

中国黄金（600916）

证券研究报告

2023年06月12日

黄金龙头央企，多元布局发力

黄金行业唯一知名央企，盈利能力持续修复。公司为黄金行业唯一央企，国资委为实控人，主要产品包括黄金产品、K金珠宝类产品，22年实现营业收入471.2亿元，同减7.2%，归母净利为7.7亿元，同减3.7%，归母净利率为1.6%，同增0.1pct，疫情影响下经营有所承压。23Q1公司实现收入161.4亿元，同增12.3%，归母净利为3.0亿，同增19.1%，归母净利率为1.9%，同增0.1pct，收入、利润恢复增长势头。

中国黄金珠宝市场增长稳健，消费需求、投资需求共同刺激黄金市场。2022年中国黄金珠宝市场规模为7190亿元，同比-0.1%，金银珠宝类商品零售值为3014亿元，同比-0.9%，总体规模保持稳健。22年黄金首饰是主要的消费品，占比为65.3%，金条及金币占比为25.9%，工业及其他用金占比为8.8%。国内黄金珠宝市场形成外资品牌、港资品牌与内资品牌三分天下局面，主流中高端市场竞争相对激烈，黄金珠宝市场的集中度持续提升，22年CR10为34.3%，同比+0.9pct。

品牌优势突出，持续优化产品结构。针对不同消费群体，公司已形成以“中国黄金”品牌为主，高端轻奢品牌“珍·如金”与快时尚品牌“珍·尚银”为子品牌的品牌结构。公司积极跨界延伸品牌矩阵，和各大IP合作，并于2022年蝉联“我喜爱的中国品牌”百强榜。公司持续增加研发投入，打造富有品牌特色的高附加值产品系列，提升品牌核心竞争力，目前古法金在首饰产品中占20%左右，硬金、3D、5G占10%左右。

全渠道布局，直销和经销并举。公司销售模式包括直销、经销，其中直销模式主要包括直营店渠道、大客户渠道、银行渠道、电商渠道，经销模式主要为加盟店渠道。22年公司直销、经销渠道分别占比为60.9%、39.1%，毛利率分别为2.5%、6.0%。电商渠道22年收入为45.0亿元，18-22CAGR为13.5%，增速靓丽，22年毛利率为3.1%，同比+0.5pct，稳步提升。线下销售网络持续加密，截至23Q1，公司直营门店、经销门店分别为105、3510家，共3615家。目前公司在三四线城市知名度较高，盈利能力较强，23年将在一二线城市集中力量开设精品旗舰店，有望为公司带来稳定增量。

布局黄金回收业务，创建“国字号”回购品牌。为打破当下黄金市场良莠不齐的局面，公司创建“国字号”回购品牌，形成黄金回购良性生态圈。公司旗下中金精炼于2021年4月正式投产，完善公司“再生金”产业链条。线上通过抖音、快手等主流平台打造线上矩阵，线下以“1+N+3”模式，即一个中国黄金品牌，N个城市，回收服务中心、回收门店、社区网店3级分类管理，全面建成点对点面向消费者的回收模式。

切入培育钻石赛道，寻求第二增长曲线。目前，悦己消费成为购买钻石的主要原因，对比来看，培育钻在颜色、粒度、净度方面与天然钻石别无二致，但在品质、成本、环保和科技等方面均有显著优势，伴随消费者认知逐步提升，培育钻石有望被更多消费者群体所接受。公司23年2月设立培育钻石（新材料）推广事业部，5月和晶拓国际达成合作，在上下游持续布局，借助自身渠道优势打开市场。

调整盈利预测，维持“买入”评级。中国黄金央企背景突出，产品端跨界联合不断丰富产品矩阵，融合新工艺的高附加值产品占比有望逐步提升；渠道建设方面直销与经销并重，线下门店持续加密，线上盈利水平具备提升优化空间，建立规范、标准的黄金回收流程体系，市占率有望继续提升；抓住机遇切入培育钻石赛道，为公司发展注入新动能，考虑到22年外部因素扰动下收入端短期承压，终端消费复苏节奏或有一定不确定性，我们调整盈利预测，预计23-25年归母净利分别为11.2/12.9/14.9亿元（23/24年原值分别为12.3/16.8亿元），对应PE 18x/16x/13x，维持“买入”评级。

投资评级

行业	纺织服饰/饰品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.95元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,680.00
流通A股股本(百万股)	822.15
A股总市值(百万元)	20,076.00
流通A股市值(百万元)	9,824.69
每股净资产(元)	4.30
资产负债率(%)	41.68
一年内最高/最低(元)	17.50/10.28

作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国黄金-公司点评:中国黄金:培育钻石有望带来业绩新增长点,渠道优势进一步深化,产业链及业务结构升级值得期待。》2023-02-14
- 《中国黄金-季报点评:22Q3实现归母净利润1.75亿同增12%,四季度有望加速开店,产品迭代品类推新未来可期》2022-11-08
- 《中国黄金-半年报点评:22H1实现归母净利润4.39亿元,同增9.14%,黄金产品销售稳健,积极布局培育钻有望打开全新增量》2022-08-18

风险提示：市场竞争风险，渠道管理风险，金价波动风险，新品开拓不及预期，应收账款等风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	50,757.67	47,124.27	56,763.50	65,376.48	73,925.28
增长率(%)	50.23	(7.16)	20.45	15.17	13.08
EBITDA(百万元)	1,061.12	945.22	1,423.71	1,624.01	1,853.19
归属母公司净利润(百万元)	794.43	765.33	1,119.08	1,287.31	1,491.98
增长率(%)	58.84	(3.66)	46.22	15.03	15.90
EPS(元/股)	0.47	0.46	0.67	0.77	0.89
市盈率(P/E)	25.27	26.23	17.92	15.58	13.44
市净率(P/B)	3.06	2.90	2.71	2.52	2.35
市销率(P/S)	0.40	0.43	0.35	0.31	0.27
EV/EBITDA	17.13	16.53	10.22	8.62	7.20

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕黄金产业十余载，综合性黄金珠宝领军企业.....	5
1.1. 黄金行业唯一央企，引领黄金产业转型升级.....	5
1.2. 股权结构清晰，国资委为实控人.....	6
1.3. 疫情影响下营收小幅承压，净利润稳定增长.....	6
1.3.1. 金条产品市场认可度高，黄金产品贡献公司主要营收.....	6
1.3.2. 盈利能力稳定，归母净利稳健增长.....	7
1.3.3. 各项费用率维持相对稳定，销售费用率低于同业.....	8
2. 中国黄金珠宝市场稳步扩张，头部企业加速整合.....	8
2.1. 黄金源头产量稳定，多种因素推动金价波动.....	8
2.2. 黄金需求周期来自于消费需求周期与投资需求周期的叠加.....	9
2.3. 国内品牌布局中高端市场竞争激烈，22年 CR10 为 34.3%.....	10
3. 深挖品牌文化赋能品牌价值，渠道迅速扩张铸就规模优势.....	10
3.1. 围绕核心品牌全方位覆盖市场，技术叠加 IP 提升产品竞争力.....	10
3.2. 直销、经销稳步推进，电商渠道增速明显.....	12
3.3. 黄金回收业务制度完善，建成供应链互通一体化回收服务.....	14
3.4. 切入培育钻石赛道，寻求第二增长曲线.....	14
4. 盈利预测.....	15
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：公司发展历史.....	5
图 2：公司股权结构.....	6
图 3：2018-2023Q1 营收（亿元）及同比.....	6
图 4：2018-2022 公司分产品营收占比.....	6
图 5：2018-2022 公司分渠道营收（亿元）及同比.....	7
图 6：2018-2022 公司分渠道营收占比.....	7
图 7：2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及同比.....	7
图 8：2018-2023Q1 扣非归母净利润（亿元）及同比.....	7
图 9：2018-2023Q1 公司毛利率、净利率.....	7
图 10：2018-2022 公司各产品毛利率.....	7
图 11：2018-2023Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率.....	8
图 12：2018-2023Q1 公司与同业销售费用率.....	8
图 13：全球平均矿产量.....	8
图 14：伦敦黄金现货收盘价（美元/盎司）.....	9
图 15：上海黄金交易所黄金收盘价（元/克）.....	9
图 16：2018-2022 年中国黄金珠宝市场规模（亿元）.....	9
图 17：2018-2022 年中国金银珠宝类商品零售值（亿元）.....	9
图 18：2015-2022 中国黄金消费量（吨）.....	9

图 19: 2022 年国内黄金消费结构.....	9
图 20: 2017-2022 黄金珠宝市场集中度.....	10
图 21: 2017-2022 年黄金珠宝类产品渠道结构.....	10
图 22: 中国黄金品牌下系列产品.....	11
图 23: 珍·如金、珍·尚银品牌下产品.....	11
图 24: 公司冠名赞助 WTT 赛事.....	11
图 25: “国宝金” 系列产品.....	11
图 26: 2018-2023Q1 公司研发费用（亿元）及同比.....	11
图 27: 2018-2023Q1 公司研发费用率.....	11
图 28: 2017-2022 年公司直销、经销渠道毛利率.....	12
图 29: 2017-2020H1 直销各渠道毛利率.....	12
图 30: 2018-2022 年公司电商渠道收入（亿元）及同比.....	12
图 31: 2018-2022 年公司电商渠道毛利率.....	12
图 32: 2018-2023 年公司经销门店、直营门店数量占比.....	13
图 33: 2018-2023Q1 年公司直营门店数量（个）及同比.....	13
图 34: 中国黄金加盟体系及示意图.....	13
图 35: 2018-2023Q1 年公司经销门店数量（个）及同比.....	13
图 36: 22 年末公司各区域经销门店数量.....	13
图 37: 2017-2022 年公司经销渠道单店收入（万元）.....	13
图 38: 中金精炼黄金回购业务开拓流程.....	14
图 39: 黄金回购线上线下回收渠道.....	14
图 40: 回购业务流程图.....	14
图 41: Lightbox（上）、De beers（下）标价图.....	15
图 42: 力量钻石培育钻石销售单价（元/克拉）.....	15
图 43: 培育钻石各环节的毛利率.....	15
表 1: 公司主要产品.....	5
表 2: 国内黄金珠宝行业竞争格局.....	10
表 3: 公司渠道构建体系.....	12
表 4: 培育钻石相比天然钻石的优势.....	14
表 5: 收入拆分（单位：百万元）.....	16

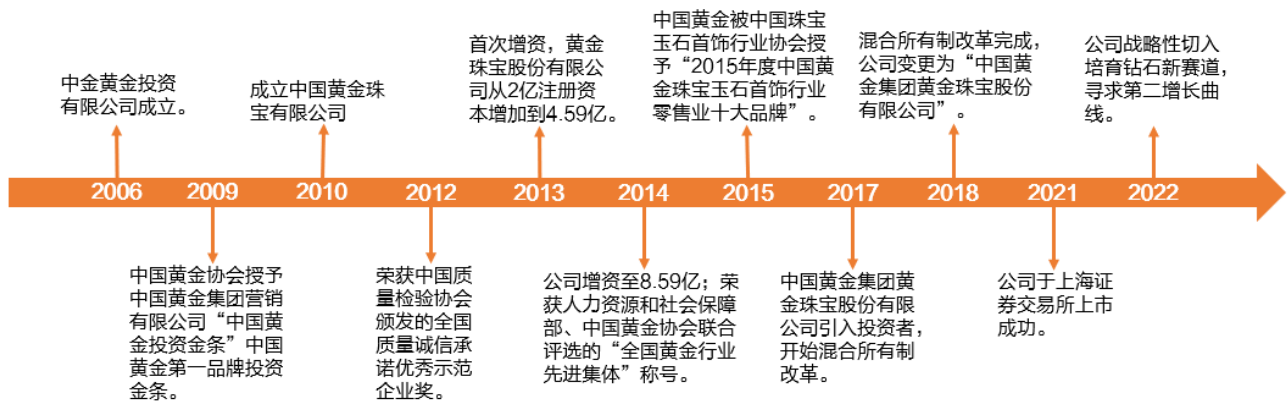
1. 深耕黄金产业十余载，综合性黄金珠宝领军企业

中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司是国内专门从事“中国黄金”品牌黄金珠宝产品研发、设计、生产、销售、品牌运营的大型企业，中国黄金集团黄金珠宝零售板块的唯一平台。经过多年发展培育，公司在金条和黄金饰品等多个细分领域具有较高的市场认可和品牌知名度。

1.1. 黄金行业唯一央企，引领黄金产业转型升级

中国黄金珠宝首饰行业知名央企，增资、改制路线清晰。公司前身中金黄金投资有限公司于2006年成立。2009年，中国黄金协会授予公司“中国黄金投资金条”中国黄金第一品牌投资金条。2012年荣获中国质量检验协会颁发的全国质量诚信承诺优秀示范企业奖。2017年，公司引入投资者，开始混合所有制改革，并于2018年改革完成。2021年公司于上海证券交易所上市成功，标志着公司“引资本、转机制、IPO上市”混改三部曲完成。2022年，公司切入培育钻石新赛道，寻求第二增长曲线。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司主要产品包括黄金产品、K 金珠宝类产品等。黄金产品包括金条、黄金首饰及黄金制品，其中金条是公司重要产品，主要以标准金为原料加工制成不同规格、品类和图案的金条类产品，具有较高的投资收藏价值。

表 1：公司主要产品

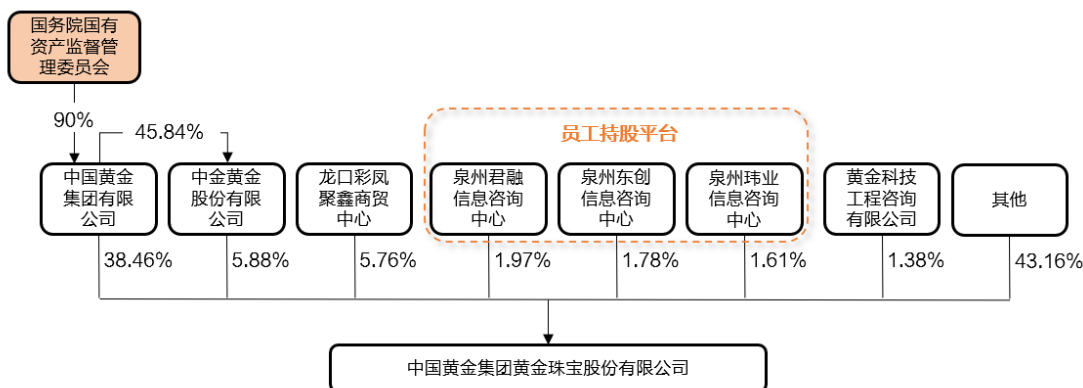
产品名称	类别描述	图片
金条	金条是中金珠宝重要产品，主要以标准金为原料加工制成不同规格、品类和图案的金条类产品，具有较高的投资收藏价值。	
黄金产品	黄金首饰为黄金足金首饰，品类包括手镯、戒指、项链、耳环、挂坠、手链等。 黄金制品为黄金贵金属制成的艺术品及黄金工艺摆件等。	
K 金珠宝类	K 金珠宝类产品包括以 K 金、铂金、白银等制成的饰品，以及钻石、珍珠、翡翠、玉石、彩色宝石等镶嵌类珠宝产品，品类包括手镯、戒指、项链、挂坠、耳环、手链及各类工艺品等。	

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权结构清晰，国资委为实控人

股权结构清晰，公司实控人为国有资产监督管理委员会。国资委通过中国黄金集团间接持有 34.61% 的股权对公司实施控制。公司第一大股东中国黄金集团及其控股的中国黄金股份有限公司（第二大股东）以及一致行动人黄金科技工程合计持有公司股份 45.72%，公司第三大股东彩凤聚鑫是由中金珠宝省级加盟商组建的产业投资合伙平台，持有公司 5.76% 的股份。

图 2：公司股权结构



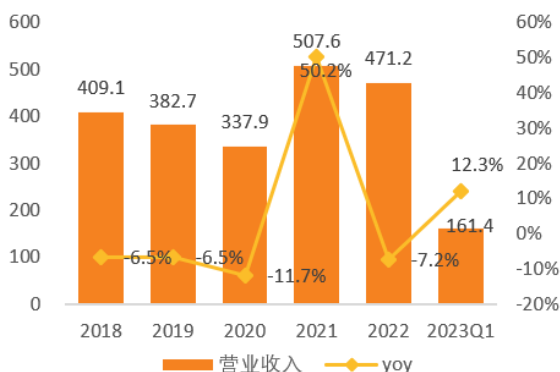
资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，天风证券研究所 注：本股权结构图截至 2023 年 5 月 17 日

1.3. 疫情影响下营收小幅承压，净利润稳定增长

1.3.1. 金条产品市场认可度高，黄金产品贡献公司主要营收

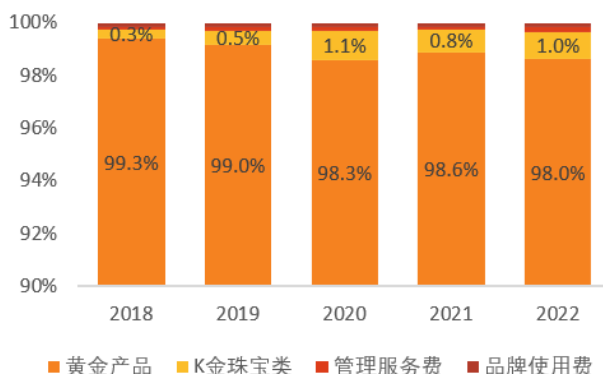
公司营收总体稳健。2018-2022 年公司的营业收入分别为 409.1/382.7/337.9/507.6/471.2 亿元，CAGR 为 3.6%，22 年受宏观环境影响，营收有所承压。2023Q1 公司营收为 161.4 亿元，同比+12.3%，呈现良好增长势头。公司主要产品为黄金产品，始终在公司收入中保持较高占比，22 年公司黄金产品、K 金珠宝类营收占比分别为 98%、1.0%。

图 3：2018-2023Q1 营收（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

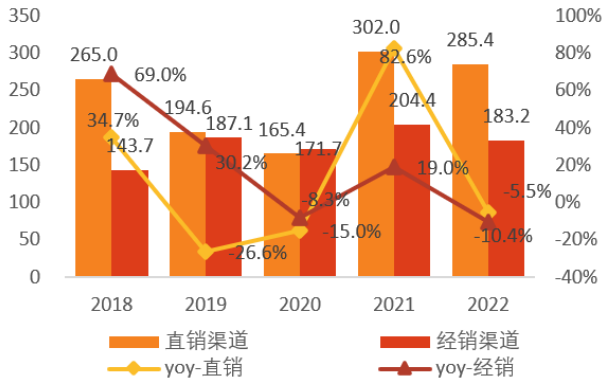
图 4：2018-2022 公司分产品营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

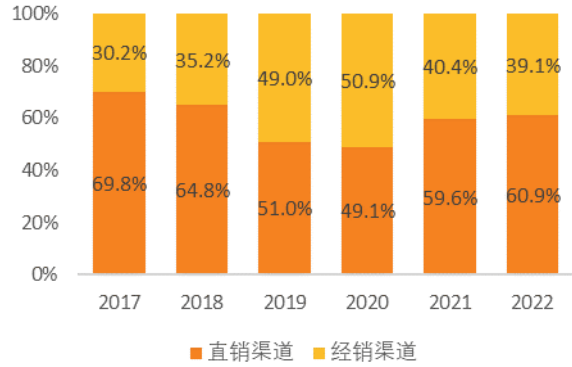
直销+经销并举，推动渠道规模稳步扩张。2018-2022 年公司直销渠道的收入分别为 265.0/194.6/165.4/302.0/285.4 亿元，CAGR 为 1.9%，公司经销渠道的收入分别为 143.7/187.1/171.7/204.4/183.2 亿元，CAGR 为 6.3%。2022 年公司直销渠道、经销渠道的收入占比分别为 60.9%、39.1%。

图 5：2018-2022 年公司分渠道营收（亿元）及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2018-2022 年公司分渠道营收占比

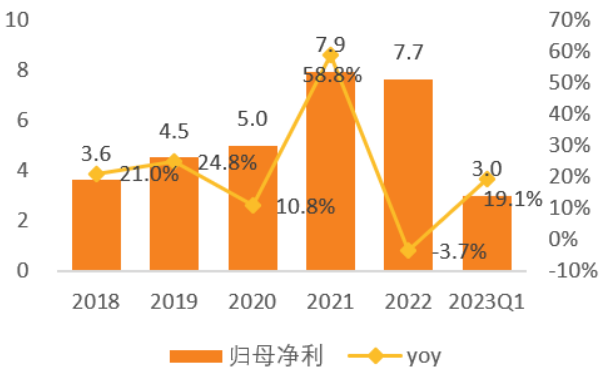


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.2. 盈利能力稳定，归母净利润稳健增长

盈利维持增长趋势，23Q1 同比实现双位数增长。2018-2022 年，公司的归母净利润分别为 3.6/4.5/5.0/7.9/7.7 亿元，CAGR 为 20.6%，公司扣非归母净利润分别为 3.5/4.4/4.4/7.6/6.9 亿元，CAGR 为 18.5%。2023Q1 公司归母净利润、扣非归母净利润分别为 3.0、2.8 亿元，同比+19.1%、+16.7%。

图 7：2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

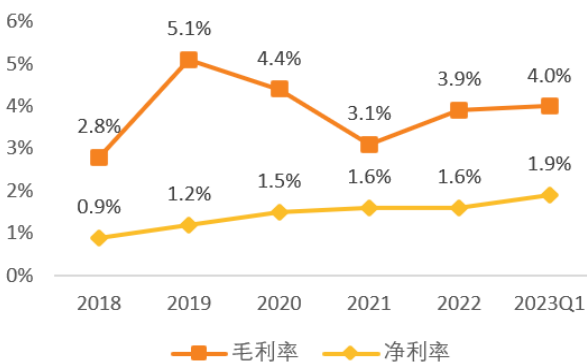
图 8：2018-2023Q1 扣非归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

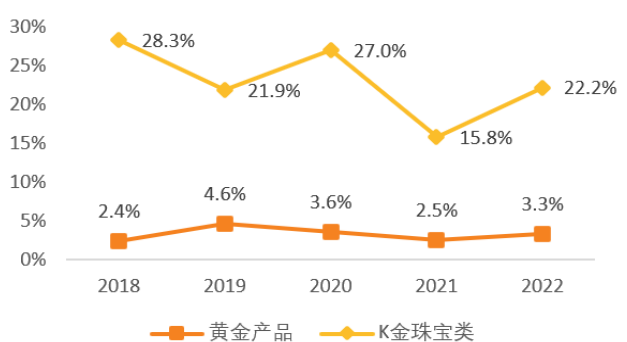
公司毛利率受黄金标准金价格波动影响较明显。22 年公司毛利率、净利率分别为 3.9%、1.6%，其中黄金产品、K 金珠宝类的毛利率分别为 3.3%、22.2%。2019 年，公司毛利率显著上升，主要源于毛利较高的黄金首饰占比有所上升以及 2019 年黄金标准金价格上升较多。2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 4.0%、1.9%，同比-0.1pct、+0.1pct。

图 9：2018-2023Q1 公司毛利率、净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2018-2022 年公司各产品毛利率

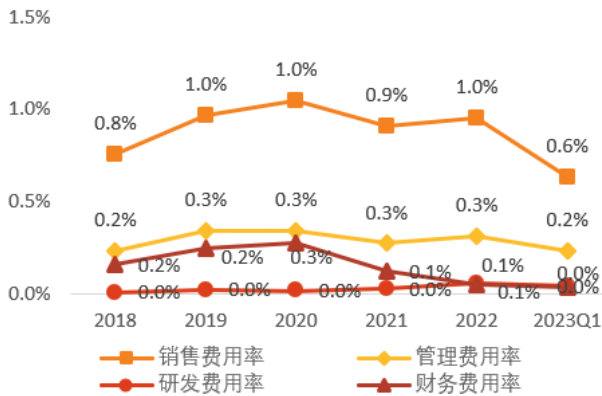


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.3. 各项费用率维持相对稳定，销售费用率低于同业

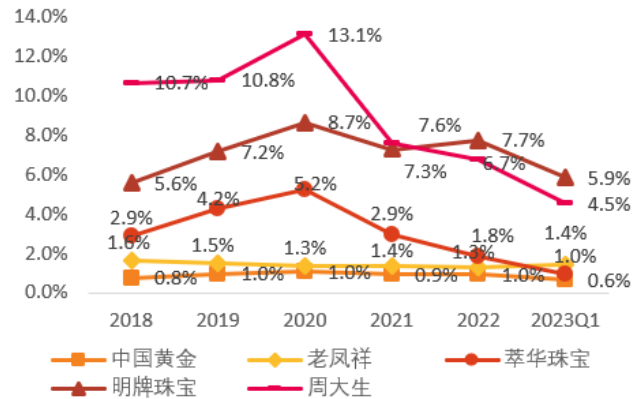
公司 2018-2022 年期间费用率分别为 1.2%/1.6%/1.7%/1.3%/1.4%，总体维持稳定。22 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.0%/0.3%/0.1%/0.1%。公司黄金产品中金条产品占比较高，金条标准化程度较高，销售规模大但所需销售人员较少，因此销售费用率较低。

图 11：2018-2023Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2018-2023Q1 公司与同业销售费用率



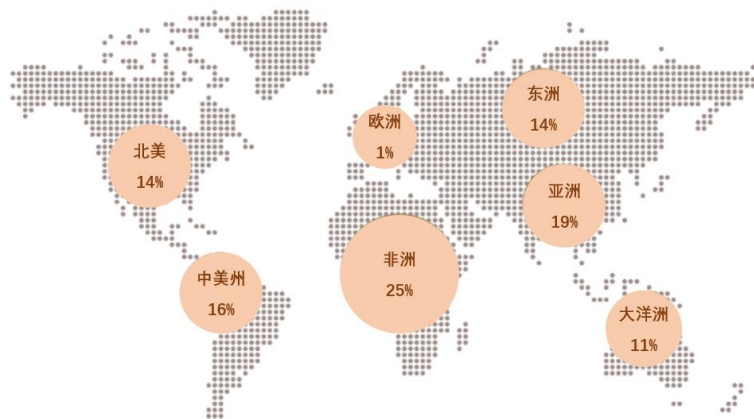
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 中国黄金珠宝市场稳步扩张，头部企业加速整合

2.1. 黄金源头产量稳定，多种因素推动金价波动

根据世界黄金协会，黄金由开采的黄金（75%）和回收的黄金（25%）混合供应。金矿产量在地理分布较为分散，从而降低供应的波动性风险，当黄金生产无法满足需求时，黄金回收充当缓冲填补空白并平衡市场。

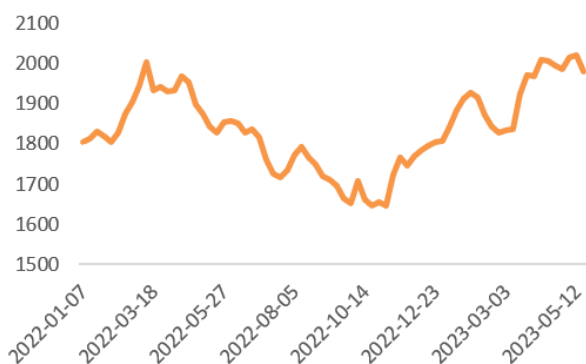
图 13：全球平均矿产量



资料来源：Metals Focus，世界黄金协会，天风证券研究所 注：使用 2012 年至 2021 年的平均年矿产量计算

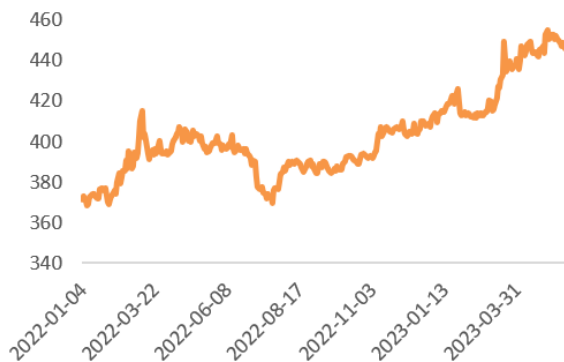
金价不仅受黄金产量的影响，还与地缘政治、通货膨胀、货币政策等多种因素有关。22 年，俄乌冲突带来大宗商品价格上涨，全球主要经济体的央行采取加息紧缩型货币政策来抑制通货膨胀，国际黄金价格在历史较高水平波动。自 22 年 11 月后国际现货黄金价格呈增长趋势，并于 23 年突破 1900 美元/盎司，我们认为通货膨胀与央行的干预措施将会对 23 年黄金价格产生较大影响。

图 14：伦敦黄金现货收盘价（美元/盎司）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，天风证券研究所

图 15：上海黄金交易所黄金收盘价（元/克）

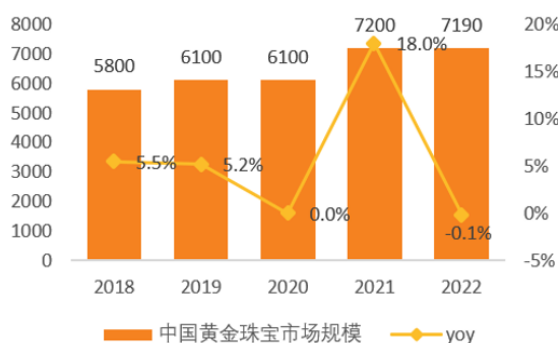


资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，天风证券研究所

2.2. 黄金需求周期来自于消费需求周期与投资需求周期的叠加

根据中国珠宝首饰行业协会数据显示，中国 2022 年黄金珠宝市场规模达到 7190 亿，同比-0.1%。黄金兼具消费和投资两种属性，若经济扩张，则对消费有利，如果市场的风险和不确定性增加，人们则会选择黄金作为投资资产。其中消费需求对金价敏感度较低，主要受婚庆、居民可支配收入等因素影响，整体表现比较平稳。投资需求以获取投资收益为目的，主要通过购买金条、金币以及黄金 ETF 产品进行投资。

图 16：2018-2022 年中国黄金珠宝市场规模（亿元）



资料来源：中国珠宝首饰行业协会，公司公告，天风证券研究所

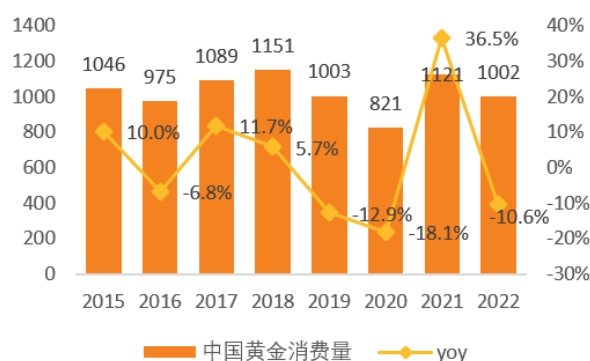
图 17：2018-2022 年中国金银珠宝类商品零售值（亿元）



资料来源：国家统计局，公司公告，天风证券研究所

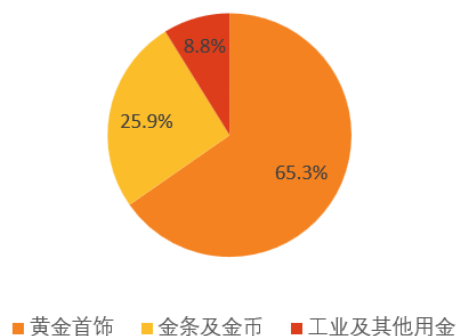
国内黄金消费结构中黄金首饰占比为 65.3%。根据国家统计局，22 年全国金银珠宝类商品零售值为 3014 亿元，同比-0.9%。同时，根据中国黄金协会，22 年全国黄金消费量 1002 吨，同比-10.6%，其中黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金分别占比 65.3%/25.9%/8.8%。

图 18：2015-2022 中国黄金消费量（吨）



资料来源：中国黄金协会，wind，公司公告，天风证券研究所

图 19：2022 年国内黄金消费结构



资料来源：中国黄金协会，公司公告，天风证券研究所

2.3. 国内品牌布局中高端市场竞争激烈，22年CR10为34.3%

我国黄金珠宝市场形成外资品牌、港资品牌与内资品牌三分天下的局面。截止21年初，国内高端市场主要被Tiffany、Cartier、Bvlgari等国际知名品牌占据，国内主流中高端市场竞争相对激烈，主要品牌有港资品牌周大福、周生生等和内资品牌中国黄金、老凤祥等。

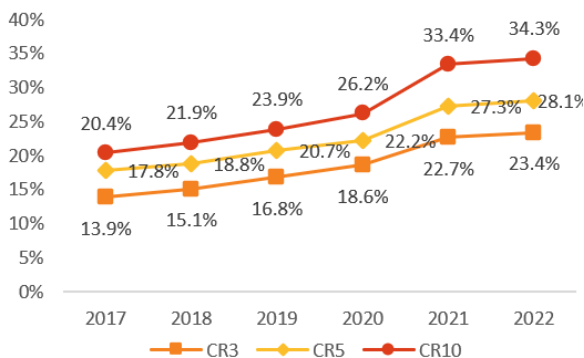
表 2：国内黄金珠宝行业竞争格局

层次	品牌	发展概况
外资品牌	Tiffany、Cartier、Bvlgari 等	定位奢华、高端，品牌文化悠久，设计和产品质量是其核心优势；渠道覆盖有限，仅局限一、二线城市
港资品牌	周大福、周生生、谢瑞麟等	定位产品设计时尚，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
内资品牌	中国黄金、老凤祥、周大生、明牌珠宝、萃华珠宝等	产品覆盖全面，渠道覆盖一线至四线城市，在渠道拓展方面，多采用加盟/经销模式

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：统计截止时间为2021年1月26日

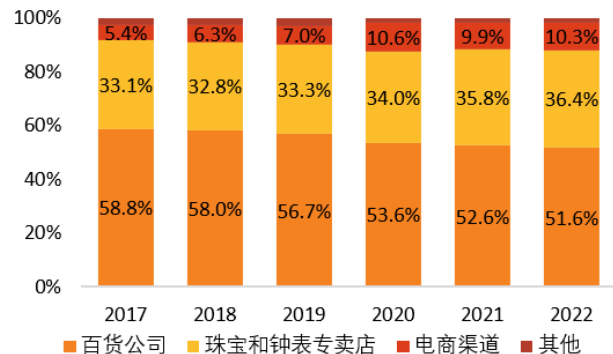
市场集中度持续提升，百货公司、专卖店为黄金珠宝类产品的主要卖场。根据欧睿国际，2022年CR3/CR5/CR10分别为23.4%/28.1%/34.3%，同比+0.7pct/+0.8pct/+0.9pct。2022年，百货公司渠道占比逐渐收窄至51.6%，珠宝和钟表专卖店渠道占比逐年提升至36.4%，电商渠道占比稳健上升至10.3%。

图 20：2017-2022 黄金珠宝市场集中度



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 21：2017-2022 年黄金珠宝类产品渠道结构



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. 深挖品牌文化赋能品牌价值，渠道迅速扩张铸就规模优势

3.1. 围绕核心品牌全方位覆盖市场，技术叠加 IP 提升产品竞争力

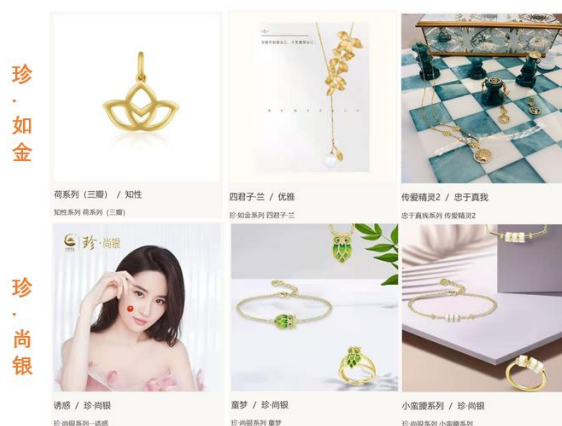
针对不同消费群体设计产品，明确品牌定位。公司形成以“中国黄金”品牌为主，高端轻奢品牌“珍·如金”与快时尚品牌“珍·尚银”为子品牌的品牌架构。“珍·如金”依托中国黄金品牌优势，在整合国内、国际一流设计资源的基础上，为中国女性打造的时尚轻奢珠宝品牌。“珍·尚银”是基于珠宝行业的发展需求，将传统银饰品设计改造的快时尚饰品品牌。

图 22：中国黄金品牌下系列产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 23：珍·如金、珍·尚银品牌下产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

持续品牌赋能、跨界联合延伸产品矩阵。“中国黄金”作为央企品牌，围绕“精诚所至 金石为开”的品牌内核，塑造立体、鲜活、与时俱进的全新形象。2022年“中国黄金”蝉联“我喜爱的中国品牌”百强榜，并首次进入德勤连续八年发布的《全球奢侈品企业百强榜单》前十。2022年7月30日，中国黄金与中国文物交流中心联合推出的“国宝金”系列新品上市，首发当日联动和平台店铺直播，逾50万人次观看。

图 24：公司冠名赞助 WTT 赛事



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 25：“国宝金”系列产品



资料来源：公司天猫店铺，天风证券研究所

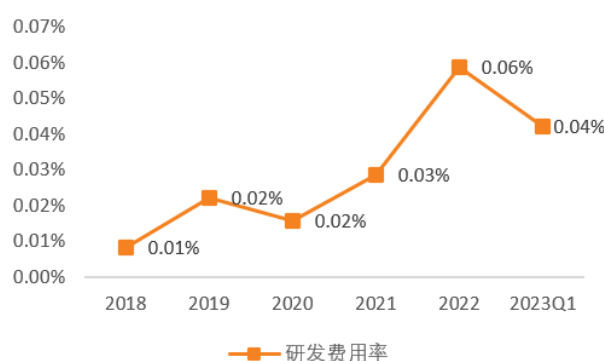
增加研发投入，优化产品结构。公司融合 5D、5G、古法等工艺，研发打造富有品牌特色的高附加值产品系列。截止 2023 年 2 月 7 日，公司古法金在首饰产品中占 20%左右，硬金、3D、5G 占 10%左右。公司研发费用呈上升趋势，持续改进产品线，提升品牌核心竞争力。22 年公司的研发费用为 0.28 亿元，同比+90.0%，研发费用率为 0.06%，同比+0.03pct。

图 26：2018-2023Q1 公司研发费用 (亿元) 及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：2018-2023Q1 公司研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 直销、经销稳步推进，电商渠道增速明显

公司销售模式包括直销模式和经销模式。直销模式主要包括直营店渠道、大客户渠道、银行渠道、电商渠道，经销模式主要为加盟店渠道。通过多渠道发展，全方位覆盖目标消费群体，铸就了坚实的渠道规模优势。

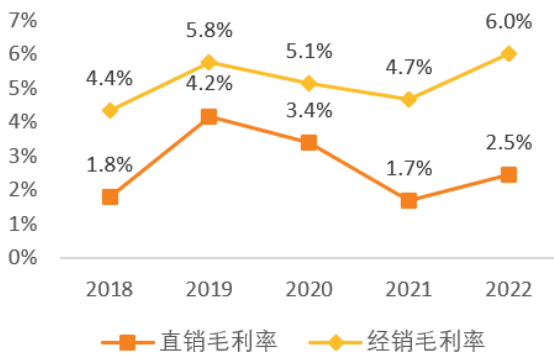
表 3：公司渠道构建体系

渠道	销售方式	
直销渠道	直营店渠道	在全国范围内，开设直营店向终端消费者直接销售各类产品
	大客户渠道	设立专业部门负责大客户渠道及产品设计，与各大客户深入合作，批量销售各类（非）定制化产品
	银行渠道	设立专业部门负责银行渠道，与银行合作，借助网点优势销售黄金制品等特色产品
	电商渠道	设立专业部门负责电商渠道及货品管理，与各大电商平台合作，并独立开设公司自有电子商城销售各类产品
经销商渠道	公司与加盟商签订《品牌特许经营合同》，授权加盟商在规定的区域，按照公司统一的业务和管理制度开设加盟店，加盟商拥有对加盟店的所有权和收益权，加盟商自行实行独立核算。	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

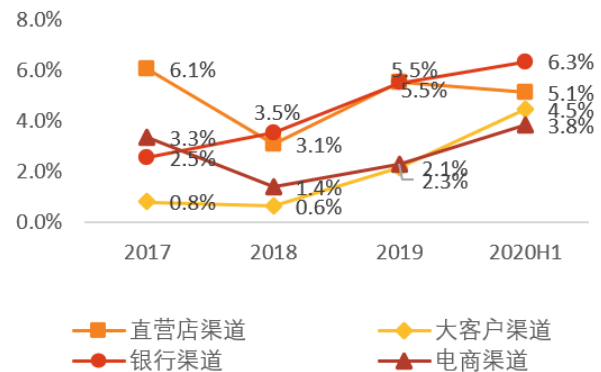
产品结构与标准金价格是影响各渠道毛利率的主要因素。由于直销渠道中金条铺货量较大，因此直营体系毛利率低于加盟体系毛利率，22 年公司直销渠道、经销渠道的毛利率分别为 2.5%、6.0%。在直销的细分渠道方面，19-22H1 各渠道毛利率均出现不同程度上升主要是标准金价格影响，其中银行渠道产品主要是非标黄金制品，因此毛利波动较大。

图 28：2017-2022 年公司直销、经销渠道毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

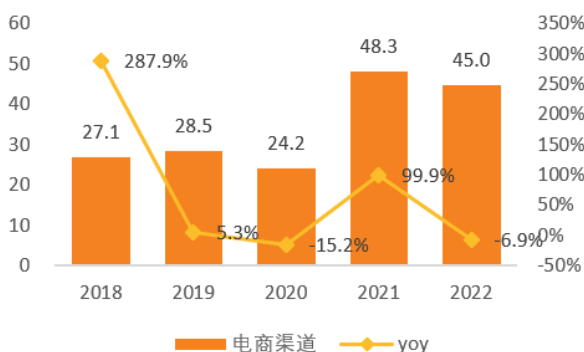
图 29：2017-2020H1 直销各渠道毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

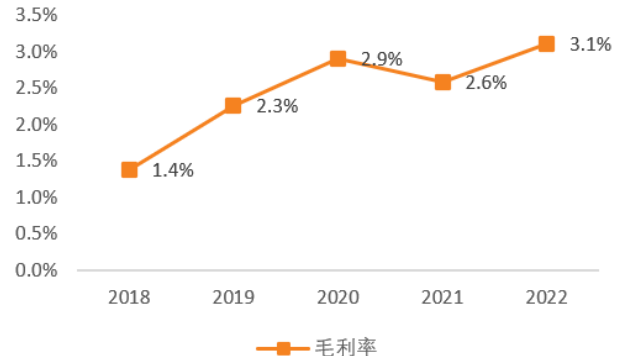
电商渠道增速靓丽，毛利率提升明显。2022 年公司电商渠道收入为 45.0 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 13.5%。22 年公司线上管理精细化，主动与平台沟通条款、争取资源，压降资金成本，毛利率提升至 3.1%，同比+0.5pct。

图 30：2018-2022 年公司电商渠道收入（亿元）及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

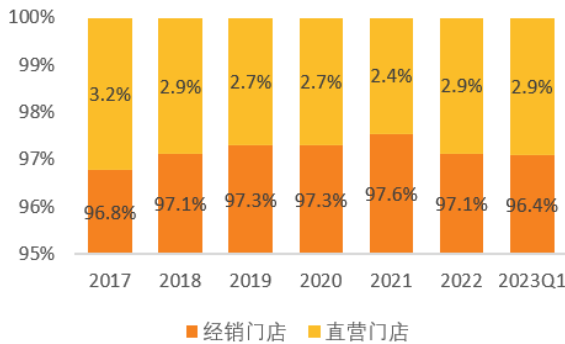
图 31：2018-2022 年公司电商渠道毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

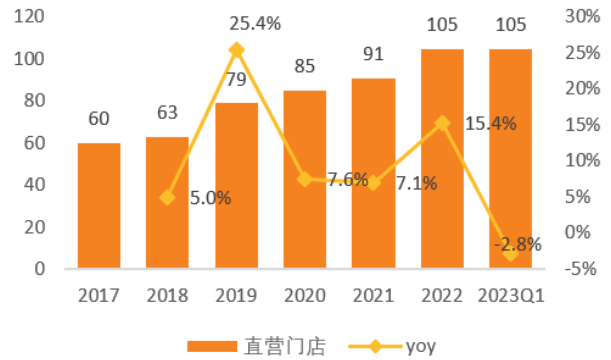
公司主要通过直营门店进行市场宣传，提升品牌形象。截至 23Q1 公司直营门店数量为 105 家，经销门店、直营门店的占比分别为 96.4%、2.9%，直营店面虽然数量较少，但主要设立在一线或准一线城市高端商圈和购物中心，同时承担提升品牌形象、宣传推广职能。

图 32：2018-2023 公司经销门店、直营门店数量占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

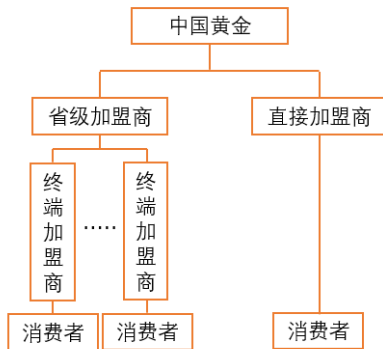
图 33：2018-2023Q1 年公司直营门店数量（个）及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

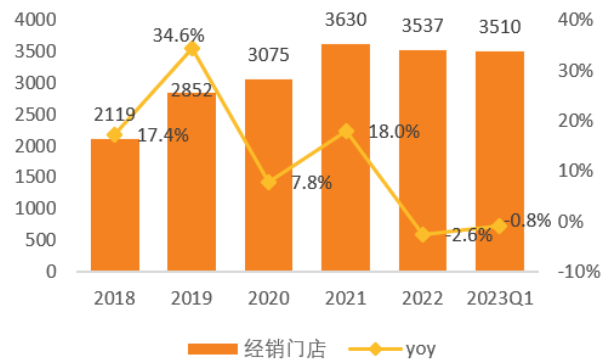
中国黄金的加盟商主要为省级加盟商、直接加盟商、终端加盟商三类。公司通过“省级加盟商-终端加盟商”的销售模式，调动加盟商的销售积极性，降低加盟体系业务风险和管理难度，覆盖终端客户差异化需求。截至 23Q1 公司经销门店的数量为 3510 个，规模保持稳定。

图 34：中国黄金加盟体系及示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

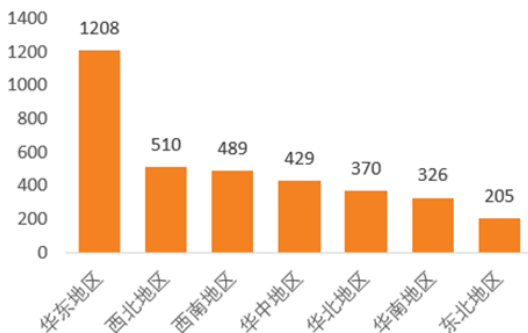
图 35：2018-2023Q1 年公司经销门店数量（个）及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经销网络覆盖全国，门店有望持续加密。公司经销门店分布遍及全国，截至 22 年末西北、西南、华中区域经销门店数量均超过 400 家，其中华东地区经销门店达 1208 家，占比 34.2%。2018 年公司经销单店收入增幅较大，主要系公司加强经销商外采黄金管控；22 年经销渠道单店收入为 518.0 万元。目前公司在三四线城市知名度较高，盈利能力较强，23 年将在一二线城市集中力量开设精品旗舰店，有望为公司带来稳定增量。

图 36：22 年末公司各区域经销门店数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：2017-2022 年公司经销渠道单店收入（万元）

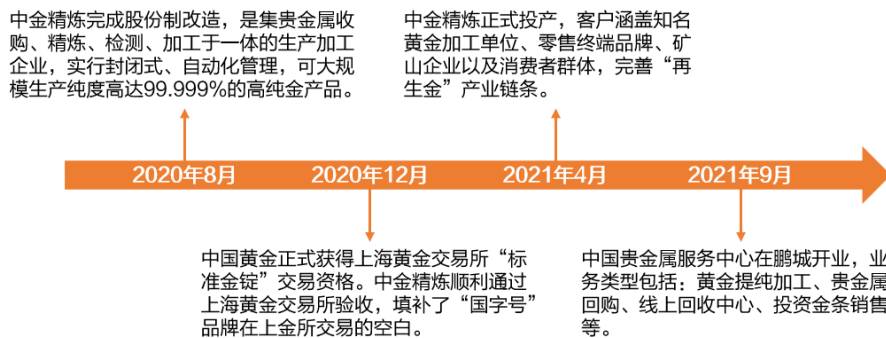


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 黄金回收业务制度完善，建成供应链互通一体化回收服务

为打破当下黄金市场良莠不齐的局面，公司创建“国字号”回购品牌，形成黄金回购良性生态圈。中金精炼于 2021 年 4 月正式投产，完善公司“再生金”产业链条，建立规范化、标准化黄金回收流程体系。公司布局回购业务对营收有较大提升作用，占 21 年总营收比例的 15-18%，22 年该业务保持基本同等的体量。

图 38：中金精炼黄金回购业务开拓流程



资料来源：证券日报网，公司公告，天风证券研究所

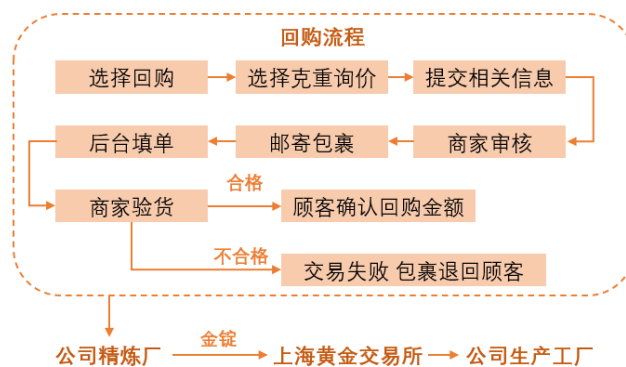
线上线下载黄金回购业务。线上通过抖音、快手等主流平台，打造线上回收矩阵，线下以“1+N+3”，即一个中国黄金品牌，N 个城市，回收服务中心、回收门店、社区网店 3 级分类管理，全面建成点对点面向消费者的回收模式。公司回收黄金后进入精炼厂提纯加工成金锭，之后销售给上海黄金交易所，生产工厂自上海黄金交易所购买金料进行生产加工。

图 39：黄金回购线上线下回收渠道



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

图 40：回购业务流程图



资料来源：公司京东官网，公司公告，天风证券研究所

3.4. 切入培育钻石赛道，寻求第二增长曲线

培育钻石和天然钻石在颜色、粒度、净度方面与天然钻石别无二致，但是在品质、成本、环保和科技等方面均有显著优势。公司 23 年 2 月份设立培育钻石（新材料）推广事业部，该部门主要负责整合产业政策，搭建完善的培育钻石市场销售渠道及终端，同时进行营销推广。公司后于 23 年 5 月和晶拓国际达成战略合作，就培育钻石生产、推广及销售等方面达成长期、稳固的战略合作伙伴关系。

表 4：培育钻石相比天然钻石的优势

优势	介绍
价格优势	同等粒度和品级培育钻石的市场价格比天然钻石市场价格更低。
生产优势	培育钻石在实验室合成过程中不会出现类似天然钻石开采过程中的环境破坏、资源浪费及人权道德问题。
颜色优势	培育钻石能通过工艺控制合成出自然界中罕见的蓝色、粉色等彩色钻石。

资料来源：力量钻石招股说明书，天风证券研究所

性价比优势突出，价格下降带来市场规模扩大。随着培育钻石行业新增产能陆续投产，带来培育钻石销售单价的下降，22 年力量钻石培育钻石的销售单价为 465.9 元/克拉，同比 -26.3%。The Knot 调查近 1.2 万对 2022 年结婚的夫妇，其中 36% 的钻戒主石是培育钻石，伴随消费者认知逐步提升，叠加价格下降、性价比提升预计将使培育钻石被更多价格敏感型消费者群体所接受。

图 41: Lightbox (上)、De beers (下) 标价图

Lightbox 培育钻石价格

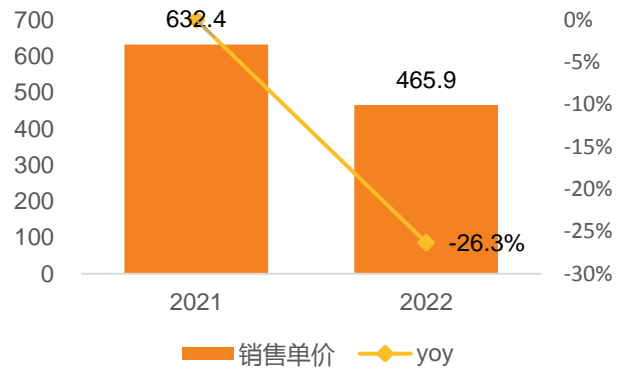


De beers 天然钻石价格



资料来源: Lightbox 官网、De beers 官网, 天风证券研究所

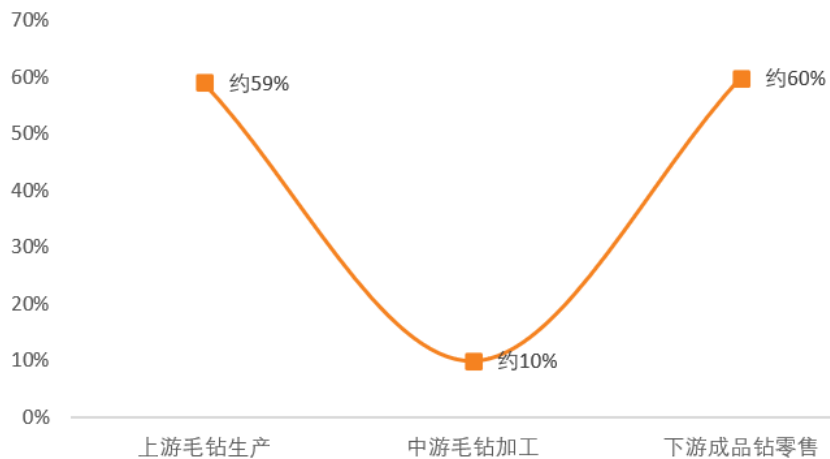
图 42: 力量钻石培育钻石销售单价 (元/克拉)



资料来源: 力量钻石公告, 天风证券研究所

积极布局培育钻石产业链，利用自身渠道优势打开市场。根据培育钻石协会，2018-2020 年培育钻石产业链上游/中游/下游毛利率分别约为 59%/10%/60%，产业链按利润率形成微笑曲线。由于培育钻石合成技术实现突破时间尚短，培育钻石行业处于初期发展阶段，公司规划通过自有产能和合作进货布局上游，通过全产业链思维在上下游多管齐下，借助自身渠道规模、品类结构和品牌优势，有望打开新的增长曲线。

图 43: 培育钻石各环节的毛利率



资料来源: 培育钻石协会, 天风证券研究所 注: 毛利率为 2018-2020 年的平均值

4. 盈利预测

核心假设:

1. 收入端: 直销模式中直营门店渠道收入占比较高, 受益于线下消费复苏, 预计 23-25 年直销线下收入增速提升至 20%/15%/12%, 直销电商收入基数较小, 增速有望快于线下, 保持 20% 增速, 直销渠道整体收入增速为 18.3%/15.8%/11.7%; 预计 23-25 年经销门店数量增长 200/150/100 家, 维持稳步拓店节奏, 受益于线下消费复苏, 单店收入增长分别为 15%/10%/10%, 综合来看 23-25 年经销渠道收入增速预计为 21.3%/14.3%/12.8%。

2. 毛利率: 直销渠道毛利率总体稳健, 其中电商渠道毛利率有望逐步提升, 有望对整体毛利率形成正向贡献, 但同时考虑到金价仍处于高位, 预计直销毛利率保持相对稳健, 参考

22 年毛利率水平，预计 23-25 年毛利率维持 2.8%；经销渠道毛利率或将受益于产品结构优化、高附加值产品占比提升，毛利率有望稳步提升，预计 23-25 年维持 6.2%。

表 5：收入拆分（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	33787.63	50757.67	47124.27	56763.50	65376.48	73925.28
yoy	-11.7%	50.2%	-7.2%	20.5%	15.2%	13.1%
毛利率	4.4%	3.1%	3.9%	4.2%	4.2%	4.2%
按渠道拆分：						
直销收入	16537.99	30199.64	28537.13	34244.55	39651.10	44927.36
yoy	-15.0%	82.6%	-5.5%	20.0%	15.8%	13.3%
毛利率	3.4%	1.7%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
其中：线下渠道收入	14119.66	25366.28	24039.44	28847.33	33174.42	37155.36
yoy	-15.0%	79.7%	-5.2%	20.0%	15.0%	12.0%
线上电商渠道收入	2418.33	4833.36	4497.69	5397.23	6476.67	7772.00
yoy	-15.2%	99.9%	-6.9%	20.0%	20.0%	20.0%
经销收入	17167.45	20436.98	18321.26	22226.47	25403.67	28644.03
yoy	-8.3%	19.0%	-10.4%	21.3%	14.3%	12.8%
毛利率	4.9%	4.7%	6.0%	6.2%	6.2%	6.2%
其他业务收入	82.18	121.04	265.88	292.47	321.72	353.89
yoy	-13.4%	47.3%	119.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	80.3%	83.5%	10.7%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

调整盈利预测，维持“买入”评级。中国黄金央企背景突出，产品端跨界联合不断丰富产品矩阵，融合新工艺的高附加值产品占比有望逐步提升；渠道建设方面直销与经销并重，线下门店持续加密，线上盈利水平或将不断优化，建立规范、标准的黄金回收流程体系，市占率有望继续提升；抓住机遇切入培育钻石赛道，为公司发展注入新动能，考虑到 22 年外部因素扰动下收入端短期承压，终端消费复苏节奏或有一定不确定性，我们调整盈利预测，预计 23-25 年归母净利润分别为 11.2/12.9/14.9 亿元（23/24 年原值分别为 12.3/16.8 亿元），对应 PE 18x/16x/13x，维持“买入”评级。

5. 风险提示

市场竞争风险：目前行业竞争逐渐加剧，虽然公司持续推动渠道建设以及推进产品升级、品牌升级、管理升级等措施，但如果公司不能有效巩固并增强产品、服务、品牌和创意设计等已有优势，将存在市场份额下降的风险。

渠道管理风险：随着公司渠道的扩张，公司旗下子公司、直营店及加盟店的数量将进一步增多，将加大公司的管理难度，对公司采购及销售、存货管理、人员管理、财务规范等内部控制方面提出更高要求。如果不能对渠道进行有效管理，可能对公司经营产生不利影响。

金价波动风险：公司的采购可以分为原材料采购和成品采购。原材料采购主要为黄金等原材料的采购，成品采购主要为 K 金珠宝类产品及部分黄金产品的采购。如果金价大幅波动，将对产品成本造成直接影响，从而对公司净利润及利润率产生不利影响。

新品开拓不及预期：公司布局培育钻石赛道，发展第二增长曲线。目前公司培育钻石业务仍在产品规划阶段，如果未来新产品投放市场后无法收到预期回报，或对公司经营业绩产生不利影响。

应收账款风险：若未来公司个别客户因经营不善或受复杂外部环境影响，财务状况出现困难，则公司存在应收账款发生坏账的风险，这将影响公司资金周转，对公司财务状况和生

产经营带来不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,625.66	5,270.93	5,317.86	5,838.19	6,487.05	营业收入	50,757.67	47,124.27	56,763.50	65,376.48	73,925.28
应收票据及应收账款	1,123.62	1,161.16	1,426.83	1,433.11	1,963.08	营业成本	49,191.64	45,288.15	54,382.74	62,642.96	70,838.30
预付账款	84.00	82.52	398.20	24.36	430.47	营业税金及附加	77.50	68.71	84.77	97.59	109.52
存货	4,120.33	3,949.66	3,603.50	4,400.88	3,470.05	销售费用	460.99	449.62	567.63	751.83	776.22
其他	511.61	524.82	712.09	584.94	604.72	管理费用	138.02	146.25	174.35	193.82	225.22
流动资产合计	10,465.22	10,989.08	11,458.49	12,281.47	12,955.37	研发费用	14.62	27.78	34.06	39.23	44.36
长期股权投资	45.93	46.13	46.13	46.13	46.13	财务费用	61.94	24.36	35.97	43.07	27.11
固定资产	105.81	101.02	91.97	82.92	73.86	资产/信用减值损失	(12.25)	(16.41)	(26.68)	(18.45)	(20.51)
在建工程	1.38	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	50.21	(119.01)	0.00	0.00	0.00
无形资产	15.36	13.98	8.83	3.68	0.00	投资净收益	103.76	(124.65)	(125.19)	(48.70)	(99.51)
其他	386.44	480.06	311.02	351.72	357.35	其他	(282.50)	519.67	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	554.92	641.19	457.95	484.45	477.34	营业利润	953.73	859.80	1,332.11	1,540.83	1,784.54
资产总计	11,020.15	11,630.27	11,916.44	12,765.93	13,432.71	营业外收入	53.37	87.28	70.56	70.41	76.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	6.13	0.54	2.30	2.99	1.94
应付票据及应付账款	176.89	188.13	202.11	241.00	285.78	利润总额	1,000.97	946.54	1,400.37	1,608.24	1,858.68
其他	3,847.50	3,931.39	4,060.43	4,270.87	4,297.70	所得税	203.20	179.46	277.47	316.69	362.23
流动负债合计	4,024.39	4,119.52	4,262.53	4,511.87	4,583.47	净利润	797.77	767.07	1,122.91	1,291.56	1,496.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.34	1.74	3.83	4.25	4.47
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	794.43	765.33	1,119.08	1,287.31	1,491.98
其他	225.21	273.25	166.58	221.68	220.50	每股收益(元)	0.47	0.46	0.67	0.77	0.89
非流动负债合计	225.21	273.25	166.58	221.68	220.50						
负债合计	4,381.98	4,628.46	4,429.12	4,733.55	4,803.97	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	82.19	83.93	85.58	87.37	89.16	成长能力					
股本	1,680.00	1,680.00	1,680.00	1,680.00	1,680.00	营业收入	50.23%	-7.16%	20.45%	15.17%	13.08%
资本公积	2,396.57	2,396.57	2,396.57	2,396.57	2,396.57	营业利润	70.87%	-9.85%	54.93%	15.67%	15.82%
留存收益	2,479.36	2,841.64	3,325.26	3,868.55	4,463.19	归属于母公司净利润	58.84%	-3.66%	46.22%	15.03%	15.90%
其他	0.05	(0.32)	(0.09)	(0.12)	(0.18)	获利能力					
股东权益合计	6,638.16	7,001.81	7,487.33	8,032.37	8,628.74	毛利率	3.09%	3.90%	4.19%	4.18%	4.18%
负债和股东权益总计	11,020.15	11,630.27	11,916.44	12,765.93	13,432.71	净利率	1.57%	1.62%	1.97%	1.97%	2.02%
						ROE	12.12%	11.06%	15.12%	16.20%	17.47%
						ROIC	47.30%	43.08%	83.98%	67.27%	77.42%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	39.76%	39.80%	37.17%	37.08%	35.76%
净利润	797.77	767.07	1,119.08	1,287.31	1,491.98	净负债率	-69.20%	-74.56%	-70.66%	-72.23%	-74.74%
折旧摊销	36.38	40.10	14.20	14.20	12.73	流动比率	2.52	2.52	2.69	2.72	2.83
财务费用	103.92	72.11	35.97	43.07	27.11	速动比率	1.53	1.62	1.84	1.75	2.07
投资损失	(103.76)	124.65	125.19	48.70	99.51	营运能力					
营运资金变动	(130.82)	78.66	(429.78)	(48.12)	38.23	应收账款周转率	53.82	41.25	43.87	45.72	43.53
其它	111.44	110.61	3.83	4.25	4.47	存货周转率	13.00	11.68	15.03	16.34	18.78
经营活动现金流	814.95	1,193.20	868.49	1,349.41	1,674.04	总资产周转率	5.06	4.16	4.82	5.30	5.64
资本支出	(161.78)	(40.71)	106.66	(55.10)	1.18	每股指标(元)					
长期投资	34.47	0.21	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.47	0.46	0.67	0.77	0.89
其他	55.24	(0.18)	(231.86)	6.40	(100.69)	每股经营现金流	0.49	0.71	0.52	0.80	1.00
投资活动现金流	(72.08)	(40.69)	(125.19)	(48.70)	(99.51)	每股净资产	3.90	4.12	4.41	4.73	5.08
债权融资	(29.77)	(5.95)	(58.97)	(33.88)	(25.57)	估值比率					
股权融资	427.81	(504.37)	(637.39)	(746.51)	(900.09)	市盈率	25.27	26.23	17.92	15.58	13.44
其他	65.22	(9.47)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.06	2.90	2.71	2.52	2.35
筹资活动现金流	463.26	(519.78)	(696.36)	(780.39)	(925.66)	EV/EBITDA	17.13	16.53	10.22	8.62	7.20
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	17.33	16.79	10.32	8.70	7.25
现金净增加额	1,206.13	632.73	46.93	520.33	648.86						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com