贵金属价格与珠宝板块机会研究框架 20260906

黄金珠宝行业：K 型分化下的产品溢价与利润弹性分析

摘要

- 竞争要素由渠道转向“产品+品牌”，行业呈现 K 型分化：高端市场与投资类产品增长，传统克重类饰品需求下滑。
- 2024-2025 年行业集中度因金价高企导致下沉市场份额流向白牌而下行，但一二线高端市场向头部品牌集聚。
- 定价模式从“金价+加工费”向品牌溢价跃迁；周大福一口价产品占比翻倍，老铺黄金通过古法金实现高端化。
- 金价上涨对利润弹性影响排序：周生生 > 六福 > 周大福 > 曼卡龙；直营占比高、周转慢、先进先出法的企业弹性更大。
- 周大生、潮宏基等加盟模式企业通过指定外部供应商规避金价波动风险，利润主要取决于销售量而非金价弹性。
- 股价核心驱动力为业绩与产品周期而非金价；当前板块估值处于历史低位（PE 约 10 倍），部分港股标的股息率超 10%。
- 风险点：金价短期急涨可能抑制消费需求导致存货积压，如菜百股份在金价下跌或急涨期收入端相对承压。

Q&A

黄金珠宝行业近年来的竞争格局演变呈现出哪些阶段性特征，核心竞争壁垒发生了怎样的转变？

黄金珠宝行业的发展呈现出显著的阶段性特征，核心竞争壁垒随之演进。在上海黄金交易所成立前，行业以牌照为核心竞争优势，老字号品牌如菜百股份、老凤祥、老庙等具备较强壁垒。2002 至 2003 年，随着上金所建立及相关审批限制放开，行业竞争要素从“牌照为王”转变为“渠道为王”。自 2023 年以来，竞争要素进一步向“产品与品牌为王”演变。 2024 年以来，金价持续走高加剧了市场分化。投资类和高工艺饰品品类增长较快，而传统的、同质化程度较高类黄金首饰需求量则持续下滑。在监管趋严的背景下，合规的头部品牌受部分传统渠道龙头因门店收缩导致份额下滑。与此同时，依托产品优势的

人在草木间

老铺黄金、潮宏基等实现了市占率提升，而菜百股份则凭借税收新政优势带动了金条销售增长。 一个值得注意的趋势是，根据欧瑞咨询的数据，2024 年和 2025 年黄金珠宝行业的整体集中度出现下行。这与此前十年因头部品牌渠道扩张带来的集中度持续上行形成对比。近两年的集中度下降，主要原因是金价快速上涨导致下沉市场对价格更为敏感，部分份额回归至中小品牌或白牌。头部品牌则在战略上逐步减少对极度价格敏感的下沉市场的关注，转而聚焦于一、二线城市的高端市场。因此，虽然整体集中度下降，但在高端市场，如周大福、周生生、六福集团等港资品牌，以及老铺黄金、潮宏基等内资新兴品牌，市场份额反而有所提升。

在当前以产品和品牌为核心的竞争环境下，头部企业采取了哪些具体策略，并取得了怎样的成效？

面对竞争格局的转变，头部企业已将战略重心从渠道拓展转向产品设计、研发与品牌打造，并重点布局核心城市的优质点位。品牌印记化产品成为核心策略。 老铺黄金在产品升级方面表现突出，其早期推出的古法金及金镶钻等创新系列取得了显著成功。六福集团在 2024 年底通过签约代言人陈毅并推出核心的“冰钻”系列，获得了市场的积极反响。周大福自 2025 年起逐步转向一口价策略，使其一口价产品在终端的销售占比实现翻倍提升，并陆续推出了“人生四美”、“传福传喜”以及 2026 年的“万象”和“传颂”等成功系列。此外，周生生的“鱼与文化祝福”系列及特色串珠系列，以及潮宏基的“非遗花丝”、“真金真钻”等产品，均通过打造具有鲜明品牌印记的商品，成功占据了消费者心智。同时，行业的定价模式也从传统的“金价+加工费”模式，逐步向头部品牌在金价基础上对工艺、设计及品牌理念进行溢价的模式跃迁。

金价波动与黄金珠宝行业整体规模增速之间存在怎样的关联性，不同历史时期呈现出哪些差异？

从中长期看，金价上涨对行业增长起正向驱动作用，这与消费者“买涨不买跌”的心理以及黄金的保值增值属性有关，2023 年金价稳步上涨过程中的“越涨越买”现象即是典型例证。 回顾历史，二者关联性呈现阶段性特征： 2000 年初至 2013 年，行业规模在多重因素共振下快速增长。期间，GDP 高速增长，居民可支配收入持续提升，婚庆登记对数与新生儿数量稳定增长，叠加金价稳步上行，共同推动了需求。根据国家统计局数据，2001 至 2012 年，我国黄金珠宝社零年均复合增速高达 28%。2013 年，金价下跌引发“抢金潮”，行业增速进一步提速至 34%，但也透支了部分后续需求。 2014 至 2019 年，行业增速明显放缓，年均复合增长率约为 3%，低于同期 GDP 增速。主要原因包括 GDP 增速放缓、2013 年“抢金潮”的透支效应，以及婚庆、新生儿送礼等核心消费场景的需求下滑。值得注意的是，在 2013 至 2015 年金价持续下跌周期中，行业整体需求仍稳步增长，呈现出“量增”大于“价跌”影响的特点。而在 2016 年金价恢复性增长后，金价走势与行业规模增速反而呈现出一定的负相关性。 近两年，行业规模增速保持稳健，主要由“价增”驱动。金价显著抬升，但销量出现分化：金饰销量同比

基本为负，而金条消费则量价齐升。

近年来黄金珠宝消费市场出现了怎样的结构性分化，不同品类的表现如何？

近期黄金珠宝市场呈现出显著的K型分化结构。 向上的部分主要体现在两个方面：一是产品升级驱动的高端黄金市场。以老铺黄金为代表，其高端产品在一、二线城市核心市场获得了显著份额。在2023年老铺黄金起量之前，国内高端黄金消费市场份额趋近于零。近两年，得益于金价上涨，高端黄金品类迎来发展机遇，涌现出包括港资龙头、新锐品牌（如润金、林朝、越王古法宫廷制造等）以及传统品牌布局的高端产品线，共同带动了该细分市场的增长，但这部分在整体销量中占比较小，难以扭转黄金饰品大盘的下滑趋势。 二是投资属性驱动的投资类产品市场。部分消费者出于投资目的，转向购买金币、金条及部分摆件等产品。这类产品通常没有工艺费，金价也低于首饰金，其消费量与金价呈现非常直接的正相关关系。数据显示，无论金价是急涨还是缓涨，只要处于上涨通道，都会对金条消费产生明显的正向带动。反之，在金价下跌周期，如2026年第二季度，以金条为核心业务的菜百和中国黄金等企业，其收入端则相对承压。 向下的部分则主要指传统的、同质化程度较高的克重类黄金首饰，其需求量呈现持续下滑。

黄金珠宝企业的经营模式如何影响其毛利率在金价波动时的弹性？

黄金珠宝企业的经营模式、存货周转速度、产品结构及存货计价方法共同决定了金价波动对其毛利率弹性的差异。 总体而言，采用直营模式、存货周转较慢、按克计价黄金产品占比较高，并且使用先进先出法核算存货的企业，在金价上涨周期中，其毛利率弹性会更大。这类企业能够受益于前期低价库存与当前高售价之间的价差。周生生、六福集团、周大福、曼卡龙等属于主要的受益企业。 相反，以加盟模式为主，特别是采用指定外部供应商模式的企业，以及一口价黄金产品占比较高的企业，其毛利率受金价波动的影响相对较小。

黄金珠宝行业的产业链环节是怎样的，不同经营模式下金价波动对企业利润弹性的影响机制有何不同？

黄金珠宝行业的产业链主要分为原料采购、生产加工和销售三个环节。在不同经营模式下，金价对企业利润弹性的影响存在差异。 上游原料采购主要有三种途径：通过上海黄金交易所直接采购黄金现货、向银行租赁黄金，以及结算来自加盟商、代理商和消费者的旧料。多数公司采用向银行借金的方式进行对冲。其基本逻辑是：在金价为100元/克时向银行借入黄金用于生产和销售，销售回款后再从上海黄金交易所或其会员单位购买等量黄金归还银行。在此过程中，若归还时金价上涨至200元/克，公司在报表上未归还的交易性金融负债会增加，导致期末出现贵金属借贷的未实现浮亏；反之则产生浮盈。然而，销售端已通过库存增值获得了额外的毛利收益。如果销售采购周期与贵金属借贷周期完全匹配，则可实现等额对冲。但在实际经营中，周期不完全匹配会产生错期，导致金价大幅

上涨时，若未完全形成销售，期末会产生浮亏，这部分影响会在未来逐步转回并体现在毛利端，从而对短期报表利润造成波动。

除了直接采购和黄金租赁，是否存在其他采购模式可以规避金价波动风险？采用该模式的典型公司有哪些？

存在一种指定外部供应商的采购模式，可以使上市公司完全规避金价波动的风险。在该模式下，上市公司（尤其是采用加盟模式的公司）与表外工厂合作，并允许其加盟商直接向这些指定的表外工厂采购黄金成品。上市公司在此过程中直接收取一笔品牌使用费，具体形式可能是按固定加价额或加价率计算。由于上市公司不直接参与黄金原料的采购和库存持有，金价波动的风险完全由外部代工厂和加盟商共同承担。因此，采用此模式的业务部分，其利润完全取决于销售量，不受金价波动带来的向上或向下弹性影响。 采用这种模式的典型公司包括周大生，其加盟业务大部分采用指定供应商模式；潮宏基约有一半业务采用此模式；港资的六福集团在中国大陆市场也主要采用这种表外模式。

在加盟与直营两种不同的销售模式下，库存周转速度如何影响公司在金价上涨周期中的利润弹性？

销售模式与库存周转速度共同决定了公司在金价上涨时的利润弹性。 在加盟模式下，金价波动风险大部分由加盟商承担，因此对上市公司的利润影响相对较小。具体而言，若上市公司采用采购原料后委托加工，再将成品批发给加盟商的模式，那么在存货所有权转移前，上市公司需承担金价波动风险。但加盟模式下上市公司的库存周转通常较快。以老凤祥为例，其基本每个季度举办一次订货会，会前1-2 个月集中采购原料并生产，订货会期间约一周内便将该批存货批发给加盟商，库存周转周期大致在一个季度内。因此，虽然在金价上涨中能受益，但受益周期相对较短。 相比之下，直营模式下金价波动的风险完全由品牌方（上市公司）承担，因此直营占比较高的公司在金价上涨周期中能获得更大的收益。以全直营模式的周生生为例，其存货周转周期长达一年左右。如果金价在这一年内持续上涨，其获得的金价上涨收益弹性将远大于老凤祥这类周转快的公司。

综合采购模式、销售模式、存货周转、品类结构和存货计价方式等因素，在金价上涨时，主要黄金珠宝上市公司的利润弹性排序如何？

根据金价影响分析框架，在金价上涨时，不同公司的利润弹性排序如下： 弹性最明显的公司是周生生、六福集团、周大福和曼卡龙。周生生位列第一，核心优势在于其全直营模式、采用先进先出法确认存货成本（在金价持续上涨时，其消化的存货成本比加权平均法更低，毛利率弹性更大）、按克黄金占总收入比例约50%，以及接近一年的存货周转周期。六福集团和周大福作为港资企业，报表直营占比较高，且六福集团同样采用先进先出法。周大福的对冲比例约为 40%-50%，六福集团则低于 30%。存货周转天数方面，六福集团超过一年，周大福约 300 天。曼卡龙的套保比例非常低，渠道结构以线上直营和直营店为主，加盟占比较小，

因此也相对受益。 其次是菜百股份。菜百的特殊性在于其利润弹性会受到销量的影响。金价短期急涨理论上有利于其毛利率，但可能抑制消费者对黄金（尤其是金条和金饰）的购买需求，导致存货积压，无法及时将金价上涨的收益体现在毛利率上。但在消费热情与金价同步提升的时期（如 2025 年第四季度和 2026 年第一季度），菜百的利润弹性表现非常可观。 弹性相对较小的公司包括老凤祥、周六福、周大生、潮宏基、莱绅通灵和中国黄金。这些公司大多以加盟模式为主，或采用了指定供应商模式，因此金价上涨对其利润端的直接影响较小。 老铺黄金是一个特例。该公司不做对冲，为纯敞口经营，但其产品采用纯一口价销售模式，定价策略通常锚定 40%的毛利率。当金价涨幅过大时，其产品调价的幅度或频次会滞后于金价涨幅，短期内可能对毛利率产生负面影响。反之，在金价下跌而其产品刚完成提价的情况下（如 2026 年第二季度），毛利率可能阶段性接近 50%，但这又可能影响销售。因此，老铺黄金的利润逻辑与销售量和消费关联度更高，而非直接受益于金价上涨。

黄金珠宝公司的股价与金价的关联性如何？驱动股价的核心因素是什么？

黄金珠宝公司的股价与金价存在短期情绪关联，但中长期来看，其核心驱动力是公司自身的业绩增长和基本面，而非金价波动。 短期内，金价急涨可能对整个板块情绪有短暂的拉动作用，但这种驱动通常不可持续。复盘历史行情可见：

1. 2024 年 3 月金价急涨曾短暂抬升股价，但由于当时已出现消费抑制迹象，股价随需求数据验证而大幅回调。
2. 2025 年三、四季度金价再创新高，也仅带来极短期的股价上涨，随后迅速回落。

中长期投资机会更多源于业绩驱动的结构性机会。当龙头公司能够验证其产品或品牌周期时，往往能带来更持久的投资机会。例如：2024 年底至 2025 年上半年的六福集团；2025 年上半年的老铺黄金、曼卡龙、莱绅通灵、潮宏基；以及 2025 年底至 2026 年初的菜百股份和 2026 年的周大福，这些公司均通过自身的产品周期验证了其投资逻辑。 尽管如此，金价中长期上涨对整个板块仍构成利好。

从历史估值复盘来看，黄金珠宝板块的估值水平呈现何种特征？当前板块的估值处于什么位置？

从长周期看，黄金珠宝板块的 PEG 通常维持在 0.5 至 1.5 倍之间，中枢在 1 倍上下波动。疫情前，行业龙头（如老凤祥）年化增速约 10%，对应估值在 10 倍出头，PEG 约为 1 倍。 历史上出现过两波估值中枢抬升的行情：

1. 2023 年，由于行业景气度高，消费热情随金价上涨而提升，老凤祥、潮宏基、菜百等公司业绩优异。头部公司如潮宏基的估值一度接近 20 倍，菜百和老凤祥触及约 18 倍，隐含了对未来 15%以上复合增速的预期。

2. 2025 年上半年，受产品周期驱动，一口价黄金销售表现突出，体现了头部公司的产品研发和品牌能力。老铺黄金和潮宏基在一、二季度业绩持续兑现，带动其估值一度触及接近 25 倍 PE 的水平。

后续随着金价上涨对消费端表现产生分化，以及 2026 年以来消费端出现分歧，板块估值持续回落。当前，板块估值处于历史相对低位，部分头部公司 PE 在 10 倍左右，甚至一度跌破 10 倍。考虑到未来头部公司仍能维持高个位数乃至 10%以上的复合增速，当前板块处于相对低估的位置。特别是港股龙头，在较好的分红回报下，部分公司（如周生生）的股息率超过 10%。因此，目前可以布局估值处于相对低位、但长期成长性较确定的标的，例如 A 股的潮宏基；高股息标的如 A 股的周大生，以及港股的周大福、六福集团、周生生；此外还包括老铺黄金和周六福。