

行业消费需求景气度提升，金价上涨推动下 Q1 修复态势明显

核心观点:

● 事件

2022 年公司实现营业收入 471.24 亿元，同比下降 7.16%。归属于上市公司股东的净利润 7.65 亿元，同比下滑 3.66%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.95 亿元，同比下降 8.39%。经营现金流量净额为 11.93 亿元，较上年增加 46.41%。

2023 年第一季度公司实现营业收入 161.39 亿元，同比增加 12.33%。归属于上市公司股东的净利润 3.00 亿元，同比增长 19.13%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.77 亿元，同比增加 14.63%。经营现金流量净额为-12.27 亿元。

● 公司主营业务对应产品为可选消费品，年内表现相对承压，一季度修复明显；22 年公司展店速度放缓，但 23Q1 拟展店数目回升

分行业与产品来看，2022 年公司**黄金珠宝销售**实现营业收入 466.86 亿元，较上年下降 38.13 亿元，占比 99.07%。黄金珠宝销售主要包括黄金产品销售与 K 金珠宝类产品销售。其中，**黄金产品销售** 2022 年实现营业收入 462.02 亿元，同比下滑 7.73%，营收占比 98.04%。具体从量的角度来看，原料采购方面，2022 年公司从上海黄金交易所采购原料为 96.73 吨，较 2021 年大幅减少 21.58%，基本与 2020 年水平相当。2022 年受疫情影响严重，相较 2021 年影响较小下采购量跌落符合预期，但后续随金价上涨以及需求增长该数额有望修复。从生产量与销售量的角度来看，2022 年公司生产/销售黄金产品 124.84/124.79 吨，基本实现产销平衡，并未形成过大的库存压力，对比 2021 年有 12.53% 的下滑但与 2020 年相比仍有明显正增长，黄金销售量降低主要在于终端消费市场短期承压。黄金珠宝类产品属于可选消费品，受 2022 年疫情反复影响，可选消费品表现整体承压，2022 年全国金银珠宝类商品零售类值累计值为 3,013.7 亿元，相比较 2021 年 3,041.1 亿元下降 0.9%，中国黄金协会公布的全国黄金消费量也录得同比 10.63% 的下滑。而 2022 年黄金价格也长时间处于短期下跌区间。行业整体承压的背景下黄金产品量价齐跌，公司 2022 年黄金产品业绩符合预期。**K 金珠宝类产品** 实现营业收入 4.84 亿元，同比增长 13.39%，营收占比 1.03%。另外，公司还有服务费收入，年内实现营收 1.72 亿元，较上年同期增加 25.32%，占比 0.37%。服务费收入可拆分为品牌使用费与管理服务费，报告期内该项收入增长来自于加盟管理服务增加。**品牌使用费** 实现营业收入 0.78 亿元，同比下滑 5.83%，营收占比 0.17%，其主要与旗下加盟商进货并挂标签使用“中国黄金”品牌数目相关。**管理服务** 实现营业收入 0.94 亿元，同比增长 73.08%，营收占比 0.20%，其主要是公司向加盟商提供有关产品、经营等方面的培训及指导服务而收取的费用。

中国黄金 (600916.SH)

推荐 维持评级

分析师

甄唯萱

✉: zhenweixuan.yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 80927651

分析师登记编码: S0130520050002

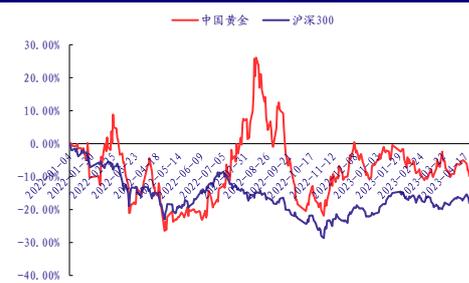
市场数据

2023.04.21

| | |
|---------------|-----------|
| A 股收盘价(元) | 12.19 |
| A 股一年内最高价(元) | 13.65 |
| A 股一年内最低价(元) | 11.98 |
| 沪深 300 | 4032.57 |
| 市盈率 | 24.09 |
| 总股本(万股) | 168000.00 |
| 实际流通 A 股(万股) | 82215.00 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 85785.00 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 100.22 |

行业数据时间

2023.04.21



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售&化妆品】行业周报-清明假期居民消费复苏并伴随短途出行热情高涨，维持推荐优质零售标的-20230409

【银河消费品零售&化妆品】行业周报-工信部消费品工业司开展消费品“三品”工作调研，维持推荐优质零售标的-20230403

【银河消费品零售&化妆品】行业周报-工信部消费品工业司开展消费品“三品”工作调研，维持推荐优质零售标的-20230403

从加工渠道来看，公司重视自有加工渠道建设与发展。2022 年自行生产量为 78.61 吨，占比 62.97%，委托加工量为 46.23 吨，占比 37.03%。从占比情况来看，对比 2021 年公司自行生产占比有小幅增长，但与 2020 年相比增长达到 13.28pct，目前自行生产渠道已经成为公司产品加工的主要渠道，公司全产业链建设初见成效。

从销售模式和地区角度来看，公司**直销模式** 2022 年实现营业收入 285.37 亿元，同比下滑 5.51%，营收占比 60.56%；**经销模式** 2022 年实现营业收入 183.21 亿元，同比下滑 10.35%，营收占比 38.88%。2022 年公司业务于大部分地区均承压，仅在华北地区实现正增长。华南地区年内业绩承压最为严重，推测原因主要是上半年深圳地区以及下半年广州地区两轮大规模疫情爆发以及 2021 年该地区相对高增速所致。2023 年第一季度，在疫情过峰后，华南地区营收已实现大幅修复。华北地区则相反，作为 2021 年营收唯一录得下滑的区域，2022 年在低基数下实现大幅反弹，营收同比增长 48.48%，但 2023 年第一季度该地区再次录得同比负增长。直销模式包含的直营店、线上电商、大客户等更广泛的销售渠道，且消费者普遍对直营店信任程度较高，直营门店主要位于华北和华东地区，在华北地区营销增长的带动下，直销模式年内业绩相对较佳。另有疫情期间线上电商渠道受到的影响相对较小，报告期内**线上电商渠道**实现营收 44.98 亿元，同比下跌 6.64%，跑赢公司整体水平，因此年内直销模式业绩表现承压较小，且保持主要销售渠道地位。

经销模式对应的加盟店主要目的在于开拓下沉市场以及抢占市场份额，在西南、西北等地也有相对较高的门店数目，仅靠华北地区正增长无法拉动整体渠道上涨。但在短期消费复苏以及长期我国随着低线城市居民收入不断上涨的趋势下，期待其后续业绩修复表现。2022 年门店总数与前期相比录得负增长，但幅度较小（85 家）。截止 2023Q1 公司在全国共运营 3615 家销售门店，较 2022 年末减少 27 家，均为加盟门店。与 2022 年同期相比，2023Q1 展店速度有所放缓，主要是加盟渠道门店展店较少。但从展店计划来看，公司拟增加加盟店数明显增加，且均预计于年内开业，因此我们认为当前展店速度放缓属于前期高增速下的阶段性调整，后续公司展店情况将回归正增长区间并平稳增长。

分季度来看，黄金珠宝行业主要受节假日和婚庆消费影响较大，节日消费会刺激黄金珠宝产品销量。受国庆、元旦、春节等节庆影响，第一季度及第四季度为传统销售旺季，其余时间销售情况基本平均，黄金产品收入还会受到量价两方面因素影响。2022 年一季度，俄乌冲突爆发之后，在避险情绪推动下，金价迅速走高，且一季度属于传统销售旺季，销售量在春节等节日推动下保持平稳，助力公司实现营收同比大幅上涨。二季度，美联储加息推动美元指数和美债收益率上涨，金价回落至 1,810 美元/盎司，同时受上海地区疫情影响，公司线下销售业务承压，量价齐跌导致销量同比大幅下滑。三季度，国际金价持续下跌至年内最低点，金价大幅下滑对公司营收造成一定冲击。但对比 2021 年同期，金价更低下公司营收实现正增长，预计公司产品销量有所增加。四季度，疫情防控政策调整幅度超预期，居民避险情绪上涨导致客流量下滑，作为依赖线下专柜的行业，公司线下业务受冲击较为严重，四季度中期起金价虽上涨但仍未突破年内前期高位，与 2021 年相比也仍处于较低水平，价格并未起到支撑作用。四季度作为传统销售旺季，但在年内与二、三季度销售数据并未呈现明显差异，四季度营收下滑对公司全年总体业绩影响较大。2023 年一季度，金价持续走强突破 2022 年同期水平，叠加疫情过峰带来的客流量修复，以及春节等传统消费旺季带动消费复苏，公司营收实现了较大的增长。

表 1：2022 年营业收入情况

| | 营业收入 (亿元) | 增量 (亿元) | 同比增减 | 营收占比 | 增量占比 |
|--------------|-----------|---------|--------|--------|---------|
| 总营业收入 | 471.24 | -36.33 | -7.16% | 100% | 100% |
| 分行业 | | | | | |
| 黄金珠宝销售 | 466.86 | -38.13 | -7.55% | 99.07% | 104.94% |
| 服务费收入 | 1.72 | 0.35 | 25.32% | 0.37% | -0.96% |

分产品

| | | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 黄金产品 | 462.02 | -38.70 | -7.73% | 98.04% | 106.52% |
| K金珠宝类产品 | 4.84 | 0.57 | 13.39% | 1.03% | -1.57% |
| 品牌使用费 | 0.78 | -0.05 | -5.83% | 0.17% | 0.13% |
| 管理服务费 | 0.94 | 0.40 | 73.08% | 0.20% | -1.09% |

分销售模式

| | | | | | |
|------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 直销模式 | 285.37 | -16.63 | -5.51% | 60.56% | 45.76% |
| 经销模式 | 183.21 | -21.16 | -10.35% | 38.88% | 58.23% |

分地区

| | | | | | |
|------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 东北地区 | 18.39 | -3.18 | -14.74% | 3.90% | 8.75% |
| 华北地区 | 93.85 | 30.64 | 48.48% | 19.92% | -84.34% |
| 华东地区 | 233.35 | -1.70 | -0.72% | 49.52% | 4.67% |
| 华南地区 | 38.90 | -50.69 | -56.58% | 8.25% | 139.52% |
| 华中地区 | 32.68 | -6.09 | -15.70% | 6.94% | 16.76% |
| 西北地区 | 20.93 | -3.39 | -13.93% | 4.44% | 9.32% |
| 西南地区 | 30.47 | -3.39 | -10.00% | 6.47% | 9.32% |
| 境外 | 0.00 | - | - | 0.00% | - |

分季度

| | | | | | |
|------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 第一季度 | 143.68 | 10.67 | 8.02% | 30.49% | -29.37% |
| 第二季度 | 109.63 | -23.37 | -17.57% | 23.26% | 64.31% |
| 第三季度 | 103.59 | 0.39 | 0.38% | 21.98% | -1.09% |
| 第四季度 | 114.35 | -24.03 | -17.37% | 24.26% | 66.14% |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 2：2023Q1 营业收入情况

| | 营业收入(亿元) | 增量(亿元) | 同比增减 | 营收占比 | 增量占比 |
|------------|----------|--------|---------|--------|---------|
| 总营业收入 | 159.90 | 17.61 | 12.38% | 100% | 100% |
| 分行业 | | | | | |
| 黄金珠宝 | 159.81 | 17.69 | 12.45% | 99.95% | 100.45% |
| 服务费收入 | 0.09 | -0.08 | -47.81% | 0.05% | -0.45% |
| 分地区 | | | | | |
| 东北地区 | 6.26 | -0.03 | -0.55% | 3.91% | -0.20% |
| 华北地区 | 31.34 | -1.72 | -5.19% | 19.60% | -9.74% |
| 华东地区 | 75.05 | 6.75 | 9.89% | 46.94% | 38.35% |
| 华南地区 | 14.73 | 7.77 | 111.71% | 9.21% | 44.13% |
| 华中地区 | 12.69 | 2.48 | 24.29% | 7.93% | 14.08% |
| 西北地区 | 8.28 | 2.37 | 40.10% | 5.18% | 13.45% |
| 西南地区 | 11.55 | -0.01 | -0.12% | 7.23% | -0.08% |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 3：2021-2023Q1 年公司分销售模式、分地区门店情况

| | 2023Q1 | 2022 | 新增(家) | 闭店(家) | 净增量 | 2021 |
|--------------|--------|------|-------|-------|-----|------|
| 分销售模式 | 3615 | 3642 | 346 | 431 | -85 | 3721 |
| 直营 | 105 | 105 | 21 | 7 | 14 | 91 |
| 加盟 | 3510 | 3537 | 325 | 424 | -99 | 3630 |
| 分地区 | 3615 | 3642 | 346 | 431 | -85 | 3721 |
| 东北地区 | 206 | 206 | 7 | 14 | -7 | 212 |

| | | | | | | |
|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| 华北地区 | 404 | 404 | 35 | 86 | -51 | 622 |
| 华东地区 | 1226 | 1240 | 120 | 136 | -16 | 863 |
| 华南地区 | 328 | 334 | 35 | 43 | -8 | 433 |
| 华中地区 | 439 | 440 | 13 | 45 | -32 | 603 |
| 西北地区 | 510 | 510 | 98 | 73 | 25 | 485 |
| 西南地区 | 501 | 507 | 38 | 34 | 4 | 502 |
| 柬埔寨 | 1 | 1 | - | - | - | 1 |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 4：2023Q1 年公司拟增门店情况

| | 拟增加数量 | 预计开业时间 |
|--------------|-------|----------|
| 分销售模式 | | |
| 直营 | 9 | 第二、三季度 |
| 加盟 | 114 | 第二、三、四季度 |
| 分地区 | | |
| 东北地区 | 13 | 第二、三、四季度 |
| 华北地区 | 61 | 第二、三、四季度 |
| 华东地区 | 5 | 第二、三、四季度 |
| 华南地区 | 1 | 第二季度 |
| 华中地区 | 23 | 第三、四季度 |
| 西北地区 | 15 | 第二、三、四季度 |
| 西南地区 | 5 | 第二、三季度 |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 5：2020-2022 年公司黄金（金条）产销量情况

| | 生产量 (吨) | 销售量 (吨) | 库存量 (吨) | 生产量比上 年增减 | 销售量比上 年增减 | 库存量比上 年增减 |
|------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 2022 | 124.84 | 124.79 | 8.8 | -13.51% | -12.53% | 1.15% |
| 2021 | 144.34 | 142.66 | 8.7 | 56.98% | 53.09% | 18.53% |
| 2020 | 91.95 | 93.19 | 4.04 | -29.94% | -30.02% | -23.50% |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 6：2019-2022 年不同生产模式相关信息

| | | 自行生产 | 委外加工 | 合计 |
|------|-----------|---------|---------|---------|
| 2022 | 生产量(吨) | 78.61 | 46.23 | 124.83 |
| | 同比增速 | -12.11% | -15.79% | -13.52% |
| | 占比 | 62.97% | 37.03% | 100.00% |
| | 占比增幅(bps) | 1.01% | -1.01% | - |
| 2021 | 生产量(吨) | 89.44 | 54.9 | 144.34 |
| | 同比增速 | 95.75% | 18.68% | 56.98% |
| | 占比 | 61.96% | 38.04% | 100.00% |
| | 占比增幅(bps) | 12.27% | -12.27% | - |
| 2020 | 生产量(吨) | 45.69 | 46.26 | 91.95 |
| | 同比增速 | -37.69% | -20.12% | -29.94% |
| | 占比 | 49.69% | 50.31% | 100.00% |
| | 占比增幅(bps) | -6.18% | 6.18% | - |
| 2019 | 生产量(吨) | 73.33 | 57.91 | 131.24 |
| | 同比增速 | - | - | - |

| | | | |
|------------|--------|--------|---------|
| 占比 | 55.87% | 44.13% | 100.00% |
| 占比增幅 (bps) | - | - | - |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 7：2019-2022 年不同采购模式相关信息

| | 采购渠道 | 采购量 (吨) | 同比增速 | 采购金额 (亿元) | 同比增速 |
|------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| 2022 | 上海黄金交易所 | 96.73 | -21.58% | 333.06 | -27.84% |
| 2021 | 上海黄金交易所 | 123.35 | 32.39% | 461.58 | 46.51% |
| 2020 | 上海黄金交易所 | 93.17 | -29.02% | 315.06 | -12.53% |
| 2019 | 上海黄金交易所 | 131.27 | - | 360.20 | - |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 8：2019-2022 年线上销售情况

| | 产品类别 | 营业收入 (亿元) | 同比增速 | 毛利率 | 增量 (bps) |
|------|--------|-----------|---------|-------|----------|
| 2022 | 黄金珠宝产品 | 44.98 | -6.94% | 3.11% | 0.52 |
| 2021 | 黄金珠宝产品 | 48.33 | 99.86% | 2.59% | -0.32 |
| 2020 | 黄金珠宝产品 | 24.18 | -15.21% | 2.91% | 0.64 |
| 2019 | 黄金珠宝产品 | 28.52 | - | 2.27% | - |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 9：2022 年公司利润情况

| | 现值 | 增量 | 增速 |
|--|----------|----------|--------|
| 归母净利润 (亿元) | 7.65 | -0.29 | -3.66% |
| 扣非归母净利润 (亿元) | 6.95 | -0.63 | -8.39% |
| 非经常性损益 (亿元) | 0.71 | 0.35 | |
| 非流动资产处置损益 (万元) | - | 109.74 | |
| 政府补助 (与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的除外) (万元) | 7,505.51 | 2,763.54 | |
| 除上述各项之外的其他营业外收入和支出 (万元) | 1,203.05 | 1,209.13 | |
| 减: 所得税影响额 (万元) | 1,631.27 | 585.47 | |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 10：2023Q1 年公司利润情况

| | 现值 | 增量 | 增速 |
|---|----------|----------|--------|
| 归母净利润 (亿元) | 3.00 | 0.48 | 19.13% |
| 扣非归母净利润 (亿元) | 2.77 | 0.35 | 14.63% |
| 非经常性损益 (亿元) | 0.23 | 0.24 | |
| 非流动资产处置损益 (万元) | - | 108.22 | |
| 计入当期损益的政府补助, 但与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外 (万元) | 3,077.80 | 3,065.72 | |
| 除上述各项之外的其他营业外收入和支出 (万元) | 13.44 | 114.99 | |
| 减: 所得税影响额 (万元) | 759.60 | 710.18 | |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

- **2022 年公司综合毛利率同比上涨 0.81pct，期间费用率增加 0.04pct；2023Q1 公司综合毛利率同比下跌 0.10pct，期间费用率减少 0.26pct**

2022 年，公司毛利率为 3.90%，较上年同期增加 0.81 个百分点。分业态来看，毛利率增长主要来自于黄金珠宝销售收入，较去年上涨 0.87 个百分点；服务费收入由于其业务性质，不涉及营业成本环节，毛利率持续维持在 100%。分产品来看，公司主营黄金产品毛利率有所提升，原因主要是在新工艺下小克重产品占比的提升；K 金珠宝类产品毛利率增加 6.41 个百分点，推测原因主要是公司持续加大研发投入，在消费需求转向悦己的背景下推出款式更加新颖的 K 金类产品并获得了较高的溢价。分地区来看，各地区毛利率普遍保持在 4.5% 以上水平，并实现了约 1 个百分点的增长。但华东地区的毛利率较低，原因主要是销售标准金锭毛利率较低。

2022 年公司期间费用率为 1.38%，同比增加 0.04 个百分点，但费用下滑 0.28 亿元。下降主要来自于财务费用下滑，系由息方面收入增加和支出下滑两方向共同驱动所致，另外还有销售费用有所下滑。管理费用有少量增加，其中工资薪酬上涨 0.03 亿元，折旧摊销上涨 0.05 亿元。研发费用上涨较多，主要是公司顺应行业发展以及自身发展战略增加研发支出 0.13 亿元，研发人员数目也增加了 6 名。

表 11：2022 年公司毛利率情况

| | 现值 | 增量 (bps) |
|--------------|---------|----------|
| 公司整体 | 3.90% | 0.81 |
| 分行业 | | |
| 黄金珠宝销售收入 | 3.50% | 0.87 |
| 服务费收入 | 100.00% | - |
| 分产品 | | |
| 黄金产品 | 3.31% | 0.79 |
| K 金珠宝类产品 | 22.16% | 6.41 |
| 品牌使用费 | 100.00% | |
| 管理服务费 | 100.00% | |
| 分销售模式 | | |
| 直销模式 | 2.46% | 0.78 |
| 经销模式 | 6.03% | 1.35 |
| 分地区 | | |
| 东北地区 | 5.52% | 1.46 |
| 华北地区 | 4.71% | 1.00 |
| 华东地区 | 2.67% | 0.37 |
| 华南地区 | 3.47% | 1.50 |
| 华中地区 | 5.91% | 1.80 |
| 西北地区 | 6.01% | 1.14 |
| 西南地区 | 6.10% | 1.74 |
| 境外 | 38.11% | - |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 12：2023Q1 公司毛利率、净利率情况

| | 现值 | 增量 (bps) |
|-------|-------|----------|
| 销售毛利率 | 3.99% | -0.10 |
| 销售净利率 | 1.87% | 0.11 |

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 13: 2022 年公司费用情况

| | 现期值 (亿元) | 增量 (亿元) | 现期比率 | 比率增量 (bps) |
|------|----------|---------|-------|------------|
| 期间费用 | 6.48 | -0.28 | 1.38% | 0.04 |
| 销售费用 | 4.50 | -0.11 | 0.95% | 0.05 |
| 管理费用 | 1.46 | 0.08 | 0.31% | 0.04 |
| 财务费用 | 0.24 | -0.38 | 0.05% | -0.07 |
| 研发费用 | 0.28 | 0.13 | 0.06% | 0.03 |

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

表 14: 2023Q1 公司费用情况

| | 现期值 (亿元) | 增量 (亿元) | 现期比率 | 比率增量 (bps) |
|------|----------|---------|-------|------------|
| 期间费用 | 1.52 | -0.20 | 0.94% | -0.26 |
| 销售费用 | 1.02 | -0.29 | 0.63% | -0.28 |
| 管理费用 | 0.38 | 0.08 | 0.23% | 0.03 |
| 财务费用 | 0.06 | -0.03 | 0.04% | -0.03 |
| 研发费用 | 0.07 | 0.04 | 0.04% | 0.02 |

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

● 头部品牌深受消费者信任, 渠道门类齐全形成规模优势

品牌层面, “中国黄金”作为央企品牌, 始终围绕“精诚所至 金石为开”的品牌内核, 以“有温度、肯担当、时尚化、年轻态”的品牌精神做牵引, 与“黄金为民 送福万家”的品牌服务理念形成合力, 深入挖掘品牌文化内涵, 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。公司还打造了子品牌“珍·如今”“珍·尚银”, 以主品牌“中国黄金”为核心, 主打投资金条/黄金饰品, 以投资金条为品牌发展基础, 借助子品牌拓宽产品品类与母品牌偏传统的饰品形成互补。**渠道层面**, 公司渠道呈现多层次、多样化趋势。线下渠道方面, 公司兼具直营与加盟两大体系, 其中公司现有直营门店 105 家, 加盟门店 3510 家, 且一季度计划于 2023 年内再新开 9 家直营门店, 114 家加盟门店, 在 A 股行业内上市公司中, 公司门店数目位居前五; 同时与地方银行合作, 形成了银邮渠道。黄金红包项目当前注册用户已超 300 万人, 日活用户约 5 万人, “互联网+”转型持续推进, 夯实既有渠道展现品牌实力; 线上电商渠道同样受到重视, 2022H1 京东平台店铺投资金行业位居第一、抖音平台 618 珠宝黄金品牌销售额排行榜位居第二。据我们的线上电商统计数据, 2023 年年初至今公司淘系平台累计实现 GMV1.66 亿元, 同比增速达到 91.55%。

● 构建全产业链协同体系, 持续跟进加工工艺革新产品

公司坚持全产业链布局, 通过收购或投资等模式将行业中游加工、生产纳入自身经营环节。通过全产业链的发展一方面获得稳定的盈利能力和通畅的信息流通渠道, 另一方面可以发挥规模经济和协同效应, 减少流通环节, 降本增效。为持续推动“中国黄金”产业结构优化, “中国黄金”拟选取国内黄金产业发展强势区域, 通过品牌引领打造黄金珠宝文化创意产业园。相比其他珠宝首饰品牌, 公司具备向上交所出售回收金的席位, 公司建立了完善的回购渠道, 中金精炼健全完善线上回收业务, 高效筹建回收平台微信公众号、抖音号, 放大宣传推广效应, 半年间累计活跃用户逾 12 万。依托品牌信誉保证与已有渠道优势, 实现回收金业务稳健发展。公司会持续加大回购渠道的建设, 完成黄金流转的闭环, 推动黄金存量市场的流动性。

产品品类方面, 公司产品兼具投资类产品与消费类产品, 投资类产品持续保持价格优势, 消费类产品紧跟潮流。公司投资金条具备明显的价格优势, 与银行金条价格相比, 溢价在 1%上下波动, 显著低于行业内其他企业同类产品。据公司调研纪要, 其金条市场占有率约 30%, 位列同类

产品市场综合占有率第一位。利润端，公司推出小克重金条，利用小克重产品毛利率高的特点提供公司相应业务利润率。消费类产品方面，公司积极适应市场，及时跟进技术，推出古法金等黄金首饰优化产品结构。紧跟市场热点，注重与其它概念的合作提高产品热度，研发生产诸如故宫、迪士尼、航天十二宫等新款系列产品。同时，公司积极布局培育钻石行业，拓宽大品类实现开发新增长点。公司将根据市场需求及发展趋势，积极建设培育钻石研发设计中心、展示交易中心和供应链服务中心，合理布局全渠道推广节奏，适时规划培育钻石发展策略，调整产品结构，降低对单一品类的依赖度，有效分散公司经营风险。在钻石行业微笑曲线的另一端上游端，公司拟通过兼并重组进入产业链上游高温高压企业，把握高毛利环节。结合公司已有渠道有利于实现产销一体化，从上下游两个高毛利环节同时获利，提升公司毛利率。

● 投资建议

我们认为公司在投资金条业务中具备价格优势，消费金方面紧跟行业步伐，以投资金作为发展基石实现稳健发展。其作为业内“国”字头品牌，坚持践行“黄金为民，送福万家”的服务理念，履行央企社会责任，致力于提升品牌在投资者与消费者心中的地位和价值。短期来看，当前处于金价上涨周期，公司主要产品为黄金产品的情况短期内不会改变，在金价上涨下销售有望实现量价齐升；长期来看，公司作为黄金珠宝行业龙头公司，消费者日益注重黄金产品双重属性的情况下，公司原有投资金条业务已深得投资者信赖与认可，助力稳定公司营收，子品牌“珍·如今”“珍·尚银”紧跟新设计潮流有利于提升公司毛利率。且在产业链构建方面，公司具备全产业链优势，与行业内其它公司相比，中游生产加工环节自营比例较高，生产加工的自营有利于公司控制成本，提升产品质量，维护品牌形象。公司积极开辟新业绩增长点，布局培育钻石产业，降低对单一品类的依赖度，有效分散公司经营风险；目前我们预测公司 2023/2024/2025 年将分别实现营收 610.35/712.57/815.82 亿元，归母净利润 10.53/12.82/15.11 亿元，对应 PS 为 0.34/0.29/0.25 倍，对应 EPS 为 0.63/0.76/0.90 元/股，PE 为 19/16/14 倍，维持“推荐评级”。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险，黄金价格上涨不及预期的风险，新业务发展不及预期的风险，管理运营的风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 15: 盈利预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (单位: 百万元) | 50,757.67 | 47,124.27 | 61,035.08 | 71,256.86 | 81,582.05 |
| 增长率 | 50.23% | -7.16% | 29.52% | 16.75% | 14.49% |
| 归属母公司股东净利润 (单位: 百万元) | 794.43 | 765.33 | 1,052.57 | 1,282.32 | 1,511.08 |
| 增长率 | 58.84% | -3.66% | 37.53% | 21.83% | 17.84% |
| EPS (元/股) | 0.48 | 0.46 | 0.63 | 0.76 | 0.90 |
| 销售毛利率 | 3.09% | 3.90% | 4.14% | 4.31% | 4.45% |
| 净资产收益率 (ROE) | 12.12% | 11.06% | 14.14% | 15.86% | 18.43% |
| 市盈率 (P/B) | 32 | 25 | 19 | 16 | 14 |
| 市净率 (P/B) | 3.65 | 3.14 | 2.75 | 2.53 | 2.50 |
| 市销率 (P/S) | 0.49 | 0.43 | 0.34 | 0.29 | 0.25 |

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价)

表 16: 可比公司最新估值情况

| | 境内可比公司 | | | | | | 均值 | 中位数 |
|----|--------|------|------|------|------|------|------|-----|
| | 周大生 | 豫园股份 | 老凤祥 | 明牌珠宝 | 潮宏基 | | | |
| PE | 15 | 10 | 13 | -17 | 15 | 7 | 13 | |
| PB | 3.3 | 0.87 | 2.72 | 0.84 | 1.41 | 1.83 | 1.41 | |
| PS | 2.37 | 0.57 | 0.42 | 0.77 | 1.15 | 1.06 | 0.77 | |
| | 境外可比公司 | | | | 均值 | 中位数 | | |
| | 周大福 | 周生生 | 六福集团 | 谢瑞麟 | | | | |
| PE | 22 | 12 | 8 | 17 | 15 | 15 | | |
| PB | 4.4 | 0.56 | 0.9 | 0.26 | 1.53 | 0.73 | | |
| PS | 1.49 | 0.33 | 0.92 | 0.10 | 0.71 | 0.63 | | |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2016-2023Q1 营业收入 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2016-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



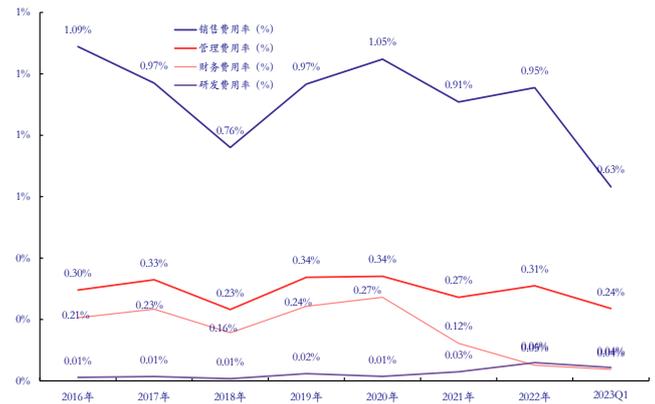
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2016-2023Q1 毛利率 (%) 和净利率 (%) 变动情况



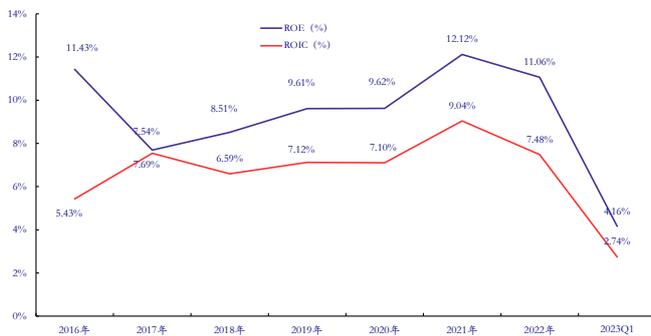
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2016-2023Q1 期间费用率 (%) 变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2016-2023Q1 ROE (%) 及 ROIC (%) 变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 17: 中国黄金 2022 年及 2023Q1 重大事项进展

| 事件类型 | 内容 |
|------|--|
| 利润分配 | 本次利润分配以方案实施前的公司总股本 16.80 亿股为基数, 每股派发现金红利 0.24 元 (含税), 共计派发现金红利 4.03 元 (含税)。 |
| 股份减持 | <p>截至 2022 年 9 月 1 日, 中信证券投资已于 2022 年 6 月 25 日至 2022 年 8 月 31 日期间通过集中竞价方式累计减持公司股份 0.17 亿股, 占目前公司总股本的 1.00%, 本次减持计划实施完毕。本次权益变动后, 中信证券投资持有公司股份 0.71 亿股, 占目前公司总股本的 4.23%。</p> <p>截至 2022 年 6 月 13 日, 宿迁涵邦通过集中竞价方式减持公司股份 300 万股, 占总股本的 0.18%, 通过大宗交易减持 1200 万股, 占公司总股本的 0.71%, 累计减持公司股份 1500 万股, 占公司总股本的 0.89%; 通过转融通业务向中国证劵金融股份有限公司出借 1200 万股, 占公司总股本的 0.71%。本次减持计划的时间已经过半, 减持计划尚未实施完毕。</p> <p>经中信证券投资内部决策, 中信证券投资拟通过集中竞价交易方式减持所持有的公司股份不超过 3360 万股, 减持比例不超过公司总股本的 2%。减持期间为自 2022 年 9 月 26 日起 15 个交易日后的 6 个月内, 在任意连续 90 日内, 通过集中竞价交易所减持股份的总数不超过公司股份总数的 1%。减持价格视市场价格确定。若计划减持期间公司有送股、资本公积金转增股本等股份变动事项, 上述减持数量将相应进行调整。</p> <p>经彩凤聚鑫内部决策, 彩凤聚鑫拟通过集中竞价、大宗交易方式减持所持有的公司股份不超过 5040 万股, 减持比例不超过公司总股本的 3%。集中竞价减持期间为自本减持计划披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内, 在任意连续 90 日内, 通过集中竞价交易所减持股份的总数不超过公司股份总数的 1%, 大宗交易减持期间为自本减持计划披露之日起 3 个交易日后的 6 个月内, 在任意连续 90 日内, 通过大宗交易减持</p> |

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

股份的总数不超过公司股份总数的 2%。减持价格视市场价格确定。若计划减持期间公司有送股、资本公积金转增股本等股份变动事项，上述减持数量将相应进行调整。

宿迁涵邦已于 2022 年 10 月 14 日至 2023 年 3 月 21 日期间通过集中竞价交易方式减持 301.16 万股的公司股份，占目前公司总股本的 0.18%。截至本公告披露日，本次减持计划时间区间届满，本次减持计划结束。

经宿迁涵邦内部决策，宿迁涵邦拟通过集中竞价、大宗交易的方式合计减持所持有的公司股份不超过 4333.84 万股、减持比例不超过公司总股本的 2.58%。采用大宗交易减持的，减持期间为自本减持计划披露之日起 3 个交易日后的 6 个月内，采用集中竞价方式减持的，减持期间为 2023 年 4 月 17 日起 15 个交易日后的 6 个月内。减持价格视市场价格确定。若计划减持期间公司有送股、资本公积金转增股本等股份变动事项，上述减持数量将相应进行调整。

人事任免

截至 2022 年 9 月 16 日，中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司（以下简称“公司”）独立董事吴峰华先生已连续三次未亲自出席董事会，也未委托其他董事出席董事会，根据《上市公司独立董事规则》第十六条规定“独立董事连续三次未亲自出席董事会会议的，由董事会提请股东大会予以撤换”。公司已于近期对独立董事候选人进行筛选，并将根据相关法律法规的要求尽快进行补选，该事项需经公司董事会审议通过后提交公司股东大会审议通过之后生效。

资料变更

中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司办公地址已于近日由“北京市东城区安外大街柳荫公园南街 1 号”变更为“北京市东城区东四南大街 249 号北计大楼（南楼）”，邮政编码由“100011”变更为“100006”。除上述变更外，公司联系电话、传真、电子信箱及注册地址等其他基本信息均保持不变。

股权质押

截至本公告披露日，中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司持股 5%以上股东龙口彩凤聚鑫商贸中心（有限合伙）（曾用名：北京彩凤金鑫商贸中心（有限合伙））持有公司股份 1.47 亿股，占公司总股本的 8.76%。公司股东彩凤聚鑫本次解除质押股份 6500 万股，本次解除质押股份完成后，彩凤聚鑫累计质押公司股份 0 股。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 18: 中国黄金 2021-2022 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

| | 2021 年对于 2022 年的规划 | 2022 年对于 2023 年的规划 |
|-------------|--|---|
| 发展战略 | <p>公司始终秉承“精诚所至，金石为开”的企业精神，大力践行“黄金为民，送福万家”的央企社会责任。公司不断提升产品创新设计能力、扩大市场占有率、提升品牌形象，不断夯实全产业链竞争优势，致力于提升“中国黄金”品牌价值，为消费者提供高品质的黄金珠宝首饰。</p> <p>始于黄金，但不止于黄金。公司不断拓展业务范围，倾力打造中国黄金 B2C 网上购物商场平台，切实为消费者提供“愉快、专业、快捷”的新型网络购物体验。公司继续以“提升中国黄金在投资者和消费者心目中的价值”为使命，为广大消费者和投资者提供最可信赖的黄金珠宝等服务，向着世界一流的黄金珠宝公司迈进。</p> | <p>(1) 增强产品创新能力，持续推动公司品牌力的建设。在保证产品质量的基础上，公司将积极响应中共中央、国务院于 2023 年 2 月 6 日印发的《质量强国建设纲要》，面对百年未有之大变局背景下，公司将积极推进 IP 合作、跨界联名、博物馆合作，传承中华黄金文化及工艺，给产品赋能，提高产品附加值，增强企业质量和品牌发展能力，提升品牌国内国际影响力。</p> <p>(2) 加强经营管理能力，提升企业数智化。公司将强化新一代信息技术应用和企业质量保证能力建设，构建数字化、智能化质量管控模式，实施供应商质量控制能力考核评价，推动质量形成过程的显性化、可视化。通过物联网、大数据、云计算技术及数字孪生技术，完善基础设施建设和全产业链信息采集及分析，实现黄金饰品加工业与信息化的融合，解决数据孤岛，实现线上线下互联。</p> <p>(3) 以消费者为中心，提供多元化场景化购物体验和服务。随着人口结构以及消费者消费意识的转变，90 后逐渐</p> |

经营计划

(一) 坚持党建引领、抓牢执纪监督，打造公司红色竞争力。

以迎接党的二十大胜利召开为全年工作主线，树牢“四个意识”，坚定“四个自信”，做到“两个维护”，提高政治站位，增强各级党组织政治敏锐性；进一步强化和规范基层党组织建设，强化党员队伍建设，不断提升党建工作引领作用，促进公司发展的质量和实效提升；进一步深化党史学习教育，完善“我为群众办实事”推进落实机制，扎实走好群众路线。同时要发挥党委主体责任，持续强化政治监督，健全执纪问责机制，对业务部门试点推行“沉浸式监督”，防微杜渐，强基固本，推进党建与生产经营深度融合。

(二) 聚焦重点攻坚，确保国企改革三年行动任务圆满收官。

把提高企业效益、增强企业竞争力、实现国有资本保值增值作为出发点，严格对照公司改革三年行动实施方案，落实董事会职权、规范全体系董事会运作；全面梳理人才队伍建设情况，深化三项制度改革，建立具有竞争力的、科学的、市场化薪酬激励机制；做好对标一流管理提升行动的组织落实和总结提升工作，全方位对标国内外一流企业，找差距、补短板、促落实，在九个领域实现突破；深入推进公司“双百企业”综合改革步伐，落实改革三年行动重点任务，以持续深化改革提升运营效能。

(三) 牢固树立“做强、做优存量，做大、做多增量”新发展理念，推动主业高质量发展。

全力提升各渠道业务服务水平，进一步培育品牌增值服务能力，开发全新盈利增长点。加盟体系要加大开店力度、全面铺开贵金属回收点、细化管理、优化业务支持、规范店面形象、强化店面培训、巩固巡查督导、统一售后服务标准，全面提升终端销售管理水平，畅通全产业链循环。直营体系作为推进央地合作的中坚力量，要深耕本地市场，深挖企业价值链。银邮体系维护现有客户资源，开拓加工合作新模式，扩大品牌金代铺业务范围，聚力联合创新，全面深化跨界合作。电商体系要

成为黄金珠宝市场的主要消费群体。90后对于购物线上化和体验多元化的需求将推动传统黄金珠宝行业转型，公司将持续贯彻“以人为本”发展理念，以消费者体验为中心，利用新兴技术，从消费者需求的角度出发为消费者创造多元化场景化购物体验和服务。

(4) 增强与加盟商合作粘性，激励加盟商开店意愿。加盟商是公司并肩作战的伙伴，未来公司会持续探索和加盟商协同合作模式。包括通过推出“三免两减”加盟政策，在一定时期内免收管理服务费和品牌使用费、免除一定时期的业绩考核、基于一定额度的货品担保支持、给予装修补贴的政策，来鼓励加盟商开新店。

(1) 奋进新征程，走深走实党的领导和党的建设。首要是坚持从严治党。完善党组织上下联动、有序衔接、互为补充的整改监督链条。党的二十大报告对国企改革进行了新的部署，公司要更加紧密地团结在以习近平同志为核心的党中央周围，充分、准确学习、领会、宣传、贯彻党的二十大精神和要求。持续深化党建与公司经营有机融合，用忠诚履行发展的使命、用真诚凝聚发展的合力、用奋斗打开发展的局面、用纪律守护发展的底线，知重负重敢担当，团结一致打造好公司红色引擎，充分发挥党的政治核心作用、党组织战斗堡垒作用和党员先锋模范作用。

(2) 扎实做好生产经营，不断纵深发展销售渠道，力争超额完成利润指标

加盟体系将进一步规范终端销售标准，优化支持政策，提升现有加盟客户凝聚力和经营质量；强化服务支撑，结合空白区域发展新加盟商，以点带面激励业务团队勇于开拓，不断壮大渠道。银邮体系将继续深耕既有渠道，加深与集邮总公司的合作，加速推进各省邮政全链业务开展；继续挖掘银行渠道潜力，丰富产品及业务种类，深化银行体系的文化、IP产品类代铺业务，拓宽渠道利润空间；积极下沉，发展新的合作机会。

电商体系将进一步落实长沙公司主体运营责任，严格把控风险、加强决策程序监督、确保合规运营，进一步推动渠道销售增长和利润提升。

直营体系要深入调研当地市场，争取打造一批经营管理标准化、有较强区域辐射和带动作用的旗舰店；强化自身获取资源能力，整合各方资源积极商洽本地龙头及高端优质商场入驻、合作机会，推动品牌升级。

(3) 回购业务做大做多增量，稳固营收端增长。回购业务将以全产业链布局为导向，一是持续融合线上线下资源持续开拓业务，通过抖音、快手等主流平台及全国各银行手机端为新起点，打造好线上回收矩阵；二是以“1+N+3”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。

探索可持续发展业务模式，进一步开展内容营销，打造中国黄金直播特色。

（四）依托“文化+”战略赋能，全力提升公司综合竞争软实力。

1. 着力企业文化建设，实现中国优秀文化、自身品牌文化、公司管理思想的有机统一；加大产品研发力度，开发拥有传承属性、弘扬传统文化、传递民族自信的贵金属文创产品，发挥产品研发引擎推动力，提升公司产品文化内涵，推动实现从满足消费者的消费需求到更高层次精神需求的跨越。

2. 凭借“体育+娱乐”立体代言模式，立足差异化营销策略，紧跟时代潮流，讲好品牌故事，深挖潜在客户群体，以产品、服务等建立消费者与公司的情感连接、品牌认同，软实力建设焕发新品牌年轻活力。

（五）围绕提升企业经营效率目标，夯实科学管理，强化创新赋能。

1. 践行安全发展理念，安全环保常抓不懈，确保生产经营和工程改造安全顺利，营造良好的办公环境。顺畅内部重大信息沟通及保密机制，把握、防范、化解重大风险。健全资金风险预警机制，防范资金违约风险。完善预算管理，严格成本管控，提升销售研判和铺货库存管理水平，提高资金使用效率，持续增强资金管理能力。

不断巩固、升级品牌商标保护和知识产权管理工作，构建商标防御体系，加紧对终端市场的督导巡察，实现品牌长效发展。

2. 加大信息化平台升级建设项目投入，通过优化应用系统技术架构满足业务发展平稳迭代的需求，建立公司统一的数据服务体系，在数据安全前提下实现按需共享，掌控数据、流量资源，实现业务功能移动化、高效化，增加业务透明度、敏捷性，助力驱动公司数字化转型。

（六）推进实施横向、纵向一体化战略，在开放合作中补齐公司短板，提升公司资源配置效率。

引入产品、包装辅料及物流多家行业头部供应商，实行上下游多维度、全方位动态管理机制，确保供应商供货质量、价格、生产交付能力和下游各渠道管理服务运营能力符合公司发展要求，积极推动产业链生态建设。

凭借品牌实力和回收直达精炼厂流转的优势，加快形成供应链互通的一体化回收服务体系，保障“中国黄金”品牌回收金稳健发展，也为黄金回收市场创造“规范、公平、诚信”的空间，为我国黄金回购市场的规范化、高质量发展增添动能。

（4）加快培育新兴业务，先发卡位占领消费者认知作为央企品牌，公司将提高政治站位，敏锐把握行业风口、筹谋入局国家支持的战略性新兴产业——培育钻石等新材料行业，进一步深化产业链布局。依托公司多年市场营销和品牌运营经验，差异化定位研发生产培育钻石产品，以线上直播为切入点，根据线上数据分析辅助开展线下推广，开辟公司新的增长业务，达成“黄金+珠宝”两条腿走路，缓和公司对黄金产品销售的依赖度，对冲经营风险。

（5）双监管，齐发力，合理创造价值实现新局面，推动央企上市公司改革发展

公司认真贯彻落实党中央、国务院关于深化国有企业改革和资本市场改革的重大决策部署，在国务院国资委、中国证监会的双重领导下，公司按照“顶层设计、上下联动、优势互补、合作共赢”的原则，坚持市场化、法治化方向，完善中国特色现代企业制度，做强做优做大国有资本，积极打造高质量上市公司，努力成为规范诚信经营经营的典范。

为更好体现中国黄金价值，公司不断加强对市场的研判能力，在建设“中国特色现代资本市场”理念下，通过“把资本市场一般规律与中国市场的实际相结合、与中华优秀传统文化相结合”，向投资者搭建价值投资、长期投资的理念，逐步形成具备自身特色的价值文化。通过深植研究政策导向、行业周期等要素，筑建卓越研究能力和决策能力，探索科学的市场价值观。通过寻找市场价值相匹配的投资逻辑，提升投资者对公司战略和长期投资价值的认同感，维护各方股东的权益，保障国有资产保值增值。

（6）深化改革发展，见行见效提升经营管理水平，加快建设一流企业

1. 遵循市场经济规律和企业发展规律，坚持社会主义市场经济改革方向，深化改革、强化管理，落实“一企一策”精准授权及准确放权，争取在改革专项工程中取得更达实效、切实增强经营管理水平；

2. 通过加大“两金”管控力度、强化现金流动态管理，深化全面预算管理，锚定高质量稳增长目标推动全年经营，力争超越“一增一稳四提升”工作目标，统筹实现经营业绩质的有效提升和量的合理增长；

3. 以法治央企建设推动强化合规运营，强化法律合规风险管控能力；持续强化资产负债率约束，严防资金和债务风险以外，持续完善系统性风险防控体系及机制，

把监测应对外部风险和识别化解内部风险有机结合、统筹推进，全面强化风险管控能力；

4. 着眼主业，强化数据驱动、集成创新、合作共赢理念，借助信息技术进一步打造供应链集成平台，推进智能技术与业务运营融合创新，围绕信息化、数智化推动公司运营机制逐步完善，辅助营销决策，持续提升精益化管理水平，推动公司发展更上一个台阶。

(7) 牢牢树立建设世界一流企业的战略目标，全面夯实品牌管理工作，实现经济效益和品牌效益双丰收。紧紧围绕“产品卓越、品牌卓著、创新领先、治理现代”十六字方针，坚定品牌强企战略，建设好一流央企品牌。一方面要坚持创新领先，全面强化产品研发投入，建设成自有、独立的设计团队和设计元素，在深加工领域开展业务布局，统筹产品创意、质量、结构、规模等，稳步突破品牌产品创新发展瓶颈。另一方面继续严肃品牌管理及维权工作，保持对仿冒行为的高压态势，强化公司商标管理，做到在生产经营中遵规守法、在产品服务中提升质量，深化品牌保护工作成效；还有，深入挖掘品牌文化赋能品牌价值、不断完善品牌宣传彰显品牌价值，打造独特的核心竞争力，并详实市场调研提升营销精准度，用心用情打造好立得住、传得开、叫得响的“中国黄金”金字招牌，全面强化消费者对“中国黄金”满意度、认同度。

风险提示

1. 市场竞争风险

近年来，公司规模随着经济发展不断扩大，行业竞争不断加剧，虽然公司也不断推进产品升级、品牌升级、管理升级，但如果行业竞争进一步加剧，如果公司不能巩固并增强产品、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。

2. 人力资源风险

人才是公司可持续健康发展的有利保障。公司发展得益于拥有一批擅长经营管理的人才和具有丰富实践经验的专业人才。公司需进一步引进、培养行业人才和专业人才，在人才的引进、培训、衔接、激励等方面进一步突破创新，不断提高管理团队的能力水平、研发队伍的创新能力和营销队伍的开拓水平。公司一直在前期引进并储备了部分高素质人才，但随着公司规模的不不断扩大，对人才的需求将显得更加迫切，目前拥有的人才数量和结构可能还需进一步提高来满足公司未来发展的需要。

3. 疫情风险

新型冠状病毒在全球爆发，2021年又相继出现了德尔塔和奥密克戎变种病毒，对于实体经济的恢复又带来了不确定性。虽然从目前来看，公司目前受疫情影响较小，但不排除新冠疫情在未来有反复的可能性，可能会对品牌方的生产、物流供应链等方面产生一定影响，进

(1) 市场竞争风险

近年来，公司规模随着黄金珠宝市场的发展逐步扩大，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。

(2) 经营风险

内控风险：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。

侵权风险：随着公司市场知名度的提升，可能存在公司产品被抄袭、品牌被仿冒等情形，则将对公司的市场口碑及经营产生一定的不利影响。

(3) 财务风险

应收账款风险：公司大部分应收账款对象为实力较强、信誉良好的长期合作客户，历史合作情况良好，同时公司制定了相应的应收账款管理措施，报告期内对应收账款计提了充分的坏账准备。尽管如此，若未来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。

而影响公司销售。

除上述行业特点外，由于新业态的分流、行业竞争加剧、监管政策的不确定性等因素也会造成一定程度的行业风险。

(4) 其他风险

公司虽然目前不存在对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的诉讼或仲裁事项，但产品瑕疵、产品交付和提供服务的延迟、违约及其他原因可能使本公司遭受诉讼、索赔。如果本公司遭到诉讼、索赔，可能会对本公司的生产经营造成不利影响。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2022 年的业务规划，针对 2023 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2023 年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 19：中国黄金前十大股东情况（更新自 2023 年一季度）

| 排名 | 股东名称 | 方向 | 持股数量 (万股) | 报告期内持股 数量变动(万 股) | 占总股本 比例 | 持股比例 变动 | 股东性质 |
|-----------|------------------|----|-------------------|------------------------|---------------|------------|---------|
| 1 | 中国黄金集团有限公司 | 不变 | 64,605.00 | - | 38.46% | - | 国有法人 |
| 2 | 龙口彩凤聚鑫商贸中心(有限合伙) | 不变 | 14,715.00 | - | 8.76% | - | 境内非国有法人 |
| 3 | 中金黄金股份有限公司 | 不变 | 9,870.00 | - | 5.88% | - | 国有法人 |
| 4 | 宿迁涵邦投资管理有限公司 | 减少 | 4,333.84 | -84.64 | 2.58% | -0.05% | 境内非国有法人 |
| 5 | 中信证券投资有限公司 | 减少 | 3,752.14 | -1679.31 | 2.23% | -1.00% | 其他 |
| 6 | 泉州君融信息咨询中心(有限合伙) | 不变 | 3,315.00 | - | 1.97% | - | 境内非国有法人 |
| 7 | 泉州东创信息咨询中心(有限合伙) | 不变 | 2,985.00 | - | 1.78% | - | 境内非国有法人 |
| 8 | 泉州玮业信息咨询中心(有限合伙) | 不变 | 2,700.00 | - | 1.61% | - | 境内非国有法人 |
| 9 | 香港中央结算有限公司 | 增加 | 2,624.80 | 380.12 | 1.56% | 0.22% | 其他 |
| 10 | 北京市黄金科技工程咨询有限公司 | 不变 | 2,310.00 | - | 1.38% | - | 国有法人 |
| 合计 | | | 111,210.77 | | 66.21% | | |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 [0755-83479312](tel:0755-83479312) suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 [0755-83471683](tel:0755-83471683) chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 [021-20252612](tel:021-20252612) hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 [021-60387901](tel:021-60387901) luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 [010-80927722](tel:010-80927722) tangmanling_bj@chinastock.com.cn