

巩固“金字招牌”，发力培育钻石

2022年10月25日

► **中国黄金：投资金条第一品牌，布局全渠道推广。**2006年，中金黄金投资有限公司成立，在黄金投资市场初绽光芒。2012年，发布“珍·如金”精品首饰品牌，2014年，“珍·尚银”快时尚首饰品牌闪亮登场，2018年更名为中金珠宝，2021年在上交所挂牌上市，2022年，规划培育钻石发展战略，布局全渠道推广。2016-2021年，公司营业收入从267.3亿元增长到507.6亿元，5年GAGR达到13.7%；归母净利润由1.81亿元增长到7.94亿元，5年GAGR为34.4%。

► **黄金珠宝市场：市场规模稳步扩张，看好长期增长空间。**2021年，国内珠宝行业市场规模扩张至7642亿元，其中黄金饰品占比最高。目前，国内黄金市场以消费需求为主、投资需求为辅，黄金首饰作为我国黄金的主要消费来源，传统金饰品仍是主流消费产品。目前国内黄金珠宝行业呈现国际品牌、港资品牌与内地品牌三足鼎立的局面。行业在供给与需求的驱动下成长空间可期。①需求端：婚恋刚需趋稳，“悦己”需求有望打开新空间；②供给端：头部企业推动渠道扩张，市场集中度仍有提升空间。

► **核心竞争力：黄金产品优势突出，终端渠道持续深化。**①产品端：品牌优势突出，丰富产品种类。公司的黄金产品贡献主要的收入来源，产品矩阵较为丰富；通过大力实施差异化战略，实现产品矩阵与品牌形象的全新升级；经过多年的市场培育与扩张，公司的市场影响力不断提升，在金条和黄金饰品等细分领域具备较强的竞争优势，已经成长为影响力遍及全国市场的综合性黄金珠宝领军企业。②渠道端：发挥央企优势，深化渠道布局。在深耕主业的同时，“直销+经销”并举扩张渠道规模。公司直销渠道的类型丰富，2021年，直营门店数量增加到91家，终端网络覆盖力度逐渐加大。电商渠道发展迅速，驱动图文与直播电商双转型。加盟门店扩张到2021年末的3630个，终端覆盖力度持续拓展。

► **公司亮点：深耕精炼回购，布局培育钻石。**①精炼回购打造发展新亮点：公司深耕精炼回购市场，获得上海黄金交易所“标准金锭”交易资格，形成“互联网+黄金回收+标准金锭交易”的完整链条，增强前端消费粘性，打开后端珠宝市场规模，不断扩张可服务网点以覆盖全国，成为强劲的收入增长点，真正打造独立的中国黄金“再生金”回收品牌。②培育钻石打开发展新空间：培育钻石渗透率持续提升，行业具备高成长空间。公司将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，公司发展培育钻石具备三方优势：①渠道端：终端门店数量众多，渠道下沉利于推广；②产品端：天然钻石业务占比小，培育钻石放量将为利润带来高增长空间；③品牌知名度：中国黄金在消费者中具备高知名度，有望快速打开市场空间。

► **投资建议：**预计公司2022-2024年分别实现EPS 0.56、0.72与0.90元，10月24日收盘价对应PE为20、15与12倍，低于可比公司均值，公司巩固黄金主业的同时，发力布局培育钻石，为收入与利润带来较大看点，公司估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复的风险，行业竞争加剧的风险，市场推广不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	50758	58917	70150	84228
增长率(%)	50.2	16.1	19.1	20.1
归属母公司股东净利润(百万元)	794	947	1216	1506
增长率(%)	58.8	19.2	28.5	23.8
每股收益(元)	0.47	0.56	0.72	0.90
PE	23	20	15	12
PB	2.8	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年10月24日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

11.07元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

目录

1 中国黄金：精诚所至，金石为开	3
1.1 投资金条第一品牌，布局全渠道推广	3
1.2 收入与利润增速稳定，盈利能力逐步改善	5
2 黄金珠宝市场：市场规模稳步扩张，看好长期增长空间	8
2.1 市场规模：国内珠宝行业稳步扩张，消费需求占比较高	8
2.2 竞争格局：国际品牌、港资品牌与内地品牌三足鼎立	10
2.3 驱动力：供需双向驱动，成长空间可期	11
3 竞争力：黄金产品优势突出，终端渠道持续深化	13
3.1 产品端：品牌优势突出，丰富产品种类	13
3.2 渠道端：发挥央企优势，深化渠道布局	15
4 公司亮点：深耕精炼回购，布局培育钻石	18
4.1 精炼回购打造发展新亮点	18
4.2 培育钻石打开发展新空间	19
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 收入拆分与盈利预测	20
5.2 估值分析	22
5.3 投资建议	22
6 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 中国黄金：精诚所至，金石为开

1.1 投资金条第一品牌，布局全渠道推广

初创起步阶段 (2006-2009 年): 公司前身中金黄金投资有限公司于 2006 年成立，当年即发行“中国黄金投资金条”，在黄金投资市场初绽光芒。2008 年，更名为中国黄金集团营销有限公司，次年设立中国黄金专卖店，布局线下门店。2009 年 12 月 30 日，被中国黄金协会授予“中国黄金投资金条”中国黄金第一品牌投资金条。

品牌培育阶段 (2010-2016 年): 2010 年 9 月，中国黄金集团出资 2 亿元设立中国黄金集团黄金珠宝有限公司，被中国黄金协会评为投资金条中国黄金第一品牌。2012 年，发布“珍·如金”精品首饰品牌，2014 年，“珍·尚银”快时尚首饰品牌闪亮登场。2015 年，被中国珠宝玉石首饰行业协会授予“2015 年度中国黄金珠宝玉石首饰行业零售业十大品牌”。

央企混改阶段 (2017 年至今): 2017 年，公司成为第二批混合所有制改革试点单位，通过增资扩股成功引进了中信证券、京东、兴业银行等战略投资者，注册资本增至 14.4 亿元。2018 年，更名为“中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司”。2021 年，在上交所挂牌上市。在 2022 年半年报中表示，公司将积极建设培育钻石研发设计中心，适时规划培育钻石的发展战略，合理布局全渠道推广节奏。

图1：公司发展历程



资料来源：中国黄金官网，公司公告，民生证券研究院整理

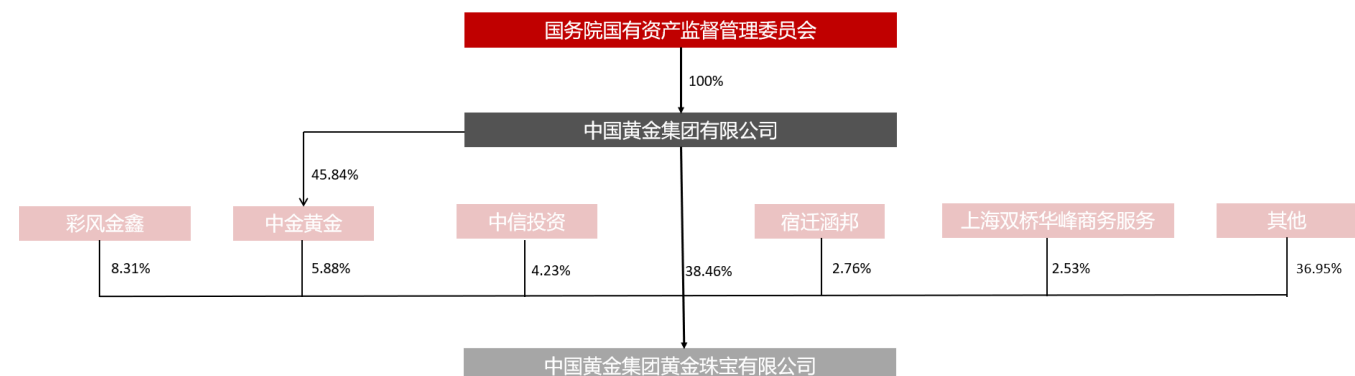
坚持秉承“精诚所至、金石为开”，积极探索与拓展主营业务范围。中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司，是专业从事“中国黄金”品牌运营的大型专业黄金珠宝生产销售企业，作为中国黄金集团有限公司的控股子公司，承载着“中国黄金”延伸产业链的重要使命。公司以“提升中国黄金在投资者和消费者心目中的价值”为使命，为广大消费者和投资者提供最可信赖的黄金珠宝和钻石产品等服务。

表1：公司主要产品类别

产品名称	类别描述	图片
黄金产品	黄金产品为金条、黄金首饰及黄金制品。包括金条、黄金手镯、戒指、项链、耳环、挂坠、手链等，以及黄金类贵金属制成的艺术品、黄金工艺品摆件等。	
K 金珠宝类产品	主要原料为 K 金、铂金、白银等制成的饰品，主要包括手镯、戒指、项链、挂坠、手链及各类工艺品等。 主要以钻石、珍珠、翡翠、玉石、彩色宝石等镶嵌类珠宝产品，主要包括手镯、戒指、项链、挂坠、耳环等。	

资料来源：中国黄金招股说明书，民生证券研究院

公司实际控制人为中国黄金集团有限公司。截至 2022H1，中国黄金集团直接持股上市公司 38.46% 的股份，通过中金黄金间接持股 2.68%，合计持股 41.14%，为公司的实际控制人。彩凤金鑫主要是由中金珠宝省级加盟商组建的产业投资合作平台，为公司的第二大股东，持股比例为 8.31%。

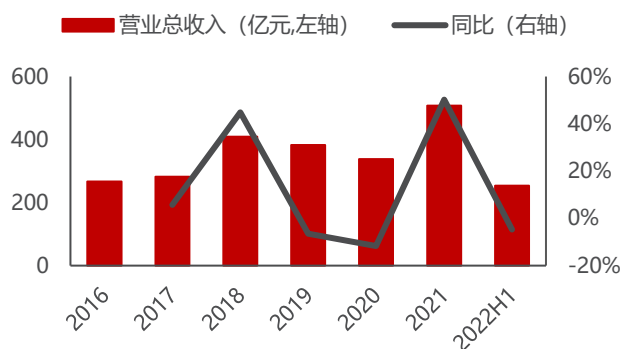
图2：股权结构图（截至 2022H1）


资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

1.2 收入与利润增速稳定，盈利能力逐步改善

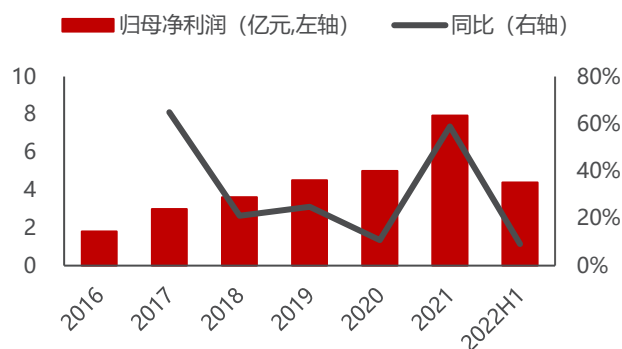
2021 年收入与归母净利润强势反弹，2022H1 归母净利润增速放缓。从收入端来看，2016-2021 年，公司的营业收入从 267.3 亿元增长到 507.6 亿元，5 年 GAGR 达到 13.7%。主要因 2020 年的疫情因素的影响减弱，2021 年，公司的营业收入实现强势反弹，同比增长 50.2%。从利润端来看，2016-2021 年，公司归母净利润由 1.81 亿元增长到 7.94 亿元，5 年 GAGR 为 34.4%。受地缘政治紧张局势升级、美国通胀飙升叠加新冠疫情不稳定性等多因素，国际市场金价波动大，2022H1 公司实现营业收入 253.3 亿元，同比减少 4.8%，实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 9.1%，归母净利润的同比增速放缓。

图3：公司营业收入及同比变动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：公司归母净利润及同比变动



资料来源：Wind，民生证券研究院

黄金产品构成公司主要收入来源，华东区域营收占比逐年增加。

①分产品看，黄金产品构成公司的主要营业收入的来源，2016-2022H1，黄金产品占营业收入的比例在 97.0%~99.5%之间，其中，黄金产品中包括黄金首饰、金条与黄金制品；其余为 K 金珠宝类产品、品牌使用费、管理服务费等，占收入的比重较小。2022H1，黄金产品、K 金珠宝类产品、品牌使用费、管理服务费占营业收入的比例分别为 98.20%、0.90%、0.16%与 0.11%。

②分渠道看，公司分为直销模式与经销模式两种方式，直销模式主要包括直营店渠道、大客户渠道、银行渠道与电商渠道等，经销模式主要为加盟店渠道。其中，2017-2019 年直销模式的收入占比较高，但整体下行，2021 年，直销与经销模式收入分别占比 59.7%与 40.3%。

③分区域看，华东区域与华北区域是公司营业收入的主要来源，而其他各个地区的营业收入占比相对较少。2021 年，华东地区、华北地区合计销售额占公司当年营业收入的比例分别为 46.3%与 12.5%。

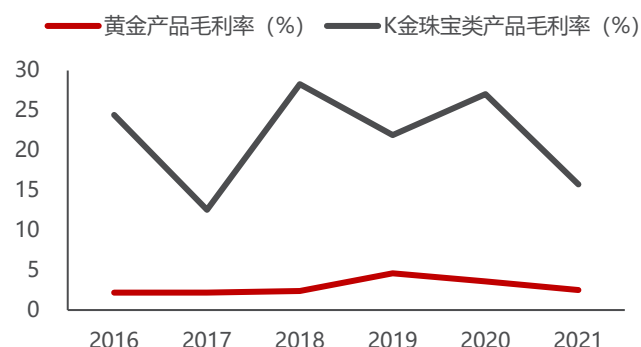
表2：分产品、分渠道、分地区收入（亿元）

单位：亿元		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
按产品分类								
黄金产品	收入	262.48	274.86	406.41	378.69	332.31	500.72	248.75
	YoY	-	4.72%	47.86%	-6.82%	-12.25%	50.68%	-
	占比	98.19%	97.30%	99.34%	98.94%	98.35%	98.65%	98.20%
K 金珠宝类产品	收入	1.78	4.71	1.35	2.06	3.59	4.27	2.28
	YoY	-	164.61%	-71.34%	52.59%	74.27%	18.94%	-
	占比	0.67%	1.67%	0.33%	0.54%	1.06%	0.84%	0.90%
品牌使用费	收入	2.00	1.85	0.57	0.59	0.63	0.83	0.40
	YoY	-	-7.50%	-69.19%	3.51%	6.78%	31.75%	-
	占比	0.75%	0.65%	0.14%	0.15%	0.19%	0.16%	0.16%
管理服务费	收入	0.37	0.34	0.42	0.46	0.51	0.54	0.29
	YoY	-	-8.11%	23.53%	9.52%	10.87%	5.88%	-
	占比	0.14%	0.12%	0.10%	0.12%	0.15%	0.11%	0.11%
其他业务	收入	0.68	0.72	0.36	0.94	0.84	1.22	1.59
	YoY	-	4.77%	-49.69%	161.36%	-11.13%	45.49%	-
	占比	0.26%	0.25%	0.09%	0.25%	0.25%	0.24%	0.63%
按渠道分类								
直销模式	收入	-	196.73	265.04	194.46	165.38	302.00	-
	YoY	-	-	34.72%	-26.63%	-14.95%	82.61%	-
	占比	-	69.82%	64.84%	50.98%	49.19%	59.74%	-
经销模式	收入	-	85.04	143.71	187.15	171.67	204.37	-
	YoY	-	-	68.99%	30.23%	-8.27%	19.05%	-
	占比	-	30.18%	35.16%	49.02%	50.81%	40.26%	-
按地区分类								
华北地区	收入	-	149.20	194.88	122.45	97.84	63.21	-
	YoY	-	-	30.62%	-37.17%	-20.10%	-35.39%	-
	占比	-	52.95%	47.68%	32.07%	28.96%	12.45%	-
华东地区	收入	-	61.56	111.41	133.68	109.33	235.05	-
	YoY	-	-	80.98%	19.99%	-18.22%	114.99%	-
	占比	-	21.85%	27.26%	35.01%	32.36%	46.31%	-
其他地区	收入	-	71.72	102.82	126.61	130.71	209.32	-
	YoY	-	-	43.36%	23.14%	3.24%	60.14%	-
	占比	-	25.20%	25.06%	32.92%	38.69%	41.24%	-

资料来源：Wind，中国黄金招股说明书，公司公告，民生证券研究院

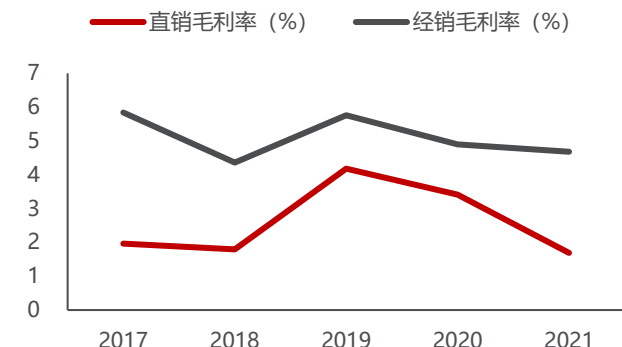
盈利能力整体上行，K 金珠宝类产品毛利率更高。①分产品来看，K 金珠宝类产品毛利率的毛利率远高于黄金产品，受产品结构影响，K 金珠宝类产品的毛利率波动较大，而黄金产品的毛利率水平较为稳定。2021 年，黄金产品毛利率与 K 金珠宝类产品毛利率分别为 3.09%与 15.75%。②分渠道来看，公司的直销模式的毛利率低于经销模式，2021 年直销与经销模式的毛利率分别为 1.69%与 4.68%。

图5：分产品毛利率 (%)



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

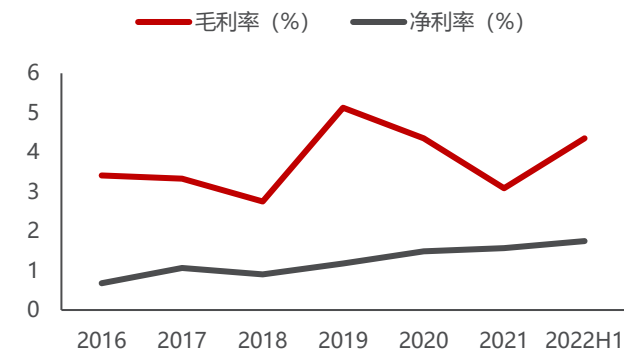
图6：分渠道毛利率 (%)



资料来源：Wind，中国黄金招股说明书，公司公告，民生证券研究院

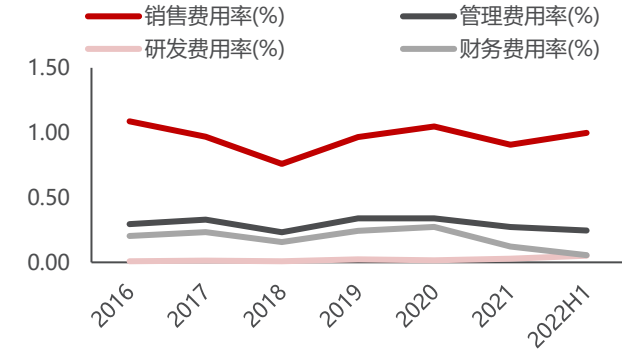
盈利能力逐渐改善，费用率水平控制良好。2016-2022H1，公司的毛利率与净利率整体上行，2022H1，公司的毛利率与净利率分别为 4.35%与 1.75%，分别同比+1.33 PCT 与+0.22 PCT，随公司产品矩阵更加丰富，高附加值新品陆续推出，盈利能力有望不断提升。2016-2022H1，公司期间费用率维持在 1.16%~1.68% 的区间，其中，销售费用率、管理费用率分别在 1.00%与 0.30%左右，公司的费用率水平控制良好。

图7：毛利率与净利率 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：销售期间费用率 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

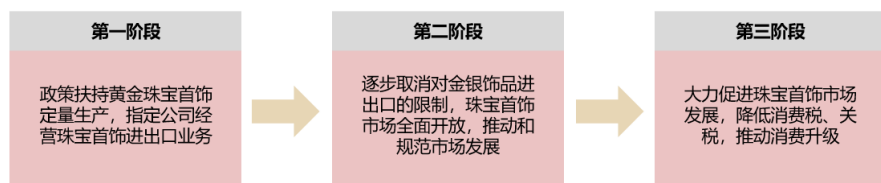
2 黄金珠宝市场：市场规模稳步扩张，看好长期增长空间

2.1 市场规模：国内珠宝行业稳步扩张，消费需求占比较高

我国珠宝首饰行业政策经历由计划完成到逐步开发到大力促进的成长阶段。

第一阶段 (20 世纪 80 年代前)：政府制定黄金珠宝首饰生产的指令性计划，并由指定企业进行进出口业务；**第二阶段 (20 世纪 90 年代-21 世纪 00 年代)：**中国人民银行先后取消了对白银制品和黄金制品的业务管制，我国珠宝首饰行业市场不断开放，并通过出台消费税等逐步促进其规范发展；**第三阶段 (21 世纪 10 年代以来)：**我国政府开始通过降低消费税与关税等方式大力促进珠宝首饰行业的发展，推动消费的迭代升级。

图9：我国黄金珠宝市场发展历程

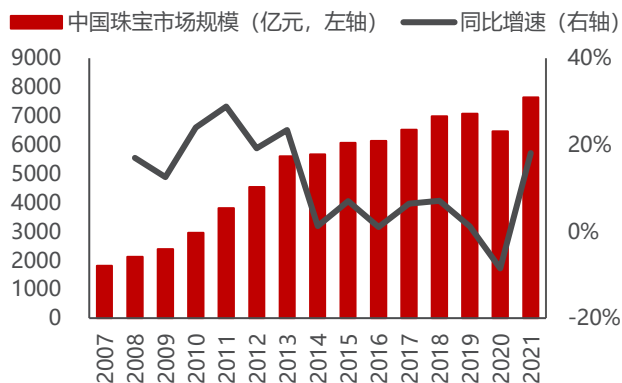


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

2021 年，国内珠宝行业市场规模扩张至 7642 亿元，其中黄金饰品占比最高。

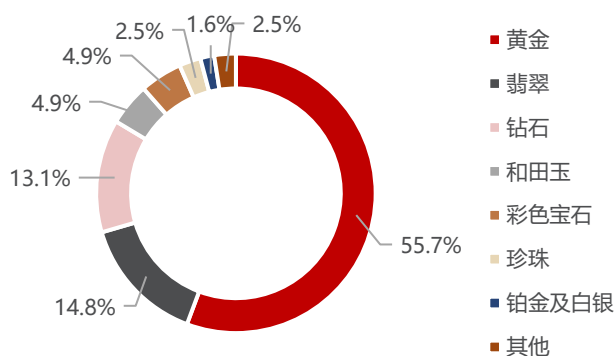
随着国内对珠宝行业的管制政策从“全面管制”到“全面开放”，叠加人均可支配收入的提升，国内珠宝行业市场规模实现稳步扩张，据欧睿数据，2007-2021 年，我国的珠宝行业市场规模由 1811 亿元增加到 7642 亿元。据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，从产品结构来看，2020 年，黄金在国内珠宝零售规模中占比最高，达 55.7%，翡翠、钻石次之，占比分别为 14.8%与 13.1%。

图10：2021 年我国珠宝市场规模提升至 7642 亿元



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

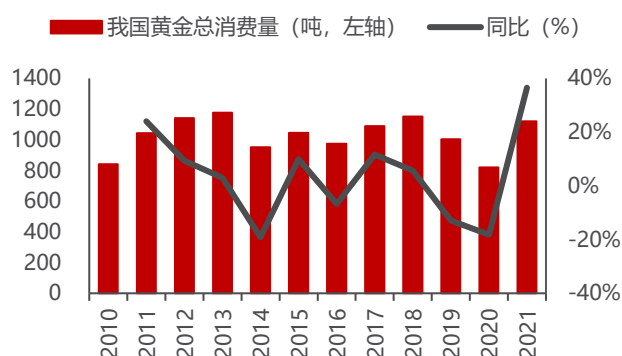
图11：2020 年黄金在国内珠宝零售中占比 55.7%



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，民生证券研究院

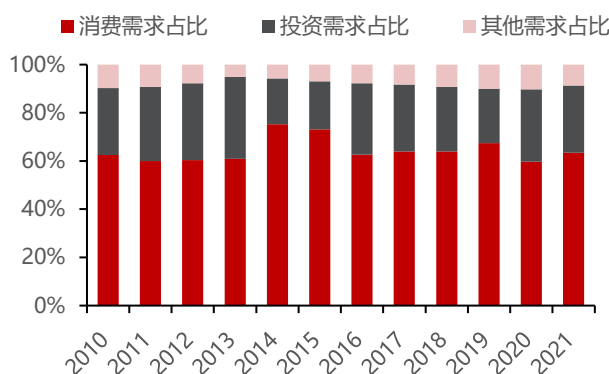
目前,国内黄金市场以消费需求为主、投资需求为辅。随着疫情好转,黄金消费稳步释放,2021年,我国黄金总消费量为1120.90吨,比疫情前的2019年同期增长11.78%,其中硬足金、古法金等黄金首饰消费强势上升带动黄金首饰消费量同比增长5.18%至711.29吨;金币和金条也保持稳健增长,同比增长26.87%至312.86吨。根据中国黄金协会,消费需求占我国黄金总消费量的比例长期在60%以上,投资需求次之,在30%左右,其他需求如工业用金等占比较小。

图12: 2021年我国黄金总消费量同比增长36.53%



资料来源: wind, 中国黄金协会, 民生证券研究院

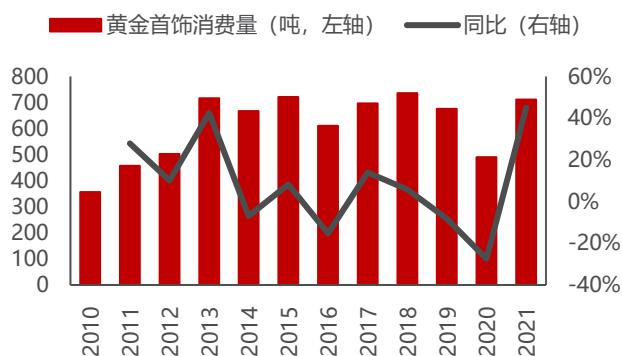
图13: 消费需求在我国黄金总消费中占比较高



资料来源: 中国黄金协会, 民生证券研究院

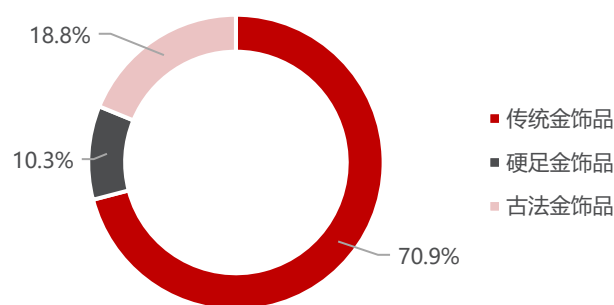
黄金首饰作为我国黄金的主要消费来源,传统金饰品仍是主流消费产品。受到新冠疫情冲击线下消费,严重影响了黄金首饰整体的购买力,2020年,我国黄金首饰消费量为490.58吨。我国传统金饰品主要满足婚庆消费与保值增值需求,2020年,传统金饰品零售总量为348.01吨,占比达70.9%,仍然是我国黄金饰品消费的主流产品;硬足金饰品具备硬度高、单价商品价格低的特征,相对而言饰品功能更突出,受到年轻消费者的喜爱,但其保值性相对较弱。2020年,古法金饰品的消费量同比增长26.0%,表现较为亮眼,在“国潮”风下,体现工艺设计与附加值的古法金饰品更为流行,也推进行业快速发展。

图14: 我国黄金首饰消费量及同比变动



资料来源: 中国黄金协会, 民生证券研究院

图15: 2020年我国黄金首饰消费量占比



资料来源: 《中国黄金年鉴2021》, 民生证券研究院

2.2 竞争格局：国际品牌、港资品牌与内地品牌三足鼎立

目前国内黄金珠宝行业呈现国际品牌、港资品牌与内地品牌三足鼎立的局面。

国际大牌主要包括两类，一类是以蒂凡尼、卡地亚为代表的高端奢侈珠宝品牌，具有独特的品牌内涵和悠久的历史，主要面向高消费群体。另一类是以施华洛世奇、潘多拉等为代表的轻奢珠宝品牌，主要覆盖年轻消费者。港资品牌以周大福、周生生、六福珠宝为代表，定位于中高端市场，近年来通过加盟形式在内地布局下沉市场，面向更多元的消费群体。内地品牌分为全国性品牌和区域性品牌，全国性品牌以中国黄金、老凤祥、周大生等为代表；区域性品牌以莱百首饰、曼卡龙、萃华珠宝为代表，凭借在特定区域的渠道优势和口碑沉淀成为当地的强势品牌。

表3：我国黄金珠宝行业的竞争格局

品牌类型	品牌	主营业务及布局	定位市场	定位人群
国际	蒂凡尼	从事高级珠宝的设计、制造和零售。	高端珠宝	高消费人群及年轻群体
	卡地亚	主要从事钟表及珠宝制造，产品有珠宝、钟表、皮具、香氛等。	高端珠宝	高消费人群
	施华洛世奇	主要负责制造及销售仿水晶元素，以及设计制造成品。	轻奢饰品	年轻群体
	潘多拉	以珠宝、串饰手链等饰品的制造及销售为主营业务。	轻奢饰品	年轻群体
港资	周大福	核心业务为制造及销售珠宝首饰，包括珠宝镶嵌产品、黄金产品与铂金 K 金产品，并代理多个品牌名表。建立了垂直整合业务模式，包括原材料采购、设计、生产、以及庞大的零售网络。	大众化珠宝	多样化消费者群体
	周生生	经营业务为珠宝零售及制造，贵金属批发等。门店遍布两岸三地，是大中华地区著名珠宝首饰制造及零售商。	大众化珠宝	多样化消费者群体
	六福珠宝	主要从事各类黄金、铂金首饰及珠宝首饰产品，集采购，设计，批发，商标授权及零售业务于一体。	大众化珠宝	中高端消费者
全国性	老凤祥	主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品等产品生产、经营及销售，通过自营银楼、加盟店等渠道，建立全国性的营销网络。	大众化珠宝	多样化消费者群体
	周大生	从事珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，产品包括钻石镶嵌、素金首饰等。采取轻资产、整合运营型经营策略，专注于品牌运营、渠道管理、产品研发和供应链整合，建立全国性销售体系。	大众化珠宝	多样化消费者群体
	老庙/亚一	主要业务有珠宝，餐饮，美丽健康，腕表，文化创意产业。	大众化珠宝	中高端市场
	明牌珠宝	主要从事中高档贵金属和宝石首饰产品的设计、研发、生产及销售，集研发、设计、生产、销售于一体。	大众化珠宝	中高端市场
内地	莱绅通灵	从事钻石珠宝首饰的品牌运营管理、产品设计研发及零售。	婚恋、高端收藏钻石	25-35 岁城市白领，35 岁以上高净值人群。
区域性	莱百首饰	主要经营黄金饰品、贵金属投资产品、贵金属文化产品和钻翠珠宝首饰品等在内的全品类黄金珠宝产品。黄金珠宝商品的原料采购、款式设计、连锁销售和品牌运营。	大众化珠宝	多样化消费者群体
	萃华珠宝	主要从事珠宝饰品设计、加工、批发和零售，产品以黄金饰品为主，兼营珠宝饰品。集珠宝首饰研发、设计、生产、批发、零售、加盟为一体。生产模式：自产、委外加工相结合。	大众化珠宝	多样化消费者群体
	曼卡龙	素金饰品及镶嵌饰品类珠宝首饰零售连锁销售业务，集珠宝首饰创意、销售、品牌管理为一体的珠宝首饰零售连锁企业。	轻奢珠宝	年轻消费群体

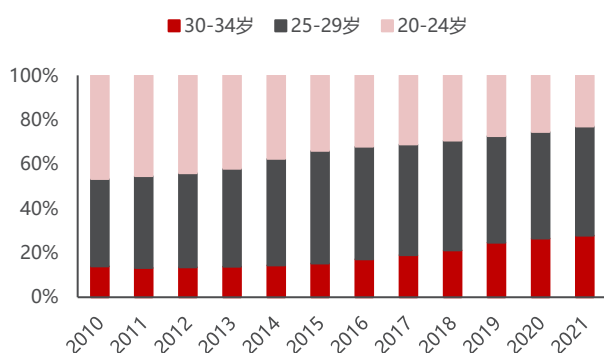
资料来源：各公司官网，各公司公告，民生证券研究院整理

2.3 驱动力：供需双向驱动，成长空间可期

2.3.1 需求端：婚恋刚需趋稳，“悦己”需求有望打开新空间

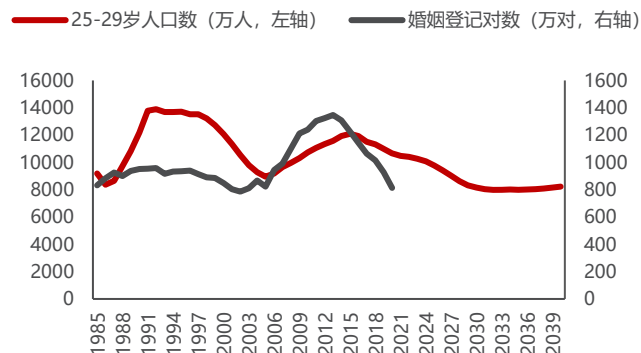
中长期视角上婚恋刚需趋于稳定，珠宝婚恋消费需求有望稳中有增。据 Wind，我国居民结婚登记年龄集中在 25~29 岁的年龄段，因此我们假设我国适婚年龄在 25~29 岁，2012~2015 年，25~29 岁的人口数（即 25~29 年前的出生人口数）处于相对高峰，对应我国结婚登记对数也出现一个小高峰，说明 25~29 岁适婚人口数与婚姻登记对数变动趋势较为一致。用 25~29 岁的人口数量（对应 25~29 年前的出生人口数）代表适婚人群数量，预计未来 10~15 年（即 2032~2037 年）25~29 岁的人口数量相对稳定，因此我们预计未来 10~15 年，我国适婚人群规模趋于稳定，结婚对数也将趋于稳定增长，黄金珠宝的婚恋需求趋稳。

图16：分年龄段结婚登记人数（年龄范围为 20-34 岁）



资料来源：Wind，民生证券研究院

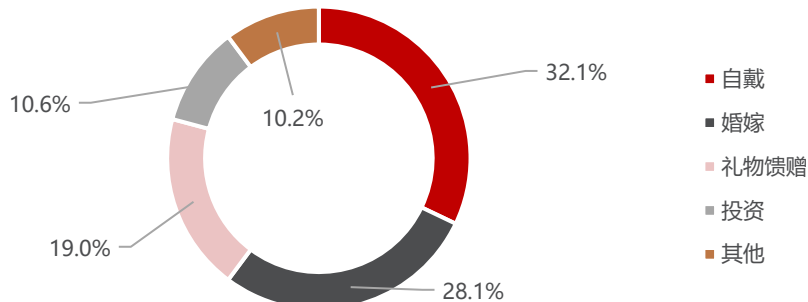
图17：预计未来 10~15 年我国结婚人数趋于稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：采用出生人口数后移 25~29 年得到当前 25~29 岁人口数量，未考虑意外、自然死亡等情况）

自戴用途在黄金饰品需求中占比较高，“悦己”需求有望打开新空间。根据《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》，自戴用途仍在目前黄金珠宝门店消费者购买黄金饰品需求中所占的比例最大，为 32.1%，其次是占比 28.1%的婚嫁需求，而以礼品馈赠和投资为主要目的购买黄金首饰的消费者分别占比 18.96%与 10.64%。对于“悦己”需求的重视将让黄金饰品消费摆脱对于婚庆需求的过度依赖，新兴需求将持续打开市场成长空间。

图18：2020 年黄金珠宝门店消费者购买黄金首饰用途

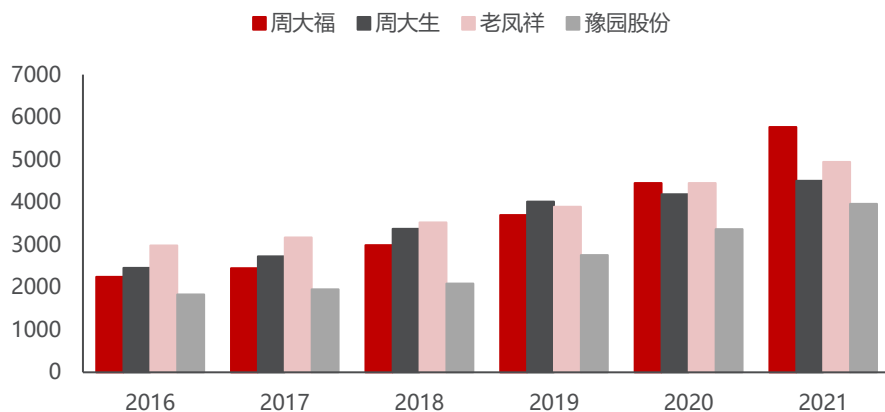


资料来源：《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》，民生证券研究院

2.3.2 供给端：头部企业推动渠道扩张，市场集中度仍有提升空间

国内珠宝龙头企业推进渠道深化，终端零售门店数量持续扩张。近年来，国内珠宝龙头纷纷推出省代模式，直营店在核心商圈推广，省代模式推动渠道下沉，在既有的品牌优势的基础上，拓店速度不断提升，截至 2021 年，周大福、周大生、老凤祥与豫园股份的终端数量分别达到 5764、4502、4945 与 3959 家。

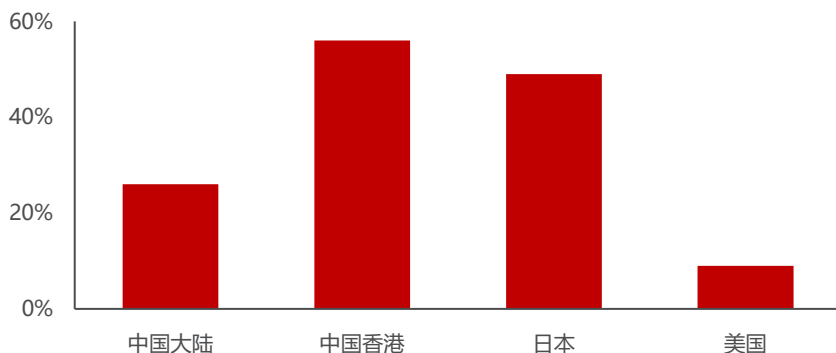
图19：头部企业终端门店数量不断扩张（自营店+加盟店）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

我国国内珠宝行业集中度逐年上行，头部企业有望抢占更多市场份额。据欧睿数据，我国珠宝行业 CR10 由 2016 年的 17.2% 提升至 2020 年的 25.5%，行业集中度持续上行。受 2020 年的疫情影响，黄金珠宝企业线下渠道受到一定打击，许多中小珠宝企业面临利润下降、成本上升的巨大经营压力而采取撤店甚至关店。头部企业或将凭借品牌、规模、渠道等优势抢占更多终端市场，实现黄金珠宝市场份额的进一步集中。根据欧睿数据，2020 年，中国大陆、中国香港、日本、美国的珠宝行业 CR10 分别为 26%、56%、49% 与 9%，考虑到消费习惯与文化传统等，中国香港与日本的集中度更具参考价值，国内珠宝行业集中度仍有提升空间。

图20：2020 年珠宝行业 CR10



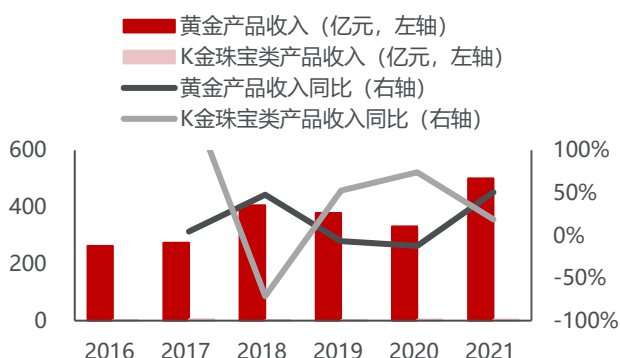
资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

3 竞争力：黄金产品优势突出，终端渠道持续深化

3.1 产品端：品牌优势突出，丰富产品种类

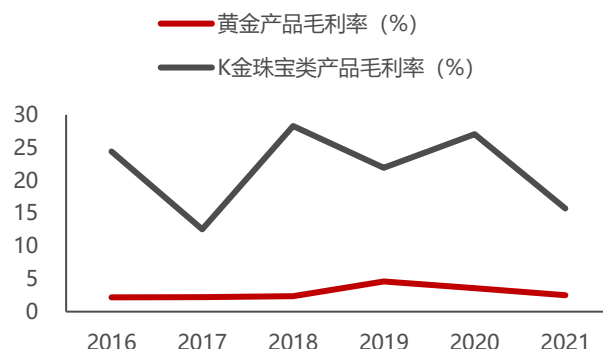
黄金产品贡献主要收入来源，产品矩阵较为丰富。公司主要产品包括黄金产品与 K 金珠宝类产品等。黄金产品包括金条、黄金首饰及黄金制品，K 金珠宝类产品包括以 K 金、铂金、白银等制成的饰品以及钻石、珍珠、翡翠、玉石、彩色宝石等镶嵌类珠宝产品，拥有丰富的产品矩阵。黄金产品构成公司的主要营业收入来源，但其毛利率水平相对较低，K 金珠宝类产品具备较高的毛利率，但营收的占比较小。

图21：黄金产品与 K 金产品收入及同比变动



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：黄金产品与 K 金产品毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：中国黄金产品矩阵丰富



资料来源：中国黄金官网，民生证券研究院

大力实施差异化战略，产品矩阵与品牌形象全新升级。2021 年，公司明确产品创新策略，通过精准分析市场需求，并结合国货浪潮等时下热点题材，联合内外设计资源，研发生产诸如故宫、迪士尼、航天十二宫等新款系列产品，构建年轻化、活力化的新一代产品序列；以上市为契机，自主研发主打产品“中金祥锣”及上市相关文创产品，同时协助客户打造“开年祥锣共响”等特色仪式，实现品牌文化输出。2022 年，公司深耕研发创新联手小米有品推出“金扣扣”试水，将黄金元素与科技技术巧妙融合，丰富了公司产品品类和内涵；在神州十三号返航之际联合中国航天系统科学与工程研究院、中国航天基金会推出“为你摘星”等系列相关主题产品，提升品牌价值。

图24：“为你摘星”太空系列产品



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图25：中国黄金跨界新品“金扣扣”手环



资料来源：中国黄金微信公众号，民生证券研究院

着力打造“中国黄金”品牌知名度，影响力得到不断提升。黄金珠宝产品单品价值较高，产品质量对于消费者体验与品牌形象十分重要，而获得消费者的深度认同与产生品牌黏性需要长期积累，因此对品牌的培育构成公司的核心竞争力之一。公司作为央企下属黄金珠宝企业，经过多年的市场培育与扩张，公司的市场影响力不断提升，在金条和黄金饰品等多个细分领域具备较强的竞争优势，已经成长为影响力遍及全国市场的综合性黄金珠宝领军企业。

图26：中国黄金品牌影响力不断提升



资料来源：中国黄金官网，民生证券研究院

3.2 渠道端：发挥央企优势，深化渠道布局

中国黄金在深耕主业的同时，“直销+经销”并举扩张渠道规模。公司建立了覆盖全国范围的加盟体系，不断开拓“中国黄金”区域消费市场，渠道布局方面，公司通过在一、二线城市的核心商圈和重要交通枢纽开设旗舰店的方式，形成了经营标准化的样板店，有效提升品牌影响力和知名度，并对城市周边和三、四线城市的加盟店产生有力辐射和带动作用，构成了以一线城市为核心、省会城市和计划单列市为骨干、三四线城市为主题的全国性黄金珠宝销售体系。

图27：中国黄金渠道体系一览



资料来源：公司公告，民生证券研究院

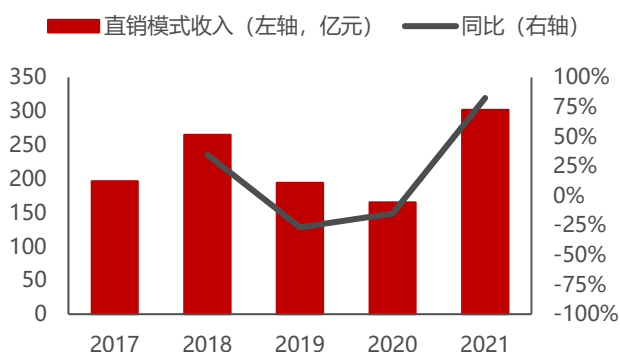
公司直销渠道类型丰富，“多点开花”布局终端渠道。公司直销渠道主要包括直营店渠道、大客户渠道、银行渠道与电商渠道。其中，直营店渠道为公司直接开设直营店面向顾客销售产品；而公司采用大客户渠道满足各类集团采购、大额客户采购或集中采购业务需求；此外，公司通过与工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中信银行、交通银行等各大中型银行合作，利用银行渠道体系完善、管理规范、网点众多等优点，在银行网点销售各类产品；在此基础，致力于深化建设电商销售渠道，建有自有线上销售平台，与多家大型电商合作，面向终端消费者销售。

表4：公司直销渠道分类

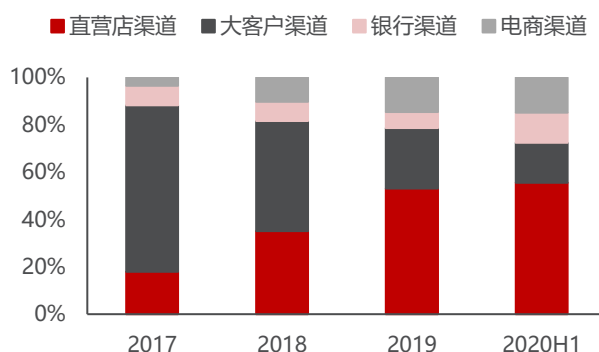
直销渠道	合作模式	销售方式
直营店渠道	自行开店模式	公司自行租赁或使用自有房屋开设直营店面销售产品。
	商场联营开店模式	与百货商场签订协议，通过百货商场中“店中店”形式进行柜台销售。
大客户渠道		大客户直接向公司集中采购大批量各类定制化或非定制化产品（投资金条、文化产品、个性化工艺品等）或者委托公司批量生产定制化产品。
银行渠道		设立专业部门负责银行渠道，与银行合作，借助网点优势销售黄金制品等特色产品。
电商渠道		设立专业部门负责电商渠道及货品管理，与各大电商平台合作，并独立开设自有电子商城销售产品。

资料来源：中国黄金招股说明书，公司公告，民生证券研究院

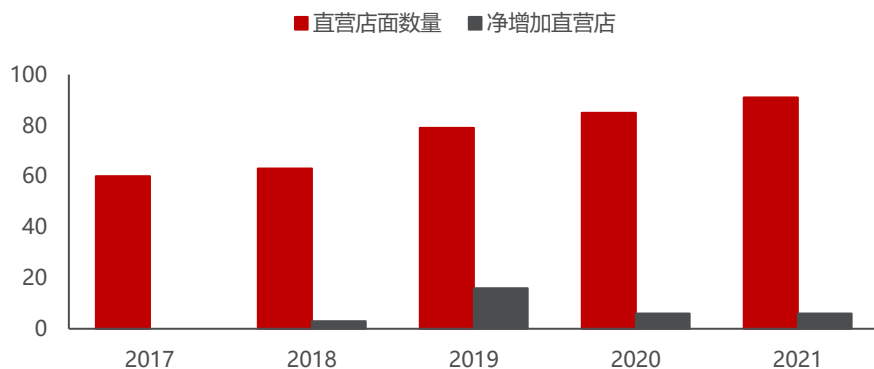
直营门店数量不断扩张，在直销渠道中的收入贡献持续提升。2017-2020H1 直营店在直销渠道的销售收入占比稳步上行，由 18.0%增加到 53.1%，成为直销渠道的主要收入来源。随直销门店的数量稳步扩张，在核心商圈的终端门店布局持续深化，覆盖范围更为广泛。截至 2021 年末，直营门店数量增加到 91 家，终端网络覆盖力度逐渐加大。此外，募投资金主要用于建设区域旗舰店，截至 2022H1，区域旗舰店建设项目已完成 62.05%，预计项目完成后将增加 12 家直营店，完善营销网络与渠道扩展，进一步提升公司的竞争实力及盈利能力。

图28：直销渠道收入及同比变动


资料来源：中国黄金招股说明书，公司公告，民生证券研究院

图29：直营门店在直销渠道中收入占比不断提升


资料来源：中国黄金招股说明书，民生证券研究院

图30：直营门店数量稳步增加


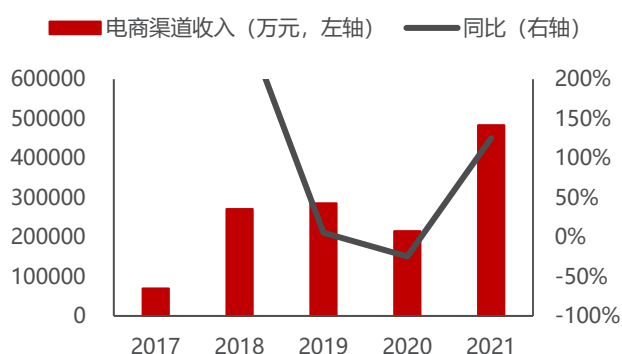
资料来源：中国黄金招股说明书，公司公告，民生证券研究院

表5：募投资金使用情况（截至 2022H1）

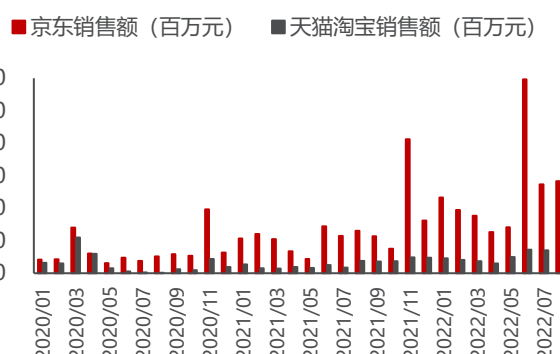
承诺投资项目	募集资金承诺投资总额 (万元)	累计投入金额 (万元)	投入进度 (%)	达到可使用状态日期
区域旗舰店建设项目	54270.87	33676.06	62.05%	2024 年 3 月
信息化平台升级建设项目	6343.67	3904.20	61.54%	2024 年 3 月
研发设计中心项目	2481.51	1342.31	54.09%	2024 年 3 月
补充流动资金	20000.00	20000.00	100.00%	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

电商渠道发展迅速，驱动图文与直播电商双转型。随着公司积极开拓电商市场，电商渠道的销售收入实现稳步增长，由 2017 年的 6.98 亿元增长到 2021 年的 48.33 亿元。根据公司公告，2021 年，中国黄金相继入驻网易严选、小红书等主流平台，设立品牌专属直播基地及长沙全资子公司，进一步拓宽线上“赛道”并促进公司“线上+实体”融合发展。2022H1，公司在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，从京东与天猫淘宝平台的中国黄金分月销售额看，2021 年 11 月起中国黄金在京东平台的销售额表现亮眼，随着电商渠道不断扩张，将进一步发挥全产业链的协同优势。

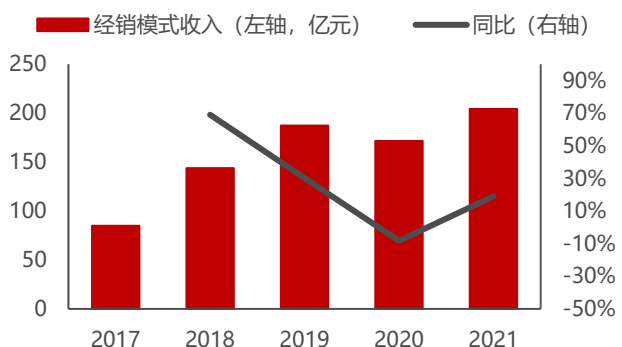
图31：电商渠道收入及同比变动


资料来源：中国黄金招股说明书，公司公告，民生证券研究院

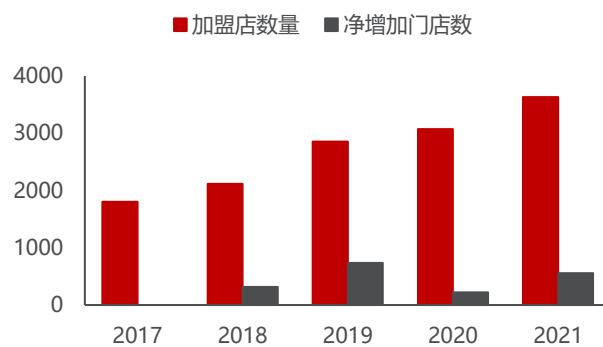
图32：京东与天猫淘宝中国黄金销售额（百万元）


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

加盟门店数量不断扩张，终端覆盖力度持续拓展。黄金珠宝零售业具备分布范围广、渠道多样化等特点，采用加盟模式可以借助各级加盟商的经营与开拓能力，进一步巩固各级市场，维护品牌价值。公司将加盟商分为省级加盟商、直接加盟商和终端加盟商三种类型，以便满足不同市场的需求，更好的输出品牌文化，提高公司的品牌知名度和地域覆盖广度。2017-2021 年，公司经销模式收入稳步提升，4 年 CAGR 为 24.5%，终端加盟门店数量也不断扩张，由 2017 年的 1805 个扩张到 2021 年的 3630 个。

图33：经销模式收入及同比变动


资料来源：中国黄金招股说明书，公司公告，民生证券研究院

图34：经销商数量逐年扩张


资料来源：中国黄金招股说明书，公司公告，民生证券研究院

4 公司亮点：深耕精炼回购，布局培育钻石

4.1 精炼回购打造发展新亮点

深耕精炼回购市场，形成全产业链优势。作为中国黄金集团旗下黄金珠宝零售板块的唯一平台，公司在原材料采购运输、银行资金、黄金借贷资源支持以及回购业务后端供应牌照等方面较其它品牌具备鲜明的全产业链优势。2020 年 8 月，中金精炼正式成为中国黄金旗下一员；2020 年 12 月，中国黄金正式获得上海黄金交易所“标准金锭”交易资格，填补了“国字号”品牌在上金所交易的空白；为进一步抢占国内黄金回购的市场蓝海，2021 年 4 月，中金精炼顺利投产，产业链进一步延伸，之后在深圳、南京、昆明等地均开设贵金属服务中心，2021 年，公司回购体量达 50 亿左右，稳居高位的居民黄金需求和民间庞大的黄金储量为公司回购业务提供广阔市场空间。

精炼回购补齐业务闭环，打造首家“国字号”专业品牌的黄金回收互联网平台。为全面开展品牌黄金产品回购业务，中国黄金在线下开设贵金属回购中心的同时，进一步健全完善互联网回购体系，形成“互联网+黄金回收+标准金锭交易”的完整链条，拓展中国黄金品牌在黄金回收、加工市场的占有率和影响力，增强前端消费粘性，打开后端珠宝市场规模，不断扩张可服务网点以覆盖全国，成为强劲的收入增长点，真正打造独立的中国黄金“再生金”回收品牌。

图35：中国黄金贵金属服务中心



资料来源：中国黄金微信公众号，民生证券研究院

图36：中国黄金回收平台

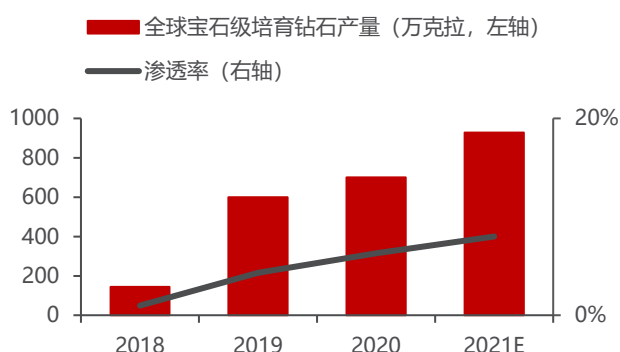


资料来源：中国黄金回收平台，民生证券研究院

4.2 培育钻石打开发展新空间

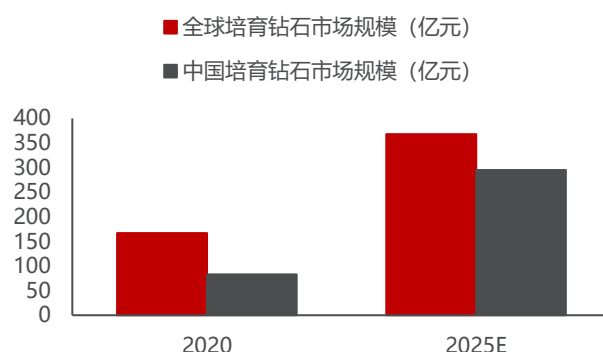
培育钻石渗透率持续提升，行业具备高成长空间。根据贝恩咨询，全球培育钻石毛坯产量呈现逐年递增的趋势，由 2018 年的 144 万克拉增长到 2021 年 928 万克拉左右，3 年 CAGR 为 86.1%，培育钻石产量渗透率进一步提升到 8%；预计全球培育钻石市场规模将从 2020 年的 167 亿元增长到 2025 年的 368 亿元，其中，2020-2025 年，我国培育钻石市场规模由 83 亿元增至 295 亿元，培育钻石行业具备高成长空间。

图37：2021 年全球培育钻渗透率上行到 8%



资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

图38：全球培育钻石及中国培育钻石市场规模



资料来源：贝恩咨询，力量钻石公告，民生证券研究院

积极扩张产品品类，合理推广全渠道布局。根据中国黄金 2022 年半年度公告，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，表明了公司对于培育钻石产业链布局的信心与决心。

培育钻石业务布局具备三方优势，公司有望快速抢占市场空间。第一，发挥渠道优势。发挥中国黄金全产业链布局的优势，形成线上与线下的协调发展，通过布局电商与直播等渠道，并逐步布局线下门店的营销推广，公司的终端门店数量众多，截至 2022H1，中国黄金的终端门店数量达到 3749 家，有利于培育钻石的营销与推广；第二，具备产品品类优势。公司的原有业务中天然钻石等镶嵌类产品占收入的比重较小，新增的培育钻石业务不会对原有业务造成较大的影响，而培育钻石业务无论是毛利率还是净利率均较高，将很大程度上提升公司的盈利能力；第三，品牌知名度利于营销推广。作为央企，中国黄金的品牌知名度较高，在消费者当中具备较强的知名度与认可度，有助于公司的培育钻石业务快速打开市场空间。

5 盈利预测与投资建议

5.1 收入拆分与盈利预测

我们将公司的收入按产品拆分，具体为黄金产品收入、K 金珠宝类产品收入、服务费收入与其他业务收入几类。

核心假设如下：

①**黄金产品收入**：公司黄金产品分为投资金条与黄金饰品两大类，投资金条仍为主要的收入来源，在中国黄金强大的渠道优势和品牌声量影响下，中金精炼的回购业务有望快速增长。公司的开店速度较为稳健，22H1 净增直营店 8 家，净增加盟店 20 家，22Q3 拟新增直营店 9 家，将对品牌端的营销与推广提供较大助力，因此我们预计公司 2022~2024 年黄金产品收入为 580.8、691.2 与 829.4 亿元，分别同比+16.0%、+19.0%与+20.0%；2022 年上半年黄金回购业务发展良好，其较低的毛利率水平一定程度上拉低黄金产品的整体毛利率，但随着高附加值和毛利率的国潮系列产品的推广，以及 IP 合作类产品丰富产品系列，预计 2022-2024 年的毛利率仍有一定上升趋势，分别为 2.6%、2.6%与 2.7%。

②**K 金珠宝类产品收入**：公司的 K 金珠宝类产品占收入的比重较小，2022 年上半年受到疫情冲击收入有一定下滑，但随着疫情好转与节假日到来，K 金珠宝类产品的销售逐渐放量，有望快速恢复增长态势；此外，公司在新品类培育钻石产品的布局将为该项业务收入带来新的增长点，预计 2022-2024 年 K 金珠宝类产品的收入为 5.0、5.8 与 6.9 亿元，分别同比+16.0%、+18.0%与+18.0%，产品品类丰富带动毛利率上行，预计 2022-2024 年毛利率分别为 18.0%、20.0%与 22.0%。

③**服务费收入**：我们将公司品牌服务费与管理服务费收入合计为服务费收入，主要来源于向加盟商提供相关的产品、经营等培训与指导，占公司收入比重较小，预计 2022-2024 年分别实现服务费收入 1.6、1.8 与 2.1 亿元，分别同比+16.1%、+15.0%与+13.2%，毛利率均为 100.0%。

④**其他业务收入**：其他业务收入增速与毛利率均保持稳定，预计 2022-2024 年公司的其他业务收入实现业务收入 1.8、2.6 与 3.9 亿元，同比增速为 47.3%，毛利率稳定在 83.5%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 589.2、701.5 与 842.3 亿元，分别同比+16.1%、+19.1%与+20.1%，对应 2022-2024 年毛利率分别为 3.2%、3.3%与 3.4%。

表6：收入拆分与盈利预测

单位：亿元	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	507.6	589.2	701.5	842.3
YoY	50.2%	16.1%	19.1%	20.1%
毛利率 (%)	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
黄金产品收入	500.7	580.8	691.2	829.4
YoY	50.7%	16.0%	19.0%	20.0%
毛利率 (%)	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%
K 金珠宝类产品收入	4.3	5.0	5.8	6.9
YoY	18.8%	16.0%	18.0%	18.0%
毛利率 (%)	15.8%	18.0%	20.0%	22.0%
服务费收入	1.37	1.6	1.8	2.1
YoY	19.9%	16.1%	15.0%	13.2%
毛利率 (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务收入	1.2	1.8	2.6	3.9
YoY	47.3%	47.3%	47.3%	47.3%
毛利率 (%)	83.5%	83.5%	83.5%	83.5%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

期间费用率假设：

①**销售费用率**：2021 年公司销售费用率为 0.91%，预计 2022-2024 年公司的销售费用率水平控制良好，分别为 0.90%、0.90%与 0.90%。

②**管理费用率**：公司管理费用率水平整体上呈现下行趋势，预计 2022-2024 年公司管理费用率分别为 0.24%、0.22%与 0.20%。

③**研发费用率**：公司研发费用率较为稳定，因此预计 2022-2024 年，研发费用率为 0.03%、0.02%与 0.02%。

④**财务费用率**：预计 2022-2024 年财务费用率为 0.09%、0.09%与 0.12%。

表7：各项费用率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.97%	1.05%	0.91%	0.90%	0.90%	0.90%
管理费用率	0.34%	0.34%	0.27%	0.24%	0.22%	0.20%
研发费用率	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%
财务费用率	0.24%	0.27%	0.12%	0.09%	0.09%	0.12%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

中国黄金的主要收入来源于黄金产品及 K 金珠宝产品收入，因此我们选取黄金珠宝行业的上市公司作为可比公司进行估值，包括周大福、潮宏基与曼卡龙。2023 年可比公司的 PE 均值为 18 倍，而公司 2023 年的 PE 估值为 15 倍，低于可比公司均值。黄金珠宝行业市场规模稳步扩张，公司作为“投资金条第一品牌”，推广全渠道布局，并不断丰富产品品类，同时培育钻石市场的布局将为公司的收入和利润带来新的增长点，预计公司估值仍有提升空间。

表8：可比公司 PE 数据对比

证券代码	证券简称	最新收 盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
1929.HK	周大福	13.62	0.56	0.62	0.73	0.87	24	22	19	16
002345.SZ	潮宏基	4.09	0.39	0.41	0.50	0.60	11	10	8	7
300945.SZ	曼卡龙	12.35	0.34	0.38	0.46	0.60	36	33	27	21
可比公司均值							24	21	18	14
600916.SH	中国黄金	11.07	0.47	0.56	0.72	0.90	24	20	15	12

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：可比公司采用 Wind 一致预期，汇率换算为 10 月 24 日 1HKD=0.93CNY，收盘价为 10 月 24 日）

5.3 投资建议

我们预计公司 2022~2024 年分别实现 EPS 0.56、0.72 与 0.90 元，10 月 24 日收盘价对应 PE 为 20、15 与 12 倍，公司估值仍有提升空间，考虑到公司在基本面稳健的同时，渠道不断扩张与产品逐渐丰富，新增在培育钻石市场的布局将为公司带来较大看点。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

6 风险提示

1) 疫情反复的风险。如果受到疫情影响，宏观经济环境存在较大不确定性，可能导致消费低迷，影响居民的消费能力与购买力，尤其是对珠宝类产品影响巨大，也将影响到黄金珠宝类公司的收入与业绩。

2) 行业竞争加剧的风险。在各黄金珠宝品牌纷纷加大投入的情况下，市场环境可能出现激烈竞争的情况。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

3) 市场推广不及预期。若公司的终端门店的布局营销与推广的销售情况未达目标，拓店速度不及预期将会拖累公司的收入与利润；如果新增业务培育钻石的市场需求不及预期，终端市场的扩张受到影响，将对公司盈利能力造成一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	50758	58917	70150	84228
营业成本	49192	57009	67820	81348
营业税金及附加	77	88	84	118
销售费用	461	530	631	758
管理费用	138	141	154	168
研发费用	15	15	15	15
EBIT	863	1143	1461	1848
财务费用	62	55	49	48
资产减值损失	-5	-5	-5	-6
投资收益	104	59	84	84
营业利润	954	1121	1460	1823
营业外收支	47	70	70	70
利润总额	1001	1191	1530	1893
所得税	203	241	309	382
净利润	798	951	1221	1511
归属于母公司净利润	794	947	1216	1506
EBITDA	933	1215	1551	1961

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4626	5230	5564	5591
应收账款及票据	1124	1281	1522	1818
预付款项	84	114	136	163
存货	4120	4447	5197	6011
其他流动资产	512	555	558	562
流动资产合计	10465	11627	12978	14146
长期股权投资	46	47	47	48
固定资产	106	125	153	190
无形资产	15	17	19	20
非流动资产合计	555	631	696	791
资产合计	11020	12258	13674	14938
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	177	203	232	267
其他流动负债	3980	4624	5225	5492
流动负债合计	4157	4827	5457	5759
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	225	245	291	359
非流动负债合计	225	245	291	359
负债合计	4382	5072	5748	6118
股本	1680	1680	1680	1680
少数股东权益	82	86	90	95
股东权益合计	6638	7186	7926	8819
负债和股东权益合计	11020	12258	13674	14938

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	50.23	16.07	19.07	20.07
EBIT 增长率	-3.62	32.45	27.83	26.53
净利润增长率	58.84	19.20	28.46	23.83
盈利能力 (%)				
毛利率	3.09	3.24	3.32	3.42
净利率	1.57	1.61	1.73	1.79
总资产收益率 ROA	7.21	7.73	8.90	10.08
净资产收益率 ROE	12.12	13.34	15.52	17.26
偿债能力				
流动比率	2.52	2.41	2.38	2.46
速动比率	1.39	1.35	1.30	1.29
现金比率	1.11	1.08	1.02	0.97
资产负债率 (%)	39.76	41.38	42.04	40.96
经营效率				
应收账款周转天数	8.08	8.00	8.00	8.00
存货周转天数	30.57	28.50	28.00	27.00
总资产周转率	5.06	5.06	5.41	5.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.56	0.72	0.90
每股净资产	3.90	4.23	4.66	5.19
每股经营现金流	0.49	0.29	0.18	0.32
每股股利	0.24	0.29	0.37	0.46
估值分析				
PE	23	20	15	12
PB	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	18.92	14.45	11.44	9.12
股息收益率 (%)	2.17	2.58	3.32	4.11

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	798	951	1221	1511
折旧和摊销	70	73	90	112
营运资金变动	-34	-397	-878	-973
经营活动现金流	815	487	311	544
资本开支	-32	-42	-85	-137
投资	-40	0	0	0
投资活动现金流	-72	16	-1	-53
股权募资	831	0	0	0
债务募资	0	515	517	168
筹资活动现金流	463	101	25	-463
现金净流量	1206	604	334	27

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 股权结构图 (截至 2022H1)	4
图 3: 公司营业收入及同比变动	5
图 4: 公司归母净利润及同比变动	5
图 5: 分产品毛利率 (%)	7
图 6: 分渠道毛利率 (%)	7
图 7: 毛利率与净利率 (%)	7
图 8: 销售期间费用率 (%)	7
图 9: 我国黄金珠宝市场发展历程	8
图 10: 2021 年我国珠宝市场规模提升至 7642 亿元	8
图 11: 2020 年黄金在国内珠宝零售中占比 55.7%	8
图 12: 2021 年我国黄金总消费量同比增长 36.53%	9
图 13: 消费需求在我国黄金总消费中占比较高	9
图 14: 我国黄金首饰消费量及同比变动	9
图 15: 2020 年我国黄金首饰消费量占比	9
图 16: 分年龄段结婚登记人数 (年龄范围为 20-34 岁)	11
图 17: 预计未来 10~15 年我国结婚人数趋于稳定	11
图 18: 2020 年黄金珠宝门店消费者购买黄金首饰用途	11
图 19: 头部企业终端门店数量不断扩张 (自营店+加盟店)	12
图 20: 2020 年珠宝行业 CR10	12
图 21: 黄金产品与 K 金产品收入及同比变动	13
图 22: 黄金产品与 K 金产品毛利率	13
图 23: 中国黄金产品矩阵丰富	13
图 24: “为你摘星”太空系列产品	14
图 25: 中国黄金跨界新品“金扣扣”手环	14
图 26: 中国黄金品牌影响力不断提升	14
图 27: 中国黄金渠道体系一览	15
图 28: 直销渠道收入及同比变动	16
图 29: 直营门店在直销渠道中收入占比不断提升	16
图 30: 直营门店数量稳步增加	16
图 31: 电商渠道收入及同比变动	17
图 32: 京东与天猫淘宝中国黄金销售额 (百万元)	17
图 33: 经销模式收入及同比变动	17
图 34: 经销商数量逐年扩张	17
图 35: 中国黄金贵金属服务中心	18
图 36: 中国黄金回收平台	18
图 37: 2021 年全球培育钻渗透率上行到 8%	19
图 38: 全球培育钻石及中国培育钻石市场规模	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品类别	4
表 2: 分产品、分渠道、分地区收入 (亿元)	6
表 3: 我国黄金珠宝行业的竞争格局	10
表 4: 公司直销渠道分类	15
表 5: 募投资金使用情况 (截至 2022H1)	16
表 6: 收入拆分与盈利预测	21
表 7: 各项费用率预测	21
表 8: 可比公司 PE 数据对比	22

公司财务报表数据预测汇总.....	24
-------------------	----

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026