长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

黄金珠宝系列专题之十七：经营分化与品牌化进程



长江证券研究所零售研究小组

2026-09-08

汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth

• 证券研究报告 •	评级	看好	维持

分析师及联系人

分析师　李锦

SAC执业证书编号：S0490514080004

SFC执业证书编号：BUV258

分析师　罗祎

SAC执业证书编号：S0490520080019

SFC执业证书编号：BXY031

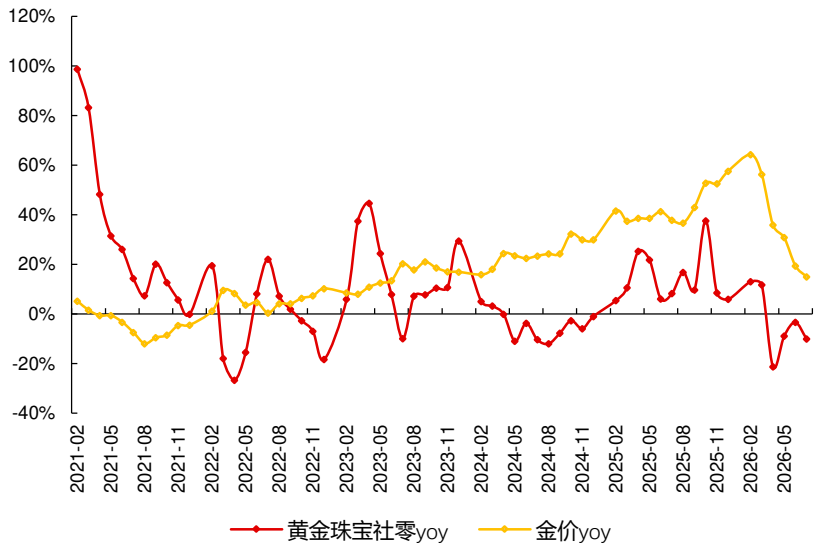
分析师　张彦淳

SAC执业证书编号：S0490525080008

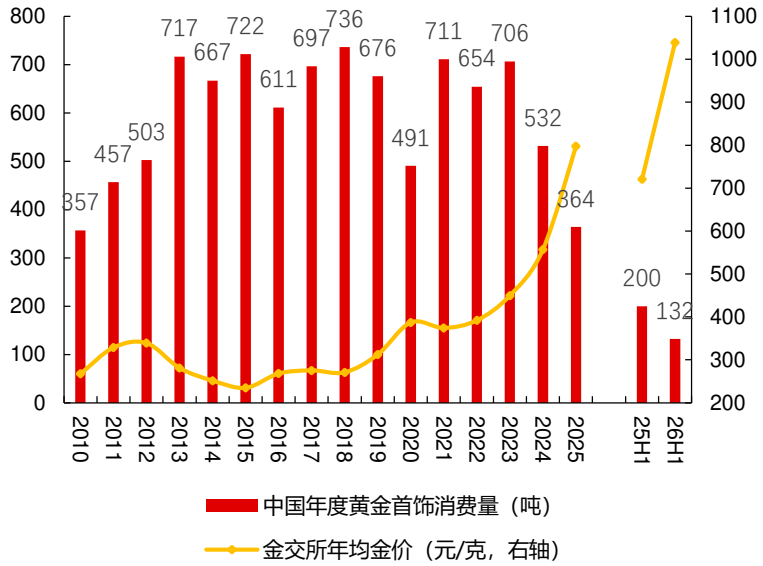
行业：投资金需求相对旺盛，黄金饰品具备修复弹性

■ **2025-2026H1，金价大幅上涨叠加产品升级，共同驱动了黄金珠宝消费金额韧性增长；长期来看，金价上行或仍具备动能，预计黄金饰品需求在销量低基数下有望稳步修复。**2025年，由于金价大幅上涨，行业金饰销量下滑至364吨，但2025-2026H1黄金珠宝社零仍实现韧性增长。单二季度金价回跌，金饰消费量48吨，同比-27%，降幅环比Q1有所缩减，消费者观望情绪得到一定程度的缓解；同时投资金消费量137吨，同比+9%，环比Q1增速有所放缓。

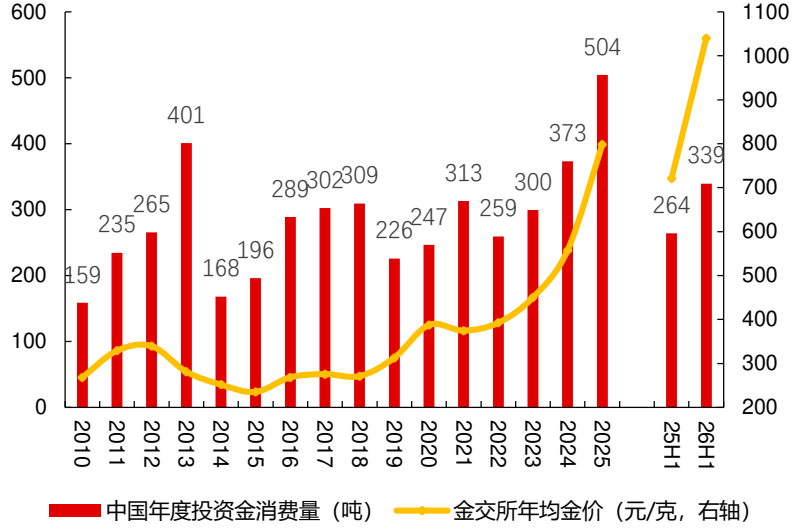
图：金价上涨，黄金珠宝消费额整体呈现增长



图：黄金饰品销量及金价走势



图：投资金销量及金价走势



资料来源：上海金交所，Wind，国家统计局，长江证券研究所

行业：投资金需求相对旺盛，黄金饰品具备修复弹性

■ **节奏上，金饰消费者通常先形成稳定的金价预期，再开始购买，因而金饰需求在金价企稳后才集中释放，而投资者则容易在金价斜率发生变化时快速买入。**

从历史来看，金价结束快速上涨后的第一个季度，消费者的观望情绪尚在缓解中，黄金饰品需求未必体现快速修复，例如2016Q4、2019Q4、2020Q4、2026Q2；但金价进一步企稳后，金饰需求体现弹性。而对黄金投资者而言，其金价敏感度更高，在金价刚开始上涨时（2016Q1、2024Q2），或者金价刚企稳以及拐点下跌时（2016Q4、2017Q3、2020Q4、2026Q2），均可能快速购买。

季度金价环比涨幅（标注颜色指涨跌幅大于5%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Q1	1%	1%	0%	-5%	2%	3%	9%	1%	0%	4%	5%	-4%	4%	5%	4%	9%	15%
Q2	7%	6%	-5%	-13%	1%	-3%	7%	2%	-2%	2%	8%	1%	4%	6%	13%	15%	-9%
Q3	2%	12%	3%	-7%	-1%	-4%	8%	-1%	-1%	15%	8%	-1%	-4%	3%	3%	3%	
Q4	11%	-2%	2%	-6%	-7%	-1%	-5%	-1%	3%	1%	-5%	-1%	4%	2%	8%	20%	

2024全年	2025全年
24%	43%

国内金饰消费量同比变化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Q1		28%	9%	30%	7%	-3%	-14%	-12%	6%	4%	-51%	84%	0%	12%	-3%	-27%	-37%
Q2		26%	15%	147%	-44%	-4%	-21%	9%	7%	0%	-32%	55%	-15%	18%	-52%	-24%	-27%
Q3		18%	2%	60%	-21%	15%	-23%	26%	8%	-12%	-18%	33%	12%	-9%	-29%	-46%	
Q4		13%	5%	5%	26%	52%	2%	45%	2%	-23%	-4%	24%	-27%	17%	-15%	-29%	

2024全年	2025全年
-25%	-32%

国内金币金条消费量同比变化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Q1		115%	8%	27%	-46%	3%	35%	5%	-27%	-7%	-47%	156%	-28%	20%	27%	30%	46%
Q2		46%	-5%	206%	-72%	4%	47%	42%	3%	-31%	-7%	39%	-22%	46%	72%	18%	9%
Q3		24%	-12%	57%	-51%	31%	-35%	109%	21%	-43%	25%	-4%	26%	-4%	-9%	27%	
Q4		3%	2%	-15%	-2%	26%	194%	-43%	27%	-25%	74%	-5%	-32%	15%	0%	68%	

2024全年	2025全年
20%	34%

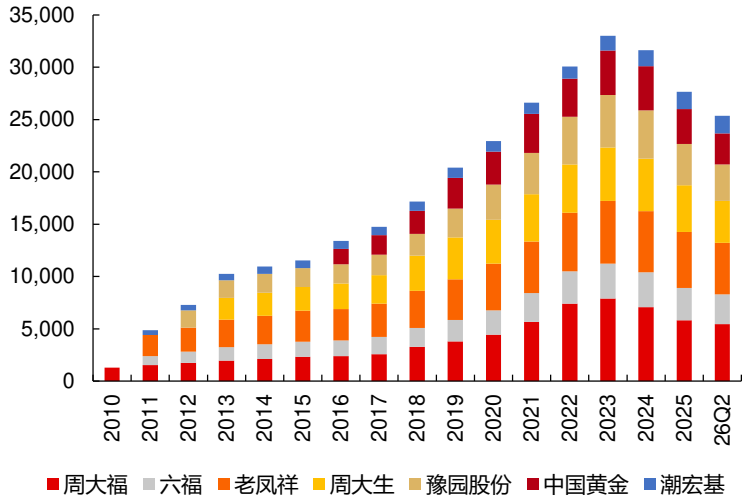
资料来源：上海金交所，Wind，长江证券研究所

渠道端：门店规模收缩，单店质量提升

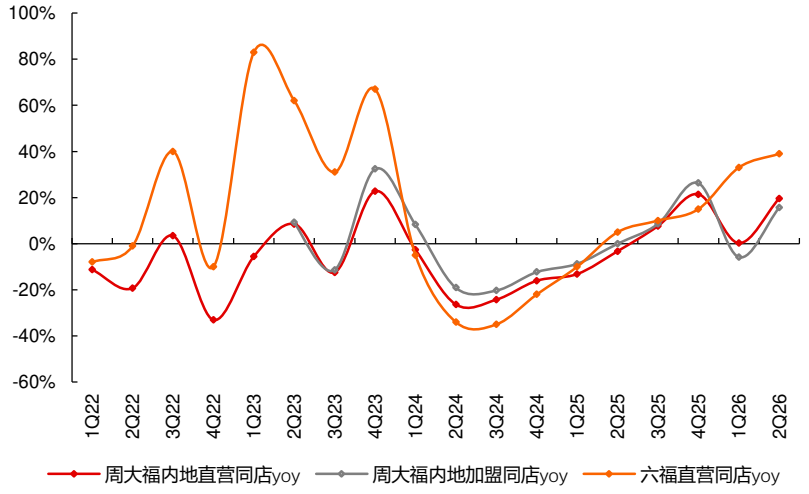
■ **在供给端，经历了2023-2026年的门店优化调整，头部品牌门店总数收缩到2021年左右的水平，叠加入驻优质商圈和旗舰店打造，渠道质量整体提升。**

2023年，代表性品牌门店数峰值约3.2万家店，截至2026H1收缩到2.5万家左右，约相当于2021年的水平；若2026下半年持续优化，预计到年底将达到2020年的门店规模，届时大量弱店出清、竞争力度缓解，客流向优质门店集中，叠加公司加强精细化运营，同店有望持续改善。与此同时，优质商圈的品牌形象店相继落地，包括周大福红主题旗舰店、潮宏基非遗工艺馆、周大生国家宝藏云锦主题店等，增强了渠道的品牌曝光能力。

图：代表性黄金珠宝品牌门店数（家）



图：周大福、六福集团同店增速修复



图：周大福、潮宏基、周大生的品牌形象店

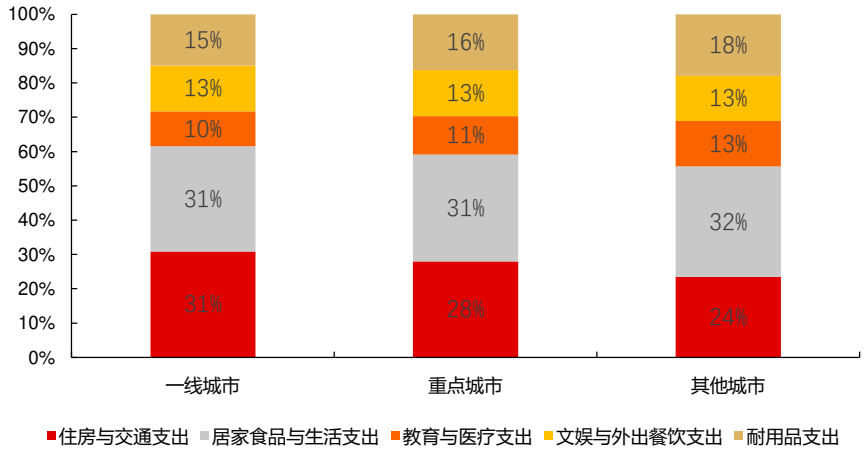


资料来源：公司公告，中国日报网，各公司官网，长江证券研究所

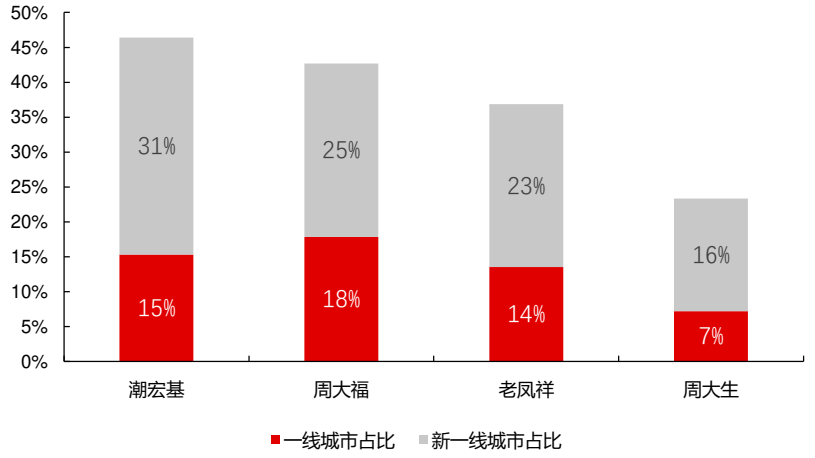
渠道端：门店规模收缩，单店质量提升

- **从渠道结构来看，各品牌对目标客群的把握更加精细。**据厦门大学和蚂蚁集团2025Q4问卷统计，在刚需型的消费支出中，一线城市和省会城市居民的住房交通成本占比较高，对可选型的文娱餐饮支出、耐用品支出有一定的挤占，但高线级城市居民的购买力整体较强，且对宽价格带和个性化产品的接受度更强；下沉城市居民的住房交通开支压力不大，可选型消费支出占比则较高。
- **我们认为，对于黄金珠宝偏可选、高客单价、低频耐用的属性而言，中高线级城市适合品牌多元化发展，偏下沉市场则适合针对大众需求的规模化扩张，目标客群不同，品牌的渠道布局结构上也呈现出差异。**

图：2025Q4 各线级城市分类消费额占比



图： 2025年黄金珠宝品牌分线级城市门店数占比

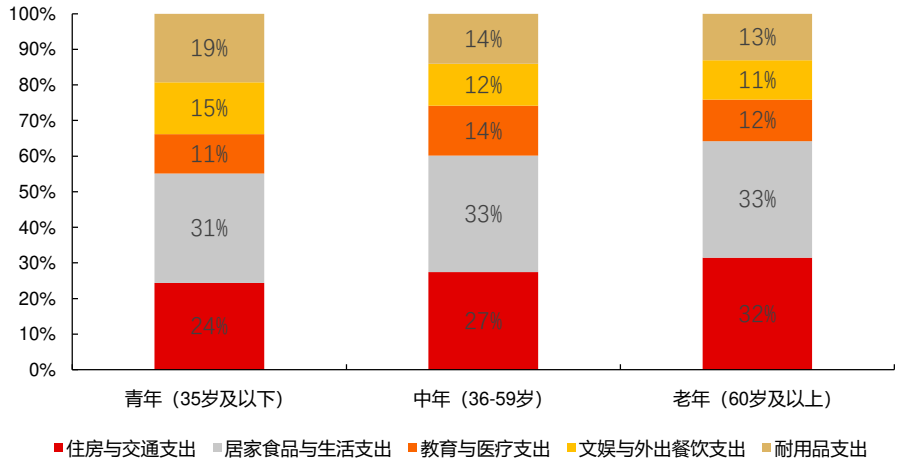


资料来源：厦门大学，蚂蚁集团，大众点评，长江证券研究所（注：重点城市指除北上广深外的所有省会城市和四个计划单列市，其他城市指二线及以下部分城市；采用大众点评数据测算门店数占比，或存在一定误差，供参考）

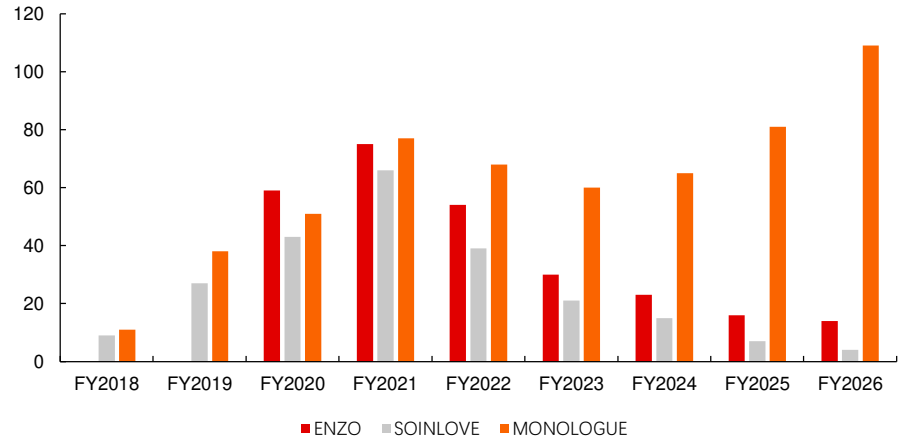
产品端：品牌内涵多元化，盈利能力提升

■ **在产品端，IP联名、潮牌等年轻化产品增加，顺应青年群体的悦己消费倾向。**分年龄段来看，中年群体或由于子女教育和赡养父母等需要，重心转向教育医疗与住房支出，青年群体则在文娱餐饮和耐用品上支出占比领先 。因此，各品牌也加大年轻化产品布局，以周大福为例，在主品牌净关店、并缩减ENZO（主营钻石饰品）和SOINLOVE（定位轻奢婚恋）子品牌门店的同时，逆势开拓复古黑金潮牌定位的MONOLOGUE子品牌，截至FY2026其门店数增加至109家。

图： 2025Q4 各年龄段分类消费额占比



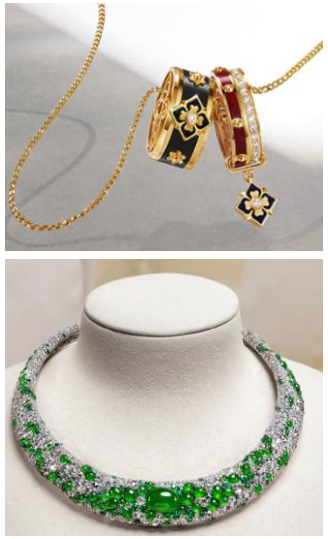
图：周大福子品牌门店数（家）



资料来源：厦门大学，蚂蚁集团，公司公告，长江证券研究所

产品端：品牌内涵多元化，盈利能力提升

■ **同时，企业的经营思路，从通过门店扩张覆盖广泛的客群，转向通过产品设计和定位，与目标客群形成更深的品牌文化共鸣。**行业从2020年以前追求纯度，到2023年前后比拼工艺，仍面临一定的同质化竞争。但到2026年，渠道扩张和工艺都难以构筑核心壁垒，企业战略从“卖黄金货品”转向“经营用户的品牌认知”，重新思考品牌定位和目标客群，通过赋予产品更丰富的内涵，形成文化共鸣。

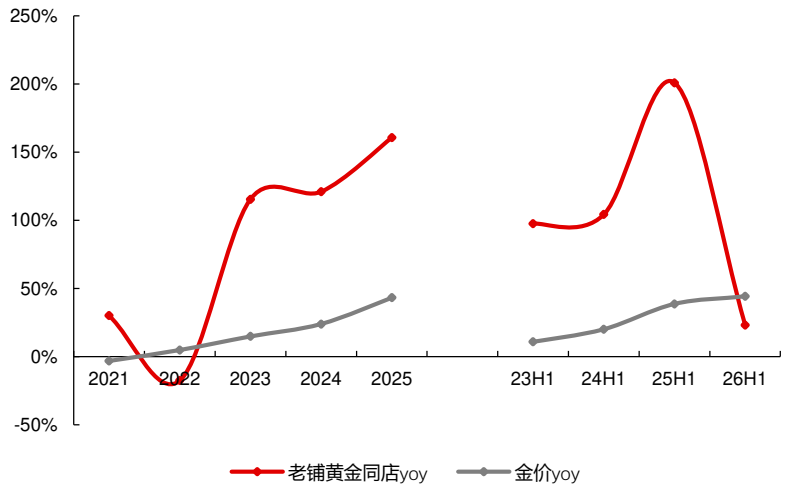
老铺黄金	周大福	潮宏基	周大生	曼卡龙
高端定位，融合古法工艺和时尚美学，大单品策略	突出现代设计感，布局高级珠宝系列	年轻时尚定位，非遗工艺融合前卫潮流	融合国际艺术，布局高端定位的“周大生×国家宝藏”	轻量级原创设计产品，针对时尚女性客群
老铺黄金·十字金刚杵、并蒂莲宝盒	*周大福·万相系列、高级珠宝*	*花丝风雨桥系列、线条小狗系列*	*福韵国宝系列、达芬奇密码系列*	*盗墓笔记联名、弗里达联名系列*
				

资料来源：各公司官网，小红书，长江证券研究所

产品端：品牌内涵多元化，盈利能力提升

■ **在高端古法金赛道，金价波动对销售节奏形成一定扰动，但预计老铺黄金仍具备强领先地位。**2023-2025年，高端古法金凭借精湛工艺和优质服务，实现快速增长，说明高金价带来的需求K型分化下，中高购买力人群对工艺的要求更高，为设计和文化内涵的付费意愿更强。其中，老铺黄金最早在2009年开设门店，引领了足金镶嵌和高工艺古法金的审美风潮，2025年销售额达到314亿元，在黄金产品市场规模约7600亿元中 ，测算市占率约4%，由于其他高端古法黄金的门店数量目前来看均远小于老铺，据此我们预计2025年高端古法金赛道中，老铺黄金仍具备强领先地位。

表：老铺黄金同店yoy与金价yoy



表：老铺黄金与其他高端古法金品牌对比

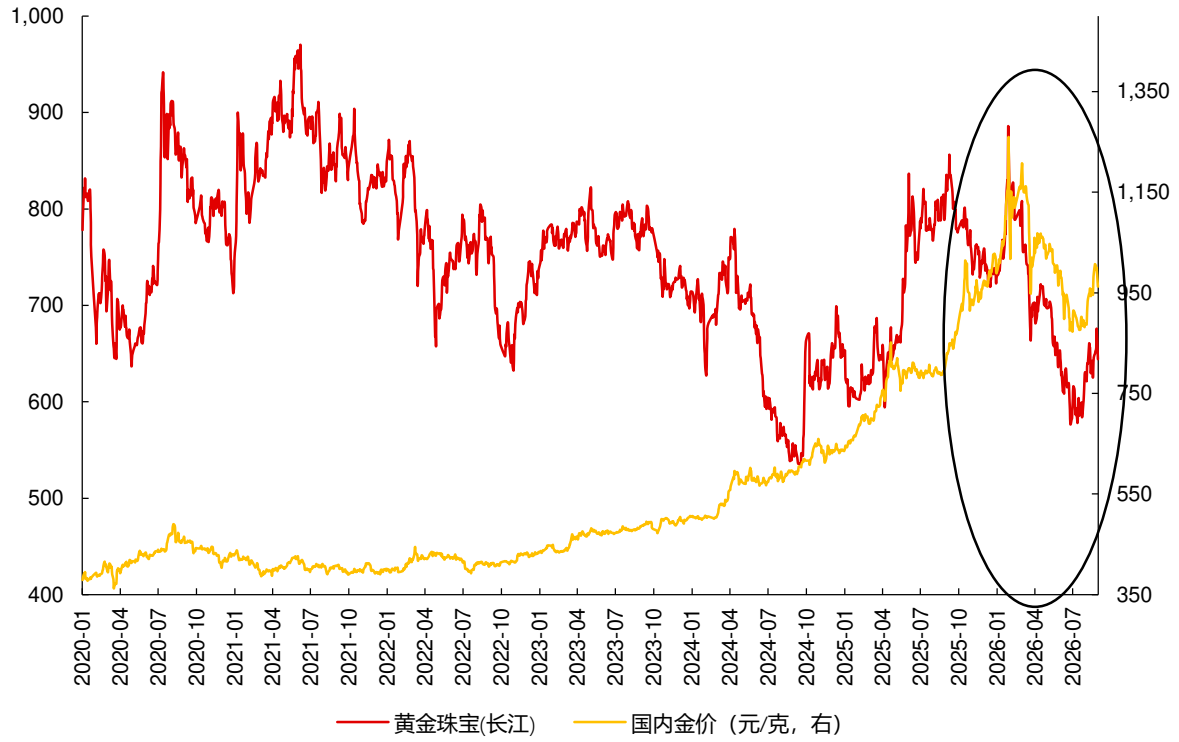
	2026年6月门店数（家）	2025年销售额（亿元）	首店	品牌定位	是否请代言人
老铺黄金	45	314	2009年北京王府井工美大厦店	致力打造具备非遗文化价值与国际竞争力的中国古法黄金高端品牌	无
君佩	12	—	2023年杭州万象城首店	珠宝级黄金品牌，让佩戴更高级	张艺兴
宝兰	4	—	2017年杭州大厦首店	主打宫廷级花丝工艺	无
琳朝	1	截至2025年11月，琳朝年销售额已突破5亿元	2013年兰州首店	全手工原创金器	无
宝王府	8	—	2016年青岛海信广场首店	皇家手工金器	无

资料来源：各公司官网，官方公众号，界面新闻，36氪，长江证券研究所

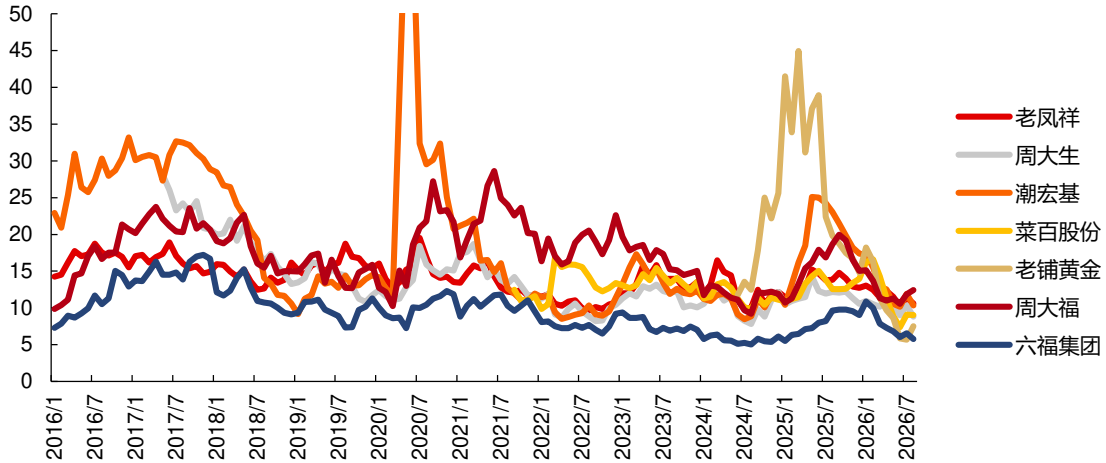
低估值&高分红，估值有望修复

■ 2025Q4以来，金价大幅波动，叠加宏观环境不确定性增加，对黄金珠宝板块的估值形成压制，行业指数与国内金价走势趋同，但历史上二者走势的相关性并不高，**在金价平缓的阶段，企业的经营举措对股价走势的权重更大。因此我们认为，当前板块估值修复具备空间，长期具备高股息属性，配置性价比突出。**

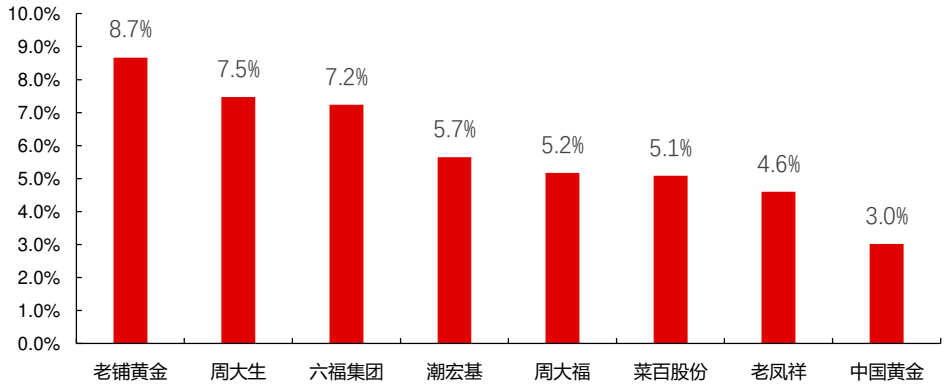
图：黄金珠宝指数与国内金价的走势



图：黄金珠宝公司下一年预测PE（截至2026.8.31）



图：黄金珠宝公司股息率（TTM,截至2026.8.31）



资料来源：Wind，长江证券研究所（预测PE取Wind一致预期）

投资建议

- **近两年金价大幅上涨，导致饰品金需求量的快速压缩，但与此同时也加速了行业渠道优化调整和产品升级，品牌更加注重对目标客群的精细化运营，头部企业的经营能力得到提升。**

- **短期而言，**若金价触底回升，需求存在修复弹性，但金价波动性一定程度上影响着需求修复的速度。同时，行业去年下半年的业绩基数并不低，因此前期市场基于对利润可持续增长的担忧，估值调整幅度较大，**板块具备业绩预期修复和估值修复的投资机会。**

- **长期而言，**金价上行或仍具备动能，产品的卓越设计和品牌的差异化定位，仍是长期决胜关键。**行业渠道稳定性较强，具备一定的高股息属性；**其中产品研发能力、渠道精细化运营能力较强的企业，有望获取更大市场份额，推荐**潮宏基、老铺黄金、周大生、菜百股份。**

风险提示

- **金价大幅波动，黄金饰品需求承压：**若金价继续大幅上涨或短期内跌幅较大，都可能加重消费者的观望情绪，可能对黄金饰品消费需求形成进一步压制；
- **头部品牌之间的竞争加剧：**伴随全行业拓店速度放缓，各品牌更加注重单店经营质量提升，加强产品力和渠道力，可能导致头部品牌之间的竞争加剧。

更多研究服务，请访问长江研究小程序

长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

最新研报

专题精选

长江研究小程序

线上会议

活动报名

电脑端请访问*https://research.95579.com/*

办公地址

上海

Add /虹口区新建路200号国华金融中心B栋22、23层

P.C /（200080）

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路88号长江证券大厦37楼

P.C /（430023）

北京

Add /朝阳区景辉街16号院1号楼泰康集团大厦23层

P.C /（100020）

深圳

Add /深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场3期36楼

P.C /（518048）

评级说明

评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
	增　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～10%之间
	中　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。		

分析师声明、法律主体声明及其他声明

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。

长江证券
CHANGJIANG SECURITIES

THANKS

Changjiang
Securities



汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth and Wisdom Achieving Mutual Growth