

目录

行业机遇：工艺升级扩供给，高端需求显韧性	6
老铺黄金：中国古法手工金器专业第一品牌	10
公司概况：异军突起，盈利优越	10
产品端：深厚文化，极致工艺	13
渠道端：围绕高端，单店优异	19
投资建议：关注头部企业产品迭代和渠道进阶	26
风险提示	27

图表目录

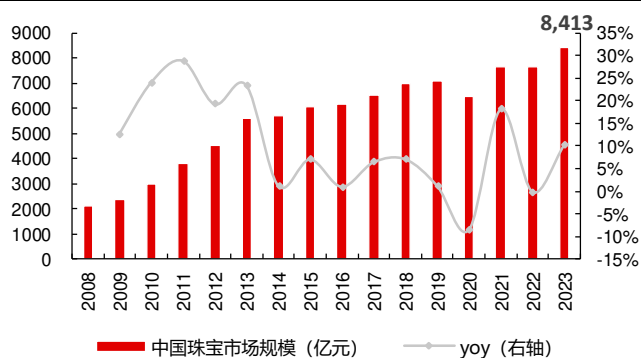
图 1：中国黄金珠宝行业规模及增速	6
图 2：中国黄金消费量及增速	6
图 3：珠宝分品类市场规模占比	6
图 4：各类黄金产品销售额占比（按工艺）	6
图 5：中国古法金珠宝市场规模增速快于整体珠宝市场	7
图 6：中国零售商黄金产品库存细分产品比重（按价值）	7
图 7：中国高净值人群最青睐的收藏品类倾向	7
图 8：中国高净值人群中，最受青睐的女士礼物倾向	7
图 9：不同价格带金饰产品对珠宝零售商销售额的贡献比例	8
图 10：部分海外奢侈珠宝品牌的经典产品以 K 金镶嵌为主	9
图 11：周大福终端零售值占比（按品类）	9
图 12：上述胡润榜单排名前十的品牌的中国门店数对比（家）	9
图 13：上述胡润榜单排名前十的品牌的主要价格带对比（万元）	9
图 14：老铺黄金发展历程概览	10
图 15：老铺黄金股权结构（截至 2023 年 11 月）	11
图 16：2016 年以前公司的品牌运营模式	11
图 17：2017-2019 年金色宝藏品牌收入和净利润（亿元）	11
图 18：2021 年老铺黄金东方广场店入选“设计力量 100 新消费榜”	12
图 19：2021 年老铺黄金位列天猫黄金品类“价值力指数”榜首	12
图 20：老铺黄金营业收入及增速	12
图 21：老铺黄金归母净利润及增速	12
图 22：主要珠宝企业毛利率、销售及管理费用率、归母净利率对比	13
图 23：老铺黄金主要生产工艺、主要品类一览	14
图 24：黄金摆件是老铺黄金的重要品类	14
图 25：老铺黄金 2018-2024 年代表性黄金摆件类产品一览	15
图 26：老铺黄金分价格带产品的收入占比（2023H1）	15
图 27：老铺黄金自产方式下，平均人工费用和单位制造费用（元/克）	16
图 28：梦金园黄金产品平均加工费（元/克）	16
图 29：老铺黄金自产&委外生产的产品重量占比（按千克）	16

图 30: 老铺黄金自产加工费、委外加工费占销售成本的比例.....	16
图 31: 老铺黄金平均单克产品售价 (元/克)	17
图 32: 老铺黄金分品类收入占比	17
图 33: 奢侈品、高档品的价格关系, 以及样本珠宝品牌主要产品系列的价格带对比	18
图 34: 奢侈品、高档品、时尚品属性特征对比三角	18
图 35: 老铺黄金分品类毛利率及同业对比.....	19
图 36: 老铺黄金门店数 (家)、部分门店开店时间轴	20
图 37: 老铺黄金门店地域分布情况 (截至 2023 年 11 月)	20
图 38: 老铺黄金各线城市门店数 (家)	20
图 39: 截至 2023 年 10 月主要珠宝品牌在中国十大高端购物中心的覆盖率.....	21
图 40: 截至 2024 年 1 月老铺黄金全国门店店址.....	21
图 41: 老铺黄金以“明清书房”为主题的情景化门店	22
图 42: 老铺黄金、周大福内地直营珠宝店平均单店销售收入.....	23
图 43: 蒂芙尼 1992 年以前门店总数 (家) 不到 50 家	24
图 44: 蒂芙尼纽约旗舰店收入以及占总营收的比例	24
图 45: 老铺黄金北京 SKP 门店收入以及占总营收的比例	24
图 46: 10 家老铺黄金样本门店的商圈布局特征 (统计截至 2024 年 2 月)	25
图 47: 各珠宝品牌小红书笔记数 (万篇)、累计获赞数/笔记数 (个/篇)	25
图 48: 老铺黄金和蒂芙尼广告费用率对比.....	25
图 49: 2019 年销售费用明细占营业收入的比例的对比.....	26
表 1: 2023 年老铺黄金进入胡润榜——中国高净值人群最青睐珠宝品牌 TOP10.....	8
表 2: 老铺黄金主要管理层 (截至 2023 年 11 月)	10
表 3: 2021 全国购物中心销售额排行榜 TOP50	21
表 4: 老铺黄金重点门店营收规模、面积和坪效.....	23

行业机遇：工艺升级扩供给，高端需求显韧性

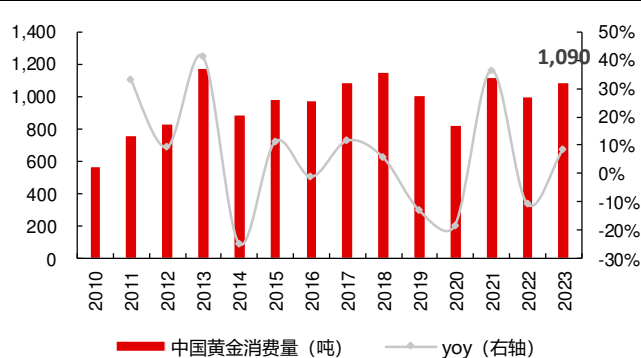
中国黄金珠宝行业经历了 2002-2013 年粗放增长、2014-2019 年需求盘整期后，随着 2020 年以来黄金工艺革新带动需求场景拓宽，开启高质量增长。2023 年国内珠宝行业规模达到 8413 亿元，相较 2019 年的复合增速为 4.4%，即便经历外部扰动仍快于 2015-2019 年的 3.9%，主因硬金技术和古法金工艺的普及，新式黄金产品层出不穷，大幅拓宽自戴、送礼等需求场景，叠加经济景气偏弱的背景下黄金保值属性愈加凸显，2023 年中国黄金消费量达到 1090 吨，同比增长 8.8%。

图 1：中国黄金珠宝行业规模及增速



资料：欧睿，长江证券研究所

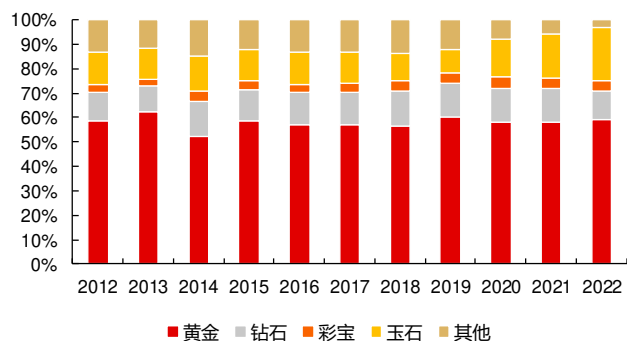
图 2：中国黄金消费量及增速



资料：中国黄金协会，长江证券研究所

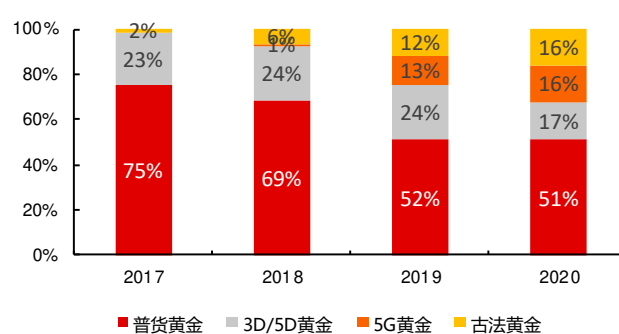
分品类来看，历史上黄金产品市场规模占比相对稳定，而其中硬金类和古法金类产品占比快速提升。2017 年之前，质地较软、款式单一的黄金普货占据大部分市场；而 2018 年后，采用 5G 硬金技术的黄金产品和古法金产品市场份额快速提升，截至 2023H1，中国零售商黄金产品库存价值量中，古法金、硬足金分别占比 28%、23%，挤出普货黄金的份额，由此或能理解，2012-2022 年虽然黄金类产品市场规模占比基本维持在 60% 左右，但内部结构变化较大，呈现技术驱动的产品升级趋势。

图 3：珠宝分品类市场规模占比



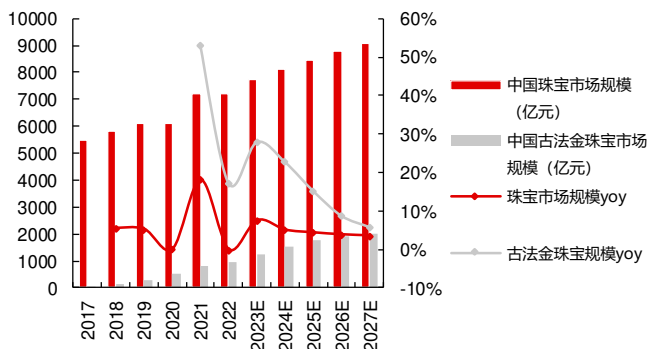
资料：中国珠宝玉石协会，长江证券研究所（注：协会统计口径为市场规模，可能包含行业库存，不完全等同于终端零售额占比，供参考）

图 4：各类黄金产品销售额占比（按工艺）



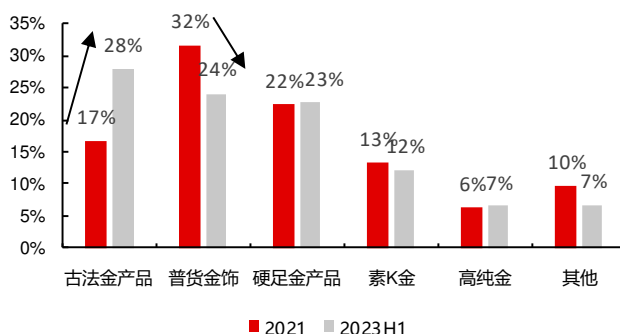
资料：中国珠宝玉石协会，长江证券研究所

图 5：中国古法金珠宝市场规模增速快于整体珠宝市场



资料：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

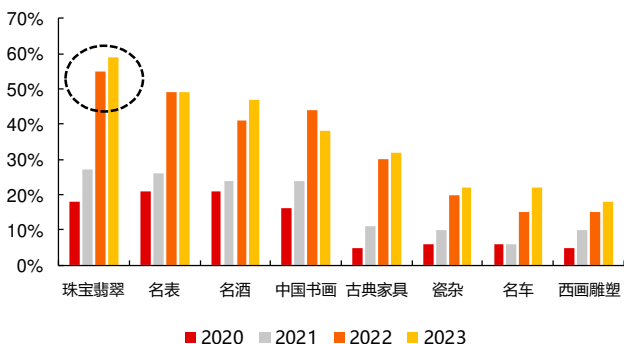
图 6：中国零售商黄金产品库存细分产品比重（按价值）



资料：世界黄金协会，长江证券研究所

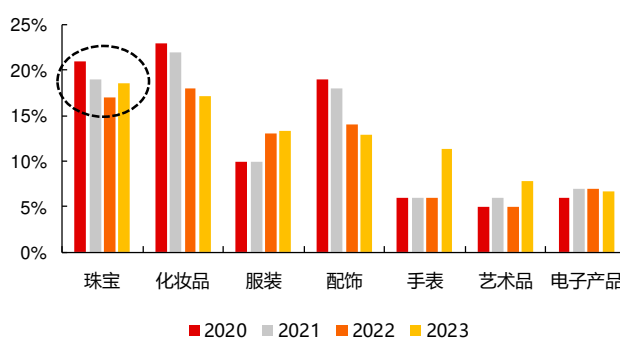
分价格带来看，由于高净值人群的消费能力更具韧性，同时珠宝品类更契合其收藏、送礼需求，因而当前经济景气度偏弱的背景下，高价格带黄金产品销售表现相对稳健。2022 年至 2023H1，2000 元以下金饰产品占珠宝零售商销售额的比例从 18% 提升至 35%，主要挤出了 2000-5000 元价格带金饰，而 5000 元以上金饰的销售额占比变化不大，反映出消费理性化趋势下，高价格带黄金饰品具备较强的销售韧性；据 2023 年胡润调查数据，中国高净值人群对珠宝产品的收藏倾向和送礼倾向明显高于名表、名酒、服装、艺术品等，由此或说明，基于黄金工艺革新和保值属性，通过满足自戴、收藏、礼品等需求，高端黄金产品具备在经济周期波动下相对稳定的潜在目标客群。

图 7：中国高净值人群最青睐的收藏品类倾向



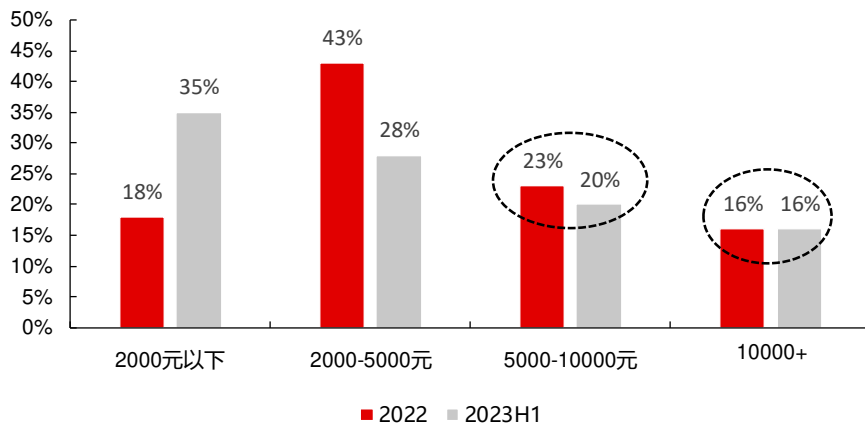
资料：胡润中国高净值人群品牌倾向报告，长江证券研究所（2023 年样本画像：平均家庭总资产为 4500 万元；数据指“您最青睐的收藏品类是？”（多选）的回答人数占比）

图 8：中国高净值人群中，最受青睐的女士礼物倾向



资料：胡润中国高净值人群品牌倾向报告，长江证券研究所（2023 年样本画像：平均家庭总资产为 4500 万元；数据指“您最青睐的女士礼物是？”（多选）的回答人数占比）

图 9：不同价格带金饰产品对珠宝零售商销售额的贡献比例



资料：世界黄金协会，长江证券研究所

然而，2022 年以前国内珠宝市场尚缺少定位高端、知名度较高、且专注于黄金饰品的品牌。2022 年以前，宝格丽、卡地亚、梵克雅宝等海外奢侈珠宝品牌长期占据胡润高净值人群珠宝品牌榜 TOP10，其产品结构以 K 金、钻石镶嵌为主；周大福作为唯一上榜的国内品牌，FY2012-FY2021 的十年内其非黄金饰品和钟表的终端销售额占比维持在 32%-47% 的较高水平，一定程度上形成了品类综合型的品牌印象，截至 FY2024H1 仍占比 20%（如图 11）。2023 年老铺黄金位列胡润高净值人群珠宝品牌榜第十位，是唯一上榜的专注黄金饰品的国内珠宝品牌。

表 1：2023 年老铺黄金进入胡润榜——中国高净值人群最青睐珠宝品牌 TOP10

	2020	2021	2022	2023
1	宝格丽	宝格丽	宝格丽	宝格丽
2	卡地亚	卡地亚	卡地亚	卡地亚
3	梵克雅宝	梵克雅宝	梵克雅宝	梵克雅宝
4	蒂芙尼	蒂芙尼	蒂芙尼	蒂芙尼
5	香奈儿	香奈儿	香奈儿	周大福
6	尚美巴黎	尚美巴黎、周大福	周大福	香奈儿
7	伯爵	-	伯爵	宝诗龙
8	周大福	海瑞温斯顿	尚美巴黎	伯爵
9	万宝龙	万宝龙	海瑞温斯顿	尚美巴黎
10	海瑞温斯顿	伯爵	萧邦	老铺黄金

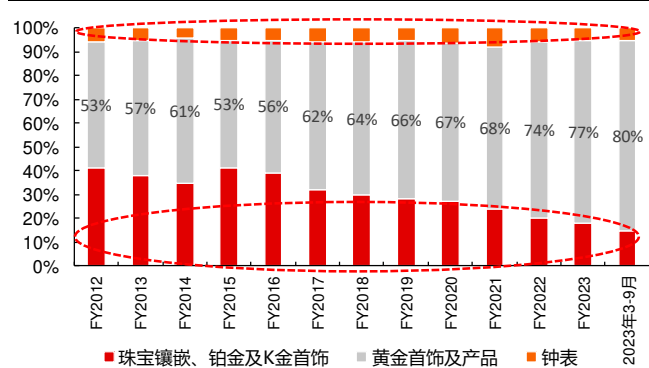
资料：胡润中国高净值人群品牌倾向报告，长江证券研究所（标红为国内品牌）

图 10: 部分海外奢侈珠宝品牌的经典产品以 K 金镶嵌为主



资料：各公司官网，长江证券研究所

图 11: 周大福终端零售值占比（按品类）

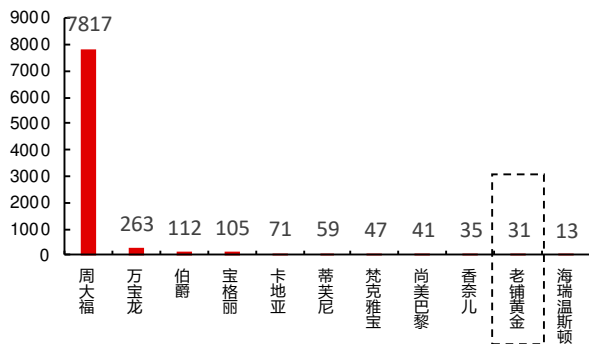


资料：公司公告，长江证券研究所（注：FY2017 品类结构披露方式有调整）

横向对比，老铺黄金与海外奢侈珠宝品牌类似，呈现低门店数&高价格带的布局特征。

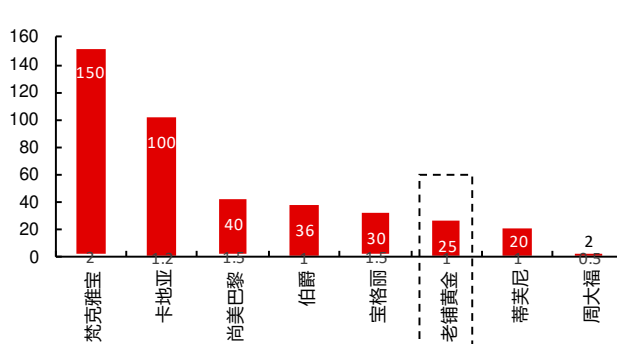
上述 2023 年胡润榜单排名前十的海外奢侈珠宝品牌,其国内门店数普遍在 150 家以内,国内主要价格带在 1 万元以上,上限较高;截至 2024 年 1 月统计,老铺黄金国内共有 31 家门店,主要价格带为 1-25 万元,渠道布局 and 价格带特征与海外奢侈珠宝品牌相似,高端定位凸显。

图 12: 上述胡润榜单排名前十的品牌的中国门店数对比（家）



资料：各公司官网，公司公告，长江证券研究所（香奈儿门店数截至 2022 年底，周大福门店数截至 2023 年底，老铺黄金门店数取自官方微信公众号；含港澳台；统计于 2024 年 1 月）

图 13: 上述胡润榜单排名前十的品牌的主要价格带对比（万元）



资料：各公司官网，公司公告，长江证券研究所（注：以手链品类为例；周大福主要价格带参考公司公告的平均客单价取概数；老铺黄金价格带取自港股招股书；统计于 2024 年 1 月，为概数）

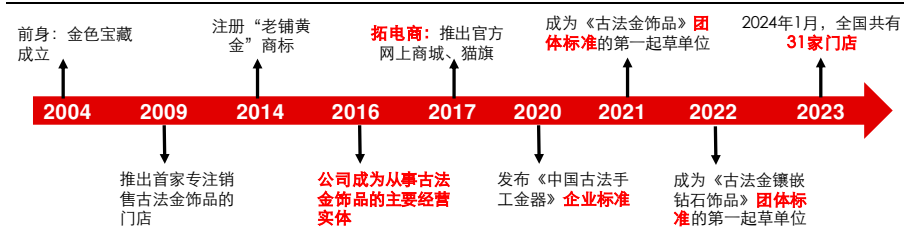
老铺黄金：中国古法手工金器专业第一品牌

公司概况：异军突起，盈利优越

老铺黄金是国内专门从事高端古法手工黄金产品生产、销售的珠宝品牌商。公司前身北京金色宝藏旅游文化传播有限公司成立于 2004 年，运营“老铺黄金”、“金色宝藏”两个品牌，分别销售黄金产品、佛教文化产品及旅游纪念品。2016 年，公司进行业务调整，聚焦于古法手工黄金产品，设立北京老铺黄金文化发展有限公司（以下简称“老铺有限”，系发行人前身），将“金色宝藏”的大部分资产注入“老铺有限”，金色宝藏则于 2019 年停止运营。

2016 年公司成为专门从事古法黄金产品的经营实体后，不断开拓线上和线下渠道，相继发布《中国古法手工金器》企业标准、参与起草古法金饰品相关的团体标准，扩大行业话语权，截至 2024 年 1 月，公司在全国共有 31 家门店。

图 14：老铺黄金发展历程概览



资料：公司港股招股书，长江证券研究所

公司创始人亲自负责产品研发、其余高管分别担任市场拓展、渠道运营、质量检测等核心岗位。公司创始人徐高明先生目前担任公司董事长、总经理，自 2016 年老铺黄金品牌独立拆分后，一直担任商品研发总监，将公司发展战略和品牌定位落地为商品研发策略；执行董事兼副总冯建军先生主管市场拓展；执行董事徐锐先生为徐高明先生的侄子，主管公司营业部工作，负责客户服务、商品管理、人员队伍建设等渠道运营工作；执行董事兼质检总监蒋霞先生为徐高明先生的外甥，主管质检工作。

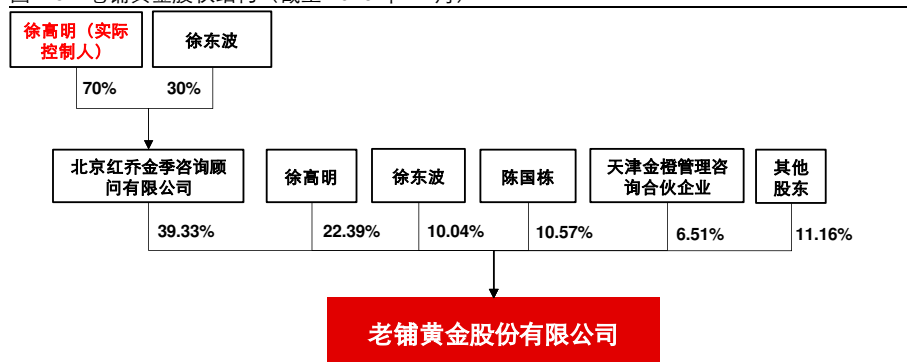
表 2：老铺黄金主要管理层（截至 2023 年 11 月）

姓名	职务	性别	简介	亲属关系
徐高明	执行董事、董事长、总经理兼商品研发总监	男	公司的创始人、执行董事、董事长、总经理兼研发部总监。	—
冯建军	执行董事兼副总经理	男	本公司执行董事兼副总经理。2017 年 1 月起担任副总经理，2019 年 11 月起担任公司董事，于 2023 年 11 月 9 日调任为执行董事，主要负责本公司的市场拓展。	—
徐锐	执行董事兼营业部总经理	男	公司的执行董事兼营业部总经理。2017 年 1 月起担任本公司营业部总经理，2019 年 11 月起担任董事，于 2023 年 11 月 9 日调任为执行董事，主要主持公司营业部全面管理工作。	徐高明先生的侄子
蒋霞	执行董事、质检部总监及岳阳老铺的监事	男	公司的执行董事。2018 年 2 月起担任质检部总监，2018 年 3 月起担任岳阳老铺的监事。于 2023 年 11 月调任为执行董事。主要主持公司质检部全面管理工作。	徐高明先生的外甥

资料：公司公告，长江证券研究所

公司控股股东为北京红乔金季咨询顾问有限公司，实际控制人为徐高明先生，与部分头部珠宝品牌类似，呈现家族控股的股权结构特征。截至 2023 年 11 月，实控人徐高明先生直接间接共持股 49.9%；徐东波先生系徐高明先生之子，直接间接共持股 21.8%，暂未担任公司职务，父子二人共同持有北京红乔金季咨询顾问有限公司；自然人股东陈国栋先生直接持股 10.6%，暂未担任公司职务。

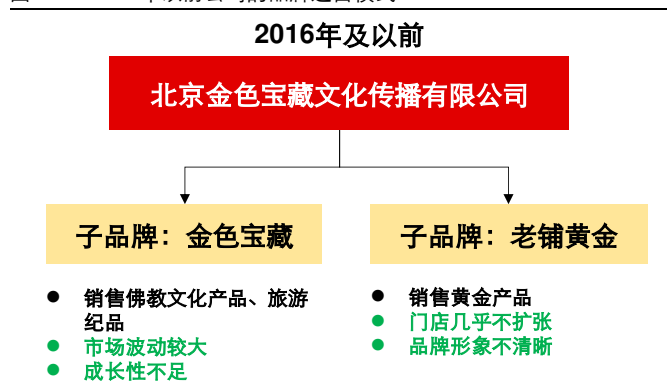
图 15：老铺黄金股权结构（截至 2023 年 11 月）



资料：公司港股招股书，长江证券研究所

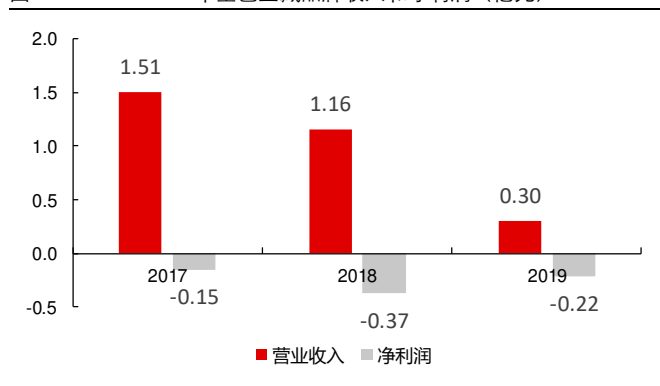
2016 年及以前，“老铺黄金”作为金色宝藏公司的子品牌，在双品牌混合经营下面临品牌形象不清晰、拓店缓慢等问题。2016 年及以前，北京金色宝藏文化传播有限公司同时运营两个品牌，但由于产品结构、品牌定位、客户画像存在较大差异，管理层经营重心难以聚焦，2009 年老铺黄金首店北京王府井工美大厦店开业、2014 年北京东方广场店开业，直至 2016 年底仍仅有两家门店，且两个品牌在北京王府井、东方广场商圈均有开设，导致品牌形象不够清晰。另一方面，彼时黄金珠宝行业的新一轮扩张和品牌化进程加速，基于此，2016 年 12 月公司决议将“老铺黄金”从金色宝藏剥离，聚焦古法黄金产品主业。

图 16：2016 年以前公司的品牌运营模式



资料：公司公告，长江证券研究所

图 17：2017-2019 年金色宝藏品牌收入和净利润（亿元）



资料：公司公告，长江证券研究所

2016 年“老铺黄金”品牌独立拆分后，公司聚焦古法手工黄金产品主业，加强产品研发，加速线下渠道扩张和电商渗透，产品力和渠道力焕然一新。2021 年 8 月，北京国

际设计周联合《Time Out》和《Voyage 新旅行》共同发布“设计力量 2021 北京 100 新消费榜”，从文化主题、设计理念、产品与服务体验等维度，评选出 100 个最具设计感的城市消费空间，老铺黄金-东方广场店荣登该榜单。2021 年 9 月，天猫消费者策略中心联合罗兰贝格公司、阿里数据，基于创新力、沟通力和价值力三要素，发布“天猫黄金品类品牌人群心智榜单”，老铺黄金位列该榜单“价值力指数”榜首。

图 18: 2021 年老铺黄金东方广场店入选“设计力量 100 新消费榜”



资料：公司官方微信公众号，长江证券研究所

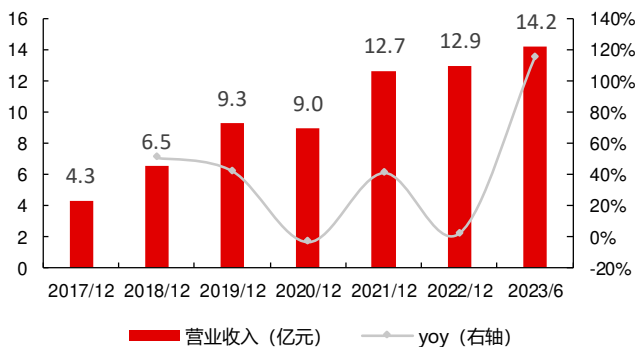
图 19: 2021 年老铺黄金位列天猫黄金品类“价值力指数”榜首



资料：公司官方微信公众号，长江证券研究所

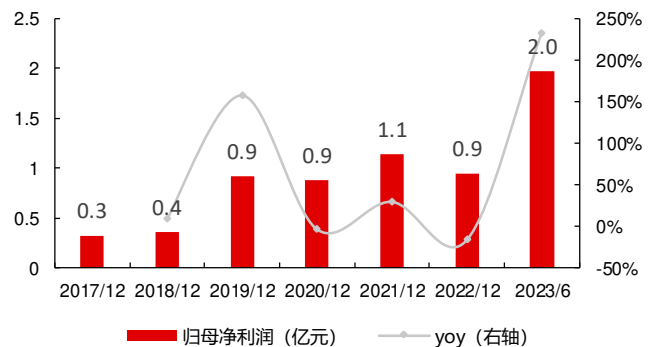
基于品牌焕新，公司收入业绩迈入高速增长期。2016 年 12 月，金色宝藏将原老铺黄金子品牌的资产、人员注入新设立的“老铺有限”，后者专注于古法手工黄金产品研发和渠道拓展，2024 年 1 月底门店数已达 31 家，高端古法手工黄金品牌的形象深入人心。2023H1 公司实现营收 14.2 亿元，同比增长 116%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比增长 232%；2017-2022 年，公司营收、归母净利润复合增速分别实现 25%、24%，收入业绩同步高速复合增长。

图 20: 老铺黄金营业收入及增速



资料：公司公告，长江证券研究所

图 21: 老铺黄金归母净利润及增速

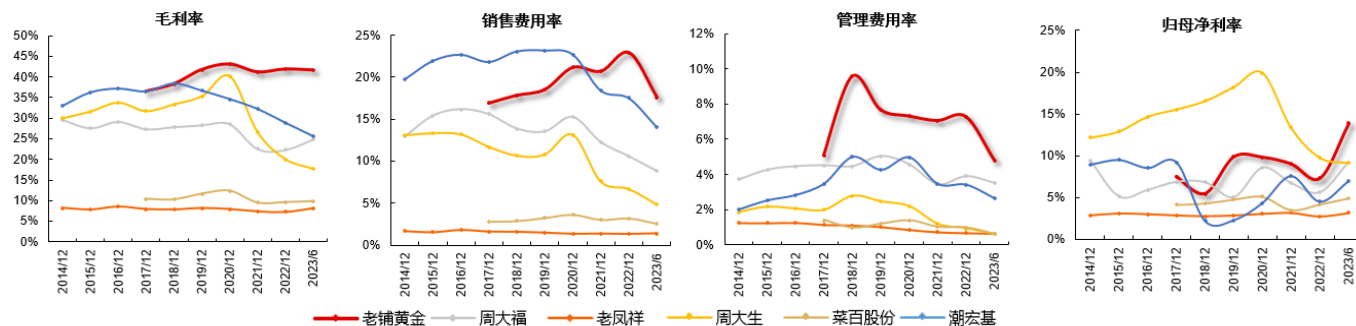


资料：公司公告，长江证券研究所

老铺黄金毛利率显著高于同业，积极且有效的费用投放下，维持了相对较高的盈利能力。2019-2023H1，老铺黄金毛利率基本稳定在 42% 左右，明显高于同业主要珠宝品牌，或主因高端化产品附加值较高、以及全直营模式下品牌方可以涉足更长的产品价值链。费

用端来看，2017-2022 年伴随门店和人员队伍扩张、强化推广力度，老铺黄金销售费用率逐步提升至 23%，管理费用率则整体呈现收窄态势，2022 年为 7%；2021 年以来销售、管理费用率持续高于同业，主要源于员工薪酬、商场租金和分成的必要投放，其中 2023H1 费用率收窄，主因收入端增速较快带来费用摊薄。盈利能力来看，老铺黄金的归母净利率在多数年份占优，2023H1 达到 14% 的新高。

图 22：主要珠宝企业毛利率、销售及管理费用率、归母净利率对比



资料来源：Wind，长江证券研究所（老铺黄金 2020 年实施新收入准则，将联营商场销售分成额计入销售费用，此处毛利率、销售费用率按新准则回溯调整，保持口径一致；周大生归母净利率变化较大主因从轻资产模式逐步加大黄金批发业务）

小结上述，2016 年品牌焕新后，老铺黄金迎来迸发式增长，差异化的财务表现一定程度反映其商业模式的独特性，下文将从产品和渠道两方面，详细剖析其高速增长的核心动因。

产品端：深厚文化，极致工艺

老铺黄金以古法手工制作的高工艺黄金产品为核心，融合中国传统文化和现代设计，形成独树一帜的品牌形象。公司产品矩阵主要分为足金黄金饰品、足金镶嵌饰品和摆件类产品，传承中国宫廷古法制金工艺，执守原创设计。公司于 2020 年发布《中国古法手工金器》企业标准，于 2021-2022 年参与起草《古法金饰品》、《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准，规范了铸型、捺胎、扩胚等古法工艺细节，加强行业话语权和品牌曝光度。

我们认为其底层方法论在于，通过锁定黄金这一细分品类，在硬金技术已逐步普及成为行业禀赋的基础上，将古法工艺的精湛度发挥到极致，延伸黄金的材质优势与文化属性长板，从而与传统文化深度绑定，充分放大黄金产品作为珠宝的“情感表达”的核心功能，得以在综合性珠宝品牌竞争较为激烈的行业中，形成了相对凸显、差异化的品牌形象——“古法手工金器专业第一品牌”。

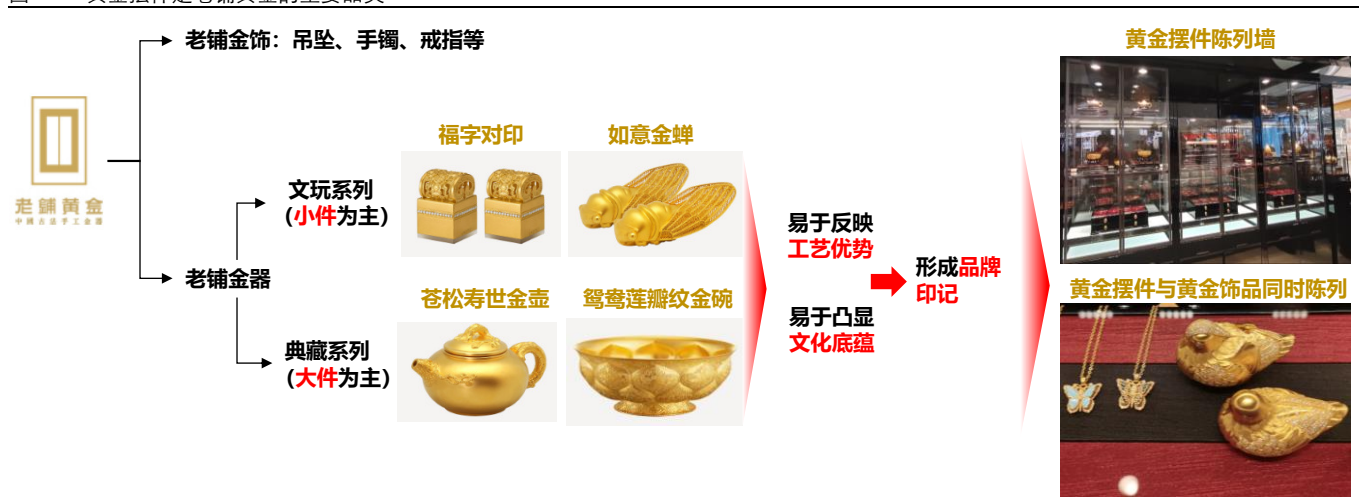
图 23：老铺黄金主要生产工艺、主要品类一览



资料：《老铺黄金中国古法手工金器产品标准》，公司公告，长江证券研究所

维持差异化的品牌形象，需与目标客群精确匹配，老铺黄金通过加大布局高客单价的黄金摆件品类，筛选出消费能力较强的目标顾客。无论从官网的产品栏目划分，还是线下门店的产品陈列，均容易发现公司将摆件类与饰品类放在并列地位。其对黄金摆件的高度重视，或主要由于：第一，摆件类相对饰品类的体积和表面积更大，有利于充分展现花丝、手工篆刻、金胎珐琅、手工锤揲等精细工艺的优势；第二，对印、金蝉、金壶、金碗等黄金摆件与“宫廷制金”概念更为契合，易于凸显品牌的传统文化底蕴；第三，黄金摆件一般客单价偏高，门店中通常专门设置金器陈列墙、或者与饰品类陈列于同一柜台，突出门店的展厅属性，吸引购买能力较强的客群，形成消费转化。

图 24：黄金摆件是老铺黄金的重要品类



资料：老铺黄金官网，长江证券研究所（陈列展品照片摄于 2024 年 2 月老铺黄金成都 IFS 店）

黄金摆件推新思路与传统文化元素一脉相承、高度契合，强化品牌形象。老铺黄金着意挑选具备深厚文化渊源的“雅器”和“文玩”，包括鼻烟壶、葫芦把件、文房四宝、虫罐、纸镇、杯、鼎、缸等，且2019年以来每年1月均会推出生肖类黄金神像，充分展示“宫廷古法手工制金工艺”概念，强化塑造“经典、极致、传世”的品牌形象。

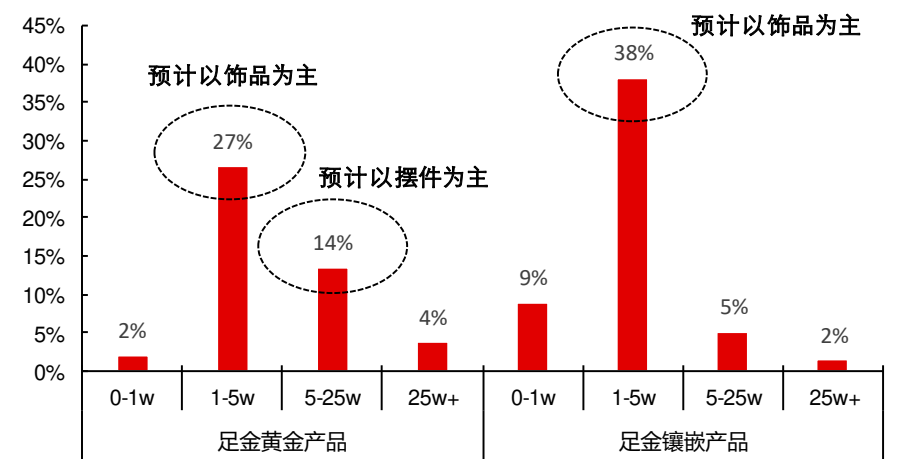
图 25：老铺黄金 2018-2024 年代表性黄金摆件类产品一览



资料：公司官方微博，长江证券研究所

从收入贡献角度看，2023H1，客单价 1-5 万元的足金黄金产品和足金镶嵌产品合计占销售额的 65%，客单价 5-25 万元的足金黄金产品（预计以黄金摆件为主）占比 14%，亦贡献了不低的销售额。

图 26：老铺黄金分价格带产品的收入占比（2023H1）



资料：公司公告，长江证券研究所

在拓宽产品矩阵的过程中，老铺黄金单克制造成本始终高于行业平均，复杂工艺形成较高的产品溢价。以黄金加工能力突出、黄金加工量居全国前列的梦金园为参照，2020 年其自产黄金产品平均加工费为 3.2 元/克，委外金饰平均加工费为 6-10 元/克，而老铺黄

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/468047054073006055>