

## 饰品

投资建议： 强于大市（首次）

上次建议：

### 从老铺黄金看中国珠宝品牌升级路径

#### ➤ 黄金珠宝：景气度向上，格局持续优化

复盘黄金珠宝市场，历经高速发展期与发展瓶颈期，2020年以来行业景气度迎来拐点，2024年初至今金价上行速度较快，部分抑制消费需求，投资需求则较为旺盛，整体景气度仍处上行周期。金价上行下黄金保值增值属性凸显+黄金产品工艺升级下居民配饰需求提升，未来中国内地人均珠宝消费额仍有较大增长潜力。2020年以来港资与内资中高端品牌加快渠道下沉，叠加外部不利因素加速尾部出清，珠宝行业集中度持续提升。

#### ➤ 趋势：客群年轻化、古法金热潮、渠道下沉化

伴随女性悦己需求、年轻客群需求崛起，黄金产品的首饰功能有望增强，款式设计/产品价值传达等因素重要性凸显。伴随国潮兴起、消费者对设计/款式关注度提升，古法黄金珠宝与硬金珠宝市场规模快速提升。国内珠宝销售渠道中线下占比长期维持在90%+水平，电子商务占比边际提升。随着人均消费水平提升及消费观念改变，低线城市的非金饰品渗透率有望提升。

#### ➤ 老铺黄金：初具奢侈品牌基因的中国黄金珠宝品牌

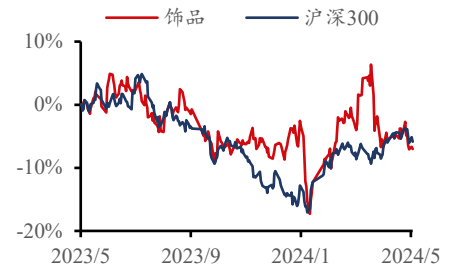
当前国内高端珠宝市场以外资品牌为主，老铺黄金则为稀缺的初具奢侈品牌基因的中国珠宝品牌。其特色在于①产品端聚焦独特繁复的手工制作工艺，设计坚持原创且对时尚品味保持高度敏感；②渠道端自营模式经营，选址聚焦高端商业，开创情景化店铺契合产品形象；③品牌端主打经典工艺、高级感调性与高品质，近3年忠诚会员平均年消费均在3万以上。对标国际珠宝品牌，老铺黄金在开店数量与价格带拓展上均有较大空间。

#### ➤ 投资建议：关注黄金珠宝行业龙头

2020年以来珠宝行业景气度迎来拐点，2024年初至今金价上行速度较快，部分抑制消费需求，但整体景气度仍处上行周期。港资与内资中高端品牌加快渠道下沉，叠加外部不利因素加速尾部出清，珠宝行业集中度持续提升。未来珠宝行业核心竞争要素将由渠道驱动向产品驱动切换，消费者对产品设计/工艺技术/品牌内涵等要求日益提升。头部企业在渠道覆盖/产品设计/研发储备上均处行业领先地位，关注黄金珠宝行业龙头。

**风险提示：**宏观经济环境的不确定性影响；原材料价格波动风险；存货管理风险；加盟管理风险。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

分析师：李英

执业证书编号：S0590522110002

邮箱：liy@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《商贸零售：当前时点如何看黄金珠宝？》  
2023.12.21

## 投资聚焦

### 研究背景

伴随女性悦己需求提升与黄金产品工艺升级，黄金珠宝非婚场景下配饰需求提升，消费者对产品设计/工艺技术/品牌内涵等要求日益提升。而国内珠宝市场品牌商多以发展加盟商跑马圈地拓展市场为主，高端珠宝市场以外资品牌为主。本文以老铺黄金为例，剖析中国黄金珠宝品牌在产品/渠道/品牌等维度，如何差异化打造高端珠宝品牌。

### 创新之处

1、基于 ROE 详细拆解，对老铺黄金与国内珠宝品牌商盈利模式进行分析，探究老铺黄金实际盈利能力。

2、对老铺黄金与国际高端珠宝品牌门店数量、覆盖城市与价格带范围进行详细比较，探究老铺黄金未来发展空间。

### 核心结论

**1、老铺黄金实际盈利能力如何？**公司单店收入亮眼（2023 年老铺黄金平均单店收入 1 亿元+，同业基本在 1000 万左右），但实际 ROE 此前处行业居中水平。拆解 ROE，公司净利润率适中（高毛利+高销售费用），叠加自营模式下资产周转速度与杠杆水平均处行业较低水平，因此 2017-2022 年公司 ROE 相对可比同业仅处居中水平，2023 年业绩高增后 ROE 提升至行业领先水平。

**2、老铺黄金为何能成为初具奢侈品牌基因的中国黄金珠宝品牌？**①**做得早：**公司在 2009 年即推出首家专注于销售古法金饰品的门店，是中国第一家推广“古法黄金”概念的品牌。②**产品端：**聚焦独特繁复的手工艺制作工艺，设计坚持原创且对时尚品味保持高度敏感，2021-2023 年新品与迭代品对当期收入贡献比重在 10% 以上，产品矩阵除首饰外，还有把玩金器、日用金器和摆件金器等高克重产品。③**渠道端：**门店自营模式经营，选址聚焦高端商业中心，且在业内开创情景化店铺模式，强化旗下产品「有文化、有厚度、有质量、有温度」的特质。④**品牌端：**基于奢侈品品牌六要素分析，老铺黄金已初具奢侈品品牌基因；但公司用于品牌建设的广告及推广开支比例较低，募集资金用途之一即在于增加社交媒体广告投放与线下营销，未来品牌建设投入与效果仍要观察。

**3、老铺黄金未来看点如何？**①**门店数量拓展：**截至 2024 年 5 月，卡地亚/蒂芙尼/LV/宝格丽/梵克雅宝等国际高端珠宝品牌在中国门店数量分别为 70/62/83/109/47 家，而老铺黄金门店数量仅为 32 家；根据招股书，公司规划未来 4 年新开 47 家门店，包括中国内地/中国港澳地区，以及新加坡/东京/曼谷等亚洲城市。②**价格带拓展：**公司产品价格带集中于 1 万-5 万元区间，符合高端定位的品牌形象，但对标国际知名高端珠宝品牌，公司产品价格带较窄，未来在高净值客户群中品牌渗透率与品牌认可度有望进一步提升。

## 正文目录

1. 黄金珠宝：景气度向上，格局持续优化.....	5
1.1 属性：兼具成长与周期属性.....	5
1.2 市场：2020 年以来景气度迎来拐点.....	5
1.3 格局：行业集中度持续提升.....	7
2. 趋势：客群年轻化、古法金热潮、渠道下沉化.....	9
2.1 女性悦己需求增加，Z 世代消费意愿增长迅猛.....	9
2.2 古法金市场快速扩张，产品定价趋于透明化.....	9
2.3 电商占比边际提升，低线城市渗透率空间较大.....	11
3. 老铺黄金：初具奢侈品牌基因的中国黄金珠宝品牌.....	11
3.1 概况：古法黄金行业先行者与领导者.....	11
3.2 产品：制作工艺独特，设计坚持原创.....	16
3.3 渠道：自营模式经营，选址聚焦高端商业.....	20
3.4 品牌：初具奢侈品品牌基因，但品牌持续投入仍要观察.....	23
4. 投资建议：关注黄金珠宝行业龙头.....	26
5. 风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1：产品结构：黄金占比常年维持在 50% 以上.....	5
图表 2：需求结构：消费需求常年维持在 60% 以上.....	5
图表 3：2020 年以来珠宝行业景气度迎来拐点.....	6
图表 4：黄金首饰与金条金币消费量增速.....	7
图表 5：2023 年线下场景恢复后婚庆消费需求释放.....	7
图表 6：截至 2022 年，中国内地珠宝市场规模近八千亿.....	7
图表 7：人均消费金额仍有 3-7 倍提升空间.....	7
图表 8：2020 年来中国内地珠宝品牌集中度加速提升.....	8
图表 9：中国内地珠宝品牌集中度仍有提升空间.....	8
图表 10：当前中国内地珠宝市场处于外资品牌、港资品牌与内资品牌三足鼎立局面.....	8
图表 11：“自戴”成为最重要的首饰消费场景.....	9
图表 12：Z 世代消费意愿增长迅猛，客群年轻趋势明显.....	9
图表 13：2017-2023 年古法金与硬金珠宝市场快速扩张.....	10
图表 14：按克计价比例提升，行业趋于透明化.....	10
图表 15：不同黄金珠宝制作工艺比较.....	10
图表 16：线下销售占比九成，线上占比边际提升.....	11
图表 17：低线城市铂金/钻石饰品渗透率有较大空间.....	11
图表 18：老铺黄金发展历程.....	12
图表 19：公司荣获多项荣誉，巩固古法黄金行业先行者和领导者地位.....	12
图表 20：2023 年老铺黄金在中国古法金市场份额约 2%，单店平均收入行业领先.....	13
图表 21：公司股权结构稳定集中（截至 2024/04）.....	13
图表 22：公司管理层行业经验丰富.....	14
图表 23：2023 年归母净利润同比增长 340% 至 4.16 亿.....	15
图表 24：高毛利足金镶嵌产品占比提升.....	15
图表 25：老铺黄金综合毛利率高于可比同业.....	15
图表 26：老铺黄金销售费率亦高于可比同业.....	15

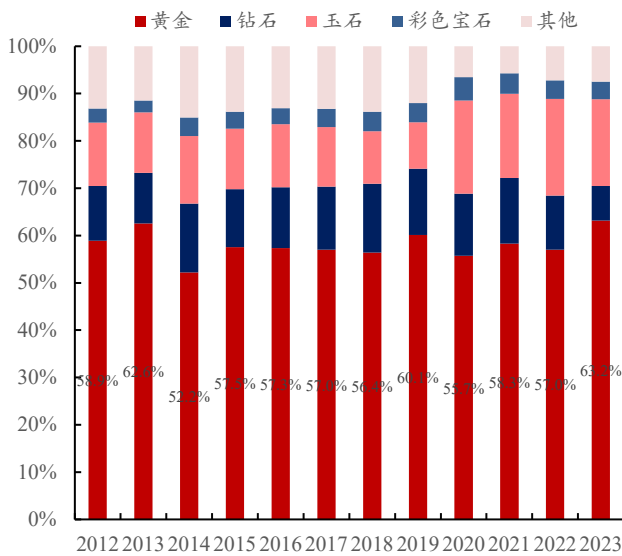
图表 27: 2017-2022 年老铺黄金 ROE 处行业居中水平.....	16
图表 28: 老铺黄金归母净利率居行业中等偏上水平.....	16
图表 29: 老铺黄金资产周转率处行业偏低水平.....	16
图表 30: 老铺黄金权益杠杆处行业偏低水平.....	16
图表 31: 公司植根于古法黄金制作传统, 核心工艺独特繁复.....	17
图表 32: 公司生产模式以内部生产为主, 外包生产为辅.....	17
图表 33: 2020 年以来产能利用率与产销率处高位.....	18
图表 34: 2018 年岳阳工厂投产, 委外成本占比降低.....	18
图表 35: 2021-2023 年新品与迭代品对当期收入贡献比重在 10% 以上.....	19
图表 36: 历经十余年积累公司已形成丰富完整的差异化产品组合.....	19
图表 37: 公司搭建古典书房风格消费场景深化品牌形象.....	21
图表 38: 自营模式拓店节奏平稳.....	22
图表 39: 同店盈利相对健康.....	22
图表 40: 老铺黄金在中国十大高端购物中心的覆盖率高达 80%.....	22
图表 41: 高端购物中心门店取得出色的销售业绩.....	22
图表 42: 对标高端珠宝品牌, 老铺黄金拓展空间仍较大.....	23
图表 43: 对标宝格丽, 老铺黄金各级别城市均有拓店空间.....	23
图表 44: 2023 年年消费 5 万以上客户对老铺黄金收入贡献同比提升.....	23
图表 45: 截至 2023 年, 老铺黄金 70%+ 忠诚会员一年购买 1-5 次.....	24
图表 46: 产品价格带集中于 1 万-5 万区间, 符合高端定位的品牌形象.....	24
图表 47: 对标国际知名高端珠宝品牌, 老铺黄金产品价格带相对较窄.....	24
图表 48: 奢侈品品牌内涵.....	25
图表 49: 老铺黄金品牌定位分析.....	26
图表 50: 2020-2023 年老铺黄金销售费率在 20% 左右.....	26
图表 51: 但销售费用结构中品牌建设支出占比降低.....	26

## 1. 黄金珠宝：景气度向上，格局持续优化

### 1.1 属性：兼具成长与周期属性

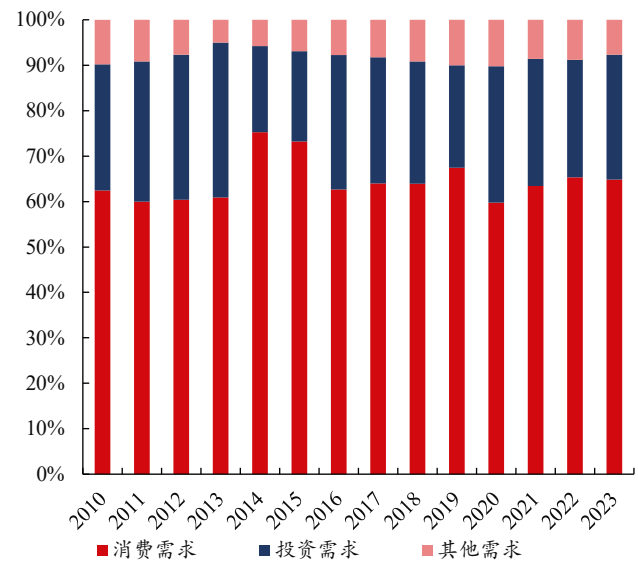
**珠宝行业：兼具成长与周期属性。**1) **产品结构**：黄金占比常年维持在 50% 以上，需求受金价周期性波动影响较大，行业存在一定的周期属性。2) **需求结构**：消费需求长期维持在 60% 以上，消费需求可选属性较强，对金价的敏感度较低，主要受人均可支配收入、结婚人数等因素影响，整体表现平稳；投资需求以获取投资收益为目的，主要通过购买金条和金币等产品进行投资，对黄金价格的敏感度较高。伴随终端珠宝消费场景不断渗透，国内珠宝行业周期属性边际弱化、成长属性有望凸显。

图表 1：产品结构：黄金占比常年维持在 50% 以上



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国联证券研究所

图表 2：需求结构：消费需求常年维持在 60% 以上



资料来源：Wind，中国黄金协会，国联证券研究所

### 1.2 市场：2020 年以来景气度迎来拐点

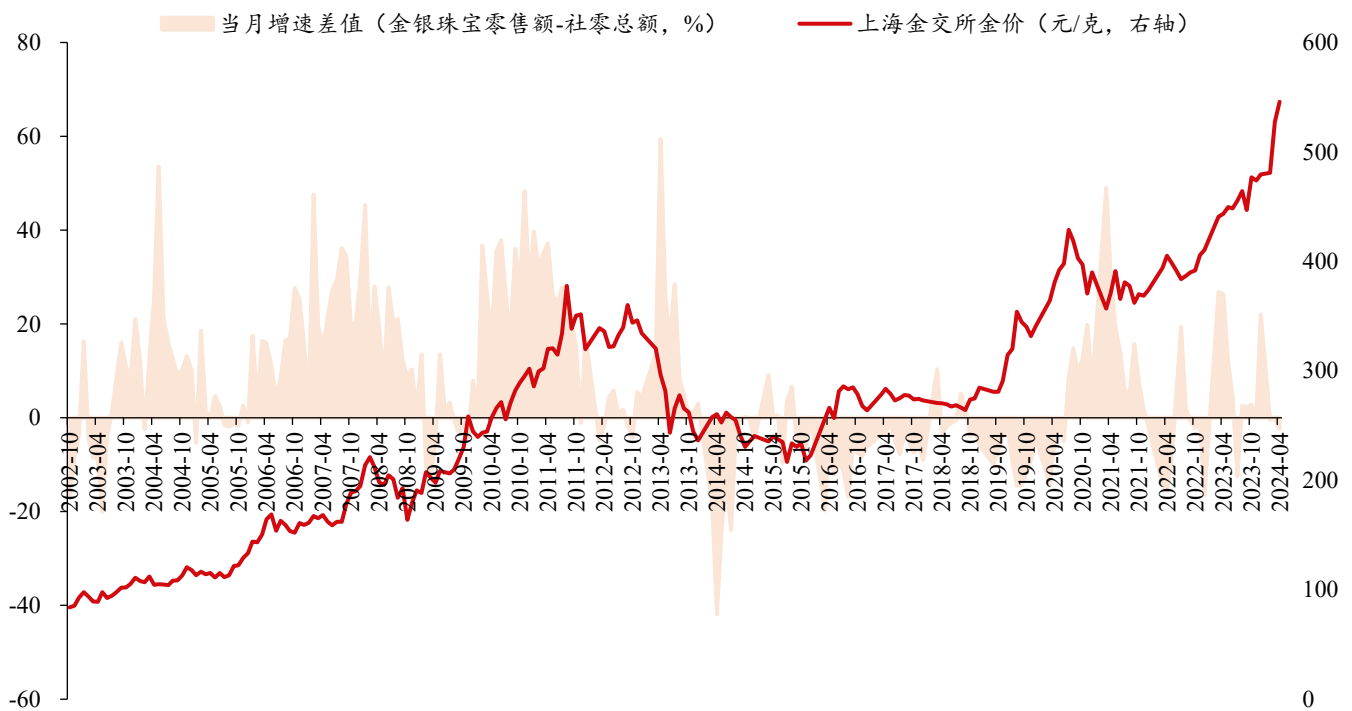
复盘黄金珠宝市场，历经高速发展期与发展瓶颈期，自 2020 年以来行业景气度迎来拐点，2024 年以来金价上行速度较快，部分抑制消费需求，而投资需求则较为旺盛。

**1) 高速发展期 (2002-2013 年) —消费和投资需求共同主导**：政策管控放开，黄金消费需求快速释放，叠加同期金价快速上行和婚庆需求提升共振，行业步入高速发展期。其中 2013 年即使在金价大幅下跌的环境下，由于消费者在过去十年金价长期上涨的周期中已形成稳定预期，在投资理念影响下推动短期需求高涨。

**2) 发展瓶颈期 (2014-2019 年) —消费需求主导**：历经 2013 年金价大幅下跌与“抢金潮”透支需求，叠加期间金价整体低位震荡与婚庆需求下降，行业整体进入发展瓶颈期，投资需求下滑幅度更大。

**3) 行业拐点期 (2020 年以来) —消费与投资需求共同主导**：金价进入上行周期，黄金珠宝工艺提升带动产品升级，行业内非婚场景的配饰需求打开，黄金珠宝行业景气度迎来拐点。

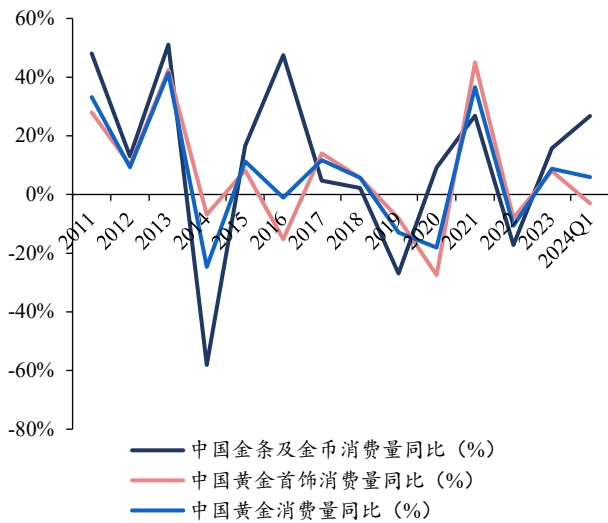
图表 3：2020 年以来珠宝行业景气度迎来拐点



阶段	高速发展期 (2002-2013 年)	发展瓶颈期 (2014-2019 年)	行业拐点期 (2020 年至今)
阶段概况	<b>消费和投资需求共同主导：</b> 政策管控放开，黄金消费需求快速释放，叠加同期金价快速上行和婚庆需求提升共振，行业步入高速发展期。	<b>消费需求主导：</b> 历经 2013 年金价大幅下跌与“抢金潮”透支需求，叠加期间金价整体低位震荡与婚庆需求下降，行业整体进入发展瓶颈期，投资需求下滑幅度更大。	<b>消费与投资需求共同主导：</b> 金价进入上行周期，黄金珠宝工艺提升带动产品升级，行业内非婚场景的配饰需求打开，叠加疫后复苏需求回补，黄金珠宝行业景气度迎来拐点。2024 年以来金价上行速度较快，消费需求部分抑制，投资需求高速增长。
金价表现	上海金交所金价由 2002 年的 92.79 元/克增加至 2013 年的 236.46 元/克，年均复合增速达 <b>7.5%</b> 。	上海金交所金价由 2013 年的 236.46 元/克增加至 2019 年的 340.8 元/克，年均复合增速达 <b>6.3%</b> 。	上海金交所金价由 2019 年的 340.8 元/克增加至 2023 年的 479.59 元/克，年均复合增速达 <b>8.9%</b> 。
黄金珠宝社零表现	2002-2013 年限额以上黄金珠宝零售额年均复合增速达 <b>26.1%</b> ，同期社零总额复合增速为 <b>14.4%</b> 。	2014-2019 年限额以上黄金珠宝年均复合增速达 <b>-2.1%</b> ，同期社零总额复合增速为 <b>9.8%</b> 。	2019-2023 年限额以上黄金珠宝年均复合增速达 <b>6.2%</b> ，同期社零总额复合增速为 <b>3.5%</b> 。
黄金首饰消费情况	2010-2013 年黄金首饰消费量年均复合增速达 <b>26.1%</b> ，至 2013 年黄金首饰消费量达 716.5 吨。	2014-2019 年黄金首饰消费量年均复合增速达 <b>-1.0%</b> ，至 2019 年黄金首饰消费量达 676.23 吨。	2019-2023 年黄金首饰消费量年均复合增速达 <b>1.1%</b> ，至 2023 年黄金首饰消费量达 706 吨。
金条金币消费情况	2010-2013 年金条金币消费量年均复合增速达 <b>36.2%</b> ，至 2013 年金条与金币消费量达 400.76 吨。	2014-2019 年金条金币消费量年均复合增速达 <b>-9.1%</b> ，至 2019 年金条与金币消费量达 225.8 吨。	2019-2023 年金条金币消费量年均复合增速达 <b>7.3%</b> ，至 2023 年金条与金币消费量达 299.6 吨。
结婚登记情况	2007-2013 年中国结婚登记数量年均复合增速达 <b>5.7%</b> ，2013 年结婚登记数量达 1327.4 万对。	2014-2019 年中国结婚登记数量年均复合增速达 <b>-5.8%</b> ，2019 年结婚登记数量达 926 万对。	2019-2023 年中国结婚登记数量年均复合增速达 <b>-4.6%</b> ，2023 年结婚登记数量达 768 万对。

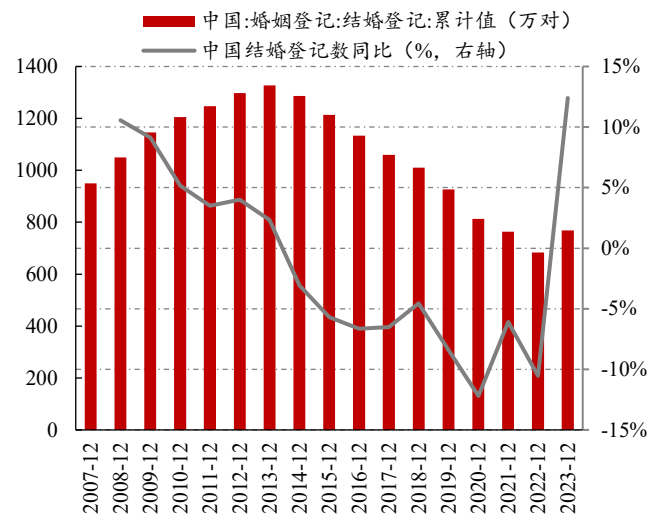
资料来源：Wind，中国黄金协会，上海金交所，国家统计局，民政局，国联证券研究所

图表 4：黄金首饰与金条金币消费量增速



资料来源：Wind，中国黄金协会，国联证券研究所

图表 5：2023 年线下场景恢复后婚庆消费需求释放

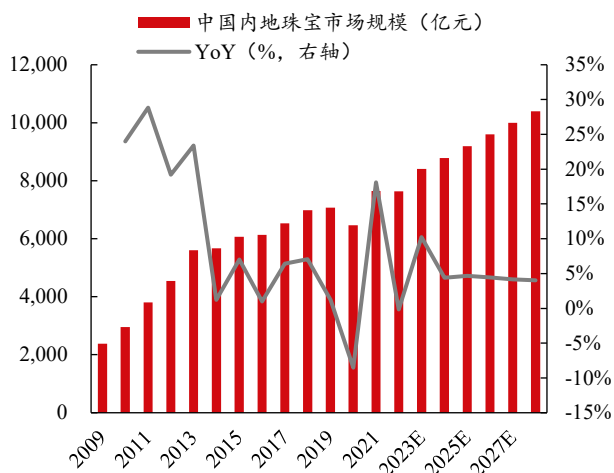


资料来源：Wind，民政局，国联证券研究所

截至 2022 年，中国内地珠宝市场规模近八千亿。伴随国民经济快速发展、居民收入水平稳步增长和消费能力日益提升，珠宝市场供给不断完善、日益丰富，消费升级发展趋势稳步形成，中国已成为世界第一大黄金消费国、第二大钻石加工基地和消费国家。据欧睿国际数据，截至 2022 年，中国内地珠宝市场规模已达 7,631 亿元，2017-2022 年年均复合增速达 3.2%。

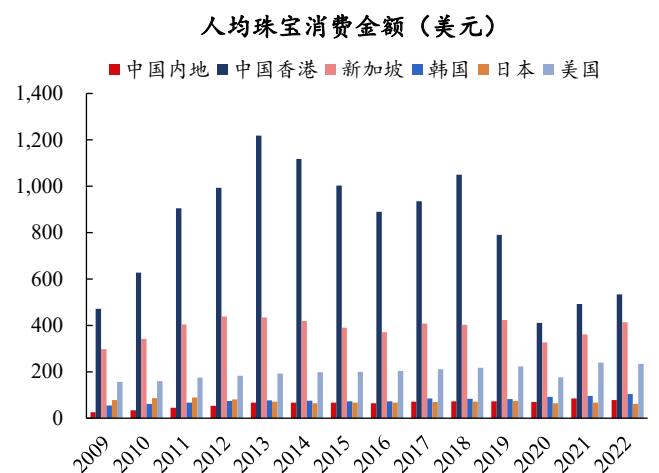
相对美国/新加坡/中国香港等成熟市场，中国内地人均珠宝消费金额仍有 3-7 倍提升空间。据欧睿数据，截至 2022 年中国内地人均珠宝消费为 78 美元，与中国香港、美国及新加坡等地相比仍有较大差距。未来伴随中国经济水平增长和国民可支配收入提升，以及黄金产品工艺升级下居民配饰需求提升趋势下，中国内地人均珠宝消费额仍有较大增长潜力。

图表 6：截至 2022 年，中国内地珠宝市场规模近八千亿



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表 7：人均消费金额仍有 3-7 倍提升空间



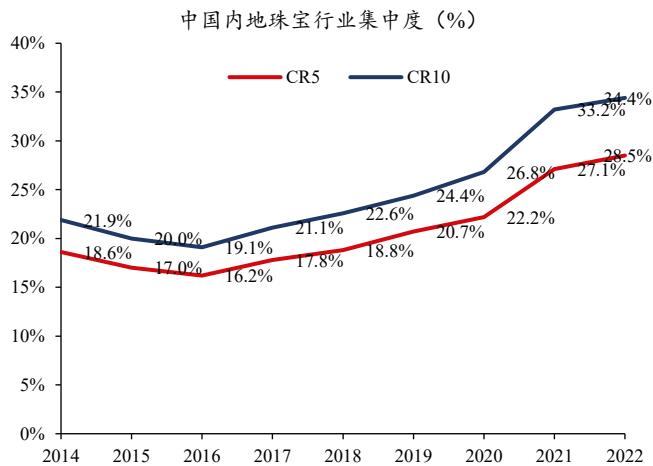
资料来源：Wind，欧睿国际，国联证券研究所

### 1.3 格局：行业集中度持续提升

行业集中度持续提升。1) 2016 年以来中国内地珠宝品牌集中度触底回升。伴随消费升级，消费者的品牌、品质消费意识逐步提升，珠宝行业由数量型增长转向质量效益型增长，具有强大品牌、渠道和产品设计能力的企业优势突出，行业集中度渐趋提高。根据欧睿国际数据，2016 年以来中国珠宝行业前十大品牌市场占有率触底回升，至 2020 年中国内地珠宝品牌 CR10 已由 2016 年的 19.1% 提升至 26.8%。2) 2020

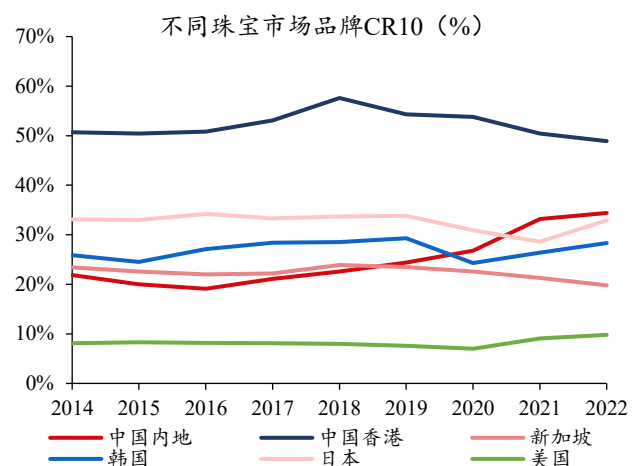
年以来行业集中度加速提升。港资与内资中高端品牌加快渠道下沉，逆势扩张，叠加外部不利因素加速尾部出清，珠宝行业集中度提升趋势加速，至 2022 年中国内地珠宝品牌 CR10 进一步由 2020 年的 26.8% 提升至 34.4%。3) 但相对中国香港，中国内地珠宝品牌集中度仍有提升空间。2018 年以来中国香港品牌集中度边际下行，但至 2022 年中国香港珠宝市场品牌 CR10 仍高达 48.9%，远高于中国内地的 34.4%。

图表 8：2020 年来中国内地珠宝品牌集中度加速提升



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表 9：中国内地珠宝品牌集中度仍有提升空间



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

**当前珠宝市场处于外资品牌、港资品牌与内资品牌三足鼎立局面。1) 外资品牌：**

以 Tiffany、卡地亚、梵克雅宝、宝格丽等国际知名奢侈品品牌为代表，其产品多以 K 金为主，定位奢华、高端，品牌文化较为深厚，极其重视设计、质量，占据国内高端市场主要份额；外资品牌中也有定位以年轻人为主的轻奢饰品品牌，以施华洛世奇、潘多拉、APM 为代表。2) 港资品牌：以周大福、周生生、六福珠宝、TSL 等为代表，产品设计时尚，渠道覆盖主要集中在一、二线城市，近年来开始积极布局三、四线城市。3) 内资品牌：以老凤祥、潮宏基、周大生等为代表，产品覆盖全面，渠道覆盖一线至四线城市，渠道拓展多采用加盟/经销模式；而近年来发展迅猛的老铺黄金则专营古法黄金，且以自营模式运营，品牌秉持高端定位。

**珠宝行业核心竞争要素由渠道驱动向产品驱动切换。1) 早期：**

供给不足，消费者只关注纯度，水贝通货即可满足需求；品牌方优先策略为发展加盟商跑马圈地，快速扩张；2) 当前：产品同质化激烈竞争，行业价格战内卷叠加外部环境影响，加盟商利润下降，纯“渠道品牌”承压；3) 未来：随着市场逐渐成熟，消费者对产品设计、工艺技术、品牌内涵等理解日益加深，同时消费升级以及消费主力人群的切换，产品研发/设计重要性提升，努力打造差异化品牌印记产品。

图表 10：当前中国内地珠宝市场处于外资品牌、港资品牌与内资品牌三足鼎立局面

类型	品牌	品牌份额 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
港资珠宝品牌	周大福		5.1	5.2	6.0	6.5	7.1	7.6	11.2	11.1
	周生生		1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7
	六福珠宝		0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8	0.6
	TSL		0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
内资珠宝品牌	老凤祥		5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9	8.5
	老庙黄金		2.6	2.2	2.2	2.4	3.0	3.5	3.6	4.3
	梦金园		2.8	2.6	2.7	2.5	2.6	2.3	2.7	2.5
	周大生		0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	1.7	2.1
	潮宏基		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
	明牌珠宝		1.0	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5
	DR		0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	0.5



外资轻奢饰品品牌	施华洛世奇	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
	潘多拉	0.1	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
	APM 摩纳哥	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
外资高端珠宝品牌	蒂芙尼	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	1.0	1.3	1.4
	卡地亚	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	1.1	1.4	1.3
	梵克雅宝	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.9	0.9
	宝格丽	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
	戴比尔斯	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
中国内地珠宝市场 CR5		17.0%	16.2%	17.8%	18.8%	20.7%	22.2%	27.1%	28.5%
中国内地珠宝市场 CR10		20.0%	19.1%	21.1%	22.6%	24.4%	26.8%	33.2%	34.4%

资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

## 2. 趋势：客群年轻化、古法金热潮、渠道下沉化

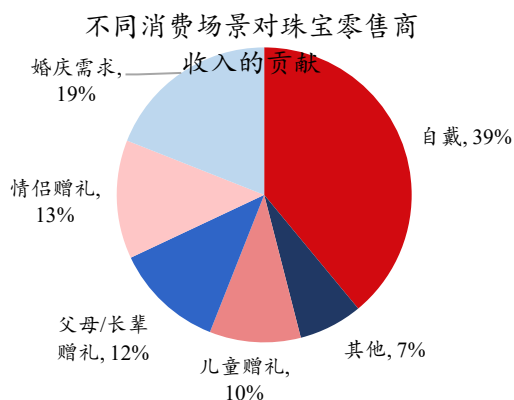
### 2.1 女性悦己需求增加，Z世代消费意愿增长迅猛

女性经济崛起，催生珠宝消费从婚嫁刚需向悦己消费转型。随着女性的经济实力提升和消费能力提高，女性在消费上拥有更多的话语权。女性自我犒赏、自我鼓励、自我装扮、自我表达的个性化需求，有望给珠宝产品消费市场的悦己消费场景带来进一步渗透。根据世界黄金协会调研数据，以“自戴”为目标的消费者为受访零售商贡献近40%的零售收入，而以往被认为首饰（以金饰为主）销售大头的婚庆需求则贡献近20%的销售额。

Z世代消费意愿增长迅猛，客群年轻化趋势明显。根据Mob研究院调研数据，“从未买过金饰但具有金饰购买意向的Z世代消费者占比”从2016年的16%增长至2021年的59%；且Z世代在珠宝品类的年均消费达1560元，远超时装、鞋帽等其他品类。

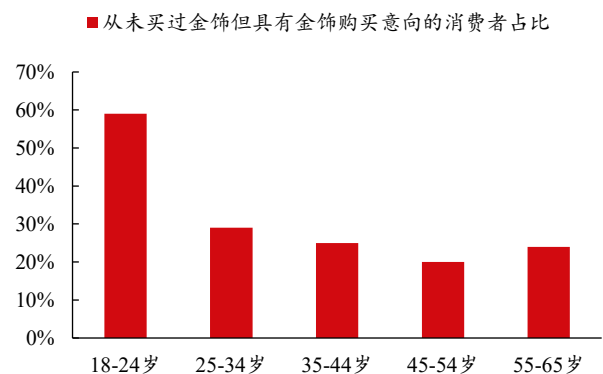
伴随女性悦己需求、年轻客群需求崛起，黄金产品的首饰功能有望增强，款式设计/产品价值传达等因素重要性凸显。根据中国珠宝玉石首饰行业协会和安永调研数据，当今女性消费者对珠宝首饰关注度最高的是款式设计，而非材质或价格，因此品牌深度解析情感共鸣与场景需求的能力、款式研发和设计能力、产品所传达的价值和内涵在竞争中将愈加重要。伴随需求端客群的变化、黄金工艺的升级与国潮文化的兴起，黄金产品除了传统的资产保值增值功能以及婚嫁刚需场景需求外，其首饰功能有望得到增强，使其更好地成为情感表达的载体，从而拓宽消费群体和使用场景，如彰显个性、祈福开运、期许祝福、时尚装扮等。

图表 11：“自戴”成为最重要的首饰消费场景



资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，国联证券研究所  
注：数据收集于2022年7月末；零售收入包括黄金、钻石、铂金和其他珠宝产品的销售额

图表 12：Z世代消费意愿增长迅猛，客群年轻趋势明显



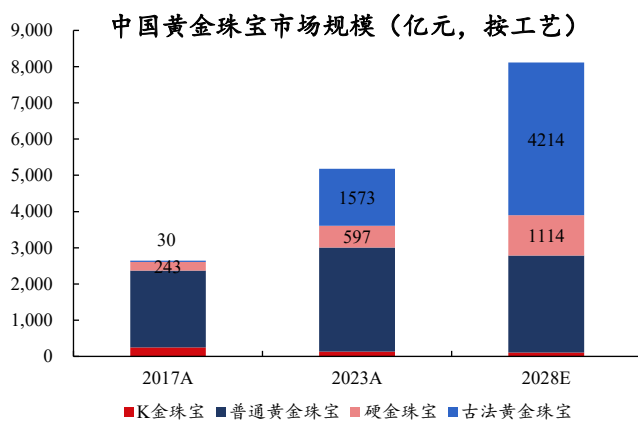
资料来源：中国黄金报社，华杨联众，Mob研究院，国联证券研究所

### 2.2 古法金市场快速扩张，产品定价趋于透明化

**2017-2023 年古法金与硬金珠宝市场快速扩张。**按黄金纯度分，黄金珠宝可分为足金（黄金纯度达 99.0%及以上）与 K 金（通常指由黄金和其他金属混合制成的合金，其含金量相等于或低于 22K（91.6%）或甚至 18K（75.0%））。沙利文数据显示 2023 年中国足金珠宝市场规模达 5,049 亿元，占黄金珠宝市场的 97.5%。足金珠宝按加工技术可进一步分为古法黄金珠宝、硬金珠宝及普通黄金珠宝。古法黄金珠宝产品为设计富韵文化内涵的足金，经特殊的中国传统技术加工而成。普通黄金珠宝产品为经普通加工技术加工而成的足金，容易变形，产品品类同质。硬金珠宝产品主要以电铸方式生产，具有耐磨、重量轻的特点。近年来伴随国潮兴起、消费者对设计/款式关注度提升，古法黄金珠宝与硬金珠宝市场规模快速提升，2017-2023 年古法黄金市场由 30 亿增加至 1573 亿，硬金珠宝市场由 243 亿增加至 597 亿。

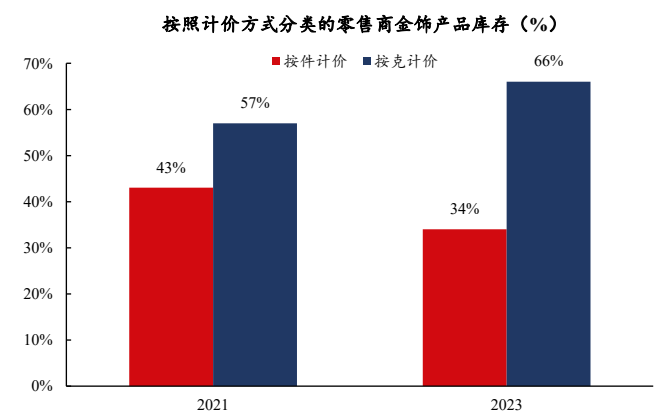
**按克计价比例提升，行业趋于透明化。**以“悦己消费”为主要驱动的年轻消费者，既精明（在购买必需品时注重性价比），又大方（愿意为符合自身品味的高档产品买单）。按克计价的方式提供更高的透明度，也有助于增加年轻消费者的信任度。根据世界黄金协会调研数据，按克计价的产品在零售商库存中的占比在上升，2023 年零售商金饰库存中 66%为按克计价的产品，而 2021 年按克计价比例则为 57%。

图表 13: 2017-2023 年古法金与硬金珠宝市场快速扩张



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, 老铺黄金招股书, 国联证券研究所

图表 14: 按克计价比例提升, 行业趋于透明化



资料来源: 中国黄金报社, 世界黄金协会, 国联证券研究所  
注: 实地调研于 2023 年 7 月-8 月期间开展

图表 15: 不同黄金珠宝制作工艺比较

维度	传统足金	3D 硬金	5D 硬金	5G 硬金	古法金
黄金纯度	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
制作工艺	熔炼、酸溶或电解法	电铸法 (含氟)	电铸法 (不含氟, 以亚硫酸盐铸液为主)	熔铸法 (加入硬金粉, 以石墨烯和稀有元素为主)	水磨、镂胎、花丝、篆刻、锉型、锤揲、镶嵌、修金八大工艺
维氏硬度值	30-40HV	70-120HV	80-130HV	90-110HV	-
特点	较软, 不耐磨	硬度高、耐磨性强, 有效克服传统足金首饰硬度低、易磨损、不易保持细致花纹的缺点	相比 3D 硬金更硬, 更轻、无污染	同时具备足金高成色高保值与 k 金款式多样时尚的双重优点	哑光质感, 不易留下划痕、汗渍
优点	<ul style="list-style-type: none"> <li>延展性强, 保值性较高;</li> <li>工费相对较低。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>同体积大小的饰品重量仅为普通千足金的 30%, 更加轻巧, 更加实惠;</li> <li>3D 硬千足金硬度是传统千足金的 4 倍, 具有高耐磨性, 精致</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>更轻: 一样大小的产品, 5D 硬金能够做成比 3D 硬金轻三分之一;</li> <li>更硬更韧: 5D 硬金硬度高, 韧性好, 不易磨损、刮花, 变形;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5G 黄金韧性好, 不容易断裂;</li> <li>重量轻、硬度高;</li> <li>工艺先进、款式时尚;</li> <li>永不褪色;</li> <li>纯度足金 999</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>哑光质感更显高级, 更加能满足年轻一代的时尚需求;</li> <li>手工制作, 精细琢磨, 更显古色古香;</li> <li>工艺更精湛, 视觉效果更好;</li> <li>耐脏耐看</li> </ul>

轻巧，佩戴舒适特点；  
 更亮：表面光滑如镜面，整体更亮；  
 3D 硬千足金饰品采用可以更加精雕的蜡模型来倒模，使黄金极具立体感，表面形态更流畅。  
 更纯：纯度超过 999，经得起火烧考验。

缺点	<ul style="list-style-type: none"> <li>外力作用下可能会出现变形、磨损；</li> <li>硬度限制，无法制作工艺设计相对复杂的款式</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>质地虽硬但很脆，需避免碰撞</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>工艺复杂，工费相对普通黄金高一些。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>工艺复杂，工费相对普通黄金要高一些。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>工艺复杂，需要技巧熟练的匠人投入大量精力才能制成，制作时间通常是普通金饰的几十倍。</li> </ul>
主要消费群体	消费群体覆盖广泛，整体年龄偏高，消费地域主要在三四线城市	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	消费群体覆盖广泛，但由于平均客单价较高，主力消费人群为消费能力较强的 30-45 岁人群

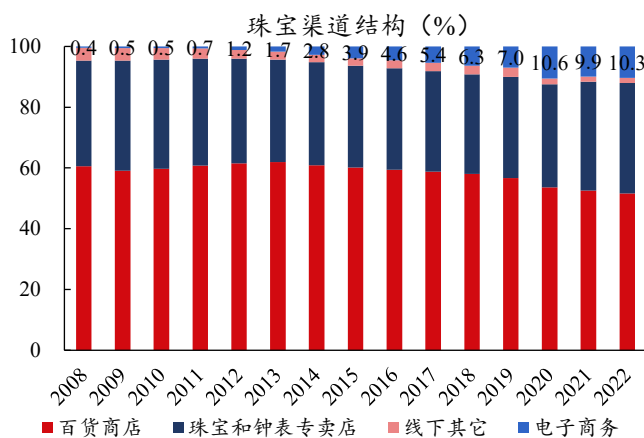
资料来源：黄金珠宝知识公众号，珠宝商平台公众号，JFJewel 公众号，智研咨询，国联证券研究所

### 2.3 电商占比边际提升，低线城市渗透率空间较大

线下销售占比九成，线上占比边际提升。由于珠宝单价较高，消费者出于信誉、产品质量、消费体验、运输、售后服务等因素的考虑，目前珠宝行业的销售依然以传统线下销售模式为主。但随着互联网及智能手机的逐渐普及、移动支付的日趋优化和线上购物的体验升级，经营成本更低、经营方式更为灵活的线上销售方式兴起。欧睿数据显示，国内珠宝销售渠道中线下占比长期维持在 90%+ 水平，电子商务占比边际提升，至 2022 年电商占比已提升至 10.3%。

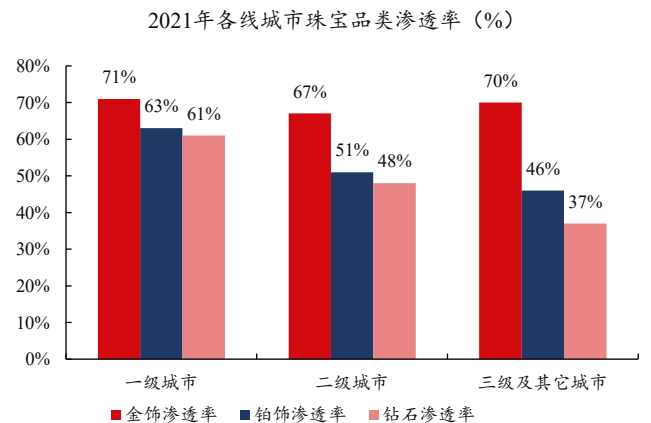
低线城市铂金/钻石饰品渗透率有较大提升空间。根据世界珠宝协会数据，2021 年一线城市的黄金/铂金/钻石饰品渗透率分别为 71%/63%/61%；二线城市分别为 67%/51%/48%；三线城市分别为 70%/46%/37%。低线城市的钻石和铂金饰品渗透率低，相比一线城市仍有较大提升空间，随着人均消费水平提升以及消费观念改变，低线城市的非金饰品渗透率有望提升。

图表 16：线下销售占比九成，线上占比边际提升



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表 17：低线城市铂金/钻石饰品渗透率有较大空间



资料来源：世界珠宝协会，前瞻产业研究院，国联证券研究所

## 3. 老铺黄金：初具奢侈品牌基因的中国黄金珠宝品牌

### 3.1 概况：古法黄金行业先行者与领导者

老铺黄金为中国古法黄金行业先行者与领导者。公司于2009年推出首家专注于销售古法金饰品的门店，是中国第一家推广“古法黄金”概念的品牌，是中国古法手工金器专业第一品牌，且是中国黄金协会发布的《古法金饰品》《古法金镶嵌钻石饰品》两部团体标准的第一起草单位。根据弗若斯特沙利文数据，2023年老铺黄金在古法黄金市场份额约2%，以收入计在古法黄金行业排名第7，以单店平均收入计在2022年和2023年于中国黄金珠宝市场连续排名收入第一。

图表 18：老铺黄金发展历程



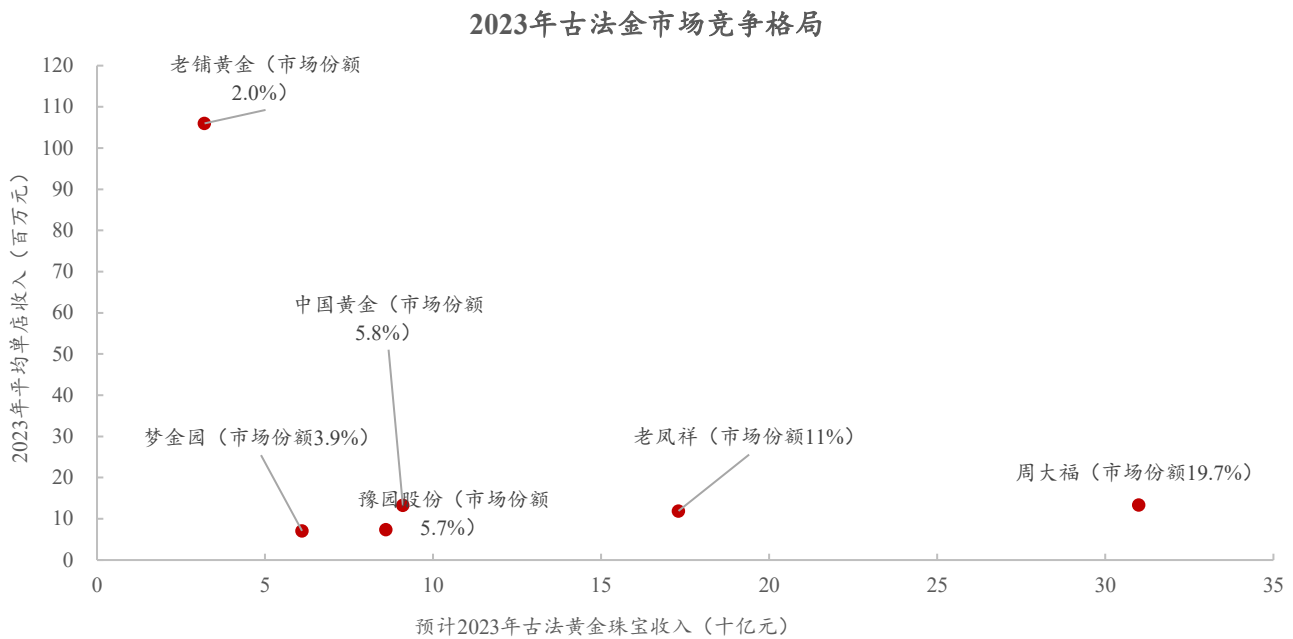
资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表 19：公司荣获多项荣誉，巩固古法黄金行业先行者和领导者地位

时间	荣誉	认证组织
2023年	高净值人群最青睐的十大珠宝品牌	胡润研究院
2021年	100新消费榜单	北京国际设计周
2021年	天猫黄金品类品牌人群心智榜单中“价值力指数”榜首	天猫消费者策略中心、RolandBerger及阿里数据

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

图表 20: 2023 年老铺黄金在中国古法金市场份额约 2%，单店平均收入行业领先



注：平均单店收入为珠宝业务收入除以珠宝门店数

资料来源：老铺黄金招股书，弗若斯特沙利文，Wind，国联证券研究所

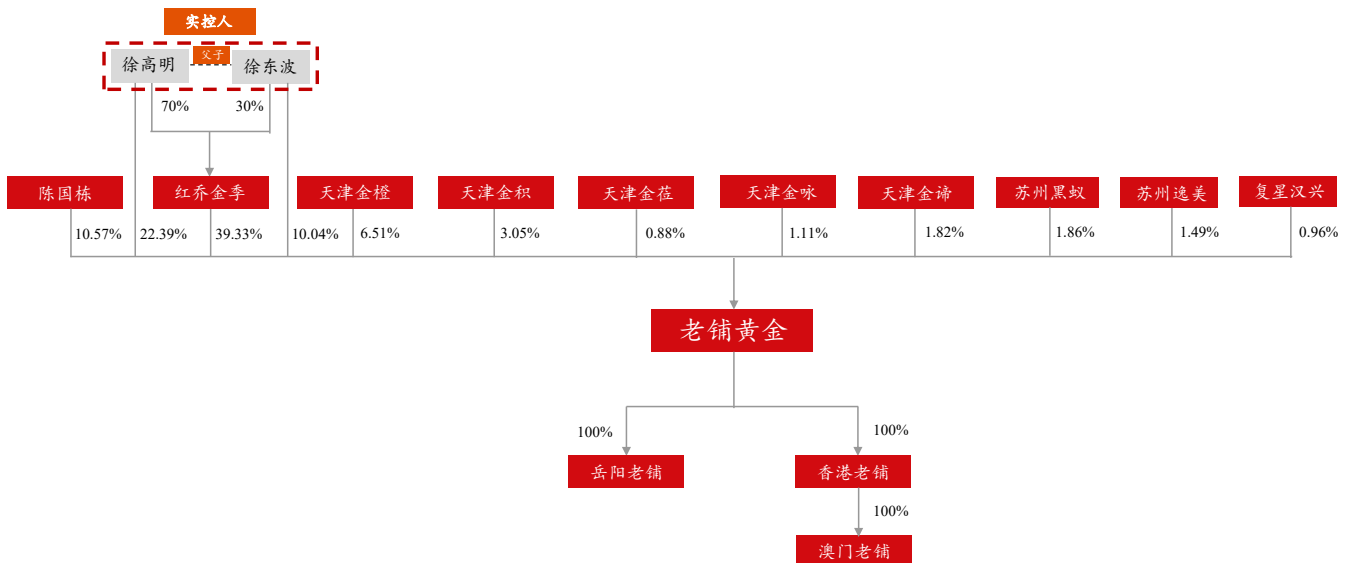
**公司股权集中且激励充分，管理层经验丰富。**

1) **股权结构**：截至 2024 年 4 月，徐高明、徐东波先生分别直接持股 22.39%/10.04%，并通过分别持有红乔金季 70%/30%的股份来间接持股公司，为公司的实际控制人。

2) **股份激励**：公司成立天津金橙、天津金积、天津金咏、天津金谛及天津金莅等五大股份激励平台，以实行股份激励计划，并分别于 2018 年、2019 年及 2023 年向参与者授多轮奖励。

3) **管理层**：公司董事长徐高明、副总经理冯建军、营业部总经理徐锐及质检部总经理蒋霞均曾为公司前身金色宝藏的核心管理层，其中徐锐为徐高明先生的侄子，蒋霞为徐高明先生的外甥，核心管理层具有“家族基因”，深耕行业多年，具有丰富的管理经验。

图表 21: 公司股权结构稳定集中 (截至 2024/04)



资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

**图表 22：公司管理层行业经验丰富**

姓名	职位	年龄	加入时间	主要职务	履历
徐高明	董事长、总经理、研发总监	59 岁	2016 年 12 月	主持公司经营管理全面工作、公司商品研发工作，负责董事会相关工作	<ul style="list-style-type: none"> <li>■1984-1991 年任岳阳市畜牧水产局科员</li> <li>■1992-1994 年任岳阳市畜牧水产局水产大楼总经理</li> <li>■1995-2017 年 7 月任红乔旅游总经理</li> <li>■2004 年 6 月-2018 年 10 月任金色宝藏总经理</li> <li>■2012 年 7 月-2017 年 9 月任文房文化总经理</li> <li>■2016 年 12 月-2019 年 11 月任老铺有限总经理</li> <li>■2017 年 7 月-2020 年 3 月任红乔金季经理</li> <li>■2017 年 7 月至今任红乔金季执行董事</li> <li>■2019 年 11 月起任公司董事长、总经理、研发总监</li> </ul>
冯建军	执行董事兼副总经理	55 岁	2017 年 1 月	负责市场拓展	<ul style="list-style-type: none"> <li>■1989-1997 年任湖南岳阳市制药一厂主管科员、综合科科长</li> <li>■1997-1998 年任红桃 K 公司地区营销部经理</li> <li>■1998-2005 年 12 月任红乔旅游行政兼营运总监</li> <li>■2006 年任金色宝藏营运总监、副总经理</li> <li>■2017-2019 年 11 月任老铺有限副总经理</li> <li>■2019 年 11 月起任公司董事、副总经理</li> </ul>
徐锐	执行董事兼营业部总经理	43 岁	2017 年 1 月	主持公司营业部全面管理工作	<ul style="list-style-type: none"> <li>■2004 年 3 月-2009 年 12 月任红乔旅游经营部经理</li> <li>■2009 年 12 月-2016 年 12 月任金色宝藏营业部经理</li> <li>■2017-2019 年 11 月任老铺有限营业部总经理</li> <li>■2019 年 11 月起任公司董事、营业部总经理</li> </ul>
蒋霞	执行董事、质检部总监、岳阳老铺监事	47 岁	2018 年 2 月	主持公司质检部全面管理工作	<ul style="list-style-type: none"> <li>■1995 年 8 月-2005 年 7 月担任岳阳红乔的采购工作</li> <li>■2005 年 8 月-2018 年 2 月担任金色宝藏商品管理部的产品管理及品质检验工作</li> <li>■2018 年 2 月起任公司质检部总监</li> <li>■2018 年 3 月起任岳阳老铺监事</li> <li>■2021 年经认可为贵金属首饰和宝石检验师及国检珠宝培训中心钻石分析师</li> </ul>

资料来源：老铺黄金招股书，国联证券研究所

**盈利拆解：净利润率适中+低资产周转+低杠杆扩张，相对可比同业 ROE 处行业居中水平，2023 年业绩高增下盈利能力大幅提升。**老铺黄金差异化定位高端品牌，品牌传承中国经典文化与非遗工艺，兼具中国非遗文化价值与显著产品差异，凭借独特的工艺设计与纯自营的运营模式，公司毛利率与销售费率均高于可比同业水平，2017-2022 年归母净利润率处行业中等偏上水平。且公司门店均为自营经营，相对加盟模式资产周转率相对较低，负债水平不高，综合而言 2017-2022 年公司 ROE 相对可比同业处于居中水平。2023 年线下消费场景恢复、黄金价格上涨叠加公司产品迭代升级、品牌知名度提升，公司营收同比增长 145.7% 至 31.8 亿，归母净利润同比增长 340.4% 至 4.16 亿，归母净利润率与 ROE 提升至行业领先水平。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/308061133127006137>