浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

稳增长、低估值、高股息

——黄金珠宝产业链投资价值梳理

行业评级：看好

2024年3月22日

分析师 汤秀洁

证书编号 S1230522070001

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

摘要——黄金珠宝核心问题解读

■ **稳增长：16-23年黄金珠宝零售规模CAGR 4.6%至8400亿，受益于行业集中度提升，龙头品牌年均增速集中15%-20%，增量来自新开店+同店增长。**

✓ **经销商角度：龙头为什么能持续开店——黄金珠宝店铺投资回报率高，经销商开店意愿强且更愿意加盟头部品牌。**

①生意模式：黄金珠宝生意模式佳，其门槛主要是初始投资额高，中等规模店铺通常初始投资500-800万元（70%-80%为黄金铺货额）。黄金库存的风险低、易变现、且有升值机会；渠道稳定，受线上化冲击风险小等。

②行业竞争：渠道力、产品力多角度对比，大品牌＞小品牌＞白牌，集中度提升，CR10由16年的19%提升至23年的37%。

✓ **需求角度：投资需求旺，2019年至24/3/8金价涨约70%；婚庆需求回升，结婚数企稳且“钻石”转向“黄金”；悦己需求高增，工艺变革审美崛起。**

①投资需求：与金价趋势密切相关，伦敦现货黄金价格从19年初至24/3/8累计上涨70%，同期上海现货金价涨幅78%，黄金保值增值概念深入人心。

②婚庆需求：我们认为13年-22年结婚对数从1347万对降至684万对，主要系90后较80后平均初婚年龄推迟4岁，以致出现“断档期”，随着90后进入初婚高峰期，结婚对数有望企稳甚至反弹；叠加22年至今钻石价格跌幅较大，“三金一钻”消费习俗有望转向“纯黄金”消费。

③悦己需求：5D/5G/古法金等新工艺使得黄金佩戴属性大幅提升，5D/5G/古法金等新工艺黄金占比从17年25%提升至20年49%，且新工艺黄金的加工费、毛利率较普金更高（工费较普货黄金可高出50%+），能有效提升门店端毛利率。

■ **低估值：较纯粹黄金标的的估值中枢集中当年10-15X PE，系行业增速偏低、无成长性赛道溢价；克重黄金销售额占比高则略显同质化，偏渠道估值。**

✓ **黄金门店兼具渠道和品牌的双重属性——**①渠道属性：黄金饰品行业存在同质化、低毛利率等特点。且金价上涨时消费者增值意愿更强，低毛利率的克重黄金占比通常会提高，渠道性被突出。②品牌属性：龙头品牌天然信任感强+设计差异化+工费溢价更强。

✓ **什么情况下黄金珠宝估值有望突破——凸显品牌属性而非渠道属性，当品牌在行业中形成较为独特的市场认知或具备极强的运营效率，有望提估值。**
例如：①一口价黄金/镶嵌饰品占比提升，凸显品牌差异化；②品牌使用费提升，凸显品牌力；③展店速度快或门店模型优化等，凸显运营效率。

■ **高股息：部分龙头具备20%ROE和3%-5%股息率，主要系经销加盟模式（老凤祥和中国黄金97%加盟、周大生94%加盟）偏轻资产资金占用少、直营模式单店模型优秀，叠加强者恒强的竞争格局，龙头分红有底气。**

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

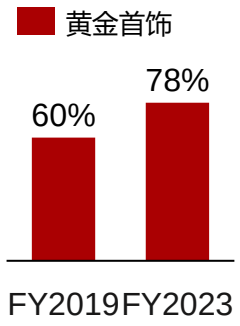
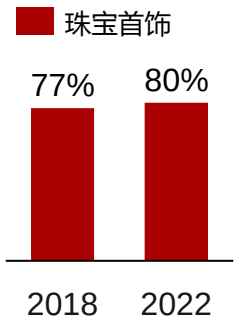
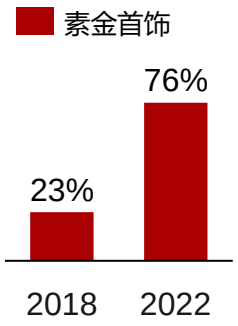
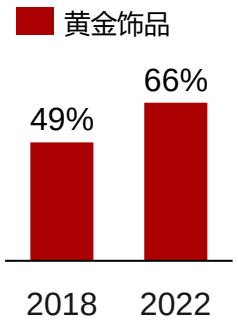
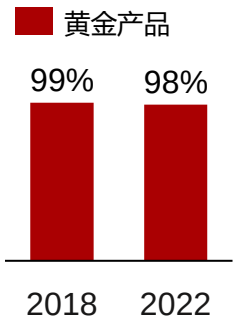
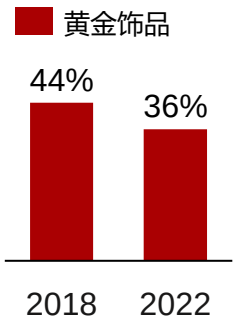
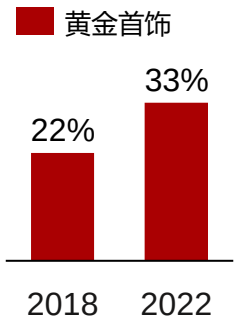
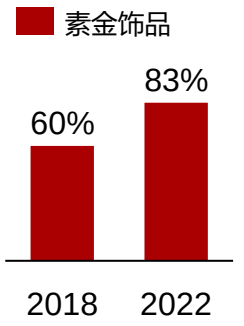
摘要——黄金珠宝品牌龙头一览

- **周大福：2023财年收入832亿元、净利润47.1亿元，截止2023财年末门店7519家（76%加盟）。**创立于1929年的百年老品牌，起步于广州腾飞于香港；2018年推出“新城镇战略”，向低线城市扩张，目前正走在多品牌珠宝集团的路上。
- **老凤祥：2022年收入630亿元、净利润17.0亿元，截止2022年末门店5609家（97%加盟）。**创立于1848年具有170余年历史的上海老品牌，2019年参与上海区域性国资国企综合改革试验，2020年推行职业经理人制度，采取省代大家长模式，目前在推动经销商持股。
- **周大生：2022年收入111亿元、净利润10.9亿元，截止2022年末门店4616家（95%加盟）。**创立于1999年的年轻品牌，差异化定位镶嵌产品和下沉市场，并探索线上渠道和多品牌。较晚开放省代，加盟商在配货、运营上拥有较大权力。
- **豫园股份：2022年收入501亿元、净利润38.3亿元，截止2022年末门店4565家（95%加盟）。**复星集团的快乐产业平台，布局黄金珠宝、餐饮、化妆品、宠物、以及文化创意领域，其中老庙黄金是核心业务。
- **中国黄金：2022年收入471亿元、净利润7.7亿元，截止2022年末门店3642家（97%加盟）。**2006年公司成立，前身为“中金黄金投资有限公司”，于同年推出中国黄金投资金条。业务及渠道拓展迅猛，省代大家长模式，混改引入省代投资，深度绑定加盟商。
- **菜百股份：2022年收入110亿元、净利润4.6亿元，截止2022年末门店70家（100%直营）。**北京老字号品牌，全直营模式，总店贡献超一半收入；华北地区拥有一定品牌优势正在往华东、西北地区扩张，2021年上市是新起点，异地渠道扩张和饰品类产品发力是未来看点。
- **潮宏基：2022年收入44.2亿元、净利润2.0亿元，截止2022年末门店1158家（72%加盟）。**1996年在广东汕头成立，通过省代迅速扩张加盟渠道，并逐渐减少直营门店； K金时尚珠宝&国潮原创设计，依靠差异化定位实现困境反转。
- **曼卡龙：2022年收入16.1亿元、净利润0.5亿元，截止2022年末门店210家（53%加盟）。**创始人孙松鹤1994年入职曼卡龙前身万隆珠宝，2010年集团旗下“曼卡龙”和“万隆珠宝”合并。聚焦年轻女性，定位轻奢时尚，2021年引入省代向浙江省外扩张并逐步发力电商渠道。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

摘要——黄金珠宝品牌龙头一览

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

	周大福	老凤祥	周大生	豫园股份	中国黄金	菜百股份	潮宏基	曼卡龙
控股股东	CTF Capital (72.4%)	黄浦区国资委 (42.1%)	周氏投资 (55.6%)	复星高科 (61.8%)	中国黄金集团 (38.5%)	金正公司 (24.6%)	潮鸿基投资 (28.6%)	万隆曼卡龙投资 (48.5%)
产品构成								
渠道构成	门店数量7,519 加盟占比76%	门店数量5,609 加盟占比97%	门店数量4,616 加盟占比95%	门店数量4,565 加盟占比95%	门店数量3,642 加盟占比97%	门店数量70 全直营	门店数量1,158 加盟占比72%	门店数量210 加盟占比53%
营业收入	831.8亿元	630.1亿元	111.2亿元	501.2亿元	471.2亿元	109.9亿元	44.2亿元	16.1亿元
净利润	47.1亿元	17.0亿元	10.9亿元	38.3亿元	7.7亿元	4.6亿元	2.0亿元	0.5亿元
资产负债率	61.8%	53.9%	20.5%	69.1%	39.8%	37.8%	35.3%	7.0%
核心竞争优势	• 港资老品牌 • 类直营模式，运营能力强	• 百年民族品牌 • 渠道资源丰富	• 创始人积极进取 • 低线城市覆盖广泛	• 老庙品牌历史悠久	• 行业唯一一家央企 • 投资金条产品有品牌认知	• 华北地区拥有一定品牌优势	• 差异化定位K金时尚珠宝	• 差异化定位时尚珠宝

资料来源：，公司公告，浙商证券研究所

注：数据为各公司2022年数据（周大福为2023财

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

风险提示

- 金价波动不确定性风险
- 国内消费市场复苏不及预期
- 黄金行业的信息差在缩小，行业可能面临新的变革
- 行业竞争加剧

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

行业框架

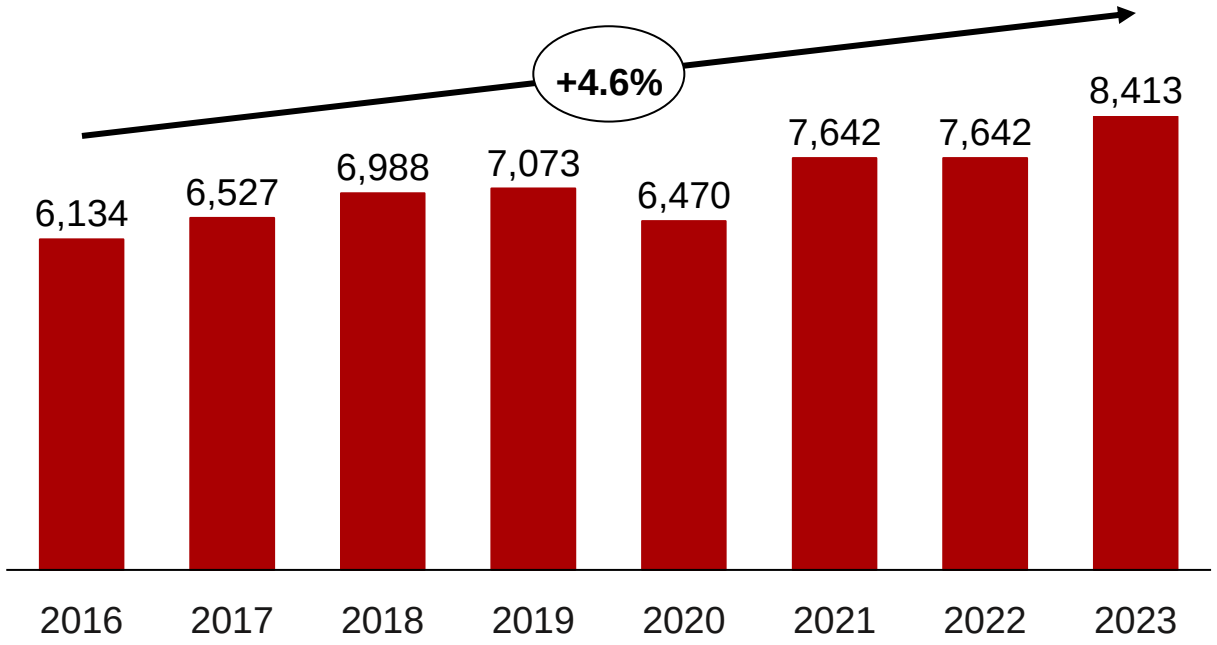
1	行业科普：57%素金+15%镶嵌+28%玉石珍珠，工艺革新
2	市场空间：投资需求＋婚庆需求＋悦己需求共振，稳健增长
3	商业模式：加盟低风险高回报、品牌商现金流佳，高股息率
4	竞争格局：黄金门店兼具渠道和品牌的双重属性，头部集中
5	金价影响：19年至今金价涨幅已约70%，提振信心量价齐升
6	个股：周大福/老凤祥/周大生/豫园/中国黄金/菜百/潮宏基/曼卡龙
7	风险提示

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

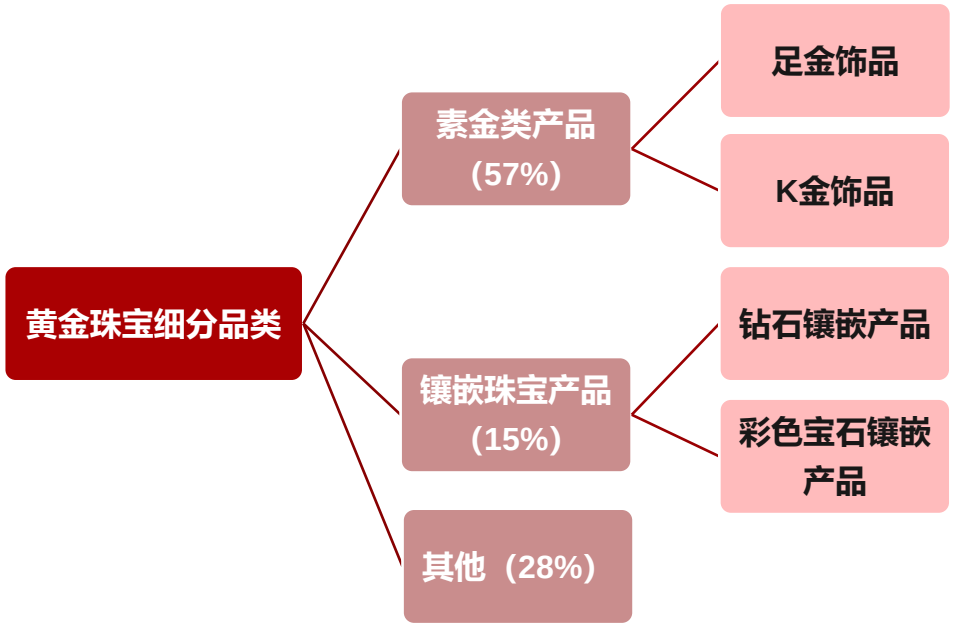
1.1 规模：2016-2023年黄金珠宝零售规模CAGR 4.6%至8400亿

- **黄金珠宝行业2023年零售规模8,413亿元，保持低个位数增速稳健增长。**黄金珠宝行业是指以贵金属（金、银、铂等）及其他宝石为原料，经过特定工艺加工成佩戴饰品、工艺装饰品的行业。我国黄金珠宝零售规模从2016年的6,134亿元增长至2023年的8,413亿元，7年间CAGR为4.6%。
- **产品构成：57%素金+15%镶嵌珠宝+28%其他。**黄金珠宝按照产品可以分为素金类产品、镶嵌珠宝产品及其他。素金类产品占零售规模的57%，包括纯金饰品及K金饰品。镶嵌珠宝产品占15%，包括钻石镶嵌产品和彩色宝石镶嵌产品。其他产品占28%，包括玉石类产品、珍珠类产品等。

2016-2023年黄金珠宝市场规模（亿元）



黄金珠宝市场细分品类（2022年）



资料来源：Euromonitor，中宝协，浙商证券研究所

注：分类占比数据来源是中宝协《2022年中国珠

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

1.2 构成：57%素金+15%镶嵌+28%玉石珍珠等

素金类产品 57%	足金饰品（55%）
	K金饰品（2%）
镶嵌珠宝产品 15%	钻石镶嵌饰品（11%）
	彩色宝石镶嵌饰品（4%）
其他 28%	玉石类产品（21%）
	珍珠类产品（3%）
	铂金、银饰及其他（4%）

普货黄金（28%）

3D/5D硬金（9%）

5G金（9%）

古法金（9%）

K金饰品（2%）

天然钻

培育钻

红宝石

蓝宝石

祖母绿

资料来源：中宝协，浙商证券研究所

注：大类数据的来源为中宝协《2022年中国珠宝

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

1.3 工艺：朝高纯度、高硬度、高可塑性的方向迭代，佩戴性提升

- **黄金产品工艺进步使得行业的消费属性逐渐增强。**初期聚焦提纯技术的进步，从99%足金到千足金99.9%、再到99.99%万足金。当下聚焦工艺变革，3D/5D、5G、古法金等技术使足金在硬度、可塑性、色泽等方面有巨大改进，黄金饰品更具美观性、功能性，黄金珠宝的消费属性增强。
- **2013年行业增速放缓，需求导向加速工艺革新。**2013年抢金潮之后，黄金珠宝行业进入了调整期，行业增速边际放缓，市场由供给主导逐渐转向需求主导。各大品牌加速推进产品革新，5D、古法金、5G等新工艺在2014年以后得到应用和推广。

黄金产品工艺的演进

工艺	出现时间	应用时间	工艺特点	计价
普通足金	古代	古代	通过熔炼、铸模、打磨、抛光等步骤，将足金加工成饰品，质地较柔软，易磨损、变形	**工费：**古法金>5D≈5G>足金 **价格：**古法金（克重大）>5G>5D（克重小）>足金
3D/5D硬金	2006	2014	采用电铸工艺，将金盐溶解于电镀液中，通过电流分离出金离子吸附于模具上而形成的**空心黄金产品。**特点是**重量减少、硬度提升**，硬度是传统千足金的4倍，可制作更立体、复杂的造型。但空心的特点导致产品易损坏。 5D硬金在3D硬金工艺基础上降低了对环境的污染，同时硬度提升了2倍	
古法金	古代	2017	采用中国传统古法浇铸倒膜工艺，配以纯手工錾刻、锤揲、镶嵌等工艺进行表面处理，**工艺复古，做工厚实**	
5G黄金	2019年左右		加入石墨烯与其他稀有元素（硬金粉），通过高温熔炼催化，紧密黄金分子结构，**增加硬度**	
K金	古代	较久	将黄金与其他金属混合熔炼提高硬度和颜色多样性，按含量分24K（99%）/18K（75%）等	

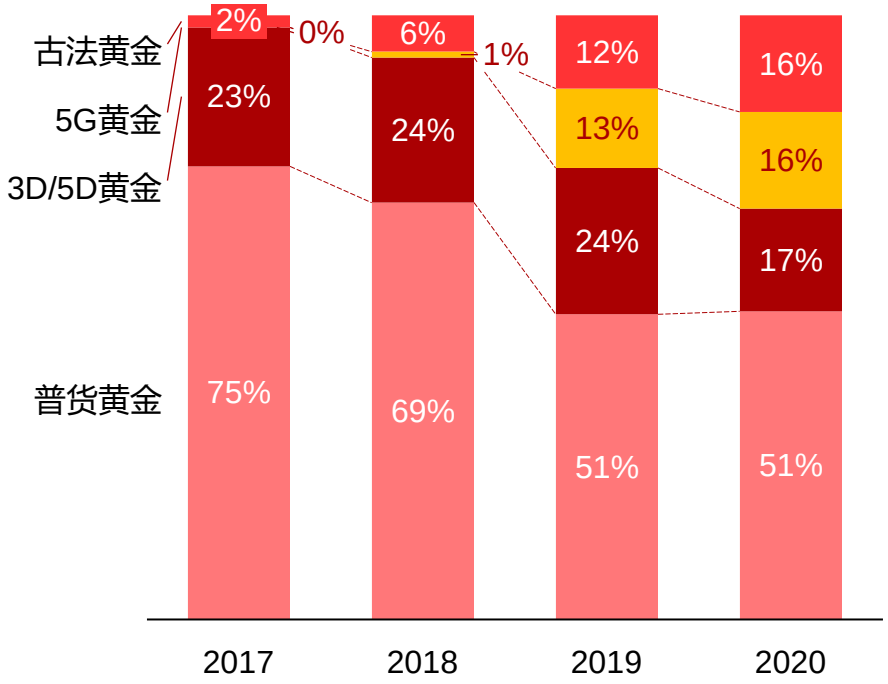
资料来源：公司官网，中宝协，周大福天猫旗舰店，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

1.3 工艺：新工艺黄金的工费和毛利率远超普金，占比提升至一半

- **5D/5G/古法金等新工艺黄金产品的销售额占比已接近一半。**新工艺黄金产品在美观性、硬度等方面有了巨大提升，过去几年在持续渗透市场。根据中宝协统计，5D/5G/古法金等新工艺黄金产品的销售额占比已从2017年的25%提升至2020年的49%。
- **新工艺黄金产品的克重更大、加工费更高，且新工艺产品占比提升能优化门店毛利率。**古法金、5G黄金产品的克重更大、加工费更高。以周大福为例，手镯、戒指的古法金、5G黄金产品的价格是普货黄金产品的约4倍，工费也比普货黄金高50%以上，能提升门店端的毛利率。

不同工艺黄金产品的销售额占比



周大福黄金产品价格参考

	普货	古法金	5G黄金	5D硬金
手镯				
价格	6211元	25892元	21473元	10695元
克重	9g	36.17g	30.56g	15.44g
工费	280元	2280元	780元	520元

	普货	古法金	5G黄金	5D硬金
戒指				
价格	1115元	4240元	3992元	820元
克重	1.5g	5.5g	5.7g	0.85g
工费	120元	560元	180元	260元

资料来源：中宝协，周大福天猫旗舰店，浙商证券研究所

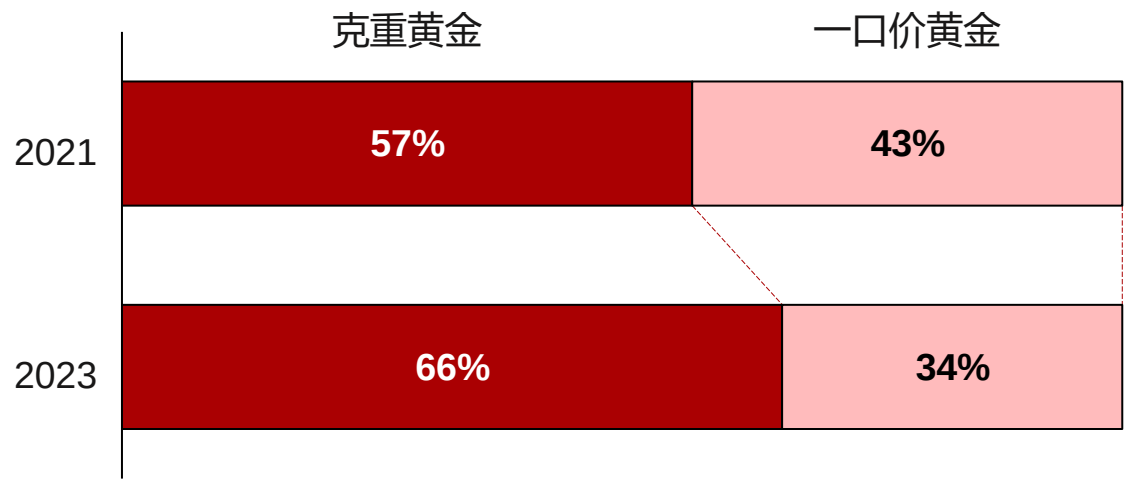
注：周大福黄金产品价格仅供参考，产品定价随时

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

1.4 定价方式：克重和一口价计价，低毛利率的克重计价占据主流

- **一口价计价方式不透明，克重计价的黄金产品占比在逐渐上升。**克重计价指“金价+工费”的定价方式，规则透明，毛利率通常较低。一口价计价以固定价格销售黄金饰品，价格不透明，毛利率通常较高。2021年起，行业逐渐往克重计价的方式转型。
- **一口价计价转克重计价可能会导致门店端毛利额有所下滑。**一口价产品的毛利率更高，计价方式转变会导致门店端利润率下降。以周六福为例，按件计价素金产品的毛利率约50%，是按克计价素金产品毛利率的约2.5倍，周六福自营店模式下按件计价素金产品收入占比从2020年的60%下滑至2022年的25%，造成素金产品毛利率从41%下滑至27%。

克重黄金产品占比不断上升



周六福自营店模式下素金产品毛利率

	2020	2021	2022
素金（按件）占比	59.9%	32.7%	24.5%
毛利率	*48.3%*	*42.4%*	*48.9%*
素金（按克）占比	40.1%	67.3%	75.5%
毛利率	*29.2%*	*17.0%*	*19.7%*
素金产品毛利率	***40.6%***	***25.4%***	***26.8%***

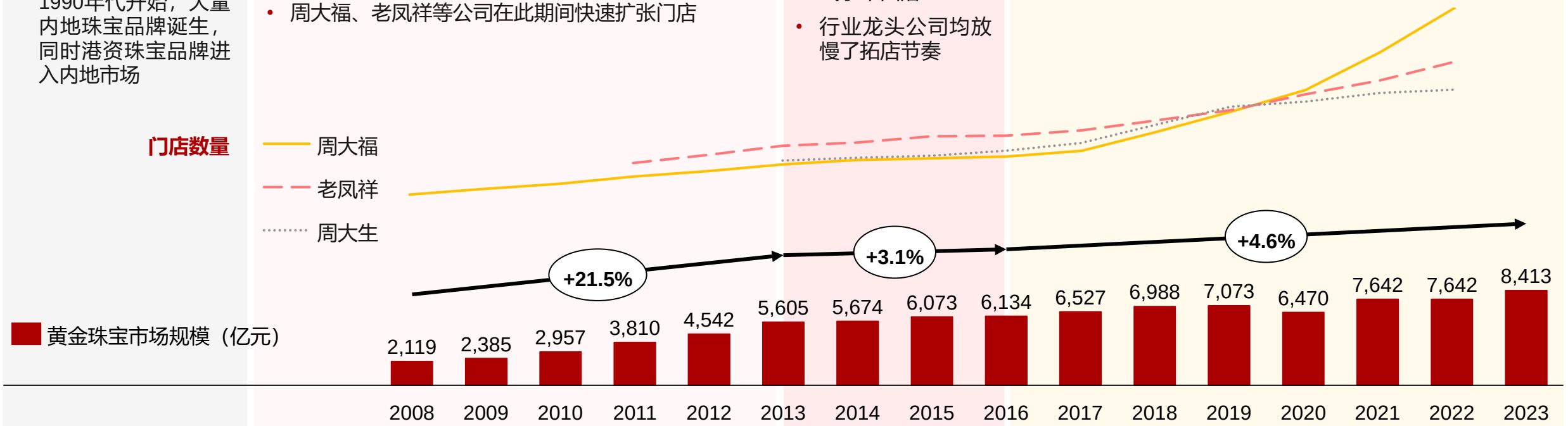
资料来源：世界黄金协会，周六福招股书，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

1.5 复盘：02年政策开放→13年抢金潮→调整→16年起新一轮复苏

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

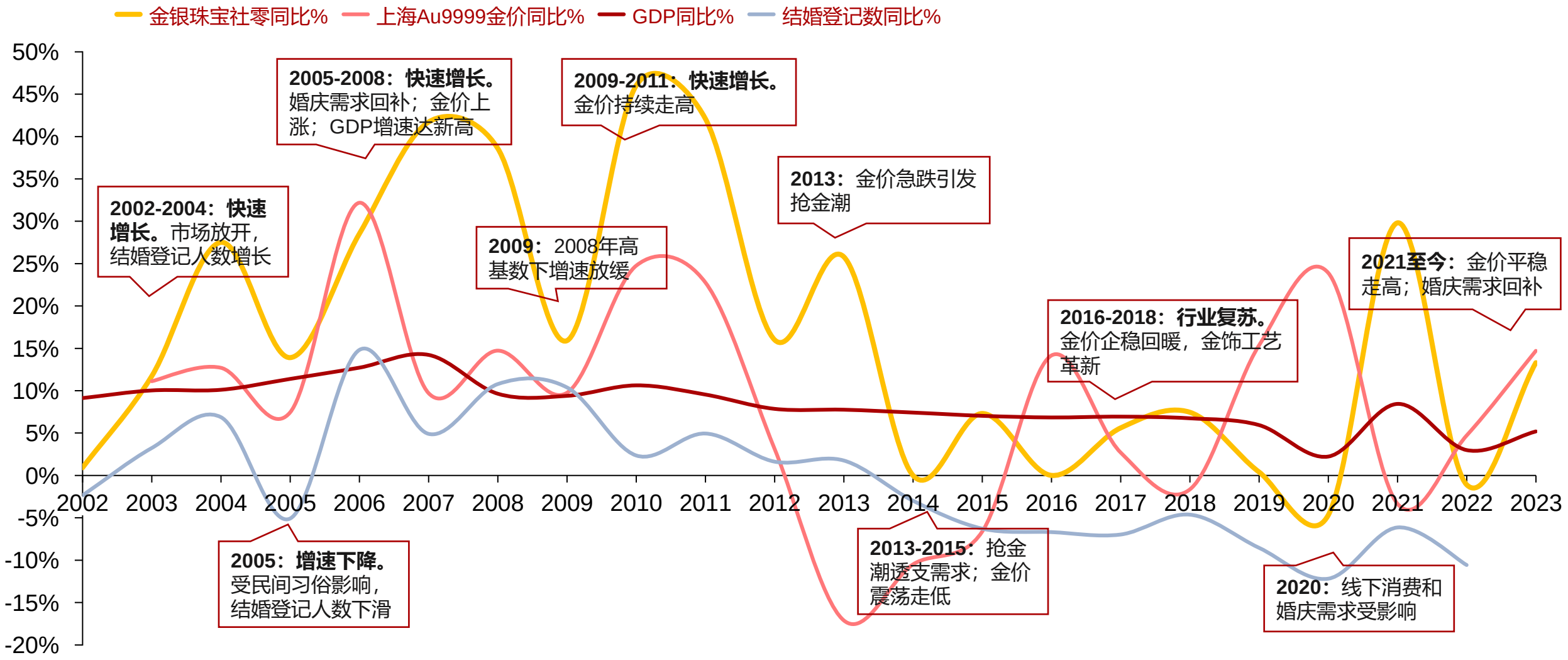
2002年以前 全面管制统购统配	2002-2013年 快速发展期	2013-2016年 行业调整期	2016年至今 行业复苏期
• 1993年以前，国家对金银实行统一管理、统购统配政策 • 1993年国家开始进行黄金市场化改革，1990年代开始，大量内地珠宝品牌诞生，同时港资珠宝品牌进入内地市场	• 2002年10月，上海黄金交易所正式运行，我国正式取消了黄金生产、加工、流通等环节的审批制，金银等贵金属及其制品市场全面开放 • 政策开放叠加金价不断上涨，行业进入快速发展通道，市场规模不断扩大，2008-2013年间CAGR为21.5% • 周大福、老凤祥等公司在此期间快速扩张门店	• 2013年金价急跌引发抢金潮透支需求，金价进入下行周期，叠加结婚登记对数逐年下降，行业景气水平回落 • 行业龙头公司均放慢了拓店节奏	• 金价企稳回暖，金饰工艺革新，行业进入新一轮复苏周期 • 期间受到扰动影响 • 行业龙头公司自2017年起至今开启了新的扩张步伐



资料来源：中国黄金网，Euromonitor，公司公告，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

1.5 复盘：受金价影响呈现周期性，同时与经济和人口紧密相关



资料来源： ，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

行业框架

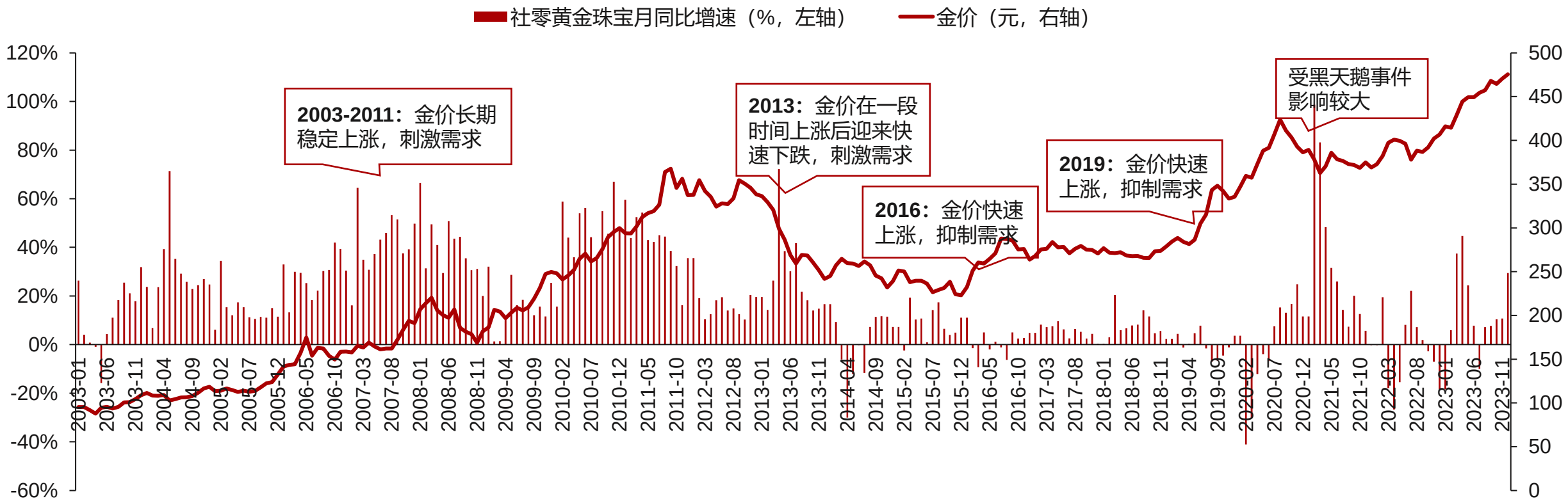
1	行业科普：57%素金+15%镶嵌+28%玉石珍珠，工艺革新
2	**市场空间：投资需求＋婚庆需求＋悦己需求共振，稳健增长**
3	商业模式：加盟低风险高回报、品牌商现金流佳，高股息率
4	竞争格局：黄金门店兼具渠道和品牌的双重属性，头部集中
5	金价影响：19年至今金价涨幅已约70%，提振信心量价齐升
6	个股：周大福/老凤祥/周大生/豫园/中国黄金/菜百/潮宏基/曼卡龙
7	风险提示

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

2.1 投资需求：黄金消费的景气度会受金价波动的影响

- **金价温和上涨、快速下跌会刺激黄金投资需求。**2003-2011年（金价稳定上涨）、2008年和2013年（金价快速下跌）期间，黄金消费需求增长。
- **金价快速上涨会抑制黄金消费。**2016年（金价快速上涨）、2019年（金价快速上涨）期间，黄金消费需求被抑制。

金价与黄金珠宝零售额的关系



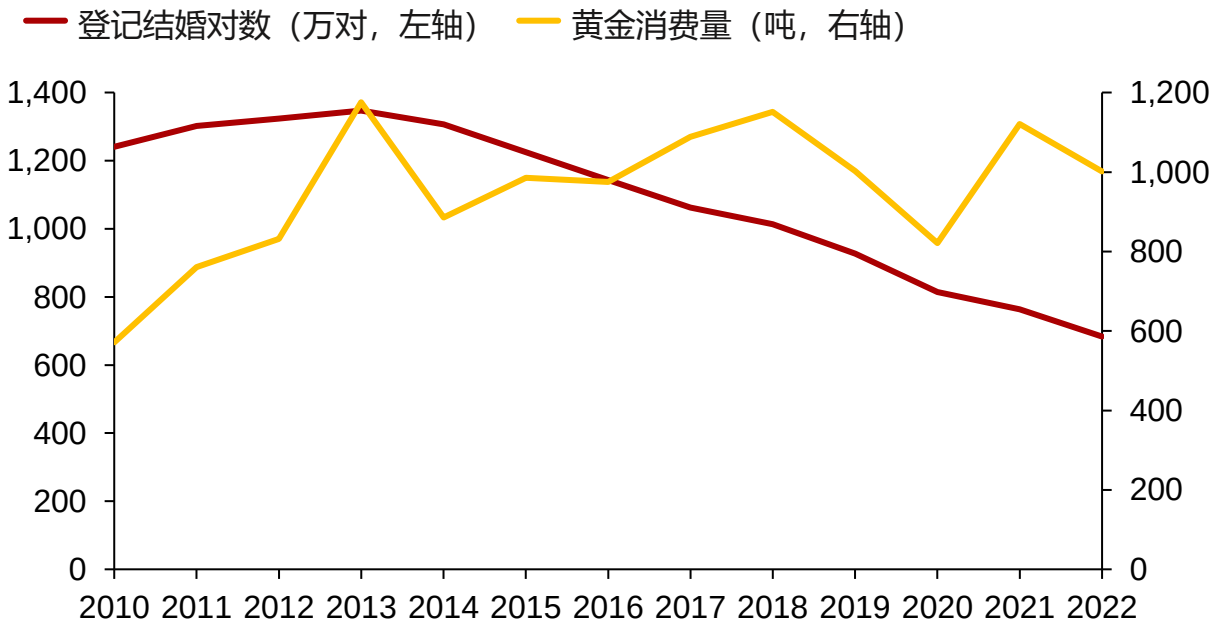
资料来源：，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

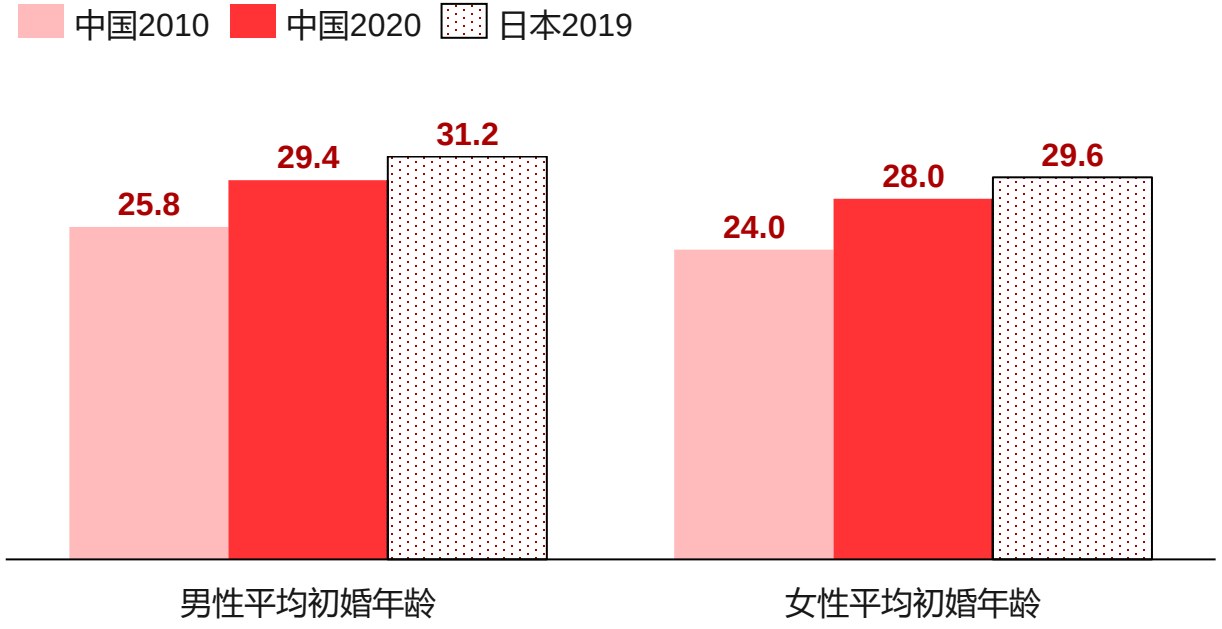
2.2 婚庆需求：结婚数有望企稳甚至反弹，叠加钻石消费转向黄金

- **结婚对数下降主要系初婚年龄推迟4岁，随着90后陆续进入初婚高峰期，结婚数有望企稳反弹。**我们认为13年-22年结婚对数从1347万对降至684万对，主要原因是平均初婚年龄推迟，以致出现“断档期”。2010-2020年我国男性平均初婚年龄从26岁推迟到29岁，女性平均初婚年龄从24岁推迟到28岁。作为对比，日本2019年男性、女性平均初婚年龄分别为31岁和30岁，因此判断中国平均初婚年龄继续推迟的空间不大。随着90后进入初婚高峰期，结婚对数有望企稳甚至反弹。
- **叠加22年至今钻石价格跌幅较大，“三金一钻”或“五金一钻”消费习俗有望在“总消费金额不变的背景下转向纯黄金消费”。**

2010-2022年中国登记结婚对数和黄金消费量变化



平均初婚年龄变化（岁）



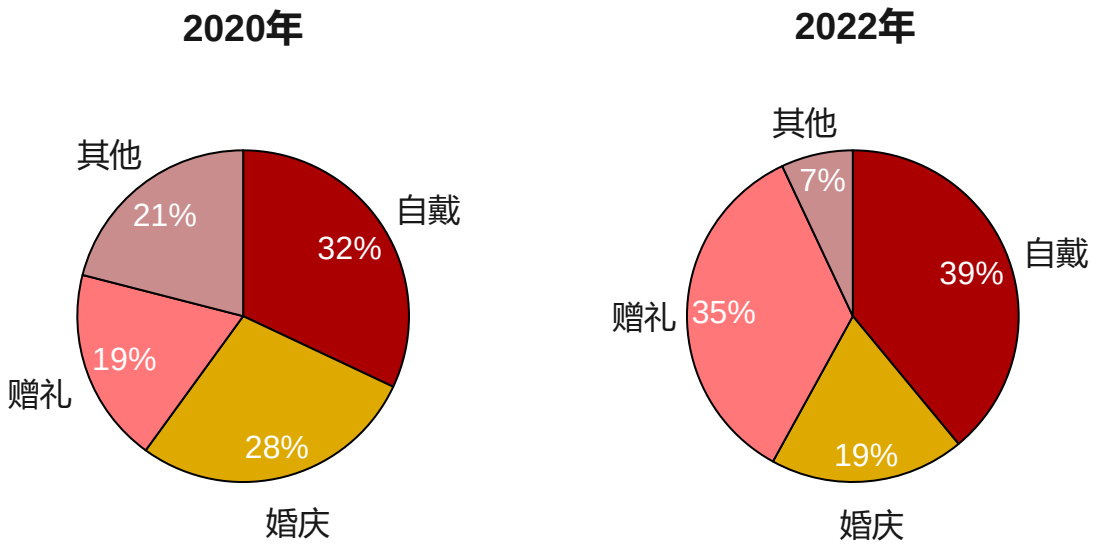
资料来源：，国际钻石交易所，日本总务省，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

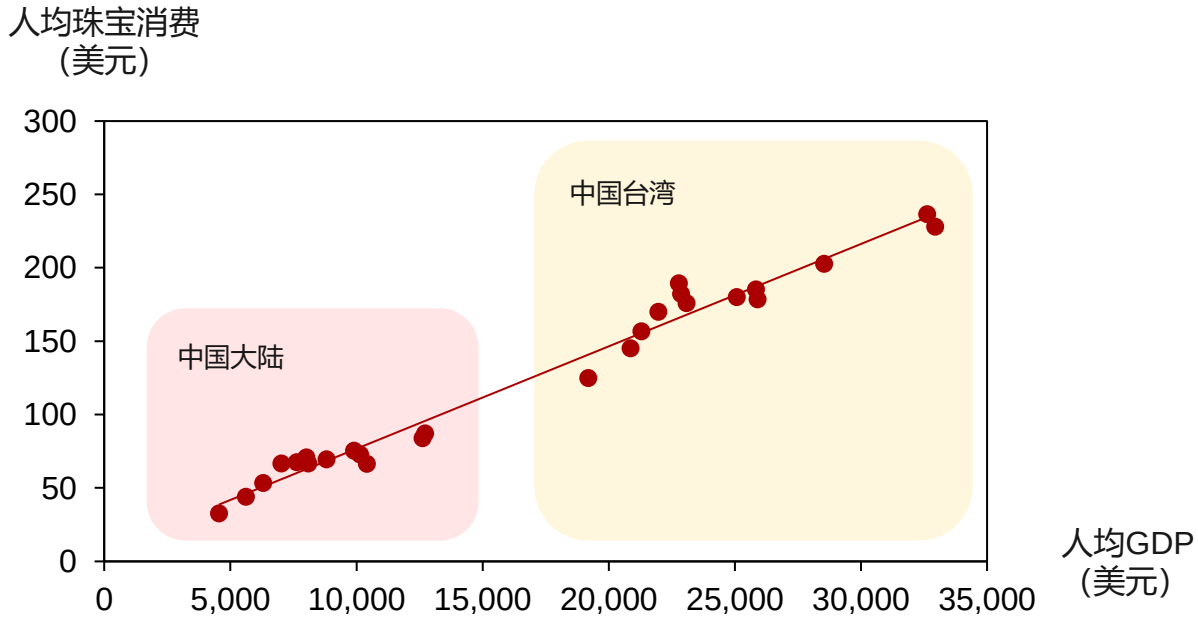
2.3 悦己&送礼需求：消费力提升、工艺革新叠加审美崛起

- **供给端，新工艺的应用提升了黄金饰品的佩戴感，增强了黄金的消费属性。**3D、5G、古法金等工艺有效解决了传统金饰款式陈旧、易变形等痛点，同时随着年轻消费者对于悦己、国潮等要素的关注度提升，黄金珠宝的日常消费属性逐渐增强。根据世界黄金协会数据，黄金珠宝的购买需求中自戴+赠礼的占比已从2020年的51%提升至2022年的74%。
- **需求端，佩戴型悦己需求和人均GDP呈现正相关。**黄金珠宝属于可选消费，受宏观经济影响较大。比较2010-2022年中国大陆和中国台湾的人均珠宝消费和人均GDP数据，可以发现人均珠宝消费和人均GDP是正相关的，人均收入水平的提高将有利于提升黄金珠宝的消费需求。

2020和2022年不同黄金购买需求占比



2010-2022年中国大陆、中国台湾的人均珠宝消费和人均GDP



资料来源：世界黄金协会，　　，Euromonitor，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

2.4 趋势：我们判断2024年黄金珠宝行业维持高个位数增长

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

投资需求

- 近期在美国通胀降温、降息预期提振以及地缘政治冲突的刺激下，金价创历史新高
- 2024年在美联储降息预期加强、地缘政治和世界宏观经济有较大不确定性的背景下，**消费者对金价稳步上涨的预期被不断强化，刺激黄金消费**

悦己&送礼需求

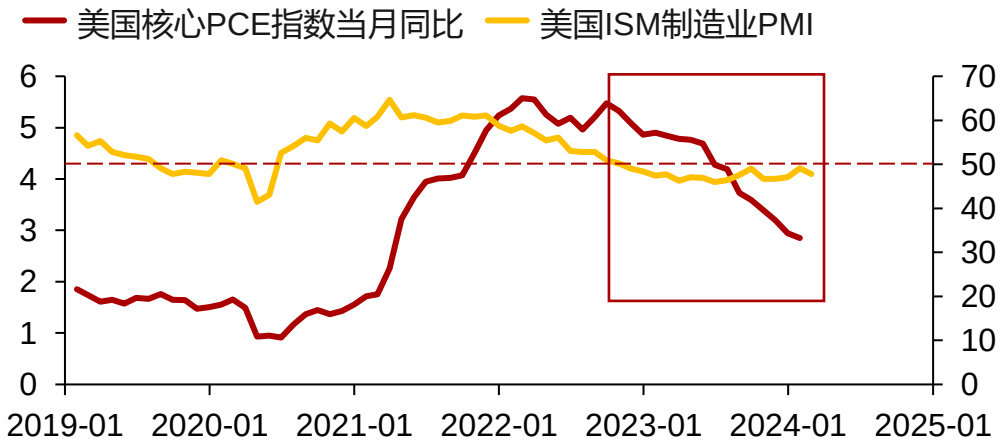
- 2018年随着古法金/5G技术的广泛应用，黄金珠宝的悦己型佩戴需求才开始兴起，潜力还有很大
- 珠宝消费和人均GDP正相关，**人均GDP水平的提高将提升黄金珠宝的消费需求**

婚庆需求

- 过去10年结婚对数快速下滑的影响已释放
- 随着中国平均初婚年龄接近天花板，未来结婚对数下滑的速度将放缓，**婚庆需求进一步萎缩的边际影响较小**

驱动行业维持高个位数增长

美国经济数据显示通胀降温



上海金交所AU9999收盘价创新高（元/克）

资料来源： ，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

行业框架

1	行业科普：57%素金+15%镶嵌+28%玉石珍珠，工艺革新
2	市场空间：投资需求＋婚庆需求＋悦己需求共振，稳健增长
3	商业模式：加盟低风险高回报、品牌商现金流佳，高股息率
4	竞争格局：黄金门店兼具渠道和品牌的双重属性，头部集中
5	金价影响：19年至今金价涨幅已约70%，提振信心量价齐升
6	个股：周大福/老凤祥/周大生/豫园/中国黄金/菜百/潮宏基/曼卡龙
7	风险提示

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3.1 黄金产业链：加盟模式成为主流，行业核心价值在渠道

货从哪来？

- 上海黄金交易所现货
- 银行黄金租赁
- 上海钻石交易所内会员单位采购

如何生产？

- 自有工厂
- 外协工厂

如何销售？

- **直营：**线下直营门店、线上旗舰店、直播电商等
- **加盟：**行业主流模式。黄金珠宝门店的初始投入较高，品牌方能依靠加盟模式实现快速拓店

怎么赚钱？

加盟渠道

- **品牌加盟费：**授权加盟商使用品牌开店
- **加盟管理费：**运营体系成熟的头部品牌向加盟商提供运营、营销、培训等服务
- **品牌使用费/批发收入：**针对克重黄金，品牌方按克收取品牌使用费；针对一口价黄金，品牌方收取品牌使用费或以批发形式赚取差价；针对镶嵌产品，品牌方一般以批发形式赚取差价

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3.2 原材料采购：交易所现货+银行租赁，套保规避金价波动风险

- **交易所和银行是主要采购渠道，采购价格统一，无议价能力。**交易所会员单位可以直接进行场内现货交易，非会员单位需要委托会员单位进行交易。此外，也可以通过银行以黄金租赁的方式获取黄金原材料，银行黄金租赁的好处是缓解现金流压力、规避金价波动风险
- **黄金珠宝企业也会有一定比例的成品采购。**2022年，周大生成品采购占比为2.3%，周六福为10.1%
- **通过上海金交所黄金T+D交易规避金价波动风险。**在预期金价上涨时开仓买入合约，在预期金价下跌时开仓卖出合约，实现规避金价波动风险

原材料采购	**上海黄金交易所**	• **上海黄金交易所黄金现货交易。**若公司自身为交易所会员，则可以直接参与交易；若公司不是会员，则需要委托交易所会员代理交易。每个交易日均可进行现货交易申报，交易成功后当日交割，资金和库存实时过户。 • **银行黄金租赁。**公司以租赁方式从银行获得黄金原料，到期后归还等量黄金，原则上租借时长小于1年，最长不超过3年。由于金价波动对黄金库存价格、到期归还银行的黄金价格均造成影响，因此黄金租赁业务可以有效对冲金价波动风险。
	银行	
	上海钻石交易所	• **境内采购：**上海钻石交易所会员单位之间进行撮合交易。 • **境外采购：**境外公司采购，通过境内会员单位经由上海钻石交易所批准进口。
成品采购	**供应商**	• **黄金饰品/镶嵌类饰品采购**
黄金套期保值		• **黄金T+D（Trade + Delay）：**上海黄金交易所的黄金现货延期交收合约，该业务通过保证金进行交易。黄金T+D合约可以选择合约建仓当日进行申报交割，也可以选择延期交割。该合约可以进行多头交易和空头交易，基于不同的对冲目的，公司会买入或者卖出黄金T+D合约。 • **在预期金价上涨时开仓买入合约，在预期金价下跌时开仓卖出合约。**在预期黄金价格上涨时可以通过开仓买入合约，锁定原材料买入价格；在完成黄金现货交易或黄金存货较大时，可以通过开仓卖出合约，锁定黄金卖出价格，实现规避金价波动风险。

资料来源：上海黄金交易所，中国工商银行黄金租赁条款，公司公告，周六福招股说明书，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

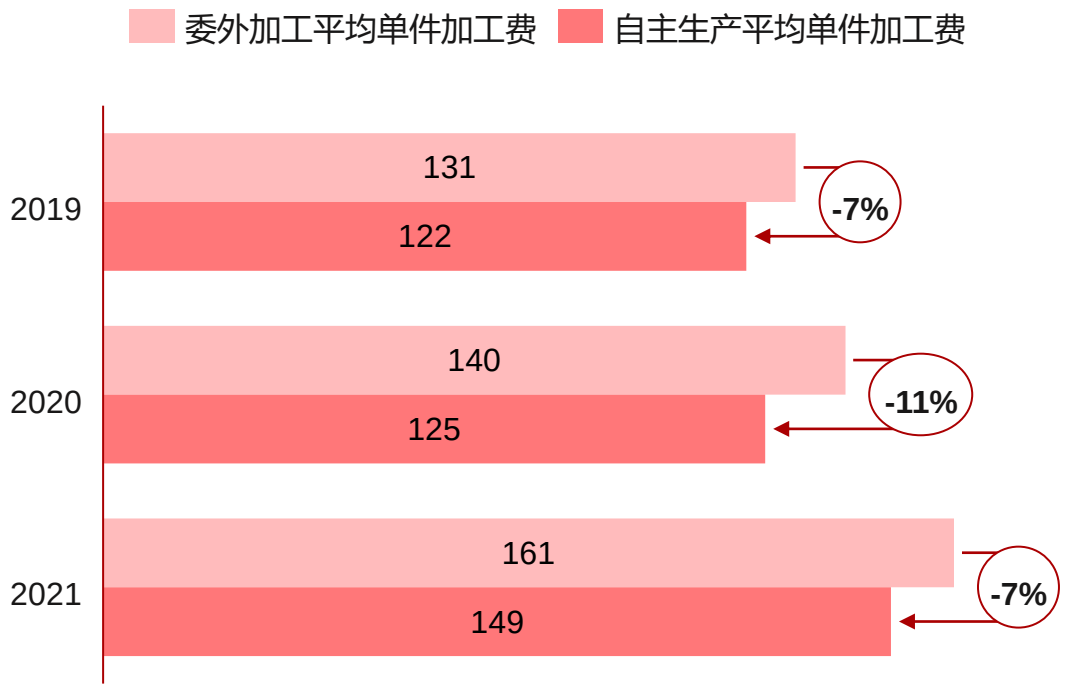
3.3 饰品生产：自产+委外加工+采购成品，当前多以委外加工为主

- **生产环节主要包括委外生产和自主生产两种模式，周大福、老凤祥自产比例较高，其他公司多采用委外生产或直接采购成品的模式。**
- **估算工厂端净利率约为个位数。**周六福招股书披露了委外加工和自主生产的平均单件加工费（直接人工+制造费用），两者之间的差异率约为10%，扣除掉其他费用和税，据此估算工厂端净利率约为个位数。

主要公司生产模式

珠宝企业	生产模式
周大福	委外生产56.4%。自产比例43.6%（FY2017）
老凤祥	黄金类委外生产比例为51.87%，自产比例为 48.13%；镶嵌类产品委外生产比例为54.45%，自产比例为45.55%（2019）
中国黄金	黄金首饰、部分黄金制品以委外生产为主，占比62.97%，金条产品自行生产，占比37.03%（2022）
菜百股份	委托加工或直接采购成品
潮宏基	委外加工占比74%，自产比例26%（2022）
周大生	委外加工或直接采购成品

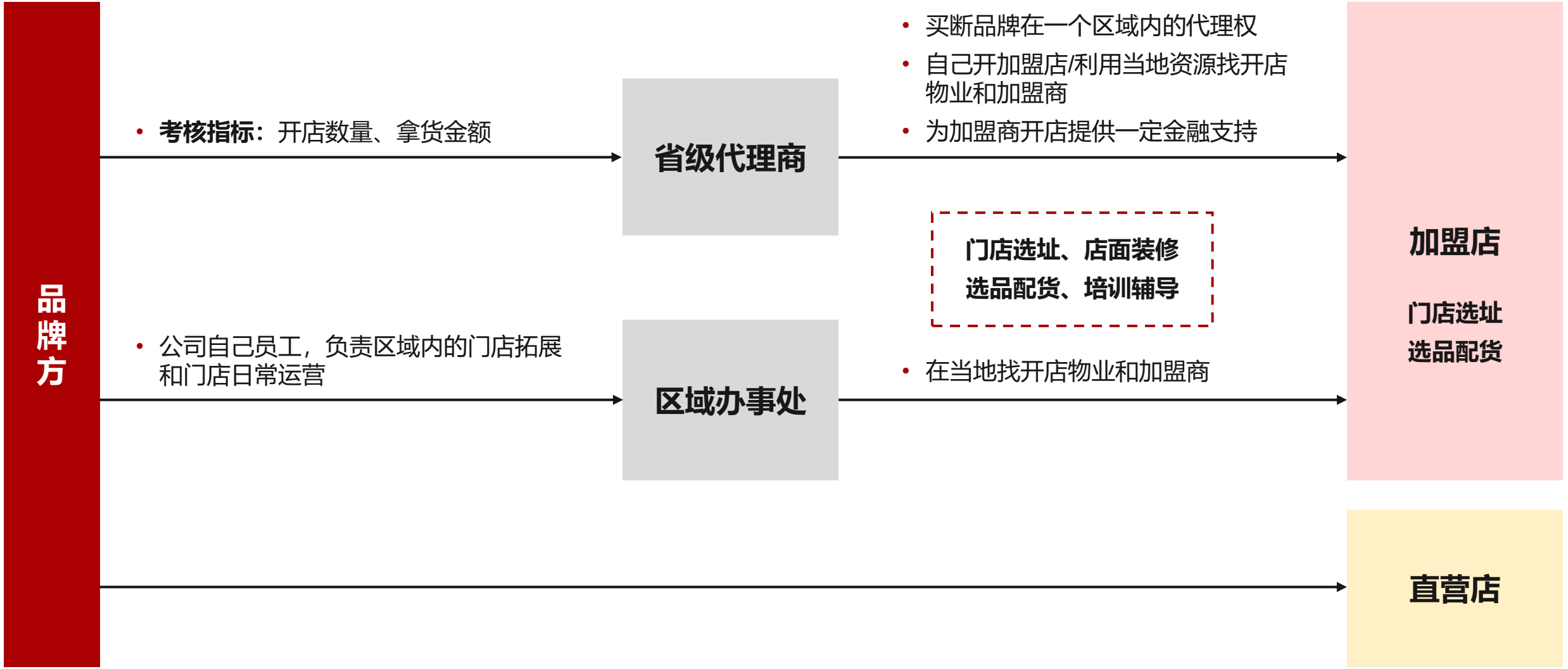
周六福委外加工&自主生产的平均单件加工费（元/件）



资料来源：公司公告，周六福招股说明书，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3.4 渠道体系：直营VS加盟，加盟大多采用省代/区域办事处模式

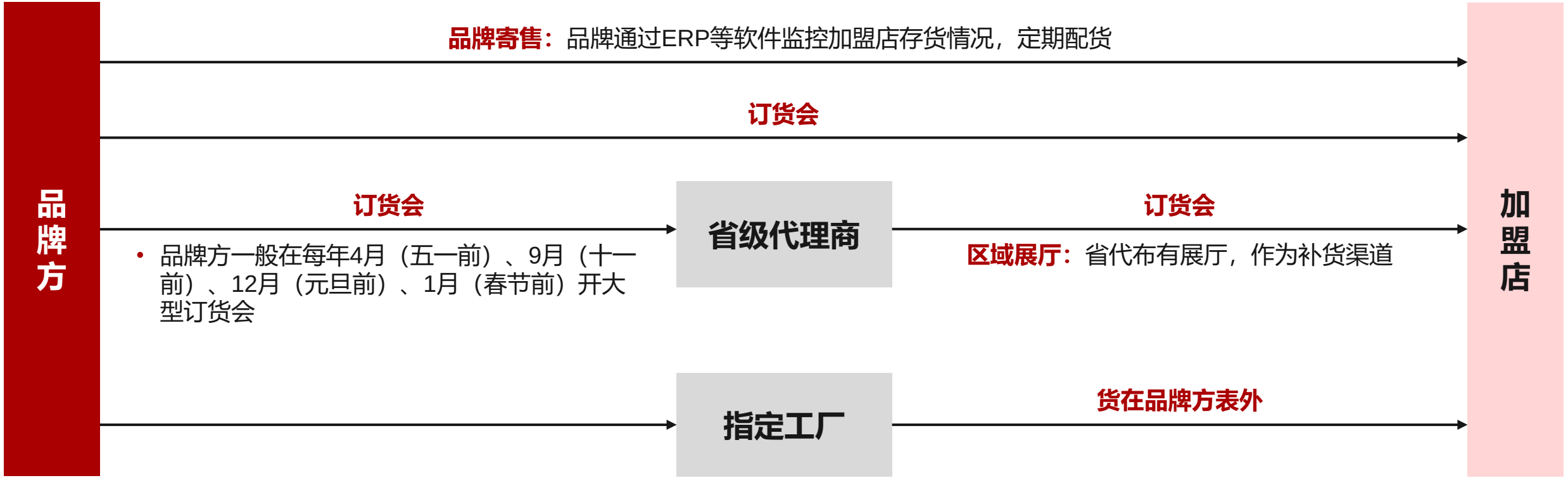


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3.5 货流：寄售制下周转率较低，但选品和品牌调性的一致性高；买断制下周转率高，但较难保证选品一致性

寄售制	买断制
• 货品所有权在卖给消费者之前都属于品牌方，加盟店负责展销 • 品牌方负责门店配货，加盟商交货品保证金 • 加盟商权限有限，类直营模式，对品牌方运营、管理能力的要求较高	• 货品所有权在批发给代理商/加盟商时转移 • 加盟商通过定期订货会、区域展厅、指定供应商自行选货等形式进货 • 代理商/加盟商拥有一定的自主选品、配货权限



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

资金流：品牌方对加盟商赚批发差价/贴牌费，并收取加盟费

品牌方

- **铺货投入/保证金：**加盟商在开店时需要支付初始铺货投入（买断制）、货品保证金（寄售制）
- **品牌加盟费：**授权加盟商使用品牌开店
- **加盟管理费：**运营体系成熟的头部品牌向加盟商提供运营、营销、培训等服务的费用
- **品牌使用费/批发收入：**针对克重黄金，品牌方按克收取品牌使用费；针对一口价黄金，品牌方收取品牌使用费或以批发形式赚取差价；针对镶嵌产品，品牌方一般以批发形式赚取利润

品牌分润：品牌方对加盟商定期进行销售额结算

- 拿货（有账期支持）
- 按拿货额给一定返利
- 提供一定费用支持

省级代理商

- 拿货（省代赚差价）/销售额分成
- 融资支持

加盟店

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3.7 经销商案例：单店模型优秀，存货保值背景下回本安全性高

■ **黄金珠宝单店模型案例：**

1）初始投资：中等规模加盟门店面积约100平米，开店当年所需资金包括500万元铺货+50万元装修+60万元租金+58万元人工+33万元其它成本=701万元；其中初始固定投资为550万元，其它可费用化。

2）每年收益：单店年销售额约800万元，门店端净利率约为9.6%，预计年利润约77万元。

■ **黄金珠宝门店特殊性：**

估计约80%铺货为黄金，存货风险低、变现快且具备升值潜力。

项目	单位：万元	比例	备注
单店初始投入	**550**		
装修	50		
铺货	500		估计400万元黄金+100万元其他
单店收入	**800**	**100%**	
黄金类	650		
镶嵌类	150		
毛利	**238**	**30%**	镶嵌类毛利率~50%，黄金类毛利率~25%
费用	**161**	**20.1%**	
加盟和管理费	8		
人工成本	58		假设8名员工，单人月工资6,000元
租金成本	60		假设店面100平米，租金500元/月/平米
装修摊销	10		装修按5年摊销
税及其他	25		
门店净利润	**77**	**9.6%**	
回本周期	**7.1年**		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：上述案例部分数据存在估算，实际经营效果[illegible]

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3.8 经销商视角：产品稳定、黄金存货风险低、渠道变革冲击小

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

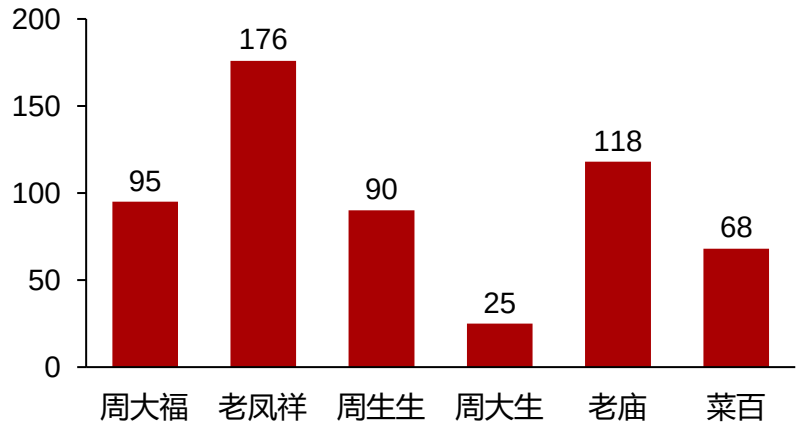
- **通常实体门店经销商存在的担忧点：①产品更新迭代快→老产品销量差形成库存积压→现金流压力大且库存难变现→坚持营业则易亏损或需要更多资金引进新产品；停止营业则前期投资打水漂；②电商渠道冲击严重，实体店不具备效率优势或价格优势。**
- **黄金珠宝行业品牌具有高度的稳定性，国内龙头周大福、老凤祥等拥有较长的品牌历史，品牌和渠道优势得以积累沉淀。**

1）产品迭代慢：黄金珠宝是一个低迭代的行业，黄金工艺最开始聚焦提纯技术，之后3D、5G、古法金等技术提高了传统足金的硬度、可塑性和质感，推动了黄金饰品化趋势，黄金工艺的迭代总体上是较为缓慢的。

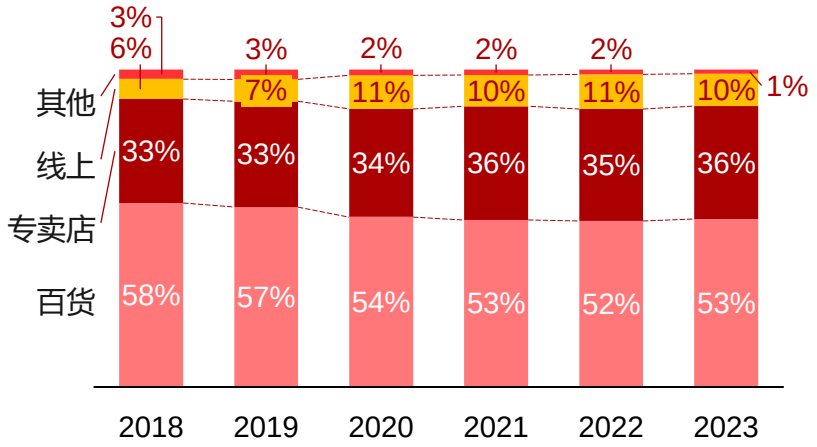
2）存货风险低：黄金珠宝产品可以长期储存、易回收再造等。

3）电商冲击小：线上化对行业的冲击远小于其他零售业。一方面，黄金珠宝消费高价低频，消费者关注佩戴体验、质量，线下的体验感、信任度更好；另一方面，黄金产品加价率不高，普通克重计价黄金加价率约20%-30%，线上价格优势不大。

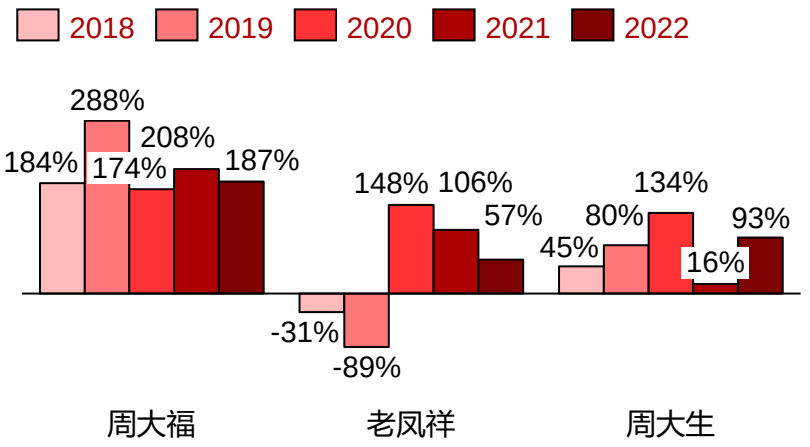
国内黄金珠宝品牌历史（年）



黄金珠宝行业各渠道占比



黄金珠宝龙头公司拥有高净现比



资料来源：公司官网，Euromonitor，，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3.9 品牌商角度：轻资产加盟模式为主、现金流稳健、约20%ROE

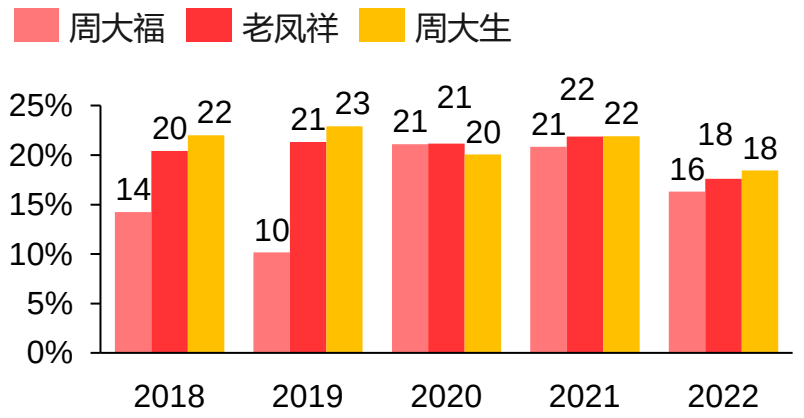
■ **龙头投资回报率优：周大福、老凤祥、周大生近5年保持约20%ROE。**

1）周大福：22年净利率5.8%，资产周转率1.1次，权益乘数2.7，低周转率、高权益乘数。18年起以加盟模式加速展店，以货品保证金形式的应付账款增加，推升权益乘数，提高ROE。

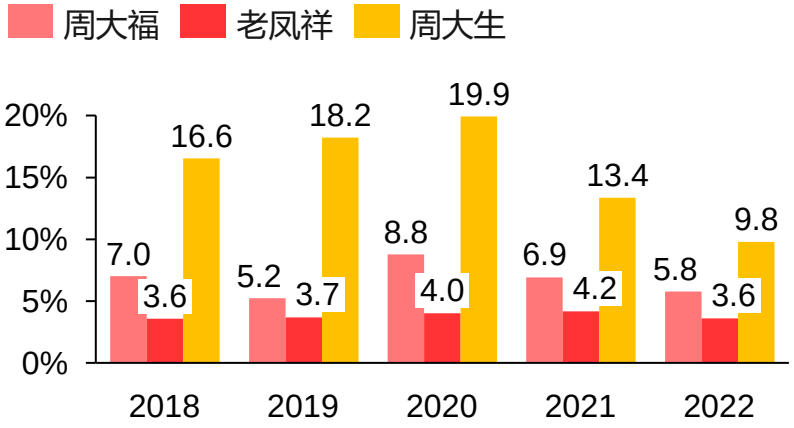
2）老凤祥：22年净利率3.6%，资产周转率2.6次，权益乘数2.5，高周转率、高权益乘数。加盟店占比97%，周转率高；拥有较多短期借款和交易性金融负债（银行黄金租赁），权益乘数高。

3）周大生：22年净利率9.8%，资产周转率1.5次，权益乘数1.2，高净利率往高周转率转型。品牌使用费模式（经销商向外部工厂拿货，周大生收入仅为品牌使用费，毛利率100%）提升利润率，目前正在往黄金批发模式转型。

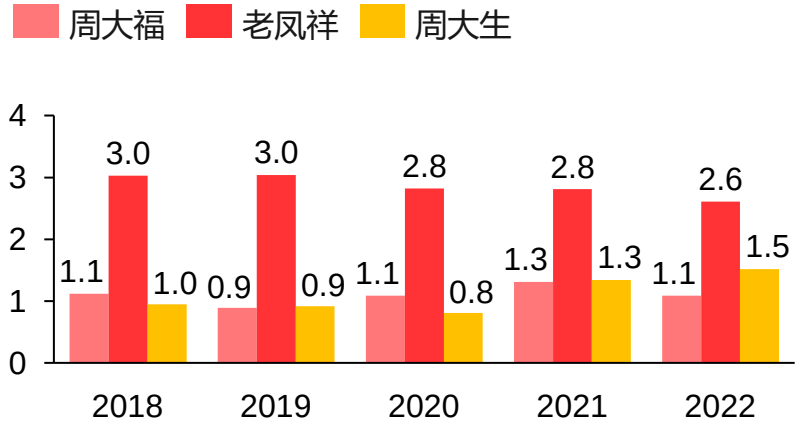
黄金珠宝龙头公司ROE（%）



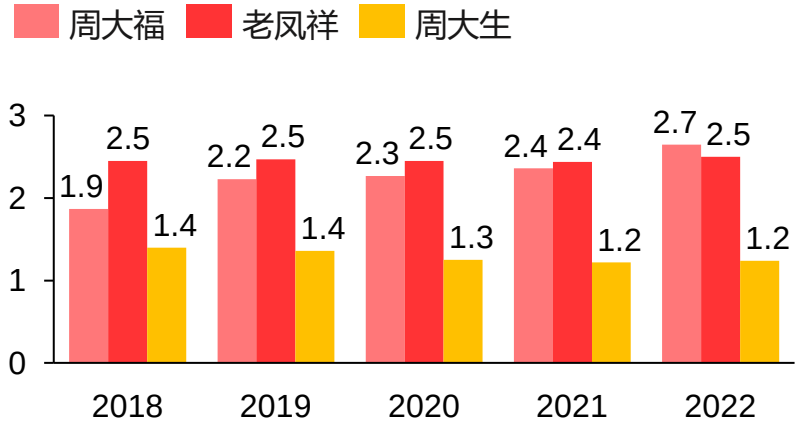
黄金珠宝龙头公司净利率（%）



黄金珠宝龙头公司总资产周转率（次）



黄金珠宝龙头公司权益乘数



资料来源：，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3.10 品牌商角度：优秀且稳健的商业模式→3%-5%的股息率

■ **部分龙头公司拥有3%-5%的股息率，高股息率来源是轻资产模式投入少+稳健现金流+竞争格局强者恒强。**

1）加盟轻资产，直营回本快：行业龙头通常以加盟模式为主，资金占用少，且加盟模式下品牌方对加盟商的强势地位能保证回款；即使是类似于菜百股份的直营模式，考虑到黄金珠宝门店模型优秀、回本周期短，也有较强的分红能力。

2）较高的净现比：周大福的经营活动净现金流是净利润的约2倍

3）强者恒强的竞争格局，分红有底气。

黄金珠宝公司股息率

股票代码	上市公司	市值（亿元）	近三年平均现金分红率	假设23年现金分红比例	估算股息率（按照23年假设估算）	归母净利（亿元）			P/E	
						2022	2023E	2024E	2023E	2024E
600612.SH	老凤祥	404.4	42.2%	42.0%	2.3%	17.0	22.1	26.3	18.3	15.4
600655.SH	豫园股份	259.1	35.3%	35.0%	4.1%	38.3	30.4	34.1	8.5	7.6
002867.SZ	周大生	215.2	58.0%	60.0%	3.9%	10.9	13.9	16.5	15.5	13.0
600916.SH	中国黄金	187.5	56.8%	55.0%	2.9%	7.7	10.0	12.1	18.7	15.5
605599.SH	菜百股份	105.9	77.3%	75.0%	5.0%	4.6	7.1	8.3	14.9	12.8
002345.SZ	潮宏基	59.6	89.0%	80.0%	5.2%	2.0	3.9	4.8	15.2	12.4

注：盈利预测来自一致预期，截至2024/3/15

资料来源：，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

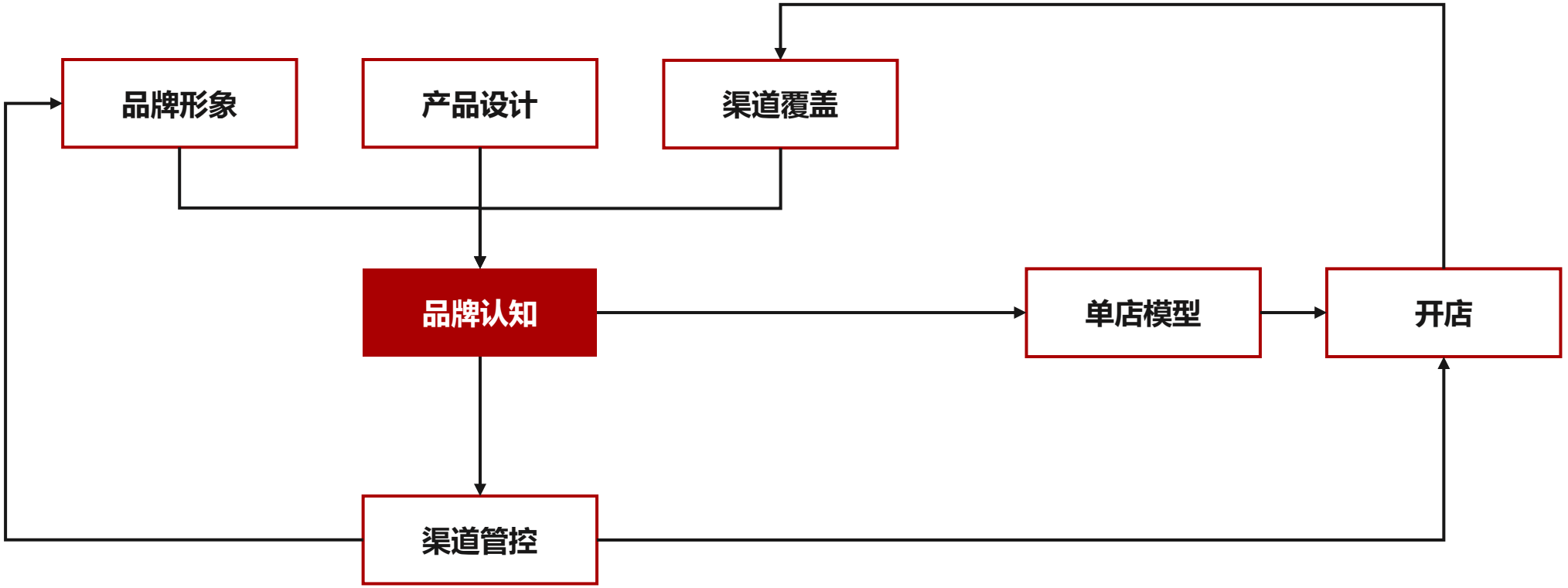
行业框架

1	行业科普：57%素金+15%镶嵌+28%玉石珍珠，工艺革新
2	市场空间：投资需求＋婚庆需求＋悦己需求共振，稳健增长
3	商业模式：加盟低风险高回报、品牌商现金流佳，高股息率
4	竞争格局：黄金门店兼具渠道和品牌的双重属性，头部集中
5	金价影响：19年至今金价涨幅已约70%，提振信心量价齐升
6	个股：周大福/老凤祥/周大生/豫园/中国黄金/菜百/潮宏基/曼卡龙
7	风险提示

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

4.1 行业核心竞争要素：兼具渠道和品牌的双重属性

- **经销商能赚钱：**品牌对经销商赋能和管控、优化单店运营模型、提升品牌形象和产品设计等。
- **消费者有认知：**提升品牌形象和产品设计、加大渠道覆盖广度等。



资料来源：浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

4.2 门店竞争：格局分散缓慢集中，16年-23年CR5从16%提至30%

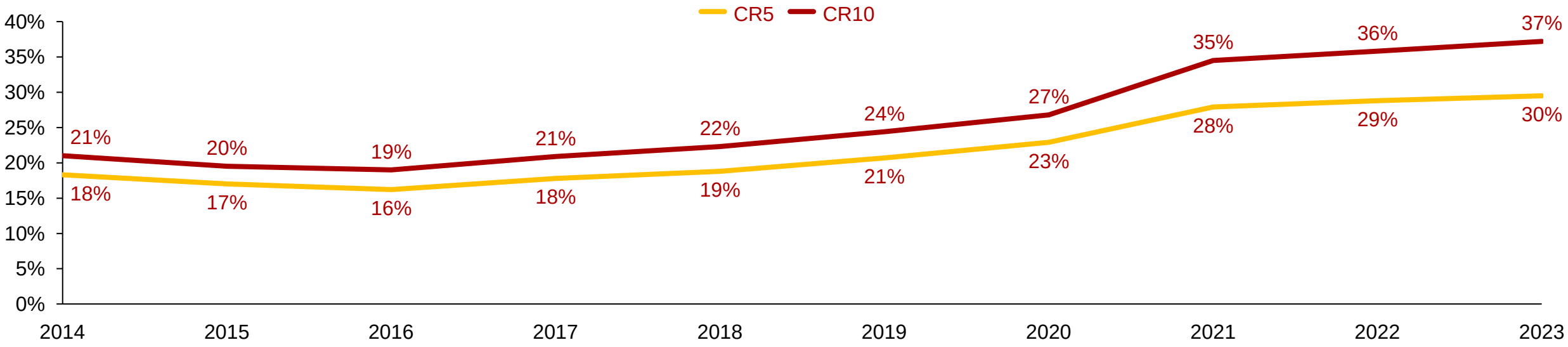
- **根据中宝协数据，2020年我国可统计到的珠宝门店数已达8.1万家，2020年以来头部品牌加速了开店节奏。**
- **2016-2023年， CR5从16%提升至30%、CR10从19%提升至37%，提升速度较慢，仍有较大整合空间。**

1）行业集中度先降后升：2013年抢金潮后行业进入调整期，主要玩家战略收缩；2017年后金价企稳、工艺革新，行业新一轮复苏，龙头展店加速。

2）龙头品牌价值沉淀、运营能力突出：从渠道覆盖度、产品设计和质量、品牌营销力来看，各品牌之间存在差异，全国性品牌 > 区域性品牌 > 白牌。

3）小品牌抗风险能力弱，逐渐被市场出清。①计价方式变化压缩盈利空间：1990年周大福推出高毛利率的一口价模式，2021年行业加速往克重计价转型，使整个行业盈利能力受损，小品牌受影响更大。②龙头品牌加速四五线渠道下沉，挤压小品牌份额。③20-22年小品牌受冲击更大。

黄金珠宝行业集中度变化



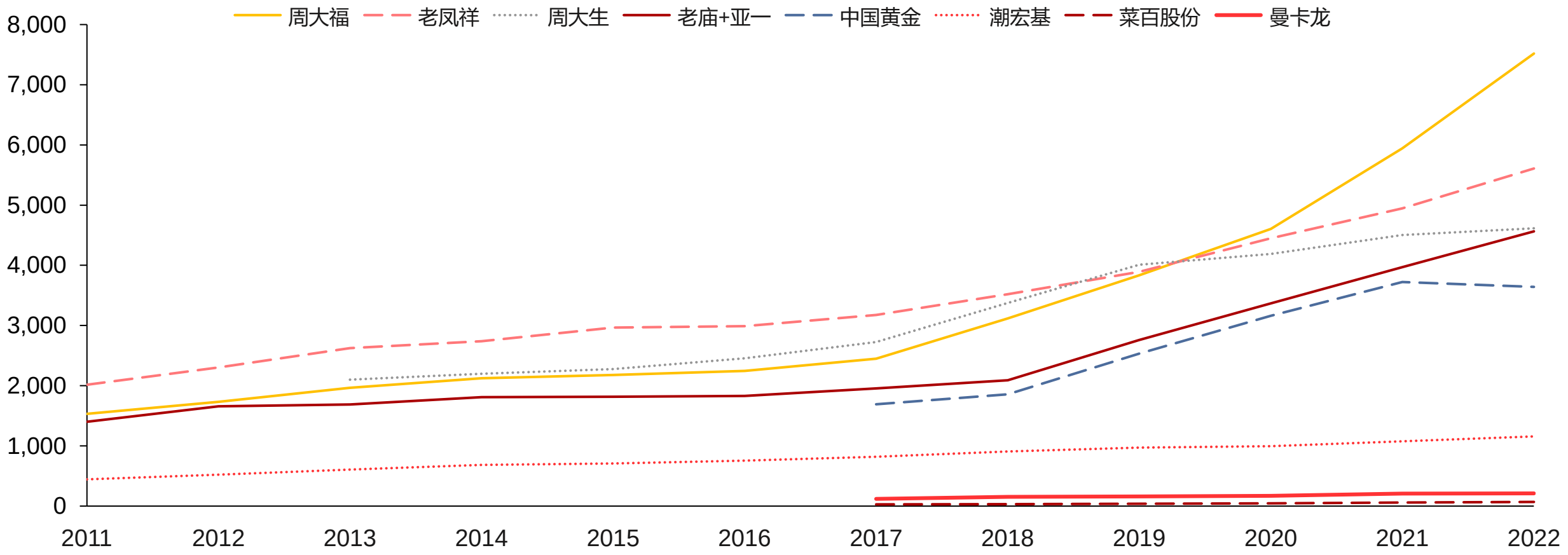
资料来源：中宝协，Euromonitor，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

4.3 门店扩张：17年-23年行业复苏，龙头步入展店提速期

■ **竞争格局：周大福门店数跃居第一；老凤祥、周大生、老庙、中国黄金等全国性品牌在第二梯队；潮宏基、曼卡龙、菜百等区域品牌在第三梯队**

主要玩家门店数变化（家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

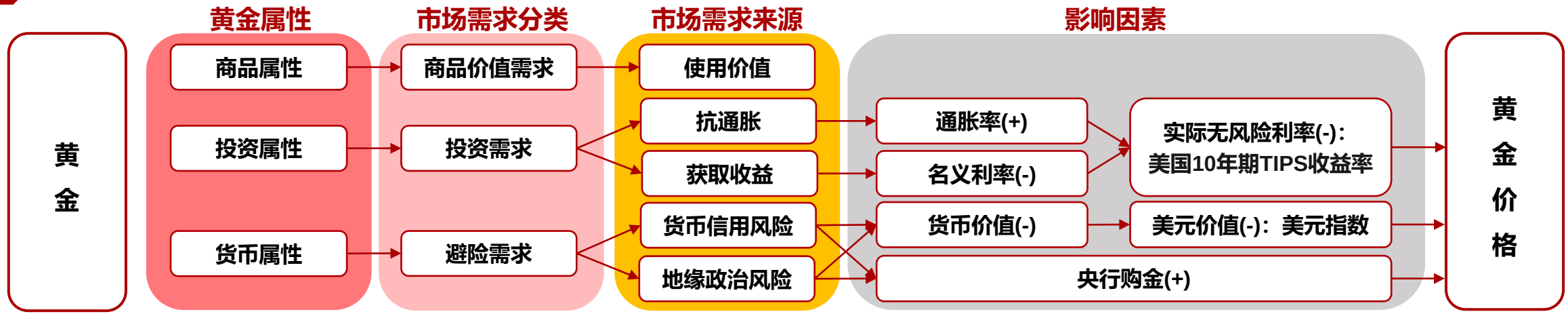
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

行业框架

1	行业科普：57%素金+15%镶嵌+28%玉石珍珠，工艺革新
2	市场空间：投资需求＋婚庆需求＋悦己需求共振，稳健增长
3	商业模式：加盟低风险高回报、品牌商现金流佳，高股息率
4	竞争格局：黄金门店兼具渠道和品牌的双重属性，头部集中
5	金价影响：19年至今金价涨幅已约70%，提振信心量价齐升
6	个股：周大福/老凤祥/周大生/豫园/中国黄金/菜百/潮宏基/曼卡龙
7	风险提示

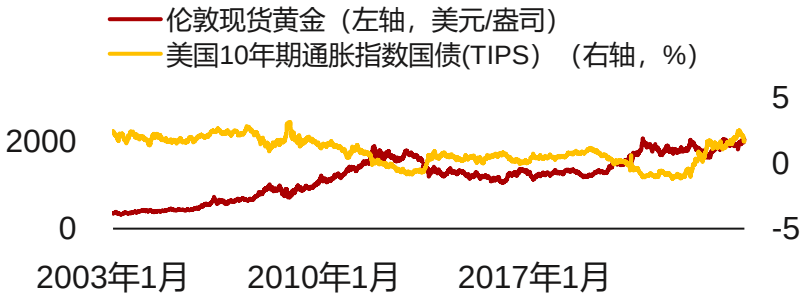
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

5.1 金价波动：通常实际利率下降or美元贬值→金价上涨

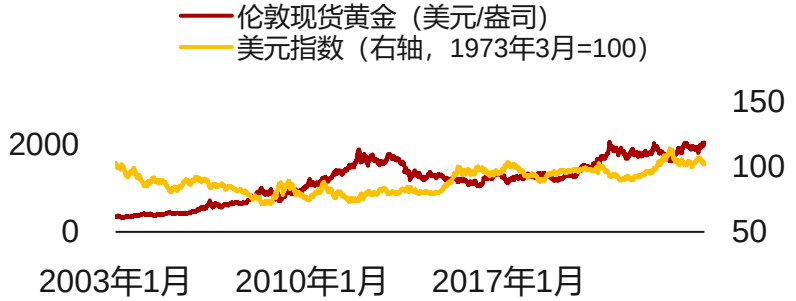


- **黄金价格的核心影响因素为实际利率和美元指数。**从投资属性出发，黄金是具有抗通胀能力的实物资产，通胀预期越高，市场持有黄金动机越强；黄金也是无信用风险的零息资产，名义利率是持有黄金的机会成本，名义利率下降，持有黄金动机增强。综上，金价与实际利率（名义利率-通胀率）反向变动。货币属性决定了黄金与其他主权货币的需求存在互相挤出，货币信用风险增加或地缘政治风险扩大，货币价值下降，金价上涨。
- **央行购金的增加为金价提供支撑。**市场需求以外，美元信用风险和地缘政治因素促使央行增加黄金储备，央行购金持续增长也推升了金价。

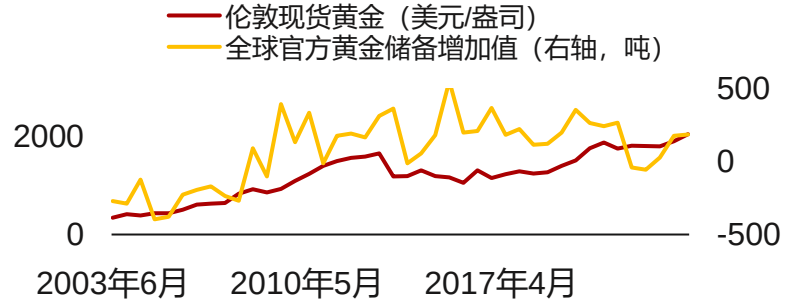
黄金价格与实际利率



黄金价格与美元指数



黄金价格与央行购金



资料来源：，浙商证券研究所

注：美国10年期TIPS（通货膨胀保值债券）利率

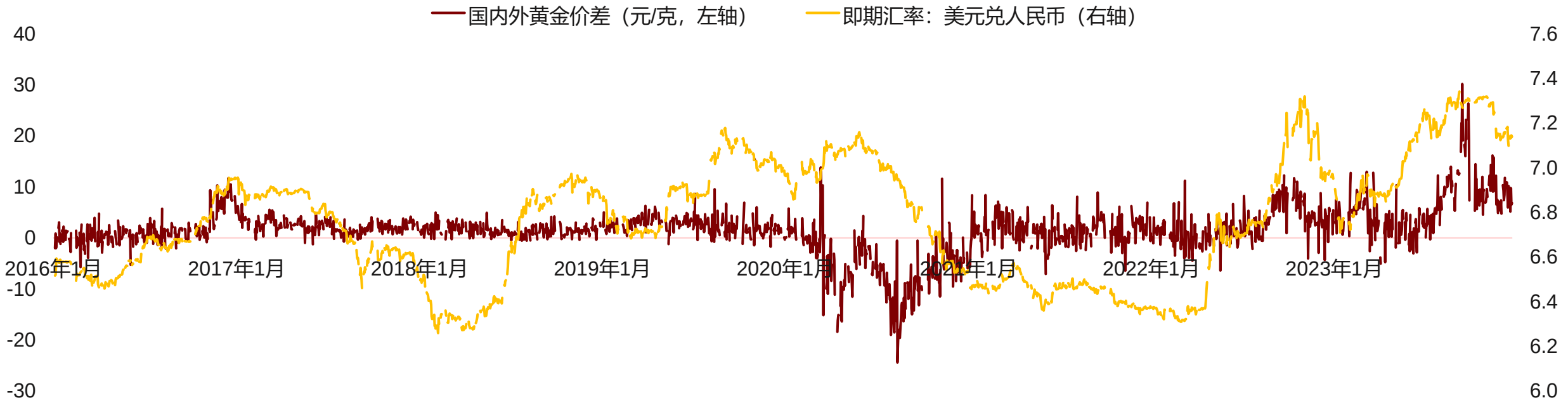
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

5.2 境内外黄金价差：人民币汇率贬值→黄金价差向上扩大

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

- **国内外金价保持微小稳定正向价差，价差来源是外汇兑换限制和黄金进口限制。**经过汇率调整后的人民币金价与国际金价走势一致，保持微小稳定正向价差。绝对价差的形成原因一是人民币兑换美元受到限制，二是黄金进口受到类似外汇管制的进出口限制（按照《黄金及黄金制品进出口管理办法》的相关规定，国家对黄金进出口实行准许证制度）。因此国内外金价长期存在正向价差。
- **国内外黄金价差与人民币汇率存在反向变动关系。**在国内市场人民币有贬值预期时，市场会出现抛人民币买黄金的情况。人民币汇率出现大幅贬值时，价差会向上突破；反之当人民币大幅升值时，价差会向下突破。

国内外黄金价差与汇率



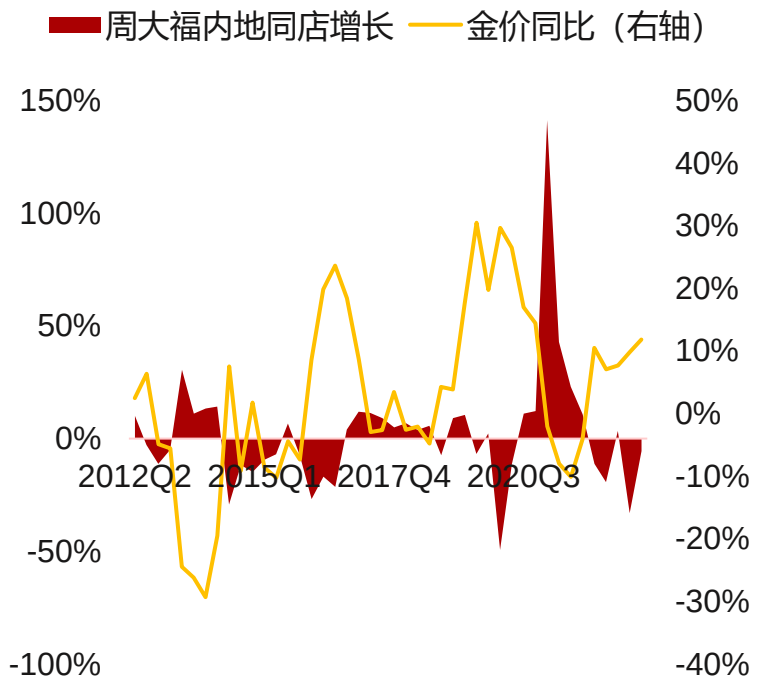
资料来源：，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

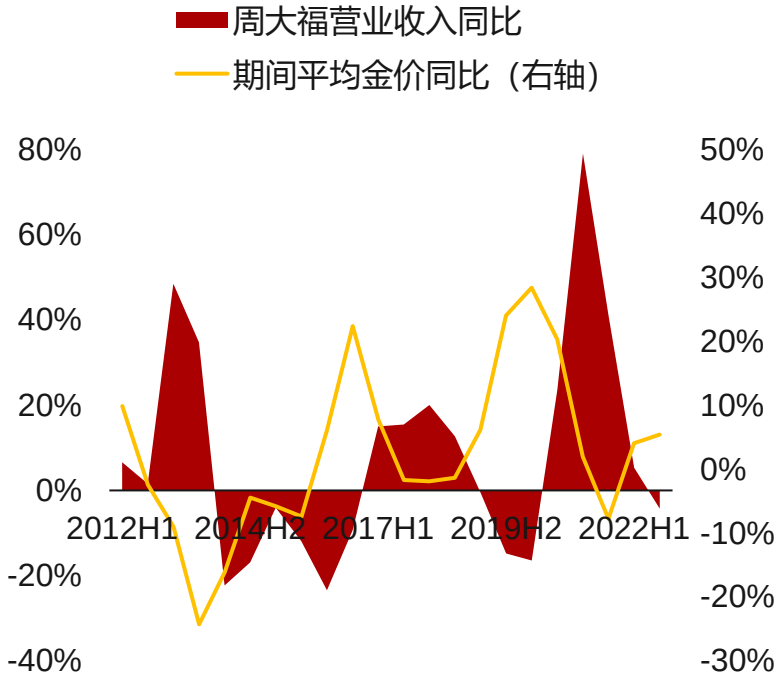
5.3 金价变化对公司销量影响途径：消费者需求&加盟商备货意愿

- **金价短期上涨或下跌，可能会反向影响消费者需求。**以周大福为例，其同店增长和营业收入与金价变化基本呈现反向变动。当金价快涨（快跌）时，消费者将减少（增加）黄金饰品消费，公司营收会减少（增加）。
- **金价短期上涨或下跌，可能会反向影响加盟商补货需求。**以加盟店为主要模式的老凤祥为例，金价快速涨跌区间内，公司营收呈现与金价反向变动趋势。金价快涨（快跌）时，加盟商补货需求受到抑制（刺激）。

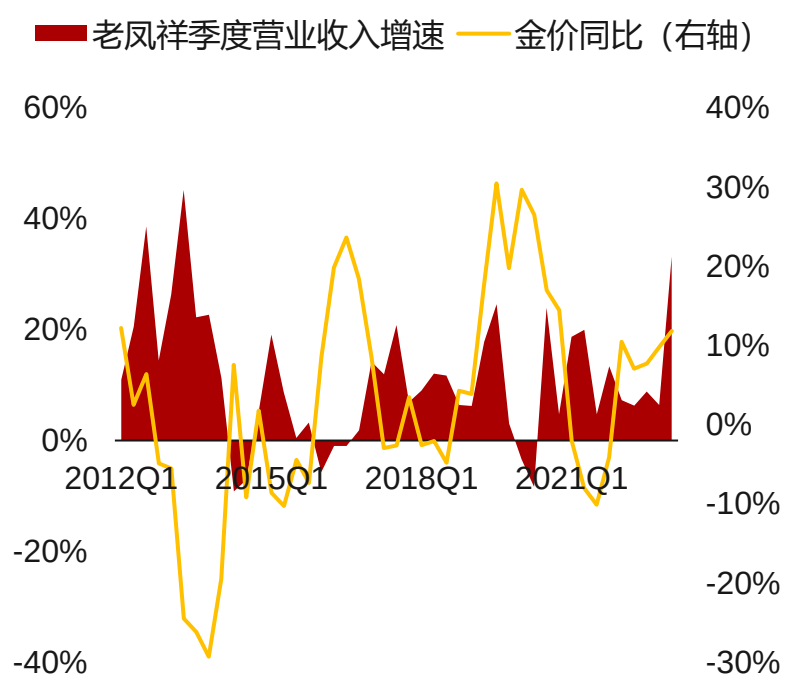
周大福同店增长与黄金价格



周大福营业收入与黄金价格



老凤祥营业收入与黄金价格



资料来源：，公司公告，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

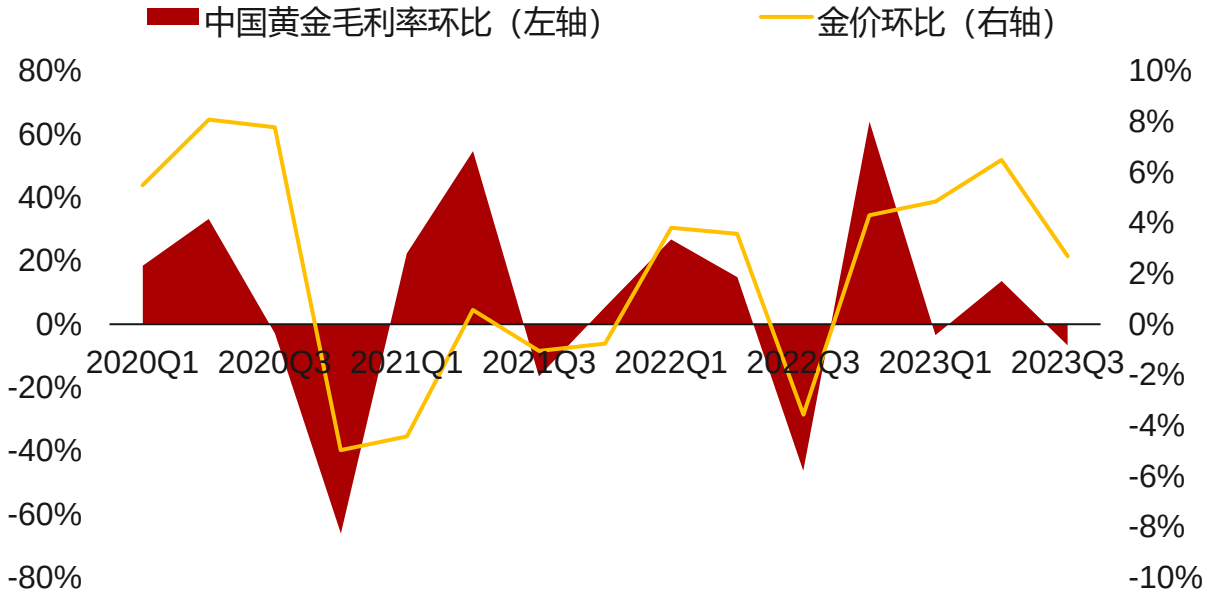
5.4 金价变化对毛利率影响途径：理论上同向变化，实际较为复杂

- **理论上金价上涨会使毛利率提升。**克重黄金产品的终端售价是“实时金饰价+工费-折扣”，给加盟商的出厂价是“实时金价+加工费+品牌使用费”，因此金价上涨理论上会带来公司的黄金库存增值和销售毛利率提升
- **实际情况要考虑：1）黄金是否入表；2）套期保值比例**

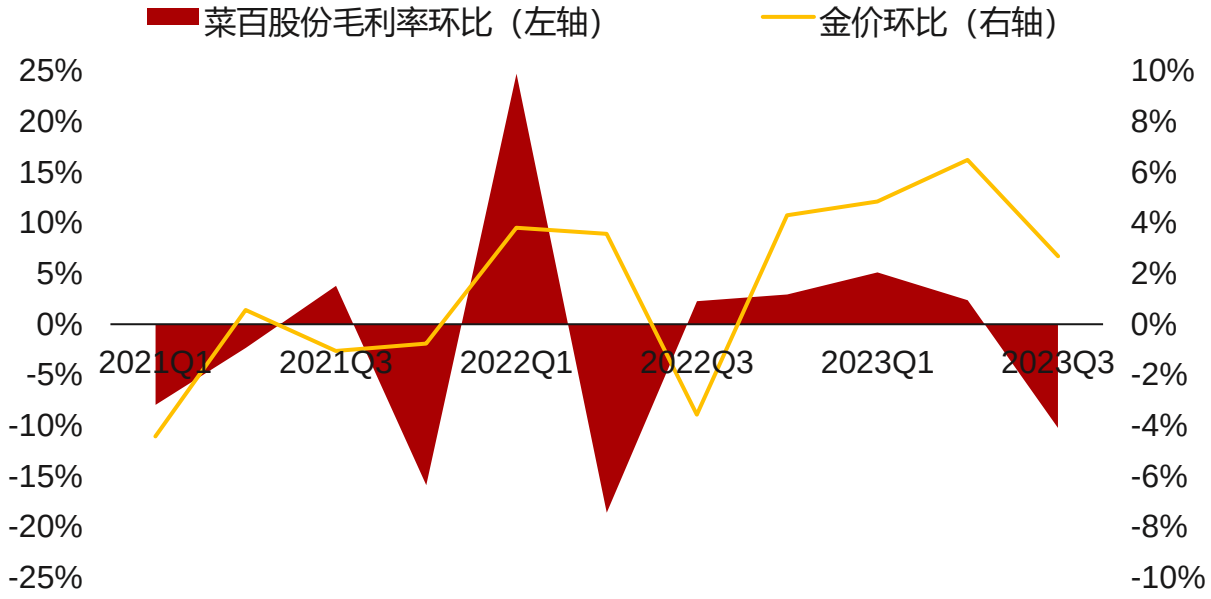
1）黄金是否入表。如果公司采用指定供应商供货+收贴牌费的模式，公司自身并不采购黄金原料/黄金产品，则金价变化对毛利率无影响

2）套期保值比例。银行黄金租赁和套期保值工具可以规避金价波动风险，若借金和套保比例较高，金价变化对毛利率的影响也较小

中国黄金毛利率与黄金价格



菜百股份毛利率与黄金价格



资料来源：，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

行业框架

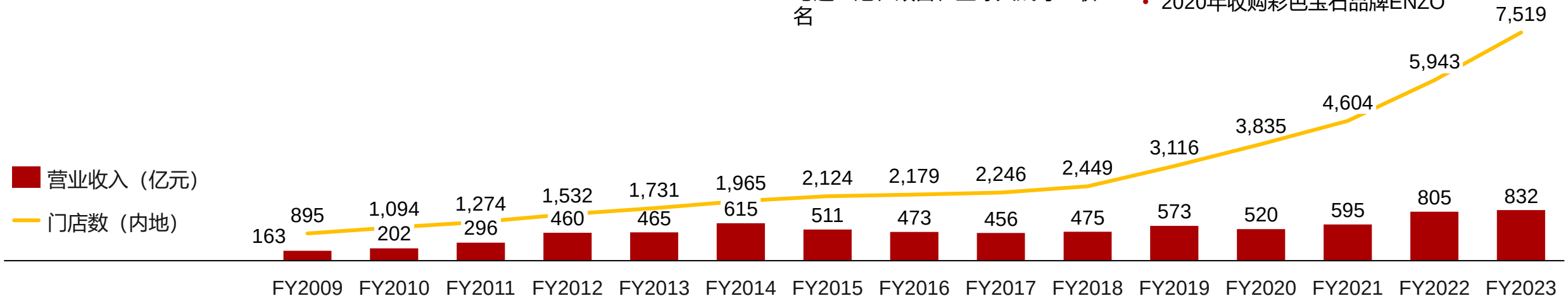
1	行业科普：57%素金+15%镶嵌+28%玉石珍珠，工艺革新
2	市场空间：投资需求＋婚庆需求＋悦己需求共振，稳健增长
3	商业模式：加盟低风险高回报、品牌商现金流佳，高股息率
4	竞争格局：黄金门店兼具渠道和品牌的双重属性，头部集中
5	金价影响：19年至今金价涨幅已约70%，提振信心量价齐升
6	个股：周大福/老凤祥/周大生/豫园/中国黄金/菜百/潮宏基/曼卡龙
7	风险提示

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.1 周大福：行业龙头，在渠道扩张、单品打造等维度展现前瞻性

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

1929-1997 早期发展	1997-2013 内地快速扩张	2014-2017 多品牌打造	2017-至今 抢占下沉渠道
• 1929年周至元在广州创立，后因时局动荡迁往香港与澳门 • 1956年首创“四条九”黄金，之后成为香港黄金首饰成色标准 • 1990年推出“一口价”政策改变了业内的经营模式	**渠道** • 1998年在北京开设首个零售点，2003年在深圳设立中国总部 • 以一二线城市为中心向全国扩张，以直营门店为主，2010年在内地开设第1,000家零售点 • 2011年成立线上旗舰店 **产品** • 开始尝试IP合作，2011年起先后联名小熊维尼、Hello Kitty、喜羊羊与灰太狼等IP	**渠道** • 开店速度放缓，逐步将现有门店升级为面积更大、装修更高端的“高端店” **产品** • 2014年收购高端钻石品牌Hearts On Fire；2016年推出T Mark钻石品牌；2017年推出轻奢婚嫁珠宝品牌SOINLOVE和针对年轻人市场的时尚珠宝品牌MONOLOGUE • 与迪士尼、故宫、星球大战等IP联名	**渠道** • 2017年推出周大福荟馆，2018年推出周大福艺堂；2022年为下沉市场打造周大福精致店 • 2018年推出“新城镇战略”，向低线城市扩张，加盟比例开始大幅提升 • 2019年推出省代政策，开店权限下放至省级代理商，进一步加速门店扩张 **产品** • 2017年推出“传承”系列，2018年借助明星和KOL推广在抖音和小红书走红 • 2020年收购彩色宝石品牌ENZO



资料来源：，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.1 周大福：类直营模式，18年推行新城镇计划后于23年放缓

总部

- 东西南北中五个大区，以及京津冀、沪杭等小区
- 1998年在北京开内地首店

→ **原区** → **直营店（占24%）**

- 2018年4月，推出新城镇计划

→ **新城区（新城镇计划）**

- 2023年代理权收回总部

→ **区域办事处**

- **类直营模式**：加盟商找开店物业、出开店资金，总部审批开店，总部负责配货、人员培训
- 加盟商对门店日常运营介入少

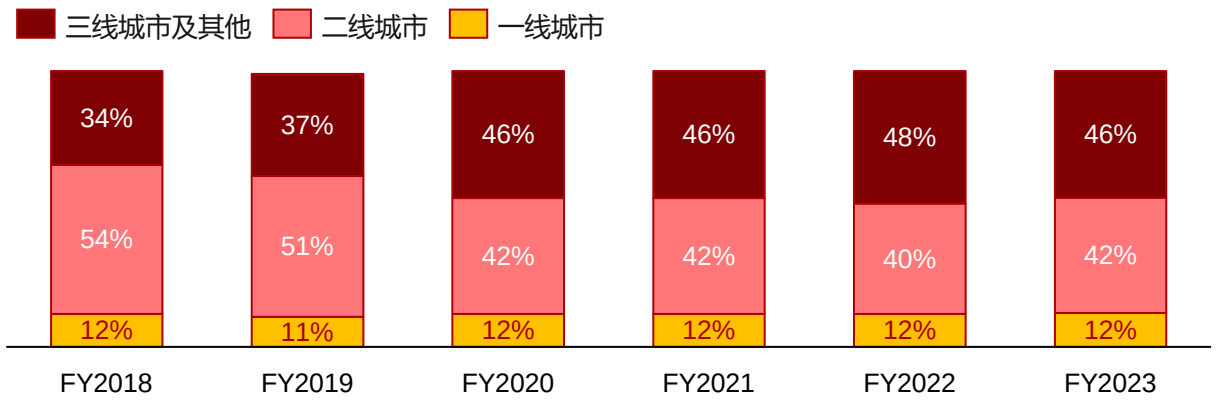
- 2019年5月，推行省代
- 2023年3月，陈世昌离职，放缓新城镇计划

→ **省代**

- 省代主要任务是帮助周大福开拓三四线城市的加盟商资源
- 省代具有开店审批权

→ **加盟店（占76%）**

周大福不同等级城市零售点占比



周大福主要店型

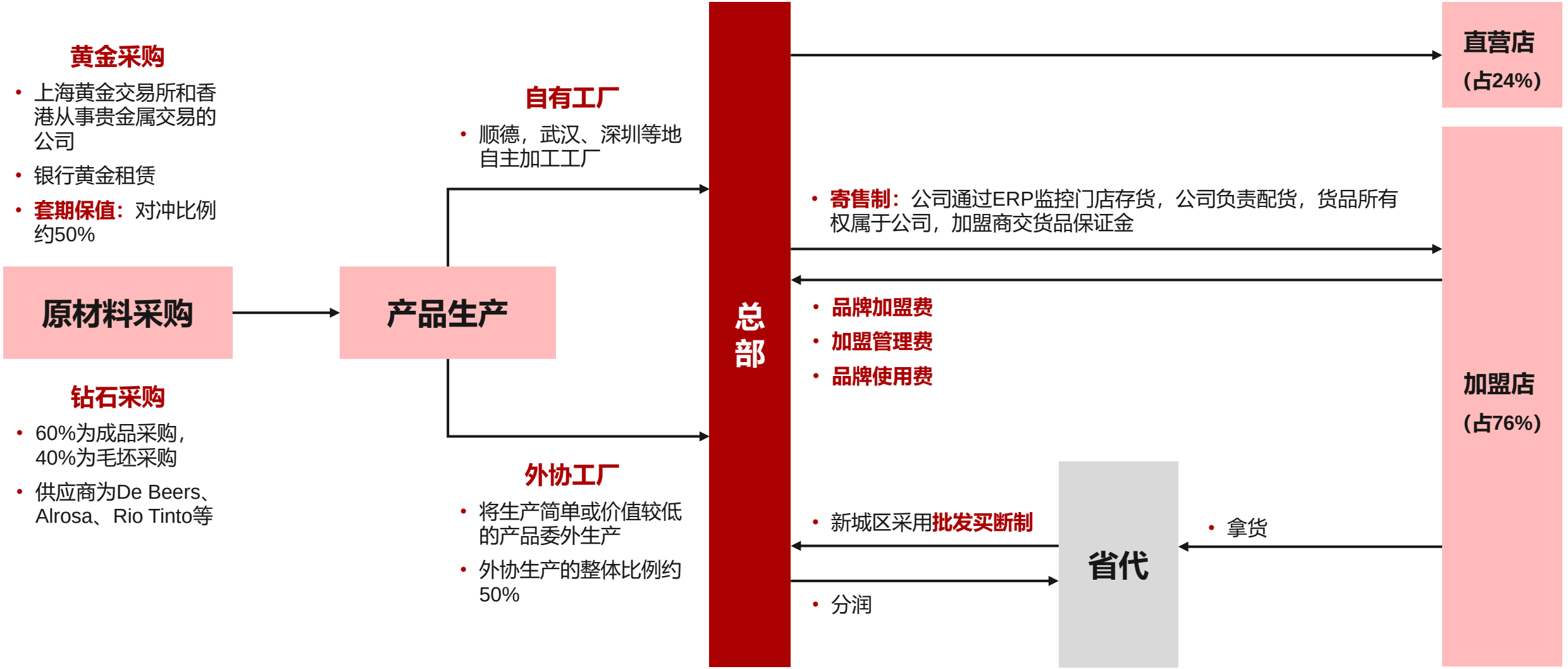
	周大福荟馆	周大福艺堂	旗舰店	精致店
介绍	高端门店 2021年123家	高端艺术珠宝品牌 2018年推出	主流店型	规模更小，2022年推出精致店
店型图				

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2023财年末门店数量

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.1 周大福：加盟店主要采用寄售制，新城区曾采用买断制



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2023财年末门店数量

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.2 老凤祥：百年民族品牌，在国企改革下释放经营活力

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

1848-2009 早期发展

- 起源于1848年创立于上海的凤祥裕记银楼，1985年恢复老凤祥银楼的招牌
- 1998年，中国铅笔一厂股份有限公司成为老凤祥的控股股东
- 2009年，老凤祥股份有限公司成立

2009-2017 渠道扩张

渠道

- 2011-2017年，平均每年新增约200家加盟店
- 2014年，针对三四线城市分区推进加盟店扩张

产品

- 2016年，与迪士尼联名

2018-至今 国企改革

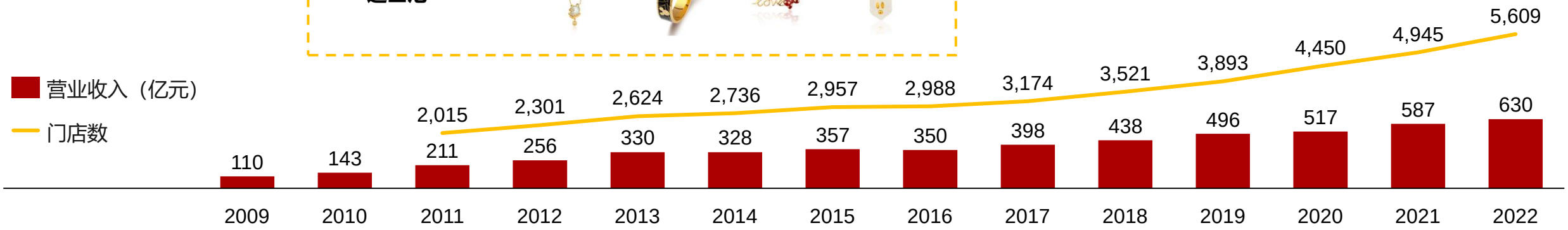
- 2018年被纳入“双百行动”企业名单，引入国新控股，并让38名经营技术骨干分享股权，优化了股权结构。2019年参与上海区域性国资国企综合改革试验，2020年推行职业经理人制度，目前在推动经销商持股

渠道

- 2018年起开始加速开店，每年新增约500家
- 改革门店类型，推出“凤祥喜事”、“藏宝金”主题店

产品

- 2018年，推出更简约时尚的“凤祥喜事”黄金首饰系列、迪士尼2018新季系列、“古法金”产品
- 2022年推出藏宝金系列产品，还融合机械元素与潮流造型，推出“兔nice”系列



资料来源：，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.2 老凤祥：省代大家长模式，省代负责加盟店日常运营管理

总部

省代

- 总部出货给省代，省代主要任务是拿货和开店
- 2023年推动**经销商持股**，深度绑定

- 总部对省代放权，省代买断区域的代理权
- 省代对加盟商开店、配货、运营进行管理，公司很少介入加盟商日常运营

合资公司
（2010年至今）

- 部分区域成立合资公司
- 目前有河南、山东、重庆三家

- 总部和省代共同管理

加盟店
（占97%）

直营店
（占3%）

老凤祥银楼

主力店型

“藏宝金”店型

2021年推出，走高端路线

“凤祥喜事”店型

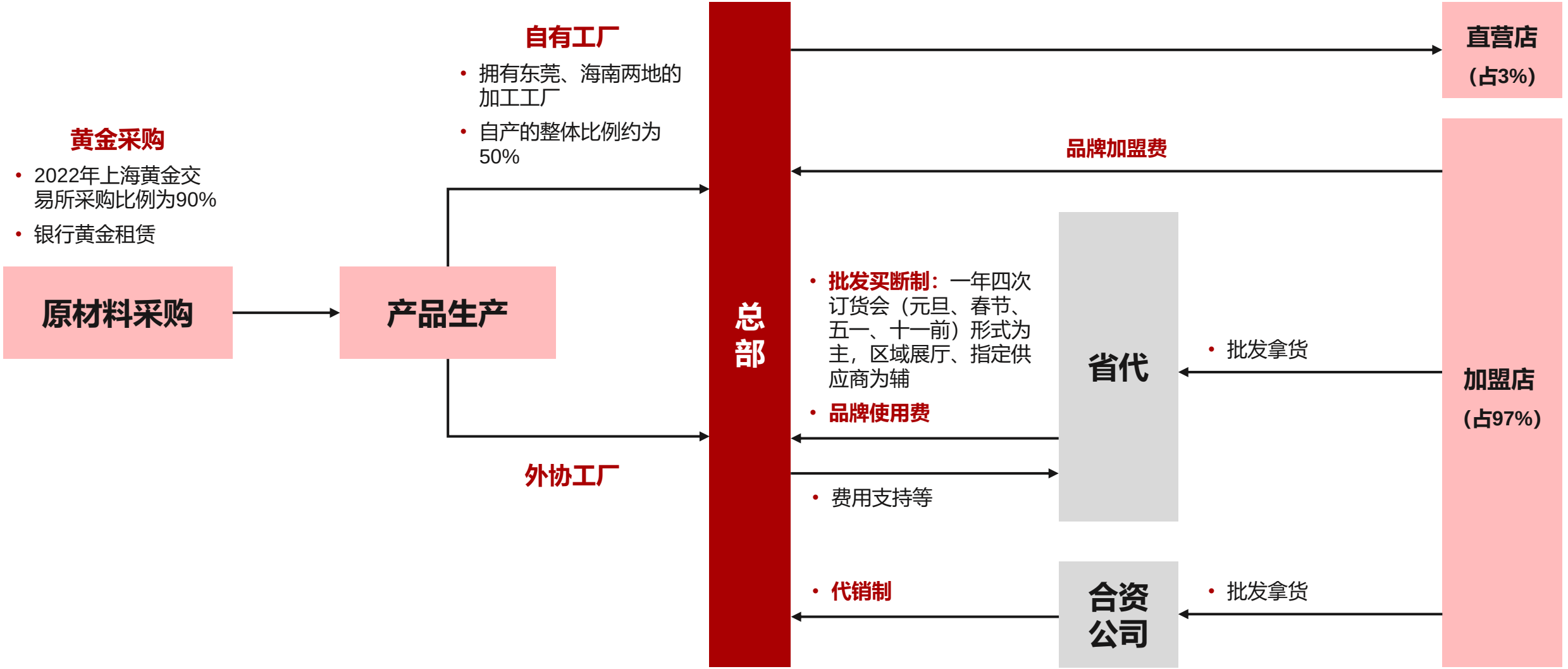
大众路线，“人生八件喜事”概念

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.2 老凤祥：批发买断制，定期订货会向省代出货



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.3 周大生：积极展店的年轻品牌，起于镶嵌饰品转型黄金赛道

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

1999-2005 早期发展

- 1999年，周宗文先生创立周大生并在北京王府井开设第一家专柜
- 此后周大生通过自营模式在一二线城市开始扩张，2003年周大生全国连锁店数量突破100家

2006-2015 快速扩张

渠道

- 2006年，公司抓住港资品牌尚未进入低线城市的机会，开放加盟渠道进入三四线城市蓝海市场，2009年完成千店计划
- 2013年，开始电商业务，2015年线上销售占比约5%

产品

- 以镶嵌类产品为主，素金类饰品由加盟商向指定供应商采购，公司收取品牌使用费

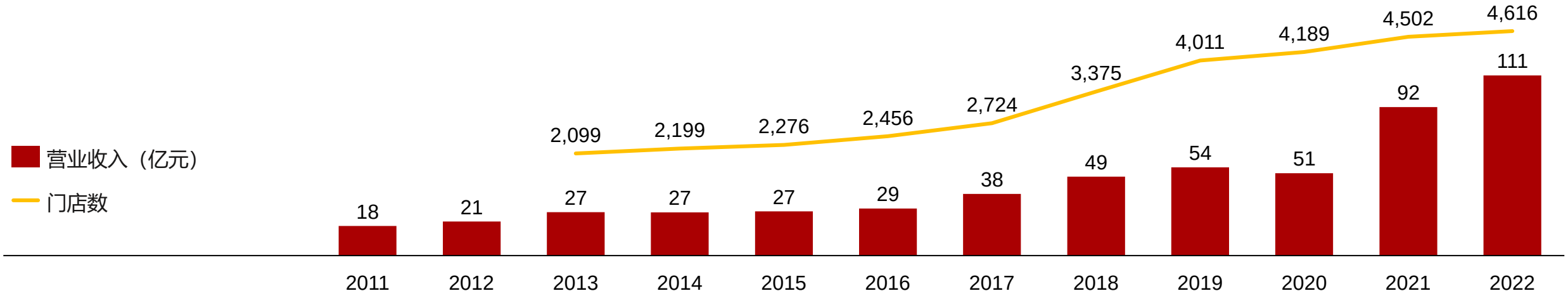
2016-至今 创新升级

渠道

- 2017年，开始电商直播，2020年线上销售占比约19%
- 2021年，开始推行省代模式，当年实现净新增门店数313家

产品

- 2016年，首创情景风格珠宝，呈现优雅、浪漫、迷人、摩登、自然五大风格
- 2019年，推出时尚珠宝品牌“Design Circles”，定位职场女性
- 2021年，收购定制婚戒品牌BLOVE，运营台湾婚恋金饰品牌“今生金饰”
- 2021年，推出“非凡”古法金系列，重点发力以古法金为代表的新兴黄金品类



资料来源：，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.3 周大生：较晚开放省代，加盟商在配货、运营上拥有较大权力

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

总部

- 1999年在北京开设第一家专柜
- 2006年开放加盟，主攻三四线城市

→ **区域办事处**

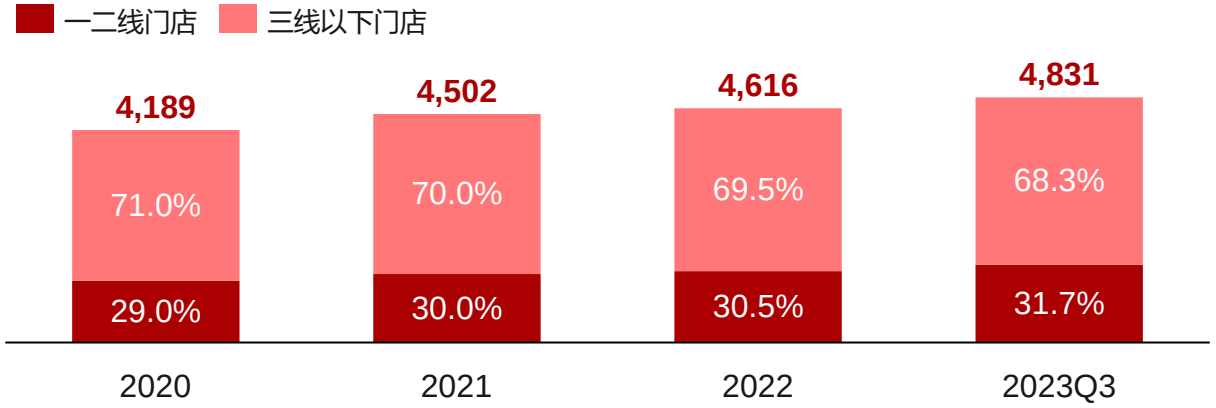
- **直营店经营区域：**主要为直辖市、 部分省会城市等中大型城市的主城区 → **直营店（占5%）**
- 不同于周大福全面参与加盟店日常运营环节，周大生的区域办事处主要对加盟商**提供培训、指导服务** → **加盟店（占95%）**

- 2021年开放省代

→ **省代（2021年至今）**

- 定位为服务商角色，与区域办事处协同
- 承担加盟商拓展、提供区域展厅、培训指导、金融担保等职能 → **加盟店（占95%）**

周大生不同等级城市门店数量占比



周大生店型对比

	店型图	主要产品	品牌定位
周大生综合店		钻石镶嵌+黄金	中高端
周大生经典店		黄金为主	东方文化潮牌，定位更高端

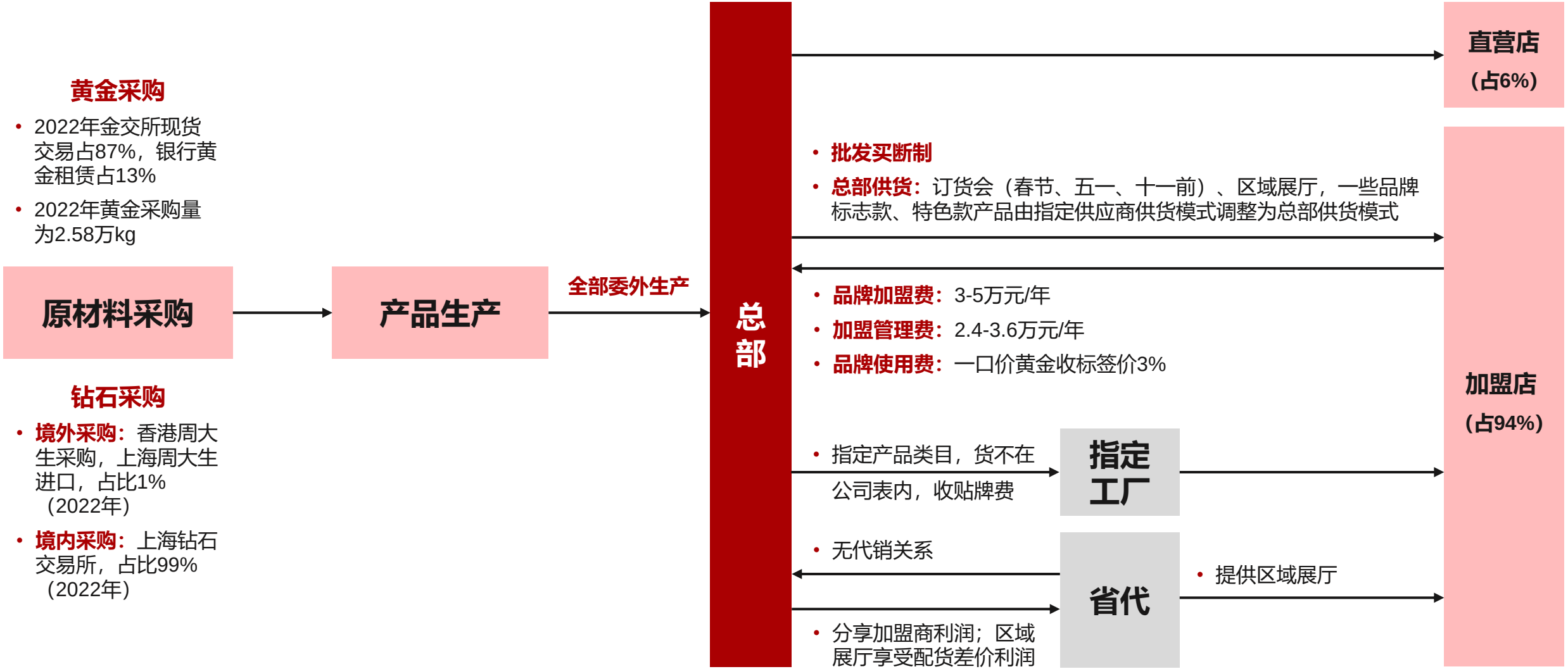
资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.3 周大生：总部直供+指定供应商供货，省代主要提供区域展厅

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.4 豫园股份：复星集团的快乐产业平台，老庙黄金是核心业务

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

1982-2002 改制起步

- 1982年，上海老城隍庙工艺品商店创建
- 1987年，上海老城隍庙市场共63家商店联合组成上海豫园商场股份有限公司，于1990年挂牌上市。
- 1992年，成立上海豫园旅游商城股份有限公司，在上交所上市并公开发行股票。
- 1994年“老城隍庙工艺品商店”改制为“上海老城隍庙金银珠宝公司”；同年“亚一”品牌诞生
- 1998年，“上海老城隍庙金银珠宝公司”改制为“上海老庙黄金有限公司”

2002-2018 快速扩张

- 2002年复星集团成为第一大股东
- 2013年整合“老庙黄金”和“亚一金店”，成立豫园珠宝时尚集团
- 2017年提出“快乐时尚大平台”战略定位

渠道

- 2011年入驻淘宝

产品

- 主营业务包括黄金饰品、百货、饮食、进出口、医疗、工艺品和房地产，黄金饰品为公司核心支柱业务，2017年营收占比85%

2018-至今 多元发展

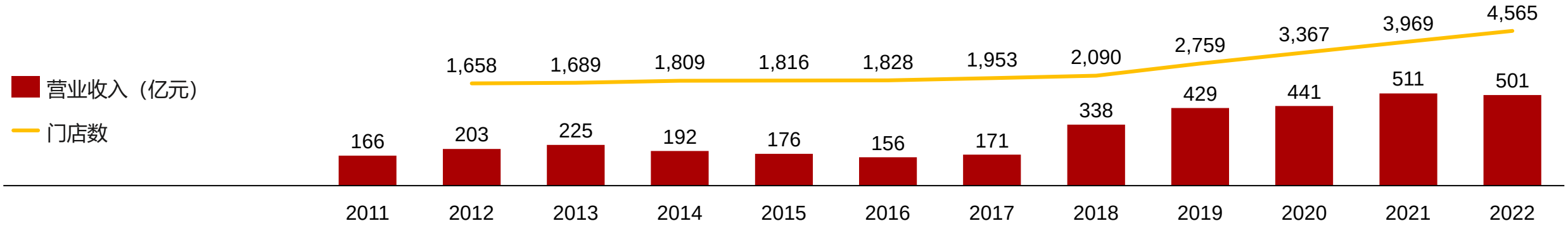
- 2018年资产重组，复星集团控股68.6%成为控股股东，延续“快乐时尚大平台”战略，加强餐饮、化妆品、宠物、腕表以及文化创意领域布局
- 2021年将“东方生活美学”作为公司置顶战略

渠道

- 2019年5月15日，老庙首次和淘宝薇娅合作

产品

- 2017年推出“福禄寿禧财”五运文化相关产品；2018年老庙黄金推出古法金产品“古韵金”系列
- 2018年收购中华老字号松鹤楼；2019年收购海鸥表及上海表；2020年入主舍得酒业



资料来源：，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

注：门店数为“老庙”和“亚一”品牌门店数合计

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.4 豫园股份：总部直接对接加盟商，通过线上系统加强终端管控

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

黄金采购
- 2022年金交所现货交易占56%，银行黄金租赁占44%
- 接近完全套期保值

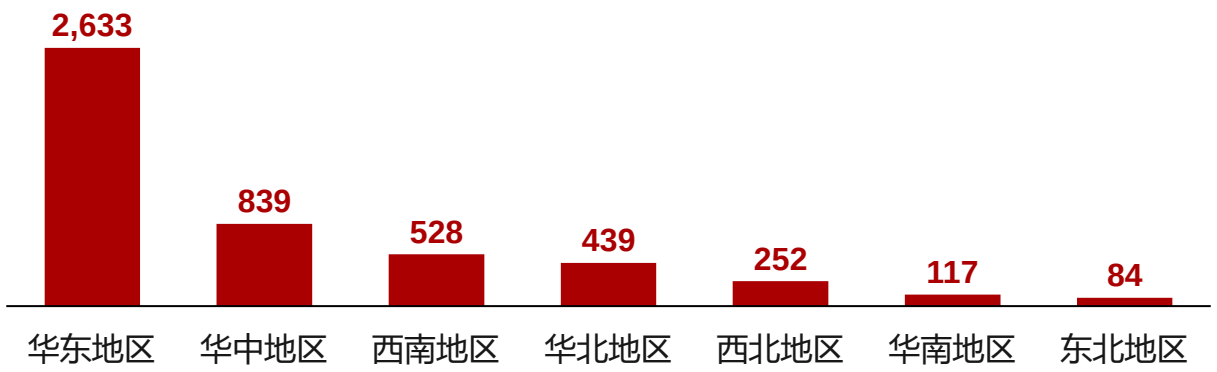
素金产品
- 主要委托生产
- 上海自有工厂产能较小，针对本地小订单

原材料采购 → **产品生产** → **总部**

- 门店主要集中在华东地区，上海主要为直营店，周边城市为加盟店 → **直营店（占5%）**
- **批发买断制，2022年50店寄售制试验**
- 加盟商与总部直接对接，总部开发好运宝APP加强加盟商订货管理 → **加盟店（占95%）**

加盟事业部
- 加盟商拓展；开区域订货会
- 加盟商有一定产品结构选货与定价自主权

豫园股份珠宝门店分布（截至2023年6月）



豫园股份珠宝品牌对比

老庙黄金

一二线城市

亚一珠宝

三四线城市及城镇

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.5 中国黄金：央企龙头，业务及渠道拓展迅猛

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

2006-2009 成立早期

- 2006年公司成立，前身为“中金黄金投资有限公司”，于同年推出中国黄金投资金条

产品

- 投资金条为主

2009-2016 渠道扩张

- 2010年，中金珠宝有限公司成立，开展“中国黄金”珠宝产品开发与品牌运营

渠道

- 2009年，成立中国黄金专卖店，主要以加盟方式拓店

产品

- 2009年获评中国黄金协会“中国黄金第一品牌投资金条”
- 2012年推出“珍·如金”高端品牌
- 2012年针对投资保值需求，推出“高纯金”
- 2014年推出“珍·尚银”品牌，主打快时尚路线

2017-至今 混改上市加速扩张

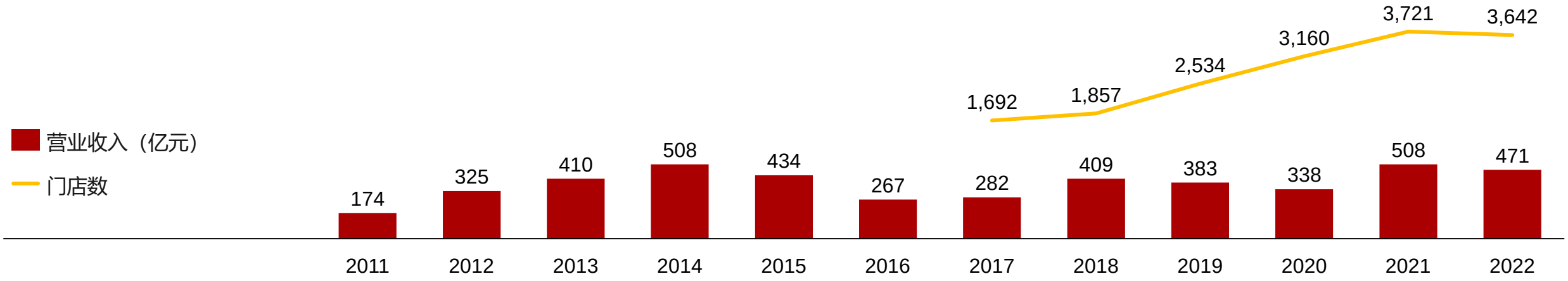
- 2017年，混合所有制改革，引入中信证券、京东等机构
- 2021年，公司于上交所上市

渠道

- 2017年，引入产业投资合伙平台彩凤金鑫，由省级加盟商组成
- 2021年，成立品牌专属直播基地，开始电商直播，2022年线上销售占比为9.6%

产品

- 2019年，推出古法金“承福金”系列
- 2020年，与迪士尼IP合作推出花木兰系列
- 2022年，推出新品国宝金，2022年3月开放中国黄金故宫文创馆



资料来源：，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.5 中国黄金：省代大家长模式，混改引入省代持股，深度绑定

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

总部

- 直营店渠道、大客户渠道、银行渠道、电商渠道；直营渠道收入占比较高，主要原因是北京旗舰店贡献收入较多（2019年收入71.5亿元）

→ **直营店（占3%）**

- 无省代区域或者个别规模较大的加盟商，会直接开展业务往来

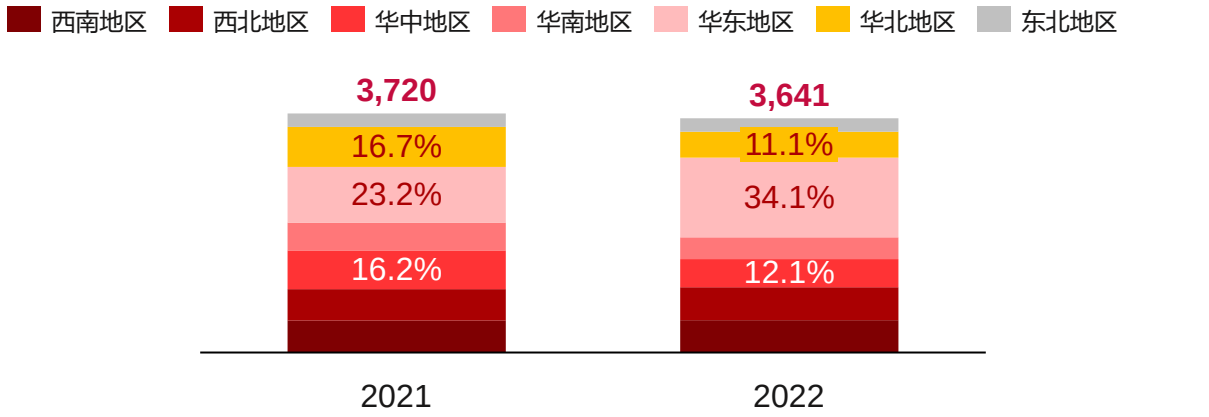
→ **加盟店（占97%）**

- 2017年混合所有制改革，引入省代平台彩凤金鑫

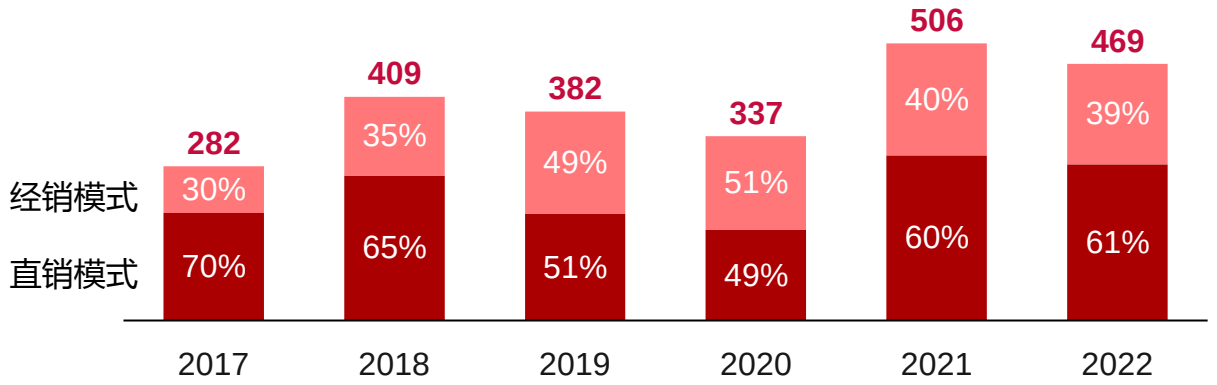
→ **省代**

- 大部分终端加盟商不直接与总部产生业务往来
- 省代承担加盟商拓展、管理、供货等职能

中国黄金门店区域分布



中国黄金分模式收入占比（亿元）



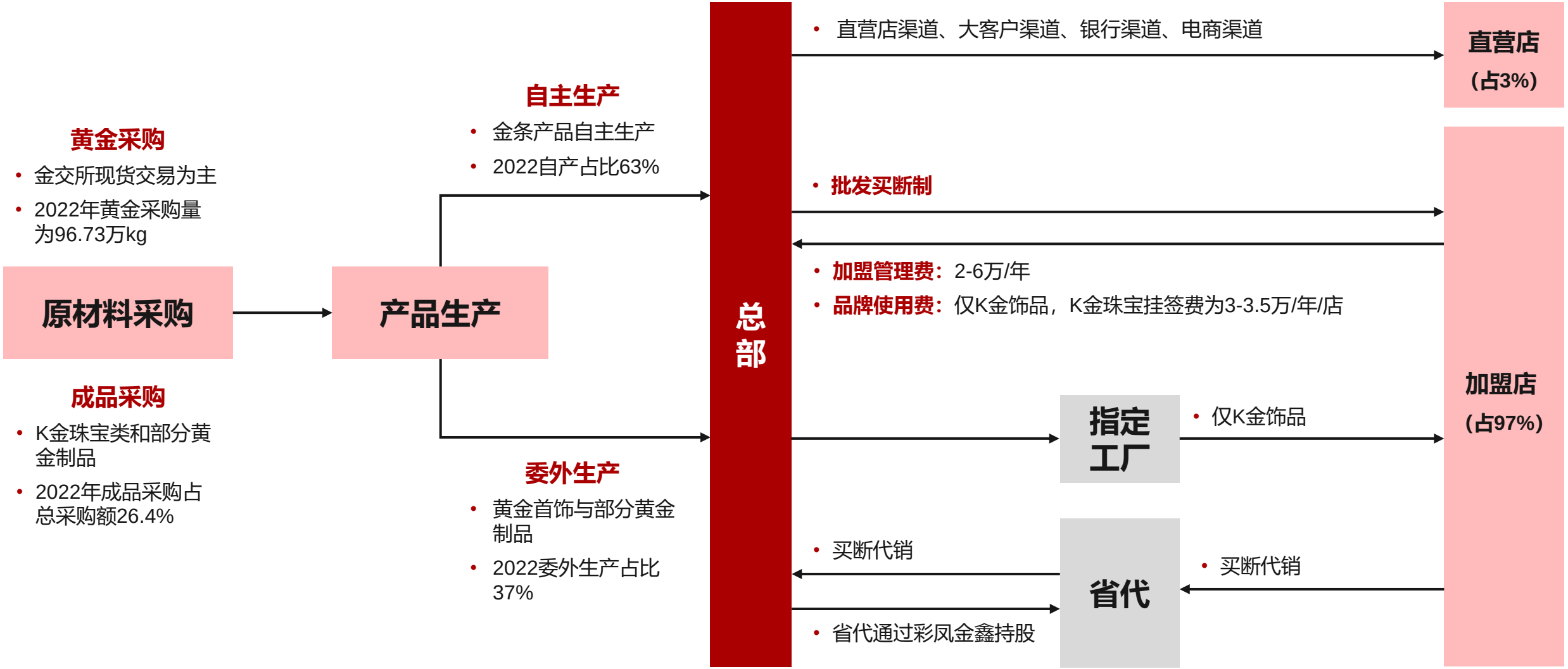
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：门店数仅包括国内门店，不包括柬埔寨的一家

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.5 中国黄金：批发买断制，主要向省代出货

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.6 菜百股份：北京老字号，聚焦异地渠道扩张并发力饰品

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

1956-2010 早期发展

- 1956年，公司前身北京市宣武区菜市口百货商场成立，主要从事百货商品经营
- 1985年，公司顺应国家放开黄金饰品销售政策，成为北京市第一批经营黄金首饰的百货商
- 此后公司珠宝业务名气不断升高，先后获得“京城黄金第一家”、“中华老字号”的美誉，并于2010年退出百货业务，专营黄金珠宝

2011-2020 线上线下稳步扩张

渠道

- 2013、2014年分别开设京东、天猫官方旗舰店
- 门店全直营，集中在以北京为核心的华北地区

产品

- 2019年，推出故宫“宫匠黄金”文化产品、颐和园系列等IP产品

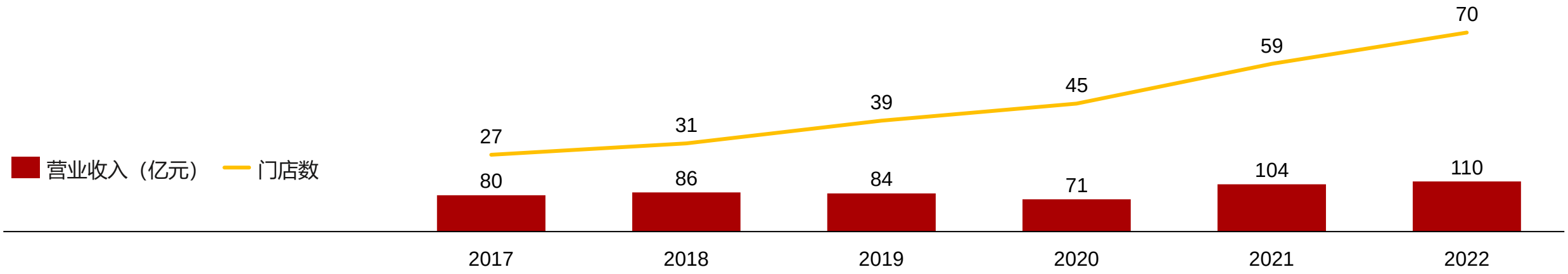
2021-至今 渠道产品新扩张

渠道

- 2021年IPO上市，计划在华北和其他全国重点城市开设19家直营门店
- 2021年在江苏省开出华东首店
- 2022年在西安开出5家门店

产品

- 2021年，发布专注古法金的“菜百传世”和以钻石为主要品类的“菜百悦时光”两大子品牌
- 2022年，推出“恋意Lovin”、“京承百韵”、“菜百传世·轻舞飞扬”等多个系列产品



资料来源：，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.6 菜百股份：纯直营，总店贡献过半收入，逐步开拓华东、西北

黄金采购

- 2022年金交所现货交易占采购总额66.8%
- 银行黄金租赁

成品采购

- 镶嵌珠宝、贺岁金条、纪念币等

原材料采购 → **产品生产**（全部委外生产）→ **总部**

自营店：现款现货

联营店

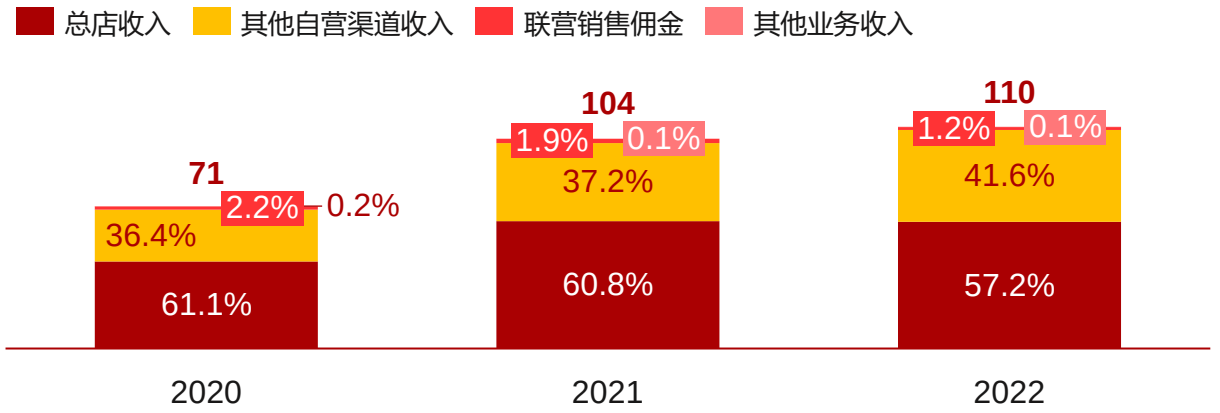
- 与购物中心和百货商场达成联营合作
- 联营商场在销售额基础上扣除相关费用和分成后向公司回款

→ **直营店**

菜百在不同城市门店数量

地区	2021	2022
北京	46	51
河北	9	9
陕西	0	5
天津	2	2
江苏	1	2
内蒙古	1	1

菜百营收构成（亿元）



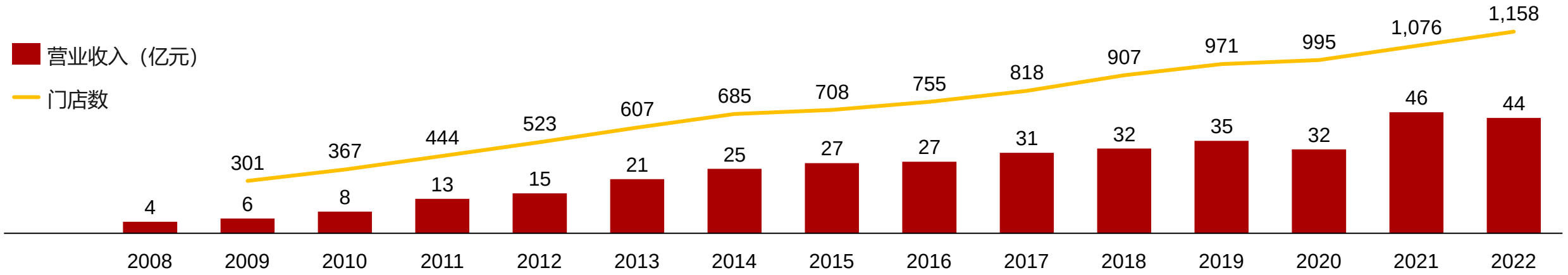
资料来源：，公司公告，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.7 潮宏基：K金时尚珠宝&国潮原创设计，差异化定位凸显

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

1996-2010 早期发展	2011-2017 多元化发展	2018-至今 回归主业
• 1996年在广东汕头成立，1997年成立“潮宏基”品牌，以K金时尚珠宝首饰为核心 • 1999年在青岛开出第一家专柜，并举办第一届全国珠宝设计大奖赛，明确设计、原创为品牌核心竞争力 • 2002年创建珠宝VENTI梵迪，面向20-35岁年轻时尚职业女性 • 2009年成立花丝镶嵌工作室 • 奠定了注重原创设计、传统传承的品牌基调	• 2014年，收购FION菲安妮发展女包业务 • 2015年，投资美妆跨境电商平台拉拉米 • 2016年，收购美容机构思妍丽26%股权，投资更美APP **渠道** • 以直营渠道为主，借助百货商场渠道开设品牌专柜 **产品** • 2013年成立潮宏基“臻宝首饰博物馆”，2014年传统花丝手工艺作品“花丝风雨桥”成功申请吉尼斯世界纪录 • 先后取得小黄人、哆啦A梦、皮卡丘、迪士尼等IP授权，开发联名产品	• 2019年放弃收购美容机构思妍丽，回归珠宝行业 **渠道** • 2018年开始大力拓展加盟模式，加快向三四线城市的布局，加盟门店占比迅速从2017年的29%提升至2022年的72% • 调整低效自营门店，自营门店数量从2017年的577家调整至2022年的324家 **产品** • 2019年，公司联合日本顶级设计师佐藤大推出“花丝糖果”系列珠宝，成为爆品，并每年推出四到五个花丝系列产品



资料来源：，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.7 潮宏基：通过省代迅速扩张加盟渠道，并逐渐减少直营门店

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

总部

- 一二线以直营为主，三四线以加盟为主
- 公司为优化资产负债结构，直营店数量逐年递减

→ **直营店（占28%）**

- 部分地区的直营店同步转由加盟商经营
- 千店千云，加盟商连入总部系统，总部通过终端数据及时调整加盟商决策

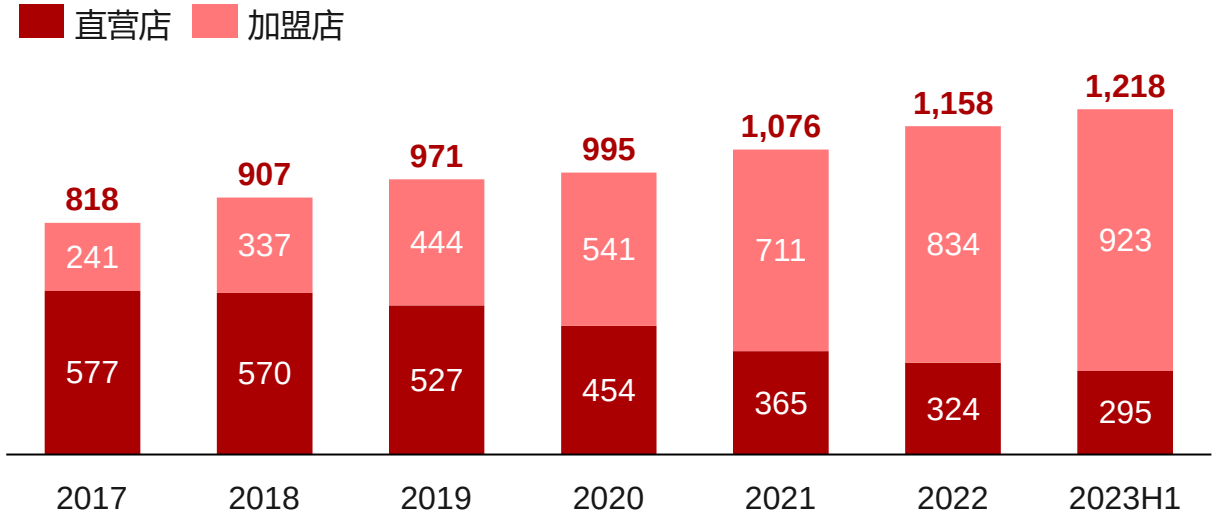
→ **加盟店（占72%）**

- 2019年提出进一步推进省代试点

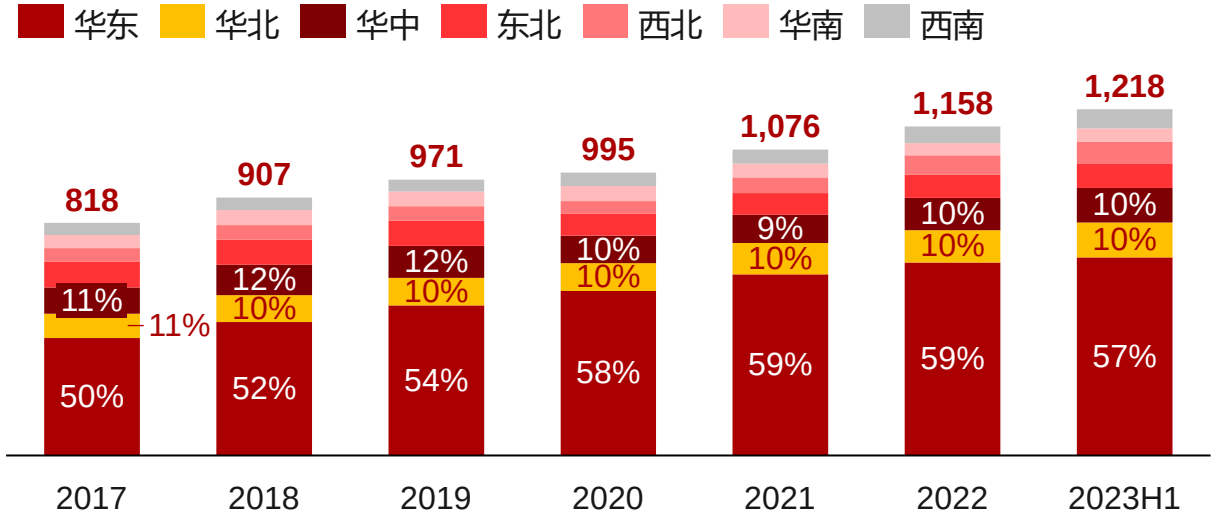
→ **省代** →

- 承担加盟商拓展、培训指导等职能

潮宏基不同类型门店数量



潮宏基门店地域分布



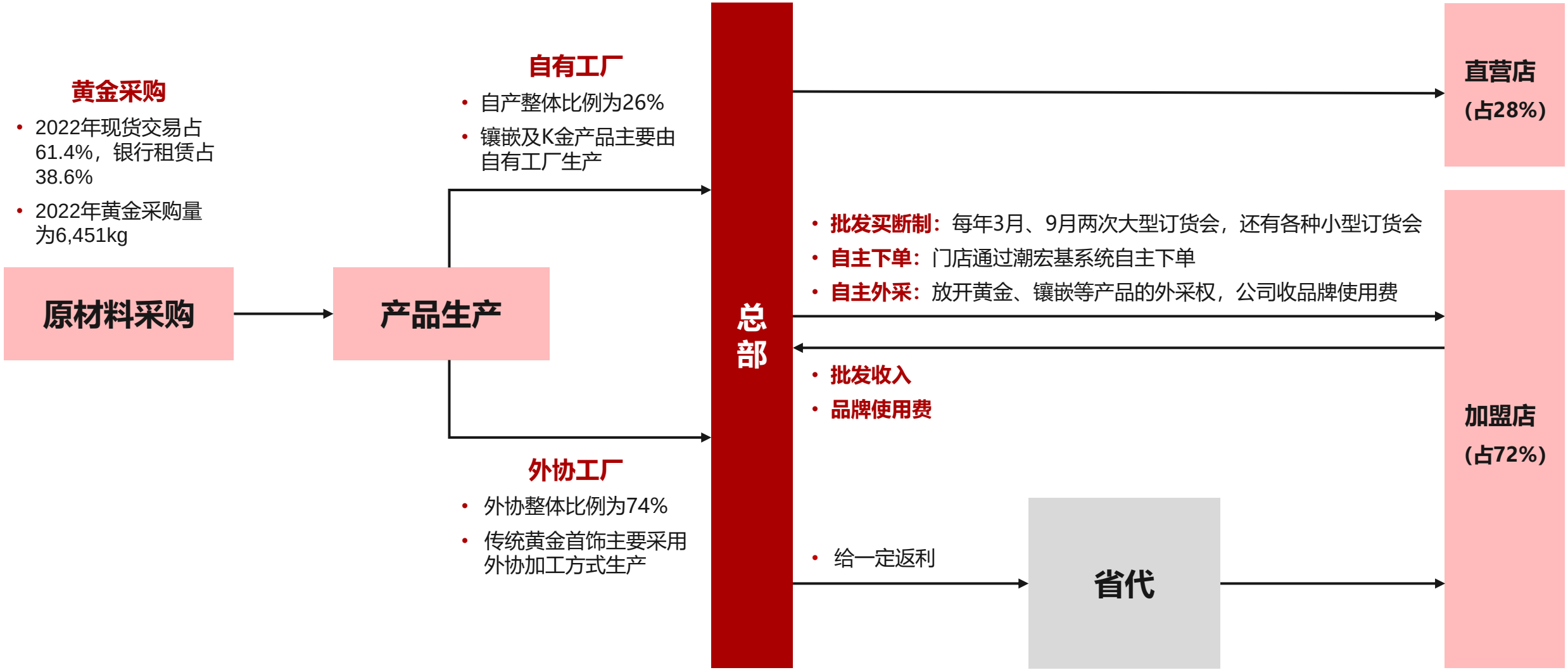
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.7 潮宏基：省代不参与货流，公司对加盟商管控程度较高

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.8 曼卡龙：年轻女性的轻奢珠宝品牌，发力线上和省外加盟

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

1994-2010 早期发展

- 创始人孙松鹤1994年入职曼卡龙前身万隆珠宝，2009年任万隆曼卡龙珠宝董事长
- 2010年集团旗下“MCLON曼卡龙”和“万隆珠宝”合并

2010-2020 线下渠道稳扎稳打，初试电商市场

渠道

- 2010年品牌合并后以直营店及专柜为主、加盟店为辅的推广策略进行扩张
- 2012年，曼卡龙天猫旗舰店营业

产品

- 以“三爱一钻”即“爱尚金”、“爱尚炫”、“爱尚彩”及钻石饰品为主，其中“爱尚金”为素金产品，“爱尚炫”及“爱尚彩”为镶嵌产品
- 2017、2018年分别与“吾皇万睡”、“肯德基”联名推出素金、镶嵌等珠宝产品

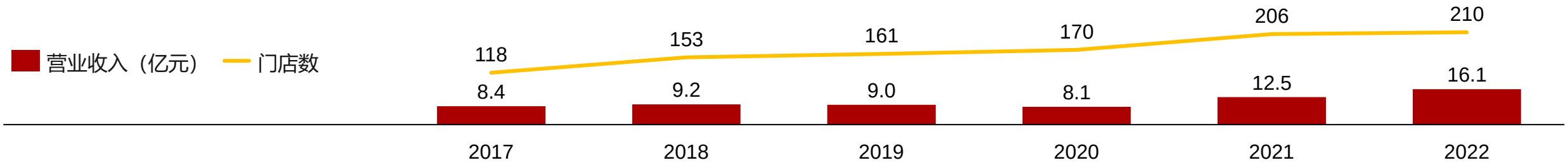
2020-至今 线下为基础，线上为主导

渠道

- 2020年加大电商渠道推广，通过直播带货等方式将电商销售收入占比提升至12.3%
- 2022年通过多平台全矩阵的布局，电商销售收入占比达38.1%
- 2021年发力省代开拓浙江省外渠道

产品

- 2023年公司推出以凤华系列和新国风系列为主的新国潮系列，加大对古法金的推广



资料来源：，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.8 曼卡龙：2021年引入省代向浙江省外扩张

总部

- 核心城市的核心商圈开设直营店，建立标杆店；浙江省内多直营
- 线上线下进行集中营销和传播，对周边地区有效辐射

→ **直营店（占47%）**

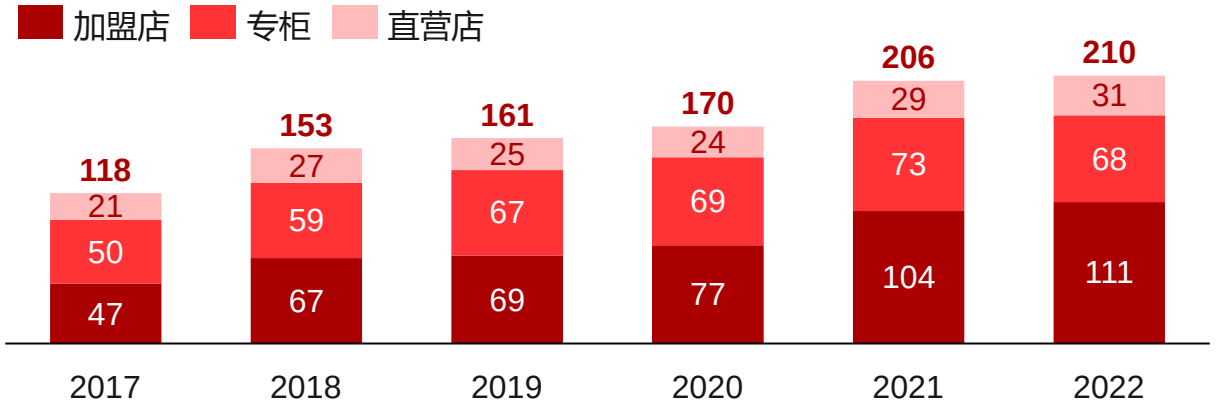
→ **加盟店（占53%）**

- 2021年发力省级代理拓展浙江省外市场

→ **省代（2021年至今）**

- 承担加盟商拓展、培训指导等职能

曼卡龙不同类型门店数量



曼卡龙不同店型对比

直营店

旗舰店打造品牌形象

专柜

商场联营模式降低开店成本

加盟店

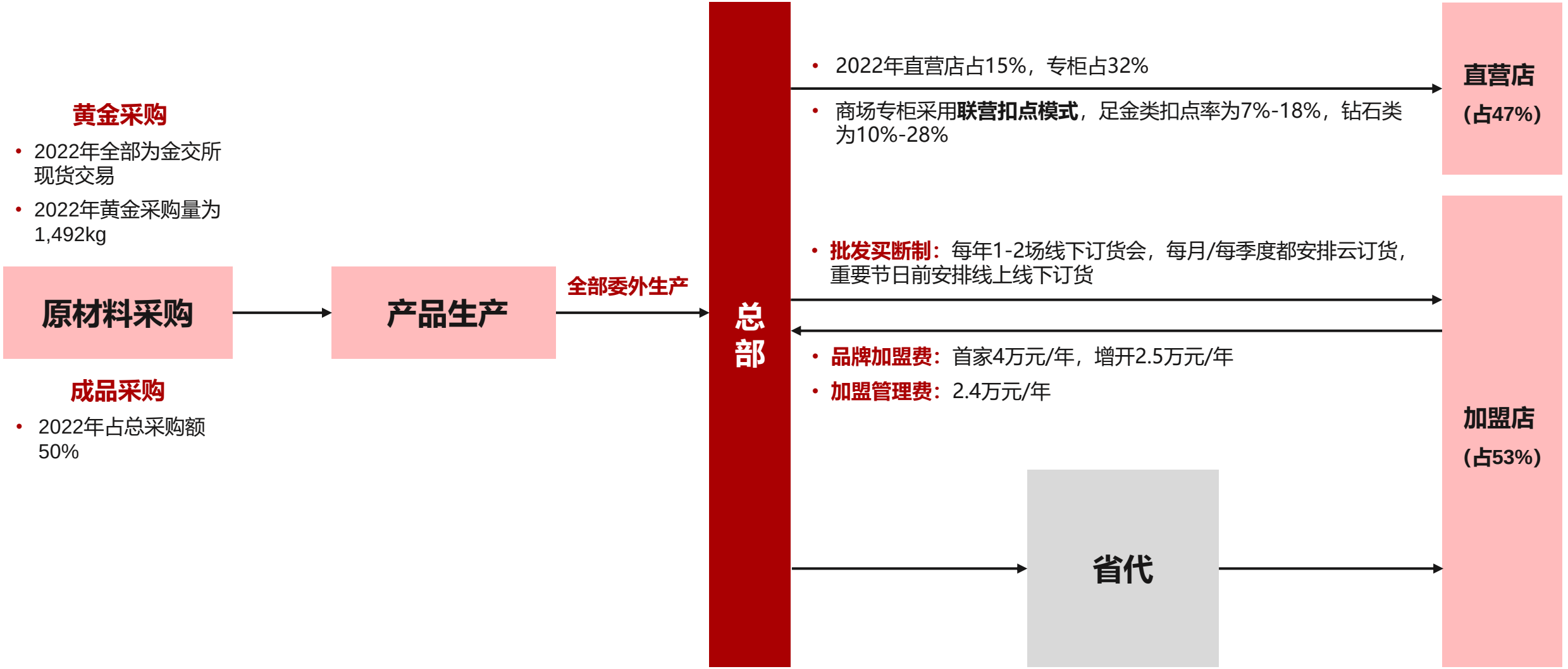
省代模式拓展省外渠道

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.8 曼卡龙：成品采购占比高，批发买断制向加盟商出货



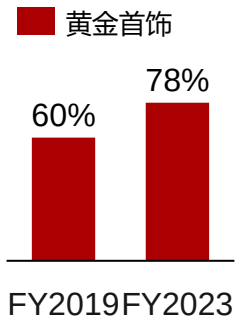
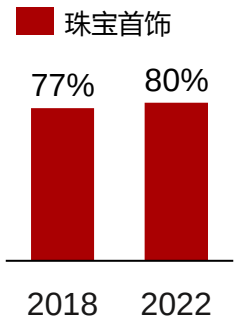
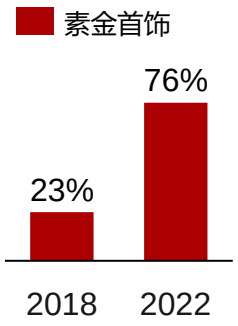
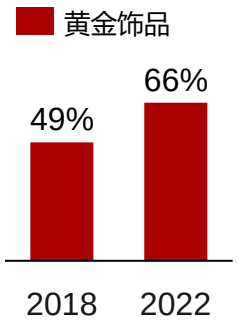
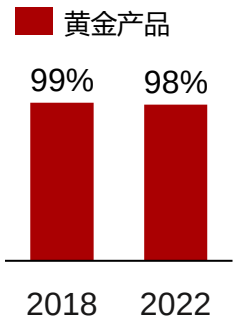
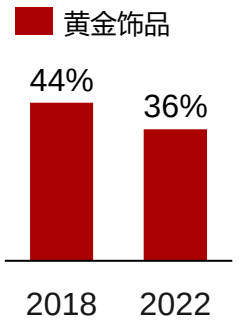
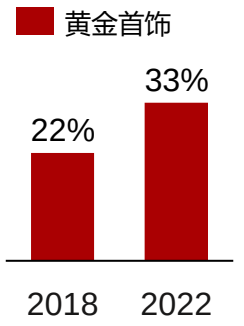
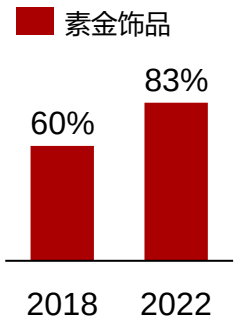
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：直营店、加盟店数据为2022年末门店数量占

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.9 主要企业核心信息

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

	周大福	老凤祥	周大生	豫园股份	中国黄金	菜百股份	潮宏基	曼卡龙
控股股东	CTF Capital (72.4%)	黄浦区国资委 (42.1%)	周氏投资 (55.6%)	复星高科 (61.8%)	中国黄金集团 (38.5%)	金正公司 (24.6%)	潮鸿基投资 (28.6%)	万隆曼卡龙投资 (48.5%)
产品构成								
渠道构成	门店数量7,519 加盟占比76%	门店数量5,609 加盟占比97%	门店数量4,616 加盟占比95%	门店数量4,565 加盟占比95%	门店数量3,642 加盟占比97%	门店数量70 全直营	门店数量1,158 加盟占比72%	门店数量210 加盟占比53%
营业收入	831.8亿元	630.1亿元	111.2亿元	501.2亿元	471.2亿元	109.9亿元	44.2亿元	16.1亿元
净利润	47.1亿元	17.0亿元	10.9亿元	38.3亿元	7.7亿元	4.6亿元	2.0亿元	0.5亿元
资产负债率	61.8%	53.9%	20.5%	69.1%	39.8%	37.8%	35.3%	7.0%
核心竞争优势	• 港资老品牌 • 类直营模式，运营能力强	• 百年民族品牌 • 渠道资源丰富	• 创始人积极进取 • 低线城市覆盖广泛	• 老庙品牌历史悠久	• 行业唯一一家央企 • 投资金条产品有品牌认知	• 华北地区拥有一定品牌优势	• 差异化定位K金时尚珠宝	• 差异化定位时尚珠宝

资料来源： ，公司公告，浙商证券研究所

注：数据为各公司2022年数据（周大福为2023财

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

主要企业财务数据

		周大福	老凤祥	周大生	豫园股份	中国黄金	菜百股份	潮宏基	曼卡龙
盈利能力	毛利率（%）	22.36	7.58	20.78	17.87	3.90	11.22	30.18	16.59
	净利率（%）	5.78	3.60	9.78	7.86	1.63	4.19	4.64	3.32
	ROE（%）	16.31	17.60	18.44	10.94	11.36	13.91	5.64	6.92
成长性分析	营收增长%(2018-2022)	9.76	9.55	22.92	10.99	3.58	6.47	7.95	15.21
	净利润增长%(2018-2022)	4.68	9.00	7.85	5.98	20.62	5.50	29.39	-0.28
资产负债特点	资产负债率(%)	61.80	53.93	20.49	69.15	39.80	37.81	35.32	7.01
	流动比率	1.51	1.84	4.22	1.34	2.52	2.57	2.37	13.63
	速动比率	0.35	0.59	1.96	0.49	1.62	1.21	0.75	5.68
	净现比（%）	186.95	56.70	93.32	-2.34	155.91	131.85	207.84	63.46

资料来源：，浙商证券研究所

注：数据为各公司2022年数据（周大福为2023财

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

6.11 黄金珠宝公司2024E P/E普遍在10-15x

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

代码	名称	年初至今涨跌幅	市值（亿元）	净利润（亿元）			净利润增速			P/E		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
黄金饰品为主												
002867.SZ	周大生	29%	215	13.6 - 13.9	16.2	19.6	*25% - 27%*	*17%*	*20%*	15.5 - 15.8	13.3	11.0
1929.HK	周大福	10%	1,276	74.2	86.0	96.9	*38%*	*16%*	*13%*	17.2	14.8	13.2
600916.SH	中国黄金	13%	187	9.7	12.1	13.7	*27%*	*25%*	*13%*	19.3	15.4	13.7
002345.SZ	潮宏基	-1%	60	3.9 - 4.0	5.0	5.9	*96% - 101%*	*27%*	*20%*	14.9 - 15.3	12.0	10.0
605599.SH	菜百股份	-9%	106	6.7 - 7.4	8.3	9.4	*46% - 61%*	*16%*	*13%*	14.3 - 15.8	12.8	11.3
600655.SH	豫园股份	7%	259	24.7	34.1	37.0	*-35%*	*38%*	*8%*	10.5	7.6	7.0
600612.SH	老凤祥	12%	404	22.1	26.3	29.9	*30%*	*19%*	*14%*	18.3	15.4	13.5
300945.SZ	曼卡龙	-29%	26	0.8 - 0.9	1.1	1.2	*47% - 65%*	*16%*	*9%*	29.3 - 33.0	25.0	22.8
002574.SZ	明牌珠宝	-3%	31	1.5 - 2.2						13.9 - 20.5		
镶嵌为主												
301177.SZ	迪阿股份	-14%	102	1.1	3.3	4.7	*-85%*	*195%*	*41%*	90.0	30.6	21.6
603900.SH	莱绅通灵	-29%	16	-0.8								

注：其中菜百股份、豫园股份、老凤祥、曼卡龙、明牌珠宝、迪阿股份、莱绅通灵盈利预测来自一致预期，截至2024/3/15

周大福市值、收入、利润单位为亿港元，2021-2022年历史数据对应其2022-2023财年，2023-2025预测数据对应其2024-2026财年

资料来源： ，浙商证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

行业框架

1 行业科普：57%素金+15%镶嵌+28%玉石珍珠，工艺革新

2 市场空间：投资需求＋婚庆需求＋悦己需求共振，稳健增长

3 商业模式：加盟低风险高回报、品牌商现金流佳，高股息率

4 竞争格局：黄金门店兼具渠道和品牌的双重属性，头部集中

5 金价影响：19年至今金价涨幅已约70%，提振信心量价齐升

6 个股：周大福/老凤祥/周大生/豫园/中国黄金/菜百/潮宏基/曼卡龙

7 风险提示

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

风险提示

- **金价波动不确定性风险**

金价受货币政策、货币价值、央行购金等多因素影响，有较大不确定性，金价波动对市场需求、公司成本会造成影响

- **国内消费市场复苏不及预期**

黄金珠宝属于可选消费，受宏观经济影响较大，若消费市场复苏不及预期，企业业绩将受到影响

- **黄金行业的信息差在缩小，行业可能面临新的变革**

直播电商的兴起使得行业的信息差在缩小，水贝珠宝市场等可能会给行业带来新的变革

- **行业竞争加剧**

行业竞争加剧将使得业内公司面临人才流失风险、开新店及门店表现不及预期风险

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

行业评级与免责声明

重要信息披露

浙商证券股份有限公司持有中国黄金（600916）股票占上市公司已发行股份1%以上，可能存在潜在的利益冲突风险：（1）持股业务类型：自营持仓、场外对冲持仓；（2）持股量：869.76万股；（3）锁定期：无，均为流通股。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

行业评级与免责声明

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用　　。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn