

## 社会服务

### 金价大涨后黄金股分化，寻找制度&模式红利 $\alpha$

- ◆ **事件：**近期金价持续高位震荡，但黄金珠宝板块表现显著分化。2025年11月1日起，财政部、税务总局《关于黄金有关税收政策的公告》正式执行。该政策通过“按用途+按渠道”差异化征税，实质上利好上金所会员单位及全直营模式企业。我们预计，随着税改红利释放及避险情绪升温，行业将从普涨转向寻找高确定 $\alpha$ ，具备差异化商业模式与政策护城河的龙头标的将迎来估值与业绩的双升。
- ◆ **产业链逻辑分化，关注下游零售端的结构性机会。**金价上涨并非利好所有环节：上游矿企受金价弹性驱动最为直接，但估值已处于相对高位；中游加工环节因原料成本抬升及订单萎缩持续承压；下游零售端则陷入价格高企抑制婚庆刚需的陷阱。在金价高位运行常态化背景下，具备非刚需消费属性、高毛利定价权的品牌，以及手握大量低价存货增值的直营标的，将显著优于行业平均水平。
- ◆ **税改红利加速行业洗牌，直营龙头有望实现降维打击。**政策明确提及：①渠道差异化征税：上金所会员单位在场内采购投资金可享受即征即退及全额抵扣，而加盟商或非会员采购成本实际增加6%左右；②成本转嫁能力：非会员单位被迫涨价以对冲税收成本，导致终端价差拉大。在税改政策背景下，只有“上金所会员单位+直营+投资金占比高”的标的能完全消化政策红利，这种价格优势将驱动市场份额加速向头部直营品牌集聚，形成极强的竞争壁垒。
- ◆ **曼卡龙存货价值重估，业绩弹性显现。**①存货重估带动盈利超预期：由于公司持有较大规模的黄金原材料及成品库存，金价上涨直接带来存货价值重估，显著增厚报表利润。②差异化定价稀释成本压力：区别于传统按克计价模式，曼卡龙主打“一口价”轻奢及IP联名产品，其终端售价对金价波动的敏感度较低，高溢价空间有效锁定了金价上涨带来的成本红利。③线上渠道加速存货周转：凭借超55%的线上收入占比，公司存货周转效率有望逐步提升。我们认为，在金价单边上涨背景下，曼卡龙的模式将显著增厚业绩和提振估值。

投资评级

增持

维持评级

#### 行业走势图



#### 作者

裴伊凡 分析师  
SAC执业证书: S0640516120002  
联系电话: 010-59562517  
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师  
SAC执业证书: S0640525040003  
联系电话:  
邮箱: guonw@avicsec.com

#### 相关研究报告

中航社服行业周报: 内需主线明确, 冰雪游与免税消费率先修复 —2025-12-29  
迪士尼授权 Sora, 内容生产与版权体系迎来范式转变 —2025-12-14  
中航社服行业周报: 从端侧入口到智能体执行, 国产 AI 应用化提速 —2025-12-07

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

- ◆ **菜百股份作为行业稀缺的全直营标的，有望充分受益于金价上涨及税改政策。**
  - ①**直营模式锁定存货增值**：公司坚持 100%直营，所有黄金存货均沉淀在上市公司表内。相比加盟模式（增值收益留存于加盟商），菜百能够全额享有金价上涨带来的毛利增厚，公司预计 2025 年净利润同比增长率达 47%-71%。
  - ②**上金所会员资质强化成本优势**：依托上海黄金交易所综合类会员身份，公司具备直接采购国库金的资质；在 2025 年 11 月黄金税改后，其采购端税收抵扣优势进一步凸显，配合库存红利，终端价格竞争力持续领先。
  - ③**投资金重仓有望提振 ROA**：公司投资金占比高，在金价单边上行的背景下，大克重产品的高周转有望带动整体资产回报率的提升。
- ◆ **投资建议**：本次板块行情正是基于制度性溢价与模式升级的重新定价。未来有望看到行业集中度进一步提升，尤其是北京等高净值地区的消费韧性将持续显现。建议关注：**【曼卡龙】**（一口价轻奢模式、Z 世代 IP 联名、培育钻石题材）；**【菜百股份】**（上金所会员资质、100%直营、投资金占比高）。

**风险提示**：金价剧烈波动风险、终端消费复苏不及预期、税收执行细则变动。

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

### 销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003  
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637