

黄金珠宝行业研究框架专题报告

西部证券研发中心

2024年08月21日

分析师 | 李雯 S0800523020002 邮箱地址: liwen1@research.xbmail.com.cn

机密和专有
未经西部证券许可, 任何对此资料的使用严格禁止



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



核心结论

- 中国黄金珠宝行业经过多年沉淀，已经进入创新发展阶段。行业整体集中度持续提升，但绝对龙头还未出现。细分领域来看，古法黄金已逐渐成为最受消费者欢迎的黄金工艺产品，未来市场空间充足，23-28年CAGR为21.8%。未来行业的驱动因素也逐渐由婚庆需求转向悦己、投资需求，日常化、年轻化、个性化的产品将更受当代年轻消费者的追捧。
- 行业渠道红利逐渐减弱，竞争落地产品与品牌。曾经过快的渠道扩张与渠道下沉使得门店店效增长受限，同时加盟渠道的低毛利率也对品牌整体盈利能力带来一定压力。叠加流量成本的不断提升，传统高度依赖营销宣传的品牌驱动型企业也面临较大困境。故而未来竞争将是工艺与产品设计的竞争，以产品实力撬动品牌整体影响力才是珠宝企业发展的更优解。
- 行业投资逻辑：当前中国黄金珠宝行业的投资逻辑可分为两条主线。
 - (1) 行业层面，金价作为珠宝品牌经营成本的核心影响因素，仍对公司业绩带来较大影响。虽然金价的急涨会某些层面上抑制终端消费，但当消费者逐渐习惯金价高位后，消费力仍会逐渐恢复。同时金价的上行对品牌也会带来利润端的正面影响，从而对冲掉营收端的负面影响。**推荐：菜百股份、老凤祥，建议关注：中国黄金。**
 - (2) 个股层面，当前竞争格局下看好有望持续受益行业集中度提升的龙头企业，以及产品具有特色的差异化定位企业。**推荐：潮宏基、周大生、周大福，建议关注：老铺黄金。**
- 风险提示：金价大幅波动的风险；终端消费情绪恢复较慢的风险；渠道拓展不及预期的风险等。

行业评级	超配
前次评级	超配
评级变动	维持

近一年行业走势



相对表现	1个月	3个月	12个月
商贸零售	-3.40	-17.18	-34.17
沪深300	-6.14	-9.64	-10.94



目录

CONTENTS

01 行业规模与竞争格局

02 金价对行业的影响

03 行业发展趋势

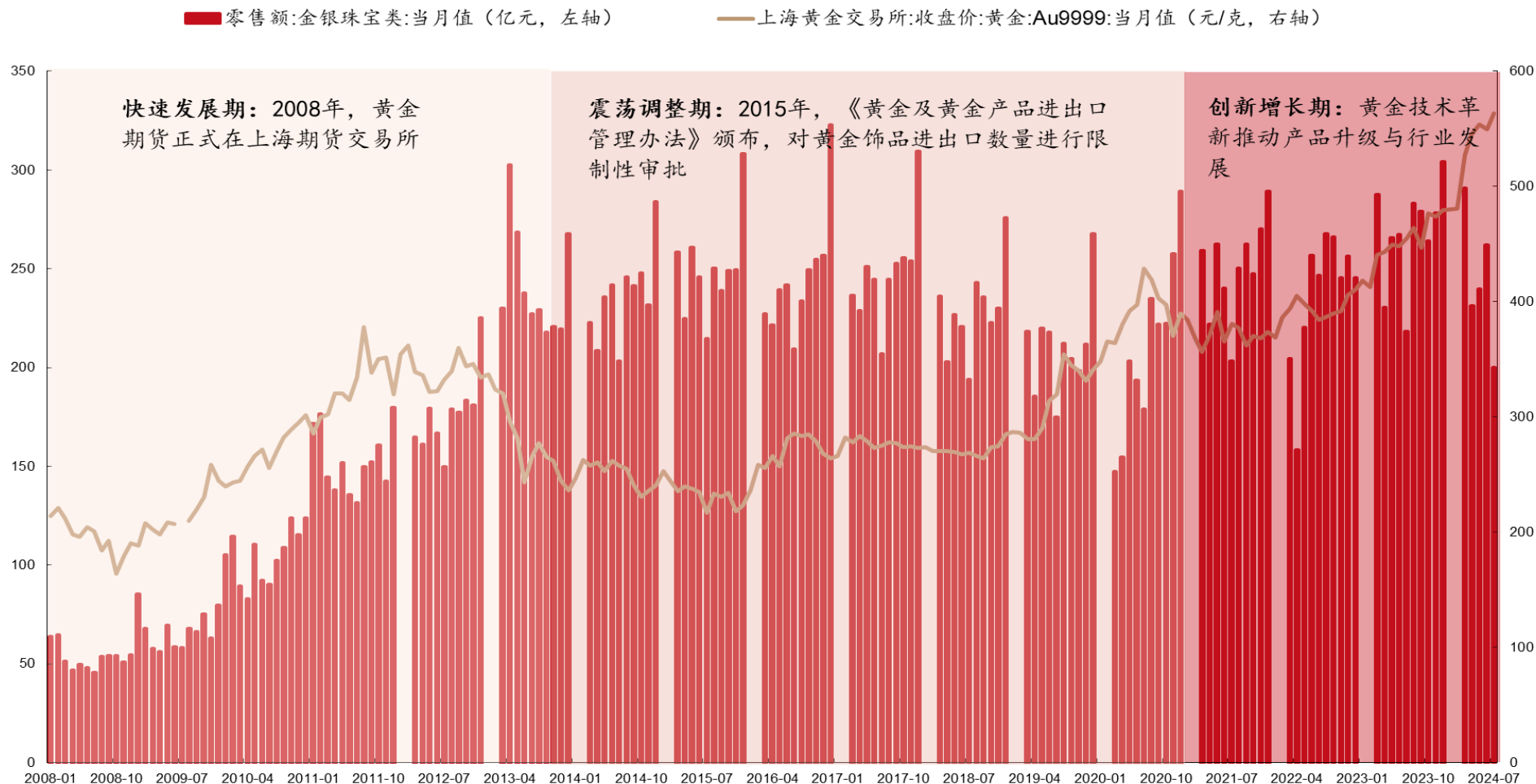
04 行业投资逻辑和重点公司

05 风险提示



1.1 黄金珠宝行业历经多年发展，进入由技术革新引领的创新成长期

图1：中国黄金珠宝市场历史复盘



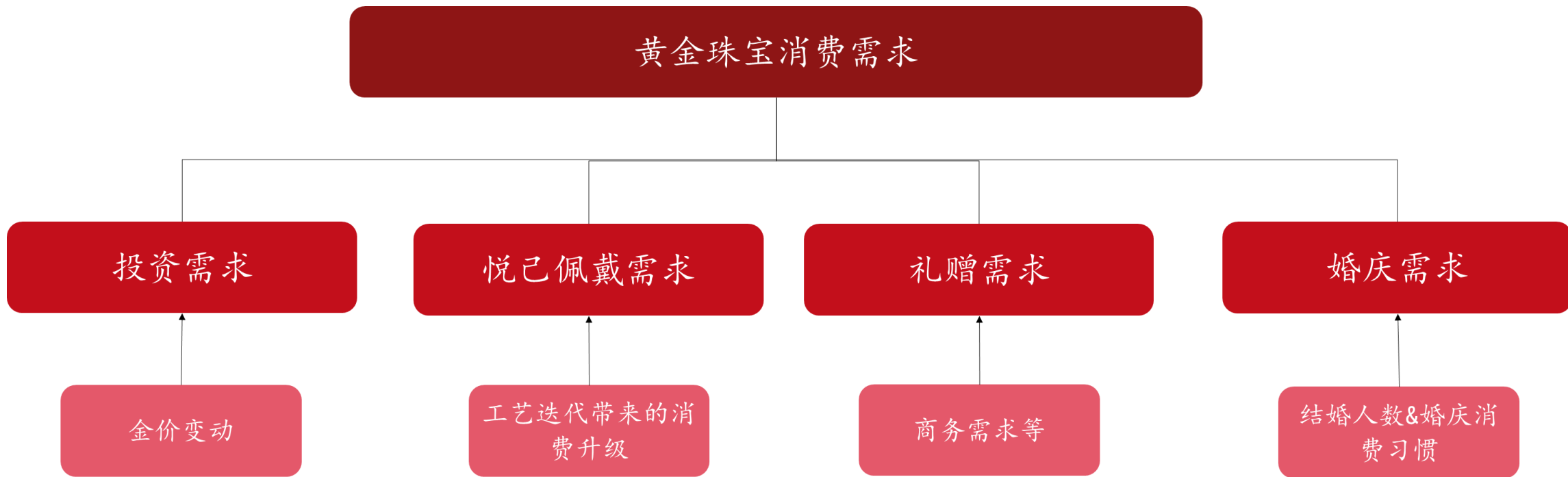


1.2 黄金珠宝消费的主要驱动因素以投资、自用、礼赠为主

黄金珠宝消费的驱动因素主要可分为以下三种

- **投资需求：**在全球经济不景气、地缘政治不稳定的宏观因素扰动下，美联储加息预期于近日再次升温。降息预期对金价带来正向影响，使得投资金需求不断提升。
- **悦己/婚庆需求：**随着黄金技术的迭代升级，工艺更加精美、设计更加时尚的产品拉动悦己消费的增长。婚庆需求受中国传统文化的影响，近年虽呈现下滑趋势，但仍然占据一席之地。
- **礼赠需求：**疫情后的经济复苏推动各类商务活动的复苏，同时人均收入的增长也为珠宝的礼赠消费提供支持。

图2：黄金珠宝行业驱动因素分析





1.3 中国珠宝市场以黄金品类为主，其中足金黄金占据主导地位

中国珠宝市场规模达8200亿元，未来5年有望突破1.1万亿

- 2023年中国珠宝市场规模达8200亿元，其中超5000亿均为黄金类产品。预计到2028年，整体市场规模有望达到1.14万亿，黄金类产品则有望突破8000亿元。
- 分品类看：2023年足金黄金产品市场规模达5049亿元，K金珠宝仅131亿元，预计未来5年复合增速分别可达9.7%/-4.3%。

图4：中国黄金饰品市场分品类规模

足金珠宝（十亿元） K金珠宝（十亿元） 足金珠宝YOY（%） K金珠宝YOY（%）

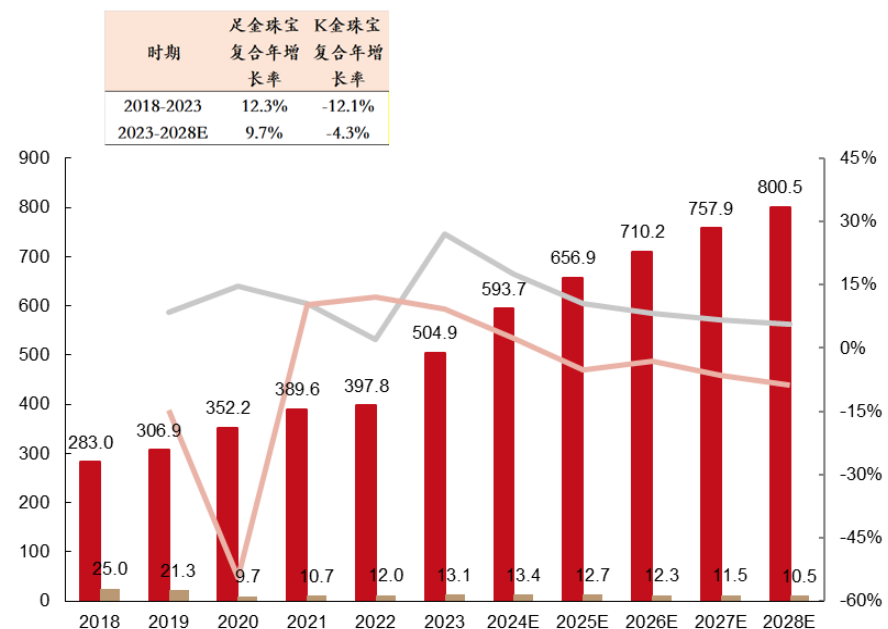


图3：中国珠宝市场规模

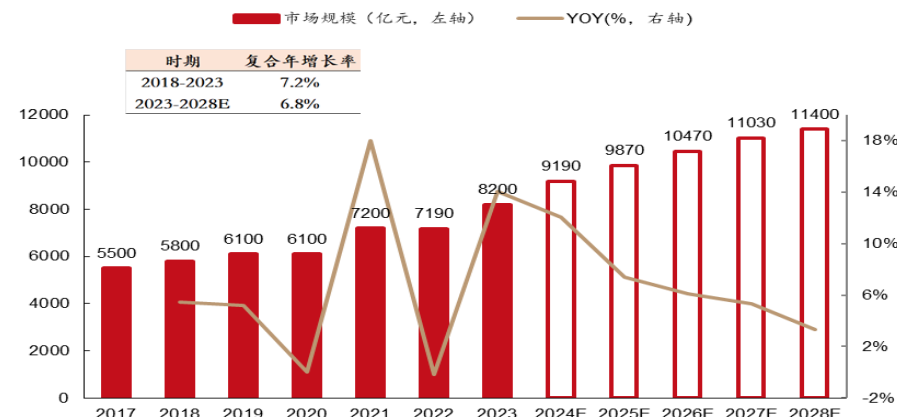
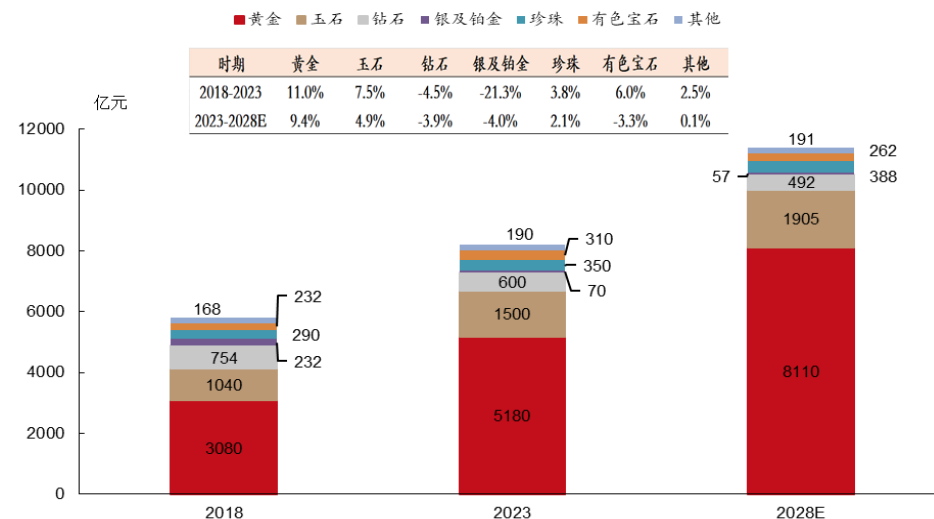


图5：中国珠宝市场分材质规模





1.3 足金黄金中古法金凭借其更高的时尚度增长迅猛

古法黄金顺应国潮趋势，近年发展迅速

- 据魔镜数据，近年来凭借吉祥的文化意义和美学设计，古法黄金产品吸引了较多年轻消费者的目光，销售占比已达14%。
- 古法黄金珠宝的市场规模也由2018年的130亿元飙升至2023年的 1573亿元，18-23年CAGR为64.6%。预计古法黄金珠宝市场规模在2028年将达到4214亿元，23-28年CAGR为21.8%。

图6：古法黄金成为最受消费者欢迎的黄金工艺产品

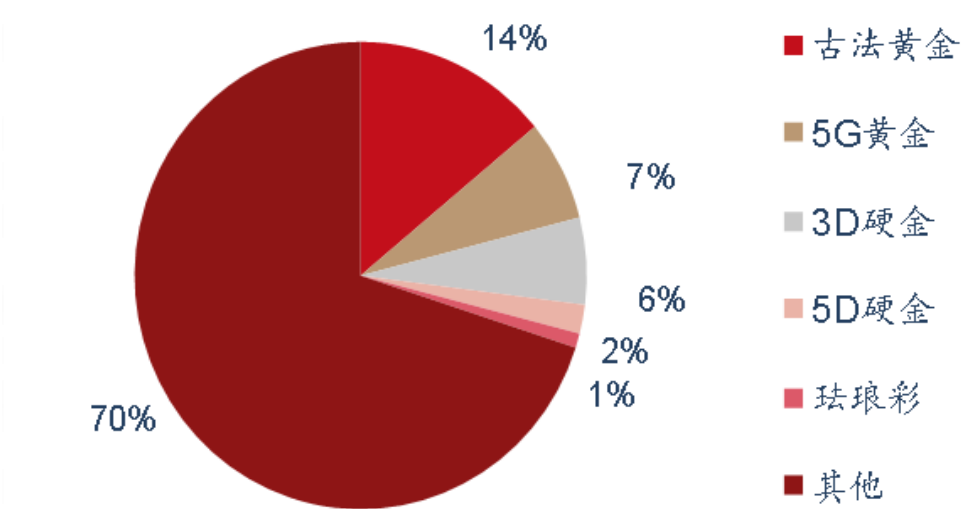
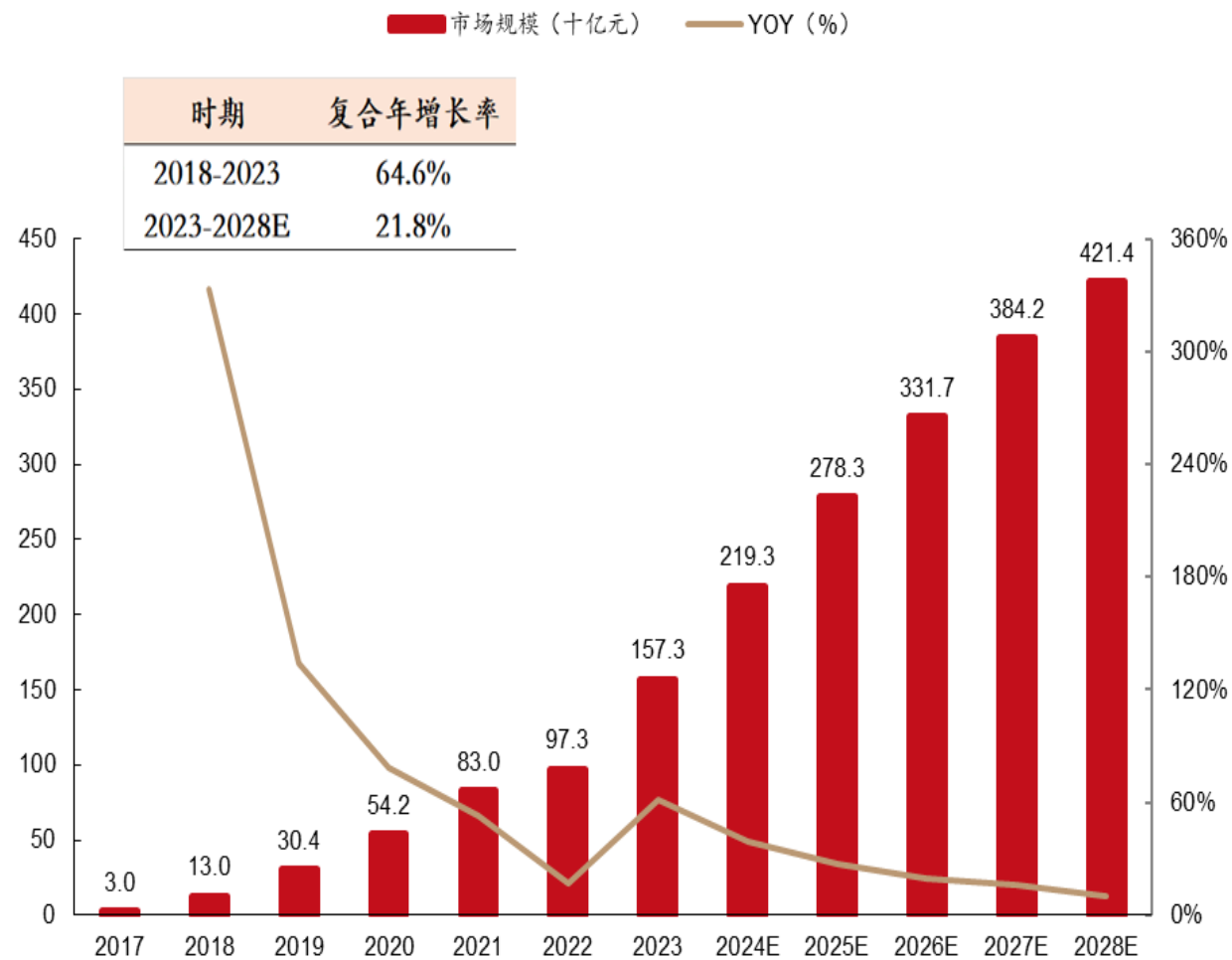


图7：中国古法黄金市场规模





1.4 中国黄金珠宝市场集中度持续提升，未来空间仍在

市场集中度不断提高，渠道主要依赖线下市场

- 竞争格局：虽然市场份额在不断向头部企业集中，但尾部依然较长，尚未出现占据绝对优势的头部企业。根据欧睿数据，2014-2023年中国黄金珠宝市场CR5从18.6%提升至29.5%，CR10从22.2%提升至37.2%，远高于全球市场的变动幅度。
- 渠道布局：线上销售占比平稳增长，线下渗透率提升仍以开店为主，从重点城市逐渐向全国各层级城市辐射。

图8：中国珠宝市场集中度

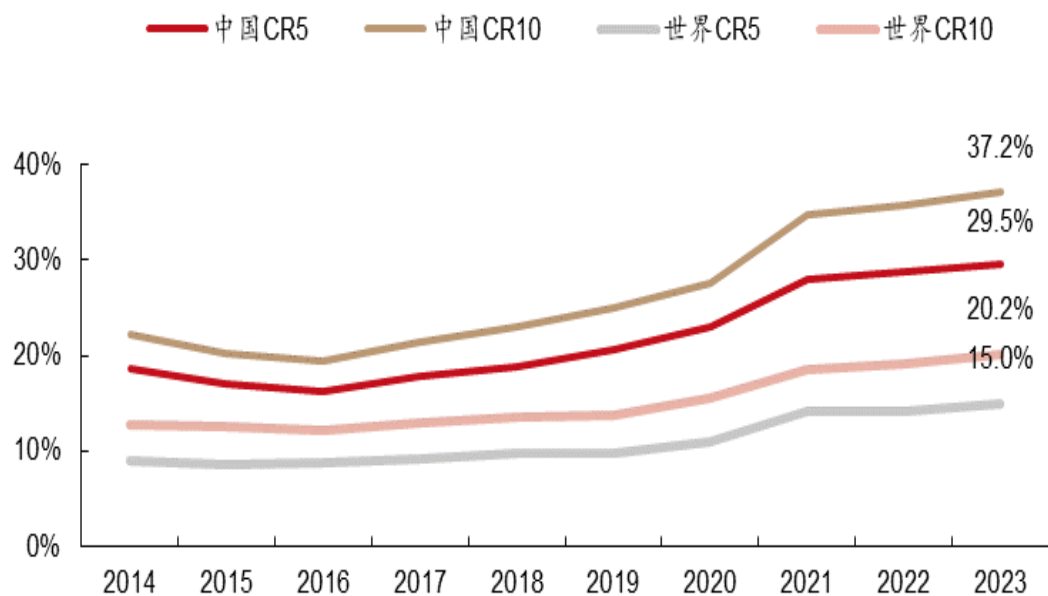
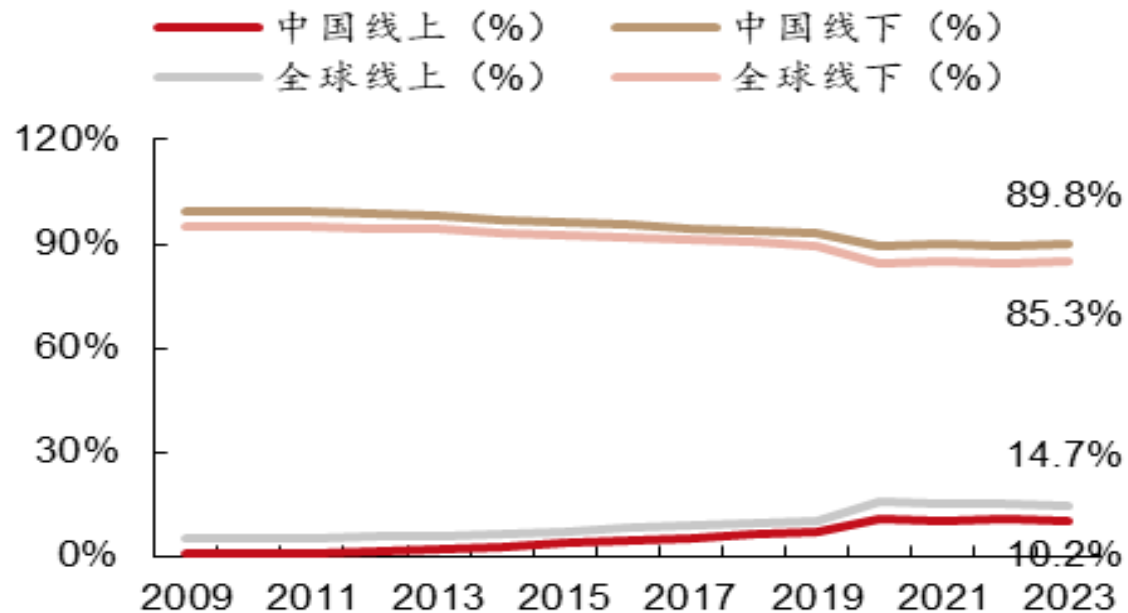


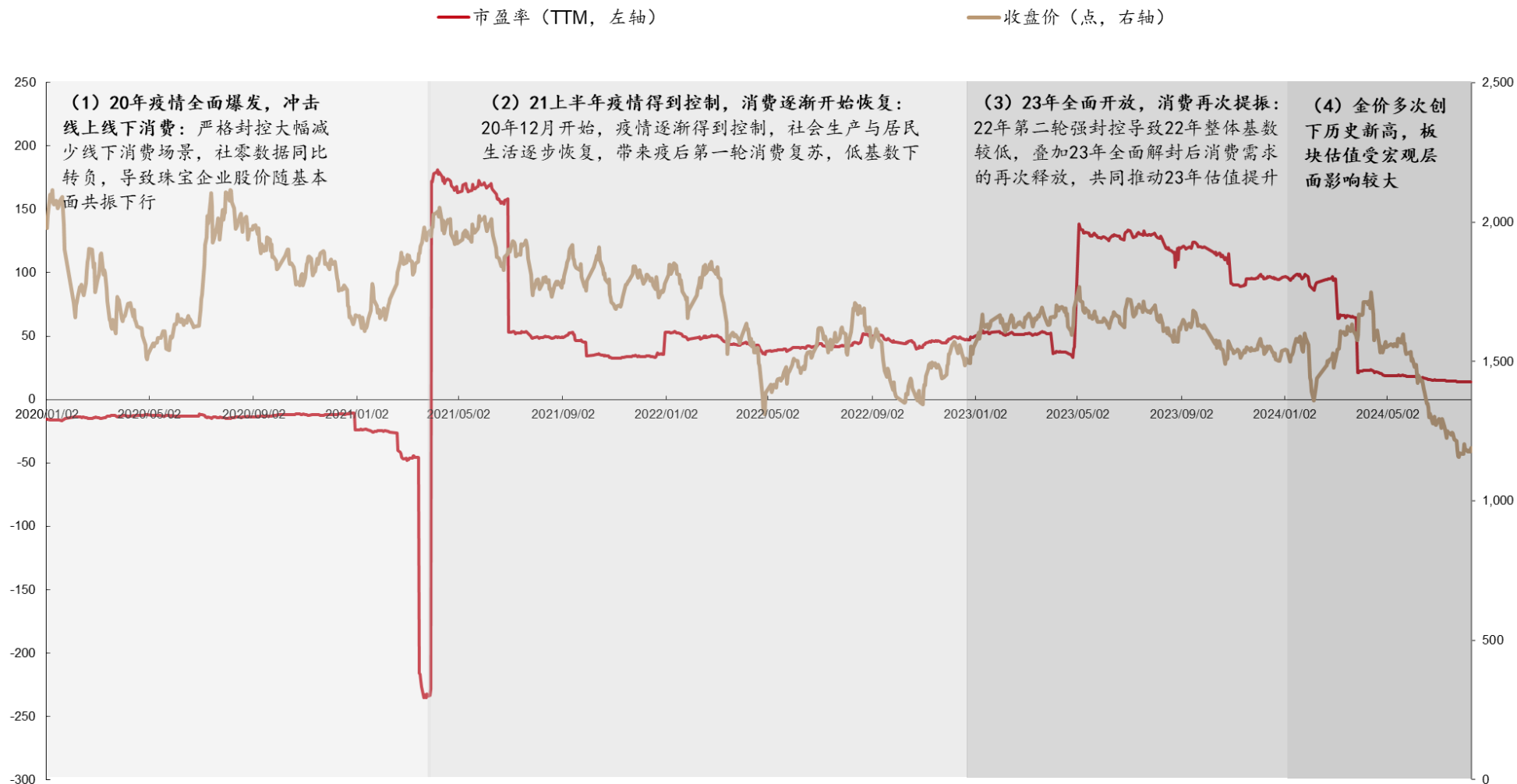
图9：中国珠宝市场仍以线下渠道为主





1.5 板块估值受宏观影响较大，目前处于历史低位，安全边际充足

图10：黄金珠宝板块行情复盘





目 录

CONTENTS

01 行业规模与竞争格局

02 金价对行业的影响

03 行业发展趋势

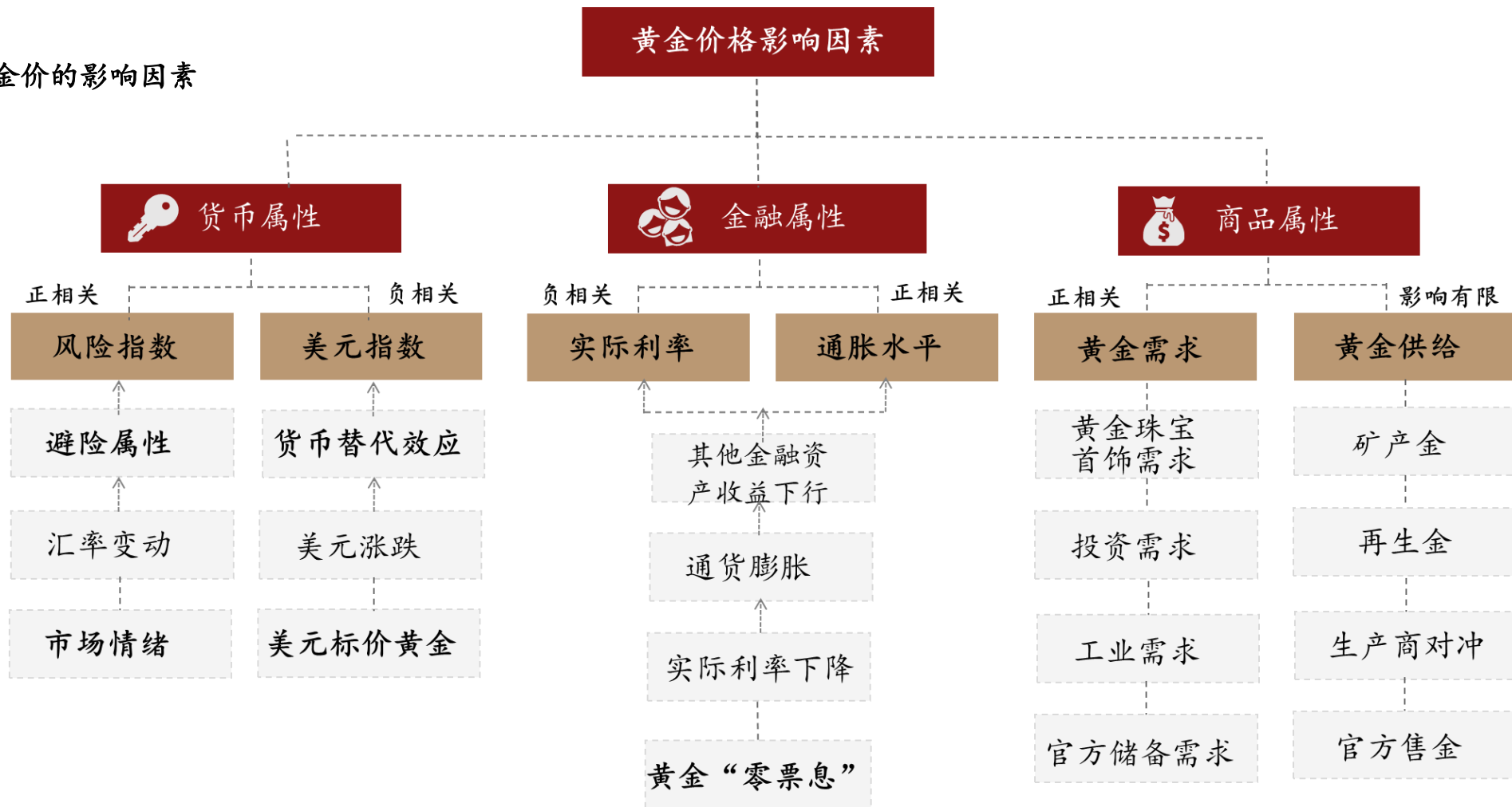
04 行业投资逻辑和重点公司

05 投资建议与风险提示

2.1 作为黄金珠宝行业最主要的原料成本，黄金价格受到多方因素的影响

黄金在全球金融体系中享有独特和重要的地位，融合了商品属性、金融属性和货币属性

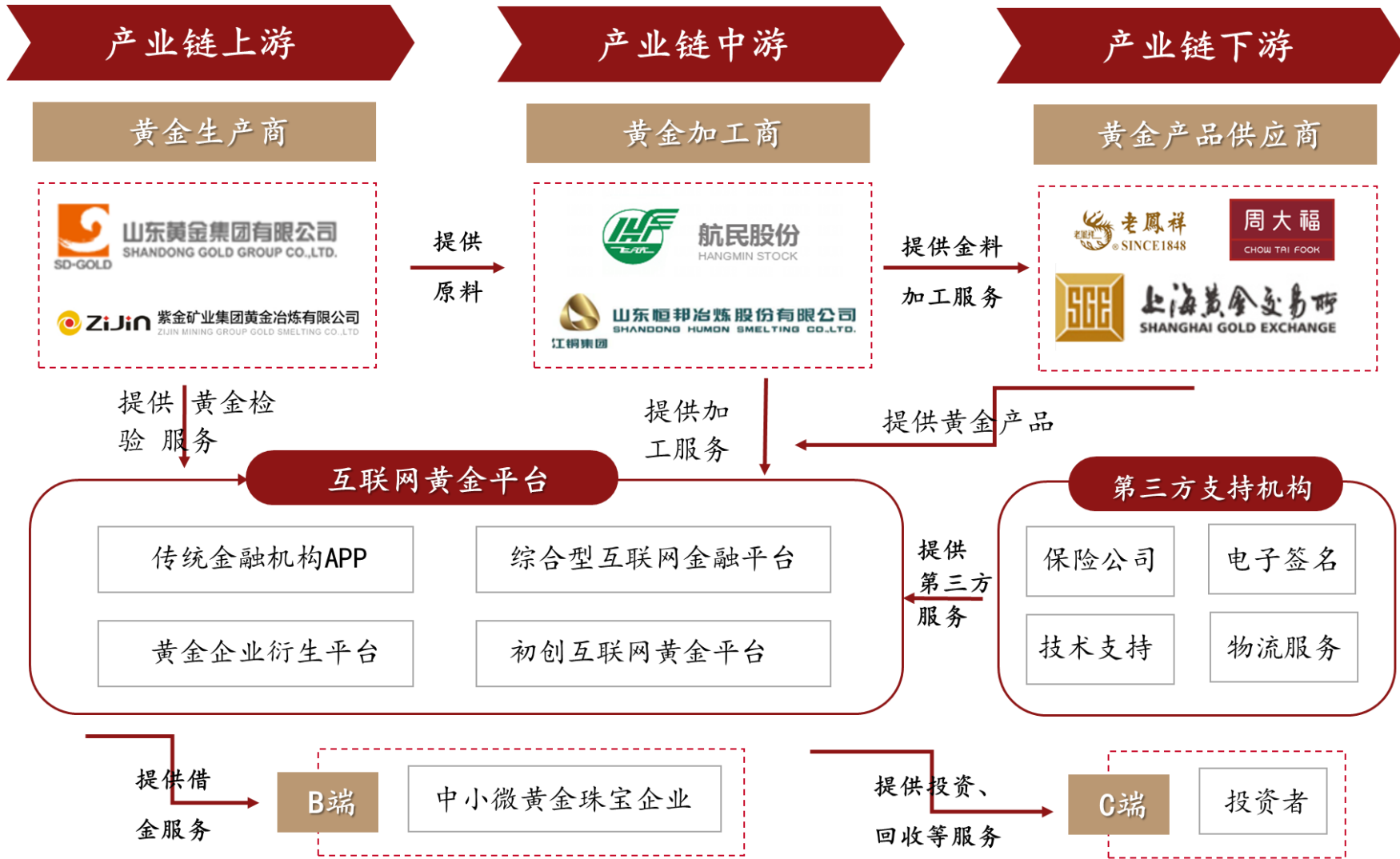
图11：金价的影响因素





2.2 金价变动通过产业链的多层传导，对行业带来多元影响

图12：黄金珠宝行业产业链图谱





2.3 黄金珠宝的商业模式决定金价向下游传导的不同机制

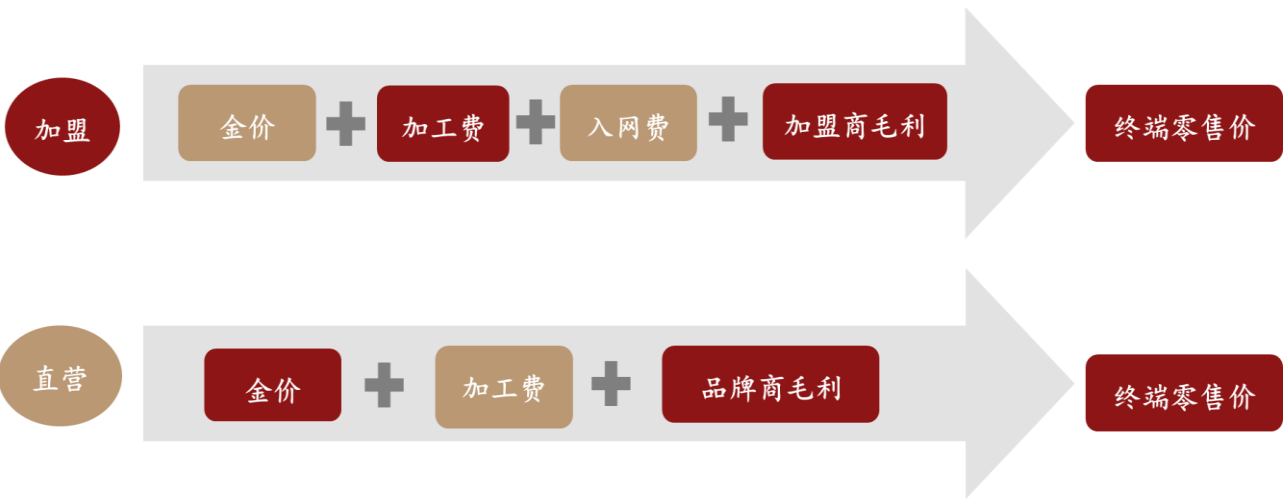
黄金珠宝零售店可分为直营与加盟模式，金价通过品牌或加盟商逐级向下游消费者传导

- **加盟模式：**加盟商向品牌支付加盟费（即入网费，通常一次性结清）与加盟管理费（通常按期收取）以获得代理销售产品的权限。根据不同的货品交付制度可分为买断制与寄售制，其中**寄售制下加盟商无需承担金价波动的相关风险，买断制下加盟商拥有货品的所有权，需承担相应风险，但也有望获得更高库存收益。**
- **直营模式：**由品牌直接进行门店的运营管理，虽成本更高但能够保证较好的服务质量与运营效率。

图13：黄金珠宝行业直营与加盟门店商业模式



图14：金价的传导机制



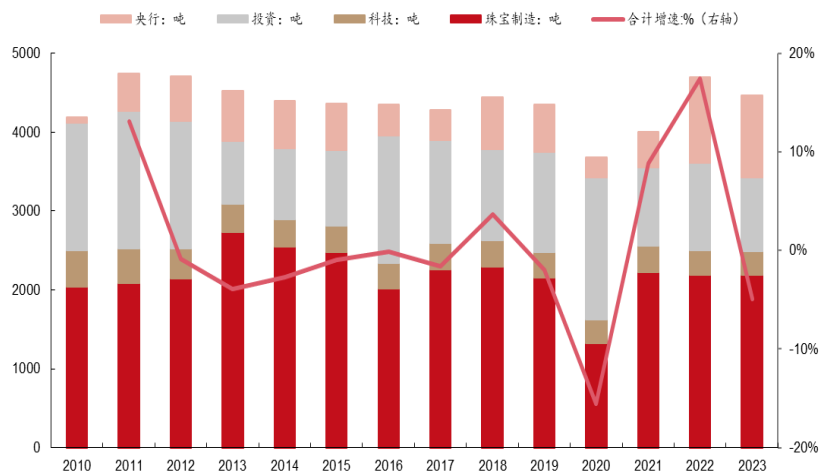


2.4 金价变动对黄金需求量的影响，与需求类型有关

金价变动对消费金需求的影响是多变的，取决于金价的变动幅度

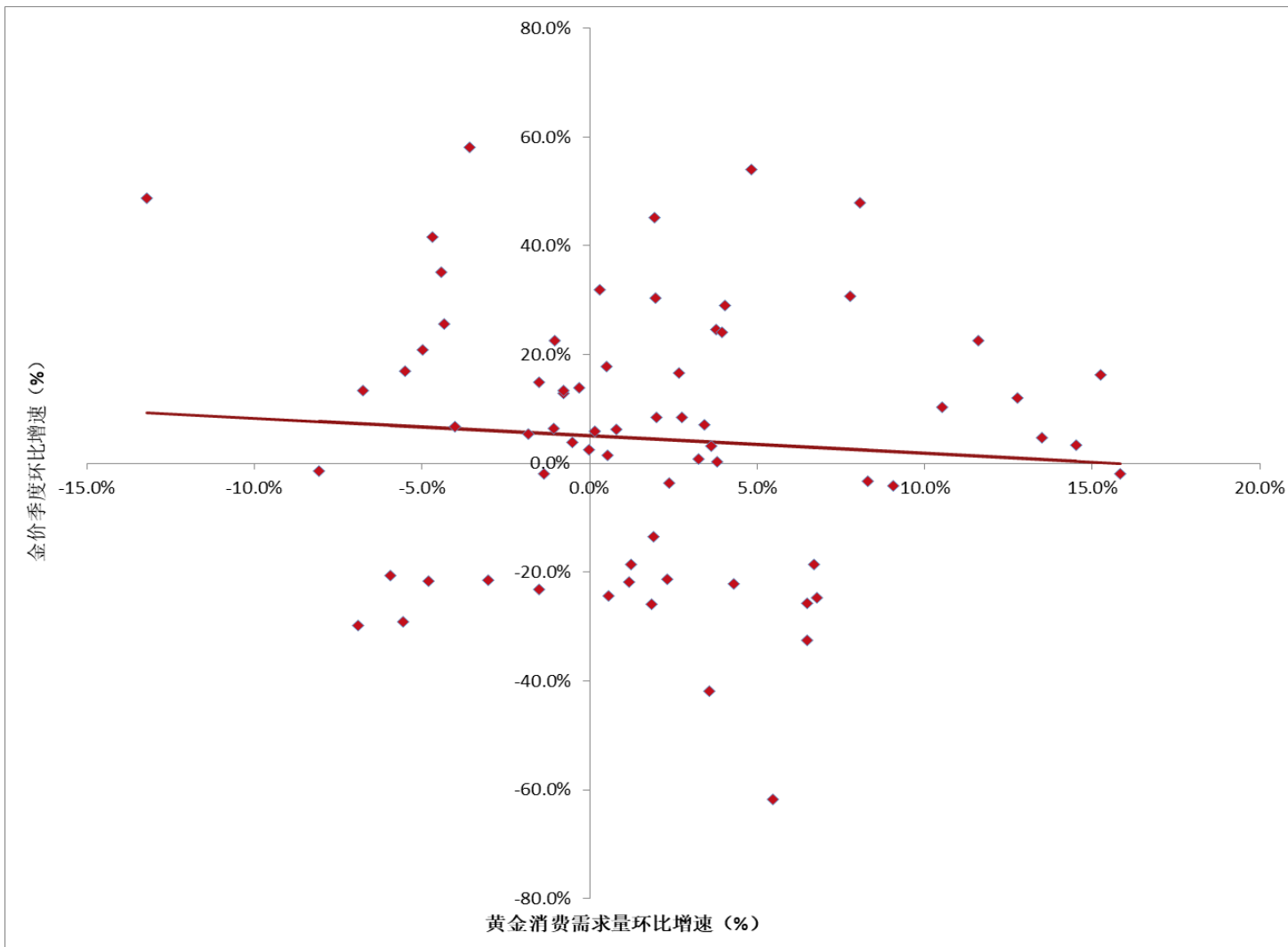
- 金价急涨：金价急速上涨消费者可能出现观望情绪，从而削弱消费金的需求量
- 金价急跌：金价急速下跌消费者可能出现抄底情绪，反而在一定程度上增加消费金的需求量

图15：全球黄金需求结构



资料来源：世界黄金协会，同花顺，西部证券研发中心

图16：金价变动对珠宝需求的影响





目 录

CONTENTS

01 行业规模与竞争格局

02 金价对行业的影响

03 行业发展趋势

04 行业投资逻辑和重点公司

05 投资建议与风险提示



3.1 渠道红利减弱，竞争落地产品与品牌

中国珠宝行业已进入存量市场，产品与品牌将成为凸显 α 的主要抓手

- 历史上来看，我国珠宝品牌多以渠道为切入，以品牌为旗帜，以产品为尝试。当前渠道因素仍占据主导地位，但随着门店数的日渐增长，边际效益正逐步减弱，能否建立多样化、精细化、高迭代的产品矩阵，并以产品作为基础丰富品牌内涵，提升品牌认可度，将成为未来竞争的一大关键。
 - 渠道驱动型：高周转+高净利率，例如：[中国黄金](#)、[老凤祥](#)、[周大生](#)、[周大福](#)
 - 品牌驱动型：高毛利+高ROE，例如：[迪阿股份](#)、[老铺黄金](#)、[菜百股份](#)
 - 产品驱动型：高毛利，例如：[潮宏基](#)、[周大福](#)

表1：黄金珠宝行业主要上市公司ROE拆解

2023年	中国黄金	周大生	老凤祥	周大福	潮宏基	菜百股份	迪阿股份	老铺黄金
净资产收益率ROE (%)	13.6%	21.2%	20.4%	16.3%	9.3%	19.7%	1.0%	34.9%
权益乘数	1.73	1.26	2.32	2.65	1.57	1.65	1.23	1.45
总资产周转率	4.56	2.09	2.84	1.08	1.05	2.80	0.27	1.84
销售净利率 (%)	1.7%	8.1%	4.2%	5.8%	5.6%	4.3%	3.2%	13.1%
2020年	中国黄金	周大生	老凤祥	周大福	潮宏基	菜百股份	迪阿股份	老铺黄金
净资产收益率ROE (%)	10.1%	20.1%	21.2%	10.2%	4.1%	16.9%	63.0%	13.5%
权益乘数	1.76	1.25	2.45	2.23	1.54	1.87	1.66	1.42
总资产周转率	3.87	0.81	2.82	0.89	0.61	1.77	1.66	0.96
销售净利率 (%)	1.5%	19.9%	4.0%	5.3%	4.5%	5.2%	22.9%	9.8%



3.2 渠道驱动型品牌面临门店拓展与利润水平的双重压力

行业进入门店存量时代，渠道红利逐渐减弱

- 门店数量：2023年老凤祥、中国黄金、周大生、周大福门店总数基本在4000家以上，其他品牌2023年平均门店数量仅500家左右。
- 正因为存量门店数的日渐增长，当前部分品牌进入净关店阶段，更多侧重于对单店店效的提升，从而提振整体盈利能力。

图17：渠道驱动型品牌门店数量

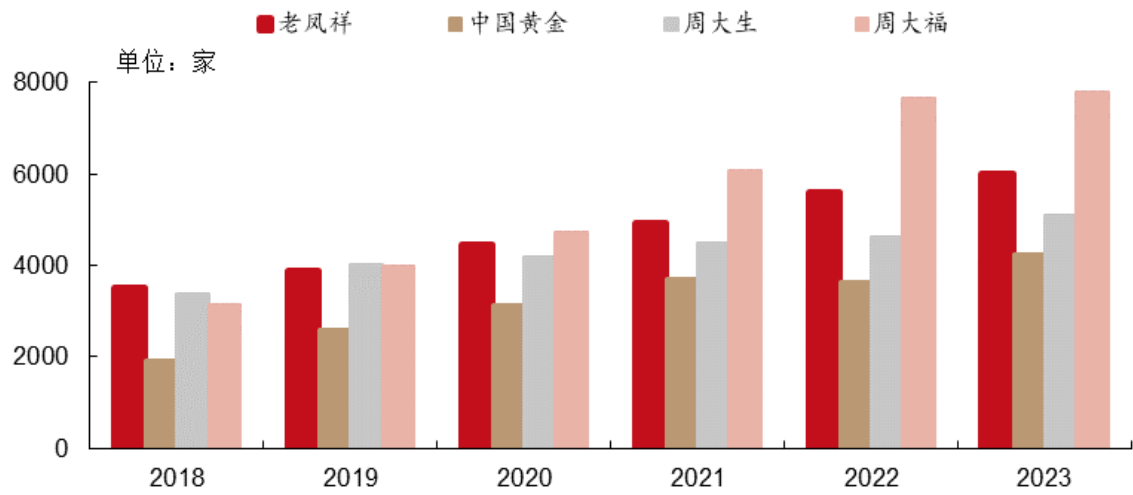
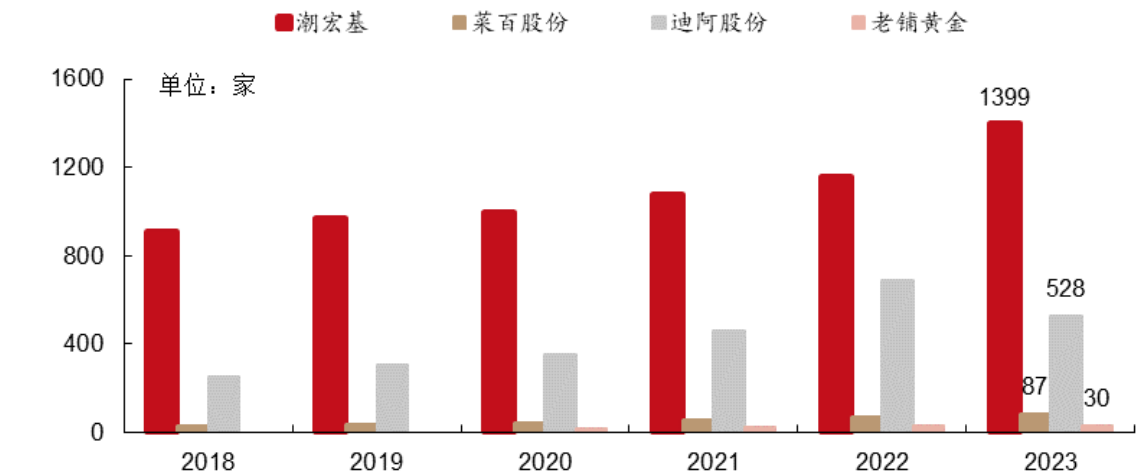


表2：周大生店效趋势

	2019	2020	2021	2022	2023
自营单店					
营收增速（%）	-5.2%	-25.9%	87.3%	-13.7%	23.6%
毛利增速（%）	6.8%	-7.8%	35.4%	-23.8%	20.9%
加盟单店					
营收增速（%）	-8.9%	-21.0%	90.1%	20.3%	38.0%
毛利增速（%）	-7.0%	-10.1%	17.6%	-13.0%	17.4%
金价增速					
上金所金价增速（%）	19.7%	14.4%	-4.1%	9.8%	16.8%

图18：其他品牌门店数量





3.2 渠道驱动型品牌面临门店拓展与利润水平的双重压力

渠道扩张仍以线下加盟为主，导致综合毛利率水平承压

- 渠道驱动型品牌多倚靠加盟商进行市场渗透率提升，因此门店结构上加盟店占比多超过50%的水平。
- 然而加盟商由于门店区位受资金限制、拿货能力波动较大、折扣活动力度难以统一等因素影响，导致整体毛利率低于直营店，从而使渠道型品牌的综合毛利率整体都面临一定压力。

图19：渠道驱动型品牌门店结构占比

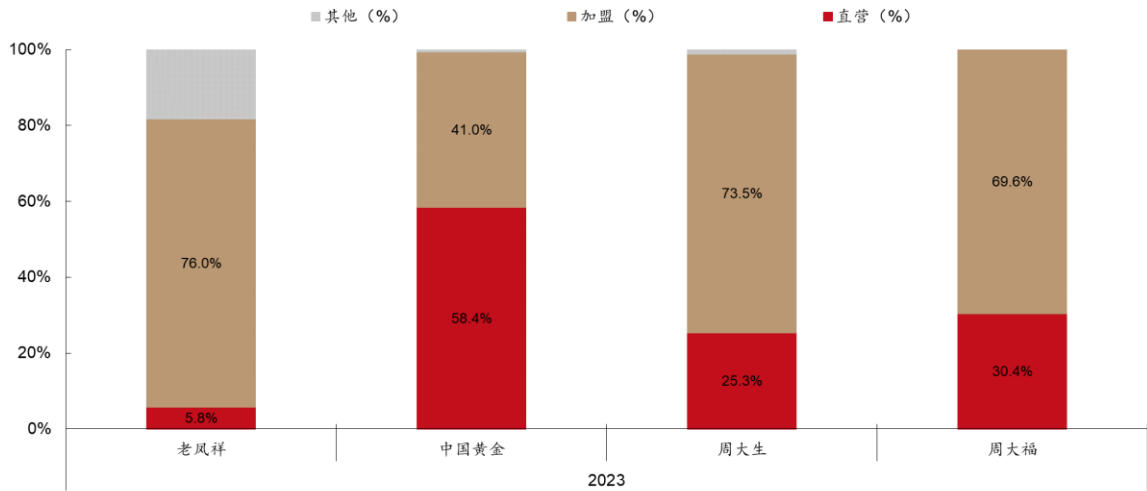


表3：各品牌直营、加盟毛利率对比

直营/自营毛利率							加盟/批发毛利率						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2018	2019	2020	2021	2022	2023
老凤祥	21.1%	24.4%	24.2%	18.4%	17.9%	22.9%	老凤祥	8.9%	8.9%	9.4%	8.4%	8.7%	8.9%
中国黄金		4.2%	3.4%	1.7%	2.5%	2.8%	中国黄金		5.8%	4.9%	4.7%	6.0%	5.9%
周大生	29.4%	31.8%	38.5%	29.4%	25.3%	24.0%	周大生	33.7%	34.4%	39.2%	24.3%	17.5%	14.9%
	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2018	2019	2020	2021	2022	2023
潮宏基	41.2%	40.2%	38.8%	37.2%	34.1%	31.7%	潮宏基	28.3%	27.0%	24.0%	26.3%	23.7%	19.8%
菜百股份	12.5%	13.6%	13.9%	11.3%	11.2%	10.7%	菜百股份						
迪阿股份	70.2%	71.2%	70.5%	71.3%	70.9%	69.3%	迪阿股份	69.8%	70.2%	68.5%	69.7%	68.3%	68.0%
老铺黄金			43.1%	41.2%	41.9%	41.9%	老铺黄金						

资料来源：同花顺，西部证券研发中心



3.3 流量成本提升，品牌驱动型品牌面临成本压力

营销成本逐渐提高，传统品牌驱动型品牌难以维系

- 迪阿股份以“男士一生只能送一人”的理念切入，通过高营销投入来打造品牌故事，宣传品牌形象。虽然建立了较为深刻的品牌认知度，从而实现了高于行业平均对的毛利率水平，但在婚庆市场需求减弱，叠加流量成本日益高涨的背景影响下，销售净利率自2020年的22.9%下滑至2023年的3.3%。
- 反观周大福，在打造品牌形象的同时注重产品设计与产品矩阵的建设，不断推陈出新，实现了自渠道-品牌-产品的转型。

图20：各品牌销售毛利率对比

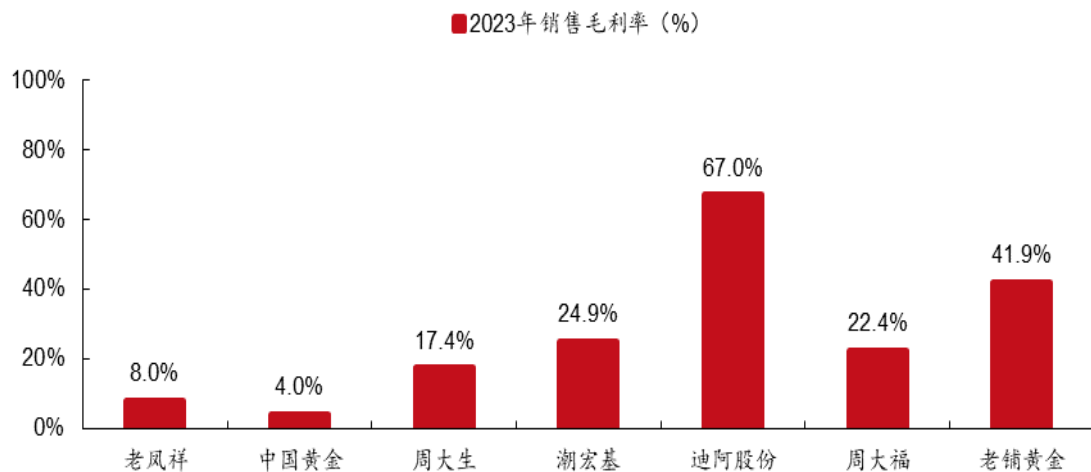
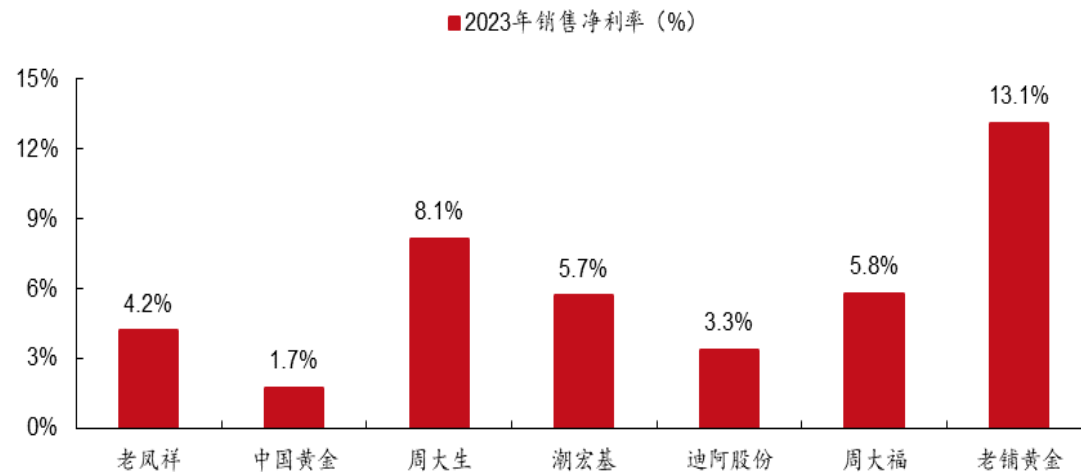


图21：各品牌销售净利率对比





3.3 流量成本提升，品牌驱动型品牌面临成本压力

图22：各品牌销售费用率对比

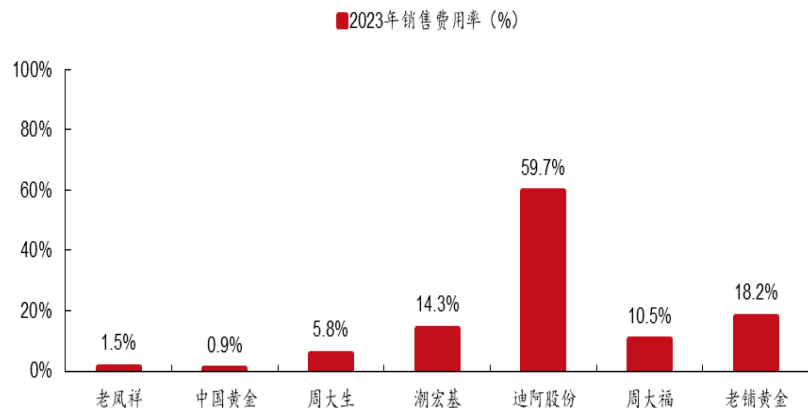


图23：各品牌广宣费用率对比

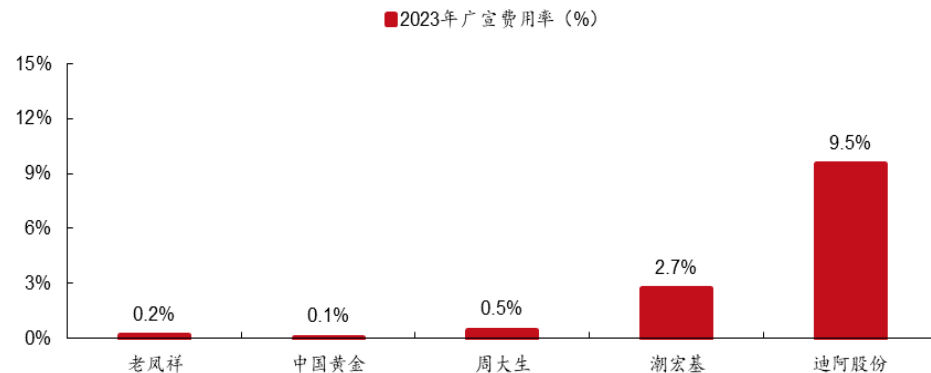


图24：迪阿股份品牌宣传途径

IP联名



节目植入



DR X 《向阳而生》



DR X 《他其实没有那么爱你》



DR X 《心动的信号》

KOL营销



真爱明星
与众多明星一同见证DR真爱永恒



“亚洲飞人”苏炳添为娶妻戴上DR钻戒求婚
赛场上突破极限，赛场下守护爱人



“电竞冠军”若风A威娶妻戴上DR钻戒求婚
赛场上征战沙场，赛场下守护爱人



“电竞冠军”若风A威娶妻戴上DR钻戒求婚
赛场上征战沙场，赛场下守护爱人



“电竞冠军”若风A威娶妻戴上DR钻戒求婚
赛场上征战沙场，赛场下守护爱人



“电竞冠军”若风A威娶妻戴上DR钻戒求婚
赛场上征战沙场，赛场下守护爱人



3.4 技术革新推动行业发展，重视产品设计研发才能走出同质化困局

市场需求是行业发展的终极动力，工艺革新为产品带来更多可能性

- 工艺迭代加速，激发黄金产品消费属性，顺应“国潮”和年轻化群体需求。企业改革工艺，出现3D、5D、5G等硬足金技术。通过克服黄金固有的材质缺陷，使得金饰设计更加多样化和丰富，为消费者提供更具创意和个性化的选择。
- 顺应时代需求，品牌也在逐步加大对产品研发的投入，解决行业内产品同质化严重的固有问题。

表4：周大福发展策略对比

发展方针与策略	2018财年	2023财年（中报）
1	推出更多产品与创新项目以及推行多品牌策略	提升品牌定位，借此吸引更多广泛及年轻的顾客
2	提升门店体验，促进全渠道零售	优化产品组合及系列种类，同时减低存货水平及周转天数
3	培养以顾客为主导的生产能力和灵活的供应链，加强打造个性化的购物旅程	优化运营效率，以提升企业竞争力及效益
4	投资大数据分析，利用见解建立更高效率的运营模式，迅速应对消费者的喜好	深化以人为本的工作间文化，致力培育优秀人才
5	启导创新及创业文化，配合集团级整个珠宝行业人才发展	建立数据驱动文化，善用电子科技及数据分析支援业务发展

表5：黄金工艺发展概览

	传统足金	3D 硬金	5D 硬金	5G 黄金	古法金
图示					
流行时间	80 年代	2014 年	2019 年	2019 年	2019 年
材质	硬度不高，产品易变形，产品款式单一	重量约为传统足金的 1/3，硬度为传统足金的 4 倍	重量更轻，硬度更高	硬度更高，纯度高	哑光质感，不易出现划痕
应用特点	较软，不耐磨	不易变形，具有高耐磨性，极具立体感	表面不易刮花与磨损	韧性好，耐磨性高，色泽亮，细节处理更加细腻，无接头和款式时尚感强	焊点
主要计价方式	克重	一口价	一口价	一口价	大多为克重计价，少数为一口价

资料来源：同花顺，中国地质大学武汉珠宝学院微信公众号，西部



3.4 技术革新推动行业发展，重视产品设计研发才能走出同质化困局

产品研发壁垒较高，高投入晚回报，难度相对较大

- 潮宏基作为产品驱动型品牌代表，**研发人员占比在行业内突破5%，同时研发费用率突破1%，远高于行业平均**。正是受益于此类投入，潮宏基也在近年推出“花丝风雨桥”等系列，增强品牌与花丝技术的连结性，打造“非遗传承人”的品牌内涵。
- 然而研发投入需要较多资金支持、较长回本周期，导致产品驱动品牌的资金流转压力较大。叠加国内珠宝行业在产品设计上也缺乏人才的历史积累，导致转型难度较高。未来随着行业和黄金工艺的进一步发展，希望更多品牌能够实现从渠道或传统品牌驱动的一大跨越。

图25：各品牌研发人员占比

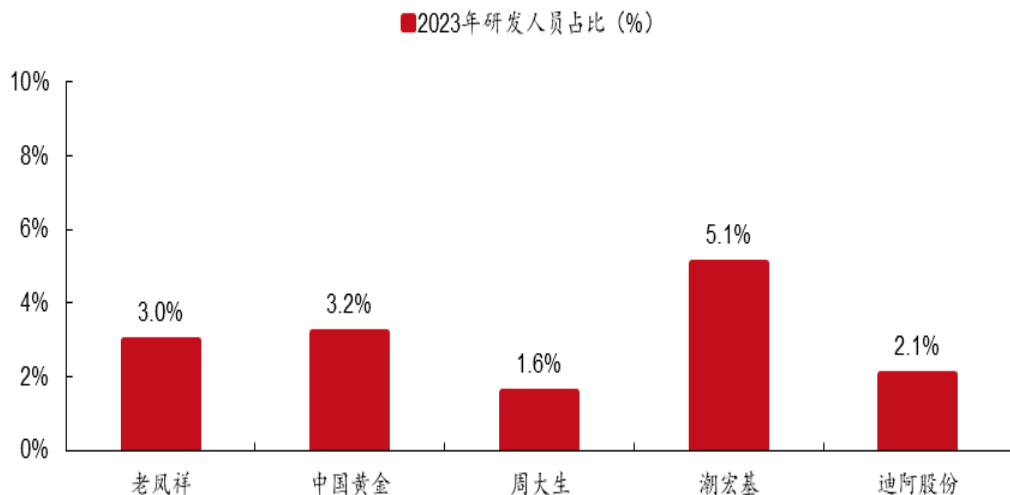
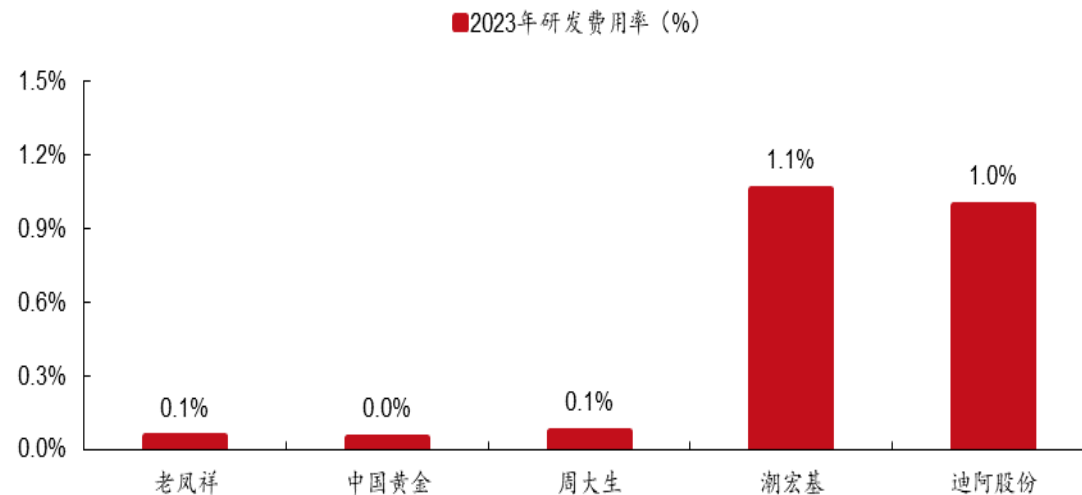


图26：各品牌研发费用率对比





目录

CONTENTS

01 行业规模与竞争格局

02 金价对行业的影响

03 行业发展趋势

04 行业投资逻辑和重点公司

05 风险提示



4.1 黄金珠宝行业投资逻辑： α 看产品， β 看金价

当前中国黄金珠宝行业的投资逻辑可分为以下两条主线

- 行业层面：金价作为珠宝品牌经营成本的核心影响因素，仍对公司业绩带来较大影响。虽然金价的急涨会某些层面上抑制终端消费，但当消费者逐渐习惯金价高位后，消费力仍会逐渐恢复。同时金价的上行对品牌也会带来利润端的正面影响，从而对冲掉营收端的负面影响。因此我们认为：
 - **低工费投资品占比高的品牌更能受益金价上涨：**当金价变动幅度一致时，工费越低，毛利率的变动幅度越大；
 - **直营渠道占比高的品牌更能受益金价上涨：**当金价变动幅度一致时，直营黄金业务占比越高，毛利率的变动幅度越大；
 - **存货周转更快的品牌更能受益金价上涨：**当金价变动幅度一致时，存货周转越快，受金价影响的周期越短；
 - **推荐：**菜百股份、老凤祥，**建议关注：**中国黄金。
- 个股层面：当前竞争格局下看好有望持续受益行业集中度提升的龙头企业，以及产品具有特色的差异化定位企业。
 - 渠道红利减弱，龙头企业有望持续受益行业集中度提升。**推荐：**周大福、周大生；
 - 产品实力决定品牌影响力。**推荐：**潮宏基，**建议关注：**老铺黄金。



4.1 黄金珠宝行业投资逻辑：α看产品，β看金价

表6：黄金珠宝行业主要企业数据一览

2023年		老凤祥	周大生	豫园股份	中国黄金	菜百股份	潮宏基	曼卡龙	周大福	老铺黄金
收入端	营业收入 (亿元/港元)	714.4	162.9	581.5	563.6	165.5	59.0	19.2	1087.1	31.8
	收入增速	13.4%	46.5%	15.8%	19.6%	50.6%	33.6%	19.4%	14.8%	145.6%
利润端	归母净利润 (亿元/港元)	22.1	13.2	20.2	9.7	7.1	3.3	0.8	65.0	4.2
	归母净利润增速	30.2%	20.7%	-47.1%	27.2%	53.6%	67.4%	47.1%	20.7%	340.4%
盈利能力	毛利率	8.3%	18.1%	14.1%	4.1%	10.7%	26.1%	14.6%	22.8%	41.9%
	净利率	3.1%	8.1%	3.5%	1.7%	4.3%	5.7%	4.2%	6.0%	13.2%
业务指标	门店数量	5994	5106	4994	4257	87	1399	218	7782	30
	门店净增	385	490	429	615	17	241	8	136	3
	黄金首饰类增速	珠宝首饰: 15%	素金首饰: 62.0% 镶嵌首饰: -29.4%	黄金饰品: 11.1%	黄金产品: 20.1% K金珠宝类产品: -26.5%	贵金属投资产品: 55.8% 黄金饰品: 54.1%	时尚珠宝首饰: 20.4% 传统黄金首饰: 56.7%	素金饰品: 32.1% 镶嵌饰品: -43.6%	珠宝镶嵌、铂金及K金首饰产品: -13.3% 黄金首饰及产品: 22.5%	足金黄金产品: 110.9% 足金镶嵌产品: 182.9%
	主要黄金品类占比	珠宝首饰: 81.4%	素金首饰: 84.2%	黄金饰品: 63.2%	黄金产品: 98.4%	贵金属投资产品: 53.7%	传统黄金: 38.4%	素金饰品: 92.0%	黄金首饰: 82.0%	足金黄金: 43.9%
	每股派息 (元)	1.95	0.65	0.19	0.45	0.7	0.25	0.12	0.55 (港元)	-
分红政策	股息率	2.8%	4.3%	3.7%	4.7%	3.1%	4.6%	0.9%	4.8%	-

表7：黄金珠宝估值表

代码	简称	财报货币	收盘价 (元, 财报货币)	总市值(亿 元, 财报货	净利润(亿元, 财报货币)			P/E		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
A股										
600916.SH	中国黄金	CNY	8.58	144.14	12.03	14.11	16.21	12.01	10.26	8.95
002867.SZ	周大生*	CNY	10.20	111.78	16.05	18.27	19.41	6.96	6.12	5.76
600612.SH	老凤祥*	CNY	47.64	311.15	25.91	29.19	32.36	12.01	10.66	9.62
605599.SH	菜百股份*	CNY	11.11	86.41	8.20	9.24	10.26	10.54	9.35	8.42
002345.SZ	潮宏基*	CNY	4.16	36.96	3.86	4.44	5.24	9.59	8.32	7.06
300945.SZ	曼卡龙	CNY	8.49	22.24	1.00	1.18	1.34	22.17	18.85	16.56
代码	简称	财报货币	收盘价 (元, 财报货币)	总市值(亿 元, 财报货	净利润(亿元, 财报货币)			P/E		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
港股										
1929.HK	周大福*	HKD	6.57	656.19	74.52	87.02	102.52	8.81	7.54	6.40
6181.HK	老铺黄金	CNY	87.75	147.74	7.84	10.08	12.29	15.73	12.17	9.96

注：除标星号公司采用西部证券预期外，其他公司盈利预测均为同花顺一致预期

资料来源：同花顺，西部证券研发中心；注：估值表中股价采用2024年12月31日收盘价



4.2 老凤祥——上海本地国企，百年民族品牌，门店覆盖范围广

- 历史发展：公司起源于1848年凤祥裕记银楼，于2009年正式成立老凤祥股份有限公司。2018年被纳入“双百”名单，开始国企改革的进程，截至目前已顺利引入职业经理人制度，优化股权结构。
- 公司看点：**国企背景渠道覆盖面广+独有黄金交易业务市场敏感度高**
- 估值复盘：复盘近10年股价走势，估值顶点为34.87倍，底部为10.71倍，平均值为17.47倍，**24年一致预期对应估值为10.11倍，处于历史低位。**

图29：老凤祥PE-Band

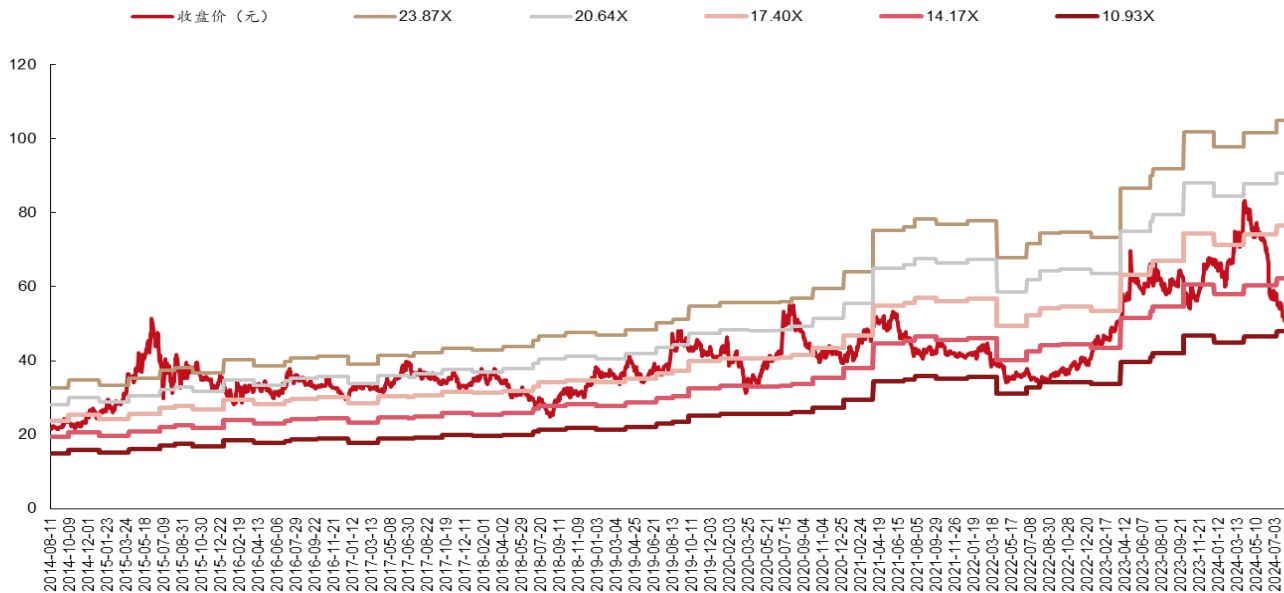


图27：老凤祥营收能力

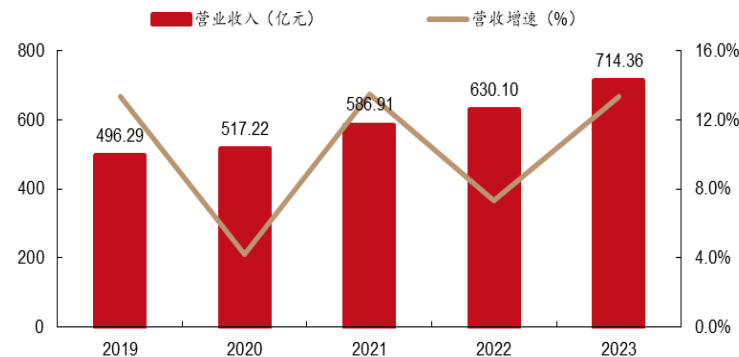
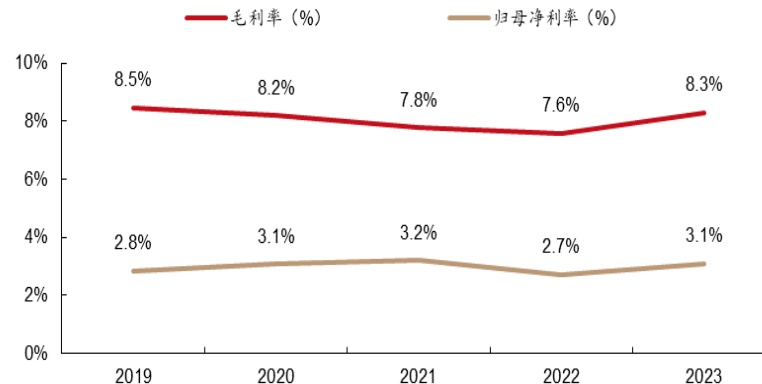


图28：老凤祥盈利能力





4.3 周大生——黄金品类逐渐发力，低线城市覆盖率高单店表现好

- 历史发展：公司创立于1999年，2006年开放加盟渠道，2021年引入省代模式，重整加盟业务。起初以镶嵌产品打开市场，2020年顺应市场趋势，重心逐渐转向黄金产品。
- 公司看点：**渠道下沉优势显著+线上爆品成绩亮眼**
- 估值复盘：复盘近10年股价走势，估值顶点为47.61倍，底部为8.65倍，平均值为18.18倍，**24年一致预期对应估值为8.24倍，处于历史低位。**

图32：周大生PE-Band

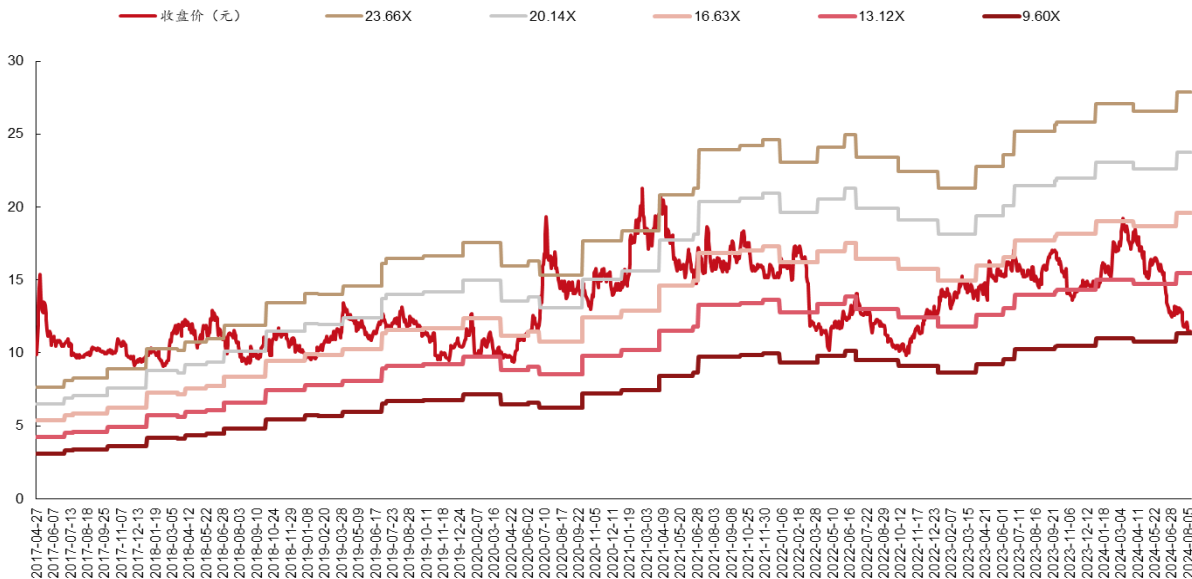


图30：周大生营收能力

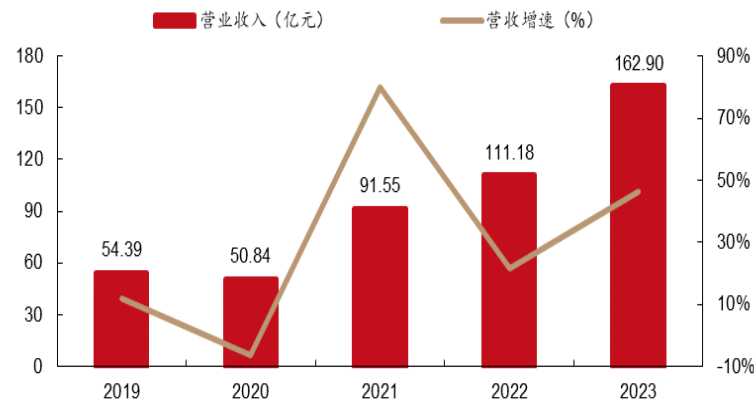
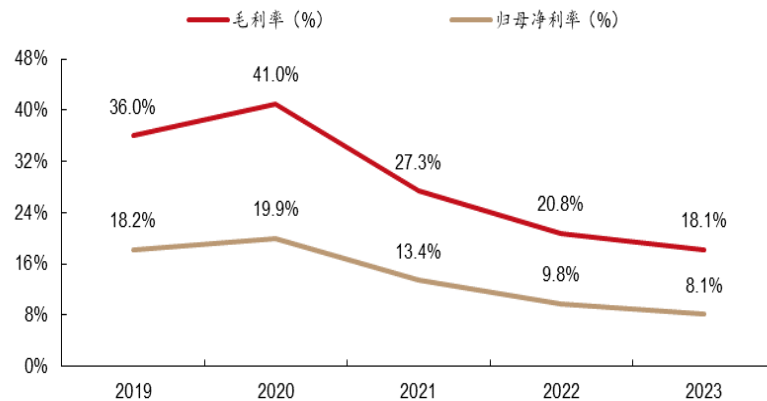


图31：周大生盈利能力





4.4 潮宏基——珠宝女包双轮驱动，品牌矩阵不断扩展

- 历史发展：公司创立于1996年，以时尚珠宝为主要方向。2011-2018寻求多元化发展，进军美妆、美容、女包等多行业，并于2014年收购“FION”100%的股权。2019年后逐渐缩减投资，回归珠宝+女包主业。
- 公司看点：**侧重产品设计+女包业务成功转型**
- 估值复盘：复盘近10年股价走势，估值顶点为102.60倍，底部为-124.02倍，平均值为25.08倍，**24年一致预期对应估值为9.15倍，处于历史低位。**

图35：潮宏基PE-Band

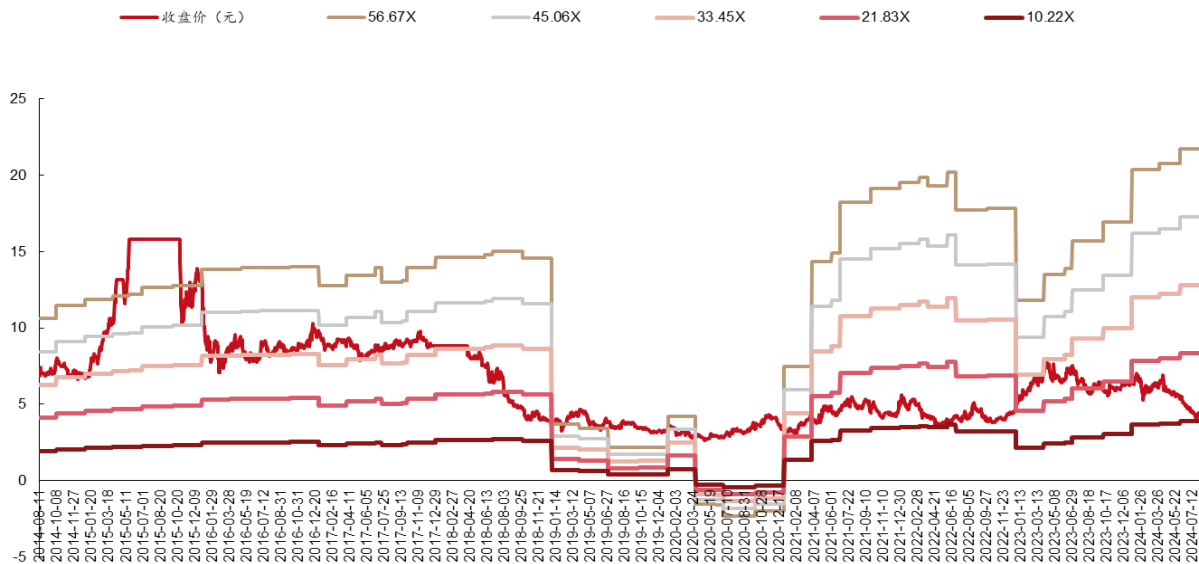


图33：潮宏基营收能力

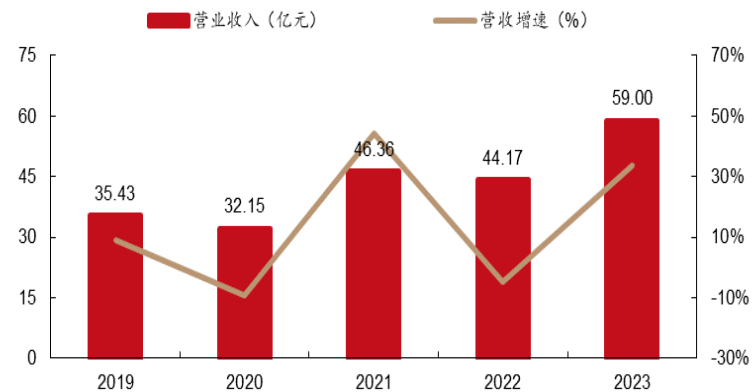
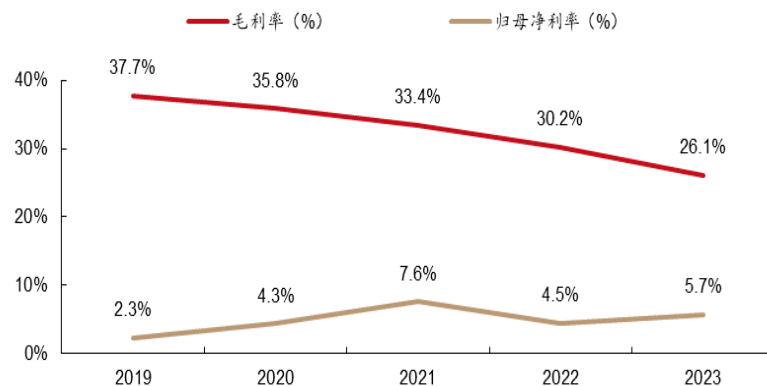


图34：潮宏基盈利能力





4.5 菜百股份——渠道全直营，产品性价比高

- 历史发展：公司成立于1956年，前身为菜市口百货商场，初期经营综合性百货业务，后来于2000年进行股改，正式更名为菜百股份，2010年向黄金珠宝专业化运营转型。渠道深耕京津冀地区，并逐渐向外延伸。
- 公司看点：**投资品受益金价上涨，性价比成为有力竞争点**
- 估值复盘：复盘上市以来股价走势，估值顶点为34.34倍，底部为11.48倍，平均值为18.49倍，**24年一致预期对应估值为10.63倍，处于历史低位。**

图38：菜百股份PE-Band

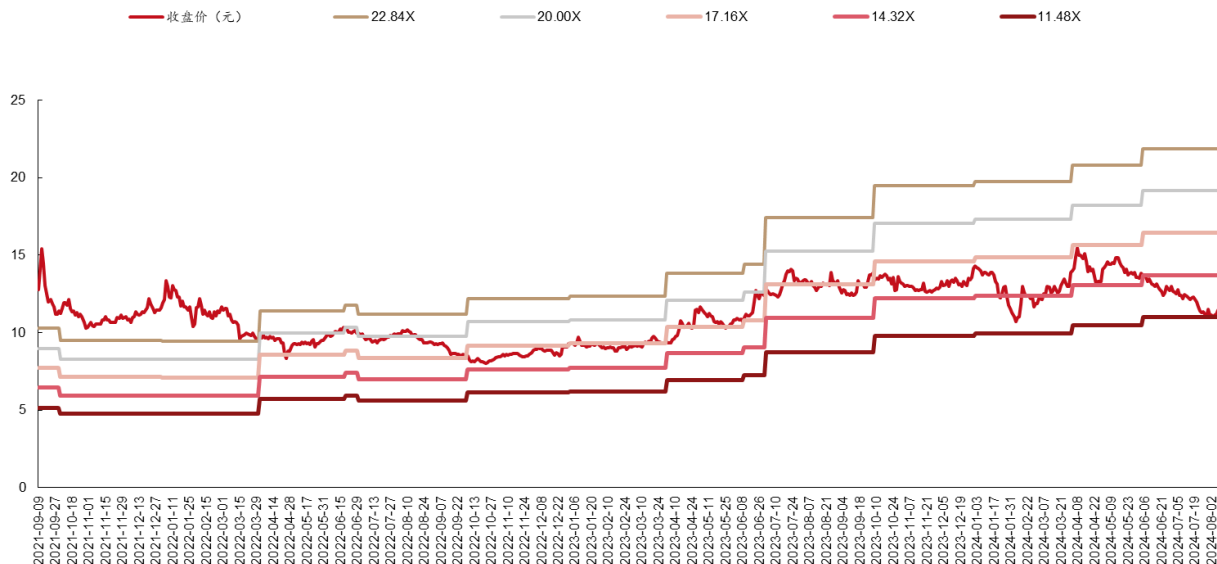


图36：菜百股份营收能力

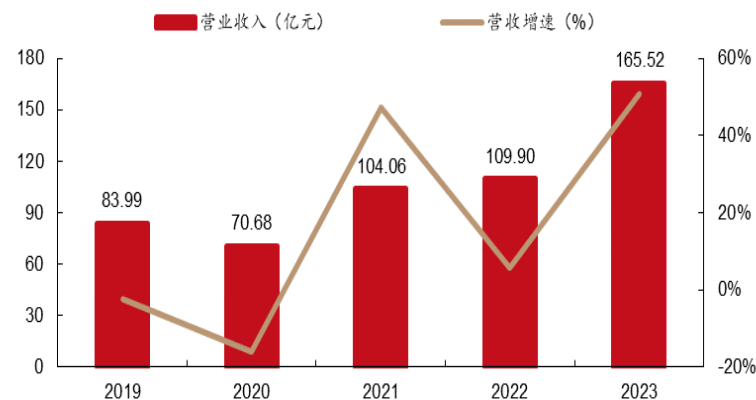
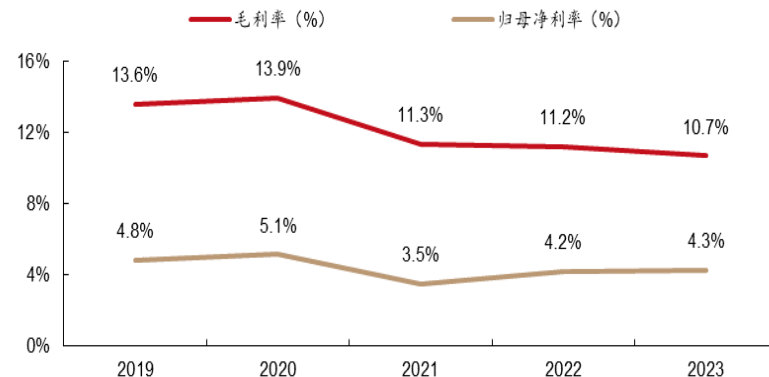


图37：菜百股份盈利能力





4.6 周大福——港资代表性品牌，强运营能力+产品品牌力

- 历史发展：公司于1929年创立，1998年在北京开设首家零售店，后来于2003年在深圳设立中国总部。2018-2019年推出“新城镇战略”并设立省代，借助加盟商加速市场布局。2022年抢占低线下沉市场，推出周大福精致店。
- 公司看点：**黄金珠宝龙头企业+产品力品牌力共助力店效提升**
- 估值复盘：复盘近10年股价走势，估值顶点为36.33倍，底部为9.79倍，平均值为20.51倍，FY25一致预期对应估值为9.44倍，处于历史低位。

图41：周大福PE-Band

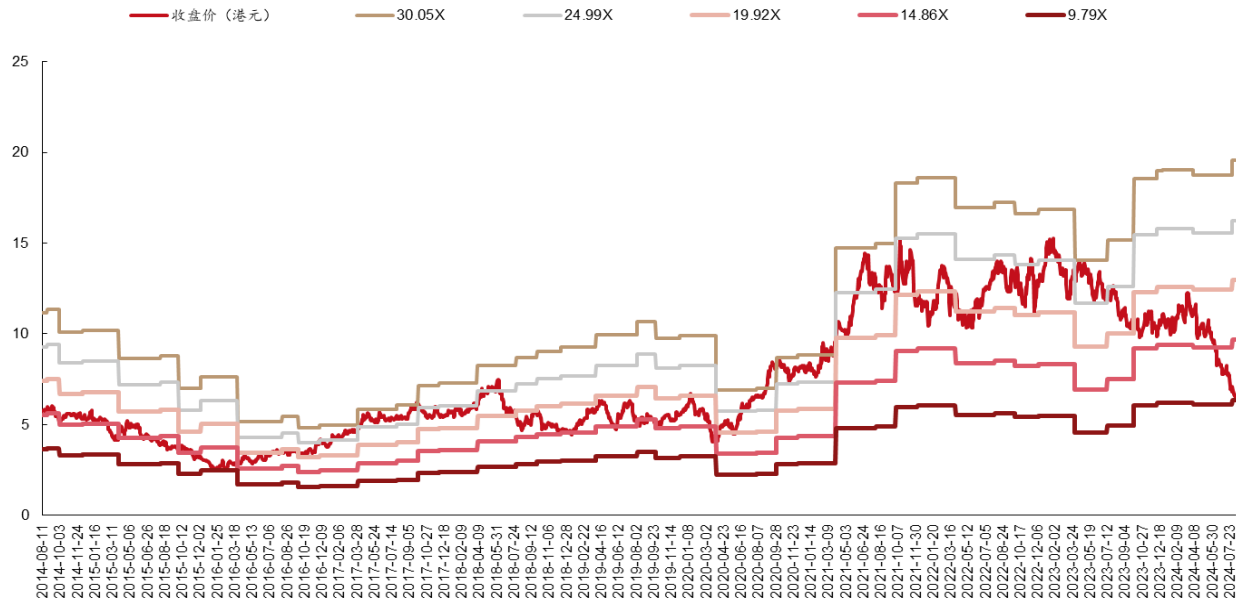


图39：周大福营收能力

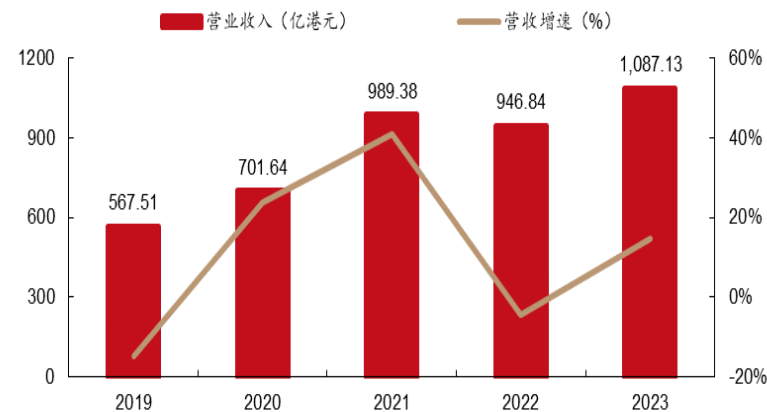
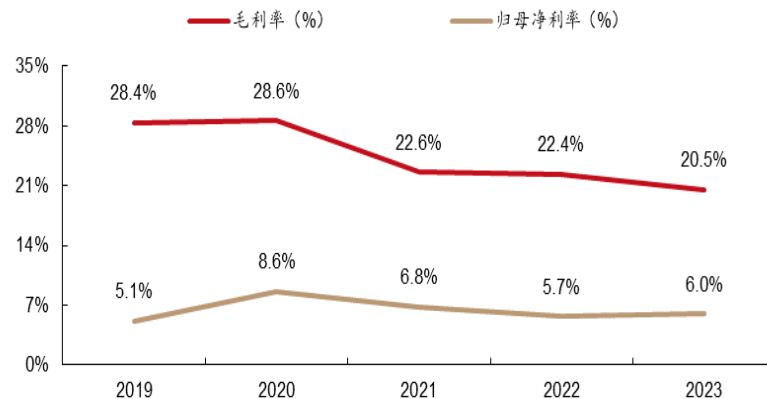


图40：周大福盈利能力





4.7 老铺黄金——中国珠宝界“爱马仕”，高端化定位支撑高毛利

- 历史发展：公司于2009年推出首家专注销售古法金饰品的门店，2016年成立为从事古法金饰品业务的主要经营实体，坚持古法黄金产品的设计与工艺研发。2023年上榜《2023胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》。
- 公司看点：产品差异化定位带来高毛利+对标海外奢侈品牌渠道拓展空间充足

表8：老铺黄金收入结构

主营收入按产品划分	2020年度		2021年度		2022年度		2023年度	
	营收（百万元）	占比（%）	营收（百万元）	占比（%）	营收（百万元）	占比（%）	营收（百万元）	占比（%）
足金黄金产品	547.9	61.2%	655.4	51.8%	661.0	51.1%	1,394.3	43.9%
足金镶嵌产品	345.0	38.5%	603.1	47.7%	629.5	48.6%	1,780.7	56.0%
其他	2.6	0.3%	6.2	0.5%	3.7	0.3%	4.6	0.1%
合计	895.5	100.0%	1264.6	100.0%	1294.2	100.0%	3179.6	100.0%

图42：老铺黄金PE-Band

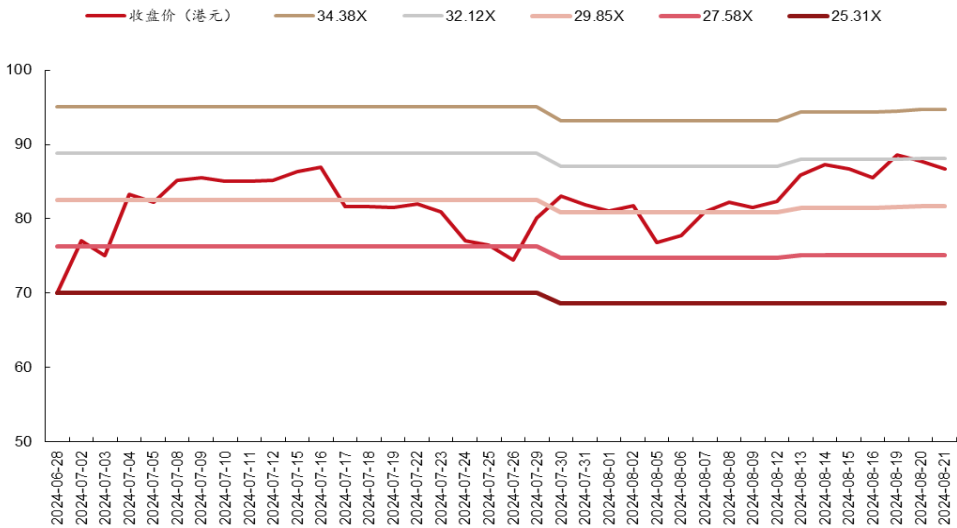
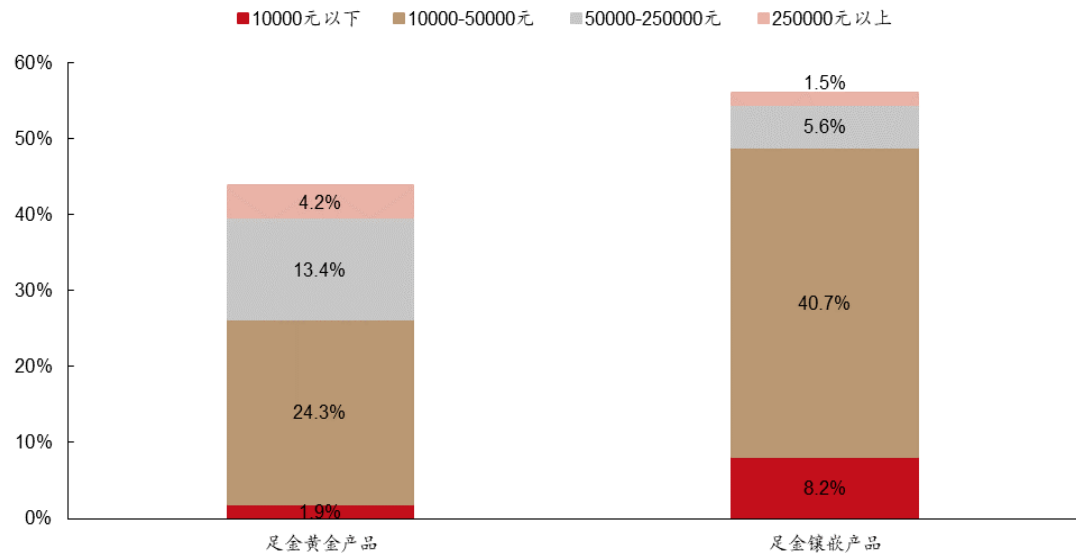


图43：老铺黄金产品价格带





目 录

CONTENTS

01 行业规模与竞争格局

02 金价对行业的影响

03 行业发展趋势

04 行业投资逻辑和重点公司

05 风险提示



四、风险提示

风险提示：

- **金价大幅波动的风险：**若金价受到多方国际因素影响急速上涨或下滑，均可能对公司业绩带来不利影响；
- **终端消费情绪恢复较慢的风险：**当下金价已相对较高，若持续快速上行则可能进一步抑制终端消费需求，影响公司营收表现；
- **宏观消费能力恢复较慢的风险：**可选消费受限于可支配收入能力的趋势，存在可支配收入能力恢复和发展不及预期，从而影响珠宝消费的风险；
- **年轻一代消费者消费观念转变的风险：**年轻消费者对聘礼的需求已不局限在传统“三金、五金”的范畴，新的消费习惯可能对婚庆黄金的需求带来影响；
- **政策监管风险：**消费税改革以及针对珠宝行业的政策监管加剧，均可能对行业运营带来影响；
- **渠道拓展不及预期的风险：**当前行业竞争激烈，马太效应逐步显现，若渠道拓展速度落后则不利于公司占市场份额。同时存量流量的竞争或进一步激烈，对品牌而言是机遇也是挑战。



投资评级说明

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配： 行业预期未来6-12个月内的涨幅超过市场基准指数10%以上
	中配： 行业预期未来6-12个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到10%之间
	低配： 行业预期未来6-12个月内的跌幅超过市场基准指数10%以上
公司评级	买入： 公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数20%以上
	增持： 公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%到20%之间
	中性： 公司未来 6-12个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到5%
	卖出： 公司未来 6-12个月的投资收益率落后市场基准指数大于5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路276号12层
北京市西城区月坛南街59号新华大厦303
深圳市福田区深南大道6008号深圳特区报业大厦10C

联系电话： 021-38584209



免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。