



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题

商业贸易

行业投资评级：优于大市|维持

2024年7月23日

四问四答：金价波动如何影响 饰品消费及品牌公司业绩？

——黄金珠宝系列——

证券分析师

姓名：易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：张望

资格编号：S0120524010002

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.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

核心观点

- **报告导读：**本篇作为黄金珠宝系列首篇，将围绕重要要素黄金价格进行深度分析，从定价体系、影响、应对措施及投资四大方向展开，24年以来金价突破性上涨至历史新高，在此背景下复盘研究更具借鉴意义。重点从消费端切入，我们深度探讨金价波动对于终端消费者、加盟商、品牌方等各个维度的影响，以及各品牌在强趋势下从交易、渠道及产品维度的应对措施，未来行业竞争要素逐渐从渠道力转向产品力，关注旺季终端需求恢复下龙头弹性。
- **黄金定价体系如何拆分？**黄金的长期定价体系是供需关系的结果，短期受金融属性影响与多重交易因素共同催化。1) 美债美元等资产收益率下滑；2) 全球外汇风险；3) 地缘政治冲突；4) 宽松财政政策等要素均有望强化资产配置的保值与避险性需求，带动黄金价格的提升。
- **金价变化如何影响消费？**金价影响存在自上而下的反馈机制，1) **终端消费：**长期消费量关联经济周期与收入水平,短期影响取决于价格预期与需求类别，急涨行情下整体消费易处观望态度，其中投资类需求价格敏感度高，首饰类需求在消费预算制模式下更具韧性；2) **加盟端：**金价上涨刺激补货需求，但提高开店门槛与现金流压力，**单店回报率下滑加盟商谨慎拓店**，将倾向于大品牌加盟、小门店拓展、高频次进货等经营模式；3) **品牌端：****单店模型中金价与利润率同向波动，品牌利润受渠道模式、套保比例、产品结构等差异仍有分化。**直营型、经销型渠道可赚取产业链价差，低套保、高自采品牌具备更高投资波动性。
- **如何应对金价波动？——从交易、渠道、产品等维度。**1) **库存采购：**严控黄金敞口与对冲比例，采取期货合约+黄金租赁进行T+D套期保值；2) **渠道模式：**以周大生为代表的平台型批发模式，以货权交换收益稳定性，允许加盟商向指定上游工厂自行采购，仅收取品牌使用费并转移金价波动风险；以周大福为代表的寄售模式，由品牌商掌控货权与库存风险，统一管理监测营业效率；3) **产品增值：**以古法金、金镶钻等工艺打造的IP类、国潮风产品，通过新工艺与新设计构建品牌溢价对冲金价扰动风险。
- **如何选择投资方向？——优选珠宝品牌护城河。****品牌护城河是维系业绩韧性与成长性的核心资产**，新工艺、新设计与新渠道的变革持续强化品牌端的溢价，具备强渠道管理能力与品牌势能的珠宝商有望维持稳健业绩增速，穿越价格波动周期。核心推荐管理精耕细作的【老凤祥】，渠道强势扩张的成长性品牌【周大生/潮宏基】，建议关注高端商圈持续扩张的高端品牌【老铺黄金】以及投资需求受益标的【菜百股份/中国黄金】。
- **风险提示：**终端需求疲软、金价扰动风险、线下拓店不及预期、行业竞争加剧

目录 CONTENTS

- 01 黄金定价体系如何拆分？
- 02 金价如何影响消费产业链？
- 03 黄金保值：从交易、渠道、产品的维度
- 04 投资建议：优选珠宝品牌的护城河
- 05 风险提示

01

黄金定价体系如何拆分？ ——资产定价框架简析

1.1.黄金的三重属性——商品、货币、金融共同影响量价

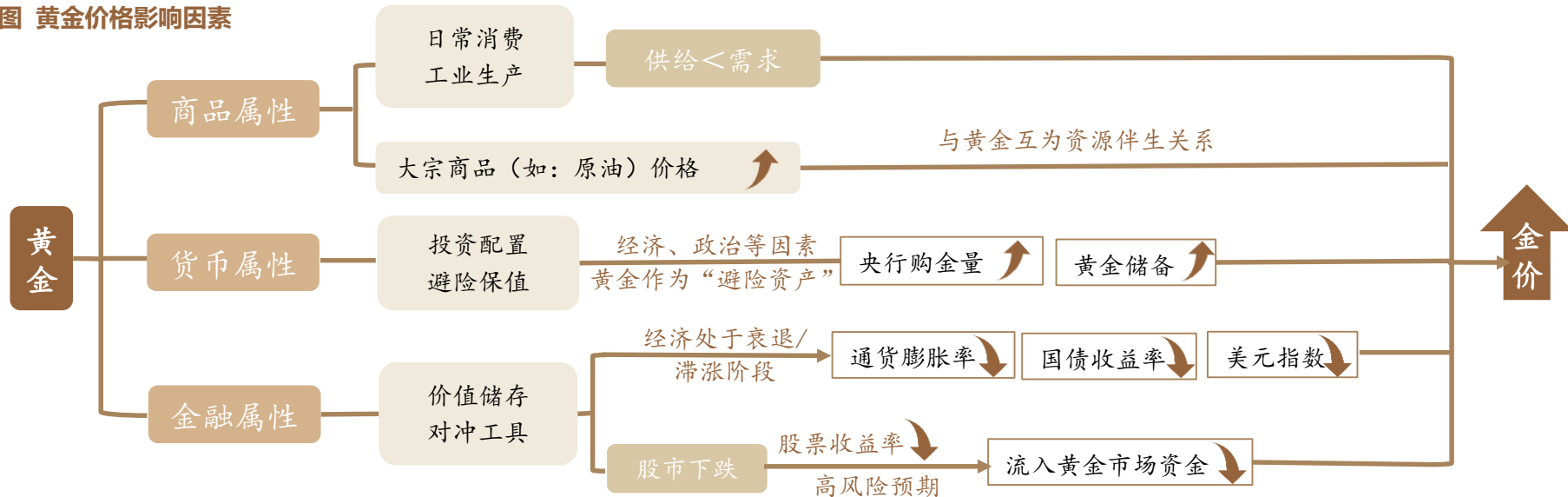


德邦证券
Topsperity Securities

■ 黄金价格的影响因素主要从三重属性来看：黄金的商品属性、货币属性以及金融属性。

- **商品属性**：主要从供给和需求角度影响黄金价格；在短期内，黄金价格与大宗商品的价格一般呈正相关关系。
- **货币属性**：黄金与以美元为代表的国际货币多为信用替代的关系，黄金价格与美元一般呈负相关趋势。
- **金融属性**：黄金通常被认为是股票等风险资产的负相关资产，黄金价格一般与其呈负相关关系。

图 黄金价格影响因素



1.2.定价因素1：美元资产，催化保值与投资需求

■ 国债收益率/美元指数下跌——避险配置增加——金价提升：

- 经济衰退/滞胀期市场对未来经济形势持悲观预期，经济活动减缓与通货膨胀率下降导致对国债等固定收益投资需求增加，并推动**国债收益率**降低。同时货币需求的放缓也引发**美元指数**走低，在风险规避情绪驱动下，投资者倾向于转向黄金等避险资产，推动金价提升。2018年底以欧洲开始的全球主权债下滑趋势向美国蔓延，美债利率倒挂与抛售压力下十年期美债利率持续走低，由18年11月初的3.24%震荡降至20年5月末的0.65%，期间避险配置需求催化下世界黄金协会黄金价格一路走高，20年5月最高点达1748美元/盎司，较18年11月最低点涨幅超45%。

图 黄金价格（左轴：美元/盎司）和美债收益率（右轴：%）

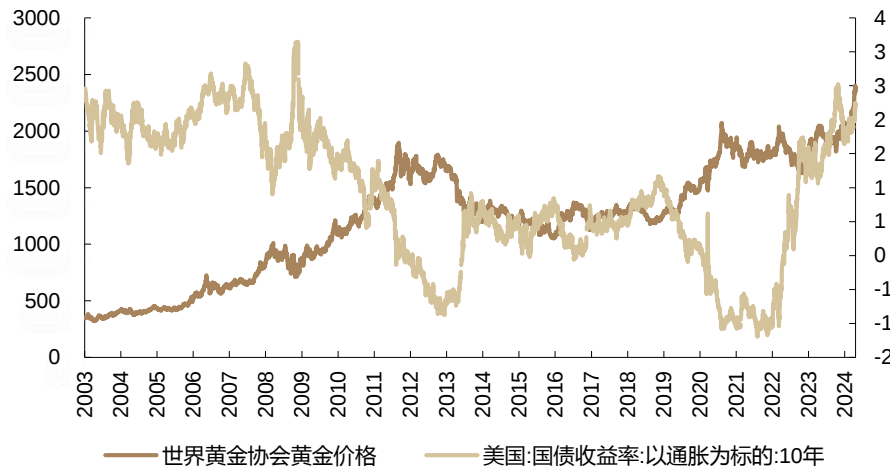
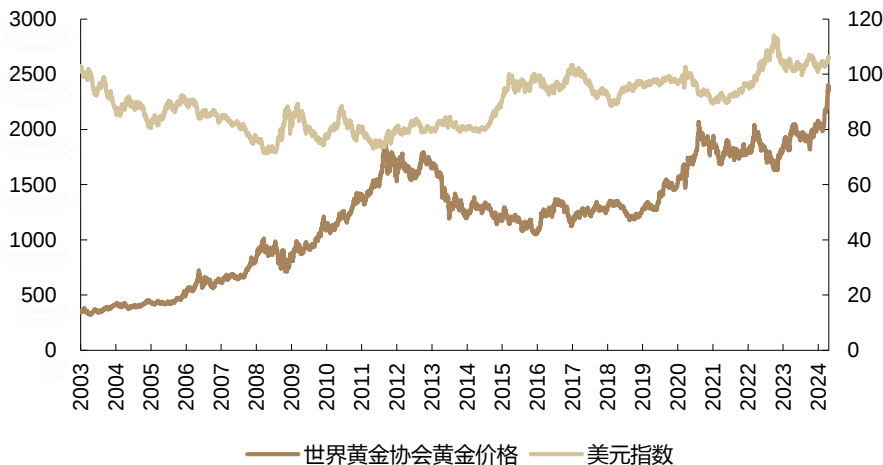


图 黄金价格（左轴：美元/盎司）和美元指数（右轴）



1.2.定价因素2：官方储备，由需求影响价格变化

■ 分散外汇风险—全球黄金储备增加—购金带动金价提升：

- 从供应侧看，黄金储备增加代表市场上可用于交易和投资的黄金总量增加，在宏观经济不确定时期，可用于对抗通货膨胀和货币贬值。中央银行通过增持黄金来多元化外汇储备，减少对美元等特定货币的依赖。2008年全球金融危机影响后多国央行陆续增持黄金以规避外汇风险，全球央行黄金储备由2008年初的3.0万吨提升至2012年末的3.2万吨，期间黄金价格上涨逾85%。

■ 国内金价与国际金价相互影响，趋势呈现强相关性：国际金价的波动将直接影响国内市场金价走势，当国际金价出现上升时，国内金价往往也会随之上涨，反映了全球金价动态对本土市场的直接传导效应。

图 黄金价格（左轴：美元/盎司）和全球黄金储备（右轴：吨）

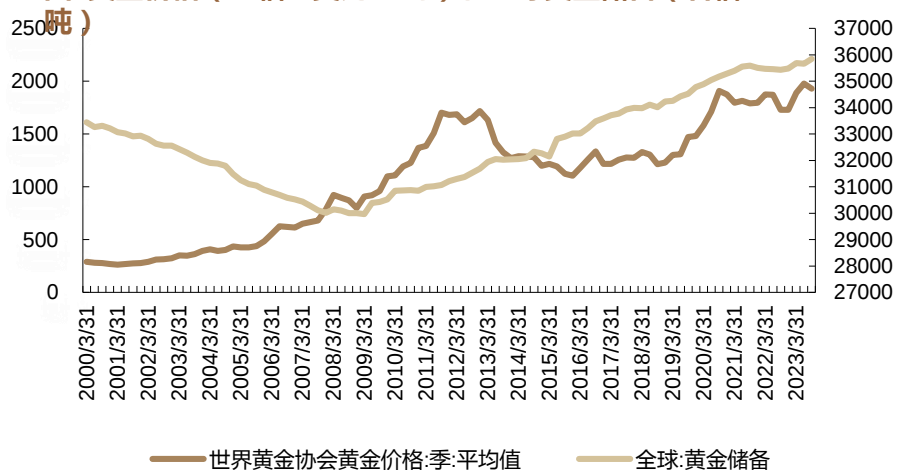
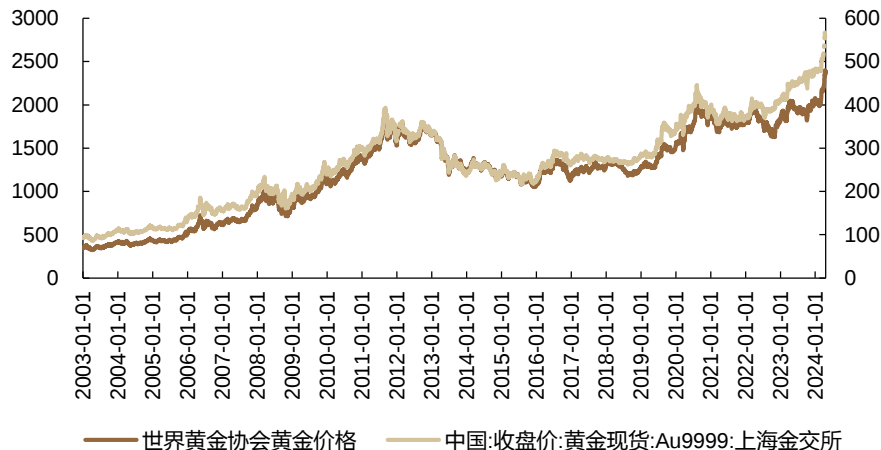


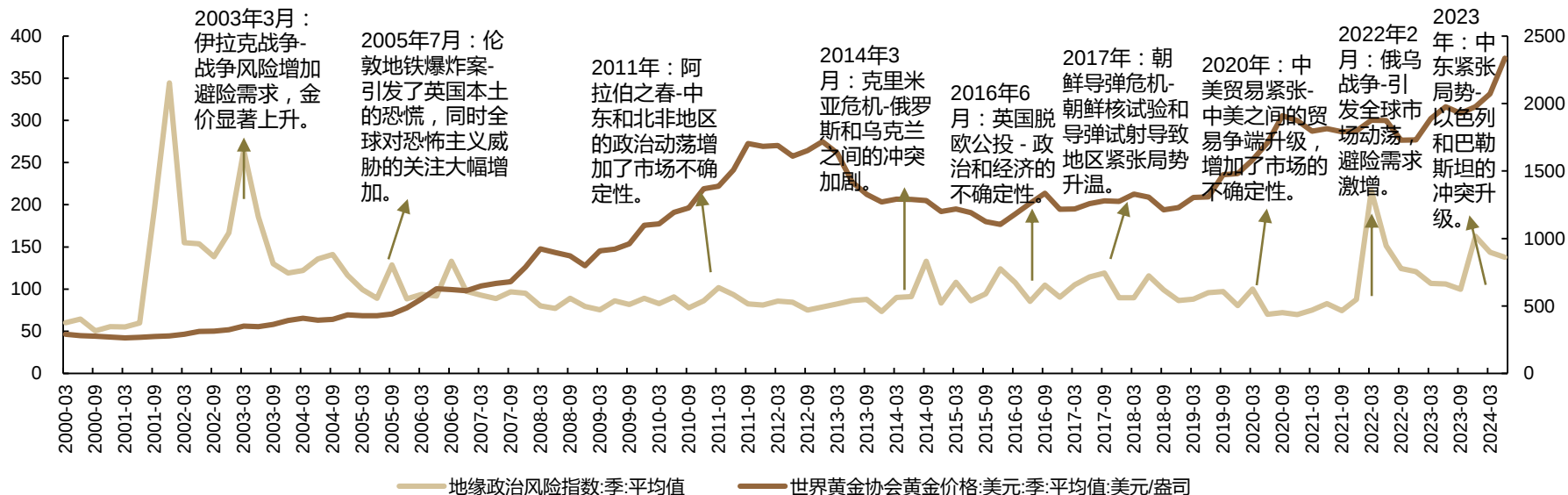
图 国际金价（左轴：美元/盎司）和国内金价（右轴：元/克）



1.2.定价影响因素3：地缘政治，全球避险情绪晴雨表

- **地缘政治冲突加剧市场不确定性，避险需求推动金价上涨**：地缘政治和国际政治风险不确定等冲击下，金价通常表现较强的上涨趋势：1) 地缘政治风险增加会导致市场不确定性上升，促使投资者寻求黄金等避险资产，2) 地缘政治紧张导致货币贬值和通胀预期，增加黄金保值需求；3) 地缘政治紧张或引发各国央行采取宽松货币政策。2022年2月俄乌冲突引发全球市场动荡，地缘政治风险指数由1月的139暴增至3月的319，期间世界黄金协会黄金价格由1月初最低点1789美元/盎司骤升至3月初最高点2039美元/盎司，累计涨幅近14%。

图 金价（右轴）与地缘政治风险指数（左轴）历史复盘



1.2.定价因素4：财政政策，由通胀预期影响利率与信心

■ **宽松的财政政策强化通胀预期，催动金价趋势上行。**量化宽松的财政政策或强化通货膨胀的预期与货币贬值的风险，对于实际利率的下滑与或可能存在的债务预期将推动黄金等避险资产的配置需求。从美国财政政策来看，财政赤字扩大通常伴随货币宽松政策，短期投资者对于政府财政纪律的信心下滑，增加黄金配置需求以对冲潜在财政风险，长期赤字影响加剧通胀与货币贬值，黄金定价体系则进行再度调整。2019年以来美国在国防、医疗与社会保障等方面明显增加支出，以及国债利息支出影响下，整体财政赤字率持续走高，至2023年达经调整后赤字/GDP比值达7.0%，创新近年新高，同期世界银行黄金商品均价已上涨至1943美元/金衡盎司。

图 黄金价格（美元/金衡盎司）与美国财政赤字率

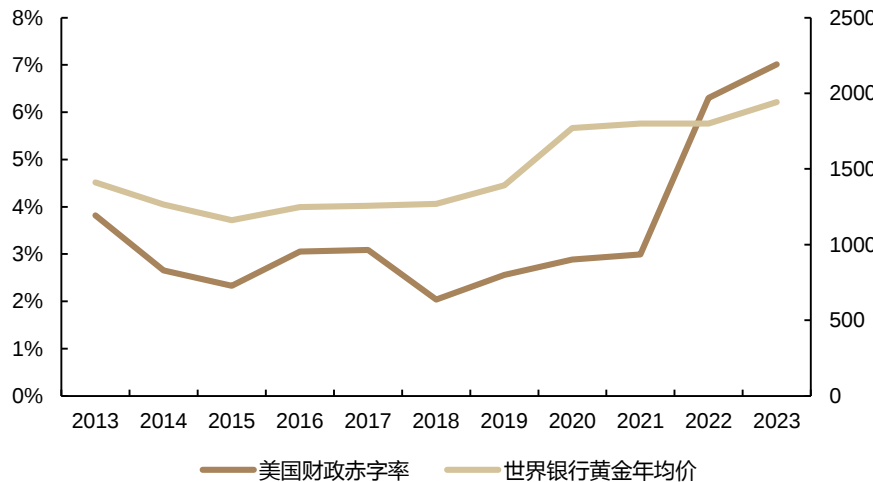
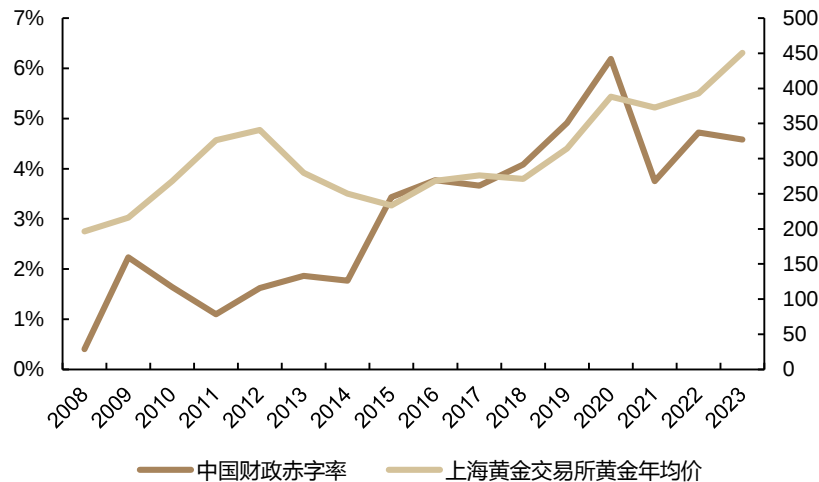


图 黄金价格（元/克）与中国财政赤字率

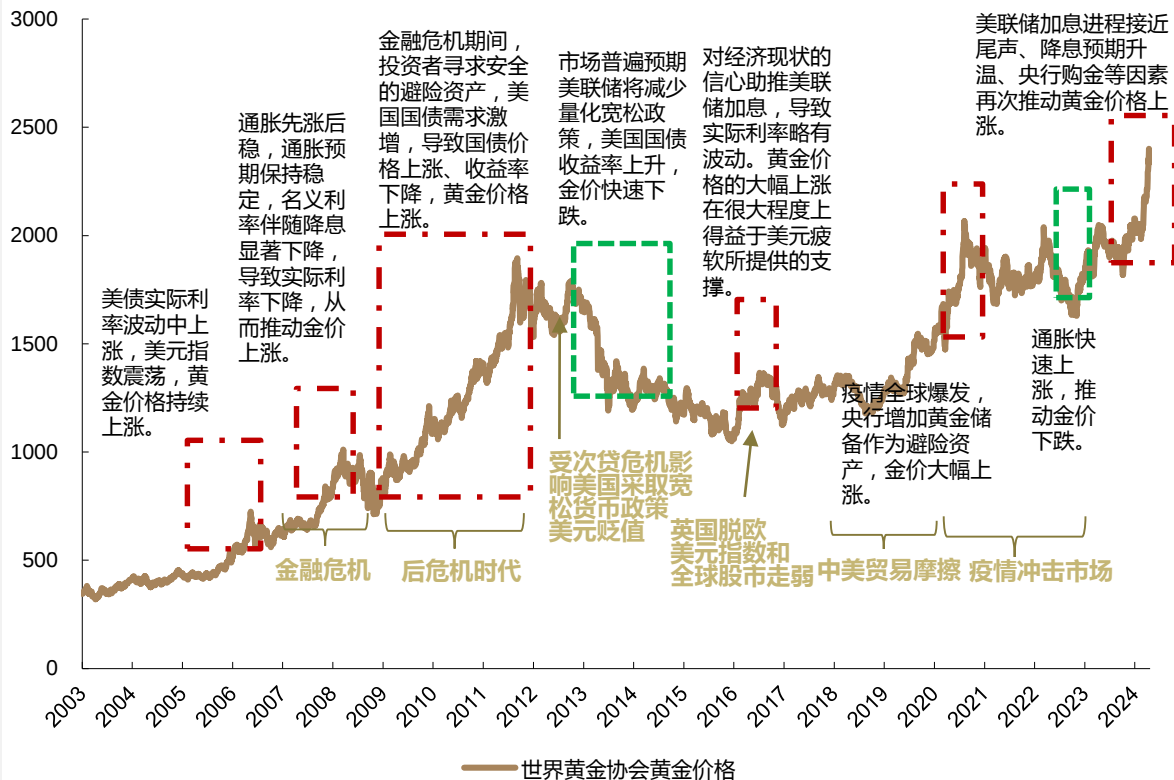


1.3. 金价复盘：多方交易结果，围绕供需变动

■ **历史金价复盘：金价变动是黄金储备、地缘政治风险、各国货币政策等多方面因素的共同交易结果，但变动的本质仍是围绕供求关系与黄金属性出发——避险保值需求影响。**

- 2008年金融危机期间，金价因避险需求上升，与十年期美债收益率基本呈负相关。
- 2011年美国信用评级下调，金价与下跌的美元指数呈负相关。
- 2013年缩减量化宽松政策，国债收益率提升，金价下跌约13%。
- 2020年疫情爆发时期，央行大量购金，黄金储备量上升导致金价上涨约29%。
- 2023年以来，黄金价格上行主要受高通胀、地缘政治紧张、全球经济不确定性、美元波动和央行购金增加等因素影响。美联储加息进程接近尾声，降息预期升温，推高了黄金价格。

图 金价历史复盘（美元/盎司）



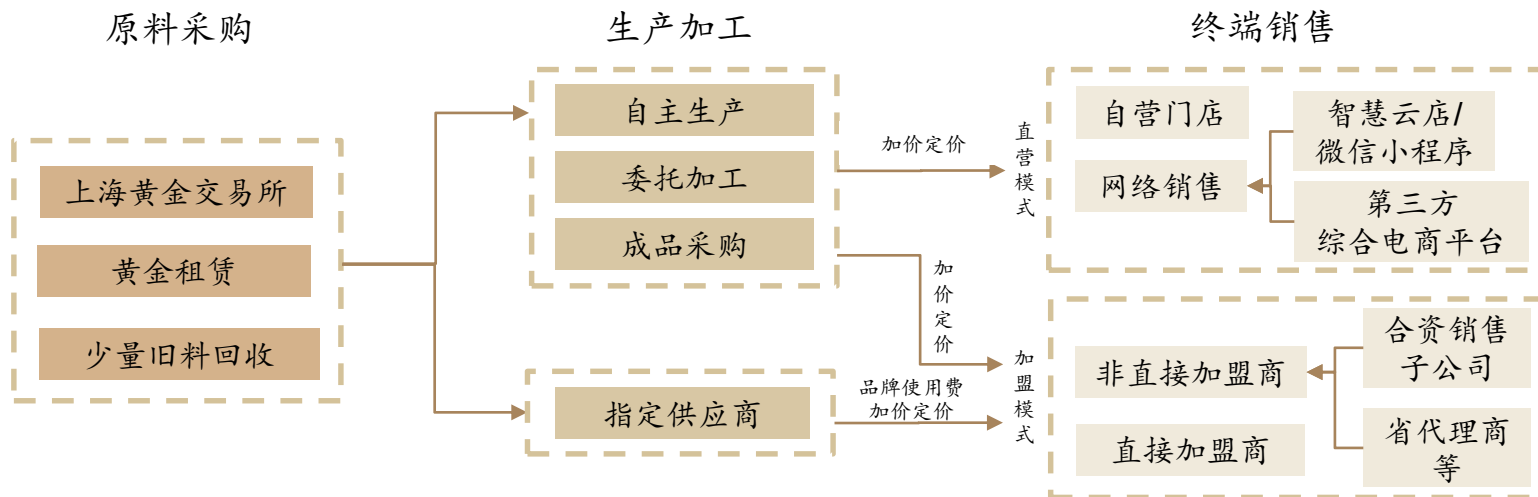
02

金价变化如何影响消费？ ——消费者、加盟商、品牌方拆解

2.1.珠宝产业链拆解：自上而上传导，由前向后反馈

- **黄金珠宝产业链**：1) 产业链上游为黄金原料获取（金交所采购、银行租赁、旧料回收等），提炼后黄金被送往精炼厂加工纯化；2) 精炼金进入制造环节，由品牌自有工厂或第三方厂商委托加工成各类珠宝产品；3) 成品珠宝通过品牌自营线下门店或由批发商分销触达消费者。
- **金价的传导过程**：金价的波动首先影响珠宝制造商和批发商的原料成本。金价上涨时制造成本随之增加，并引起零售价上调以保持利润率。于品牌商而言，金价上涨直接拉动终端补库需求与收入增长，在已有库存采购成本不变的情况下，售价提升也拉动毛利率增长。对于加盟商而言，金价的稳健上涨利好需求增长，终端销售向好利于收入提升，但同时金价提升也导致开店（进货）成本和现金流的压力。

图 金价的传导路径



2.2.消费端：短期受制价格预期，长期关联经济周期

■ 短期消费：取决于需求类别与预期变化。

分需求类别讨论，1) 金币金条等投资类需求对金价波动的敏感性更高，在急涨/急跌行情中投资者对未来金价预期处于低位/高位，短期或持观望态度；稳涨/缓跌行情中，投资考虑顺应上行趋势，投资量逐步释放。2) 黄金首饰等消费需求对于金价敏感性相对较弱，近50%需求来自婚庆+赠礼等刚需，家庭购金需求以预算制为主导，金价剧烈波动或影响短期购买意愿，但长期而言，刚性需求之下，金价上涨则减少消费量，下行则增加消费克重。

■ 长期消费：与经济水平高度关联。黄金作为高端消费品，长周期下的黄金消费量与GDP发展水平及人均收入等因素相关。经济发展的进步与收入水平的逐步提升长期有望提升珠宝消费能力。

图 以年为维度，金价波动并不直接影响消费量

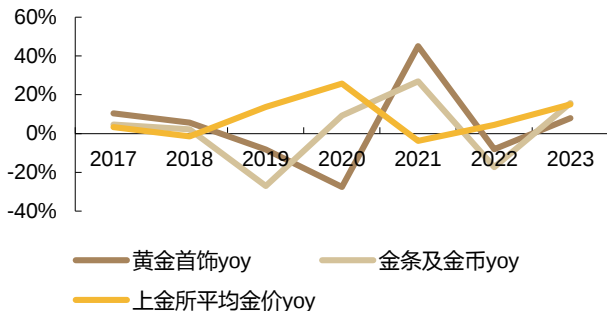


图 珠宝社零增速与金价同比变化

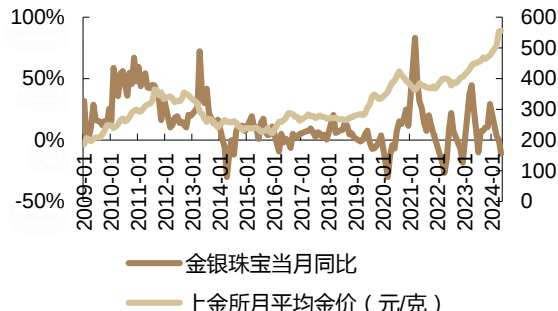


图 黄金消费量（左轴）及平均金价（右轴）

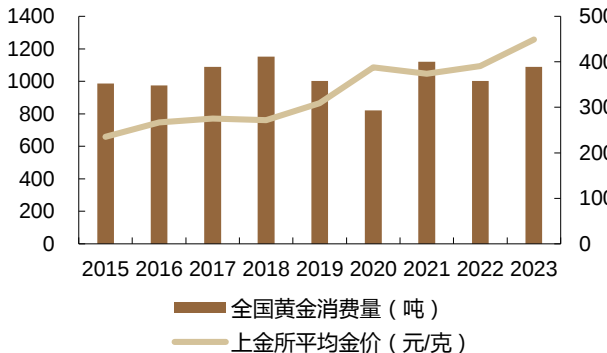
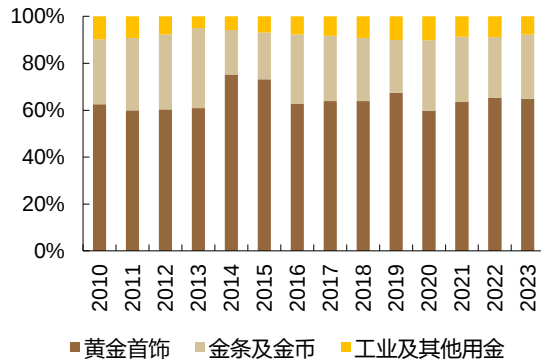


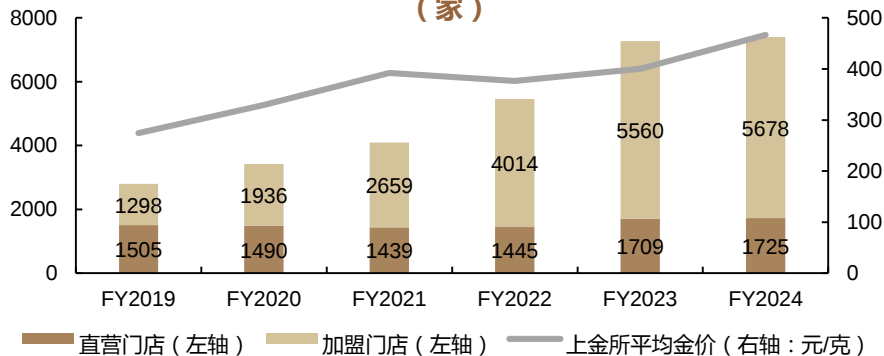
图 2010-2023年黄金消费量结构（%）



2.3.加盟端：涨价提升库存压力，拿货展店态度谨慎

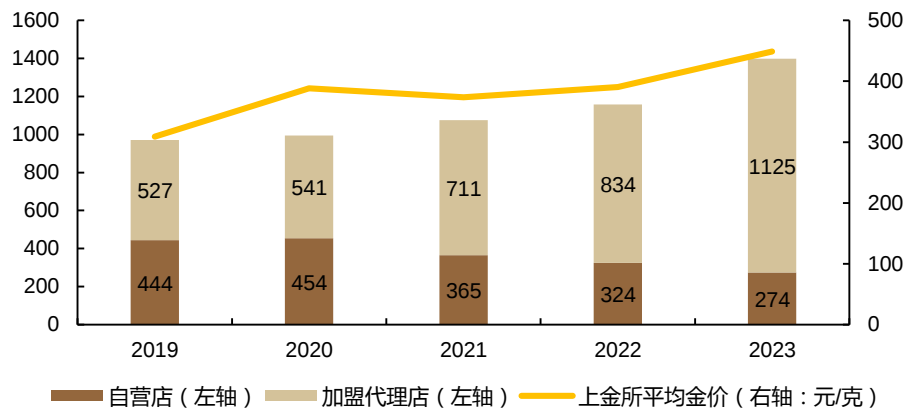
- **消费量价复苏提高渠道周转率，有望刺激加盟商补货需求。** 金价上行趋势中，消费端维持未来持续上涨的预期，有效刺激加盟商的补货需求。
- **金价上行造成加盟商开店门槛提高与库存压力提升，但拓店核心决定要素仍是经济周期与需求情况。** 单店投资回报率下降，加盟商的开店积极性或受损。以周大福与潮宏基为例，2019-2023年金价稳健增长阶段，直营门店扩张速度有所放缓，加盟商的核心考量因素是投资回报比、品牌影响力、渠道密度空间等，金价上涨时加盟商倾向于：1) **大品牌、小店面**：库存压力下更倾向于加盟具备快周转能力的头部品牌，同时周大生经典等头部品牌小门店模式兼具品牌影响力与低投资门槛，更受中小加盟商青睐。2) **进货频次提高，一口价下滑**：预计加盟商或倾向于降低单次备货量，以滚动进货补货节奏平滑金价波动压力；金价上行致一口价产品利润空间挤压，预计一口价产品整体需求或有所下滑。

图 FY2019-FY2024中国内地周大福珠宝门店数量 (家)



注1：FY2021重新整理FY2020门店数量，调增3家；FY2023因分拆传承系列专区为单独门店，调增FY2022门店数量179家；FY2024因分拆及合并传承系列专区，调减FY2023门店数量9家。
注2：上金所平均金价选取上金所黄金Au9999加权平均价当月值于对应财年的均值计算得出。

图 2019-2023年潮宏基门店数量 (家)



注：上金所平均金价选取由中国黄金协会直接披露的上金所黄金Au9999全年加权平均价格。

2.4.品牌收入：短期同店或有下滑，利润率提升冲抵压力

- **短期内同店销量与金价或有负相关性：**金价短期上涨提高购买成本，消费者为避免高额支出或出现观望消费情绪，降低购买意愿，以周大福为例，2020/2023财年在加权金价上涨期间，同店销量明显下滑24%/18%，同店销售额下滑15%/13%。
- **长期趋势下，金价稳步上涨有望增厚品牌商利润率与消费需求，推动收入和利润率的提升。**以周大福为例，金价稳步上涨往往带动黄金珠宝的需求增长。随着金价的稳步提升，消费者将黄金视为一种稳健的投资和保值手段，增加黄金购买意愿。在长期稳健的金价上涨趋势中，品牌商受益于终端零售价格的提升与相对固定的制造成本与费用，在下游需求回暖的情况下有望推动收入和利润率的提升。

图 FY2018-FY2024中国内地周大福同店增长状况

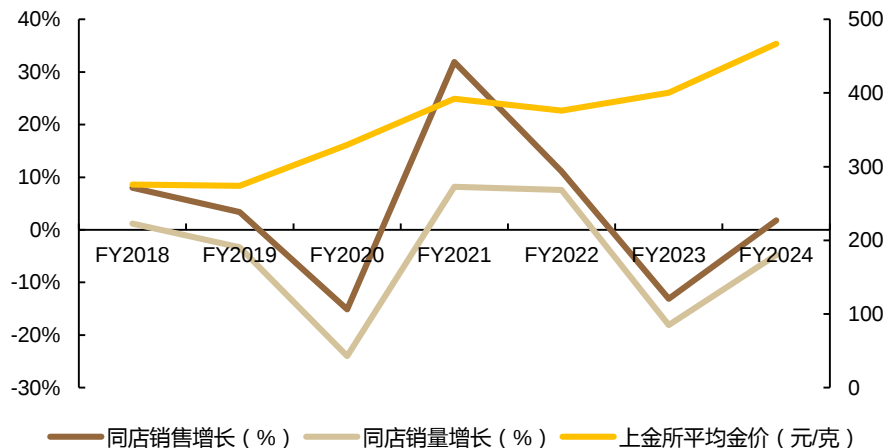
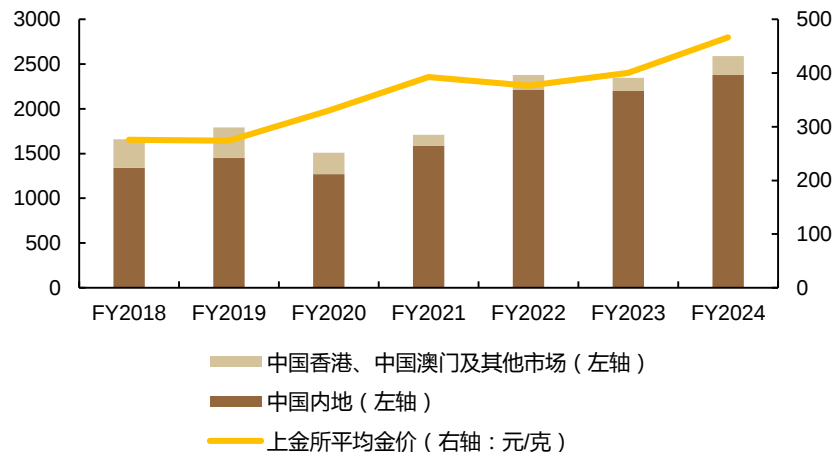


图 FY2018-2024年周大福销量 (万件) 增长状况



2.4.品牌收入：直营受益上行趋势，加盟平滑金价波动

- **直营模式：金价上涨提升单店的收入与利润率。**直营店拥有黄金库存，其中对于1) 自有库存：当金价稳健上涨时，由于制造成本保持不变，使得毛利率提高；对于2) 黄金租赁库存：金价上涨增加了品牌商还金的成本，产生租赁亏损/投资损益，但销售端的毛利率上升冲抵。当金价过高时，可能会抑制消费者的购买意愿，尤其在需求低迷的时期，导致销售量下降，从而抵消部分收入增长。
- **加盟模式：稳定赚取品牌价差，有效平滑金价扰动。**品牌向加盟商出售黄金产品赚取品牌价差和使用费，将黄金库存与金价波动风险转嫁至加盟商环节，品牌收入则不受金价波动直接影响。金价上涨期间，加盟商利用之前以较低成本购入的库存短期内提高毛利率，在金价下降时，较高库存成本导致加盟商的毛利率下降。同时品牌商可通过调整库存策略和采购策略，帮助加盟商缓解长期的负面影响。

图 周大生自营/加盟单店收入（左轴：万元）与金价（右轴）

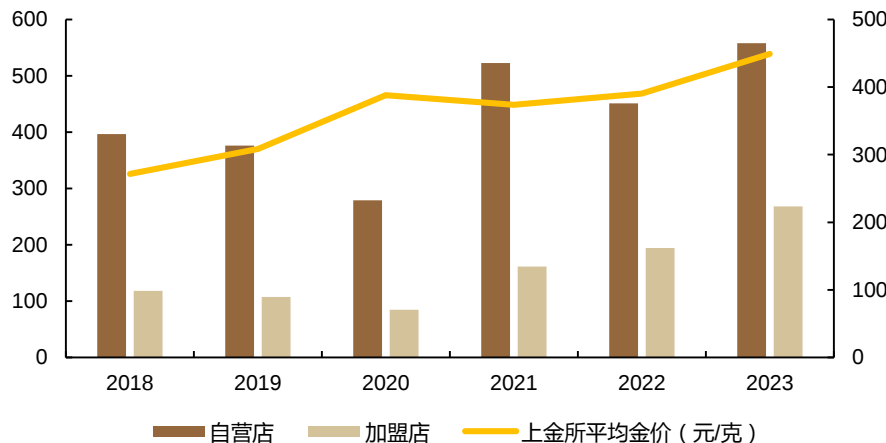
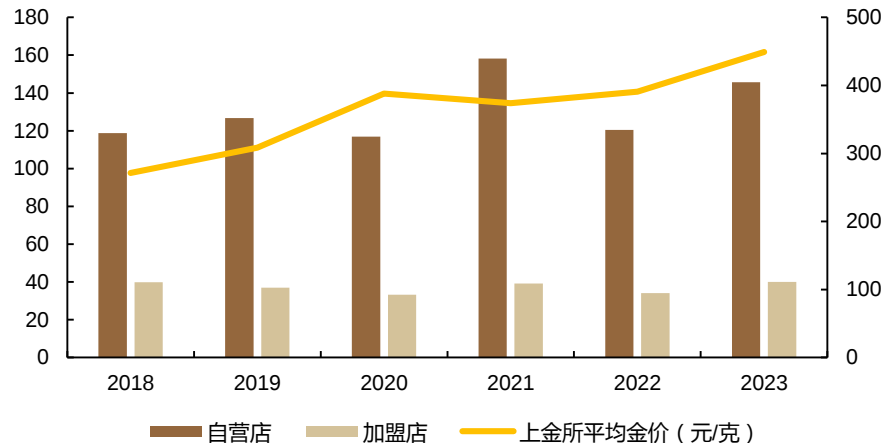


图 周大生自营/加盟店单店毛利（左轴：万元）与金价（右轴）



2.4.品牌利润：渠道模式、套保比例、产品结构共同影响

- **单店模型下，金价变化带动利润率同向波动。**从单店模型来看，黄金产品定价=实时金价+加工费+品牌利润，由于原料、加工等固定成本不变，金价上涨带动实际成交价格上涨，金价库存收益将转化为毛利率提升。
- **品牌商角度，金价影响与渠道模式、套保比例、产品结构共同相关。**实际经营中，各品牌商具备独特的渠道结构、产品结构与库存管理模式，金价上涨期间各家受益程度有所差异。

图 2020Q1以来金价环比变化与各品牌单季度毛利率水平

毛利率	金价	老凤祥	周大生	潮宏基	菜百股份	中国黄金
20Q1	6.39%	8.17%	43.35%	36.94%		4.43%
20Q2	8.64%	8.63%	47.35%	35.67%		5.91%
20Q3	6.86%	7.18%	42.91%	36.12%	15.49%	0.00%
20Q4	-7.45%	9.75%	34.70%	34.92%	12.92%	1.94%
21Q1	-4.17%	7.64%	40.42%	35.96%	11.89%	2.37%
21Q2	1.65%	8.04%	40.49%	33.31%	11.62%	3.67%
21Q3	-0.65%	6.49%	21.04%	33.36%	12.05%	3.06%
21Q4	-0.72%	10.19%	22.25%	31.07%	10.14%	3.23%
22Q1	3.35%	7.87%	20.17%	31.27%	12.64%	4.09%
22Q2	3.95%	7.47%	24.49%	32.90%	10.29%	4.70%
22Q3	-2.88%	6.67%	17.91%	28.62%	10.52%	2.52%
22Q4	4.07%	9.10%	22.62%	28.26%	10.83%	4.13%
23Q1	5.28%	8.02%	17.91%	28.03%	11.38%	3.99%
23Q2	5.48%	9.14%	19.04%	25.73%	11.65%	4.53%
23Q3	1.88%	7.50%	17.78%	26.45%	10.45%	4.22%
23Q4	4.67%	9.48%	17.89%	23.90%	9.27%	3.84%
24Q1	4.06%	8.37%	15.57%	24.92%	10.00%	4.09%

图 2020Q1以来金价环比变化与各品牌单季度净利率水平

净利率	金价	老凤祥	周大生	潮宏基	菜百股份	中国黄金
20Q1	6.39%	3.36%	14.81%	-3.50%		-1.43%
20Q2	8.64%	3.97%	23.06%	4.76%		2.60%
20Q3	6.86%	3.73%	22.76%	7.39%	5.79%	2.42%
20Q4	-7.45%	5.88%	17.41%	6.66%	4.54%	1.63%
21Q1	-4.17%	4.64%	20.32%	9.55%	3.56%	1.57%
21Q2	1.65%	3.75%	22.95%	8.34%	4.13%	1.48%
21Q3	-0.65%	3.36%	10.72%	7.44%	3.28%	1.52%
21Q4	-0.72%	5.60%	8.11%	5.44%	3.16%	1.70%
22Q1	3.35%	3.02%	10.49%	7.82%	5.22%	1.76%
22Q2	3.95%	4.19%	12.57%	6.12%	3.65%	1.73%
22Q3	-2.88%	3.14%	8.98%	7.15%	3.37%	1.68%
22Q4	4.07%	4.73%	7.29%	-3.43%	4.22%	1.32%
23Q1	5.28%	3.89%	8.84%	8.34%	4.67%	1.87%
23Q2	5.48%	4.74%	9.45%	5.70%	5.40%	1.78%
23Q3	1.88%	4.24%	8.02%	6.99%	4.48%	1.74%
23Q4	4.67%	3.73%	5.80%	1.01%	2.78%	1.55%
24Q1	4.06%	4.11%	6.72%	7.35%	4.33%	2.00%

2.4.品牌利润：克重销售与直营模式受益价格提升

- **渠道模式是品牌与经销商对于价差的平衡。**
直营模式完全由品牌赚取设计溢价+金价收益；加盟模式则由品牌商与经销商共享产品利润，其中经销型批发商由加盟商批发买断，并向下级渠道层层加价，可在中间环节赚取一定金价上涨带来的库存收益，而平台模式下品牌仅按克重收取一定品牌使用费，完全由加盟商承担金价风险，不赚取投资收益。
- **产品结构：仅有克重黄金受益金价上涨。**
黄金销售中，克重模式按照单克黄金重量*（实时金价+工费）进行销售，金价上涨的额外收益将表现在毛利率的提升上；一口价模式则按固定价格销售，不受金价波动影响，对于现货产品，金价上涨不波及成本与售价调整，但在补货环节中，金价上涨则压低品牌商可赚钱的利润空间，导致实际利润率的缩减。

图 分渠道黄金加价环节拆分（以单克黄金为例）

直营模式	■ 金价550元+加工费20元+品牌利润120元=终端销售690元 受益金价 毛利率 20%
加盟模式	
平台批发	■ 品牌商：按克重向加盟商收取品牌使用费（30元/克） 不受金价影响 毛利率 100% ■ 加盟商：金价550元+加工费20元+贴牌费30元+利润90元=售价690元 毛利率 16%
经销批发	■ 品牌商：金价550元+加工费20元+品牌利润60元=出货价630元 受益金价 毛利率 13% ■ 加盟商：进货价630元+利润60元=终端销售690元 毛利率 9%

图 分品类黄金加价环节拆分（以单克黄金为例）

克重销售	■ 克重=单克*（金价550元+加工费80元）=终端销售630元 受益金价 毛利率 13% ■ 假设金价上涨20元/克，终端销售价格达650元，毛利率上升至15%
一口价金	■ 一口价=终端固定销售价格700元 不受金价 毛利率 21% ■ 假设金价上涨20元/克，现货终端销售价格不变，毛利率不受影响

注：金价约为2024年7月2日上海黄金交易所Au9999黄金收盘价；加工费、品牌使用费、利润等均为假设数据。

2.5.金价上涨：利好高直营、自采比例品牌营利双升

图 金价涨幅（右轴）与品牌收入增速关联度

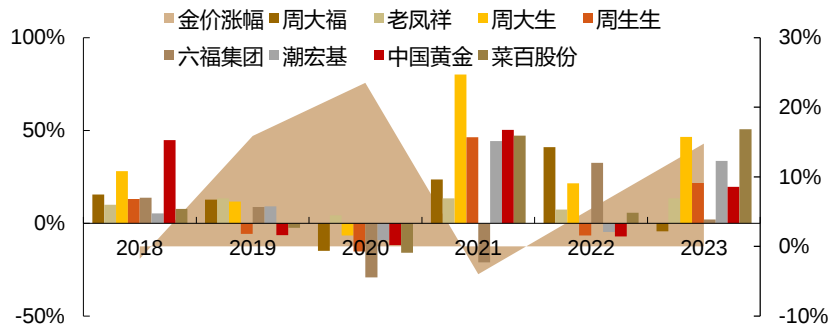


图 金价涨幅（右轴）与品牌利润增速关联度

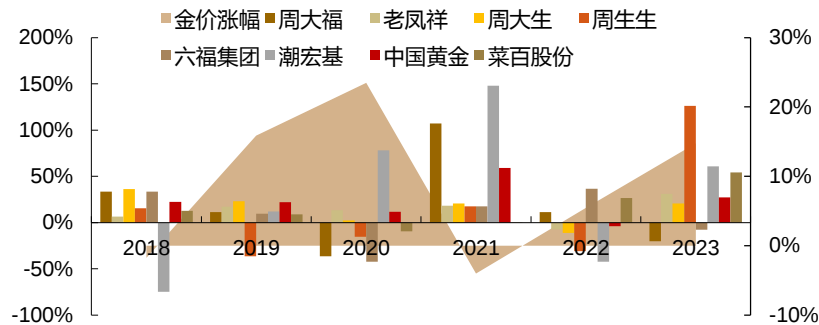


图 金价涨幅（右轴）与品牌收入增速关联度（季度）

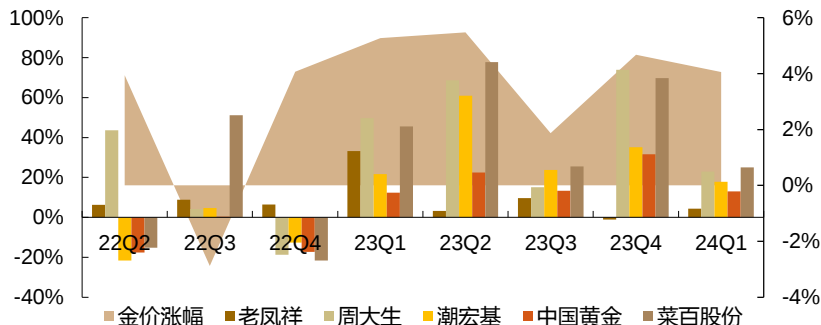
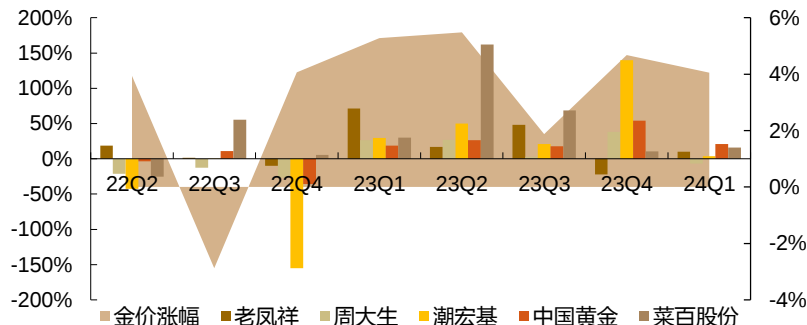


图 金价涨幅（右轴）与品牌利润增速关联度（季度）



03

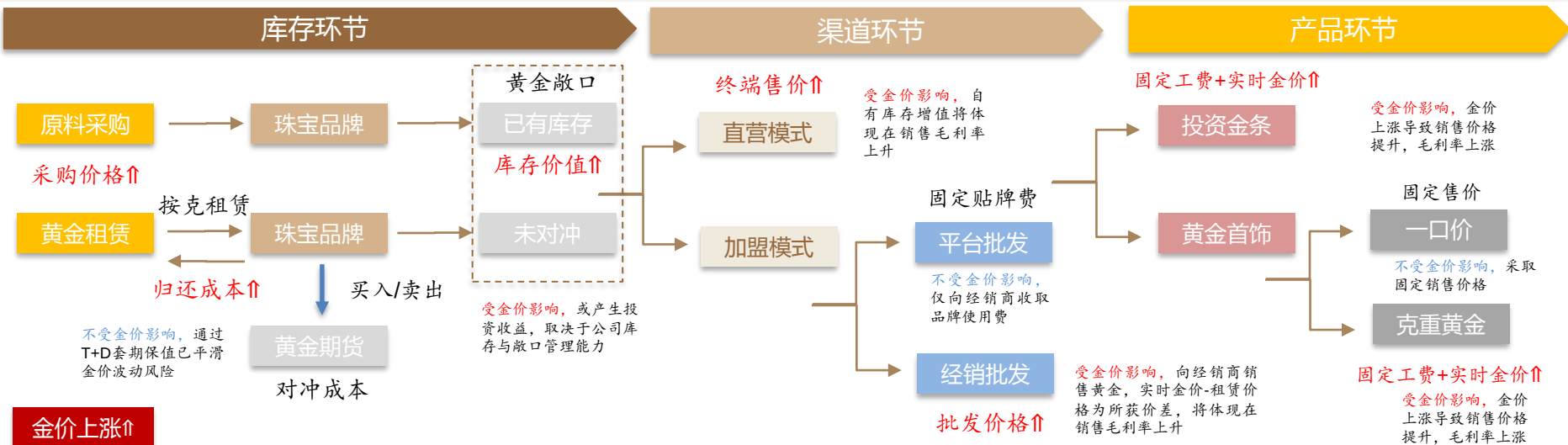
如何应对金价波动？

——交易、渠道、产品三大维度

3.1. 金价传导：由上而下，库存-渠道-产品的链路机制

■ **金价传导链路拆解：由库存-渠道-产品结构的影响。** 黄金销售链路与模式复杂，不同经营模式下受金价波动与冲击的影响存在明显差异。

- **上游环节：**珠宝品牌获取原料主要通过金价所采购或银行租赁，其中自采部分为品牌自有库存，其采购价格与库存价值受金价波动影响；租赁部分一般由T+D合约进行套期保值，平滑金价波动风险，其中部分未对冲黄金与自有库存共同构成黄金敞口，存在一定投资损益。
- **渠道环节：**品牌直营渠道销售自有库存黄金为主，金价上涨后的库存增值将体现在毛利率提升。加盟门店中，平台型批发模式可允许经销商向上游工厂自采黄金，并向品牌缴纳贴牌费，则不受金价波动影响，但经销型批发模式则向加盟商销售黄金，可获得金价上涨的额外收益。
- **产品环节：**一口价产品为固定定价，不受金价波动影响，而投资类金条与克重产品为加工费+实时金价模式销售，金价上涨将拉高销售毛利率。



3.2. 套期保值：期货合约+租赁业务平滑金价波动风险

- **品牌采取黄金租赁T+D套保模式规避金价波动影响。**未完全对冲的部分黄金受金价波动影响，投资收益取决于公司的库存和敞口管理能力，同时公司通常设置一定比例对冲金价波动风险，对冲方式主要有：
 - 黄金租赁/借贷：向银行租赁黄金到期归还，按合同约定支付租赁费，以稳定金价上涨或下跌时企业的经营业绩波动。
 - 黄金T+D交易业务：以保证金方式进行买卖，通过买入或卖出操作对冲金价上涨风险和金价下降导致的经营风险。

图 各品牌套期保值工具

品牌名称	套期保值工具
周大福	黄金借贷
中国黄金	黄金租赁
老凤祥	黄金租赁、黄金远期
菜百股份	黄金租赁、黄金T+D延期交易
潮宏基	黄金租赁
豫园股份（老庙黄金）	黄金租赁、黄金T+D延期交易等

注：豫园股份为公司关联方，此处仅作品牌举例，不涉及倾向性投资建议

图 成品采购比例与渠道收入比例

	2023年	周大福	老凤祥	周大生	中国黄金	老庙黄金	潮宏基	菜百股份
租赁比例		25.2%	9.4%	8.5%	23.9%	-	22.7%	24.8%
现货比例		74.8%	90.6%	91.5%	76.1%	-	77.4%	75.2%
直营收入比		45.6%	5.8%	25.3%	58.8%	15.6%	55.2%	100.0%
加盟收入比		54.4%	76.2%	73.5%	41.2%	84.4%	42.0%	0.0%

注：周大福采用FY2023（对应2022年4月至2023年3月）数据。

3.3.加盟商渠道保值：寄售模式——以周大福为例

- **寄售模式**：即优化存货管理机制，在零售消费者完成销售交易前保留存货所有权，待交易完成后确认批发营业额，可实时监测加盟营业效率。
- **寄售模式——渠道型保值：品牌商通过存货权管理应对金价波动。** 1) 存货所有权：寄售模式可有效减少加盟商在存货上的资本占用，并使品牌商能够更好地控制库存，金价上涨时，品牌商可延迟销售以实现更高利润；金价下跌时，则可暂缓销售等待市场回暖；2) 风险分担：品牌商保留存货的所有权，金价的波动风险主要由品牌商承担；3) 库存周转：如周大福2015年优化存货管理所示，统一存货所有权下发货方保留存货所有权，直至零售端销售完成，存货周转天数由2014财年的223.53天大幅上升至2015财年的327.87天。

图 FY2015-FY2024周大福零售/批发营收（百万港元）

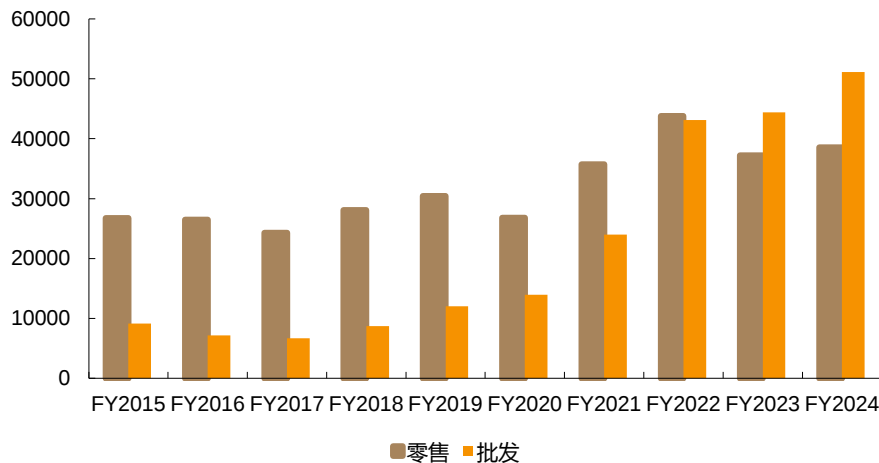
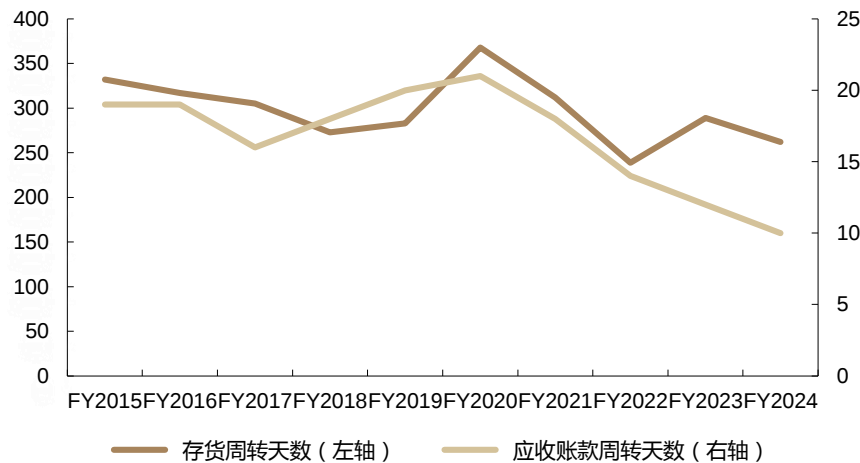


图 FY2015-FY2024周大福营运能力状况（天）



3.4.品牌商渠道保值：平台批发模式——以周大生为例

- **平台型批发：以品牌授权分散风险，转移运营风险与成本。**公司允许加盟商向其指定供应商直接采购黄金原料产品，并经公司授权后使用周大生品牌销售，将金价波动导致的库存与销售风险转移至加盟商，自身则收取固定加盟费 and 品牌使用费。2023年公司加盟单店平均黄金批发收入达228万元，同增53%，单店毛利达11.6万元，同增63.6%。
- **省代模式赋能渠道体系，优势互补提效发展。**公司将省代定位为省级服务商，在原有的加盟体系基础上面向全国范围开展省代模式，对原有门店结构及质量进行优化升级，并推动开设区域核心商圈制高点的标杆店。自2021年公司开启省代模式，当年加盟门店数量增长8%，虽受市场环境影响后期增速回落，但2023净新增加盟门店408家。

图 周大生批发模式



图 周大生省代模式



3.5.设计增值——古法金、国潮风构建产品溢价

- **提升产品设计与工艺：通过设计创新和工艺提升增加产品附加值。** 珠宝公司通过工艺创新与设计迭新进行溢价提升，其中IP类、古法金等新品单克工费可达100元，通过价值创新与增值方式抵消传统黄金受金价波动的不利影响。如周大福推出以中国传统文化为灵感的“中国结”和“双喜”珠宝系列，结合传统文化意义和现代设计美学；老凤祥以传统金丝细工技术，如将现代美学融入传统龙凤饰品。

图 古法与普通热卖各系列对比

项链 吊坠	戒指	手镯 手链	IP/生肖
 古法项链：7.5g/11800元	 古法戒指：3.5g/7980元	 古法手镯：25.4g/21462元	 古法凤簪：27.3g/26980元
 3D硬金：0.7g/899元	 18K金：1.3g/2020元	 5G黄金手镯：9.45g/9392元	 3D硬金生肖龙：1.05g/1160元
制作工艺	外观样式	文化内涵	单克工费
古法黄金 纯手工锻造工艺：花丝、篆刻、镶嵌、烧蓝、接胎、锤揲等	哑光质感，耐磨耐脏，多与传统元素结合，带有一定的古风韵味与精致的手工质感，样式多为浮雕雕刻	很多工艺都属于非遗传承文化与民族文化特色，例如：花丝镶嵌工艺等	60-100元
普通黄金 传统熔铸：除定制外，大多是机械化生产	通常比较明亮、光滑，设计传统，机械化技术感较浓，样式也多为车花、抛光	款式多日常，迎合大众审美趋势，文化底蕴较浅	30-70元

04

如何选择投资标的？

——优选珠宝品牌护城河

4.1.趋势复盘：品牌是珠宝零售最强的护城河

表 以年度为单位，金价与黄金产业上市公司股价涨跌幅变

- **金价趋势先由上游传导，市值波动趋势最强。**从产业链而言，黄金交易价格的变化最先由上游传导。金价上涨直接拉动全产业链销售端的价格提升与库存增值，其中上游开采环节的固定开采、制造费用相对稳定，自有矿产库存体量庞大，对于金价涨幅的受益性最强，从历史复盘看多个金价上行期，上游开采公司股价涨跌幅具备更强弹性。同时在下跌期，上游面临利空因素影响，股价下挫幅度更大。
- **品牌是珠宝零售最强的护城河，长期仍有提价能力。**下游零售品牌在黄金采购、加工、零售端的链条更长，对于金价趋势的直接影响相对较弱。从历史涨跌幅复盘来看，在金价上涨/下跌周期中，下游品牌股价与市值的涨跌幅度均明显弱于上游产业。在量的角度，上涨或下跌行情中均有可能带动需求释放；在价的角度，零售环节受品牌溢价的影响更大，优质品牌与产品设计有望穿越价格周期进行逆向提价。

涨跌区间	黄金 AU9999	山东黄金	中金黄金	赤峰黄金	银泰黄金	周大福	老凤祥	周大生	潮宏基
2010/1-2010/12	20.9%	-34.4%	-30.8%	-17.2%	-16.3%		14.4%		5.4%
2011/1-2011/12	15.3%	-46.1%	-56.6%	-21.1%	-21.3%	-7.2%	-11.8%		-25.5%
2012/1-2012/12	0.2%	34.4%	-5.0%	152.9%	104.0%	-10.6%	-17.4%		-25.1%
2013/1-2013/12	-27.4%	-54.8%	-48.6%	-40.7%	-15.5%	-7.1%	8.2%		-41.9%
2014/1-2014/12	-5.0%	15.1%	24.2%	-23.8%	79.5%	-10.0%	38.6%		-25.5%
2015/1-2015/12	-4.5%	5.8%	-6.5%	20.3%	-18.1%	-51.9%	33.8%		101.0%
2016/1-2016/12	20.1%	73.9%	21.8%	33.3%	24.9%	18.6%	-13.9%		-28.4%
2017/1-2017/12	1.3%	-14.6%	-18.2%	-58.2%	-14.6%	38.3%	10.6%	39.3%	-11.0%
2018/1-2018/12	1.4%	-3.0%	-13.2%	-38.0%	-23.7%	-20.4%	9.3%	-0.4%	-58.4%
2019/1-2019/12	21.6%	7.8%	-1.2%	26.1%	33.6%	14.1%	5.8%	-31.1%	-9.8%
2020/1-2020/12	14.3%	-27.6%	3.9%	256.1%	-36.7%	30.9%	-4.8%	40.0%	1.7%
2021/1-2021/12	-3.9%	-20.3%	-6.6%	-16.8%	2.0%	43.8%	1.1%	-33.3%	34.4%
2022/1-2022/12	8.6%	1.8%	-0.5%	21.1%	25.7%	13.6%	-6.7%	-21.1%	-4.5%
2023/1-2023/12	18.4%	19.4%	21.6%	-22.4%	35.9%	-27.0%	61.2%	8.2%	29.5%

4.1.趋势复盘：品牌是珠宝零售最强的护城河

表 以半年度为单位，金价与黄金产业上市公司股价涨跌幅变化

投资建议：

- **金价强趋势下看好开采产业的量价齐升。**金价强上行趋势中，上游企业率先受益于销售价格提升与库存增值等利好，周期弹性下短期具备更强超额收益。
- **成长性与具备提价力的品牌是更稳健的资产。**短期波动下，品牌零售受益幅度虽弱，但具备较强的业绩韧性。零售环节具备更强的品牌护城河，在金价基础之上享有丰厚的加工费、设计费等品牌溢价，行业需求景气度与品牌优势的叠加下，下游品牌具备更强的提价空间与销售生命力。在需求疲软期，具备强渠道议价权与品牌实力的珠宝商仍能维持稳健的业绩增速。成长的稳健性是珠宝品牌配置的核心吸引力，核心推荐龙头品牌【老凤祥/周大生/潮宏基】，建议关注【老铺黄金/菜百股份】。

时间维度	黄金 AU9999	山东黄金	中金黄金	赤峰黄金	银泰黄金	周大福	老凤祥	周大生	潮宏基
2016/7-2016/12	0.7%	-6.2%	7.6%	-17.3%	4.3%	6.7%	-8.9%	0.0%	23.5%
2017/1-2017/6	3.1%	-20.8%	-17.0%	-17.3%	-19.2%	39.5%	31.5%	55.0%	-10.0%
2017/7-2017/12	-1.7%	7.8%	-1.4%	-49.5%	5.8%	-0.8%	-15.9%	-10.1%	-1.1%
2018/1-2018/6	-1.7%	-23.3%	-31.0%	-24.4%	-24.1%	7.8%	-12.7%	13.5%	-20.0%
2018/7-2018/12	3.2%	26.5%	25.8%	-18.1%	0.5%	-26.1%	25.2%	-12.3%	-48.0%
2019/1-2019/6	6.4%	36.1%	19.7%	53.4%	29.4%	30.2%	-0.7%	23.7%	1.8%
2019/7-2019/12	14.3%	-20.8%	-17.4%	-17.8%	3.2%	-12.4%	6.5%	-44.3%	-11.4%
2020/1-2020/6	15.6%	12.3%	7.8%	136.6%	15.2%	-0.5%	1.2%	16.4%	-17.4%
2020/7-2020/12	-1.1%	-35.5%	-3.6%	50.5%	-45.1%	31.6%	-5.9%	20.2%	23.1%
2021/1-2021/6	-2.6%	-18.6%	-2.2%	-16.3%	10.5%	81.9%	16.9%	-25.8%	27.8%
2021/7-2021/12	-1.4%	-2.1%	-4.5%	-0.6%	-7.7%	-21.0%	-13.4%	-10.1%	5.2%
2022/1-2022/6	7.4%	-1.4%	-10.2%	7.0%	10.9%	5.3%	-8.9%	-12.7%	-16.7%
2022/7-2022/12	1.1%	3.2%	10.8%	13.2%	13.3%	7.9%	2.4%	-9.7%	14.6%
2023/1-2023/6	11.0%	22.5%	26.1%	-25.4%	6.0%	-11.6%	63.3%	26.7%	49.4%
2023/7-2023/12	6.6%	-2.6%	-3.6%	4.1%	28.2%	-17.5%	-1.3%	-14.6%	-13.4%
2024/1-2024/6	15.3%	19.7%	48.6%	16.6%	8.6%	-27.3%	-15.7%	-14.0%	-30.7%

4.2.金价受益标的——老凤祥、菜百股份

- **金价上涨利好直营型、批发型、高自采比例品牌，关联标的一老凤祥、菜百股份。**为避免不同周期公司经营与金价波动的巧合性影响，我们统计近年内品牌股价与金价累计涨跌幅，历史数据表明在金价的上行周期中老凤祥（批发买断制）、菜百股份（纯直营）股价表现与金价波动相关。以23年1月3日为基准，截至2024年4月9日，金价/老凤祥/菜百股份累计涨跌幅分别达35.1%/90.1%/58.5%。

图 头部珠宝品牌股价（右轴：元）走势与金价（左轴：元/克）关联度

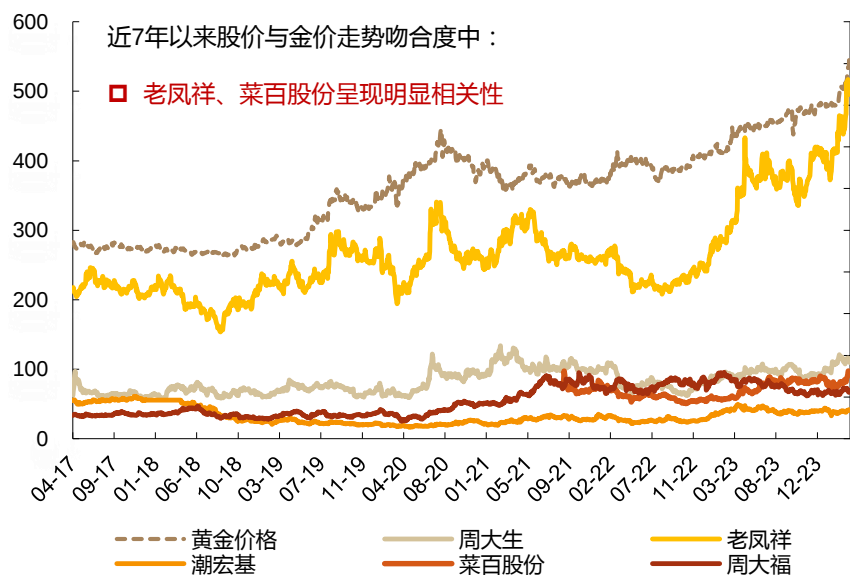
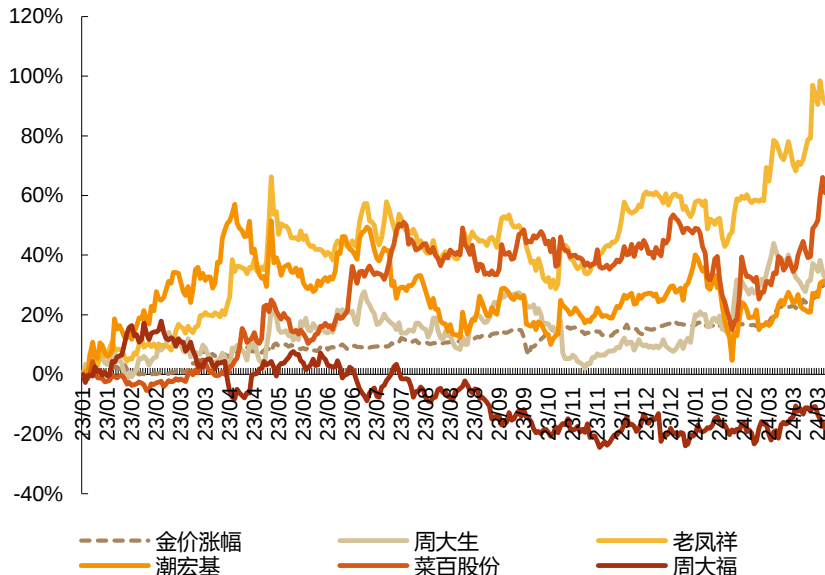
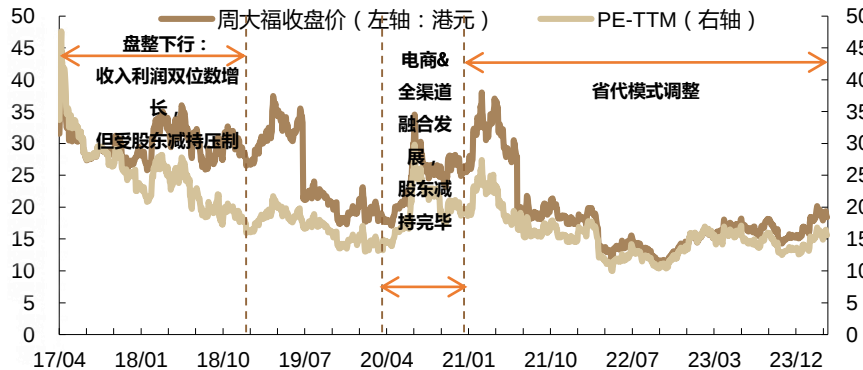
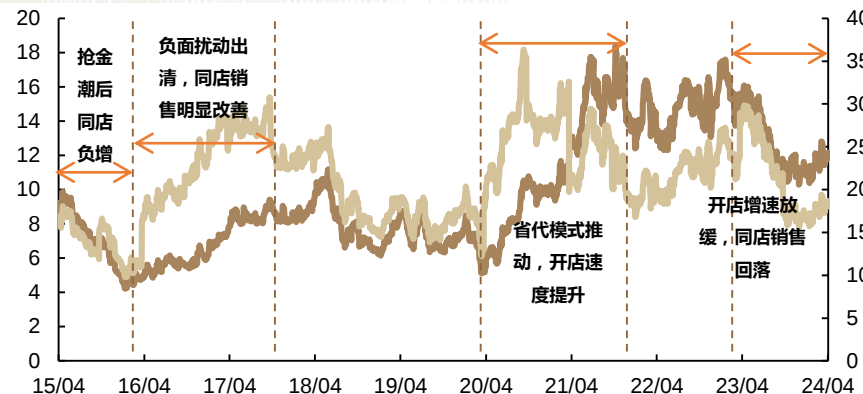


图 珠宝股价与金价累计涨跌幅关联度（以2023年1月3日为基准）



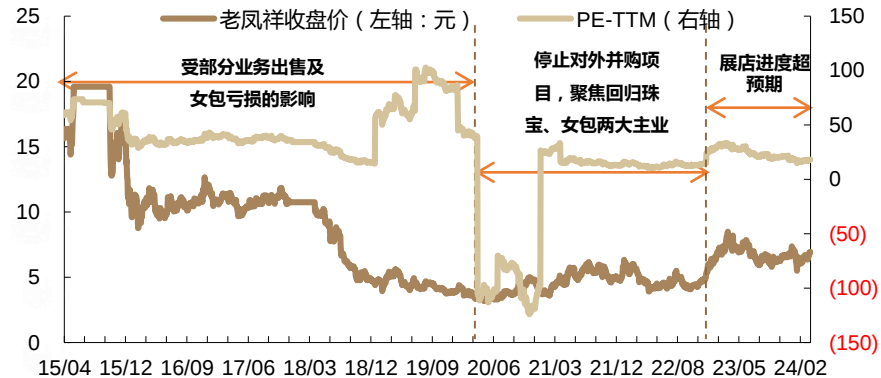
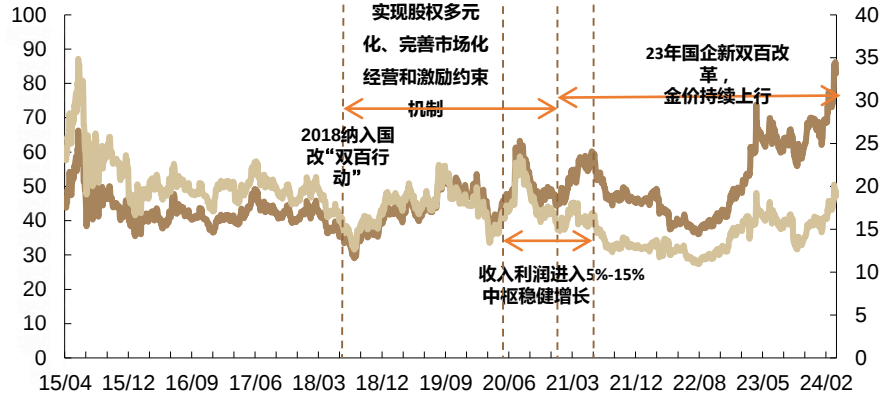
4.2.四大品牌股价复盘



周大生收盘价 (左轴：元)

PE-TTM (右轴)

注：收盘价均为不复权。



潮宏基收盘价 (左轴：元)

PE-TTM (右轴)

4.3.1.老凤祥：百年民族品牌，以渠道与管理领跑

- **新三年国企改革，千亿目标具备强成长活力。**国企改革新三年延续双百行动，于管理上持续引进职业经理人等市场化机制，激发经理层工作积极性，股权上进一步优化治理结构，引进经销商海南金猊晓、央视融媒体产业基金、国改二期基金等外部股东，已明确千亿收入目标与开店指引，计划2024年收入750亿元/+5%，归母净利润23.0亿元/+4%，重点强化长三角市场地位并整合东北渠道，预计全年新增门店数不少于300家。
- **渠道放权与经营活力提升助推业绩增长：**公司业绩成长性来自渠道管理的灵活度与利润弹性，五位一体渠道模式赋予加盟商更多自主权与集团业绩的稳定性，合资公司、自营银楼等多种开店模式维系加盟商较高拿货意愿与开店热情，可为公司提供稳健的业绩支持。预计店效提升+国企改革+金价收益三重催化之下，参考iFinD一致预期，2024-2026年公司有望实现收入802/899/993亿元，归母净利润25.7/29.4/33.0亿元。

图 2019-2023年老凤祥营收情况（亿元）

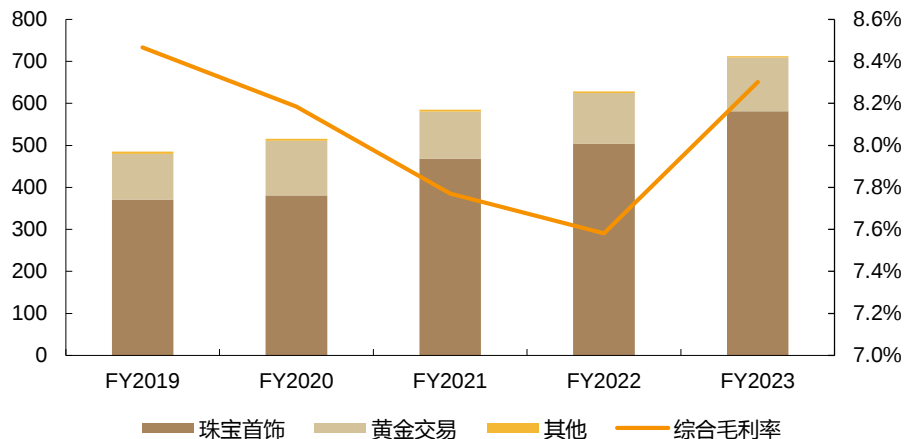
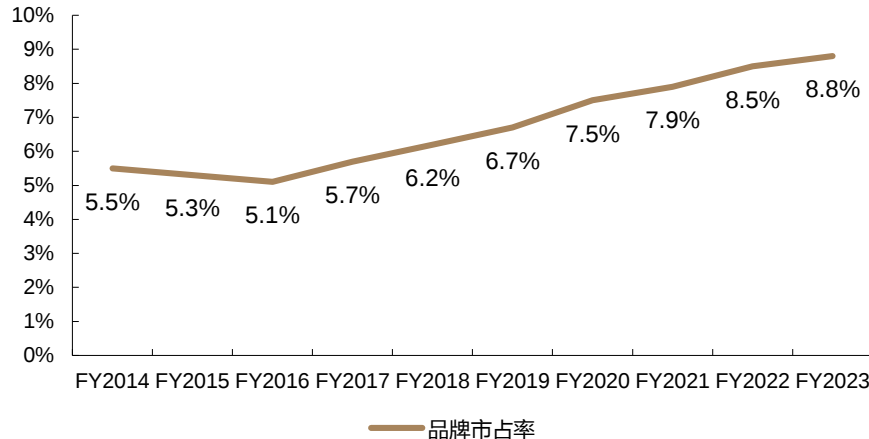


图 2014-2023年老凤祥品牌市占率



4.3.2.菜百股份：纯直营精细化管理，投资&消费需求利好

- **全直营连锁模式精细化营运管理，利好店效提升与异地复制。**菜百股份坚持纯直营模式为营运特点，在线下直营店、电商渠道构建标准化管理体系，对于产品质量与服务质量均有严格管控能力，精细化管理下店效提升具备强支撑，北京总店2023年销售额达87.9亿元，同比增长40%，同时优质的品牌形象更有利于渠道门店的异地扩张与店效提升，2023年已有直营门店87家，华北以外地区收入增长高达167.6%。
- **金价趋势中，高金条占比受益于投资需求释放。**菜百股份以投资类金条产品为特色，2023年收入结构中贵金属投资产品占比53.7%，黄金首饰占比37.2%，23年以来金价上行趋势中同时利好投资保值与珠宝消费的需求释放，公司可充分受益于金价带动的需求增长以及灵活套保策略带来的投资收益。参考iFinD一致预期，预计2024-2026年公司实现收入205/237/266亿元，归母净利润8.3/9.4/10.4亿元。

图 2020-2023年菜百股份营收情况（亿元）

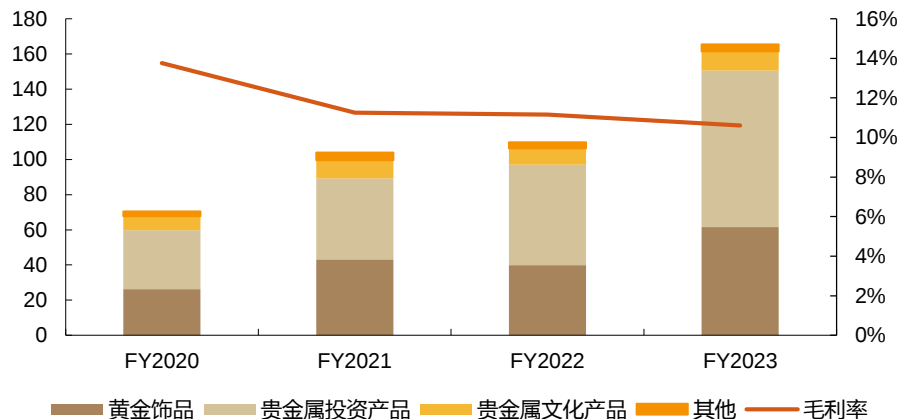
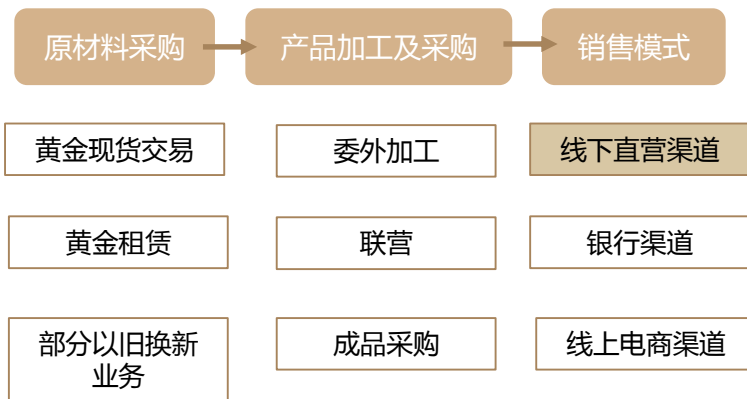


图 菜百股份经营模式



4.3.3.老铺黄金：以品牌构建护城河，精品商圈高效营运

- **顶奢古法黄金定位，兼具高定价与提价力。**老铺黄金以高端化定位切入古法赛道，2023年以2.0%的市占率位居古法黄金市场第7位。优质品牌溢价支撑下具备较强产品定价权，至2023年65%的单件产品定价在1-5万元区间，平均单克足金镶嵌/黄金产品定价达1043/729元，22-23年均提价幅度超8%。
- **纯直营模式高效管理，精品商圈持续拓店。**至2023年公司已于全国开设线下自营门店30家，年度线下合计收入达28.2亿元，其中一线与新一线城市门店数量占比超70%，平均单店销售额已超9000万元。门店均位于SKP、万象城等顶级商圈，优质客流与高效管理下具备卓越盈利能力，过往开设的15家门店中，14家门店首次盈亏平衡期仅1个月，现金流投资回收期仅5个月。当前公司已登陆港股上市，实际募资9.1亿元，计划于2024-2025年于中国内地/海外地区开设门店4/5家，参考iFinD一致预期，预计2024-2026年公司实现收入54.4/66.3/77.2亿元，归母净利润7.5/9.4/11.2亿元。

图 老铺黄金分线级门店数量分布（家）

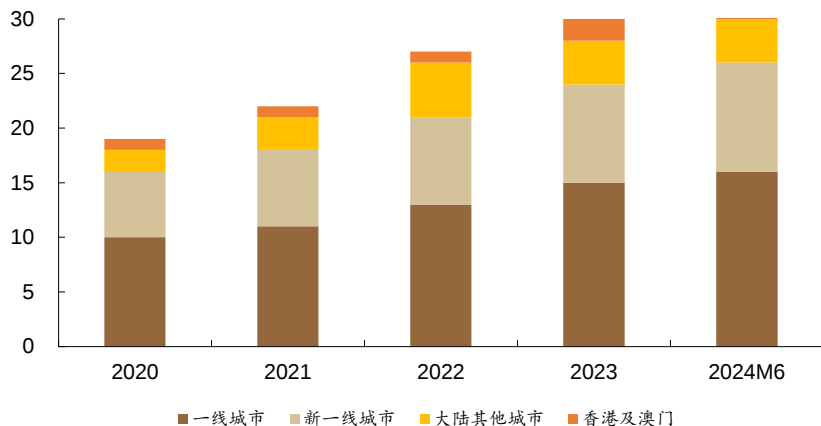
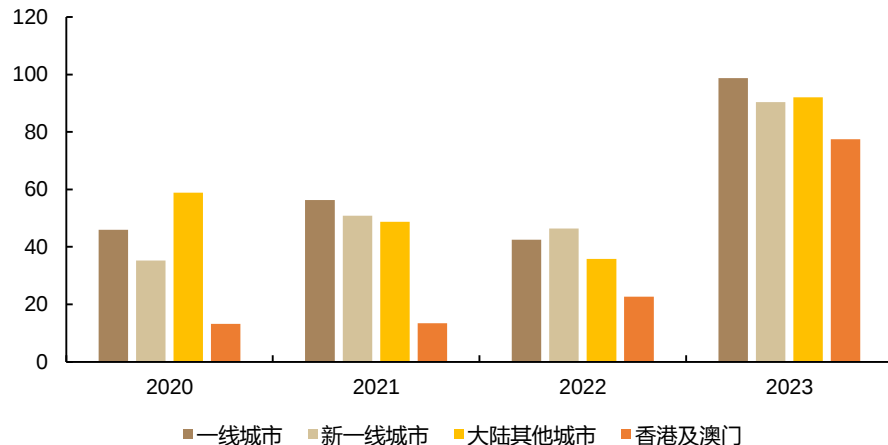


图 老铺黄金平均单店收入（百万元）



4.3.4.中国黄金：黄金产品为主导，加盟渠道稳健增长

- **金价趋势拉动投资需求释放，回购业务锦上添花。**2024年以来金价上行趋势进一步带动终端投资保值需求释放，据中国黄金协会数据2024Q1我国金条及金币消费量达106.3吨，同比增长26.8%。公司具备标准金锭提供企业资质，全面开展品牌黄金产品回购业务，在金价高位情况下通过公允的回购方式与价格获得终端认可，2024H1黄金回购量同比增长30%，为构建黄金销售闭环的业务链条锦上添花。
- **管理团队蓄势待发，全国展店步伐不止。**公司通过加盟商渠道进行门店扩张与份额抢占，通过“三免两减”等优惠政策扶持渠道，2023年公司门店总数净新增615家至4257家，其中加盟店4154家，直营门店103家，经销模式营收同增26.08%至231亿元。2024年公司计划增加直营门店6家，加盟门店216家，参考iFinD一致预期，预计中国黄金2024-2026年实现收入666.0/754.0/834.5亿元，归母净利润12.0/14.0/16.1亿元。

图 2019-2023年中国黄金营收情况（亿元）

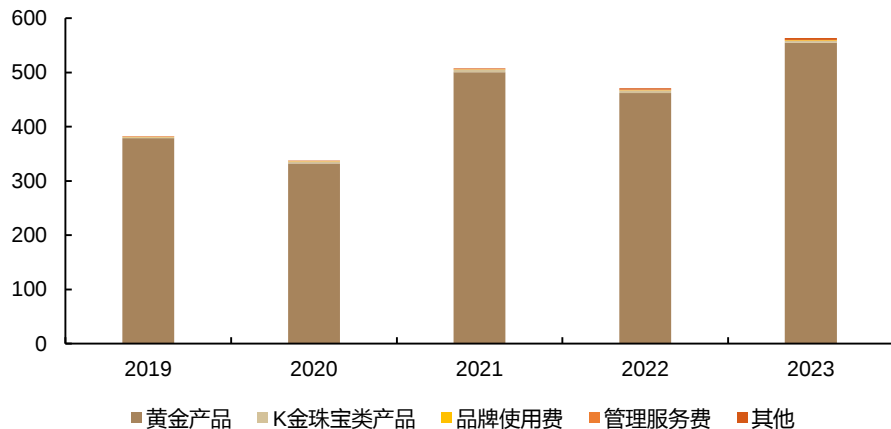
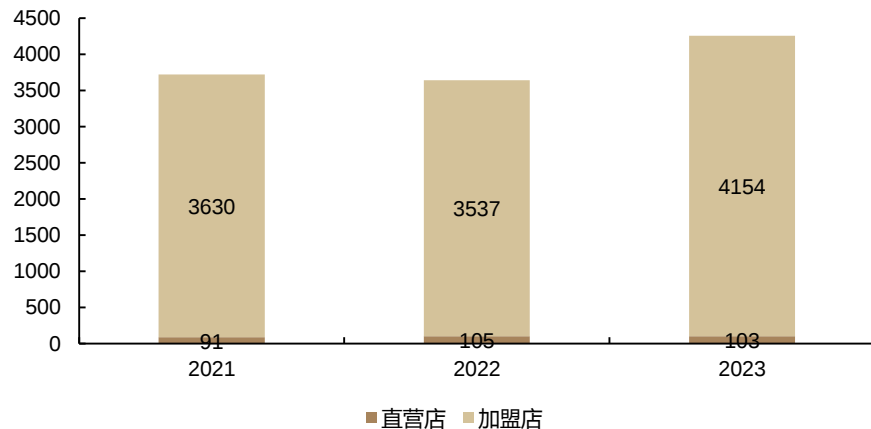


图 2021-2023年中国黄金直营店和加盟店数量（家）



4.3.5.周大福：经典传承与创新，同店恢复迎来拐点

- **FY2024业绩表现稳健，成长趋势符合预期。** FY2024以来金价上行带动的需求复苏与中国港澳地区入境游复苏拉动收入同增14.8%至1087亿港元，归母净利同增20.7%至65.0亿元，公司积极优化渠道战略，调整定价策略与渠道管理，当前于全球门店总数达7782家，其中内地7640家，仍维持140家门店的净增长，未来公司将优化现有网络，于5年内进行策略性翻新，预计将聚焦单店效益放大，门店爬坡与内生能力仍有空间。
- **同店修复拐点已显，品牌溢价支撑品类ASP持续上行。** 门店管理效率提升与需求复苏下FY2024内地直营SSSG同增1.8%，RSV+8.1%，中国港澳地区门店SSSG同增42.4%，RSV+41.1%，经营效率明显改善。FY2024黄金品类消费同增22.5%至884亿港元，镶嵌品类在人生四美与铃兰系列等支撑下销售额仅下滑13.3%，ASP均实现明显提升。参考iFinD一致预期，预计FY2025-2027年公司实现归母净利润65.4/73.4/81.3亿元。

图 FY2019-FY2024周大福直营店和加盟店数量（家）

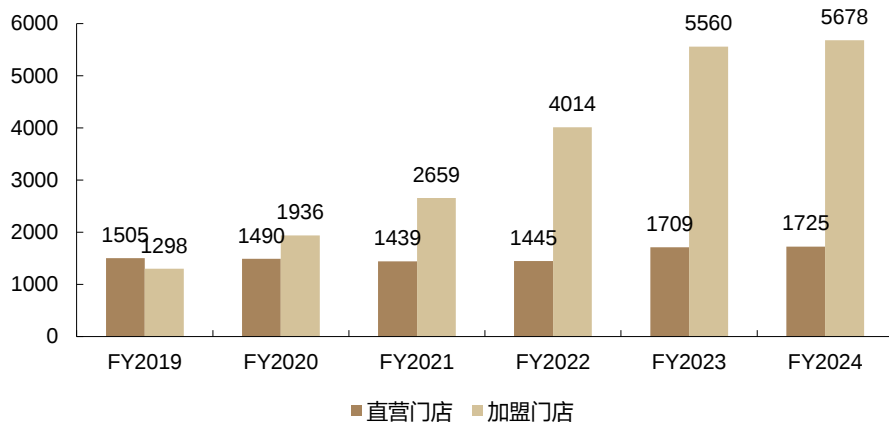
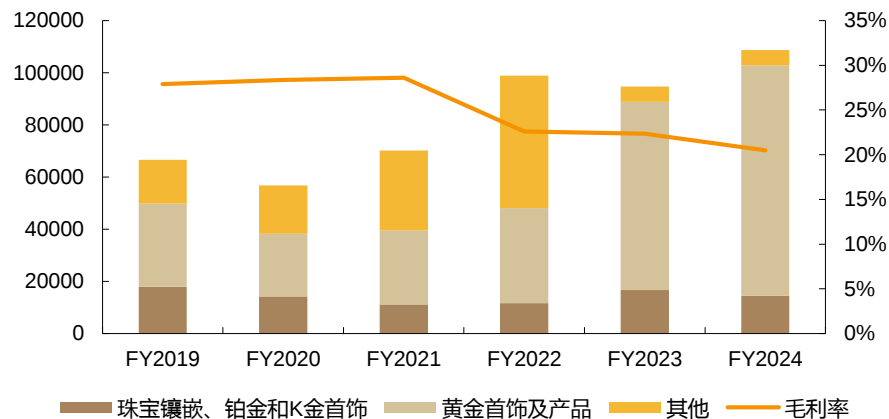


图 FY2019-FY2024周大福营收情况（百万港元）



4.3.6.潮宏基：融汇经典与时尚，门店扩张加速赶超

- **新潮设计更易入驻核心商圈，K金镶嵌保障渠道高利润率留存。**潮宏基以非遗工艺融汇东方时尚，精品小店模式于一二线城市核心商圈具备较强拿店能力与入驻率，对于商圈有较强议价能力，更具选址与客流优势。2022年头部直营门店坪效高达14万元每平米，特色K金镶嵌产品支撑门店强盈利能力，测算优秀单店毛利率可高达38%，加盟商具备上游进货权减少渠道压价，高利润率吸引门店拓展。
- **精品小店模式高效拓展，低基数下渠道具备高成长性。**潮宏基以省代模式推进渠道扩张，类直营管理模式下有效减轻加盟商管理、资金门槛要求，一店一云运作保障加盟商渠道积极性与利润率，至2023年已有加盟门店1125家，预计24-25年均净增门店300家，新锐品牌力赋能下同店仍有较强爬坡与内生增长动力，参考iFinD一致预期，预计公司2024-2026年实现收入70.5/82.8/95.1亿元，归母净利润4.2/5.0/5.8亿元。

图 2019-2023年潮宏基营收情况（亿元）

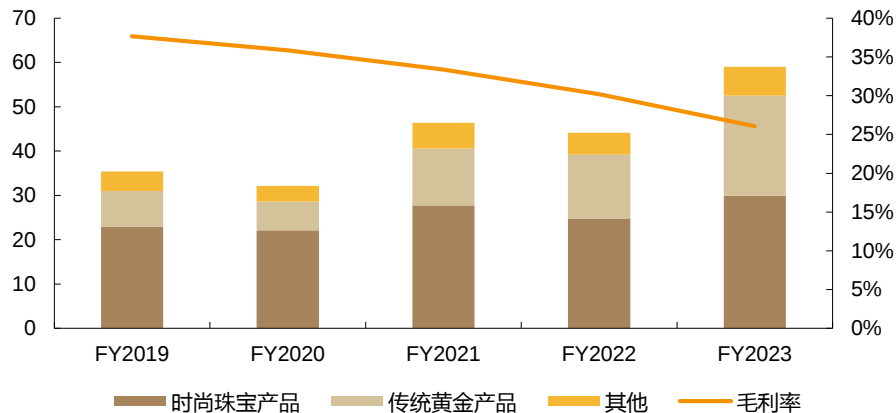
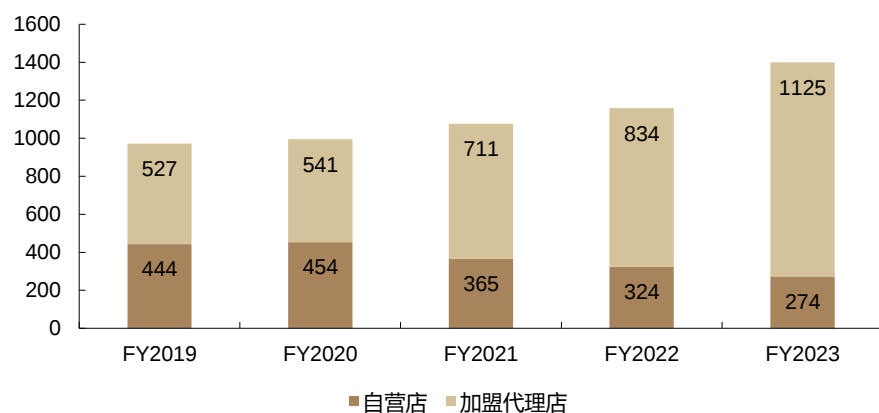


图 2019-2023年潮宏基直营店和加盟店数量（家）



4.3.7.周大生：省代模式赋能，再享渠道与产品红利

- **镶嵌包袱逐步出清，新店模型加速线下展店。**至2023年周大生镶嵌品类收入占比已降至5.6%，业绩包袱与压力逐步消化，公司积极调整产品策略向黄金品类倾斜，相继推出“国家宝藏”、莫奈联名系列等古法、IP黄金新品，通过优化品类结构提升盈利能力。新推“周大生经典”门店以素金品类为特色，以新产品、新工艺的创新模式迎合珠宝消费需求，于加盟及终端环节具备优秀反馈。
- **渠道布局1+N+线上，多维协同支撑业绩增长。**周大生已完成省代制度调整与落地，前端允许加盟商黄金直采，中间省略加价环节，后端配合金融与供应链服务支持加盟商展店，至2023年末周大生加盟门店数量已达4775家，平均单店毛利贡献达40万元，同比增长17.4%。预计2024-2026年公司实现收入196.3/229.0/259.5亿元，归母净利润15.3/17.2/19.3亿元。

图 2021-2023年周大生门店情况（家）

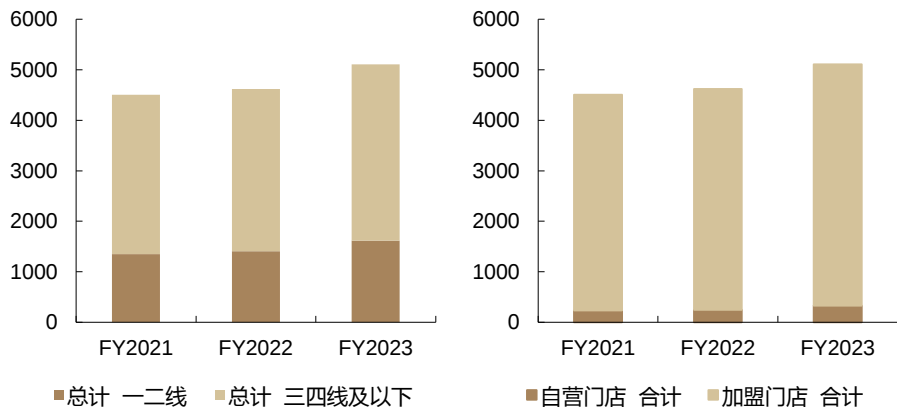
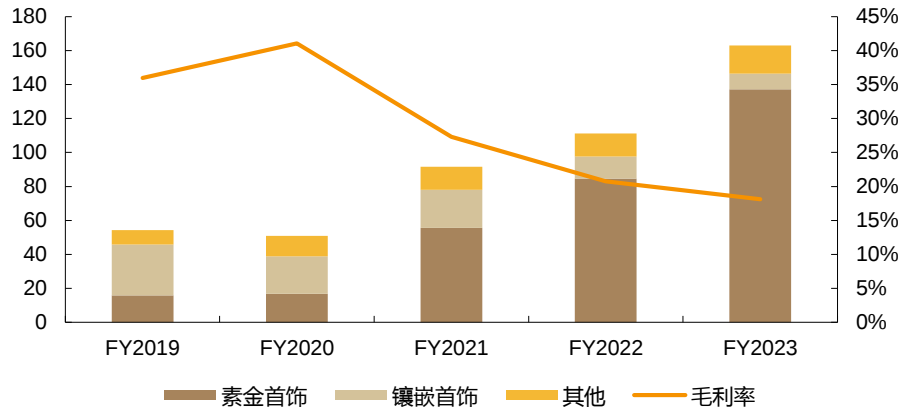


图 2019-2023年周大生营收情况（亿元）



05

风险提示

风险提示

- **终端需求疲软**：黄金和珠宝行业的销售受到宏观经济条件的直接影响，如经济衰退或通货膨胀可能导致消费者减少非必需品的消费，从而影响行业的整体需求。
- **金价扰动风险**：黄金价格的不稳定性可以显著影响黄金珠宝行业的成本结构和利润率。金价的快速上涨可能提高原材料成本，而价格的下跌则可能影响库存价值。
- **拓店不及预期**：珠宝品牌依靠加盟模式拓店抢占市场份额与业绩增长，线下拓店不及预期或影响品牌收入增速。
- **行业竞争加剧**：新进入者的出现或现有竞争对手的扩张策略可能会导致市场竞争加剧，影响定价能力和市场份额。

分析师简介

易丁依，分析师，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2.市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电话：+862168761616 传真：+862168767880

400-8888-128