

黄金珠宝系列专题九

应对金价波动，以复盘对比 2013 年“抢金潮”为参考

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码：S0980522120001
证券分析师：	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090004

事项：

近期，金价出现较大幅度波动，美东时间 COMEX 黄金开年至 1 月 29 日涨幅为 12.28%，但 1 月 30 日单日录得跌幅 8.35%。市场较为关心金价波动如何影响黄金珠宝终端零售。本篇报告以 2013 年“抢金潮”为镜鉴，结合当前黄金珠宝市场新特征，为投资者提供应对金价波动、优化资产配置与投资策略的参考。

国信零售观点：1、首先，本报告所述的“抢金潮”特指 2013 年 4 月，金价经历长达十余年牛市后出现快速下跌的背景下，国内发生的相对集中、大规模购买黄金产品的现象。

2、彼时的影响和特点包括：1) 金银珠宝社零增速在 2013 年 4 月显著上升，达到 72.16%，并且从数据看，增长至少延续了数月，并非市场担心的转瞬即逝；2) 显著拉高了相关公司的年度业绩，如六福集团 2014 财年收入、净利润均创下历史新高；3) 后续两年金价持续震荡走弱，一定程度上透支了消费，2014-2016 年金银珠宝社零最终实现 0.04%/7.3%/0% 的增长表现。

3、2026 年本轮金价波动与 2013 年的周期共性：1) 共性之一在于金价下跌前同样实现了持续数年的上行，强化了居民对于黄金产品长期保值增值的认同感，因此下跌初期预计同样会出现较为集中的消费热度。2) 共性之二在于如果金价出现持续性的盘整走弱，预计以投资偏好为重的消费需求下滑，影响行业增速。不过目前金价仅是短期数日的调整，后续需进一步观察，下此结论尚早。

4、2026 年本轮金价波动与 2013 年的结构差异：1) 从投资性需求的角度看，触发逻辑不同，本轮购金热潮实际上在金价连创新高的背景下已经逐步发生，核心驱动力并非短期抄底的获利，而是**对资产配置优化、财富保值和传承的追求，是更为长期的行为。**2) 从消费属性看，其**市场韧性主要建立在产品工艺、品牌叙事和消费场景的多元化之上，是消费者对于悦己或文化认同的追求。**去年以来以老铺黄金为代表的多家企业一口价产品的高双位数到三位数的同店增长为此提供了佐证。3) 企业增长的内核改变，从渠道生意转为产品驱动，更有动力和能力摆脱对金价波动的过度依赖，构建相对独立于金价的“附加值护城河”。

总体而言，与 2013 年的“抢金潮”对比，当前金价波动对黄金珠宝零售的影响：不变的在于对市场短期情绪影响；变的在于行业增长逻辑转向依赖产品创新、工艺进步和文化叙事能力带来的“α 收益”。

建议关注两个投资方向：一是，参考 2013 年金价回调后带来抢购潮并延续数月的投资购买热情，因此短期业绩有望进一步加速增长的标的，如投资金条+饰品双业务的**菜百股份**；具备价差优势并且港澳经营能力突出的**六福集团**；二是，近年来产品设计或差异化能力较好或综合优势明显的头部企业，如**老铺黄金**、**潮宏基**、**六福集团**、**周大福**等。

评论：

◆ 复盘 2013 年金价高位波动对黄金珠宝市场的影响

一、短期刺激黄金产品购买需求带动“抢金潮”

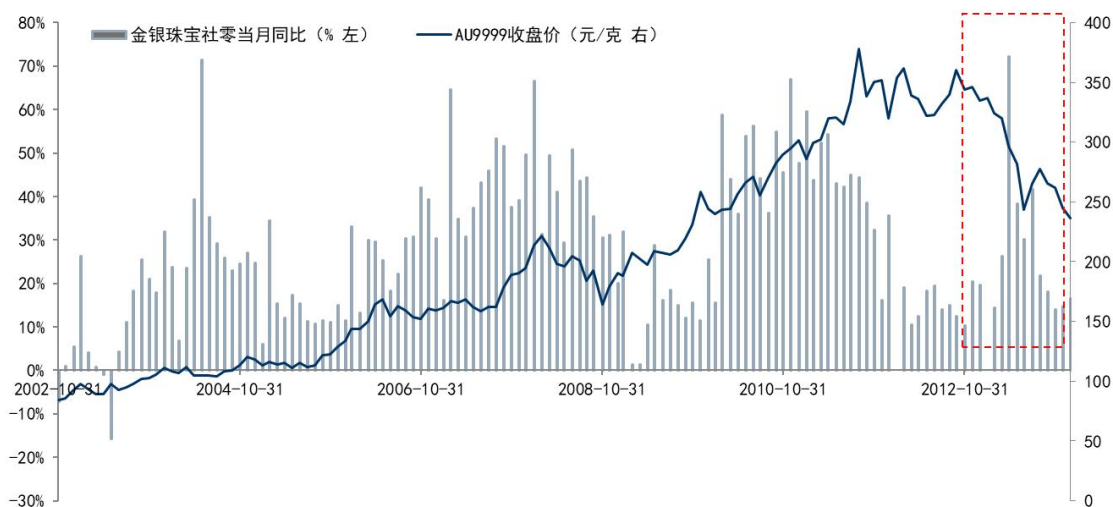
2002 年 10 月 30 日，上海黄金交易所正式运行，此后中国黄金市场迎来十余年牛市。至 2012 年 10 月 30

日，沪金 AU9999 收盘价 344.29 元/克，区间涨幅 312.22%。且其中除了 2008 年录得 2.38% 的跌幅外，其余年份均为收涨。伴随着中国消费力的上行，此阶段中国珠宝社零消费数据同样增长较好。

2012 年 11 月开始，整体金价震荡走弱，沪金 AU9999 在 2013 年 4 月 15/16 日分别录得单日 7.03%/5.22% 的较大幅度跌幅，**但短期更进一步刺激了居民对于黄金的购买热情**。据国家统计局数据，2013 年 4 月金银珠宝类社零同比增速 72.16%，较 3 月 26.3% 的增速显著提升。

最终直至 2013 年底，全年沪金跌幅 29%，而全年黄金消费量达到 1176.4 吨，增长 41.4%，中国首次超越印度成为全球最大黄金消费国。据中国香港特区政府统计，2013 年内地从香港的黄金进、出口量分别为 1108 吨、474 吨，均创历史新高。

图1：2002-2013 年沪金 AU9999 月度收盘及金银珠宝社零增速



资料来源：Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

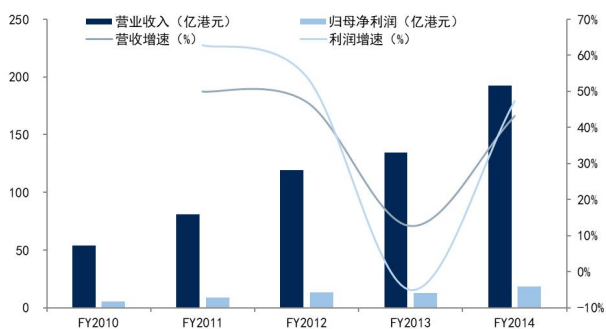
以上便是 2013 年抢金潮的首个影响特征：**显著刺激了居民“抄底”的购买意愿，并且至少延续了数月。最终 2013 年金银珠宝社零增速 25.8%，较 2012 年 16% 的增长加速 9.8pct。**

二、显著拉动企业年度业绩增长

我们选取几家具有代表性的企业看：六福集团 2013 年 4 月至 2014 年 3 月财年的收入 192.15 亿港元，同比增长 43.3%，归母净利润 18.65 亿港元，同比增长 50%，创下历史新高。正如公司在财报中表示，“2013 年 4 月及 6 月金价急速下跌引发抢金潮，带来黄金产品需求飙升。另外，金价持续处于较低水平，带来抢金潮之后黄金销量亦能维持不错升幅数月之久”。

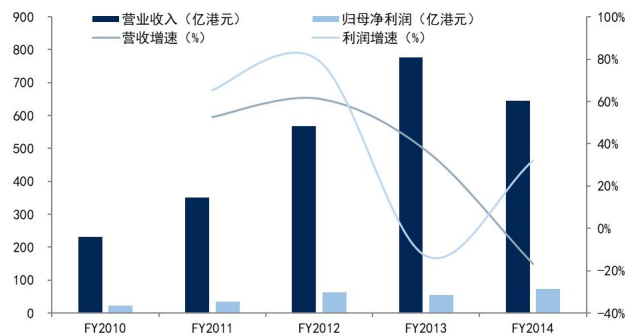
周大福 2013 年 4 月至 2014 年 3 月财年的收入 774.07 亿港元，同比增长 34.8%，受益于抢金潮，使得市场氛围改善。取得归母净利润 72.72 亿港元，同比增长 32.1%。

图2: 六福集团 2010-2014 财年业绩 (亿港元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 周大福 2010-2014 财年业绩 (亿港元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

三、后续持续的金价走弱，导致中短期有所透支行业需求

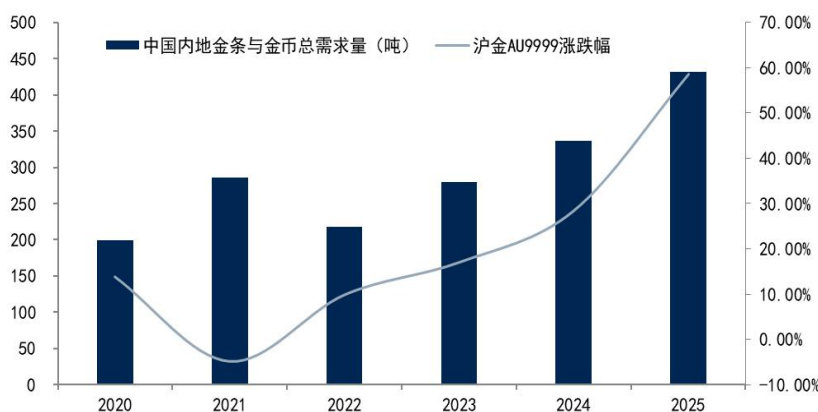
回顾 2013 年抢金潮的重要原因之一，在于金价经过十余年上涨后的大幅度回调而产生的抄底行为，其隐含预期便是后续金价会继续回弹上涨。不过 2013-2015 年金价呈现中期走弱趋势，沪金 AU9999 当年分别同比下跌 29%/上涨 1.19%/下跌 7.3%，在未有如期的金价反弹情况下，前期的“抢金潮”一定程度上透支了部分黄金消费需求。据国家统计局数据，2014 年金银珠宝社零同比仅增长 0.4%，增速是过去十年的最低值，其中 3-7 月出现负增长。但进入 2015 年后，整体珠宝消费便实现同比复苏，当年金银珠宝社零同比增长达到 11.1%。

◆ 2026 年本轮金价波动下的需求端结构性差异

一、投资性需求角度：从短期抄底获利行为到资产配置优化、财富保值和传承的长期行为

正如开篇所述，本轮购金热潮实际上在金价连创新高的背景下已经逐步发生。以投资金业务占比较高的菜百股份为例，其 2024 年/2025 年前三季度营收分别同比增长 22.24%/33.41%，其中贵金属投资业务增速更快。2025 年全年预计实现归母净利润 10.6-12.3 亿元，同比增长 47.43%-71.07%。

图4: 近年来投资性购金需求随着金价上涨逐步走高



资料来源: Wind、世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

此外，据世界黄金协会数据，2025 年四季度，国内金条金币需求量环比增长 61%，同比增长 42%。2025 年全年累计购入 432 吨金条，同比增长 28%，创年度新高。以上实际上反映了消费者核心驱动力并非短期抄底的获利，而是对资产配置优化、财富保值和传承的追求，是更为长期的行为。这意味着消费者首先会延

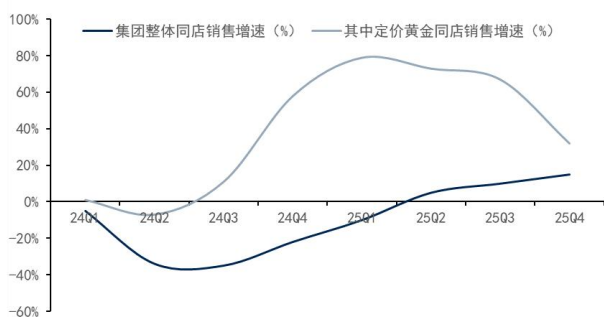
续逢低买入投资性黄金产品的行为，其次长期配置主张下如果出现类似 2013 年抢金潮之后的金价中短期疲弱情况，预期对后续消费的透支有限。

二、消费性需求角度：产品叙事逻辑主导下受金价短期波动影响较小

从上市公司过去两年公布的经营数据看，以差异化品牌/产品定位布局，并建立了品牌心智的企业，在高金价的背景下反而取得了较高的增长表现。例如老铺黄金凭借高端东方古法黄金定位和精湛的工艺，2025 上半年实现营收 123.54 亿元，同比增长 251%，归母净利润 22.68 亿元，同比增长 286%。潮宏基凭借年轻时尚的产品设计和非遗工艺，2025 年全年预计实现归母净利润 4.36-5.33 亿元，同比增长 125%-175%。

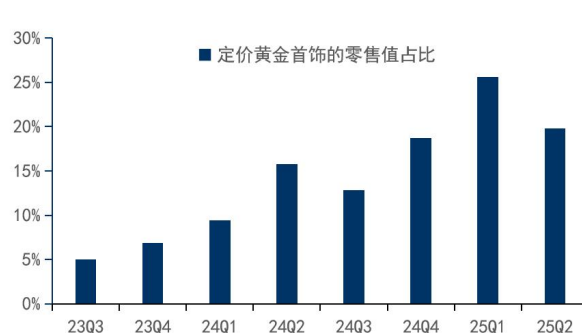
具体品类中，一口价黄金产品本身工费和品牌溢价率较高，但增长较快。如六福集团最新 2025 年 10-12 月经营数据中，定价黄金产品同店销售在高基数情况下增长 32%，其中金镶钻系列更是增长达到 66%。这侧面反映了消费者愿意为产品设计或文化认同买单。

图5：六福集团定价黄金的同店销售表现较好



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：周大福定价黄金首饰对整体零售值的贡献提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

据此行业发展逻辑，我们认为短期的金价波动相对于前一阶段，对黄金消费性需求造成的影响相对较小，比如悦己、送礼等。反而金价的高位回调，有可能会进一步刺激观望的需求释放。典型的案例便是 2025 年 10 月 20 号开始的金价回调至 12 月底的低位横盘，而 2025 年四季度金饰需求反而展现韧性，总额达到 778 亿元，同比增长 19%。六福集团、周大福等企业四季度定价黄金产品亦实现较高的同比增长。如周大福 2025 年 10-12 月中国内地定价首饰的零售值同比增长 59.6%，较 7-9 月加速 35.4pct。

不过，我们也不可否认，消费者购买定价黄金首饰热情的背后多少也隐含着对于黄金长期保值增长的认同。如果后续金价出现类似 2013-2015 年中期走弱趋势，也可能对行业消费造成不利影响。但目前来看，金价持续走弱的可能性以及消费者角度的相关预期并未明确出现。

◆ 投资建议：

总体上而言，与 2013 年的“抢金潮”对比，当前金价波动对黄金珠宝零售的影响：不变的在于对市场短期情绪影响；变的在于行业增长逻辑转向依赖产品创新、工艺进步和文化叙事能力带来的“α 收益”。

建议关注两个投资方向：一是，参考 2013 年金价回调后带来抢购潮并延续数月的投资购买热情，因此短期业绩有望进一步加速增长的标的，如投资金条+饰品双业务的菜百股份；具备价差优势并且港澳经营能力突出的六福集团；二是，近年来产品设计或差异化能力较好或综合优势明显的头部企业，如老铺黄金、潮宏基、六福集团、周大福等。

◆ 风险提示：

消费景气度不及预期；金价大幅波动；市场竞争环境恶化；加盟商经营管理不善。

相关研究报告：

- 《黄金税收新政解读-规范用途+税率明确，优选品牌及产品力突出的珠宝企业》 ——2025-11-02
- 《商贸零售行业双周报-周六福招股书梳理，关注黄金珠宝板块投资机会》 ——2025-07-15
- 《IP 潮玩系列报告-潮玩品牌 52TOYS 港股递表，有望进一步提振板块情绪》 ——2025-05-26
- 《黄金珠宝行业 2024 年及 2025 一季度财报总结-加速向产品驱动转型增长，门店层面更重视单店效益》 ——2025-05-09
- 《商贸零售行业双周报-老铺黄金招股书梳理，古法黄金珠宝龙头》 ——2024-07-15

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032