

标配（首次）

国潮崛起，古法工艺引领黄金新消费

新消费系列深度报告

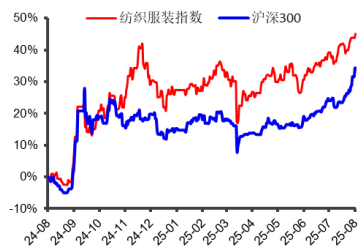
2025年8月28日

投资要点：

分析师：邓升亮
SAC 执业证书编号：
S0340523050001
电话：0769-22119410
邮箱：
dengshengliang@dgzq.com.cn

分析师：谢雄雄
SAC 执业证书编号：
S0340523110002
电话：0769-22110925
邮箱：
xiexiongxiong@dgzq.com.cn

申万纺织服饰指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **中国珠宝市场规模在2029年有望超9000亿。**在中国，随着购买力持续提升及日常佩戴需求日益多样化，珠宝市场表现出稳健增长态势，规模从2019年的6100亿元稳步攀升至2024年的7280亿元，复合年增长率达3.6%。展望未来，在消费者自我满足需求增强、潮流敏感度提高，以及数字零售与电商蓬勃发展的多重驱动下，中国珠宝市场预计将保持增长势头，到2029年市场规模有望达到9370亿元人民币，2024年至2029年的复合年增长率预计为5.2%。
- **黄金珠宝主导珠宝市场。**黄金在中国传统文化中象征着家庭繁荣与吉祥，这一寓意使其传承数千年而魅力不减。同时，作为贵金属，黄金产品兼具收藏与投资价值。凭借深厚的文化底蕴，黄金产品在2024年的中国珠宝市场中占据73.0%的最大份额。展望未来，在2024年至2029年期间，黄金珠宝市场预计将保持稳定增长态势，并超越其他珠宝品类，这充分印证了黄金珠宝持久的吸引力，其仍将稳居中国消费者最青睐的珠宝品类之位。
- **近几年古法黄金珠宝市场保持快速增长。**近年来，古法黄金珠宝凭借吉祥文化意义和美学设计吸引了年轻消费者的目光。由于主流消费群体转向年轻一代和消费者偏好升级，古法黄金珠宝按销售收入计的市场规模由2018年的130亿元飙升至2023年的1,573亿元，复合年增长率为64.6%。尽管受疫情影响而导致2022年中国部分线下黄金珠宝零售店暂时性及区域性停业，但由于2017年至2022年市场的强劲增长抵销了疫情的影响，主要因为古法黄金珠宝在年轻一代的受欢迎程度提高、消费者偏好升级，以及在面临不确定性时，黄金经常被视为避险投资，所以古法黄金珠宝市场于2022年仍保持正增长。古法黄金珠宝市场预期将于2028年达人民币4,214亿元，2023年至2028年复合年增长率为21.8%。
- **投资策略：**近年来黄金珠宝市场整体增长放缓，但结构性机会仍存。金价飙升的背景下黄金饰品需求阶段性承压，但投资性需求大幅增长。此外消费者偏好正发生显著转变，古法工艺黄金市场规模快速增长。古法黄金工艺赋予产品独特的东方美学与文化厚重，同时在奢侈品逻辑下古法黄金成功摆脱了“按克计价”的售卖方式，转而通过手工工艺、文化叙事和古今结合的特殊设计拓展附加价值，有望在金价高企的背景下保持快速增长。从渠道角度看，黄金珠宝行业渠道红利尚未结束，未来渠道格局将逐渐从单一的加盟扩张转向“多元并存”，受到年轻消费群体偏好推动，头部企业在维持加盟规模的同时，将加大直营与电商投入，有望带动黄金珠宝市场稳步扩张。当前黄金珠宝行业集中度较高，“渠道为王”背景下建议关注加盟门店数量较多、布局优质点位的老凤祥、

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

中国黄金、潮宏基、周大生、菜百股份等。

- **风险提示：**黄金价格震荡风险、市场竞争加剧风险和终端黄金珠宝消费疲软风险等。

目录

1、黄金珠宝行业概况.....	4
1.1 珠宝市场概览.....	4
1.2 黄金珠宝市场概览.....	6
2、多重因素驱动黄金首饰消费逆势上涨.....	10
2.1 金价有望持续走高带动黄金珠宝投资需求.....	10
2.2 多元化及个性化产品带动黄金珠宝消费需求.....	11
3、工艺迭代，古法金市场快速崛起。.....	12
4、国内竞争格局.....	16
5、投资策略.....	18
6、风险提示.....	18

插图目录

图 1：2019 年至 2029 年中国珠宝市场按销售收入划分的市场规模.....	5
图 2：2019 年至 2029 年中国珠宝市场细分占比情况.....	5
图 3：黄金珠宝行业基于市场需求的分类.....	6
图 4：2018 年至 2028 年中国黄金珠宝消费量.....	7
图 5：2018 年至 2028 年中国黄金珠宝市场按销售收入划分的市场规模情况（十亿元）.....	8
图 6：2018 年至 2028 年中国足金珠宝市场按加工技术划分的市场规模（十亿元）.....	9
图 7：2012 年至今 SHFE 黄金指数走势图.....	10
图 8：世界黄金协会专项调查中拥有足金饰品的受访者比例变化.....	11
图 9：2016 年至 2024 年主要中国黄金珠宝上市公司毛利率变化.....	12
图 10：老铺黄金部分古法工艺示意图.....	13
图 11：古法金和硬足金产品在各类珠宝消费场景中已成为热门选择.....	14
图 12：世界黄金协会专项调查中年轻消费者拥有金饰比例变化.....	14
图 13：2018 年至 2028 年中国古法黄金珠宝市场按销售收入划分的市场规模情况.....	15
图 14：按渠道、收入划分中国黄金珠宝市场规模（十亿元）.....	16
图 15：2023 年中国黄金珠宝市场按黄金珠宝销售收入划分的市场规模情况.....	17

表格目录

表 1：中国珠宝行业历经发展阶段.....	4
表 2：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/8/27）.....	18

1、黄金珠宝行业概况

1.1 珠宝市场概览

我国珠宝行业历经多个发展阶段。自 1982 年黄金首饰供应管制取消引爆消费需求，行业步入萌芽阶段；1993 年黄金市场化改革与外资品牌入华（如周大福、卡地亚）倒逼本土企业强化设计研发与品牌建设；至 21 世纪贵金属市场全面开放，行业进入高速发展期，头部品牌（周大生、老凤祥）通过渠道扩张抢占市场份额。2013 年后受金价波动趋稳及消费偏好转向（从保值向时尚化转变）影响，行业增速回调进入整合阶段。近年来互联网技术重塑零售生态，电商渗透率提升至 35%，推动行业向成熟期转型。未来伴随消费分级深化（高端定制与轻奢并行）及“互联网+供应链金融”模式普及，中国珠宝业将加速向高效集约化发展进阶，开启千亿级市场新增长曲线。

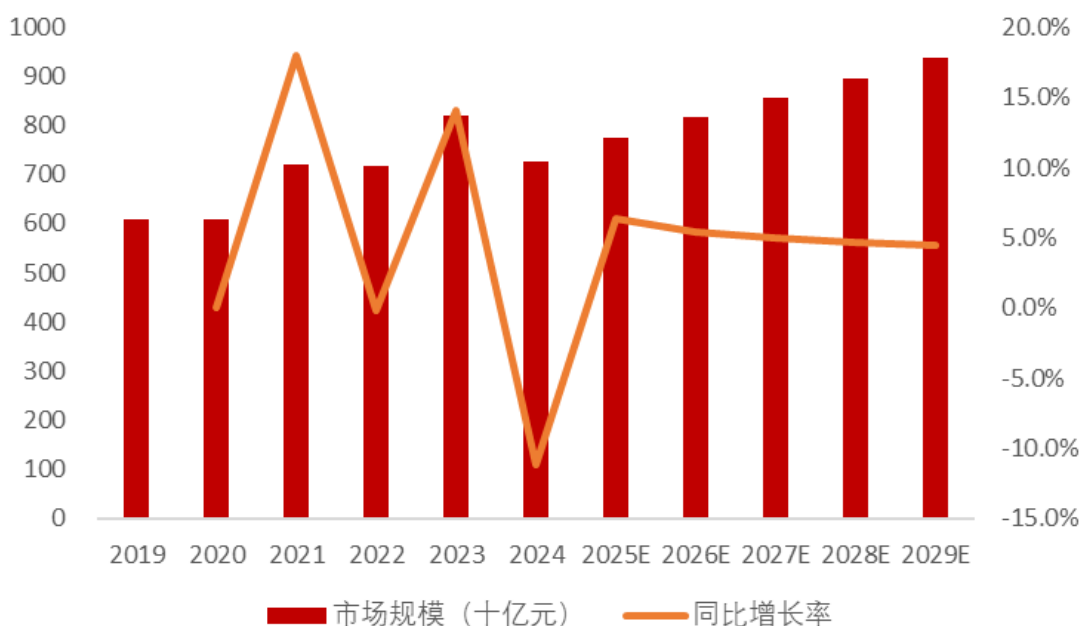
表 1：中国珠宝行业历经发展阶段

时期	时间	阶段特征
萌芽期	1982~1993	1982 年，中国取消了黄金首饰供应管制，居民对饰品的消费需求迅速释放，黄金饰品供不应求，生产企业快速增加，市场处于原始无序竞争状态。这一阶段是行业的起步期，市场上珠宝产品主要以黄金饰品为主，销售供不应求，而且销售渠道比较分散。国际品牌如卡地亚也在这个时期进入中国市场。
启动期	1993~2003	1993 年，国务院发布 63 号函推动黄金市场化改革，一批国际品牌进入中国市场，行业竞争加剧；1997 年，国际金价步入调整期，中国对黄金饰品的需求减少，大量生产企业被淘汰，企业开始注重产品质量、设计和生产工艺。随着国家进行黄金市场化改革，国外优秀珠宝品牌进入中国市场，行业竞争加剧。企业开始注重设计研发和品牌建设，市场竞争激烈，中小型企业市场环境经历显著的淘汰现象。
高速发展期	2003~2013	2003 年，贵金属及制品市场全面开放，行业迎来新发展，细分市场出现，品牌企业涌现，销售渠道趋向中高端。在此期间，上海黄金交易所成立，取消了黄金生产、加工等环节的审批制，推动了市场的开放和连锁化扩张。行业销售增速始终保持双位数增长，其中 2011 年同比增速高达 28.84%，2013 年珠宝销售额达 5,605 亿元。从 2003 年开始，贵金属及制品市场全面开放，行业迎来快速发展通道。内地、港资、国外珠宝品牌纷纷进行渠道部署，各品牌通过加速线下拓店抢占市场份额。这一时期被称为“黄金十年”，珠宝市场开始全面发展，细分市场出现，品牌企业涌现。
震荡期	2013~2016	2013 年后，金价回稳，行业进入调整期，规模增速放缓。需求下降导致行业景气度放缓，增速回落至 1.24%。在经历了快速发展的十年后，行业增速放缓，金价回落，消费者意识到金价进入下行周期，投资属性减弱。结婚登记对数下降也影响了珠宝消费，行业进入了调整期。
成熟期	2016~2024	互联网技术和电子商务的发展为珠宝零售带来了新的渠道和模式。工艺提升带动产品升级，非婚庆需求崛起，黄金珠宝行业景气度迎来拐点。头部品牌通过产品和服务为核心驱动，建立了中高端品牌形象，并获得了较高的美誉度和忠诚度；从 2019 年到 2021 年，两年平均增速仍达到 8% 以上，展现出较强的需求韧性。金价回稳，行业复苏。工艺创新带动产品升级，非婚庆需求崛起，头部品牌凭借规模优势和品牌影响力占据市场主导地位。互联网与供应链金融加速行业变革，推动行业向规模化、集约化、专业化方向发展。

资料来源：头豹研究院，东莞证券，东莞证券研究所

中国珠宝市场规模在 2029 年有望超 9000 亿。珠宝是由贵重天然或人造材料经加工制成，用于佩戴装饰的饰品，其价值可能源于材料特性、精美图案或蕴含意义的符号。按材料分类，珠宝涵盖黄金珠宝、玉石珠宝、钻石珠宝、银及铂金珠宝、有色宝石珠宝、珍珠珠宝以及其他类型。在中国，随着购买力持续提升及日常佩戴需求日益多样化，珠宝市场表现出稳健增长态势，规模从 2019 年的 6100 亿元稳步攀升至 2024 年的 7280 亿元，复合年增长率达 3.6%。展望未来，在消费者自我满足需求增强、潮流敏感度提高，以及数字零售与电商蓬勃发展的多重驱动下，中国珠宝市场预计将保持增长势头，到 2029 年市场规模有望达到 9370 亿元人民币，2024 年至 2029 年的复合年增长率预计为 5.2%。

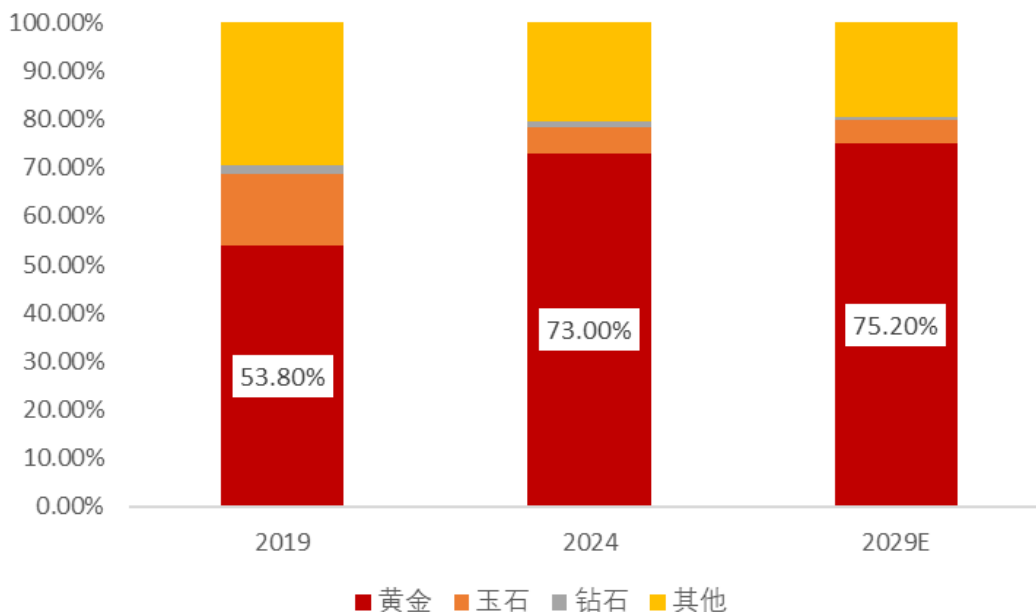
图 1：2019 年至 2029 年中国珠宝市场按销售收入划分的市场规模



资料来源：周六福招股说明书，东莞证券研究所

黄金珠宝主导珠宝市场。黄金在中国传统文化中象征着家庭繁荣与吉祥，这一寓意使其传承数千年而魅力不减。同时，作为贵金属，黄金产品兼具收藏与投资价值。凭借深厚的文化底蕴，黄金产品在 2024 年的中国珠宝市场中占据 73.0% 的最大份额。展望未来，在 2024 年至 2029 年期间，黄金珠宝市场预计将保持稳定增长态势，并超越其他珠宝品类，这充分印证了黄金珠宝持久的吸引力，其仍将稳居中国消费者最青睐的珠宝品类之位。

图 2：2019 年至 2029 年中国珠宝市场细分占比情况

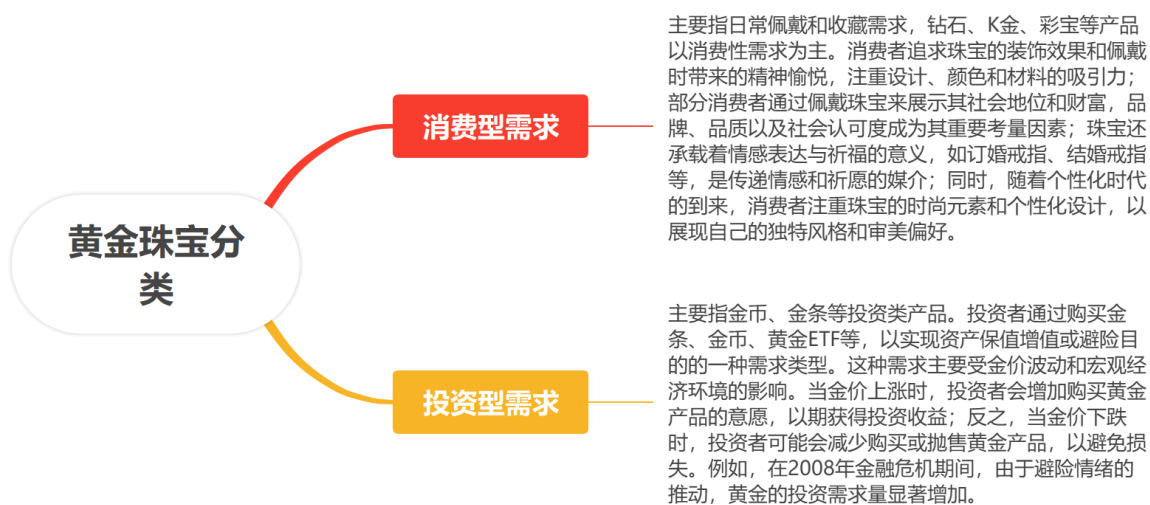


资料来源：周六福招股说明书，东莞证券研究所

1.2 黄金珠宝市场概览

黄金珠宝按需求可以分类两类。黄金珠宝行业是一个涵盖广泛的产品和服务的集合，主要涉及使用贵金属及其合金、天然或人工宝石（如钻石、翡翠、珍珠等）作为原材料，通过设计和加工制作成各种装饰品和工艺品的产业。该行业的核心产品包括但不限于戒指、项链、耳环、手镯等。黄金珠宝行业不仅包括传统的珠宝首饰，还涵盖了现代的 K 金饰品、铂金饰品以及镶嵌有各种宝石的珠宝首饰。黄金珠宝因其历史悠久的文化背景，在中国市场上占据主导地位，并且在新生儿出生、青少年成人礼以及新婚夫妇登记等重大场合中，赠送黄金珠宝已成为一种传统习俗。按照需求划分，黄金珠宝可以划分为消费型需求型黄金珠宝和投资型需求黄金珠宝。

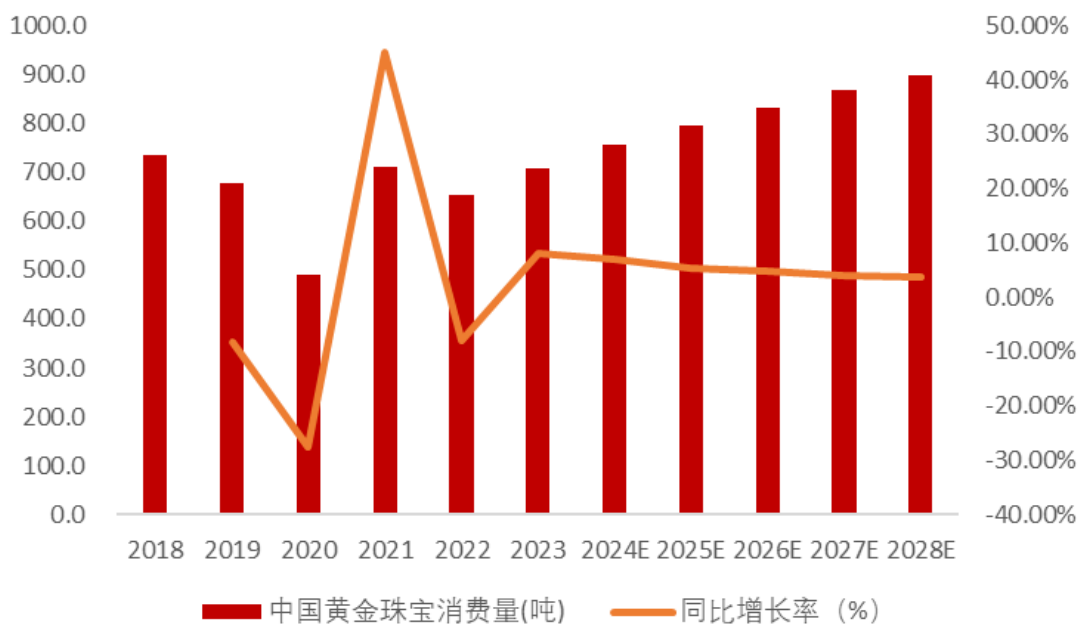
图 3：黄金珠宝行业基于市场需求的分类



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

中国黄金珠宝消费量整体呈波动趋势。中国黄金珠宝消费量在 2018 年至 2023 年期间呈现波动变化，从 736.3 吨下降至 706.5 吨，复合年增长率为-0.8%。这一趋势主要受到 2020 年及 2022 年疫情的广泛冲击，同时经济下行压力引发的整体消费疲软，也致使 2019 年消费量出现下滑。不过，随着消费者对黄金珠宝的喜爱程度不断提升，预计黄金珠宝消费量将迎来稳步增长，到 2028 年将达到 898.0 吨，2023 年至 2028 年的复合年增长率预计为 4.9%。

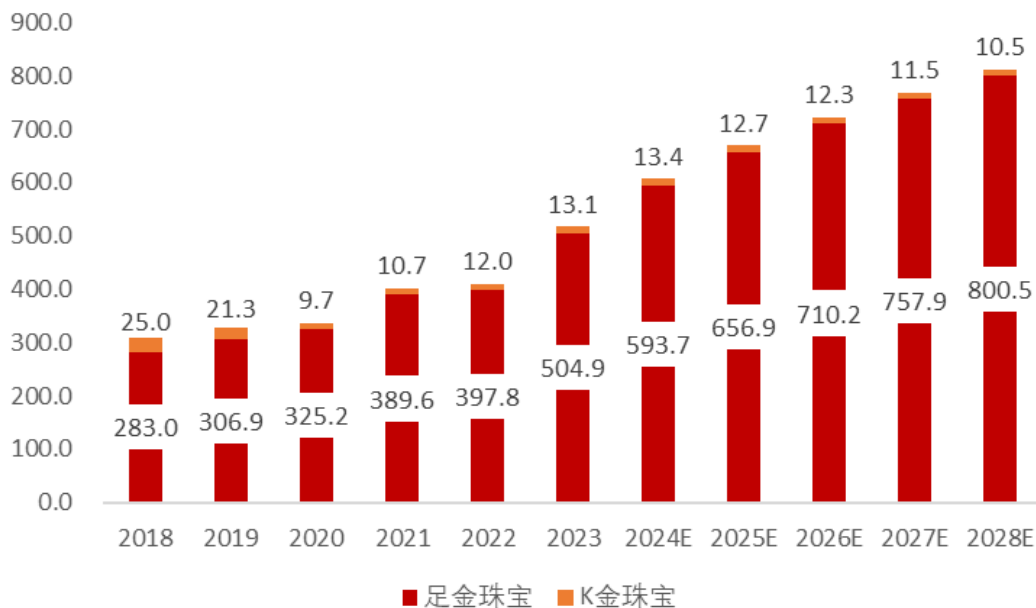
图 4：2018 年至 2028 年中国黄金珠宝消费量



资料来源：老铺黄金招股说明书，东莞证券研究所

足金珠宝占比逐步提高。就黄金纯度而言，黄金珠宝可分为足金（黄金纯度达 99.0%及以上）及 K 金（通常指由黄金和其他金属混合制成的合金，其含金量相等于或低于 22K(91.6%)或甚至 18K(75.0%)）。2023 年足金珠宝市场规模为人民币 5,049 亿元，占黄金珠宝市场的 97.5%。随着消费升级及对高质量黄金珠宝制品的需求不断增加，预计 2028 年足金珠宝市场规模将进一步增长至人民币 8,005 亿元，占黄金珠宝市场的 98.7%，复合年增长率为 9.7%。

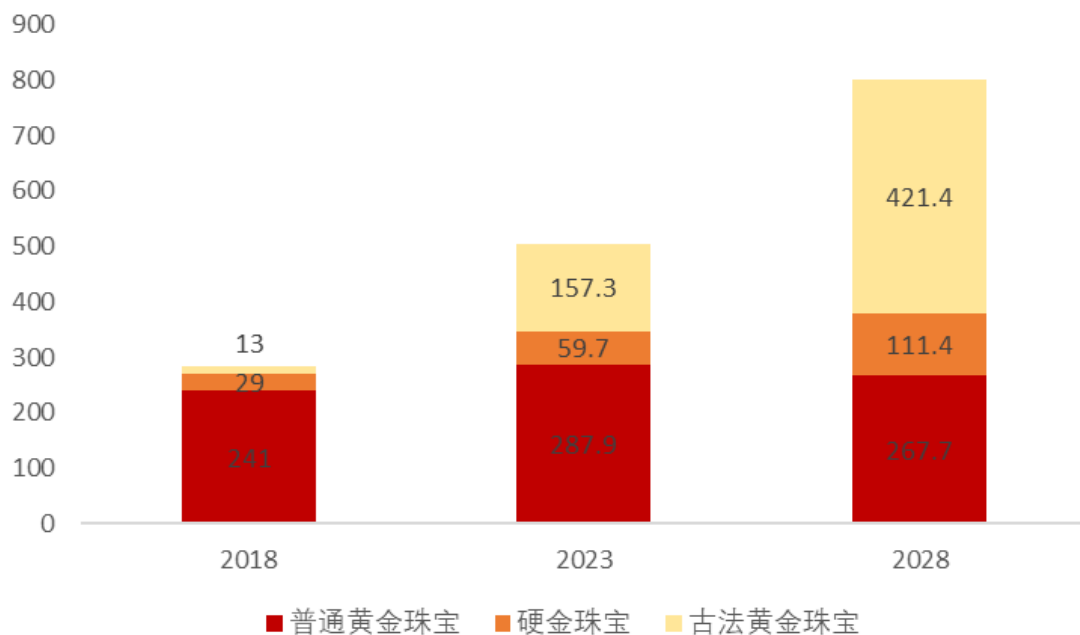
图 5：2018 年至 2028 年中国黄金珠宝市场按销售收入划分的市场规模情况（十亿元）



资料来源：老铺黄金招股说明书，东莞证券研究所

古法黄金珠宝市场占比有望逐步提高。足金珠宝按加工技术可分为古法黄金珠宝、硬金珠宝及普通黄金珠宝。其中，普通黄金珠宝是通过常规加工技术（包括冲压、车花、抛光等）制成的纯金，这些技术现时可完全由自动机器完成，但其产品通常容易变形且类型单一；硬金珠宝则具有高强度、轻巧的特点，主要采用电铸方式生产，通过提高金含量、pH 值、工作温度、有机发光剂含量、电铸溶液搅拌速度等方式，可显著提升黄金的硬度和耐磨性；而古法黄金珠宝是设计富蕴文化内涵的足金，经特殊的中国传统技术（包括锤（包括锤揲、篆刻、镂空、花丝、镶嵌及烧蓝）加工而成。由于所有古法黄金珠宝均需手工制作，部分加工步骤依赖熟练工匠的精湛技艺，其生产通常较普通黄金珠宝更为昂贵及耗时。近年来，在国潮文化兴起等因素的带动下，古法黄金珠宝市场占比逐步提高，展现出强劲的发展势头。

图 6：2018 年至 2028 年中国足金珠宝市场按加工技术划分的市场规模（十亿元）



资料来源：老铺黄金招股说明书，东莞证券研究所

2、多重因素驱动黄金首饰消费逆势上涨

2.1 金价有望持续走高带动黄金珠宝投资需求

金价有望持续走高带动黄金珠宝投资需求。近两年，随着金价不断攀升，黄金珠宝的投资属性受到越来越多消费者的关注。美国7月非农就业数据仅为7.3万，远低于市场预期，进一步强化了市场对美联储在9月开启降息周期的预期。降息预期降低了实际利率，削弱美元吸引力，从而推动资金流入黄金等无息资产。其次，地缘政治风险和全球央行购金需求为黄金提供了避险支撑。2025年7月，美国与俄罗斯就乌克兰问题的潜在谈判进展，以及特朗普对印度、瑞士等国的关税政策，均加剧了市场对不确定性的担忧。此外，全球央行持续增持黄金以优化外汇储备结构。例如，中国央行已连续9个月增持黄金，截至2025年7月，黄金储备达7396万盎司，世界黄金协会数据显示，2025年6月全球官方黄金储备净增22吨，连续第三个月小幅上升。多重因素下，黄金价格未来有望进一步走高，从而带动黄金珠宝投资需求。

图7：2012年至今SHFE黄金指数走势图

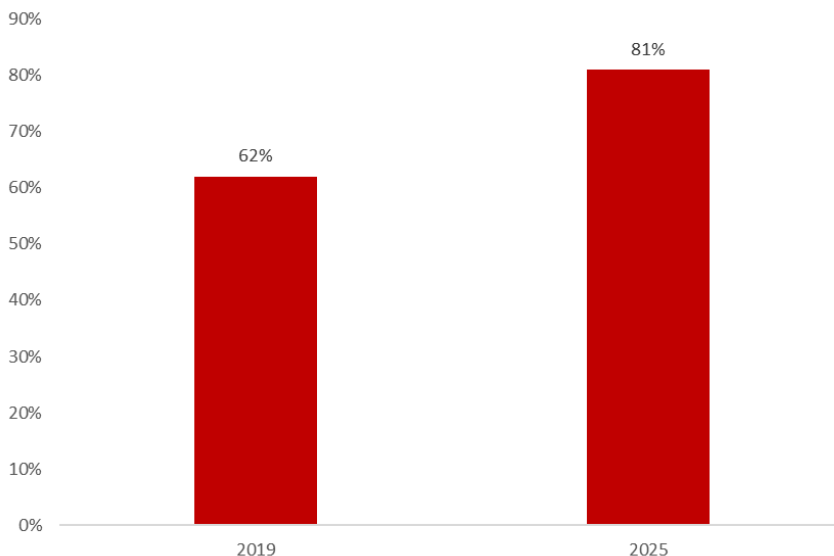


资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 多元化及个性化产品带动黄金珠宝消费需求

多元化及个性化产品带动黄金珠宝消费需求。近年来，随着国潮文化的兴起，年轻消费者对融合中国传统工艺与文化的珠宝产品兴趣显著提升。国潮文化在年轻群体中日益流行，带动了他们对中国传统品牌的关注度。古法黄金珠宝作为中国传统文化的重要载体，凭借其独特的工艺和文化价值，吸引了大量年轻消费者。古法黄金珠宝因其独特的设计、深厚的文化内涵和精湛的手工技艺，逐渐成为市场新宠，改变了过去由国际品牌主导的格局。年轻一代更倾向于选择款式多样、富有个性化的珠宝，这促使国内品牌在产品创新和差异化方面持续发力，以迎合市场需求，从而带动国内黄金珠宝市场需求。世界黄金协会的专项调查显示，拥有足金饰品的受访者比例在 2025 年达到 81%，而 2019 年的调查中仅为 62%，近年来金价、工艺等多重因素推动黄金饰品在国内市场的渗透率提升。

图 8：世界黄金协会专项调查中拥有足金饰品的受访者比例变化



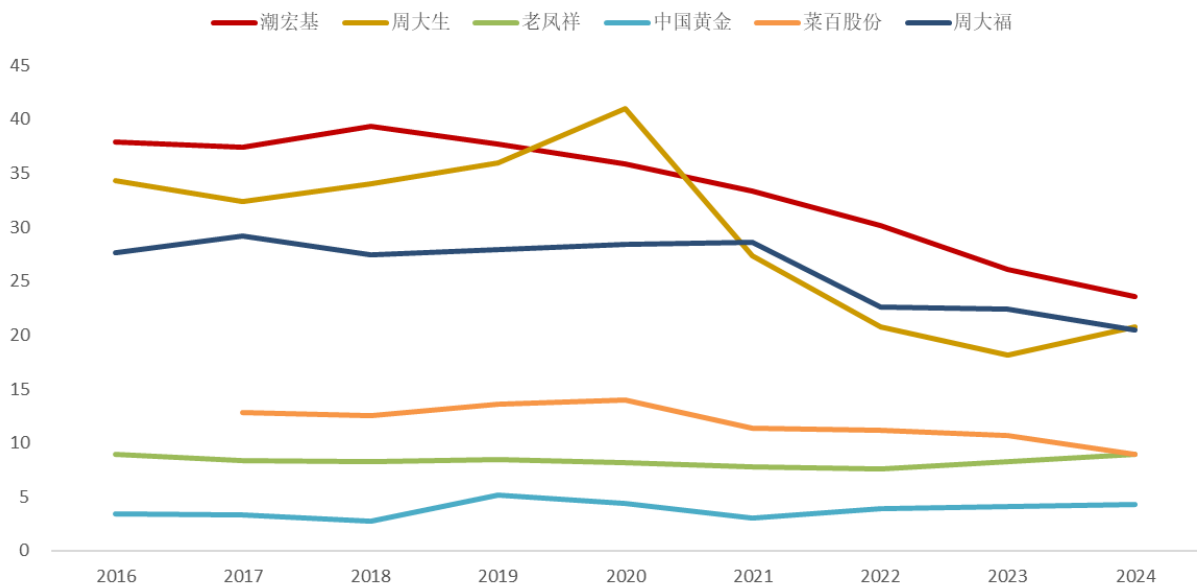
资料来源：《2025 年中国金饰消费趋势洞察》，东莞证券研究所

注：由于样本和方法差异，无法直接比较这两个结果，仅作参考示意

3、工艺迭代，古法金市场快速崛起。

金价飙升的背景下，消费者偏好正发生显著转变，黄金首饰行业呈现出结构性分化。根据中国黄金协会数据，上海黄金交易所 Au9999 黄金 2024 年末收盘价达到 614.80 元/克，较年初上涨 27.87%，全年均价同比提升 22.14%，金价强势上行对终端消费产生挤压效应。全年我国黄金消费量为 985.31 吨，同比下降 9.58%，其中黄金首饰消费 532.02 吨，同比大幅下滑 24.69%，而投资属性更强的金条及金币消费则逆势增长 24.54%至 373.13 吨，显示黄金需求的重心正在由“消费”向“投资”转移。在此背景下，黄金饰品企业普遍面临需求下行与毛利率承压的双重挑战，但部分龙头企业通过古法工艺、轻量化设计等方式提升产品附加值，实现盈利能力的逆势修复。例如，中国黄金、老凤祥、周大生等品牌依托工艺升级与差异化定位，在行业分化加剧的格局中维持甚至提升了毛利水平。

图 9：2016 年至 2024 年主要中国黄金珠宝上市公司毛利率变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

黄金加工工艺迭代。足金珠宝按加工技术可分为古法黄金珠宝、硬金珠宝及普通黄金珠宝。

普通黄金珠宝是指通过冲压、车花、抛光等常规加工技术制作成的纯金饰品，在现代可完全由自动机器完成。黄金饰品行业早期依赖铸造、焊接、抛光等传统加工方式，产品侧重保值和基础装饰功能，设计形态相对单一。企业盈利高度依赖黄金价格与克重逻辑，消费者亦以重量和价格为优先考量，对设计性与文化价值诉求较弱。

伴随消费升级与工艺进步，2010年后3D硬金技术逐步成熟，通过提高金含量、pH值、工作温度、有机发光剂含量、电铸熔液搅拌速度等方式可显著提高黄金硬度，克服了传统金饰柔软易变形的限制。硬金工艺拓展了设计边界，实现更立体、轻巧的产品形态，也增强了佩戴实用性，行业由“以重定价”向“以设计定价”初步转型。

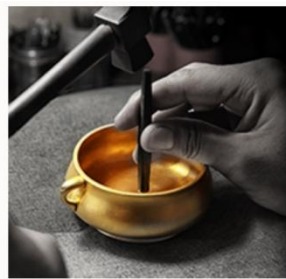
近年来，面对金价持续走高与文化自信增强的市场环境，古法黄金工艺快速崛起。与追求硬度和现代感的3D硬金不同，古法金以锤揲、錾刻、掐丝、搂胎等传统手工技艺为核心，强调匠造质感与东方审美。由于所有的古法黄金珠宝均需要手工制作，部分加工步骤需要熟练工匠手工制作，古法黄金珠宝的生产通常较普通黄金珠宝更为昂贵及耗时。古法金产品契合年轻消费群体对“国潮”文化与身份认同的追求。

图 10：老铺黄金部分古法工艺示意图



接胎

『眼、手、心』配合，全神贯注，用锤具手工敲击金片成型，敲成形制标准，器型规整，薄厚均匀。



锤揲

又称『打作法』、『金属敲花法』。锤揲修饰金器细节造型与图案，使金器肌理朴实，质感浑厚，精美细腻，灵气饱满。



錾刻

以『摆、悬、捻、摊』等錾法，配合『敲、点、打、斩』的锤技，在金胚表面手工凿出图案或纹饰。



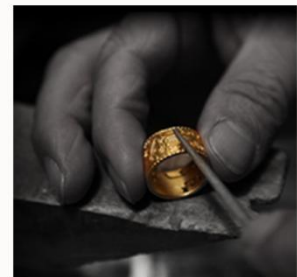
镶嵌

包括『镶宝石』和『嵌素金丝』，以『锉、搂、闷、打、崩、挤』等纯手工技法，将金丝、金片或珊瑚等珠宝嵌入凹槽内，最后打磨平整。2008年被列入国家非物质文化遗产名录。



花丝

纯手工将黄金抽成极细丝状，通过『堆、垒、编、织、拍、填、攒、焊』八大手工技法完成。编丝成器，美轮美奂，宛若天工。2008年被列入国家非物质文化遗产名录。



修金

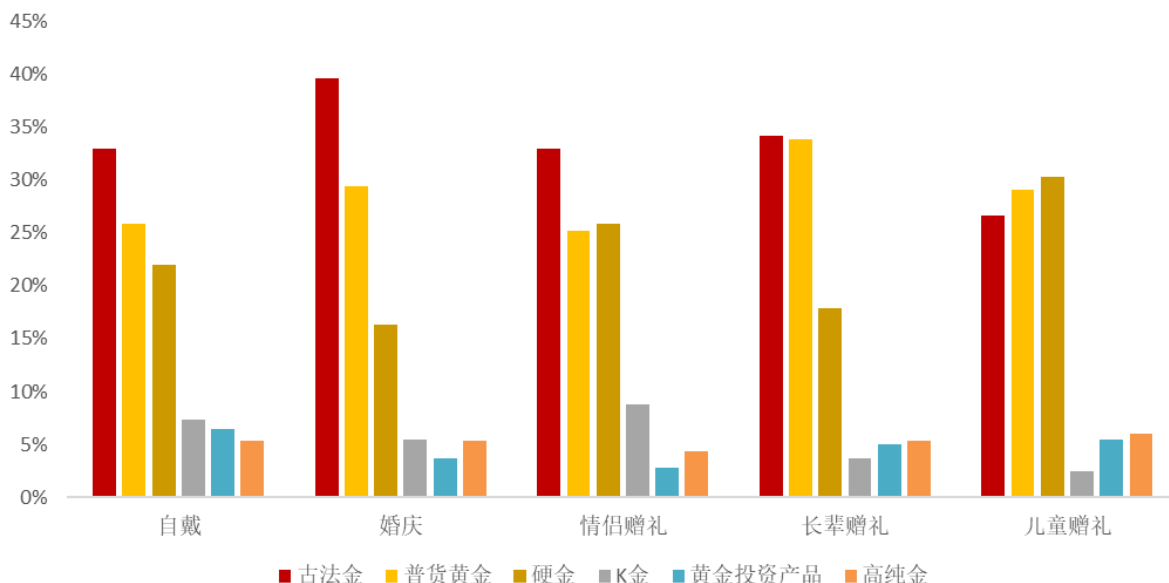
用专用工具，纯手工打磨、抛光金器表面，使金器表层平整，质感醇厚静美，呈现熠熠生辉的光泽效果。

资料来源：老铺黄金官网，东莞证券研究所

古法、硬金等工艺产品已成为主流。相较前两阶段，古法金不仅在美学层面实现显著差异化，更通过工艺溢价突破了对金价波动的依赖，带动品牌盈利模型优化与定价能力提升。从各类珠宝消费场景的实际消费来看，古法工艺黄金产品在自戴、婚庆、长辈及情

侣赠礼等主要消费场景中已成为主要选择，硬金产品同样是热门选择之一。

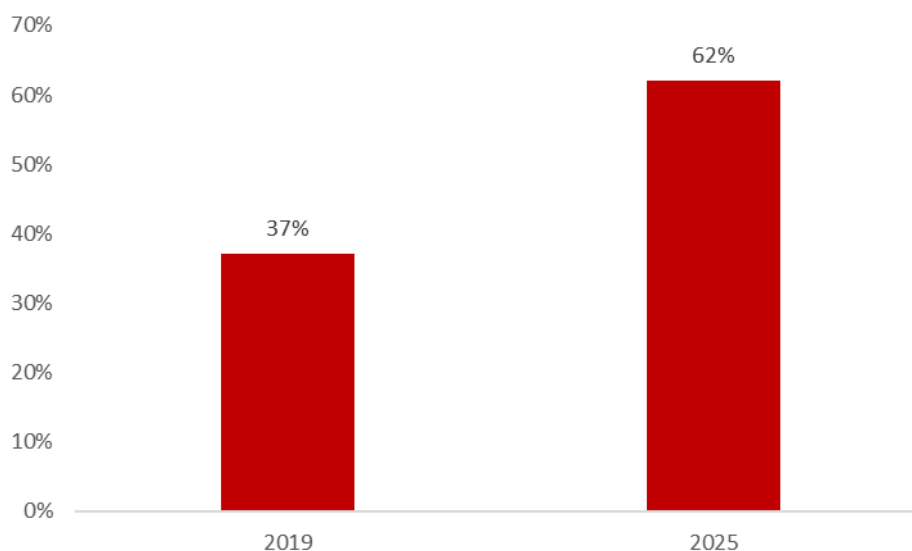
图 11：古法金和硬足金产品在各类珠宝消费场景中已成为热门选择



资料来源：《2024 年中国金饰零售市场洞察》，东莞证券研究所

国潮崛起背景下文化传承与奢侈定位共同推动古法黄金的高速发展。古法黄金工艺源自中国传统工艺，赋予产品独特的东方美学与文化厚重，更强调文化认同与情感寄托。近年来，中国国潮兴起也推动年轻一代消费观念转型，从“投资保值”转向“文化+审美”，年轻一代更愿意为东方美学和个性表达支付溢价，带动古法黄金在年轻群体中快速渗透。根据《2025 年中国金饰消费趋势洞察》报告，2025 年世界黄金协会调查的年轻受访者拥有足金饰品的比例达 62%，而 2019 年的调查中该比例为 37%。未来，古法黄金市场有望在文化驱动、奢侈品化与国潮赋能的多重作用下持续扩容，成为黄金首饰行业最具成长性的细分品类，并推动行业竞争格局从价格比拼转向文化与价值竞争。在国潮浪潮下的共振结果。其工艺源自中国传统金工技艺，如篆刻、鎏金、锤揲等，赋予产品独特的东方美学与历史厚重感，使消费者在购买时不仅追求佩戴效果，更强调文化认同与情感寄托。在全球奢侈品逻辑下，古法黄金逐步摆脱了“按克计价”的单一模式，依靠工艺价值、文化叙事和限量化设计实现了溢价空间的拓展，呈现出向奢侈品化演进的趋势。未来，古法黄金市场有望在文化驱动、奢侈品化与国潮赋能的多重作用下持续扩容，成为黄金首饰行业最具成长性的细分品类，并推动行业竞争格局从价格比拼转向文化与价值竞争。

图 12：世界黄金协会专项调查中年轻消费者拥有金饰比例变化

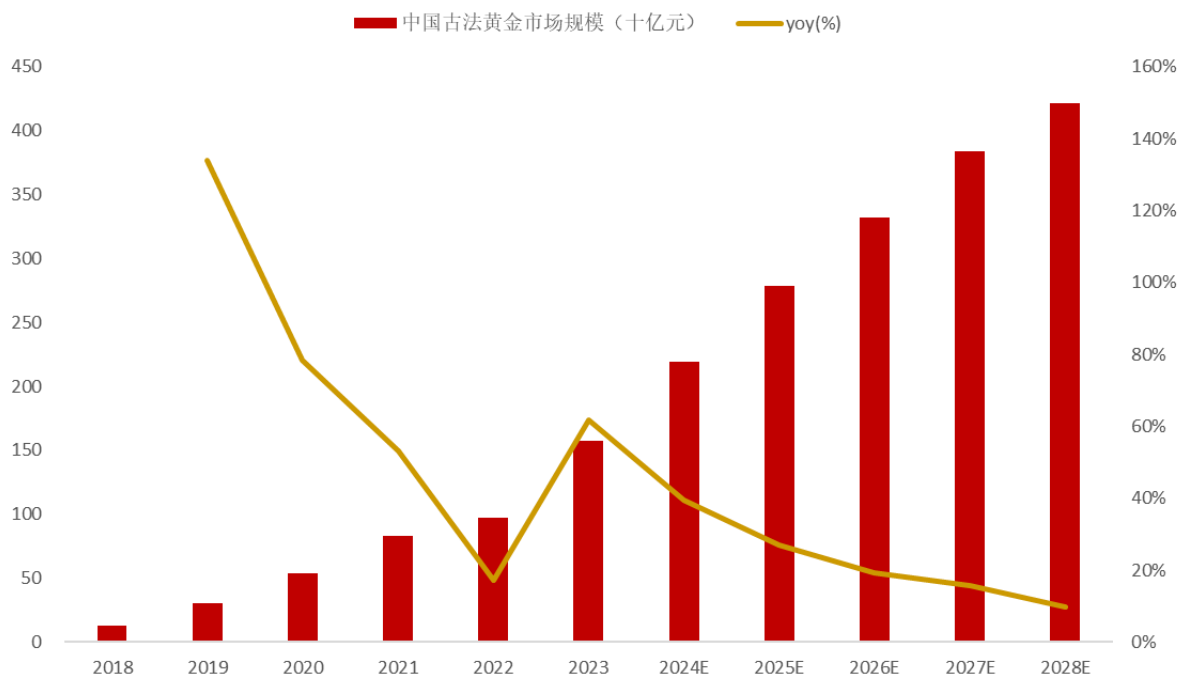


资料来源：《2025 年中国金饰消费趋势洞察》，东莞证券研究所

注：由于样本和方法差异，无法直接比较这两个结果，仅作参考示意

近几年古法黄金珠宝市场保持快速增长。近年来，古法黄金珠宝凭借吉祥文化意义和美学设计吸引了年轻消费者的目光。由于主流消费群体转向年轻一代和消费者偏好升级，古法黄金珠宝按销售收入计的市场规模由 2018 年的 130 亿元飙升至 2023 年的 1,573 亿元，复合年增长率为 64.6%。尽管受疫情影响而导致 2022 年中国部分线下黄金珠宝零售店暂时性及区域性停业，但由于 2017 年至 2022 年市场的强劲增长抵销了疫情的影响，主要因为古法黄金珠宝在年轻一代的受欢迎程度提高、消费者偏好升级，以及在面临不确定性时，黄金经常被视为避险投资，所以古法黄金珠宝市场于 2022 年仍保持正增长。古法黄金珠宝市场预期将于 2028 年达人民币 4,214 亿元，2023 年至 2028 年复合年增长率为 21.8%。

图 13：2018 年至 2028 年中国古法黄金珠宝市场按销售收入划分的市场规模情况

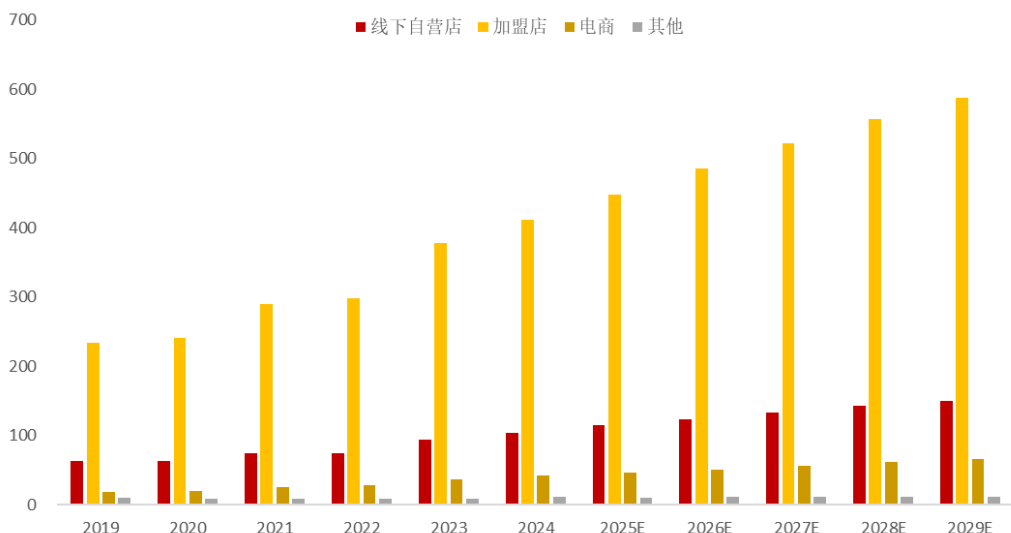


资料来源：老铺黄金招股说明书，东莞证券研究所

4、国内黄金珠宝行业竞争格局

黄金饰品竞争激烈，龙头公司普遍以渠道为主要战场。黄金珠宝作为高价值商品，线下销售占比普遍较大，公司库存及资金压力大，当前黄金饰品行业竞争仍以渠道竞争为主。传统黄金珠宝龙头公司普遍采用加盟制，门店数量与业绩挂钩。截至 2024 年，中国黄金珠宝市场中加盟渠道市场规模达 4115 亿元，占有所有渠道市场规模的 72.35%。从趋势上看，2019 年至 2024 年黄金珠宝行业渠道格局延续加盟主导的趋势，但不同渠道的发展动能出现分化。加盟渠道在龙头扩张带动下仍维持绝对优势，但其增速已呈现边际放缓迹象；直营渠道则在头部品牌强化品牌调性与服务体验的推动下，逐步成为提升品牌价值和平效的重要抓手；电商渠道近五年复合增速最快，尤其受到年轻消费群体偏好推动，预计到 2029 年电商渠道市场份额有望突破 11%。整体来看，未来渠道格局将逐渐从单一的加盟扩张转向“多元并存”，头部企业在维持加盟规模的同时，将加大直营与电商投入，以实现对新世代消费群体的精准触达。

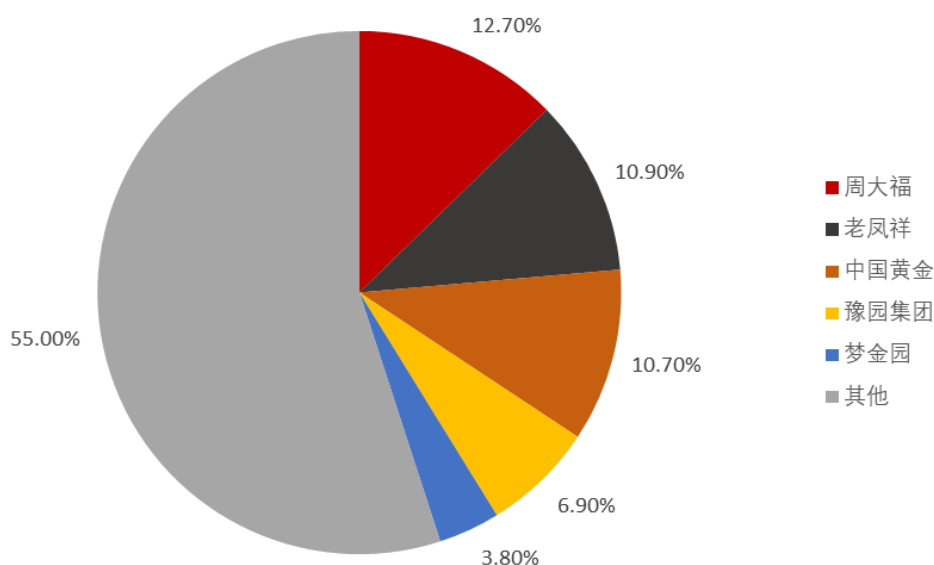
图 14：按渠道、收入划分中国黄金珠宝市场规模（十亿元）



资料来源：周六福招股说明书，东莞证券研究所

行业集中度较高。黄金珠宝行业市场集中度较高，周大福、老凤祥、中国黄金、豫园集团、梦金园等前五大企业按黄金珠宝销售收入计算的市场份额合计达到 45%。我们认为高集中度的原因在于（一）行业龙头普遍采取大规模加盟扩张策略，在过去充分享受到了渠道红利，通过广泛的线下门店网络实现对低线城市和县域市场的渗透，快速提高市场覆盖率；（二）黄金饰品作为高价值商品，消费者倾向于选择具有悠久历史和公信力的龙头品牌；（三）头部企业在供应链整合、工艺升级和营销投入方面具备规模优势，能够实现成本控制与产品创新的双重领先。

图 15：2023 年中国黄金珠宝市场按黄金珠宝销售收入划分的市场规模情况



资料来源：梦金园招股说明书，东莞证券研究所

5、投资策略

首次覆盖，给予行业“标配”的投资评级。近年来黄金珠宝市场整体增长放缓，但结构性机会仍存。金价飙升的背景下黄金饰品需求阶段性承压，但投资性需求大幅增长。此外消费者偏好正发生显著转变，古法工艺黄金市场规模快速增长。古法黄金工艺赋予产品独特的东方美学与文化厚重，同时在奢侈品逻辑下古法黄金成功摆脱了“按克计价”的售卖方式，转而通过手工工艺、文化叙事和古今结合的特殊设计拓展附加价值，有望在金价高企的背景下保持快速增长。从渠道角度看，黄金珠宝行业渠道红利尚未结束，未来渠道格局将逐渐从单一的加盟扩张转向“多元并存”，受到年轻消费群体偏好推动，头部企业在维持加盟规模的同时，将加大直营与电商投入，有望带动黄金珠宝市场稳步扩张。当前黄金珠宝行业集中度较高，“渠道为王”背景下建议关注加盟门店数量较多、布局优质点位的老凤祥、中国黄金、潮宏基、周大生、菜百股份等。

表 2：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/8/27）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
600612	老凤祥	47.37	3.73	3.22	3.54	12.70	14.71	13.38	增持	首次
600916	中国黄金	8.14	0.49	0.53	0.62	16.61	15.36	13.13	增持	首次
002345	潮宏基	14.36	0.22	0.56	0.67	65.27	25.64	21.43	增持	首次
002867	周大生	13.10	0.92	1.01	1.13	14.24	12.97	11.59	持有	首次
605599	菜百股份	15.16	0.92	1.04	1.14	16.48	14.58	13.30	买入	首次

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6、风险提示

(1) 黄金价格震荡风险。黄金作为黄金珠宝首饰主要原材料，价格受到多重影响因素，若金价原材料上涨过快，传导黄金珠宝首饰价格上涨，消费者消费需求意愿降低，将对黄金珠宝企业盈利能力产生不利影响。

(2) 市场竞争加剧风险。随着市场总体增速放缓，高企的金价导致金店关店数量大于开店数量，行业整体面临收缩压力。同时，产能过剩、品类单一、缺乏创新等问题加剧了同质化竞争，企业间频繁的价格战进一步压缩了利润空间。电商渠道的崛起和异业竞争者的进入，使得传统黄金珠宝零售企业面临前所未有的挑战。

(3) 终端黄金珠宝消费疲软风险。在当前整体宏观环境下，黄金珠宝作为非必需品，如果居民购买力持续减弱，购买意愿预计低迷，将对黄金珠宝企业业绩产生不利影响。

(4) 国际竞争格局变化风险。全球头部珠宝企业通过强化产品设计和品牌力保持增长，中国本土企业在海外市场的拓展面临文化差异和品牌认知度等挑战。与此同时，印尼、印度等新兴市场的快速增长吸引了国际资本，可能分流部分行业资源和投资机会。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn