消费者最重要的珠宝消费场景，而婚庆需求占比仅为 19%。

图 22：消费者对不同品牌的关注度



资料来源：巨量算数，灼识咨询，天风证券研究所

图 23：不同消费场景对珠宝零售收入的贡献



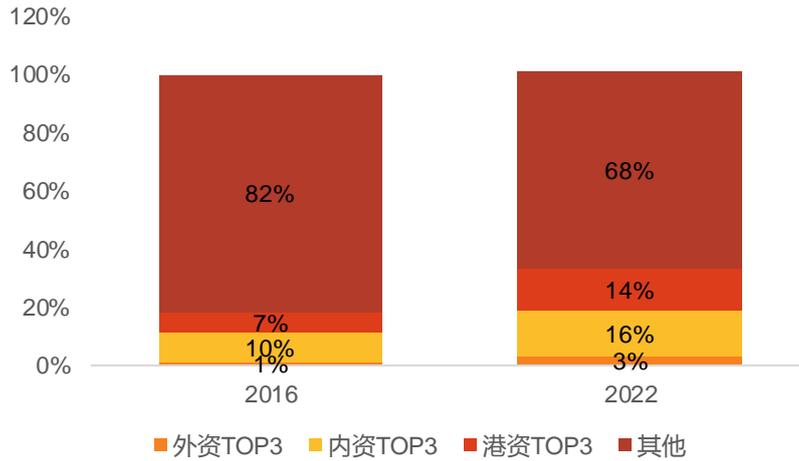
资料来源：灼识咨询，世界黄金协会等，天风证券研究所

3.2. 供给端：市场集中度提高，头部品牌份额提升

中国黄金头部品牌引领行业发展。从行业竞争格局来看，以周大福、老凤祥等为代表的中国黄金头部品牌以其卓越的品质、精湛的工艺、创新的设计以及深入人心的品牌形象，持续引领着国内黄金珠宝市场的发展潮流，赢得了广大消费者的信赖与青睐。

行业集中度提高，头部品牌份额增长明显。伴随消费升级，消费者的品牌、品质消费意识逐步提升，黄金珠宝行业由数量型增长转向质量效益型增长，具有强大品牌、渠道和产品设计能力的企业优势突出，行业集中度逐步提高。内资 TOP3 品牌市占率从 2016 年的 10% 增长至 2022 年 16%，港资 TOP3 品牌从 2016 年的 7% 增长至 2022 年 14%。2024 年珠宝行业市场集中度有进一步提高的趋势，头部企业凭借品牌影响力、渠道优势以及强大的资金技术实力，不断拓展市场版图。

图 24：黄金首饰行业市场竞争格局变化



资料来源：灼识咨询，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设：

(1) 收入拆分：2024 年公司黄金产品/锂产品/锂产品加工/其他业务收入分别为 31.73/5.44/2.46/4.75 亿；考虑到 2025 年黄金价格延续上涨趋势，消费者消费意愿或将受到一定程度的影响，中长期看，金价上涨预期有望使终端消费需求得到逐步释放，我们预计公司 25-27 年黄金产品的增速分别为-0.7%/15.5%/18.8%，对应收入为 31.52/36.40/43.25 亿元；公司锂盐板块相关业务增速较快，随着孙公司磷氟锂业建设完成，开始进行生产活动，后续产能有望持续提升，我们预计公司 25-27 年锂产品收入增速为 32.7%/9.5%/13.3%，锂加工业务收入增速为 70%/30%/25%，高基数下收入保持持续增长。

(2) 毛利率预测：考虑到公司黄金产品向高端化转型，我们预计公司未来三年黄金产品毛利率持续提升，24 年公司锂盐板块毛利率受碳酸锂价格下跌影响，随着未来公司在上游选矿厂的布局实现产出和公司的产能规模化优势逐步实现，公司抵御价格波动风险的能力也会进一步加强。我们预计公司 25-27 年黄金产品毛利率分别为 11.6%/13.2%/14.8%，锂产品毛利率为 1.7%/3.3%/6.6%，锂加工业务毛利率为 20.2%/19.6%/19.0%。

综上，我们预计公司 25-27 年营收分别为 48.14/56.02/66.59 亿，同比增长 8.5%/16.3%/18.9%；综合毛利率分别为 12%/13.8%/15.8%，归母净利润分别为 2.49/2.87/3.38 亿，归母净利率为 5.2%、5.1%、5.1%。

表 2：收入拆分及盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	45.65	44.38	48.14	56.02	66.59
YOY	8.5%	-2.8%	8.5%	16.3%	18.9%
毛利率 (%)	8.5%	10.3%	12.0%	13.8%	15.8%
归母净利润 (亿元)	1.73	2.17	2.49	2.87	3.38
归母净利率 (%)	3.8%	4.9%	5.2%	5.1%	5.1%
分业务拆分					
黄金产品	39.25	31.73	31.52	36.40	43.25
YOY	0.7%	-19.2%	-0.7%	15.5%	18.8%
毛利率 (%)	7.0%	10.1%	11.6%	13.2%	14.8%
锂产品	2.09	5.44	7.22	7.91	8.96

YOY	-	160.3%	32.7%	9.5%	13.3%
毛利率 (%)	7.2%	-2.6%	1.7%	3.3%	6.6%
锂产品加工	0.85	2.46	4.18	5.44	6.80
YOY		189.4%	70.0%	30.0%	25.0%
毛利率 (%)	24.7%	21.1%	20.2%	19.6%	19.0%
其他业务	3.46	4.75	5.225	6.27	7.5867
YOY	7.6%	10.7%	10.9%	10.9%	10.7%
毛利率 (%)	21.8%	24.0%	22.6%	25.8%	29.5%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

考虑公司双主业业务布局, 我们采取分部估值法, 选取专注打造古法手工金器的老铺黄金、多渠道布局的头部珠宝品牌周大福以及 A 股企业老凤祥作为珠宝板块可比公司, 参考可比公司 2026 年 PE 均值, 考虑公司正处于业务转型初步积累阶段, 给予公司 16 倍 PE; 选取同样生产电池级碳酸锂等产品的盐湖股份作为锂盐板块可比公司, 参考可比公司 2026 年 PE, 给予公司 15 倍 PE, 对应目标价为 17.67 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E
6181.HK	老铺黄金	1,350	25.53	32.47	22.56	16.77
1929.HK	周大福	1,409	17.73	14.87	17.64	15.94
600612.SH	老凤祥	204	14.56	14.9	13.57	12.81
	珠宝板块可比公司均值		19.27	20.75	17.92	15.17
000792.SZ	盐湖股份	1021	19.18	17.61	15.69	14.42
	锂盐板块可比公司均值		19.18	17.61	15.69	14.42
002731.SZ	萃华珠宝	35	11.1	-	-	-

资料来源: wind, 天风证券研究所; 注: 可比公司总市值截取 2025 年 8 月 21 日收盘价; 2025-2027 年 PE 采用 wind 一致预期计算。

5. 风险提示

股价异常波动风险: 根据公司公告, 公司股价于 6 月 3 日-5 日、6 月 13 日-16 日连续多个交易日内收盘价涨幅偏离值累计超 20%, 触发深交所异常波动标准。公告中明确“无应披露未披露事项”, 需提示投资者关注公司基本面变化, 警惕流动性风险。

中小市值流动性风险: 公司总市值位列 A 股珠宝行业较末位, 中小市值企业易受资金面影响, 需警惕流动性风险。

无机构预测覆盖风险: 公司近 180 天无机构进行盈利预测, 缺乏此类预测可能导致信息获取不充分, 投资者应理性评估公司未来的盈利能力和市场表现, 避免过度依赖短期股价异动做出投资决策。

原材料价格波动风险: 黄金作为珠宝首饰的核心原材料, 其价格受全球经济形势、地缘政治局势、货币政策等多种因素影响, 波动极为频繁。一旦价格大幅上涨, 公司的生产成本将攀升, 压缩利润空间; 若价格下跌过快, 库存价值则面临减值风险, 影响公司资产质量。

消费者消费能力和意愿不确定性风险: 经济压力、就业市场不稳定等因素, 直接削弱了消费者的实际消费能力。同时, 消费观念的快速转变、市场流行趋势的频繁更迭, 也使得消费者的消费意愿变得愈发难以捉摸。当消费者收紧钱袋, 对珠宝首饰这类非必需消费品的购买热情骤降, 公司产品的销售业绩必然受到冲击, 市场份额面临被竞争对手蚕食的风险。

品牌经营风险：随着公司品牌影响力的不断提升，公司针对加盟模式建立了一套完善且系统的经营管理体系，对加盟店的日常经营活动予以监督并提供支持。尽管公司始终致力于强化加盟店管理，但倘若加盟管理体系无法跟上加盟店数量持续增长的步伐，可能会导致部分加盟店出现管理滞后的情况。

跨市场选取可比公司估值风险：不同市场的监管环境、估值逻辑及投资者偏好存在差异，可能导致估值模型的适用性和准确性受到影响，从而影响对公司未来价值的判断。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	511.19	470.01	385.16	448.13	532.74
应收票据及应收账款	189.57	212.80	109.55	292.74	195.53
预付账款	22.29	14.20	17.35	22.75	21.44
存货	2,628.27	3,212.66	2,879.40	3,626.76	3,700.45
其他	368.73	542.68	654.43	699.90	768.33
流动资产合计	3,720.04	4,452.35	4,045.90	5,090.28	5,218.49
长期股权投资	2.84	2.77	2.77	2.77	2.77
固定资产	439.80	832.13	1,035.44	1,270.34	1,464.89
在建工程	377.06	22.00	322.00	122.00	22.00
无形资产	46.17	47.07	59.50	75.90	83.85
其他	650.31	477.13	487.31	483.54	487.59
非流动资产合计	1,516.18	1,381.10	1,907.03	1,954.55	2,061.10
资产总计	5,236.23	5,833.45	5,952.93	7,044.84	7,279.59
短期借款	1,148.85	1,324.25	1,943.47	2,065.16	2,190.87
应付票据及应付账款	198.24	221.71	91.01	161.36	192.21
其他	1,521.49	1,970.06	1,320.18	2,014.24	1,851.61
流动负债合计	2,868.58	3,516.01	3,354.66	4,240.76	4,234.69
长期借款	631.92	402.77	507.29	433.64	320.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	113.35	131.41	122.38	126.90	124.64
非流动负债合计	745.27	534.18	629.68	560.54	444.64
负债合计	3,613.85	4,050.19	3,984.34	4,801.30	4,679.33
少数股东权益	106.28	71.67	19.79	33.57	87.46
股本	256.16	256.16	256.16	256.16	256.16
资本公积	301.95	315.06	315.06	315.06	315.06
留存收益	948.28	1,146.79	1,374.84	1,636.73	1,942.13
其他	9.72	(6.41)	2.75	2.02	(0.55)
股东权益合计	1,622.37	1,783.26	1,968.60	2,243.54	2,600.26
负债和股东权益总计	5,236.23	5,833.45	5,952.93	7,044.84	7,279.59

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	92.98	168.89	249.27	287.03	337.87
折旧摊销	31.70	67.65	93.68	111.83	128.38
财务费用	74.72	98.87	113.04	134.91	135.79
投资损失	(18.76)	(3.96)	(4.73)	(16.80)	(11.06)
营运资金变动	36.63	(151.83)	(291.64)	(199.13)	(111.47)
其它	(16.51)	(130.74)	48.99	65.11	109.62
经营活动现金流	200.75	48.87	208.60	382.96	589.12
资本支出	1,006.62	3.65	618.46	158.61	233.14
长期投资	(1.22)	(0.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,676.53)	(87.22)	(1,434.55)	(404.94)	(552.96)
投资活动现金流	(671.13)	(83.65)	(816.09)	(246.33)	(319.82)
债权融资	699.94	11.95	529.86	(46.45)	(143.94)
股权融资	(7.97)	(26.06)	(7.22)	(27.20)	(40.76)
其他	(194.37)	16.80	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	497.60	2.69	522.64	(73.65)	(184.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	27.22	(32.09)	(84.85)	62.97	84.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,564.89	4,437.88	4,814.48	5,601.65	6,659.24
营业成本	4,177.55	3,982.21	4,234.82	4,826.94	5,607.75
营业税金及附加	13.33	17.01	15.86	18.11	23.00
销售费用	71.63	68.89	72.22	84.02	106.55
管理费用	55.94	78.08	81.85	92.43	109.88
研发费用	16.86	4.03	4.81	2.80	3.33
财务费用	72.57	95.99	113.04	134.91	135.79
资产/信用减值损失	(236.44)	(128.11)	(115.45)	(60.69)	(125.17)
公允价值变动收益	193.00	199.86	105.70	50.00	50.00
投资净收益	18.76	3.96	4.73	16.80	11.06
其他	5.16	5.00	8.39	9.24	6.95
营业利润	137.49	272.39	295.25	457.78	615.79
营业外收入	0.04	0.08	0.10	0.12	0.09
营业外支出	0.30	1.03	1.91	0.83	1.02
利润总额	137.22	271.43	293.45	457.07	614.86
所得税	44.25	102.55	100.89	154.93	217.37
净利润	92.98	168.89	192.56	302.14	397.49
少数股东损益	(79.74)	(47.81)	(56.71)	15.11	59.62
归属于母公司净利润	172.72	216.69	249.27	287.03	337.87
每股收益(元)	0.67	0.85	0.97	1.12	1.32

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	8.54%	-2.78%	8.49%	16.35%	18.88%
营业利润	102.24%	98.12%	8.40%	55.05%	34.52%
归属于母公司净利润	261.28%	25.46%	15.03%	15.15%	17.71%
获利能力					
毛利率	8.49%	10.27%	12.04%	13.83%	15.79%
净利率	3.78%	4.88%	5.18%	5.12%	5.07%
ROE	11.39%	12.66%	12.79%	12.99%	13.45%
ROIC	7.45%	8.85%	9.58%	10.90%	12.63%
偿债能力					
资产负债率	69.02%	69.43%	66.93%	68.15%	64.28%
净负债率	85.15%	85.83%	114.72%	101.80%	84.26%
流动比率	1.30	1.27	1.21	1.20	1.23
速动比率	0.38	0.35	0.35	0.35	0.36
营运能力					
应收账款周转率	31.32	22.06	29.87	27.85	27.28
存货周转率	1.92	1.52	1.58	1.72	1.82
总资产周转率	1.09	0.80	0.82	0.86	0.93
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.85	0.97	1.12	1.32
每股经营现金流	0.78	0.19	0.81	1.50	2.30
每股净资产	5.92	6.68	7.61	8.63	9.81
估值比率					
市盈率	20.18	16.09	13.99	12.15	10.32
市净率	2.30	2.04	1.79	1.58	1.39
EV/EBITDA	5.35	5.13	7.04	6.20	4.46
EV/EBIT	5.53	5.62	8.08	7.18	5.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com