

## 黄金珠宝行业深度报告

# 展望黄金珠宝消费新趋势

民生证券商社行业首席分析师 刘文正

# 核心观点

- **兼具成长与周期属性，中长期需求值得继续看好。** 2022年国内珠宝市场规模突破8000亿元，在过去多年发展中呈现出成长与周期兼具的特征，成长属性主要由人均可支配收入提升驱动，而周期属性则主要由黄金为主的产品结构造成。在中长期维度上，珠宝消费同时存在由品类扩充、结构改善驱动的规模上行与盈利能力优化的增量机会，是一个稳健性与成长性俱佳的优质行业。
- **集中度提升空间仍可观，龙头积极展店加速下沉。** 近年中国内地珠宝行业集中度逐年提升，2022年，我国内地黄金珠宝行业CR5与CR10分别为28.6%与35.8%，但对标中国香港的集中度，我国内地珠宝行业仍有较大集中度的提升空间。珠宝作为典型的可选消费品，目前国内珠宝行业处于行业集中度提升初期，在这一阶段，国内珠宝龙头通过积极展店快速下沉，深耕低线市场布局，并逐步将其沉淀为具备长期价值的品牌资产。展望未来，国内珠宝龙头有望实现从需求红利向品牌红利的转化，长期盈利能力有望上行。
- **关注黄金珠宝优质企业，持续打造增长动能。** ①**潮宏基：产品与渠道双发力，未来增长可期。** 2023年计划净新开加盟店200家以上，全力推动加盟业务发展；把握国潮机遇，提升产品力；2023年潮宏基珠宝以非遗新生为传播主线，以手工花丝为锚定，全力拔高潮宏基在时尚东方的品牌调性。②**周大生：产品顺势而为，渠道积极变革。** 继续推广渠道下沉，周大生经典店降低开店门槛，与综合店互为补充，利于门店开店提速；推广国家宝藏系列及新品莫奈系列等。③**老凤祥：在黄金珠宝行业深耕多年，品牌力较为深厚，在渠道与产品端构筑核心竞争力。** 随着公司“三年行动计划”的提出，从战略层面提出收入与利润端及开店指引的成长目标，为收入和利润带来新的看点。
- **投资建议：** 黄金珠宝是一门经营风险较低的优质行业，需求侧兼具韧性与成长性，供给侧则具备竞争格局优化预期，维持“推荐”评级。推荐具备一定品牌优势、积极展店的**潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金及曼卡龙**，建议关注**周大福、菜百股份、迪阿股份**。
- **风险提示：** 宏观经济低迷、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。



01

国内珠宝市场：需求侧  
稳定增长与供给侧优化

02

展望黄金珠宝消费新趋势

03

黄金珠宝行业相关公司

04

风险提示

CONTENTS

# 目录





# 01. 国内珠宝市场：需求侧稳定增长与供给侧优化

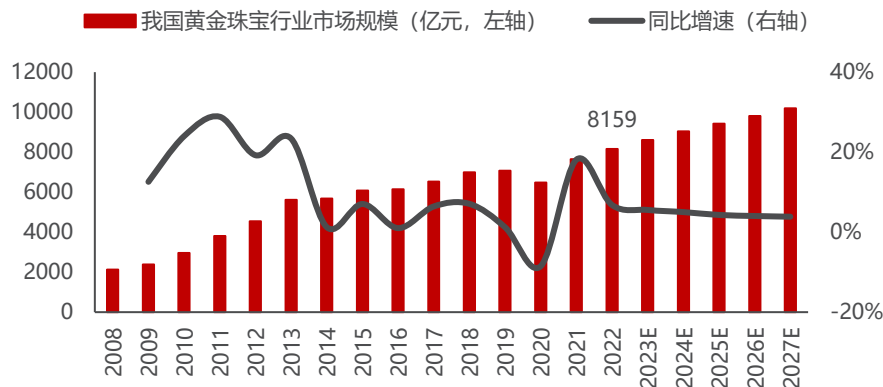
# 1.1 兼具成长与周期属性，国内珠宝市场规模快速扩张

图表：国内黄金珠宝行业发展历程



资料来源：百度百科，民生证券研究院

图表：2022年我国珠宝行业市场规模（零售额计）突破8000亿元



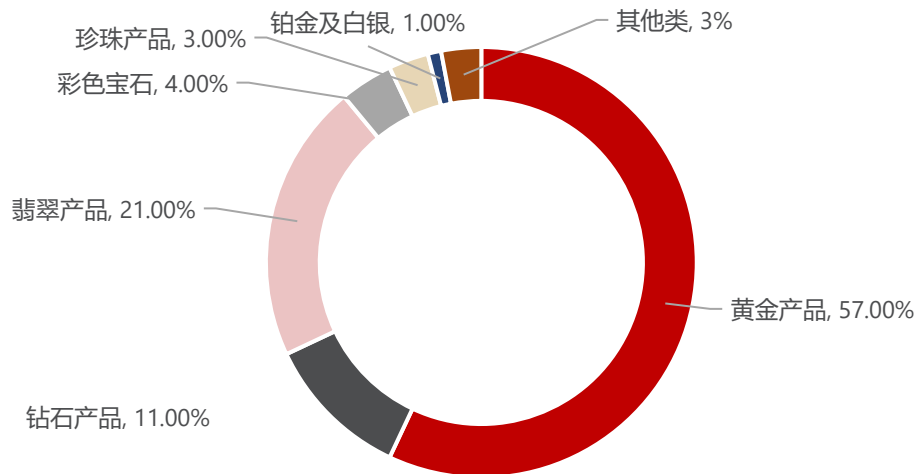
资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

随政策逐步放开，叠加人均可支配收入水平提升，国内珠宝行业市场规模实现快速扩张。据欧睿数据，2008年我国珠宝行业市场仅2119亿元，经过多年的快速发展，至2022年已经达到8159亿元，期间CAGR达到10%

# 1.1

## 兼具成长与周期属性，国内珠宝市场规模快速扩张

图表：2022年，国内黄金珠宝行业细分品类市场结构

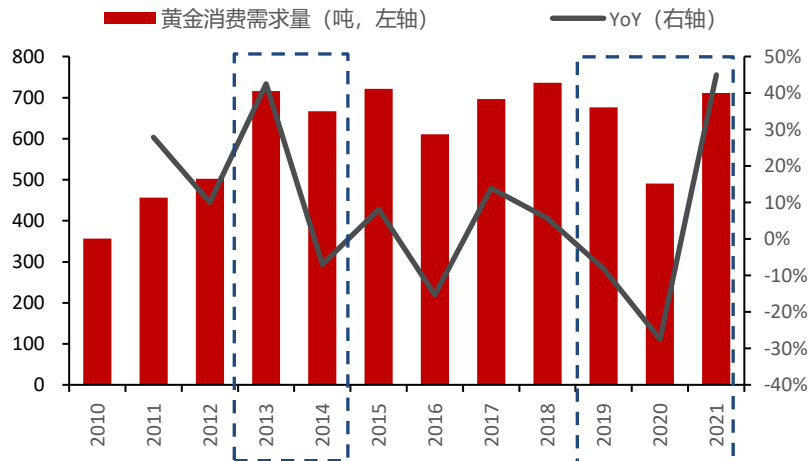


资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，民生证券研究院

根据中宝协对珠宝行业全品类综合统计，按销售额计算，2022年，我国珠宝玉石首饰产业市场规模约7190亿元，与上一年基本持平。其中，黄金产品仍排名最高，占比57%，钻石产品、翡翠产品分别占比11%与21%

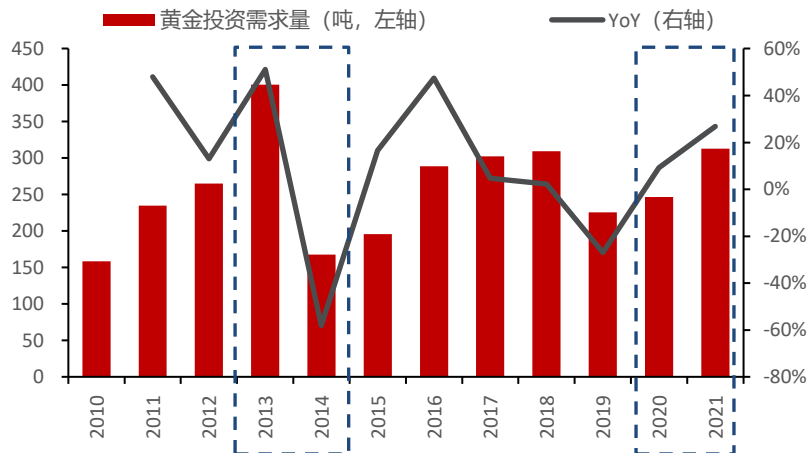
# 1.1 兼具成长与周期属性，国内珠宝市场规模快速扩张

图表：国内黄金消费需求及同比增速



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

图表：国内黄金投资需求量及同比增速



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

国内黄金市场形成了以消费为主、投资为辅的需求结构。消费需求占比长期在60%以上，投资需求次之，占比在30%左右

黄金需求周期来自于消费需求周期与投资需求周期的叠加。消费需求的可选属性较强，对金价的敏感度较低，投资需求对黄金价格的敏感度较高

# 1.1

## 黄金价格波动的影响因素？

黄金价格的波动受到多种因素的共同作用，内部因素的影响来自供需方面，外部因素的影响来自于货币金融形势、国际政治格局及消费习惯等。

**1) 供需关系对金价的影响：**黄金具有商品属性，供给量大于需求量，金价下跌。其中，黄金供给的来源分为矿产金、再生金及各国央行对黄金储备的抛售。黄金需求可分为珠宝首饰需求、工业需求和投资需求，珠宝首饰占总需求比重达60%，工业需求占比小且稳定，投资需求的变化会对金价波动造成较大的影响

**2) 美元对金价的影响：**其他条件不变，美元指数与黄金价格的走势基本呈现相反的变动方向，当美国经济向好，美元指数走强，导致对美国加息预期增强，黄金价格有下跌趋势

**3) 通货膨胀对金价的影响：**当通货膨胀水平高时，本国货币购买力减弱。造成对黄金持有量的增加，从而使黄金价格上市，进一步体现避免通货膨胀风险的功能

**4) 国际原油价格对金价的影响：**当美元走高时，国际原油价格和黄金价格下跌

**5) 利率水平对金价的影响：**当利率上升，利息收入增加，持有无息黄金的机会成本增加，黄金价格下降

**6) 经济情况对金价的影响：**经济稳定增长，消费者收入水平稳步提高，一定程度上增加投资需求，消费者会增加黄金饰品的购买与黄金的投资需求，金价存在上行趋势

**7) 其他影响因素：**消费习惯的改变、地缘政治影响等

资料来源：国家信息中心，民生证券研究院



# 1.1

## 黄金价格波动对消费终端影响几何？

- 1) **克重黄金产品占比高，受益于金价上行影响大。** 金价上涨带来品牌存货增值。黄金产品分为一口价黄金与克重黄金，克重黄金在当日金价的基础上考虑加工费浮动定价，而一口价黄金产品价格固定，因此克重黄金占比高的黄金珠宝公司受益于金价上行，存货增值，毛利率提高
- 2) **加盟模式占比高，金价上行影响小。** 公司的直营模式在销售黄金产品时价格为：金价+加工费+品牌商毛利，加盟模式采取收取品牌使用费的方式，金价波动由加盟商承担，不影响品牌商的利润，因此加盟占比高的黄金珠宝企业，受到金价波动的影响小
- 3) **黄金套期保值比例高，毛利率受金价波动的影响小。** 黄金珠宝公司往往采用黄金租赁方式锁定金价的影响，在从银行借入黄金的同时，买入黄金T+D合约对冲金价波动的风险，当黄金租赁合同到期，上金所平仓T+D合约并购入现货黄金，偿还租赁黄金，锁定黄金成本价格，减少毛利率受金价波动的影响。黄金珠宝公司的黄金套保比例高，毛利率的稳定性更高，金价波动对其影响更小

资料来源：各公司公告，各公司招股说明书，民生证券研究院

## 02. 黄金珠宝行业发展趋势

## 2.1

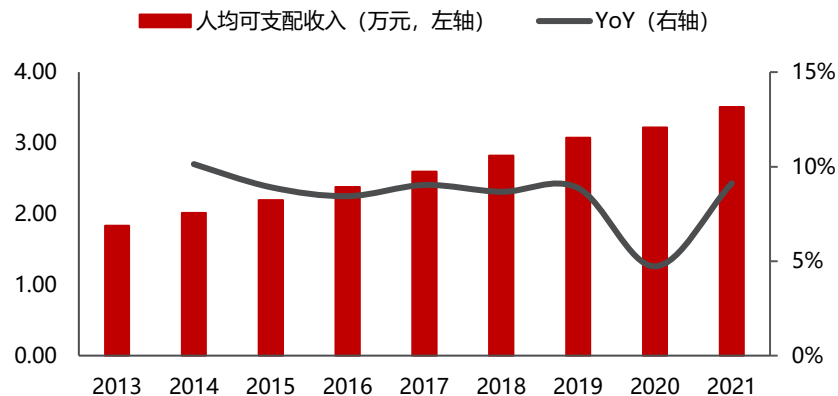
# 成长空间：消费升级，下沉化+年轻化拉动需求向上

## ➤ 人均可支配收入带动人均珠宝消费向上

与发达地区相比，中国内地人均珠宝消费额偏低，中长期提升空间充足

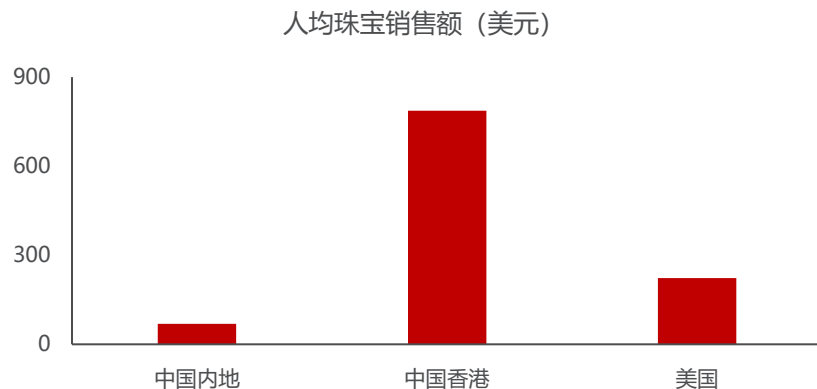
中国内地人均珠宝消费额与美国、中国香港仍有较大差距，随着居民人均可支配收入提升与消费升级，人均珠宝消费额仍有提升空间

图表：全国居民人均可支配收入持续增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：中国内地人均珠宝消费额与发达地区相比仍有较大差距



资料来源：金投珠宝，欧睿，民生证券研究院

## 2.1 成长空间：消费升级，下沉化+年轻化拉动需求向上

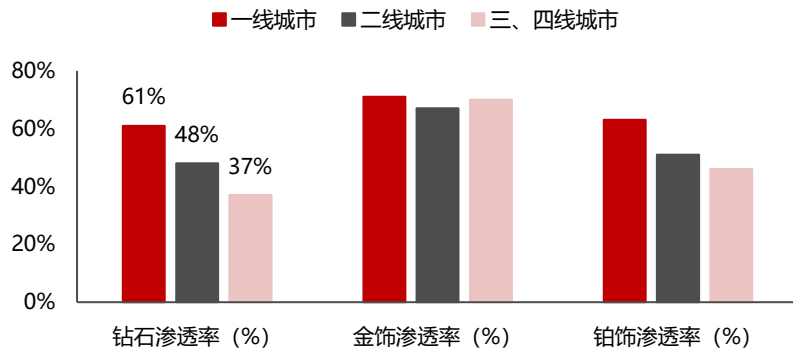
➤ 低线城市人口多+人均可支配收入增长更快，持续下沉有望打开更大空间

钻石类饰品在低线城市仍有较大发展潜力，随珠宝品牌布局深入有望打开更大市场空间

据世界珠宝协会与前瞻产业研究院，2021年，钻石渗透率在一线城市为61%，而在二线城市及三、四线城市分别为48%与37%，仍有提升空间

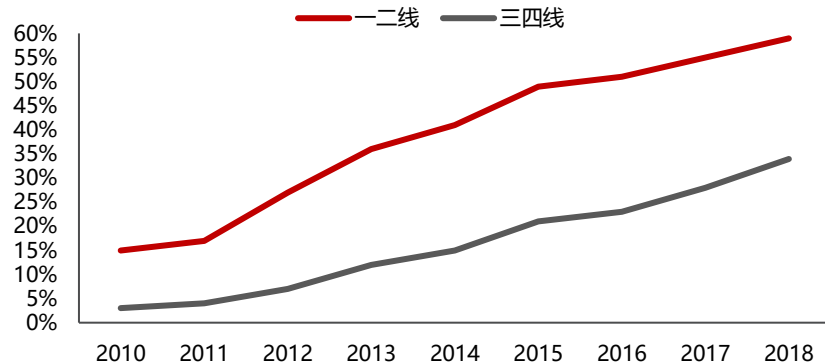
下沉市场的富裕家庭数量增加，推动珠宝首饰消费增长。2010-2018 年三四线城市的宽裕小康和大众富裕家庭（年可支配收入达到 14 万至 30 万人民币）数量增加，占三四线城市人口的比例从 2010 年的 3% 上升至 2018 年的 34%，富裕家庭数量 CAGR 达 38%，高于一二线城市的 23%。低线城市越来越多消费者的收入达到小康和富裕水平，将利好黄金珠宝消费需求提升

图表：不同种类饰品在各城市的渗透率（2021年）



资料来源：世界珠宝协会，前瞻产业研究院，民生证券研究院

图表：低线城市富裕消费者占比有明显增加趋势



资料来源：麦肯锡全球研究院，立鼎产业研究院，民生证券研究院

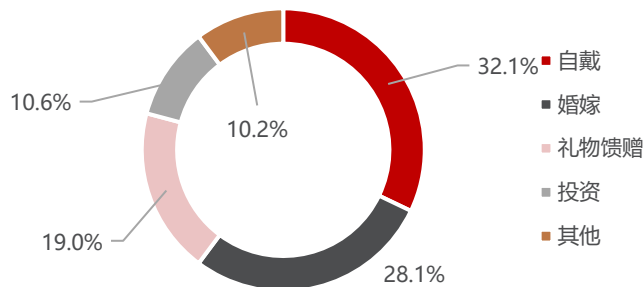
## 2.1 成长空间：消费升级，下沉化+年轻化拉动需求向上

### ➤ 悦己需求带来行业新增量

自戴用途在黄金饰品需求中占比较高，“悦己”需求有望打开新空间。根据《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》，2020年，自戴用途仍在目前黄金珠宝门店消费者购买黄金饰品需求中所占的比例最大，为32.1%，其次是占比28.1%的婚嫁需求，而以礼品馈赠和投资为主要目的购买黄金首饰的消费者分别占比18.96%与10.64%。对于“悦己”需求的重视将让黄金饰品消费摆脱对于婚庆需求的过度依赖，新兴需求将持续打开市场成长空间

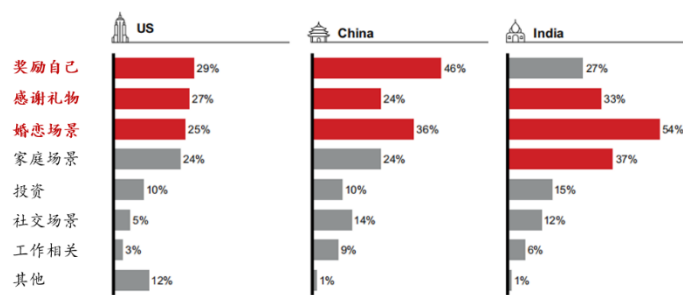
随着生活水平的提高以及消费结构的转变，消费者更加注重消费的情感体验和取悦自我。近年来，年轻消费群体的时尚珠宝需求持续提升，自我表现、为心情买单成为他们重要的消费动因。“悦己消费”逐步成为主流。根据贝恩咨询，在钻石消费的场景中，46%的中国消费者选择购买钻石用于满足“悦己”需求，珠宝作为一种能够带来美丽和更高生活品质的消费品，拥有较大市场发展潜力

图表：2020年黄金珠宝门店消费者购买黄金首饰用途



资料来源：《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》，民生证券研究院

图表：2020年钻石消费主要用途



资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院



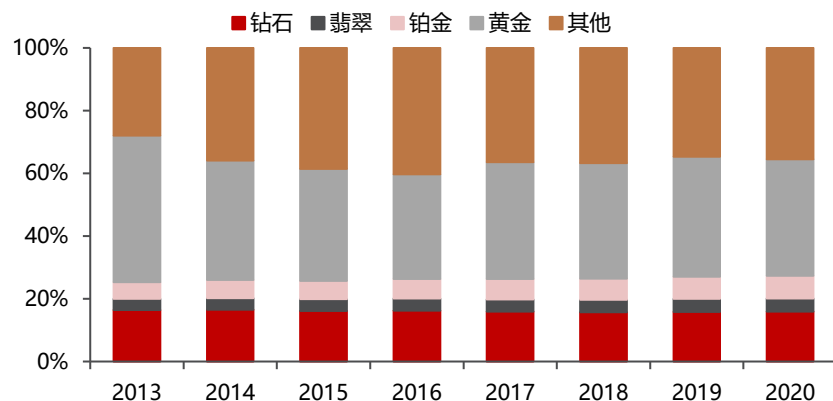
## 2.2

# 行业趋势：产品结构优化，驱动行业增长

2022年，我国黄金珠宝行业中黄金产品占比约57%，产品结构优化驱动行业增长。

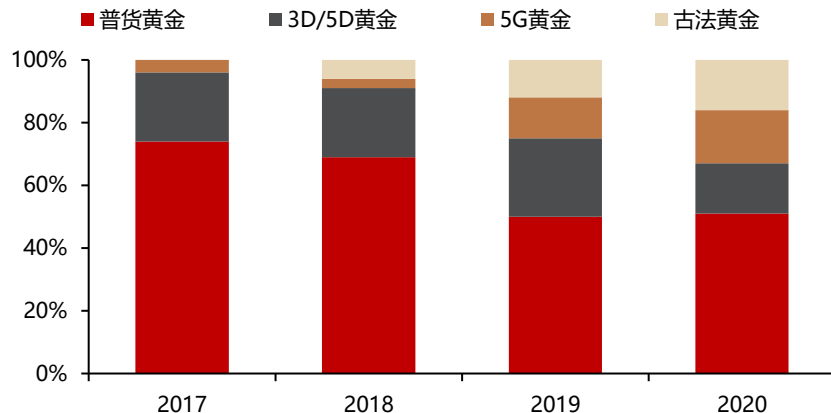
分产品看，2022年，黄金品类市场规模约为4100亿元，占珠宝玉石首饰总市场规模的57%；钻石产品市场规模约为820亿元，占比11%。随着周大福推出古法“传承”系列，周大生推出生肖、麻将等国潮款式，中国黄金推出“故宫金”系列，在迎合中国人“重金”思想的同时将中国文化元素与潮流设计相结合，提高审美价值，适应年轻人的消费偏好与消费习惯。同时，时尚的设计与传统文化内涵结合提高产品附加值，有望提升品牌盈利能力

图表：2013-2020中国珠宝首饰细分市场份变动



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图表：古法金在黄金产品零售中占比逐年提升

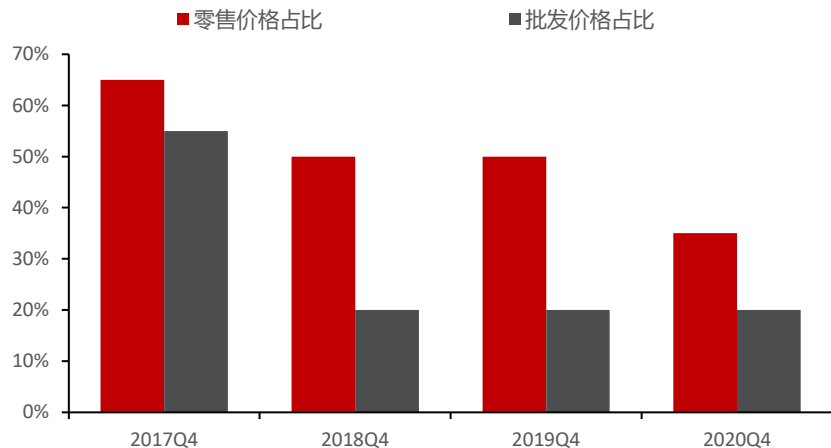


资料来源：头豹研究院，民生证券研究院

## 2.2

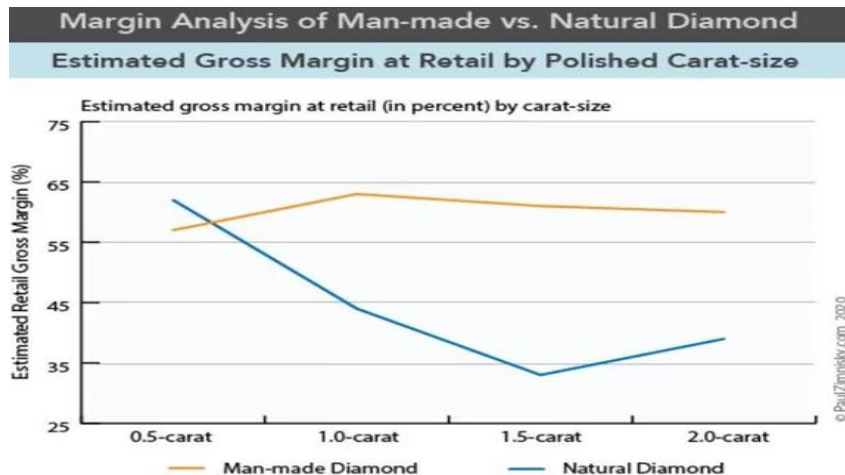
## 行业趋势：丰富产品种类，提升盈利能力

图表：培育钻石占天然钻石价格比例持续下降



资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

图表：培育钻石毛利率显著高于天然钻石



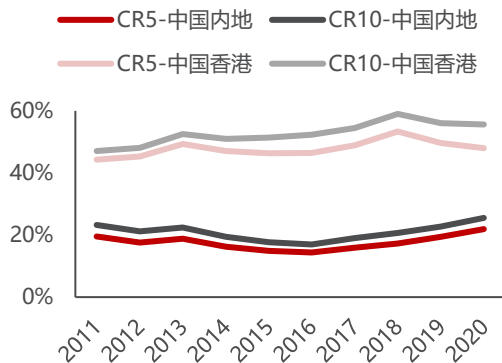
资料来源：Paul Ziminisky，民生证券研究院

**合成技术快速成熟，培育钻石量产成本大幅下降；培育钻石的高毛利优势也驱动品牌商持续推进消费者教育，并取得良好成效。由于技术突破与消费者教育推进几乎处于同一时间窗口，两者共振催化培育钻石需求实现快速增长**

## 2.2 行业趋势：渠道拓展提高品牌力，产品创新成为角逐核心

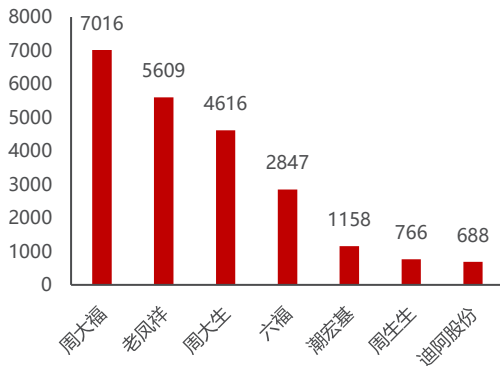
- **渠道拓展与集中度提升是黄金珠宝行业的发展趋势。**对比中国香港、日本等较成熟市场，我国内地品牌集中度尚存提升空间。在龙头集中度提升阶段，提高门店数量与拓店速度成为珠宝企业快速发展的路径，单店营业额与投资回收期也成为比较盈利能力的标准。随着门店数量增加，触及消费者范围更广，品牌影响力和认可度将随之提高，助力行业竞争从渠道端转向品牌知名度及产品创新角逐。
- **钻石终端消费市场中品牌力的作用更加强劲。**根据《戴比尔斯钻石行业洞察报告》，美国钻石终端消费市场中“品牌钻石”销量占比稳步提升，由2015年的33%提升至2021年的65%，品牌在消费终端的作用更为突出。随着年轻一代成为消费主力军，产品创新性与品牌影响力成为左右消费者选择的关键，黄金珠宝行业竞争将发展到产品力与品牌力竞争的阶段，公司间的较量将演变为品牌影响力、技术变革与新品推出速度的角逐。

图表：各地珠宝品牌集中度对比（%）



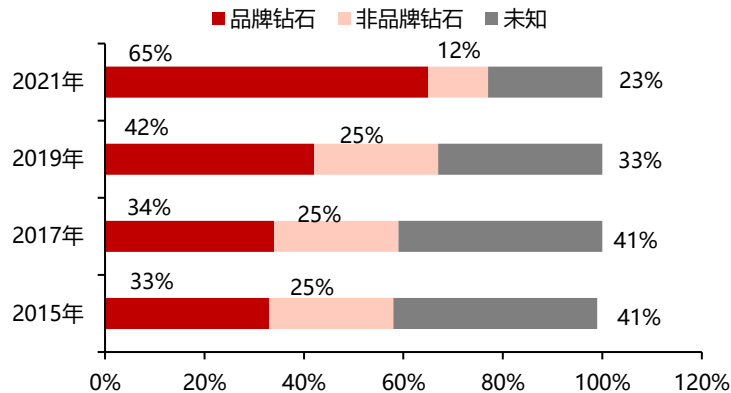
资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图表：黄金珠宝企业门店数量（截至2022年末）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：品牌钻石购买量占比逐年提升

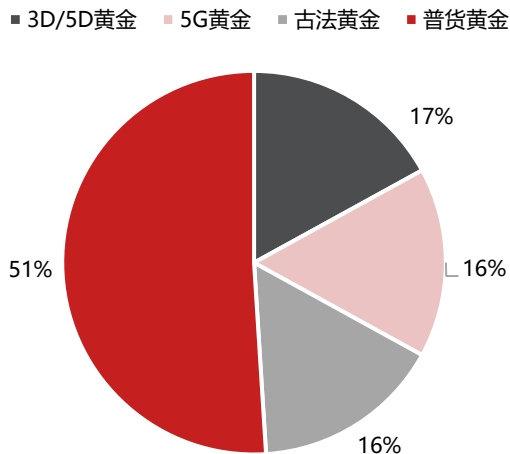


资料来源：《戴比尔斯钻石行业洞察报告》，民生证券研究院

## 2.2 行业趋势：高附加值产品推出，带动公司盈利能力提升

- **产品端：黄金+”或引领未来黄金珠宝新趋势。**“国潮”崛起，发掘并创新应用优秀传统文化，成为国内珠宝品牌于竞争中破局而出的机会。“黄金+培育钻石”、“黄金+和田玉”等产品模式迎合中国人偏好黄金的消费习惯，丰富品类的同时提高产品定价，提升公司综合盈利能力
- **国内珠宝品牌加速产品迭代升级，古法金正当时。**周大福推出古法“传承”系列，周大生推出生肖、麻将等国潮款式，中国黄金推出“故宫金”系列，在迎合中国人“重金”思想的同时将中国文化元素与潮流设计相结合，提高审美价值，适应年轻人的消费偏好与消费习惯。同时，时尚的设计与传统文化内涵结合提高产品附加值，有望提升品牌盈利能力，如周大福2017年推出的古法金系列，显著拉动其黄金产品销售占比

图表：2020年中国黄金首饰不同工艺占比



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，民生证券研究院

图表：各品牌古法金产品

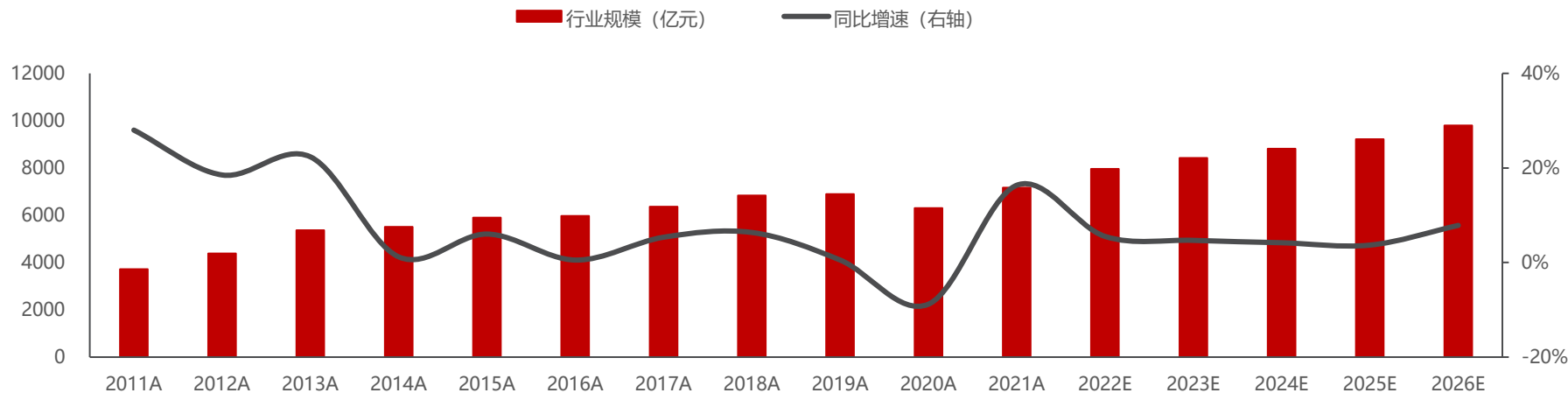
品牌	产品	时间	产品特点	产品图片
老庙	古韵金系列	2018	采用来自古代宫廷的古法铸金工艺，醇厚静美的质感，低调奢华的光彩，尽力还原黄金本色	
明牌珠宝	传家金系列	2018	通过古法金工艺将中国古代文化图腾充分融合，采用高浮雕工艺，回归黄金的古朴浑茂、厚重沉着	
周大福	传承系列	2019	采用中国传统的古法浇筑倒膜工艺制成，多采用厚壁中空或实心设计配以篆刻及浮雕工艺进行表面处理，呈现质感，层次丰富	
周生生	文化祝福系列、传奇系列	2019	从象征美好的标志、植物、典故、经文、神话及宗教文化上汲取灵感，将千年的手工工艺结合，更具现代感的时尚审美理念	
金一文化	古越金系列	2019	由陈氏四代制金工艺大师传承，将传统巅峰工艺与当今时尚美学高度融合，每件产品都经过十几道工序手工精制而成，加以锤击工艺进行表面肌理处理	
中国黄金	承福金系列	2019	“中国黄金承福纹样”已申请著作权，该纹样以福字为设计载体，将黄金为民的形象，福多财旺的美好祝愿赋予其中，手镯、戒指内壁、吊坠顶珠、珠串均会雕刻承福纹样，确保产品专利独有唯一性	
周大生	非凡系列、非凡国潮系列	2021	用国家非物质文化遗产的古老铸金工艺，借助花丝、篆刻、镂胎、锤揲、镶嵌、修金等传统加工手法对黄金饰品进行手工的精髓雕琢，将源于中国历史长河中的顶尖文化艺术重现鲜活并再创造	
潮宏基	臻金·珍藏系列	2022	回归制金工艺的本质魅力，用诚挚匠心让古法传承，再现高贵且极富质感的黄金风范	

资料来源：各品牌官网，民生证券研究院整理

## 2.2 行业趋势：黄金珠宝未来总规模持续上行

预计我国内地黄金珠宝市场规模稳健增长，产品结构优化带来头部珠宝企业盈利能力提升。据欧睿数据，2022年我国内地黄金珠宝行业规模达8156亿元，同比增长6.8%，彰显行业需求端在疫情后复苏的较强弹性。根据欧睿数据预测，未来五年我国内地黄金珠宝行业规模将以5%的年复合增长率增长至2026年的 9795 亿元。**1) 消费能力提升带动黄金珠宝渗透率上行。**人均珠宝消费额相较于中国香港仍有提升空间，黄金珠宝的渗透率继续上行；**2) 产品结构优化带动盈利能力提升。**以黄金产品为主要的消费品类，扩展到更高附加值的产品，如黄金+和田玉，培育钻石，古法金等品类，提高黄金珠宝企业盈利能力；**3) 消费场景逐步多元化。**从以婚恋市场为主体，到快速崛起的“悦己”需求，进一步推高行业“天花板”。

图表：我国内地黄金珠宝行业市场规模及预测

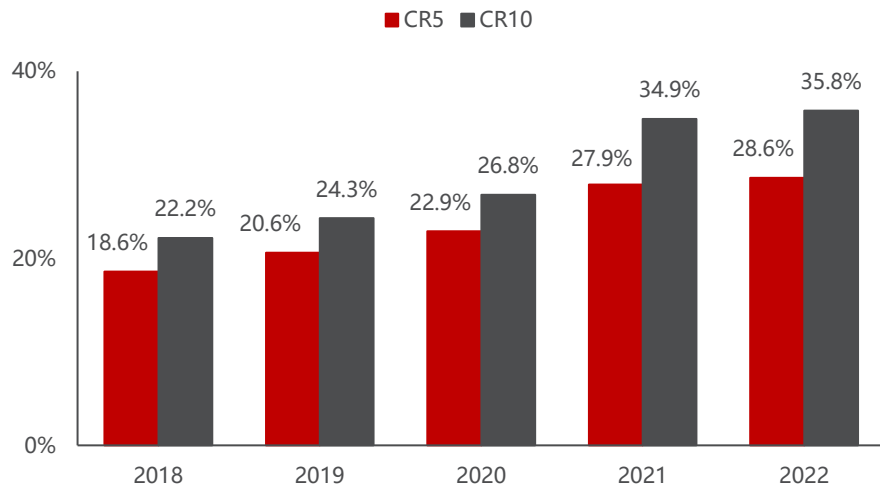


资料来源：欧睿数据，民生证券研究院



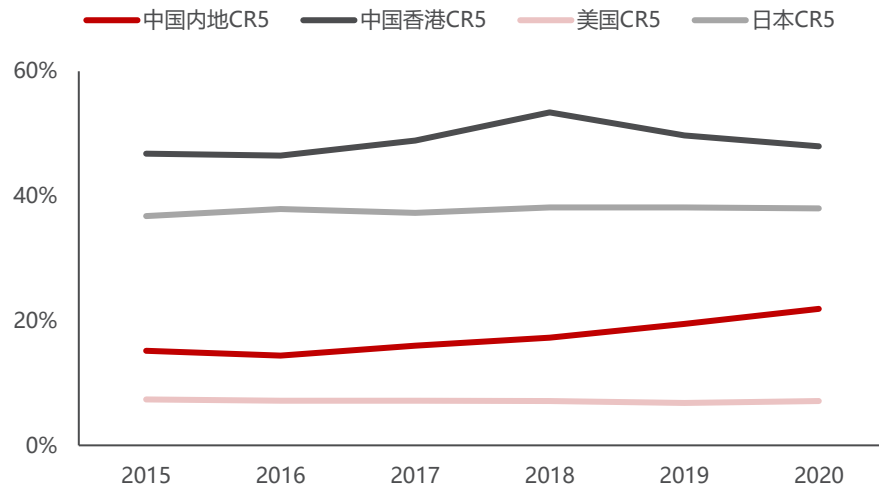
## 2.2 行业趋势：国内珠宝行业集中度不断提升

图表：我国内地黄金珠宝企业集中度（%）



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图表：各地品牌集中度对比（%）



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

**行业集中度不断提升，市场加快出清步伐。**2016年以来，头部黄金珠宝品牌凭借规模优势、较强的综合运营能力持续提升市场份额，2022年，我国内地黄金珠宝行业CR5与CR10分别为28.6%与35.8%。但对标中国香港，我国内地黄金珠宝行业仍有较大集中度的提升空间

## 03. 黄金珠宝行业相关公司

## 3.1 黄金珠宝：行业情况——社零黄金珠宝品类回暖，金价延续上涨趋势

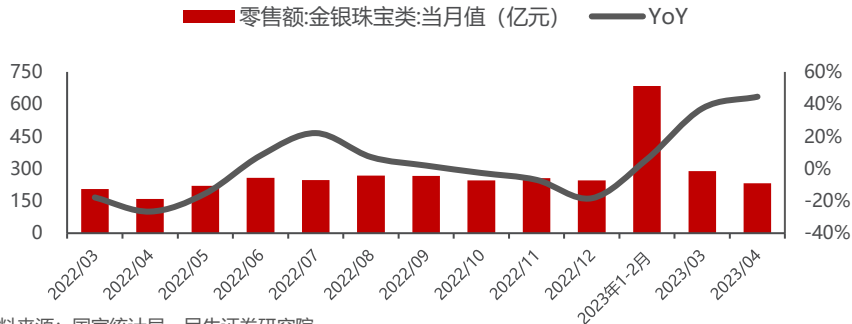
图表：上海黄金交易所价格（元/克）



资料来源：上海金交所，民生证券研究院

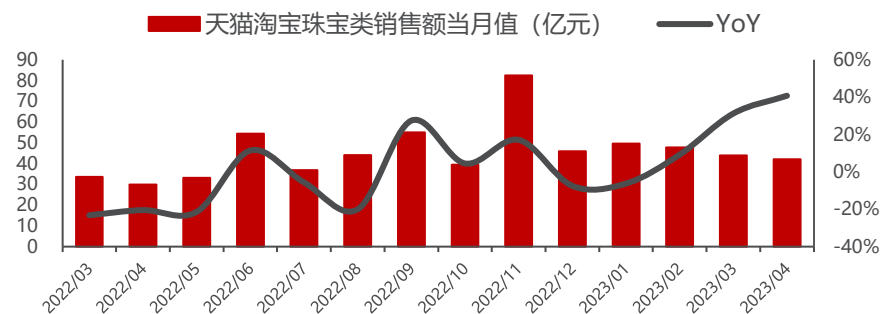
- 23年以来，黄金价格持续上涨，在避险预期下，或将延续上涨趋势
- 23年4月黄金珠宝类零售额为231亿元，同比+44.7%，比21年+4%
- 23年4月，黄金珠宝天猫淘宝类销售额为41.95亿元，同比+40.7%

图表：金银珠宝类零售额（亿元）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：天猫淘宝珠宝类零售额当月值（亿元）



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

## 3.2 黄金珠宝：线下——分品牌单店模型

图表：单店模型对比

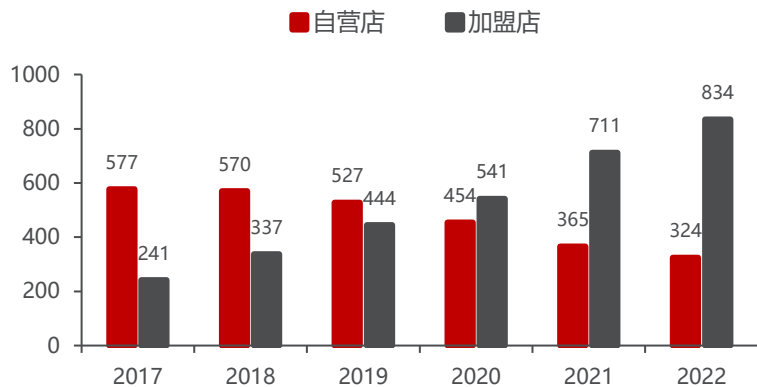
公司	单店收入	2017	2018	2019	2020	2021	2022
周大福	内地单店收入 (百万港元)	14.35	13.57	10.47	12.84	14.30	-
周生生	内地单店收入 (百万港元)	16.37	15.67	13.43	10.93	15.64	14.23
六福集团	自营单店收入 (百万港元)	11.15	10.40	8.38	25.04	40.35	37.84
	加盟单店收入 (百万港元)	0.43	0.49	0.41	0.43	0.51	0.20
潮宏基	自营单店收入 (百万元)	-	3.70	4.19	3.88	6.14	5.28
	加盟单店收入 (百万元)	-	1.71	1.67	1.34	1.89	1.78
曼卡龙	自营单店收入 (百万元)	9.12	7.84	7.10	5.28	6.50	6.24
	加盟单店收入 (百万元)	4.98	4.30	3.43	2.93	3.85	3.28
周大生	自营单店收入 (百万元)	3.55	3.97	3.76	2.79	5.23	4.51
	加盟单店收入 (百万元)	1.06	1.18	1.08	0.85	1.61	1.94
迪阿股份	自营单店收入 (百万元)		8.43	6.01	7.95	11.73	5.73
老凤祥	单店收入 (百万元)	12.59	12.44	12.75	11.62	11.87	11.94

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3.2

## 潮宏基：产品与渠道双发力，未来增长可期

图表：潮宏基加盟店数量不断扩张



资料来源：Wind，潮宏基公司公告，民生证券研究院

公司加盟业务发展速度迅猛，终端门店数量不断扩张，截至2022年底，加盟店数量增长至834家，直营店324家

VENTI梵迪推出培育钻石珠宝产品，并在天猫旗舰店上线销售。通过旗下品牌“VENTI梵迪”试水培育钻石市场，其中，星芒培育钻石系列在VENTI梵迪天猫旗舰店有6款SKU在售，价格带涵盖6631元-10431元

2023年，与力量钻石合资成立的培育钻石品牌生而闪耀Cevol发布。Cevol珠宝打破传统钻石的约束，将轻松的奢华带入日常

图表：VENTI梵迪培育钻石产品系列



资料来源：VENTI梵迪天猫旗舰店，民生证券研究院



## 3.2

# 潮宏基：产品与渠道双发力，未来增长可期

- 以黄金为抓手，深耕单店业绩，加盟快速拓展市场。**

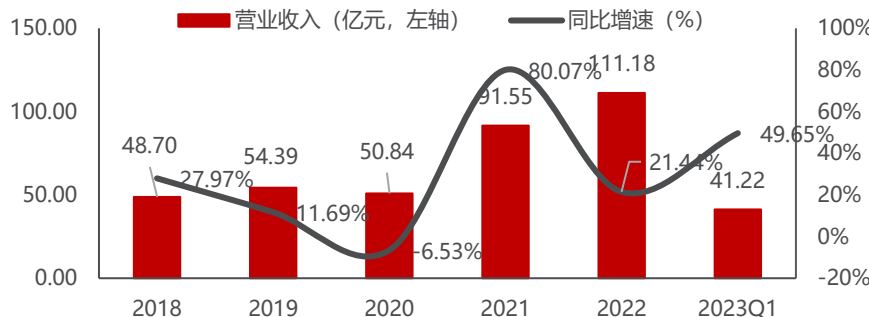
①**渠道端：加快市场开拓与渠道下沉，紧抓线上销售新变化。**在渠道拓展上，2023年计划净新开加盟店200家以上，全力推动加盟业务发展；潮宏基珠宝与FION将精准投放等，持续深耕各个平台直播，促进快速增长。

②**产品端：把握国潮机遇，提升产品力。**围绕“时尚东方，精致百搭”打造国潮专区，同时优化IP系列产品规划，在保持18K镶素品类优势基础上，加大特色黄金产品线开发。公司积极探索培育钻石市场，一方面与力量钻石合资公司生而闪耀科技(深圳)有限公司新品牌，将在2023年正式推出，并力争在本年开出线下品牌形象门店，通过线上与线下协同策略；另一方面，旗下品牌“VENTI 梵迪”将继续积极推进培育钻石产品的设计研发。

③**品牌端：强化品牌差异优势，多维度提升品牌影响力。**2023年潮宏基珠宝将以非遗新生为传播主线，以手工花丝为锚定，全力拔高潮宏基在时尚东方的品牌调性。在品牌影响力上，通过搭建更强的内容运营团队和优化新媒体传播矩阵，在社交平台上有效投放来促进单品销量的突破。
- 我们预计2023-2025年公司实现营收56.18、68.75、81.64亿元，分别同比+27.2%、+22.4%与+18.7%；实现归母净利润4.11、5.20、6.34亿元，分别同比+106.5%、+26.4%与+22.0%，维持“推荐”评级。
- 主要看点：**产品力突出，花丝工艺概念店推广，女包业务贡献增长点，培育钻石双品牌布局；积极布局渠道下沉。
- 风险提示：**行业竞争加剧；拓店速度不及预期；终端需求不及预期。

## 3.2 周大生：产品顺势而为，渠道积极变革

图表：周大生营业收入及同比增速

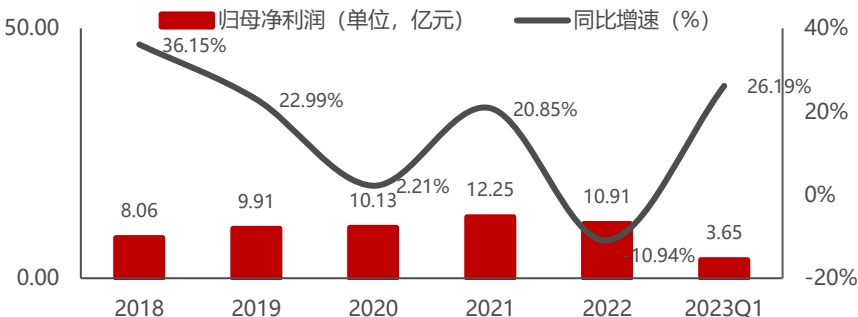


资料来源：Wind，周大生公司公告，民生证券研究院

以黄金为主力产品，以镶嵌为核心产品，加强时尚、文创类黄金的研发推广力度。根据2022H1，素金首饰占收入76.2%，镶嵌首饰占比11.7%，公司相继推出“非凡国潮”黄金文创IP新品，联合国家宝藏推出“中国国宝艺术典藏金品”

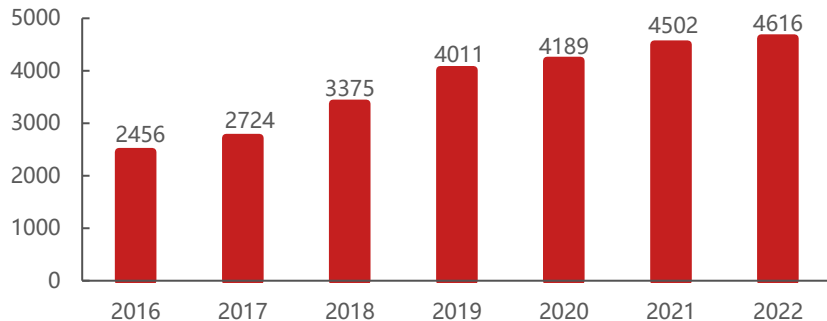
截至2022年底，线下加盟店4367家，直营店249家，共4616家

图表：周大生归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，周大生公司公告，民生证券研究院

图表：周大生终端门店数量（直营店+加盟店）



资料来源：Wind，周大生公司公告，民生证券研究院

## 3.2 周大生：产品顺势而为，渠道积极变革

图表：公司主营业务拆分与毛利率预测

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	91.55	111.18	142.09	175.36	209.04
YoY	80.07%	21.44%	27.80%	23.41%	19.21%
毛利率 (%)	27.31%	20.78%	20.15%	19.42%	18.88%
线上电商收入	11.48	15.46	21.02	25.65	30.27
YoY	18.17%	34.65%	36.00%	22.00%	18.00%
毛利率 (%)	28.44%	24.30%	28.60%	29.00%	29.50%
线下自营收入	12.60	10.69	12.39	13.69	14.71
YoY	74.96%	-15.13%	15.89%	10.51%	7.44%
毛利率 (%)	30.26%	26.70%	29.57%	29.81%	30.03%
线下加盟收入	65.22	82.96	106.55	133.84	161.84
YoY	103.69%	27.20%	28.43%	25.61%	20.92%
毛利率 (%)	24.25%	17.54%	15.91%	15.31%	14.85%
其他业务收入	2.25	2.07	2.13	2.17	2.22
YoY	18.53%	-8.16%	3.00%	2.00%	2.00%
毛利率 (%)	94.10%	94.10%	94.10%	94.10%	94.10%

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

我们预计23-25年公司实现营业总收入142.09、175.36、209.04亿元，分别同比+27.8%、+23.4%、+19.2%，预计23-25年，毛利率分别为20.15%、19.42%、18.88%。

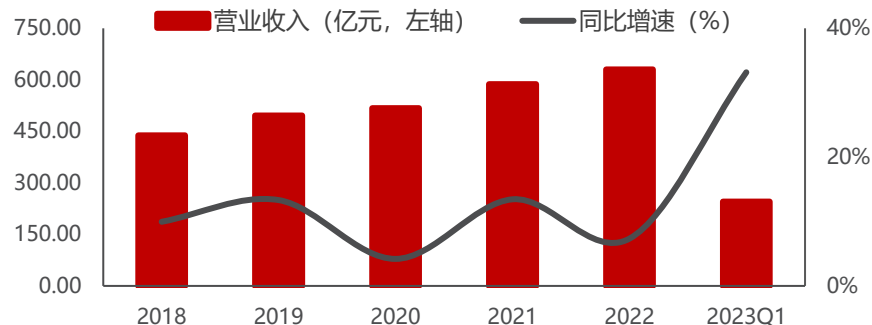
我们预计2023-2025年归母净利润分别为13.63、16.20、18.89亿元，分别同比+25.0%、+18.8%、+16.6%。维持“推荐”评级。

**主要看点：**继续推广渠道下沉，周大生经典店降低开店门槛，与综合店互为补充，利于门店开店提速；产品端，国家宝藏系列，以及新品莫奈系列等。

**风险提示：**宏观经济低迷、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

## 3.2 老凤祥：栉风沐雨百余载，老字号焕发新活力

图表：老凤祥营业收入及同比增速

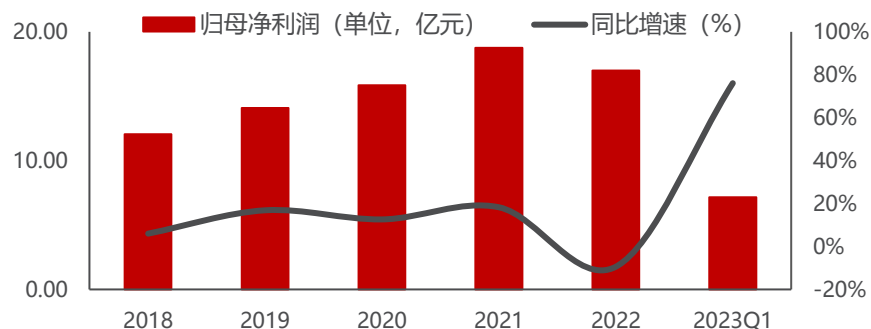


资料来源：Wind，老凤祥公司公告，民生证券研究院

老凤祥品牌迄今已有174年历史，是中国珠宝首饰和民族企业品牌中的“百年金字招牌”，品牌知名度处于领先地位

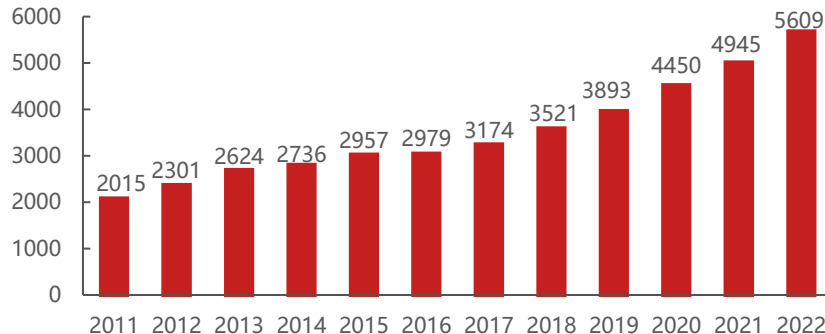
截至2022年底，老凤祥共计拥有营销网点5609家，其中自营银楼网点194家，加盟店5415家

图表：老凤祥归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，老凤祥公司公告，民生证券研究院

图表：老凤祥营销网点总数（自营+加盟网点）



资料来源：Wind，老凤祥公司公告，民生证券研究院

## 3.2

# 老凤祥：栉风沐雨百余载，老字号焕发新活力

图表：公司主营业务拆分与毛利率预测

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	586.91	630.10	742.34	842.48	943.60
YoY	13.47%	7.36%	17.81%	13.49%	12.00%
毛利率	7.77%	7.58%	7.86%	7.96%	8.02%
珠宝首饰	468.60	503.62	600.88	689.92	782.02
YoY	23.06%	7.47%	19.31%	14.82%	13.35%
毛利率	9.02%	9.13%	9.25%	9.30%	9.30%
黄金交易	112.08	120.83	135.32	146.15	154.92
YoY	-13.88%	7.80%	12.00%	8.00%	6.00%
毛利率	0.73%	-0.03%	0.65%	0.65%	0.65%
笔类	2.60	2.22	2.29	2.34	2.39
YoY	6.81%	-14.54%	3.00%	2.50%	2.00%
毛利率	38.37%	32.44%	32.44%	32.44%	32.44%
商贸	0.74	1.10	1.30	1.50	1.68
YoY	-45.86%	49.76%	18.00%	15.00%	12.00%
毛利率	2.23%	0.92%	2.00%	2.00%	2.00%
工艺品销售	0.92	0.92	0.93	0.94	0.95
YoY	9.51%	-0.03%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	21.77%	17.50%	17.80%	17.90%	18.00%
其他业务	1.71	1.42	1.43	1.44	1.46
YoY	24.38%	-17.27%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	70.16%	65.65%	65.00%	65.00%	65.00%
其他主营业务	0.26	0.18	0.19	0.19	0.19
YoY	-0.97%	-30.39%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	37.07%	28.02%	28.02%	28.02%	28.02%

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

我们预计23-25年公司实现营业总收入742.34、842.48、943.60亿元，分别同比+17.8%、+13.5%、+12.0%，23-25年，毛利率分别为7.9%、8.0%、8.0%。营业收入稳健增长，费用率控制良好下，我们预计2023-2025年公司的归母净利润分别为21.33、24.91、28.37亿元，分别同比+25.4%、+16.8%、+13.9%。

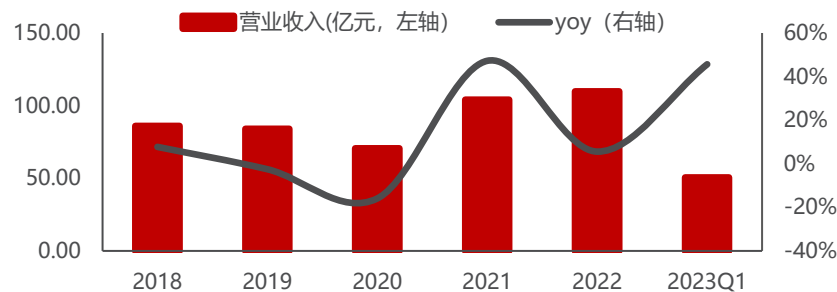
公司在黄金珠宝行业深耕多年，品牌力较为深厚，在渠道与产品端构筑核心竞争力，随着公司“三年行动计划”的提出，从公司战略层面提出收入与利润端及开店指引的成长目标，为收入和利润带来新的看点。维持“推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济低迷、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。



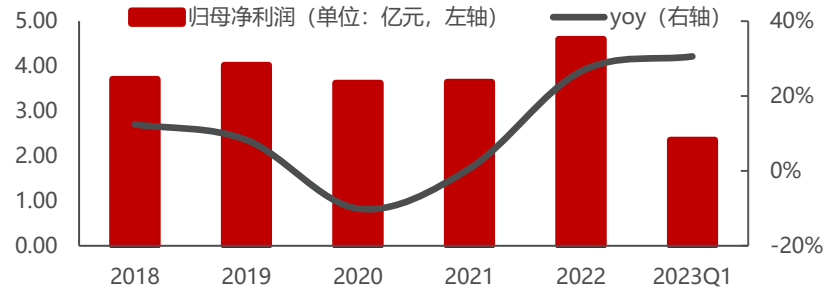
## 3.2 菜百股份：深入推进全渠道布局，线上线下联合强化品牌力

图表：菜百股份营业收入及同比增速



资料来源：Wind，菜百股份公司公告，民生证券研究院

图表：菜百股份归母净利润及同比增速



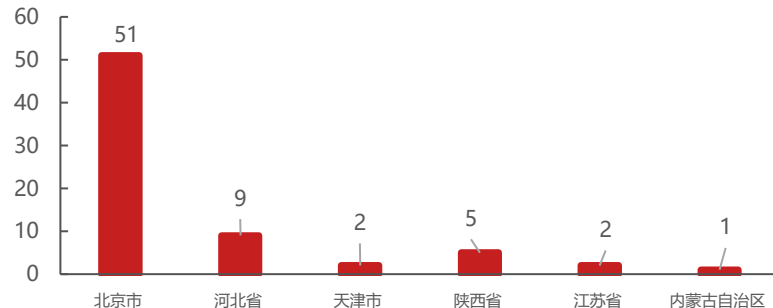
资料来源：Wind，菜百股份公司公告，民生证券研究院

2018-2022年，营收及归母净利不断上升。4年CAGR为6.29%与5.52%

截至2022年末，菜百股份共开设70家门店。门店覆盖京津冀、西安、包头、苏州等地，其中北京地区共51家门店

线下渠道持续发力，线上渠道不断增长。2022年，公司线下渠道持续发力，实现销售额93.35亿元，占总营收13.4%，公司自建线上平台“菜百首饰官方商城”实现营业收入1335.74万元，同比增长31.12%

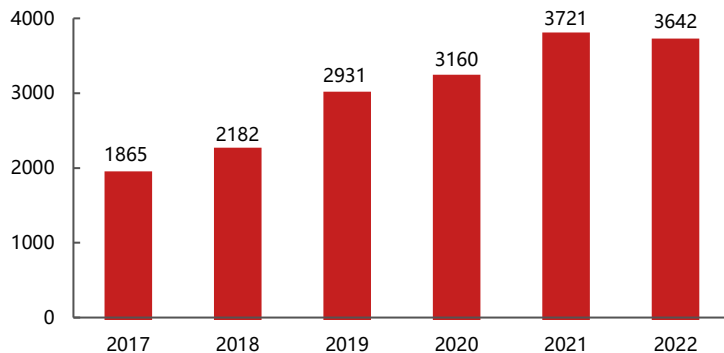
图表：菜百股份开店情况



资料来源：Wind，菜百股份公司公告，民生证券研究院

## 3.2 中国黄金：全产业链潜力可期，开店步伐进一步加快

图表：中国黄金门店数（加盟店+直营店）



资料来源：中国黄金公司公告，民生证券研究院

图表：中国黄金门店数（加盟店+直营店）



资料来源：中国黄金微信公众号，民生证券研究院

**中国黄金在深耕主业的同时，“直销+经销”并举扩张渠道规模。**一、二线城市核心商圈开设旗舰店，城市周边和三、四线开加盟店，截至2022年末，公司已开业门店合计3642家，其中包括直营门店105家，加盟门店3537家

**深耕精炼黄金回购市场，形成全产业链优势。**21年开始布局回购业务，回购业务对营收有较大的提升作用，占总营收比例的15%-18%。22年的回购业务体量基本与21年持平。居民黄金需求和民间庞大的黄金储量为公司的回购业务提供广阔市场空间

**调整产品结构，布局培育钻石。**中国黄金在2022年半年度报告中提出，将规划培育钻石发展策略，调整产品结构，降低对单一品类的依赖度，布局培育钻石市场

## 3.2 中国黄金：全产业链潜力可期，开店步伐进一步加快

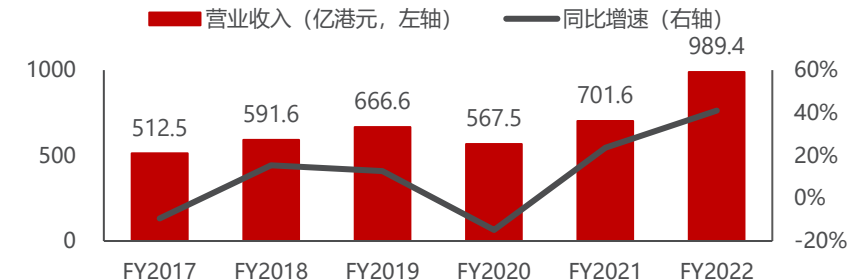
**成立培育钻石事业部公告。**保证黄金优势的同时，发掘新的盈利增长点。按照正常时间节点去推进，组织架构已经搭建，在招聘信息中开始组建自己的培育钻石新材料推广部。部门未来的动态会根据市场的情况做灵活的调整，设置了两个相对的职责部门：1) 业务管理，针对培育钻石前期的市场调研和上游端的供货情况；2) 营销推广占比重较大，首要是对终端消费者的心智的培养

**与晶拓钻石达成战略合作，推广与深化培育钻石业务。**2023年5月24日，中国黄金与晶拓钻石达成战略合作，双方就培育钻石生产、推广及销售等方面达成长期、稳固的战略合作伙伴关系。此次战略合作关系的建立，为中国黄金培育钻石项目的发展拉开崭新序幕。中国黄金将与晶拓钻石在培育钻石领域探索更广、更深的合作机会，共同助推培育钻石产业发展

资料来源：公司公告，微信公众号，民生证券研究院

## 3.2 周大福：栉风沐雨九十余载，老牌珠宝龙头焕发活力

图表：周大福收入及同比增速

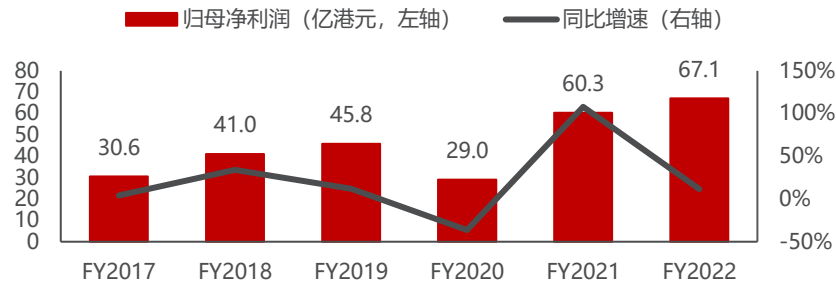


资料来源：Wind，周大福公告，民生证券研究院

品牌高知名度，围绕周大福主品牌布局丰富品牌矩阵，顺应“国潮”风潮，打造“传承”系列古法金

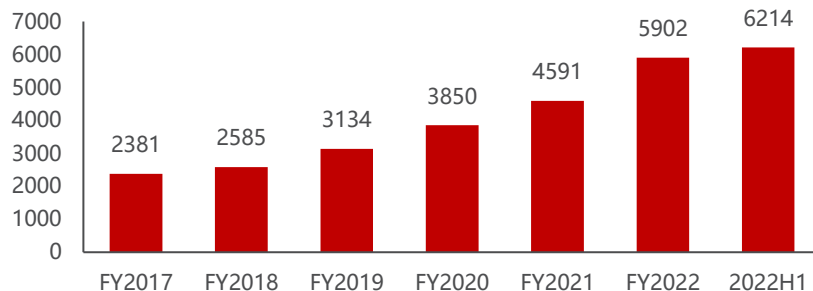
作为老牌珠宝龙头，周大福发挥渠道优势，截至2022年6月30日，周大福集团共有门店6214家，终端渠道不断扩张

图表：周大福归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，周大福公告，民生证券研究院

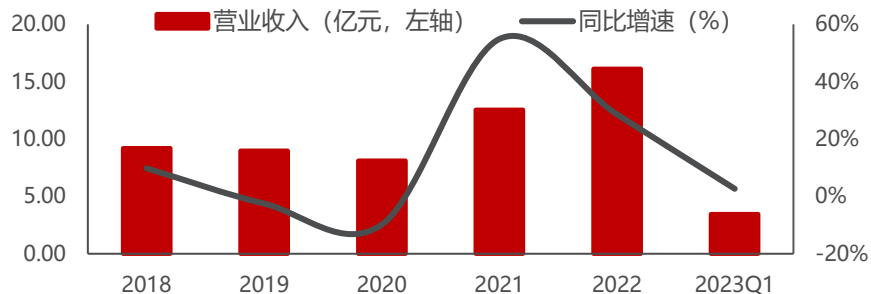
图表：截至2022H1，周大福珠宝及其他零售点增至6214个



资料来源：Wind，周大福公告，民生证券研究院

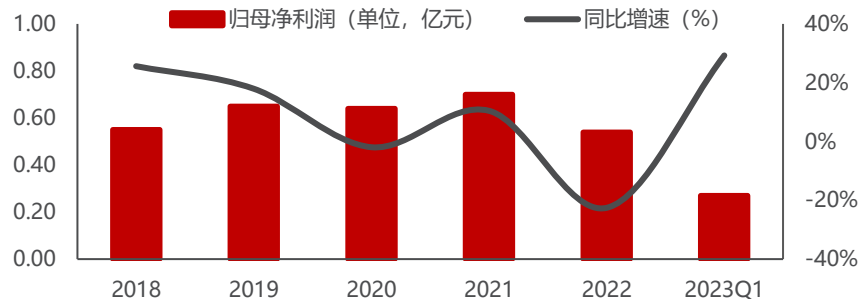
## 3.2 曼卡龙：锁定都市年轻女性客群，布局培育钻石业务

图表：曼卡龙营业收入及同比增速



资料来源：Wind，曼卡龙公告，民生证券研究院

图表：曼卡龙归母净利润及同比增速



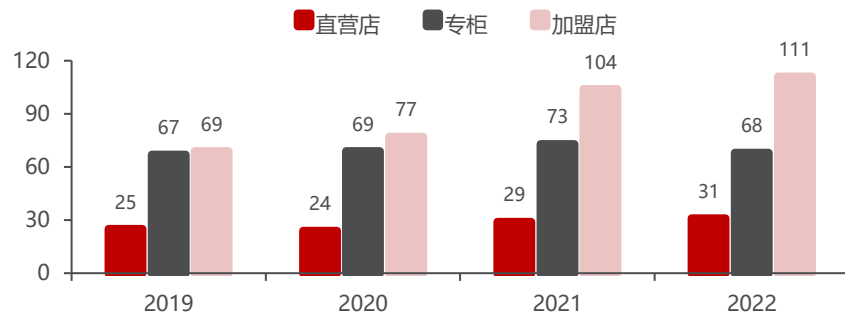
资料来源：Wind，曼卡龙公告，民生证券研究院

2018-2022年，公司营业收入及归母净利润整体上行，4年CAGR分别为15.02%与-0.46%

2022年加盟店数量扩张至111家，开店策略是在核心城市的核心商圈开设直营店，其他地区拓展加盟

线上电商渠道重点发力，22Q4交易总额突破3.5亿元，天猫官方旗舰店突破2.8亿元，同比+620%，行业排名第4。抖音快手渠道销售额突破7000万元，较好的弥补了线下缺口

图表：曼卡龙开店情况



资料来源：Wind，曼卡龙公告，民生证券研究院

## 3.2 曼卡龙：锁定都市年轻女性客群，布局培育钻石业务

图表：慕璨天猫旗舰店产品



资料来源：慕璨天猫旗舰店，民生证券研究院

**2022年3月17日，合资设立上海慕璨珠宝有限公司。**慕璨珠宝“OWNSHINE”以培育钻石为核心，打造以时尚穿搭珠宝为理念的创新型珠宝品牌，首次上线推出“星芒”、“幻彩星”、“时光旅人”等多个产品系列**完成培育钻石品牌慕璨的品牌孵化，并于22年7月完成了天猫旗舰店正式上架**

**@“Z世代”概念店：**概念店主要在体验，以及对线下与线上的导流，坚持走差异化的品牌与产品，聚焦年轻人群



## 04. 风险提示

## 04

## 风险提示

- **宏观经济低迷的风险。**如果宏观经济环境存在较大不确定性，可能导致消费低迷，影响居民的消费能力与购买力，尤其是对珠宝类产品影响巨大，也将影响到黄金珠宝类公司的收入与业绩。
- **行业竞争加剧的风险。**在各黄金珠宝品牌纷纷加大投入的情况下，市场环境可能出现激烈竞争的情况。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。
- **市场推广不及预期。**若公司的终端门店的布局营销与推广的销售情况未达目标，拓店速度不及预期将会拖累公司的收入与利润，将对公司盈利能力造成一定影响。

# THANKS 致谢

## 民生证券商社新消费研究团队：



### 分析师 刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

### 分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

### 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐
		谨慎推荐
		中性
		回避
	行业评级	推荐
		中性
		回避

### 免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。