

黄金珠宝进入“新实用主义”时代

华泰研究

2024年4月22日 | 中国内地

深度研究

金价“狂飙”，消费分化，高端化与性价比机遇并存

国际金价持续上涨、消费信心缓慢恢复背景下，保值心理驱动黄金珠宝消费较快增长。珠宝高端化蕴藏机遇：复盘欧洲高端珠宝发展历程，在经济、文化、消费人群切换的阶段，高端品牌把握需求的变化、立足自身定位，持续以产品、服务、品牌占领用户心智，可穿越周期、持续成长。我国黄金珠宝上市公司大部分定位大众市场、产品性价比高，可通过灵活的渠道与价格策略，领先品牌持续提升市场份额。消费分化阶段，我们看好兼具调性与性价比的珠宝龙头，重点推荐老凤祥、潮宏基、周大生、周大福。

持续满足消费者需求、占领消费者心智，是高端品牌穿越周期关键

工艺与材质是高端珠宝品牌表达自身主张的媒介，卡地亚、梵克雅宝、宝格丽在发展历程中立足自身定位，持续通过工艺创新以及不同材质的应用，满足消费者对珠宝的需求（物质与精神双重）。我国黄金珠宝行业起步较晚，立足古法黄金工艺以及借助金价上涨趋势，有望助力珠宝品牌快速提升品牌力，完成对海外大牌的弯道超车。但挑战与机遇并存，我国珠宝品牌高端化仍处于早期阶段，品牌仍需持续迭代产品、服务与营销，夯实消费心智。

老铺黄金立足古法工艺，是我国高端珠宝的新锐代表

老铺黄金前身为金色宝藏，于2009年成立，是我国率先推广古法黄金的珠宝品牌之一。在古法黄金工艺的成熟以及市场渗透下高速发展，老铺黄金已成长为我国高端珠宝的代表品牌之一。老铺黄金产品以自产为主、代工为辅，保证了自身的产品力。门店以文房为主题，为消费者营造了古朴典雅的消费场景，并通过直营模式抢占了我国核心的高端购物中心。根据弗若斯特沙利文，截至2023年11月，老铺黄金已进驻全国前10的高端百货商城中的8家。老铺黄金的盈利能力优秀，23H1毛利率达41.7%、净利率达13.9%。23H1，21家可比门店单店销售额过亿元、同店同比接近翻倍。

消费分化，看好兼具调性与性价比的珠宝龙头

我国珠宝行业尚在高端化的起步阶段，我们看好兼具调性与性价比的珠宝龙头。水贝模式以及竞争冲击对品牌而言，机遇多于挑战，有望驱动品牌进行产品升级。“原创”、“自研”新品类成为品牌发展的新抓手。周大福通过多品牌、多店型覆盖大众人群的同时，持续实现品牌力的升级。潮宏基以花丝为抓手，不断深化消费者心智，并在店型、产品、营销方面多点发力提升品牌调性。周大生通过提升自有IP占比，推出如国家宝藏、莫奈、梵高、宝可梦等系列产品提升产品文化内涵与溢价；老凤祥也重点发展3D、5G、古法金、彩宝镶嵌类等科技含量高、品牌辨识度高、产品附加值高的“三高”产品。

风险提示：金价高位震荡、经济增速放缓、市场竞争加剧。

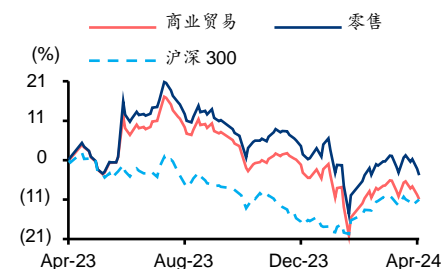
商业贸易 增持 (维持)

零售 增持 (维持)

研究员 林寰宇
SAC No. S0570518110001 linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQO796 +(86) 755 8249 2388

研究员 张诗宇
SAC No. S0570522080001 zhangshiyu@htsc.com
SFC No. BSF308 +(86) 755 2399 3346

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
老凤祥	600612 CH	84.83	买入
潮宏基	002345 CH	9.00	买入
周大生	002867 CH	21.76	买入
周大福	1929 HK	14.11	增持

资料来源：华泰研究预测

正文目录

核心观点	5
金价“狂飙”，新工艺与人群为产业升级提供土壤	6
黄金珠宝行业相对景气高于其他可选消费，行业呈典型“非转素”趋势	6
金价持续上涨，保值心理叠加品质追求，催生珠宝消费的新实用主义	8
海外珠宝设计与材质更迭，体现了不同经济背景下消费者偏好的变化	10
产业升级背景下，珠宝高端化迎契机，同时也面临挑战	12
黄金品牌高端化护城河：营销、产品、服务正向循环形成的用户心智	12
工艺无壁垒，持续利用工艺满足市场需求才是品牌长远发展之本	13
黄金产品高端化易陷入“金价上涨”陷阱，缺乏维护产品稀缺性	16
周大福多举措提升品牌调性，潮宏基以花丝为着力点突出差异化	17
老铺黄金：定位中国古法手工金器，是我国高端珠宝的新锐代表	20
产品：自产为主，代工为辅，加工工费较高	20
门店：装修典雅古朴，抢占核心物业	21
单店模型出色，若参考 23H1 动销，4 个月可完成现金回本	22
新实用主义背景下，看好兼具品牌调性与性价比的珠宝龙头	23
金价上涨提升品牌盈利，短期建议从资产端看对品牌影响	23
但 3 月初以来的金价快涨非常规，易造成流通环节的停滞	24
水贝模式进一步加速渠道出清，看好综合实力领先的龙头品牌	25
风险提示	27

图表目录

图表 1：我国珠宝行业市场规模	6
图表 2：按材质划分的我国珠宝行业规模	6
图表 3：周生生转运珠系列（3D 工艺）	6
图表 4：潮宏基趣玩太阳花系列（5G 工艺）	6
图表 5：花丝工艺：将黄金拉成细腻的丝线	7
图表 6：篆刻工艺：在黄金表现雕刻图案	7
图表 7：镶嵌工艺：将钻石或宝石嵌入黄金产品	7
图表 8：烧蓝工艺：在金胎表现涂上彩色珐琅釉烧制而成	7
图表 9：我国黄金产品销售结构	8
图表 10：限额以上企业零售额 CAGR（2021-23 年）	8
图表 11：黄金镶嵌钻石（又称古法点钻工艺）	8
图表 12：潮宏基三丽鸥串珠（硬金工艺）	8
图表 13：我国分工艺黄金产品销售市场规模	9
图表 14：沪金 AU9999 收盘价	9
图表 15：中国消费者信心指数	9



图表 16: 中西珠宝发展对比	10
图表 17: 美国纽约帝国大厦 (装饰艺术风格代表)	11
图表 18: 1910-1920s 钻石铂金胸针 (突出几何之美)	11
图表 19: 新古典时期珠宝设计风格	11
图表 20: 潮宏基臻金臻钻系列 (价格 1.8 万元, 高于平均客单价)	12
图表 21: 周大福国韵传承系列 (价格 2.5 万元, 高于平均客单价)	12
图表 22: 老铺黄金如意圆满宝符 (价格 2 万元, 低于平均客单价)	12
图表 23: 周生生东方古祖系列 (价格 2 万元, 高于平均客单价)	12
图表 24: 各品牌门店客单价 (取 23 年 2 月-24 年 2 月)	13
图表 25: 1935 年的 Tank 设计图.....	14
图表 26: 卡地亚高级珠宝.....	14
图表 27: 梵克雅宝隐密式镶嵌工艺	14
图表 28: 梵克雅宝高级珠宝	14
图表 29: 梵克雅宝 20 世纪 20 年代推出的东方风格珠宝.....	15
图表 30: 梵克雅宝 1954 年推出的趣味动物胸针	15
图表 31: 宝格丽装饰艺术风格杰作 (20 世纪 20 年代)	15
图表 32: 宝格丽单夹胸针 (20 世纪 40 年代)	15
图表 33: 宝格丽 SERPENTI TUBOGAS 腕表	16
图表 34: 宝格丽以灵蛇为主题融合了 TUBOGAS 工艺打造的高级珠宝	16
图表 35: Harry Winston Hope 系列高级珠宝 (强调原料稀缺)	16
图表 36: 宝诗龙 Ailleurs 系列高级珠宝 (强调品牌风格)	16
图表 37: 周大福荟馆店	17
图表 38: 周大福传承店	17
图表 39: 周大福传承系列.....	17
图表 40: 周大福人生四美系列	17
图表 41: 周大福超越时光天然钻石展.....	18
图表 42: 周大福与珠宝大师陈世英合作的珠宝	18
图表 43: 潮宏基纯手工编制的花丝风雨桥产品系列.....	18
图表 44: 潮宏基著名花丝工艺品“花丝风雨桥”	18
图表 45: 潮宏基花丝概念店	19
图表 46: 潮宏基与 UP 主合作款——花丝空间站作品.....	19
图表 47: 潮宏基与星巴克联名——花丝星享卡	19
图表 48: 老铺黄金金饰产品	20
图表 49: 老铺黄金金器产品	20
图表 50: 老铺黄金自产/外包产量 (仅计算黄金部分)	20
图表 51: 老铺黄金自产/外包单 g 加工工费成本.....	20
图表 52: 23H1 老铺黄金不同价格段售价占比	21
图表 53: 老铺黄金定制金器	21
图表 54: 老铺黄金南京德基店 (文房)	21
图表 55: HARRY WINSTON 门店形象 (私邸)	21



图表 56: 各珠宝品牌在中国十大高端购物中心覆盖率	22
图表 57: 老铺黄金单店模型	22
图表 58: 代表珠宝品牌 22 年末黄金存货	23
图表 59: 老凤祥 23Q1-Q3 投资收益与公允价值变动损益	24
图表 60: 金价与黄金品类消费量的相关性	24
图表 61: 金价与黄金品类消费额的相关性	24
图表 62: 水贝金座负一楼西区零售柜台	25
图表 63: 重点推荐公司一览表	26
图表 64: 重点推荐公司最新观点	26
图表 65: 报告提及公司一览	27



核心观点

金价快速上涨背景下，市场对黄金珠宝板块的关注度快速上升。本文从定性/定量角度，重点解答了行业常见的诸多疑难问题，并综合金价与行业趋势对个股进行推荐：

市场通常从场景出发，从婚庆、悦己、礼赠、投资需求对黄金珠宝的需求进行定性分析，并通常认为“悦己、投资”双需求促进行业发展，但无法定量判断“悦己与投资需求增加、婚庆需求减少”情形下黄金珠宝整体需求如何变化。我们认为：1) 黄金珠宝行业整体增长与人均可支配收入、增长正相关，整体增速并不快；2) 金价上涨时更为保值的黄金消费更多，因此行业整体呈“非转素”趋势；3) 不论场景，消费者购买黄金珠宝时均存保值心理。

市场通常认为近年工艺升级是驱动行业发展的主因，但无法解释为何早在明清便成熟的古法工艺为何近年才兴起。我们认为工艺仅是行业升级的必要不充分条件，3D、5G、古法黄金本质都是在保证黄金含量的基础上，生产商/品牌商/加盟商为满足不断变化的消费者需求（更轻、更大、更便宜、差异化）/为提升自身盈利，应用于黄金产品的制作中。复盘欧洲珠宝发展史，在不同的经济阶段、文化背景下也常见复古工艺兴起的时期，在二战后更为保值的黄金、玫瑰金也大量应用在珠宝的设计中。珠宝发展的历史不会重复，但压着相同的韵脚——满足持续变化的消费者需求。

市场通常认为工艺与设计能力能够决定品牌的产品力，却无法解释诸多问题“以加盟为主的品牌通常以第三方工厂采购为主，为何不同品牌产品力不同”、“上游供应商充分竞争、工艺无壁垒，为何部分品牌得以推出高工艺的产品”、“工艺是否是高端品牌的护城河”。我们认为，产品力是品牌综合能力的体现，包括渠道、供应链、数字化等多维度，工艺单一要素并不能使得品牌间产品力形成区分，也无法构成品牌的护城河。品牌综合能力由传统的战略要素构成，将品牌力类比为坐标系，产品为原点，X轴为服务，Y轴为营销，Z轴为时间，形成的体积便为品牌力。

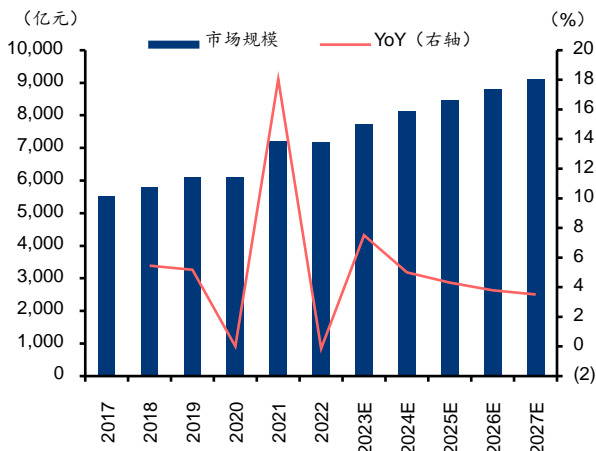
金价“狂飙”，新工艺与人群为产业升级提供土壤

黄金珠宝行业相对景气高于其他可选消费，行业呈典型“非转素”趋势

我国珠宝市场增长稳健，23-27年市场规模 CAGR 为 4.8%。经济增速放缓背景下，消费者在饰品方面的预算并不会快速增加，据中国珠宝玉石首饰协会、弗若斯特沙利文，2022 年我国珠宝行业市场规模约 7190 亿元，预计以 4.8% 复合增速增长至 2027 年的 9094 亿元。

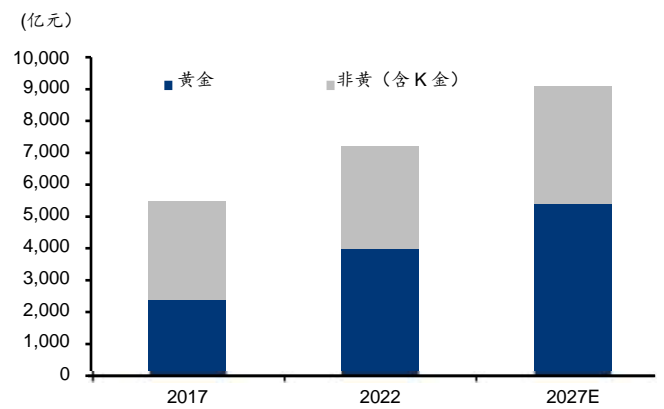
黄金产品消费尤其是足金产品占比持续提升，玉石、有色宝石也有较快增长，但占比仍较低。据中国珠宝玉石首饰协会、弗若斯特沙利文，2017 年黄金产品销售占珠宝总额 43.4%，预计 2027 年增长至 59.5%。非黄产品中，玉石、有色宝石增长也较快，据中国珠宝玉石首饰协会、弗若斯特沙利文，2017-2022 年 CAGR 分别为 7.6%、15.9%，但由于玉石与彩宝种类较多、标准化程度低，因此在行业中占比仍较低，2022 年分别占 21.0%、3.0%，前者参与者众多且高度分散，从生产、加工、批发、零售均尚未有龙头企业跑出。

图表 1：我国珠宝行业市场规模



资料来源：中国珠宝玉石首饰协会、弗若斯特沙利文，华泰研究

图表 2：按材质划分的我国珠宝行业规模



注：限额以上零售企业标准为年销 500 万以上
资料来源：统计局，华泰研究

工艺升级是黄金产品表现优于非黄产品的原因之一。传统黄金工艺通过倒模或者延压成型，保证高纯度，但硬度小、难以制作复杂的设计样式。有别于传统黄金工艺：3D 黄金是指通过电镀工艺制作的黄金，其硬度是传统黄金的 3 倍以上，可制作内壁中空的黄金产品，同等重量下黄金产品更大、更立体，转运珠等产品系列就是应用 3D 技术实现更高的硬度和立体度；5G 工艺是指在熔炼黄金的过程中加入石墨烯等一些稀有元素（触媒，业内俗称硬件粉），改变 Au 的排列密度，以实现更好的产品硬度。

图表 3：周生生转运珠系列（3D 工艺）



资料来源：周生生天猫旗舰店，华泰研究

图表 4：潮宏基趣玩太阳花系列（5G 工艺）



资料来源：潮宏基天猫旗舰店，华泰研究

调研纪要

每日更新，帮您获得最有效，最及时的投研信息

进门财经白名单电话会，专场电话会 上市公司研报内容



企业调研
纪要



会议电话
音频



热点事件/
个股点评



深度研报及
业绩测算

团队运作，24小时服务，给予您最好的服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。



古法也是近年流行的“新兴”制金工艺。古法黄金工艺包括失蜡成型、搂胎、锤揲、篆刻、镂空、花丝、镶嵌以及烧蓝，其中珠宝品牌普遍使用的工艺包括花丝、篆刻、镶嵌、烧蓝（也称珐琅）。纯手工花丝、篆刻、镶嵌、烧蓝并无壁垒，主要取决于工厂匠人对工艺的熟练程度。伴随古法黄金普及，古法产品部分手工环节也可被机器取代，如花丝的手工拉丝环节可用精细的模具浇筑而成。

图表 5：花丝工艺：将黄金拉成细腻的丝线



资料来源：老铺黄金招股说明书，华泰研究

图表 6：篆刻工艺：在黄金表现雕刻图案



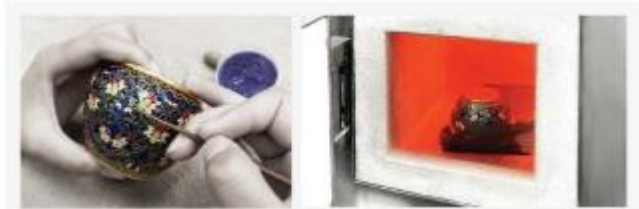
资料来源：老铺黄金招股说明书，华泰研究

图表 7：镶嵌工艺：将钻石或宝石嵌入黄金产品



资料来源：老铺黄金招股说明书，华泰研究

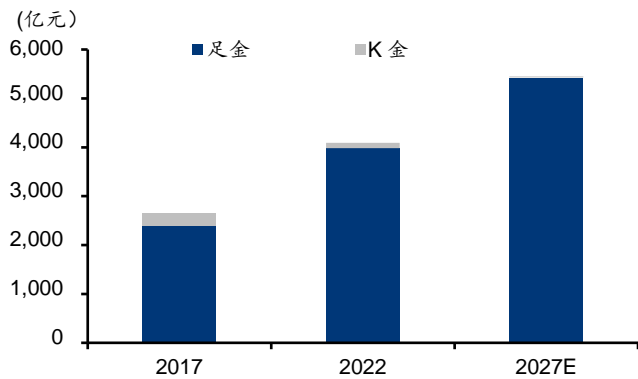
图表 8：烧蓝工艺：在金胎表现涂上彩色珐琅釉烧制而成



资料来源：老铺黄金招股说明书，华泰研究

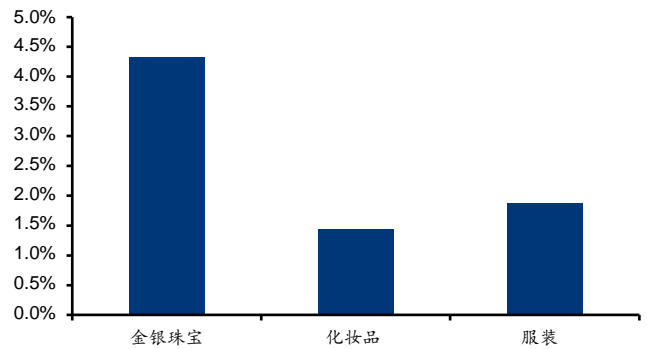
但工艺的升级并不能很好的解释以下两点：1) K金作为成熟的合金工艺，相较 3D、5G 工艺，成本更低、塑性效果更好，但近年 K 金销售占比持续下降，据中国珠宝玉石首饰协会、弗若斯特沙利文，2017 年，K 金产品仅占黄金产品销售的 9.5%，这一比例在 2022 年下降至 2.9%，并预计 2027 年下降至 1.0%；2) 类比消费属性相近的可选消费化妆品、服装，化妆品与服装工艺的迭代是要显著快于金银珠宝的，为什么黄金产品销售表现要好于化妆品与服装“据统计局，2021-2023 年，我国限额以上企业金银珠宝类销售增长快于化妆品与服装”。

图表 9：我国黄金产品销售结构



资料来源：中国珠宝玉石首饰协会、弗若斯特沙利文，华泰研究

图表 10：限额以上企业零售额 CAGR (2021-23 年)



注：限额以上零售企业标准为年销 500 万以上
资料来源：统计局，华泰研究

近年兴起的工艺均是在保证黄金纯度的基础上进行的升级，我们认为黄金的保值属性对于消费者或更为重要。非黄材料种类多样、硬度高于黄金，产品可塑性与多样性强，产品工艺同样也在升级，18、22K 工艺早已成熟。近年黄金发展的“新工艺”即在保证黄金高含量基础上，形成不同的色彩、硬度、延展度，黄金纯度带来的保值心理效应是 K 金不可替代的。

金价持续上涨，保值心理叠加品质追求，催生珠宝消费的新实用主义

“新工艺”早已成熟，但相关产品均在 18、19 年开始热销。古法黄金早在 2000 多年前就已出现，3D\5G 工艺也在 2014 年开始逐步成熟，而两种工艺均是 18、19 年开始热销，这意味着工艺并不是珠宝产业升级的充要条件。

年轻一代成为新的消费主力，审美有明显的代际差异，这为新工艺的流行提供契机。以 95 后、00 后为代表，年轻一代消费者对珠宝消费的多样性、个性化的要求日益提升，愿意为好的产品、设计以及提供情绪价值的 IP 进行买单。

图表 11：黄金镶嵌钻石（又称古法点钻工艺）



资料来源：老铺黄金官网，华泰研究

图表 12：潮宏基三丽鸥串珠（硬金工艺）

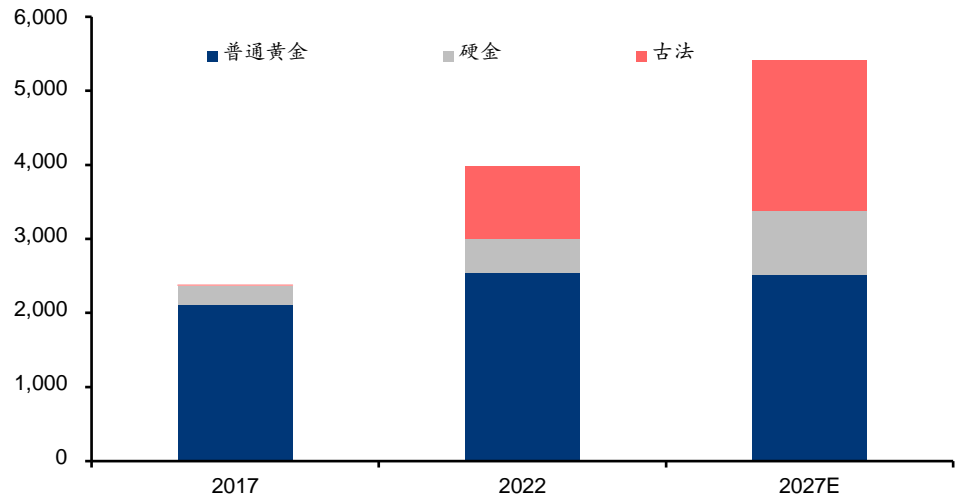


资料来源：潮宏基官网，华泰研究

18 年底、19 年初，我国开启了黄金珠宝产业的工艺升级阶段，金价是关键催化剂。18 年底开始金价上涨使得黄金对非黄产品产生挤兑，使得制造环节、品牌环节、零售环节的盈利能力均受到明显冲击，新工艺、新客群的出现恰好帮助产业缓解了盈利能力的下滑。据中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文，2017 年-2022 年，我国硬金/古法金销售市场规模 CAGR 分别为 13.9%/100.5%，3D、5G 以及古法工艺正是从 18 年起开始快速普及与渗透。

图表 13：我国分工艺黄金产品销售市场规模

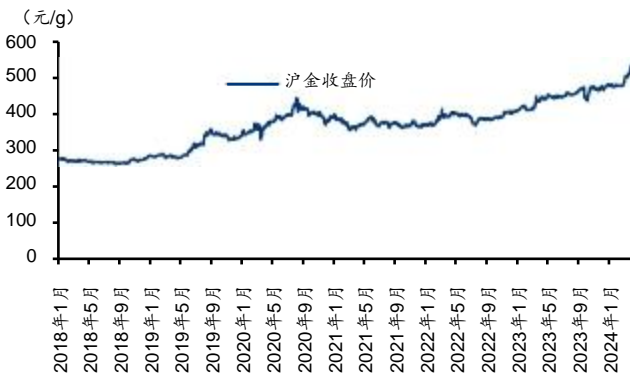
(亿元)



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文，华泰研究

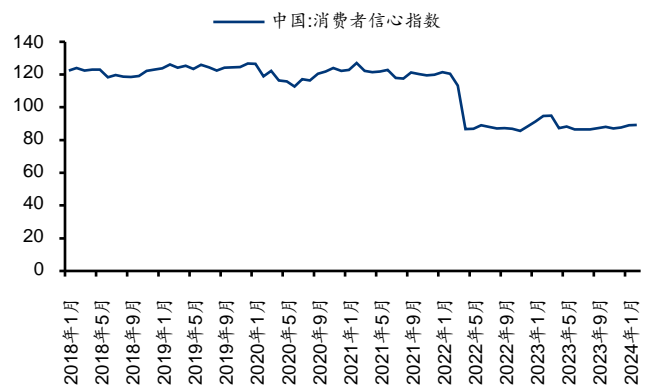
六成消费者购买黄金（足金）首饰均是考虑保值，保值的重要性在消费者信心下滑的背景下明显被强化，这也就帮助我们解释了为什么 22 年开始黄金珠宝的景气要好于化妆品、服装等可选消费。金价持续上涨激发消费者保值心理，据周大福发布的《2023 年珠宝消费趋势报告》，59%/61% 的中国内地/香港消费者购买黄金首饰是因为其具有保值价值。而宏观事件的扰动则进一步加深了消费者的避险属性，消费信心不足时保值的重要性则进一步凸显。在逆全球化、美元信用下滑及地缘政治常态化背景下，全球央行购金趋势或将大概率延续，多重因素共振下，据华泰研究所有色组 2024 年 4 月 10 日发布《“黄金”新时代，未来或突破\$3000》，金价有望在本轮 24-25 年上涨周期中突破\$3000/盎司。

图表 14：沪金 AU9999 收盘价



资料来源：上海黄金交易所，华泰研究

图表 15：中国消费者信心指数



资料来源：统计局，华泰研究

既注重品质，又注重价格是当下珠宝消费者的主要特征，我们将这种特征称作珠宝消费的“新实用主义”。据飞瓜《2023年珠宝行业社媒发展洞察》，消费者在进行珠宝消费过程中，关注的首要因素为价格，其次为品质、颜色、流行元素。女性消费者在满足日常佩饰的过程中愿意为黄金珠宝的设计、品类、多样性买单，同时，也在经济增速放缓的背景中，消费愈发理性，注重产品的价格，这并不矛盾。这种消费趋势类似1935-1950年，欧洲经济在调整阶段呈现的珠宝趋势：在珠宝设计中减少钻石的应用、更多使用较大的彩色宝石（相同/更低预算下效果更闪亮），并大量应用黄金、K金（相对保值）代替此前的铂金。

海外珠宝设计与材质更迭，体现了不同经济背景下消费者偏好的变化

我国现代珠宝业仅发展21年，设计与工艺底蕴尚浅。明清期间，我国珠宝首饰进入繁荣昌盛期，如孝靖皇后使用的金镶玉龙戏珠金簪（簪顶镶嵌宝石80多块、珍珠107颗）。明朝后，玉石在首饰中应用越来越多，特别在乾隆年间掀起翡翠热。明清后我国珠宝行业发展断档，1985年我国央行批准黄金首饰上市流通，2003年，央行停止执行包括黄金制品生产、加工、批发、零售业务在内的26项行政审批项目，标志着黄金、白银等贵金属及其制品从管理体制上实现了市场的全面开放。

图表 16：中西珠宝发展对比



资料来源：史永、贺贝《珠宝简史》（2018年出版），华泰研究

复盘欧洲珠宝近代史，设计、工艺与材质的更迭，与世界政治演变、经济发展、文化交流密不可分。从维多利亚时期，我们将欧洲珠宝发展分为5个阶段。1) 1837年至1901年，维多利亚时期，此阶段英国扩张领土，融合吸收了大量异国文化，形成了诸如新文艺复兴、自然主义、希腊、埃及、伊特鲁里亚、亚述、印度、吉普赛等风格，彩宝、钻石常作为珠宝主石设计，此阶段珠宝造型奢华、崇尚复古、注重情感的表达，多以爱和浪漫为主题；2) 1901年至1910年，新艺术运动时期，为迎接新世纪的到来，自然主义开始盛行，珠宝风格开始在大自然、动植物中吸取灵感；3) 1910年-1920年，爱德华时期，钻石与铂金等金属被大量使用，珠宝设计加入了弧线、花环，以及心形等明朗圆润的图形；4) 1920年-1935年，装饰艺术（Art Deco）时期工业化社会的快速发展以及女性的独立，使得此阶段珠宝设计色彩对比强烈，有着代表机械美学的几何造型；5) 1935年-1950年，新古典时期，经济大萧条、设计逐步简化，此阶段珠宝具备现代与古代两种审美观，典型特征是用造型矮胖、尺寸夸张的彩色宝石，并大量使用玫瑰金、绿金、黄金在珠宝设计中。

其中，1920-1935 年装饰艺术时期、1935-1950 年新古典时期具备代表性，恰好对应着“经济增长”与“经济调整”的两个不同阶段。装饰艺术本为一种建筑风格，诞生于一战与二战间的 20 世纪 20 年代，美国的城市化、工业化发展使得当时的建筑发展出一种介于古典与现代之间的折中风格，在珠宝设计中则展现出类似于工业发展中的机械美学。

图表 17：美国纽约帝国大厦（装饰艺术风格代表）



资料来源：帝国大厦官网，华泰研究

图表 18：1910-1920s 钻石铂金胸针（突出几何之美）



资料来源：V&A 博物馆，华泰研究

新古典时期则是在二战后出现的新的审美阶段，又被成为战后复古风格，在经济调整阶段的欧洲实用主义得到凸显，大量应用更为保值、性价比更高的原料。此阶段的设计大量应用尺寸较大、更为保值的红蓝宝石（由于二战导致天然宝石供给稳定性下降，人造宝石以及次贵重宝石如黄水晶、紫水晶和海蓝宝等也开始逐步盛行），造型逐步简化，并应用了更为保值的贵金属如黄金以及性价比更高的合金如玫瑰金（铜金合金），在此阶段通过不断提升铜的比例，使得珠宝呈现更艳丽的色泽的同时降低成本。

图表 19：新古典时期珠宝设计风格



资料来源：中国珠宝杂志官方公众号，华泰研究

同时，在此经济不稳定的阶段，珠宝得益于其高流通属性，古典/二手珠宝市场发展尤其繁荣。在经济大萧条时期，古董/二手珠宝市场发展反而相对繁荣，主要系经济不稳定的阶段，珠宝成为了方便携带且可快速变现的货币等价物。

产业升级背景下，珠宝高端化迎契机，同时也面临挑战

黄金品牌高端化护城河：营销、产品、服务正向循环形成的用户心智

领先品牌均有古法代表的拳头产品，同质化的竞争是难以避免的，但各品牌定位与高端产品价格段并不一定兼容。产业链上游的充分竞争使得品牌方可以合理的成本获得高工艺的产品，产品的差距则主要取决于消费者洞察与综合设计能力。以如下四款工艺相近的金镶钻吊坠为例，价格段均在 2 万元左右，但仅老铺黄金款式的价格段低于本品牌客单价。

图表 20：潮宏基臻金臻钻系列（价格 1.8 万元，高于平均客单价）



资料来源：潮宏基官网，华泰研究

图表 21：周大福国韵传承系列（价格 2.5 万元，高于平均客单价）



资料来源：周大福淘宝官方旗舰店，华泰研究

图表 22：老铺黄金如意圆满宝符（价格 2 万元，低于平均客单价）



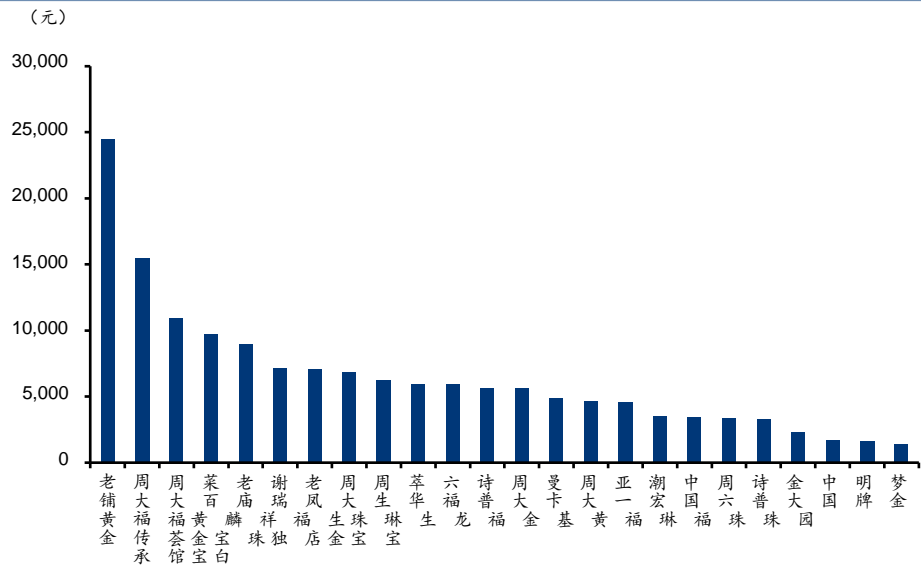
资料来源：老铺黄金淘宝官方旗舰店，华泰研究

图表 23：周生生东方古祖系列（价格 2 万元，高于平均客单价）



资料来源：周生生淘宝官方旗舰店，华泰研究

图表 24：各品牌门店客单价（取 23 年 2 月-24 年 2 月）



资料来源：久谦数据，华泰研究

高端的产品、服务、品牌是互相促进的，从结果看，护城河是持续循环形成的用户心智。从结果上看，具备差异化的优质珠宝产品是品牌高端化的基础，门店精致的装潢以及店员完善的服务能够加深消费者对产品的价值感知，在持续的营销推广之下占领消费者心智、形成高品牌溢价，品牌溢价反过来促进高价珠宝产品的销售，形成正向的循环。

从路径上看，创造力与效率是不兼容的，以加盟为主、周转驱动的商业模式与产品高端化是难以自洽的。奢侈品消费群体天然就是具有强个性特征的高端细分人群，高溢价来源于较强的情感链接（品牌综合的认同与表达）。为迎合这部分人群的个性化（与众不同）需求，产品则需要站在其他部分人群的对立面。而以加盟为主、周转驱动的商业模式主要迎合的是大众消费群体，从商业模式本身就是与高端化不易兼容的。

工艺无壁垒，持续利用工艺满足市场需求才是品牌长远发展之本

古法金普及的同时，产品逐步同质化。据弗若斯特沙利文，2017 年古法黄金珠宝占整体金饰规模的 1.3%，2022 年这一比例已提升至 24.5%，并预计 2027 年提升至 37.4%。我国领先的珠宝品牌均在古法黄金上有所布局，周大福、老凤祥进一步推出专注古法的门店店型周大福传承、老凤祥藏宝金。但伴随古法金的普及，畅销产品类型包括手镯、平安扣、无事牌、长命锁等款式已相对固定，图案如祥云、福寿字样、花竹等设计普及充分，古法金产品面临逐渐同质化的境地。

珠宝品牌高端化的难度既在于上游的充分供给带来的竞争，也有自身发展根基较弱相关。上游的充分供给、品牌间的充分竞争使得古法金打造产品系列化难度高。同时，以加盟模式、第三方供应商模式为主的品牌居多，企业基因、设计投入、生产布局、消费者洞察均较为薄弱。

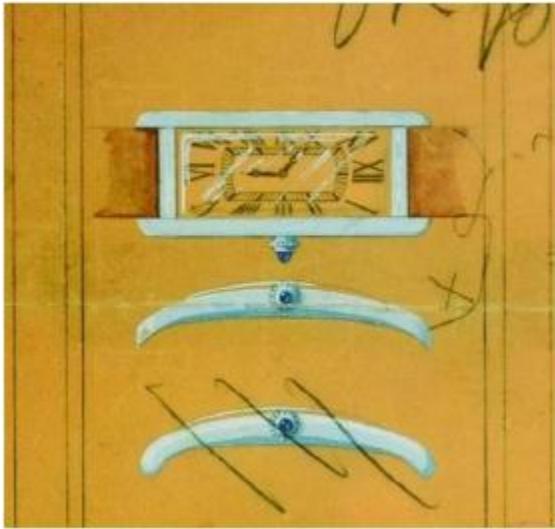
回顾卡地亚、梵克雅宝、宝格丽的历程，“产品、服务、品牌”是珠宝品牌穿透周期的解决方案，这三者是需要和谐且统一的。我们认为高端珠宝的品牌打造路径为：立足自身特色，但又不拘泥材料与工艺的选择，根据时代、经济、文化背景持续向消费者推出高质的珠宝产品。同时，通过优质的服务以及穿透力与内涵兼具的营销表达，持续提升消费者对品牌的价值感知。



卡地亚 1847 年成立于法国，以前卫的设计以及工艺的创新持续提升产品力。1888 年，卡地亚推出首款女士镶嵌珠宝的表链式腕表；1896 年，卡地亚将铂金运用于珠宝制作中；1904 年，卡地亚取代口袋怀表，发明了第一块腕表 Santos；1909 年，卡地亚取得了腕表的折叠扣专利；1911 年，卡地亚推出了卡地亚魅幻时钟，指针看似不连接机械结构、悬浮于水晶表盘之上；1912 年，卡地亚首颗长形切割钻石问世；1914 年，卡地亚在女士腕表表圈铺镶钻石和缟玛瑙，创造出美洲豹图案，这日后也成为了卡地亚的经典系列之一；1919 年，卡地亚受到首次投入战场的军用坦克简约刚劲的线条启发，推出 Tank 手表，以方形表盘构成手表主体，再增加如履带的线条，并将履带长度形成表耳，解决表耳与表体衔接的难题；1933 年，提出“隐形镶嵌术”的专利申请”。

卡地亚的工艺与设计表达统一，二者相辅相成。卡地亚致力融合美学与现代性，以 Tank 为例，放射形罗马数字时标、蓝钢指针、轨道式分钟刻度环、履带垂直表耳、表冠上的凸圆蓝宝石，均为当时设计背景下的元素，通过有机融合，成为经典的产品。卡地亚也是“装饰艺术风格”的先行者，在珠宝上运用明亮色彩和个性化几何造型。

图表 25：1935 年的 Tank 设计图



资料来源：卡地亚官网，华泰研究

图表 26：卡地亚高级珠宝



资料来源：卡地亚官网，华泰研究

同成立于法国的珠宝品牌梵克雅宝以隐密式镶嵌工艺闻名，梵克雅宝 1933 年获得该技术专利，该工艺采用全新的宝石镶嵌方式，将红宝石、蓝宝石、祖母绿和钻石等珍贵宝石经过精心切割，使得每颗宝石可独立镶嵌于直径不到 2 毫米的精细金属镶座中，打造出珠宝的立体感，却不显露出金属线条/镶爪的表面。

图表 27：梵克雅宝隐密式镶嵌工艺



资料来源：梵克雅宝官网，华泰研究

图表 28：梵克雅宝高级珠宝



资料来源：梵克雅宝官网，华泰研究

梵克雅宝设计语言的表达与当时的时代背景密不可分。1922年，图坦卡蒙陵墓被挖掘，欧洲掀起了东方主义的浪潮，梵克雅宝以东方异国情调为灵感，融合中国、日本、印度风格，创造出异国情调珠宝。1941年，随着工业革命发展，为打开北美市场，梵克雅宝打造了首款芭蕾舞伶和仙子胸针。1954年，战后欧洲皇室消费力下滑，为打开大众市场，梵克雅宝推出了价格亲民、适合日常佩戴的动物胸针。

图表 29：梵克雅宝 20 世纪 20 年代推出的东方风格珠宝



资料来源：梵克雅宝官网，华泰研究

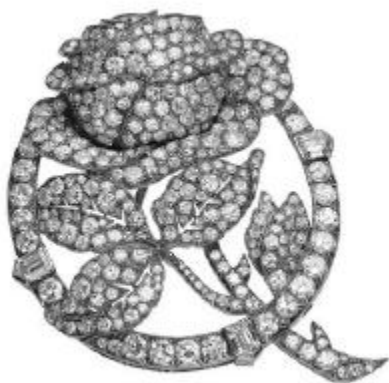
图表 30：梵克雅宝 1954 年推出的趣味动物胸针



资料来源：梵克雅宝官网，华泰研究

意大利宝格丽与卡地亚、梵克雅宝不同，二战后跳出传统法国学院牌的严谨风范，融合希腊与罗马古典主义。宝格丽 1884 年由希腊银匠帝里欧·宝格丽在罗马创立，在 19 世纪末、20 世纪初，宝格丽一度以英国文豪狄更斯小说名“Old Curiosity Shop”取为店名，以此吸引英美游客。二战前，宝格丽与其他法国品牌一样，推崇装饰风艺术风格，利用当时的工艺与丰富材料与现代主义风格结合，硬直的几何图形是典型特征，宝格丽早期的高级珠宝也反映出强烈的法国传统学院的设计理念，将铂金、钻石与几何风格化的装饰艺术设计相融合；二战后，20 世纪 40 年代开始，宝格丽意式风格逐步强烈，使用黄金代替铂金作为钻石首饰的外层（实用主义），并以不同色调黄金点缀半宝石。

图表 31：宝格丽装饰艺术风格杰作（20 世纪 20 年代）



资料来源：宝格丽官网，华泰研究

图表 32：宝格丽单夹胸针（20 世纪 40 年代）



资料来源：宝格丽官网，华泰研究

宝格丽在风格演绎下凭借不断精进工艺，完成了不同审美周期的穿越。20世纪40年代末，受装饰艺术启发，宝格丽捕捉到煤气管工艺时尚气息，在腕表表链中引入 Tubogas 工艺（将两根片状金属条围绕一根棒状“核心”包覆，使得金属条边可以完全无焊接）。罗马帝国时代，蛇通常被人们绘制在住宅墙壁上，当做守护神祈求护佑。宝格丽弱化装饰艺术风格，开始强化古罗马文化内核，20世纪60年代，宝格丽首款 Serpenti 项链推出，便是在 Tubogas 工艺的蛇身基础上覆盖了手工打造的多彩珐琅蛇鳞，至今 Serpenti 仍然是宝格丽最经典的产品系列之一。

图表 33: 宝格丽 SERPENTI TUBOGAS 腕表



资料来源：宝格丽官网，华泰研究

图表 34: 宝格丽以灵蛇为主题融合了 TUBOGAS 工艺打造的高级珠宝



资料来源：宝格丽官网，华泰研究

黄金产品高端化易陷入“金价上涨”陷阱，缺乏维护产品稀缺性

品牌的高端化需持续打造产品的“稀缺性”，核心环节在于供给端，需求端则通过“限购”、“配售”、专供”等规则强化稀缺性，这是我国珠宝品牌的薄弱环节，尚未打造丰富的“高级珠宝矩阵”。高级珠宝的贡献不仅在销售层面：一方面，高级珠宝设计突出强调品牌自身的设计理念与风格，帮助树立品牌之间的差异化；另一方面，也为旗下其他产品树立较高的“价值锚”、从而促进其他产品的销售。同时，高级珠宝也带有话题性，为营销传播提供载体，帮助提升品牌影响力。

图表 35: Harry Winston Hope 系列高级珠宝（强调原料稀缺）



资料来源：Harry Winston，华泰研究

图表 36: 宝诗龙 Ailleurs 系列高级珠宝（强调品牌风格）



资料来源：周生生淘宝官网旗舰店，华泰研究



黄金产品高端化则易陷入“金价上涨”陷阱，缺乏对稀缺性的维护。根据长泽伸也《路易威登的秘密》，定位高端的奢侈品牌需严格控制生产量，并通过定期的涨价行为使得“后买的消费者价格比先买的贵”，以此来提升消费者的购买体验。黄金产品由于金价实时变动，且2018年底至今金价整体呈上涨态势，导致高端黄金品牌并不需要刻意去维护品牌的价格体系。一定程度上会掩盖“产品稀缺性的维护”、“产品系列的持续迭代”、“工艺的不断升级”方面的不足。若金价下跌，则黄金产品高端化或遇到阻力。

周大福多举措提升品牌调性，潮宏基以花丝为着力点突出差异化

周大福通过差异化的店型满足不同人群需求。周大福时尚店面向大众消费群体，精致店店型与时尚店相近，店型更小、选址更灵活。周大福荟馆是主品牌旗下的高端门店，荟集东西方文化的精选珠宝品牌与设计师系列，钻石、彩宝、K金、古法黄金产品布局全面。周大福传承门店同样定位高端，与荟馆不同的是，传承门店主要销售古法黄金产品，定位与老铺黄金相似。

图表 37：周大福荟馆店



资料来源：深圳万象天地官方公众号，华泰研究

图表 38：周大福传承店



资料来源：周大福官方微博，华泰研究

周大福传承系列注重古法，人生四美系列聚焦“金镶钻”工艺。周大福传承系列持续推出不同产品线，FY23 传承系列销售占内地黄金销售约 40%；人生四美则将 T-mark 钻石镶嵌于黄金之中，自 22 年 7 月推出后需求持续增加。

图表 39：周大福传承系列



资料来源：周大福官网，华泰研究

图表 40：周大福人生四美系列



资料来源：周大福天猫旗舰店，华泰研究

周大福围绕产品升级、品牌升级持续进行投入。2024年3月，周大福在上海沙美大楼举办主题为超越时光的天然钻石展，与珠宝艺术家陈世英合作的珠宝系列压轴登场。其中作品“裕世钻芳华”主石为24颗DIF内部纯净无瑕、足色全美钻石，全部由周大福于2010年成功竞投得的珍稀——507.55卡IIA级「库里南遗产」钻石毛坯所制作。通过高级珠宝的推出与展示，周大福持续提升自身的综合产品力以及影响力。

图表 41：周大福超越时光天然钻石展



资料来源：周大福官网，华泰研究

图表 42：周大福与珠宝大师陈世英合作的珠宝



资料来源：周大福集团董事会副主席郑志雯公众号，华泰研究

潮宏基则更侧重工艺的传承，重点布局“花丝”工艺。区别于现代制金工艺，古法黄金产品工艺相对复杂，包括花丝、篆刻、搂胎、锤揲、镶嵌、修金。潮宏基2009年成立花丝镶嵌工作室，为花丝传承事业培养了近百名年轻的优秀工匠；2014年启动“花丝工艺保护项目”。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，并每年推出四到五个花丝系列产品，助力传统技艺与现代设计的融合。2022年，潮宏基宣布品牌形象升级，在设计中将花丝和品牌进行深度融合，并官宣唐艺昕为代言人。

图表 43：潮宏基纯手工编制的花丝风雨桥产品系列



资料来源：潮宏基官方公众号，华泰研究

图表 44：潮宏基著名花丝工艺品“花丝风雨桥”



资料来源：潮宏基官网，华泰研究

以花丝为着力点，潮宏基在店型升级、创意营销、跨界联名方面持续突破。潮宏基2024年1月推出了非遗花丝概念店，以传统经典纹样枣花锦为主元素覆盖门店，并弱化销售场景，采用类似美术馆的展示动线，营造浓厚的非遗花丝文化主题氛围的基础上，实现品牌形象与格局的概念化升级。同时，潮宏基持续突破自身边界，以花丝为着力点，跨境星巴克推出花丝星享卡、联名花西子打造一生锁爱足金坠链，以及与B站UP主合作，打造了花丝工艺与现代工业结合的花丝空间站作品。



图表 45：潮宏基花丝概念店



资料来源：潮宏基官方公众号，华泰研究

图表 46：潮宏基与 UP 主合作款——花丝空间站作品



资料来源：潮宏基官方公众号，华泰研究

图表 47：潮宏基与星巴克联名——花丝星享卡



资料来源：潮宏基官方公众号，华泰研究

老铺黄金：定位中国古法手工金器，是我国高端珠宝的新锐代表

老铺黄金立足古法工艺发展十余年，已成长为我国高端珠宝的代表品牌。老铺黄金创立于2009年。据公司官网，老铺黄金是我国率先推广「古法金」概念的品牌，也是我国古法手工金器的代表品牌。品牌核心价值为传承中国宫廷古法制金工艺，执守产品原创设计，潜心打制经典、极致、传世的黄金产品。据胡润研究院2023年3月《2023胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，老铺黄金上榜高净值人群最青睐的十大珠宝品牌。

据弗若斯特沙利文，老铺黄金为古法黄金行业的先行者和领导者。老铺黄金通过传统的手工方法制作珠宝，部分工艺如花丝镶嵌、金银错为国家级非物质文化遗产。截至23H1，老铺黄金已开发近千种产品，拥有976项产品著作权，产品覆盖日常佩戴的饰品、供装饰把玩的摆件以及供收藏或使用的金器。

图表 48：老铺黄金金饰产品



资料来源：老铺黄金官网，华泰研究

图表 49：老铺黄金金器产品



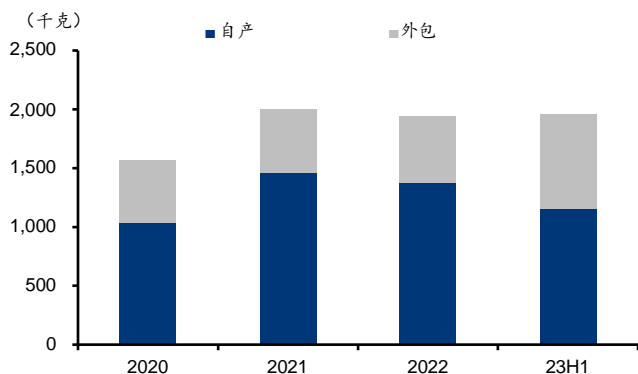
资料来源：老铺黄金官网，华泰研究

产品：自产为主，代工为辅，加工工费较高

老铺黄金产品以自产外主、外包为辅。老铺在湖南岳阳有一间工厂，工厂于2018年开业，生产区总建筑面积约1.5万平方米。截至23H1，工厂员工人数为218人。2022年，老铺黄金自有产能1.48吨/年，实际产量1.37吨，占当年销量的70.8%，剩余29.2%为委外生产。

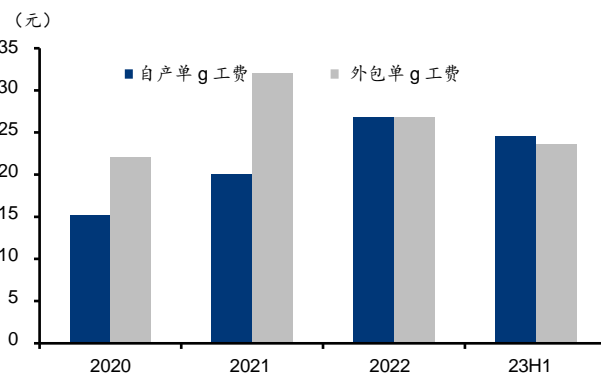
老铺黄金自产与委外的工费属于业内较高水平。以老铺黄金2022年为例，自产/外包加工黄金平均单g工费均为26.8元（工费因和黄金价格、人力成本正相关）。对比国内一线品牌中国黄金（22H1金饰出厂价平均工费4-5元），属于业内较高水平。

图表 50：老铺黄金自产/外包产量（仅计算黄金部分）



资料来源：老铺黄金招股说明书，华泰研究

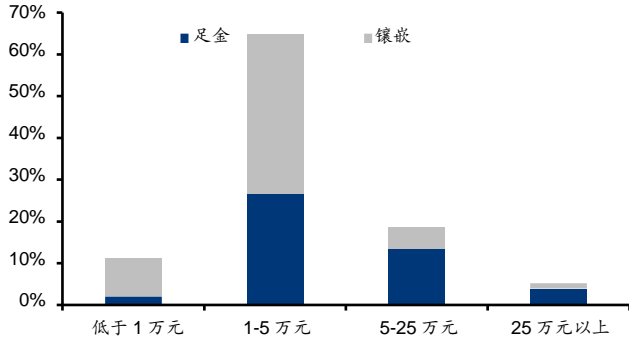
图表 51：老铺黄金自产/外包单g加工工费成本



资料来源：周生生淘宝官网旗舰店，华泰研究

产品价格段多集中在 5 万元内，也有少量 5-25 万以及超 25 万以上的款式。23H1，公司 1-5 万元价格段产品占销售合计 64.7%，其中足金产品 26.6%、镶嵌 38.1%。超过 25 万元的通常为定做的金器，比如金碗、金佛、金壶等。

图表 52: 23H1 老铺黄金不同价格段售价占比



资料来源：老铺黄金招股说明书，华泰研究

图表 53: 老铺黄金定制金器



资料来源：老铺黄金招股说明书，华泰研究

门店：装修典雅古朴，抢占核心物业

老铺黄金以经典、雅致的中国文房场景作为主题打造门店。老铺黄金整体的装修风格为明式书房风格，家具、灯光、商品陈列都以此为统一主题。基于品牌定位打造场景，有助于帮助提升消费者的购物体验，并使消费者获得对于品牌更立体的感知。以世界知名的珠宝与腕表品牌 HARRY WINSTON 为例，其主要通过漆面古董家具、标志性的水晶灯、丝绸感饰面打造更为静谧的私邸氛围。

图表 54: 老铺黄金南京德基店（文房）



资料来源：南京德基官方公众号，华泰研究

图表 55: HARRY WINSTON 门店形象（私邸）



资料来源：HARRY WINSTON 官网，华泰研究

老铺黄金抢占了我国核心的高端物业。截至 2023 年 11 月 3 日，老铺黄金通过直营模式在我国一线及新一线开设了 29 家门店；并且，根据弗若斯特沙利文，截至 2023 年 11 月，老铺黄金已进驻全国前 10 的高端百货商城（分别为北京 SKP、南京德基、北京国贸、上海国金中心商场、上海恒隆、杭州大厦、杭州万象城、西安 SKP、广州太古汇和成都国际金融中心）中的 8 家，覆盖率与蒂芙尼、尚美 Chaumet 相当。

图表 56: 各珠宝品牌在中国十大高端购物中心覆盖率

珠宝品牌	前十高端购物中心覆盖率 (截至 23 年 10 月)
宝格丽	100%
卡地亚、梵克雅宝、斐登	90%
老铺黄金、周大福、蒂芙尼、尚美	80%
周生生	70%
Qeelin、何方珠宝、宝狮龙、APM	60%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰研究

单店模型出色, 若参考 23H1 动销, 4 个月可完成现金回本

单店看, 老铺黄金约 1 个月达盈亏平衡, 5 个月完成现金回本。据老铺黄金招股说明书, 2020-2022 年期间存续的 15 家门店中, 有 14 家保持盈利, 这些门店平均达盈亏平衡的时间为 1 个月。其中盈利的 14 家回本 (收回装修费、不包含存货投入) 周期约为 5 个月。

23H1, 老铺黄金销售额过亿的门店有 3 家, 5 家明星门店中有 4 家门店月坪效超 10 万/平米。据招股书, 23H1, 老铺黄金北京 SKP、南京德基、沈阳万象城门店销售额过亿, 南京德基、沈阳万象城、西安 SKP 门店月坪效均超 10 万元。23H1, 公司 21 家可比门店店销超 1 亿元, 同店销售增长达 97.5%。

图表 57: 老铺黄金单店模型

老铺黄金 (以23H1为基础进行年化)			
万元	年体量	/销售	备注
单店销售	20,000	100%	按23H1网店超1亿元, 假设全年翻倍 按照招股中前五门店面积平均
面积	108		
月坪效	15.4		
毛利	8,331	42%	参考23H1, 按照利润表分析
销售薪酬	1,050	5%	
购物中心扣点及分铺	949	5%	
租金	564	3%	
折旧摊销	631	3%	
营销费用	157	1%	
电费、税费及附加	175	0.9%	
前端利润	5,755	29%	
毛利率			参考23H1
镶嵌		46%	
一口		37%	
投资模型			
装修投入	1,894		按照3年折旧倒推 仅考虑制成品 按照销售结构假设 按照销售结构假设
铺货	2,100		
镶嵌		1,128	
足金		972	
开店投入	3,995		
回本周期 (月)	3.9		不考虑租金押金, 仅假设收回装修费
门店ROE	160%		
门店备货月数	2.2		
门店存货周转次数	5.6		

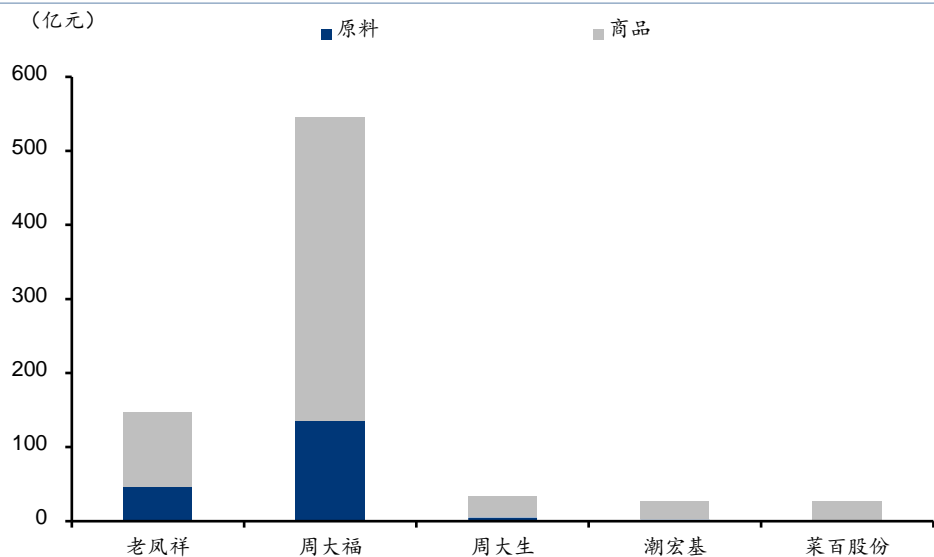
资料来源: 老铺黄金招股说明书, 华泰研究

新实用主义背景下，看好兼具品牌调性与性价比的珠宝龙头 金价上涨提升品牌盈利，短期建议从资产端看对品牌影响

金价短期变化对批发端、销售端的影响复杂，若考虑批发/零售间的时间差，金价的波动使得对毛利率的判断也变得复杂。金价短期的波动共有四个情景：金价快涨、金价慢涨、金价快跌、金价慢跌，叠加对内盘金价（上海金现）、外盘金价（伦敦金现）预期的判断差异，对黄金产品的批发、零售影响十分复杂，无法做出准确的判断。

金价的变化对存货价值的影响是相对确定的，金价上涨、则存货实际价值上涨。公司报表中存货包括两类产品：黄金原料与黄金产品。通常，拥有自有工厂、自营门店占比高的品牌存货较多。反之，主要采用 ODM/OEM 加工方式的品牌则较少采购黄金原料，或者采购原料通常快速交给代工厂进行生产；自营门店占比低、加盟门店占比高的品牌则大部分黄金产品均掌控在渠道商处，体内拥有的黄金产品较少。其中，周大福的类直营模式属于特例，尽管类直营模式下的门店本质仍为加盟店，但直至零售至消费者、存货才销售出表，因此类直营模式占比高的门店同样拥有较多的黄金产品存货。

图表 58：代表珠宝品牌 22 年末黄金存货



注：周大福取截至 FY23 末数据，港币：人民币取 0.92：1
资料来源：Wind, 华泰研究

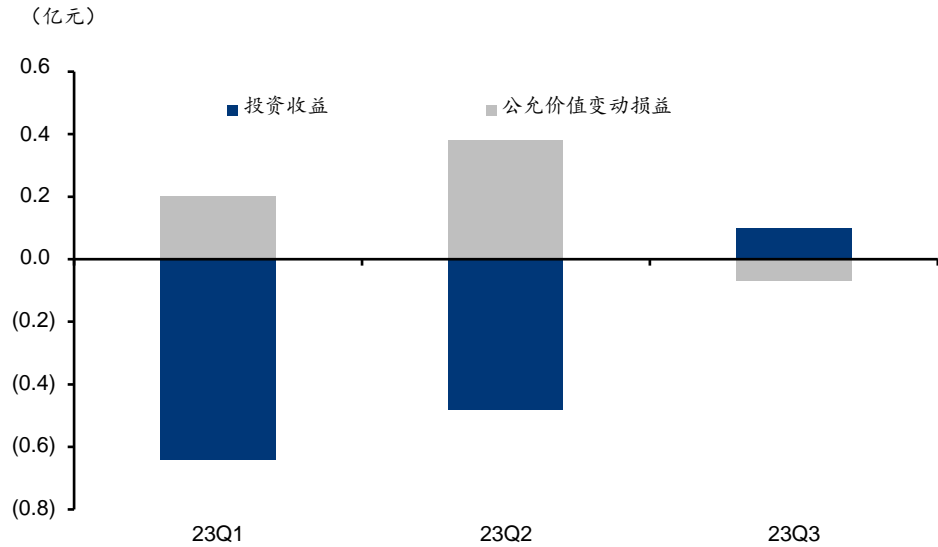
黄金租赁本质是融资行为，有助于品牌对全年现金流做平滑。我国上市的珠宝品牌以加盟模式为主，每年销售旺季集中在春节、劳动节、国庆节前后，因此节前会有较大额度的备货，通常珠宝品牌会采用黄金借贷的方式向银行借入黄金。若金价上涨，则企业向银行归还黄金会产生更高的成本；若金价下跌，则企业能够以更低的成本买入黄金。

由于 2019 年金价整体持续上涨，为对冲黄金租赁带来的损失，部分珠宝品牌会签订“T+D”合约。T+D 合约黄金远期合约，企业通常需缴纳一定的手续费以及一定额度的保证金（通常是合约锚定的黄金量的 1/10）。黄金 T+D 合约则可视作“黄金产品的多头合约”，金价上涨时可抵消黄金租赁带来的金价价差损失。

映射至利润表，黄金租赁与黄金 T+D 合约通常反映在公允价值变动损益、投资收益（若 T+D 覆盖的黄金敞口超过黄金租赁，则还需考虑现金流量套保，即珠宝企业为未来可能发生的借贷进行提前的套保，会计处理上视为现金流量套保而非公允价值套保，通常收益体现在其他综合收益）。假设黄金租赁与黄金 T+D 产生的时间与价格匹配，两者间仅只有合约覆盖的黄金量的差异，若黄金租赁覆盖的黄金量超过黄金 T+D 合约的，则两合约产生的仍“净空头”，因此在利润表上，“公允价值变动+投资收益”净额通常与金价走势负相关。

以老凤祥、菜百为代表，23Q3 黄金 T+D 合约对冲了黄金租赁带来的“金价上涨、合约亏损”的风险。其中，老凤祥 23Q1-Q3 逐步提升了黄金 T+D 合约的占比，使得“投资收益+公允价值变动损益”逐渐提升；菜百股份则因黄金 T+D 合约覆盖的黄金量多于黄金租赁，持续产生套期储备余额（简单可理解为，为预期黄金原料采购交易量形成的套期），23Q1-Q3，菜百股份现金流量套期储备增加 778 万元。

图表 59：老凤祥 23Q1-Q3 投资收益与公允价值变动损益

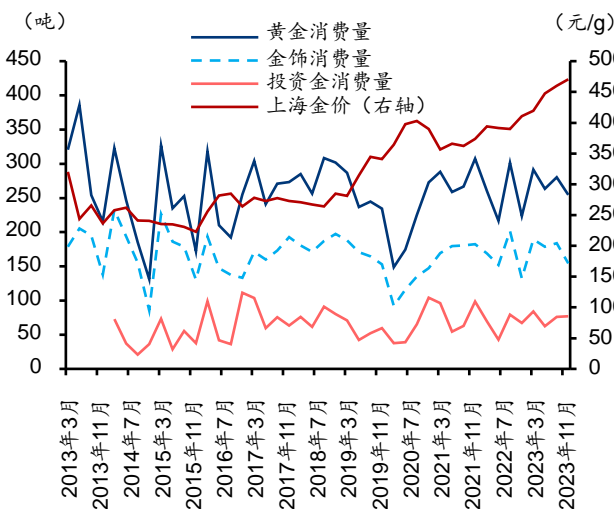


资料来源：Wind，华泰研究

但 3 月初以来的金价快涨非常规，易造成流通环节的停滞

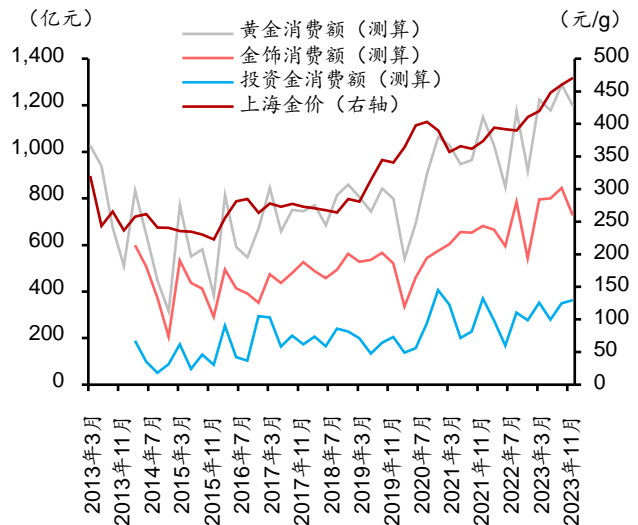
以季度为单位进行分析，13 年以来金价对黄金消费额、金饰消费额、投资金（金条与金币）消费额均为正相关。经测算，13-23 年，黄金消费量、金饰消费量、投资金消费量与金价的相关系数分别为 -0.02、-0.16、+0.19；黄金消费额、金饰消费额、投资金消费额与金价的相关系数分别为 +0.79、+0.74、+0.66。金价的快涨对金饰消费量、消费额会产生抑制作用，但当金价企稳，金价对金饰消费量的抑制将会减弱，对消费额整体呈促进作用。

图表 60：金价与黄金品类消费量的相关性



资料来源：Wind，华泰研究

图表 61：金价与黄金品类消费额的相关性



资料来源：Wind，华泰研究

回顾本轮金价上涨，3月以来金价对居民的金饰消费是明显的抑制作用的。金价涨跌对消费者的决策影响相对复杂，需结合金价（快/慢）涨跌以及金价的涨/跌预期综合考虑。回顾2024年3月初至4月19日的上海金价（Au9999）走势，金价快涨超1个月，且日内振幅最高达17元（4月12日），这对消费者的需求是明显抑制的。以金手镯为例，通常金镯子畅销款克重在30g上下，日内仅基础金价波动就达510元。消费者在此阶段会产生明显的观望情绪。据统计局数据，3月我国限额以上企业黄金珠宝零售额同比增长仅3.2%，显著慢于1-2月的同比增速5.2%。

3、4月的动销放缓对上市公司短期业绩或造成不利影响。3、4月份动销放缓对直营门店的负面影响明显。同时，3月、4月分别也是春节假期后补货、劳动节假期前备货的关键阶段。若加盟门店动销放缓，则会减少补货，与消费者类似进行观望，对品牌Q1、Q2业绩或造成负面的影响。

但看涨情绪下，我们认为销售有望伴随金价增长放缓或调整逐步回暖。在逆全球化、美元信用下滑及地缘政治常态化背景下，我们对金价呈乐观态度。若金价增长放缓或调整，则终端动销有望恢复。

另外，金价的急涨也加速了行业的出清，尤其是投机的生产商、品牌商、零售门店。本轮金价上涨使得投机型运营者或出现“获利了结”的行为，卖出黄金后进行获利。但金价的快速上涨使得这部分参与者补货难，导致了部分投机型的参与者被出清，这有利于行业的发展。

水贝模式进一步加速渠道出清，看好综合实力领先的龙头品牌

“水贝模式”对相对弱勢的连锁珠宝品牌的冲击不可小觑，本质上反映的是加盟模式为主的珠宝品牌的供应链把控较弱。“水贝模式”即产业带直销模式，又可称为批发零售模式，顾名思义，部分无品牌商家在我国珠宝产业带深圳罗湖水贝进行采购后，直接向消费者销售商业模式。我们从三个维度对比水贝模式下的批发零售店与相对弱勢的黄金珠宝品牌门店：产品方面，相对弱勢的连锁黄金珠宝品牌门店大部分产品均从水贝各批发展厅采购，与水贝模式下的批发零售店基本是一盘货，且批发零售店的SKU相对于连锁黄金珠宝品牌要相对更多；渠道方面，连锁黄金珠宝品牌整体运营要强于批发零售店，后者甚至并无实体店；价格方面，由于加盟费、租金、人工等费用较高，连锁黄金珠宝品牌的价格要显著高于批发零售店。

图表 62：水贝金座负一楼西区零售柜台



资料来源：寰球珠宝网（公众号），华泰研究

水贝模式冲击以及龙头增加促销力度的背后是消费者日趋理性。黄金产品相对其他可选消费/饰品品类相对特殊，商品的成本相对透明，使得品牌打造溢价难度高。古法金的工艺与传统黄金加工难度和成本相当，在品类导入阶段、享受一定的工艺溢价，但伴随产品的普及，溢价逐步减少。水贝模式更是进一步消除了部分品牌与消费者间的信息不对称。

我们看好兼具调性与性价比的珠宝龙头。水贝模式以及竞争冲击对品牌而言，机遇多于挑战，有望驱动品牌进行产品升级。“原创”、“自研”新品类成为品牌发展的新抓手。周大福通过多品牌、多店型覆盖大众人群的同时，持续实现品牌力的升级。潮宏基以花丝为抓手，不断深化消费者心智，并在店型、产品、营销方面多点发力提升品牌调性。周大生通过提升自有 IP 占比，推出如国家宝藏、莫奈、梵高、宝可梦等系列产品提升产品文化内涵与溢价；老凤祥也重点发展 3D、5G、古法金、彩宝镶嵌类等科技含量高、品牌辨识度高、产品附加值高的“三高”产品。重点推荐老凤祥、潮宏基、周大生、周大福。

图表 63：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
老凤祥	600612 CH	买入	83.55	84.83	43,706	3.25	4.23	4.99	5.77	25.71	19.75	16.74	14.48
潮宏基	002345 CH	买入	6.46	9.00	5,740	0.22	0.45	0.55	0.65	29.36	14.36	11.75	9.94
周大生	002867 CH	买入	18.12	21.76	19,858	1.00	1.27	1.44	1.58	18.12	14.27	12.58	11.47
周大福	1929 HK	增持	10.40	14.11	103,872	0.67	0.54	0.83	0.96	15.52	19.26	12.53	10.83

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表 64：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
老凤祥 (600612 CH)	<p>2023 年营收同比增长 13.4%，归母净利润同比增长 30.2%，维持买入</p> <p>3月4日公司发布业绩快报，公司2023年实现营收714.4亿元，同比增长13.4%；实现归母净利润22.1亿元，同比增长30.2%。其中23Q4，公司实现营收93.7亿元，同比下滑1.0%，我们认为主要系黄金交易业务增长拖累所致；实现归母净利润2.5亿元，同比下滑27.3%，我们认为主要系公司批发业务较快增长、销售费用增加所致。考虑到2024年珠宝行业价格竞争进一步加剧，我们下调了公司2024年营收至827亿元（前值872亿元），归母净利润至26.1亿元（前值27.7亿元），参考wind可比公司一致预期13.5xPE，考虑到公司于2024年进一步推行职业经理人制度在上市公司层面的落地，有望提升公司整体经营活力，且沪金价格上涨对公司股价也有所催化，我们给予公司2024年17xPE，目标价84.83元（前值78.37元），维持买入评级。</p> <p>风险提示：金价波动、行业竞争进一步加剧、职业经理人制度落地不达预期。</p> <p>报告发布日期：2024年03月05日</p> <p>点击下载全文：老凤祥(600612 CH,买入)：23 全年归母净利润同比增长 30%</p>
潮宏基 (002345 CH)	<p>公司23Q3归母净利润1.04亿，符合此前预期，维持买入评级</p> <p>公司10月30日公布三季报，营收同比增长23.7%至14.9亿元，归母净利润同比增长23.4%至1.04亿元，略超我们此前三季报前瞻的0.93-1.02亿元。尽管23Q3珠宝销售景气有所波动，且22Q3公司收入与利润基数较高，但公司仍保持较快的收入与利润的增长。我们小幅上调了公司23-25年归母净利润预测至4.04、4.88、5.81亿元（前值3.95、4.84、5.79亿元），主要考虑到公司品牌使用费伴随品牌力提升有望上涨，参考可比公司2023年Wind一致预期15.2xPE，考虑公司门店基数低、成长潜力大，给予公司23年20xPE，目标价9.00元（前值8.80元），维持买入评级。</p> <p>风险提示：行业竞争加剧、消费信心转弱、品牌使用费提升不达预期。</p> <p>报告发布日期：2023年10月30日</p> <p>点击下载全文：潮宏基(002345 CH,买入)：潮宏基 Q3 归母净利润略超预期</p>
周大生 (002867 CH)	<p>23Q3 公司扣非归母净利润同比增长 12.4%，电商保持高成长，维持买入</p> <p>周大生发布三季报，2023 Q3 实现营收 44.2 亿元 (yoy+15.2%)，归母净利润 3.6 亿元 (yoy+2.9%)，扣非归母净利润 3.5 亿元 (yoy+12.4%)。公司归母净利润表现较差主要系镶嵌产品的进一步下滑以及政府补助减少所致。但分渠道看，公司线上渠道保持高增长，线下渠道也重回拓张节奏、净开店数量同比翻倍，因此我们上调了公司23-25年归母净利润至14.0、15.8、17.3亿元（前值13.2、14.9、16.6亿元），参考Wind可比公司2023年一致预期17xPE，给予公司2023年17xPE，目标价21.76元（前值21.78元），维持买入评级。</p> <p>风险提示：婚庆需求释放不及预期，黄金价格大幅波动，省代开店不达预期。</p> <p>报告发布日期：2023年10月31日</p> <p>点击下载全文：周大生(002867 CH,买入)：扣非归母净利润同比保持双位数增长</p>
周大福 (1929 HK)	<p>FY24H1 内地销售压力较大，港澳表现积极</p> <p>公司披露FY24中报，FY24H1实现收入495.26亿港元，同比+6.4%，实现核心经营利润59.89亿港元，同比+37.7%，归母净利润45.54亿港元，同比+%，每股派息0.25港币。我们暂维持公司FY24-26EPS，预测值为0.83/0.96/1.07港币。截至11月23日，根据Wind一致预期，2023年行业可比公司平均PE为14.3倍，我们看好线下消费恢复常态的情况下，公司更为专注于增强长期可持续发展的经营策略，并提升盈利水平，给予公司2023年17倍PE，目标价14.11港币（用24财年数据计算，前值15.77港币，对应24财年19倍PE），维持“增持”评级。</p> <p>风险提示：黄金需求低迷，业务拓展不及预期，金价波动，汇率波动。</p> <p>报告发布日期：2023年11月23日</p> <p>点击下载全文：周大福(1929 HK,增持)：FY24H1 盈利水平提升显著</p>

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表 65: 报告提及公司一览

	公司代码	公司简称	公司代码
历峰集团 (卡地亚、梵克雅宝)	CFR SW	周大生	002867 CH
开云集团 (宝诗龙、Qeelin、Fred)	KER FP	老凤祥	600612 CH
LVMH 集团 (宝格丽、Chaumet)	MC US	周大福	1929 HK
斯沃琪集团 (Harry Winston)	UHR SW	周生生	116 HK
菜百股份	605599 CH	何方珠宝	未上市
潮宏基	002345 CH	APM	未上市
中国黄金	600916 CH	老铺黄金	未上市

资料来源: 彭博, 华泰研究

风险提示

金价高位震荡: 金价快涨与快跌都会抑制终端消费, 当下国际金价屡创新高、处于历史较高位置, 且日内振幅较大, 或终端消费或产生不利影响。

经济增速放缓: 金饰尽管有保值属性, 但仍属于高端可选消费, 若经济增速放缓, 或对终端零售产生不利影响。

市场竞争加剧: 黄金珠宝行业产品日趋同质化, 价格竞争加剧, 品牌盈利能力或因竞争承压。

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、张诗宇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林寰宇、张诗宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：预计行业股票指数超越基准
- 中性：预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：预计股价超越基准15%以上
- 增持：预计股价超越基准5%~15%
- 持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国：华泰证券股份有限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：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东（纽约10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件：Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心1号大厦，#08-02，新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司