

中国黄金（600916.SH） 全产业链布局黄金龙头，培育钻石打开新成长空间

2023 年 02 月 09 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

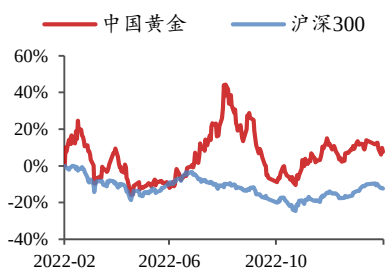
luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040015

日期	2023/2/8
当前股价(元)	12.71
一年最高最低(元)	17.50/9.80
总市值(亿元)	213.53
流通市值(亿元)	104.50
总股本(亿股)	16.80
流通股本(亿股)	8.22
近 3 个月换手率(%)	146.45

股价走势图



数据来源：聚源

● 黄金珠宝行业唯一上市央企，品牌知名度高、产业积淀深厚

中国黄金是黄金珠宝行业唯一央企，在黄金产品领域积淀深厚。我们认为，公司坚持全产业链布局战略，在黄金品类上构筑品牌、渠道、产品等多方位竞争优势，未来进一步发力培育钻石赛道，有望打开新成长空间。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 8.95/11.20/13.76 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.67/0.82 元，当前股价对应 PE 为 23.8/19.1/15.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 疫后消费复苏推升黄金首饰需求，投资金亦有望保持稳健增长

我国是全球最大黄金消费国。黄金首饰受益未来疫情缓和、婚庆需求释放具备恢复弹性，同时黄金工艺创新和国潮兴起也将带来年轻客群和日常需求拓展。此外，投资金也有望在地缘政治、通胀等因素带动下，凸显保值属性价值稳健增长。

● 中国黄金：全产业链布局优势明显，国字头品牌打造黄金特色品类

公司是黄金珠宝国字头品牌，依托中国黄金集团丰厚资源和全产业链战略思维，构建多方面竞争优势。(1) **品牌**：央企背景加持，公司品牌影响力突出，投资金、金饰等产品深得消费者信赖。(2) **渠道**：直营旗舰店门店树立品牌标杆，发力加盟模式实现扩张发展，通过特色产业投资平台与加盟商深度绑定，未来疫情影响趋缓后，有望回归快速拓店节奏；此外，抖音电商等新兴渠道成功布局锦上添花。

(3) **全产业链布局**：公司上下游产业资源丰富，集设计、批发、加工、零售、服务于一体，发展回购业务实现黄金产业链闭环布局，综合优势突出。

● 战略性切入培育钻石新赛道，贯彻全产业链思维，上下游布局多管齐下

“填补、替代、创造”，三驾马车驱动培育钻石消费需求增长；产业链中，下游品牌零售端既是未来教育消费者、打开国内市场的关键，也因为掌握产品定价权，有望成为产业链核心价值环节。公司拟布局培育钻石业务，有望贯彻全产业链思维在上下游多管齐下，并基于自身渠道规模大、品类结构“包袱轻”和国字头品牌等优势，实现新兴品类先发卡位占领消费者认知，打开新的增长曲线。

● 风险提示：疫情反复；市场竞争加剧；金价波动；新品类开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,788	50,758	51,381	62,087	72,755
YOY(%)	-11.7	50.2	1.2	20.8	17.2
归母净利润(百万元)	500	794	895	1,120	1,376
YOY(%)	10.8	58.8	12.7	25.1	22.9
毛利率(%)	4.4	3.1	3.8	3.8	3.9
净利率(%)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
ROE(%)	9.5	12.0	12.6	14.0	15.2
EPS(摊薄/元)	0.30	0.47	0.53	0.67	0.82
P/E(倍)	42.7	26.9	23.8	19.1	15.5
P/B(倍)	4.1	3.3	3.0	2.7	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 黄金珠宝行业唯一上市央企，全产业链布局深耕黄金品类.....	4
1.1、 黄金珠宝行业国字头品牌，央企混改迎来新发展.....	4
1.2、 归母净利润持续增长，金饰占比提高推升毛利率.....	7
2、 我国是全球最大黄金消费国，工艺创新拓展金饰消费需求.....	8
2.1、 我国黄金消费需求空间广阔，黄金饰品具备发展潜力.....	8
2.2、 黄金产品需求景气度与金价相关，而金价受通胀等因素影响.....	10
3、 全产业链布局优势明显，成功打造黄金特色品类.....	11
3.1、 央企背景构筑品牌背书，拥抱国潮彰显文化底蕴.....	11
3.2、 发力加盟模式持续扩张，直销多管齐下稳步向前.....	13
3.3、 全产业链布局做强黄金品类，品牌综合竞争优势突出.....	16
4、 拟布局培育钻石赛道，全产业链思维多管齐下.....	20
4.1、 培育钻石：科技造物巧夺天工，“填补、替代、创造”驱动需求增长.....	20
4.2、 中国黄金：战略性切入培育钻石赛道，有望打开新成长空间.....	23
5、 盈利预测与投资建议.....	24
5.1、 关键假设.....	24
5.2、 盈利预测与估值.....	24
6、 风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1： 公司作为珠宝行业唯一上市央企，发展迅猛.....	4
图 2： 公司主营产品为投资金、金饰、K 金珠宝等.....	4
图 3： 黄金产品贡献公司主要营收来源.....	4
图 4： 公司全产业链布局，业务模式分为上游采购、中游生产加工和下游销售三个环节.....	5
图 5： 中国黄金隶属于中国黄金集团，母公司为黄金行业唯一央企.....	6
图 6： 2022 年前三季度，公司营收受疫情影响小幅下滑.....	7
图 7： 混改以来，公司归母净利润持续增长.....	7
图 8： 2022Q1-Q3 公司毛利率提升明显.....	7
图 9： 2022 Q1-Q3 公司期间费用率维持相对低位.....	7
图 10： 我国黄金消费需求空间广阔.....	8
图 11： 金饰需求贡献我国黄金产品主要消费量.....	8
图 12： 近年来我国金饰消费量因疫情有所震荡.....	8
图 13： 我国消费者购买金饰意愿较高.....	8
图 14： 新工艺黄金相较于普货黄金颜值优势明显.....	9
图 15： 古法金等新工艺黄金饰品市场份额持续提升.....	9
图 16： 我国投资金消费有一定波动性.....	9
图 17： 2022 年国际金价大幅震荡.....	9
图 18： 投资金需求与长期金价趋势正相关，金饰需求（消费属性）则与短期金价波动负相关.....	10
图 19： 地缘政治事件引发避险情绪，金价上行.....	10
图 20： 金价与作为持有黄金机会成本的实际利率负相关.....	10
图 21： 公司进入最受欢迎中国品牌百强榜单.....	11
图 22： 公司产品深受消费者信赖.....	11

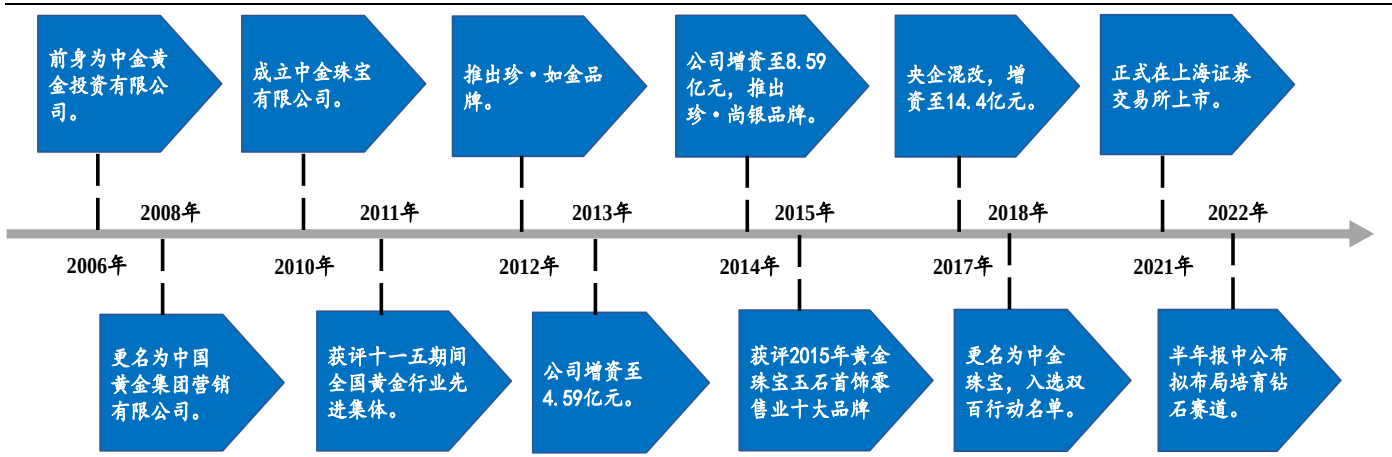
图 23: 公司开放故宫文创馆、推出国宝金系列产品.....	12
图 24: 公司推出金扣扣、摘星星等 IP 联名产品.....	12
图 25: 公司在抖音、小红书等平台进行品牌宣传.....	12
图 26: 公司邀请时尚博主探店、分享穿戴体验.....	12
图 27: 公司在高线城市开旗舰店打造品牌形象.....	13
图 28: 受疫情影响, 2022Q1-Q3 公司门店规模有所收缩.....	13
图 29: 公司加盟业务模式持续发展.....	13
图 30: 公司重点布局加盟渠道扩张.....	13
图 31: 公司加盟体系分为省级/直接加盟商两种模式.....	14
图 32: 混改后, 公司成立彩凤金鑫深度绑定省级加盟商.....	14
图 33: 公司举办加盟体系战略研讨会以增进交流.....	14
图 34: 公司为加盟区负责人授战旗以鼓舞加盟商士气.....	14
图 35: 公司在天猫、抖音、小程序等平台开展线上业务.....	15
图 36: 2021 年公司电商渠道营收重回高速增长通道.....	15
图 37: 中国黄金集团为世界一流黄金产业集团.....	16
图 38: 中国黄金集团拥有黄金产业链综合性优势.....	16
图 39: 公司中原制品厂加工车间在疫后加紧恢复生产.....	16
图 40: 公司推出古法金饰品大幅提升产品吸引力.....	16
图 41: 近年来公司经销业务收入明显增长.....	17
图 42: 2018 年 9 月公司山东展厅正式开业.....	17
图 43: 我国历年黄金消费量远大于产量.....	17
图 44: 回收金规模与金价变化趋势正相关.....	17
图 45: 公司正式获得上金所标准金锭交易资格.....	18
图 46: 公司成立贵金属服务中心.....	18
图 47: 公司存货周转率在业内处于较高位置.....	19
图 48: 公司与多地博物馆达成合作推出特色古法金产品.....	19
图 49: 天然钻石和培育钻石均为“真钻石”, 主要差异仅在于形成过程不同.....	20
图 50: 近年来全球天然钻石供给持续受限.....	20
图 51: 培育钻石更容易生产大钻、彩钻、异形钻.....	20
图 52: 拆解培育钻石产业链看, 上游毛坯生产端和下游品牌零售端掌握行业核心价值环节.....	21
图 53: 近年来国内培育钻石品牌蓬勃发展.....	21
图 54: 美国培育钻石首饰渗透率近年来持续提升.....	22
图 55: 已有较大比例美国消费者了解培育钻石品类.....	22
图 56: 从美国市场看, 2019 年开始终端零售品牌布局开始提速.....	22
图 57: 公司董事长陈雄伟宣布拟布局培育钻石领域.....	23
图 58: 公司丰富的线上渠道有望给新品类提供支持.....	23
图 59: 公司黄金产品营收占比高, 天然钻业务“包袱轻”.....	23
图 60: 公司渠道规模大, “国”字头品牌力强.....	23
表 1: 公司管理层均为中国黄金集团老将, 从业经验丰富.....	6
表 2: 公司针对不同需求打造多元品牌矩阵.....	11
表 3: 公司直营渠道主要包括直营店、大客户、银行和电商四类.....	15
表 4: 中国黄金开展黄金回购业务优势明显.....	18
表 5: 中国黄金作为珠宝首饰行业唯一央企且先发布局培育钻石新赛道, 估值应享有一定溢价.....	25

1、黄金珠宝行业唯一上市央企，全产业链布局深耕黄金品类

1.1、黄金珠宝行业国字头品牌，央企混改迎来新发展

公司是中国黄金集团唯一零售平台，也是珠宝行业唯一上市央企。中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司（以下简称“公司”）是中国黄金集团黄金珠宝零售板块唯一平台，也是目前珠宝行业唯一上市央企。公司秉承“黄金为民，送福万家”理念，从事“中国黄金”品牌黄金珠宝产品的研发设计、生产、销售和品牌运营业务。公司始建于2006年，2017年成为国家发改委批复第二批混合所有制改革试点单位，引入京东等多家战略投资者并设立省级加盟商组成的产业投资平台；2021年在A股上市。

图1：公司作为珠宝行业唯一上市央企，发展迅猛



资料来源：公司官网、开源证券研究所

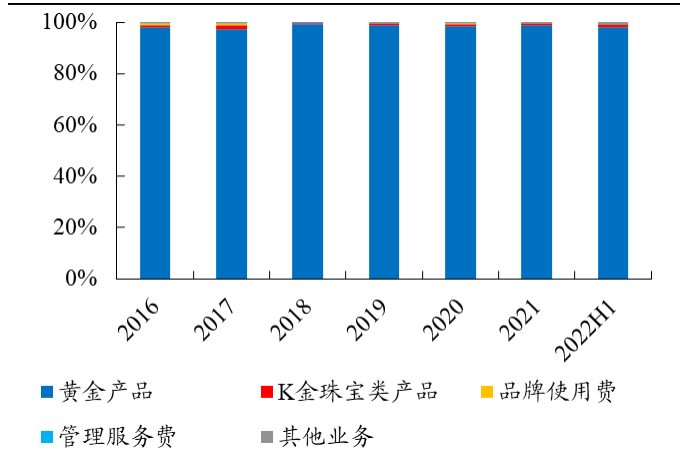
产品结构：投资金条优势明显，金饰业务持续发展。公司主品牌主营产品为黄金产品、K金珠宝，此外另有子品牌“珍·如金”及“珍·尚银”分别主营高端轻奢首饰和快消时尚首饰。在公司产品中，黄金（包括投资金与金饰）是最主要收入来源，2016年以来营收占比一直高于97%。其中，公司金条产品深受消费者信赖，被中国黄金协会评为投资金条第一品牌；金饰方面，公司近年来深耕黄金饰品研发创新，先后推出国宝金等系列产品，金饰产品的吸引力、销售占比也在不断提升。此外，公司公告未来计划布局培育钻石业务，亦有望推动K金珠宝品类发展。

图2：公司主营产品为投资金、金饰、K金珠宝等



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图3：黄金产品贡献公司主要营收来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

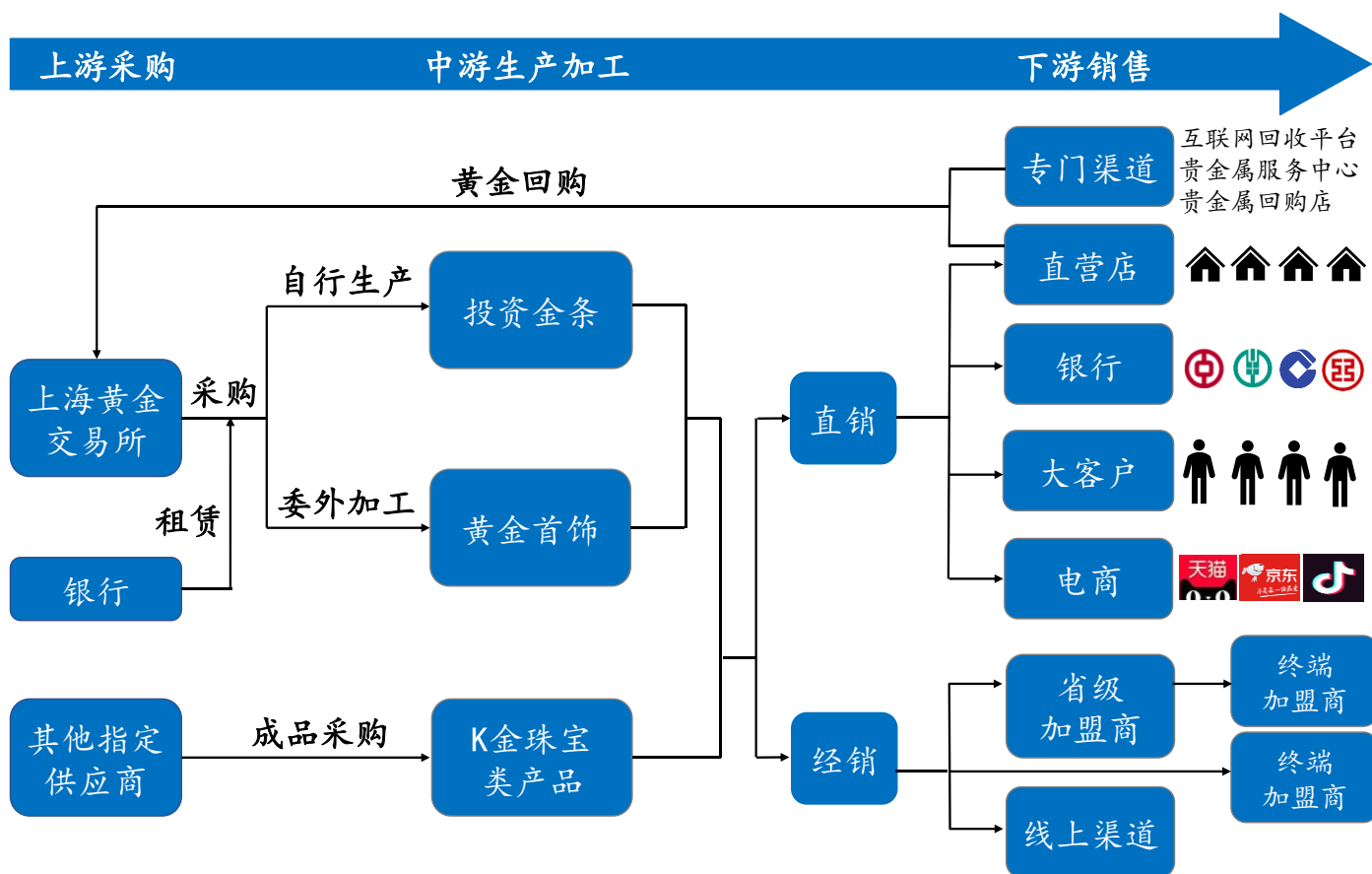
公司全产业链布局，业务模式包括上游采购、中游生产加工和下游销售三个环节。

上游采购：公司上游采购主要包括原材料和成品采购。原材料方面，公司主要根据以销定采原则向上海黄金交易所通过现货/T+D 交易形式采购黄金原材料，还通过向银行进行黄金租赁并支付利息等形式获取部分黄金原材料；成品方面，公司向指定供应商采购K金珠宝以及部分黄金产品。2021 年，公司向上金所采购 123.4 吨(+32.4%)黄金，采购额达 461.6 亿元 (+46.5%)，占公司总采购额的 100%。

中游生产加工：公司根据以量定产原则组织中游环节生产加工，采用自产及委托加工相结合形式，其中金条产品主要由子公司三门峡中原金银制品自行生产；黄金首饰、部分黄金制品主要通过委托外部工厂加工方式完成生产。2021 年，公司自行生产 89.4 吨 (+95.8%) 金条产品，委外加工 54.9 吨 (+18.7%) 金饰类产品，自行生产产品占比在 2021 年已达到 62.0%。此外，公司收购中金精炼负责黄金回购业务，目前已进入上海黄金交易所可提供标准金锭企业名单。公司通过线下开设贵金属回购中心、健全完善首家国字号互联网回购体系，全面开展品牌黄金产品回购业务，打造黄金产业链闭环，以拓展公司在黄金回收、加工市场的占有率和影响力。

下游销售：公司销售模式分直销和经销模式，其中直销包括直营店渠道（专卖店及商场联营店）、银行渠道（国有四大行等）、大客户渠道、电商渠道（传统电商、直播电商等），经销则主要为加盟店渠道（省级及终端加盟商），2021 年拓展了线上经销渠道。

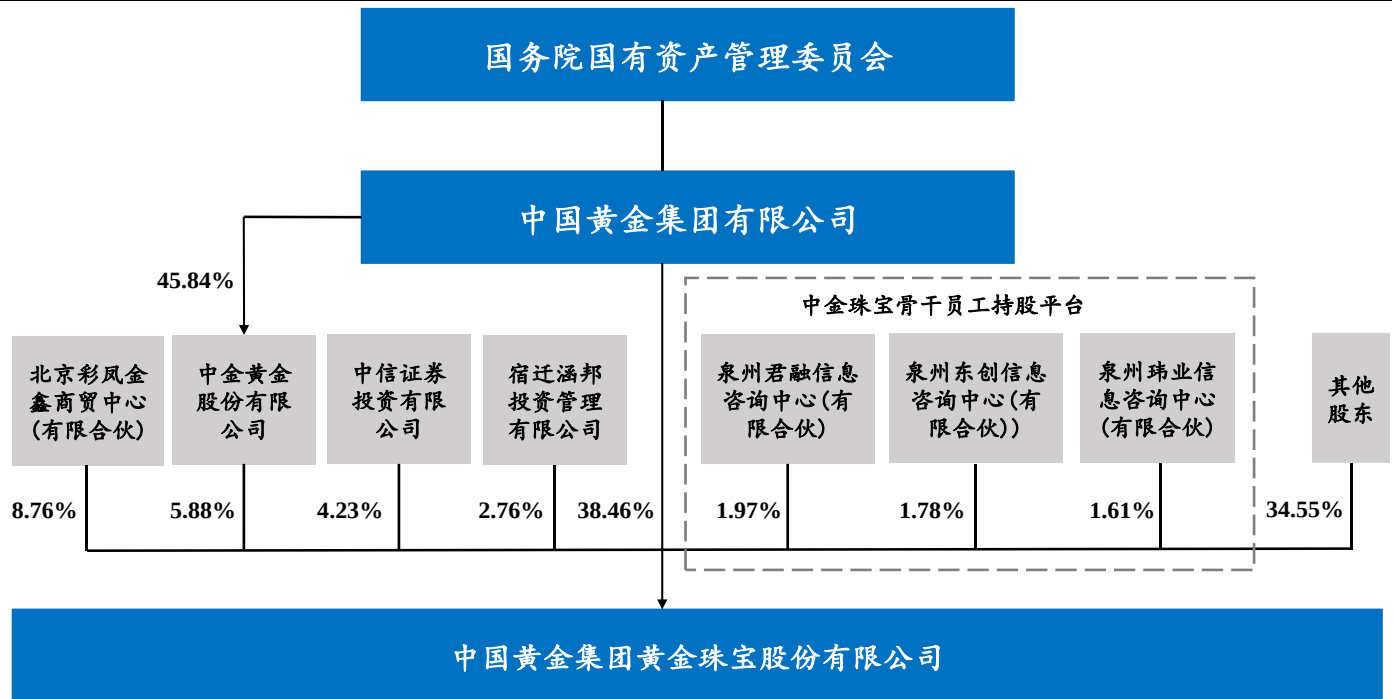
图4：公司全产业链布局，业务模式分为上游采购、中游生产加工和下游销售三个环节



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司具备央企背景背书，引入资本促进长期发展。公司隶属于中国黄金集团，实控人为国资委。母公司中国黄金集团是黄金行业唯一央企、中国黄金协会会长单位，旗下除中国黄金外另有中金黄金、中国黄金国际、中金辐照三家上市子公司。母公司金、铜保有资源量及矿产品产量均居中国矿业行业前列。2017 年，中国黄金实施混合所有制改革，引入京东、中信证券等 7 家战略投资者和 1 家由省级加盟商组成的产业投资平台彩凤金鑫，并实施核心骨干员工持股计划。增资扩股完成后，公司股权结构更加完善，充分发挥各方资源优势促进公司发展。

图5：中国黄金隶属于中国黄金集团，母公司为黄金行业唯一央企



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 9 月 30 日）

公司管理层均为中国黄金集团老将，从业经验丰富，股权激励提高员工积极性。公司核心高管团队大多来自中国黄金集团，拥有丰富的黄金珠宝行业从业经历，其中董事长陈雄伟先生自 1983 年起任职于中国黄金集团（兼任中国黄金协会副会长、中国珠宝玉石首饰行业协会副会长），从公司始建起一直肩负管理重任。此外，公司进行市场化机制转型、成立员工持股平台以实施股权激励，通过深度绑定管理团队利益与公司发展，充分调动经营管理积极性。截至 2022 年 9 月 30 日，公司员工持股平台泉州君融、泉州东创和泉州玮业共计持股 5.36%。

表1：公司管理层均为中国黄金集团老将，从业经验丰富

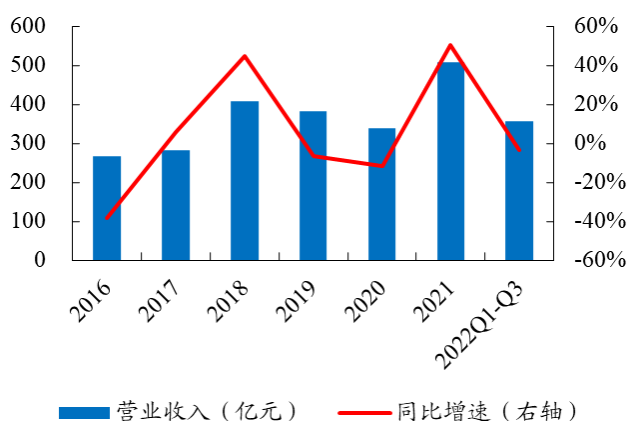
姓名	职位	简介
陈雄伟	董事长	高级黄金投资分析师、工程师，在中国黄金集团工作 30 余年，黄金珠宝行业从业经验丰富，中国改革开放 40 周年珠宝行业领军人物。
刘炜明	总经理	2006 年起一直任职于中国黄金集团，具有多年生产投资部管理经验。
魏浩水	董事、总会计师	1991 年起任职于中国黄金集团，财务管理方面从业经验丰富。
李晓东	董事、副总经理	高级工程师，2006 年起任职中国黄金集团，具有营销、技术从业背景。
陈军	董事会秘书、副总经理	高级黄金投资分析师，2008 年起任职中国黄金集团，多部门从业经历。
成长	副总经理	高级黄金投资分析师，2000 年起任职中国黄金集团，从业经验丰富。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2、归母净利润持续增长，金饰占比提高推升毛利率

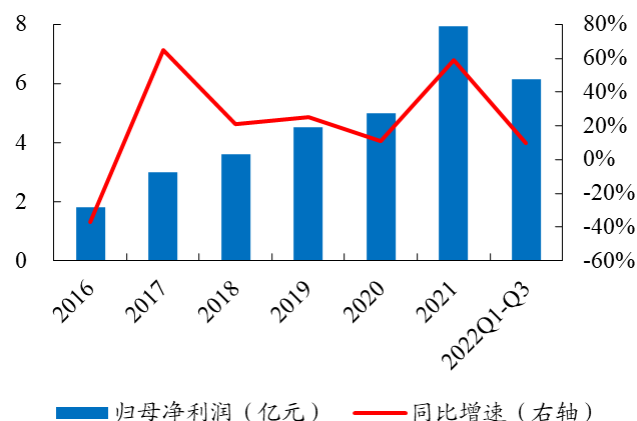
2022Q1-Q3 公司营收小幅下滑，归母净利润保持增长。营收方面，2017 年以来公司经营情况虽有所波折，但整体在 2017-2021 年间 CAGR 达到 15.8%，其中 2021 年受低基数及珠宝需求复苏影响，公司营收同比+50.2%表现亮眼；2022Q1-Q3，由于疫情反复、金价冲高回落，公司营收增长略有承压。归母净利润方面，2017 年以来公司归母净利润持续增长，2017-2021 年 CAGR 为 27.7%，主要受益于公司投资金产品周转率提高、产品结构优化和渠道扩张等多方面因素。2022 Q1-Q3 在营收承压情况下，公司归母净利润同比+10.0%，展现较强的盈利能力和业绩韧性。

图6：2022 年前三季度，公司营收受疫情影响小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

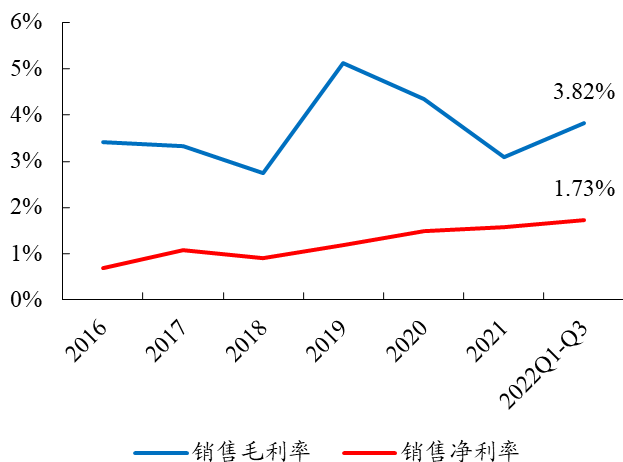
图7：混改以来，公司归母净利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

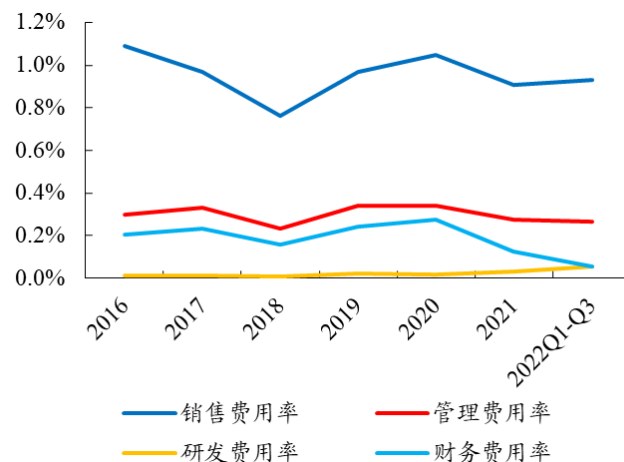
金饰占比提高推升毛利率，期间费用率管控良好。公司毛利率受黄金产品结构影响较大：2019 年公司毛利率大幅上升，主要受金价上行影响；2020-2021 年公司毛利率持续下降，主要系投资金条销售占比提高所致；2022 Q1-Q3 公司持续推出高附加值金饰产品，带动毛利率提升。公司销售净利率则从 2018 年的 0.9%稳步提升至 2022 Q1-Q3 的 1.7%。此外，公司加强费用管控，叠加黄金产品周转快、品牌势能形成减少营销费用等因素，公司 2021 年以来管理、财务费用率持续下降，研发费用率有所提升则主要因为持续进行产品创新投入所致。

图8：2022Q1-Q3 公司毛利率提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2022 Q1-Q3 公司期间费用率维持相对低位



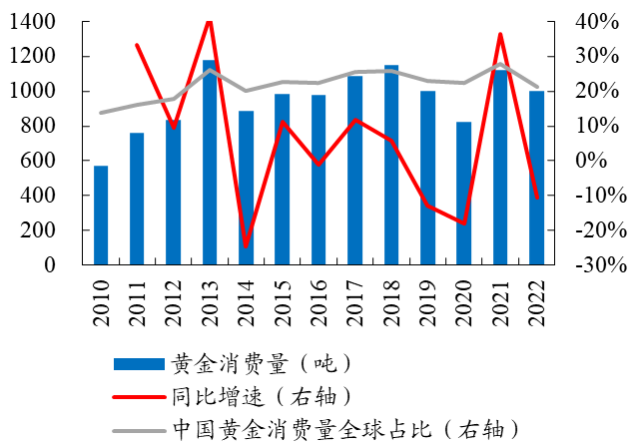
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、我国是全球最大黄金消费国，工艺创新拓展金饰消费需求

2.1、我国黄金消费需求空间广阔，黄金饰品具备发展潜力

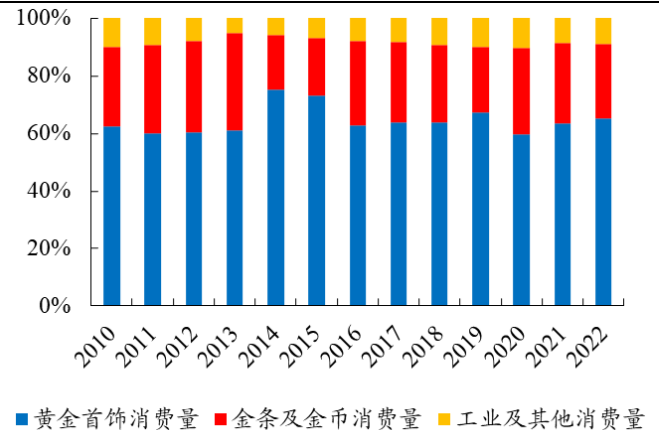
我国黄金消费需求量大，其中金饰需求为主、投资金次之。我国是全球最大黄金消费国，黄金由于具有保值属性且根植于我国传统文化，长期深受消费者青睐。根据中国黄金协会数据，2010-2022 年我国年均黄金消费量 952.0 吨，约占全球消费量的 21.8%，2020-2022 年间，尽管受疫情反复等因素经历震荡，但就全球来看仍是重要消费国。分品类看，金饰贡献我国黄金消费主要份额，根据中国黄金协会数据，2010-2022 年金饰占比基本保持在六成以上。

图10：我国黄金消费需求空间广阔



数据来源：中国黄金协会、世界黄金协会、开源证券研究所

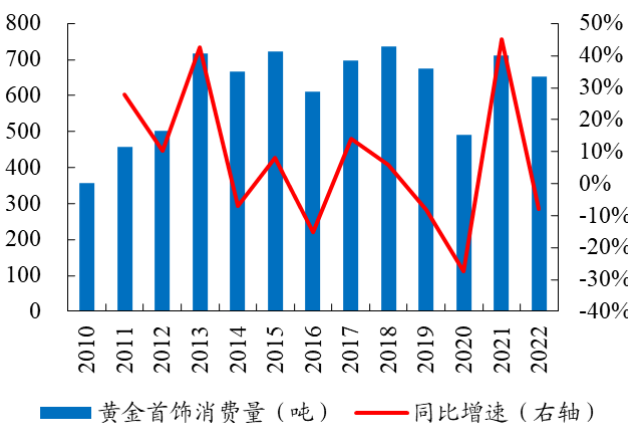
图11：金饰需求贡献我国黄金产品主要消费量



数据来源：中国黄金协会、开源证券研究所

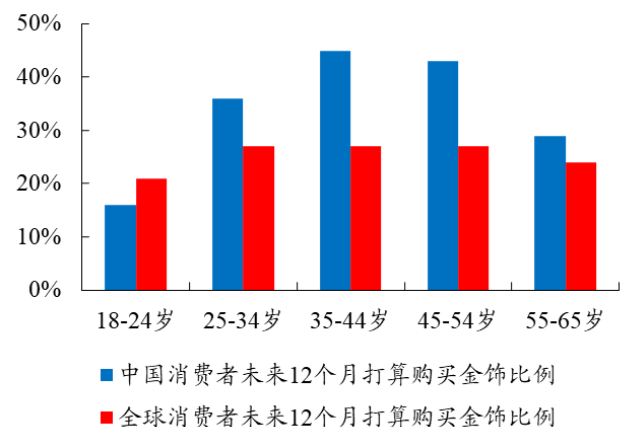
我国金饰消费渗透率高，消费需求旺盛。黄金饰品基于材质的特殊性具备明显保值、增值属性，且在传统文化中多带有富贵、吉祥寓意，在我国拥有悠久消费历史，作为必备的婚嫁首饰，深受消费者青睐。我国金饰渗透率高，根据世界黄金协会调查，2021 年黄金产品在我国珠宝市场保持主导地位。我国金饰消费需求旺盛，根据中国黄金协会数据，2021 年疫情缓和后，我国黄金首饰消费量达 711.3 吨，同比增长 45.0%。短期看，疫情期间被抑制的部分婚庆需求后续逐步释放，有望推动金饰消费复苏，而消费升级、悦己需求则有望推动金饰消费长期增长。

图12：近年来我国金饰消费量因疫情有所震荡



数据来源：中国黄金协会、开源证券研究所

图13：我国消费者购买金饰意愿较高



数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所

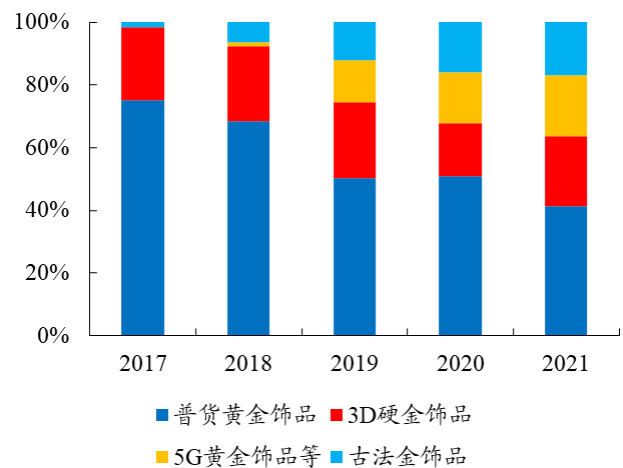
金饰工艺设计水平持续精进，提振金饰消费需求。年轻消费者对产品工艺设计、美感要求持续提升，传统素金类产品对消费者吸引力下降。根据世界黄金协会调查，风格不适合、款式不喜欢是阻碍 18-24 岁消费者购买金饰的主要因素。因此，我国珠宝品牌也持续进行金饰创新、工艺精进，持续提升产品设计感、美感和文化内涵，以重新吸引消费者，提振金饰消费需求。近年来，行业产品端先后出现了 3D、5G 等设计感更强的硬金产品、文化属性更强的古法金、金镶钻产品以及兼具商业价值与文化价值的 IP 联名产品，产品力显著提升，且终端销售占比持续提高。长期来看，在消费升级、产品工艺设计创新等推动下，我国金饰消费需求有望维持高景气。

图14：新工艺黄金相较于普货黄金颜值优势明显



资料来源：中国黄金珠宝网

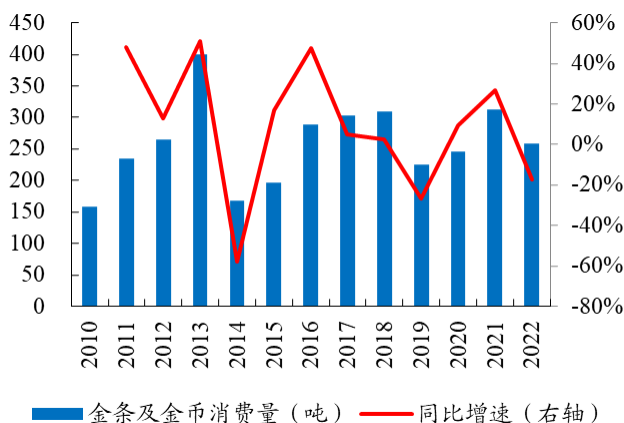
图15：古法金等新工艺黄金饰品市场份额持续提升



数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所

投资金消费量受金价等因素影响，2022 年金价阶段性冲高回落抑制投资金需求。2003 年上海金交所成立后，金价迎来十年长牛；2013 年金价骤降引发抢金潮透支部分投资金需求造成波动，2014 年后投资金需求从底部逐步复苏。2019 年受美联储持续加息等因素影响，金价下跌预期强烈，投资金消费量下降 27.0%。2020 年出现新冠疫情，消费者预期悲观、避险情绪强烈，提振投资金消费需求，2020、2021 年投资金分别同比增长 9.2%/26.9%。2022 年，我国投资金消费量同比下降 17.2%，原因在于国际金价自 3 月以来整体呈现下跌趋势，一定程度上影响投资金需求。

图16：我国投资金消费有一定波动性



数据来源：中国黄金协会、开源证券研究所

图17：2022 年国际金价大幅震荡

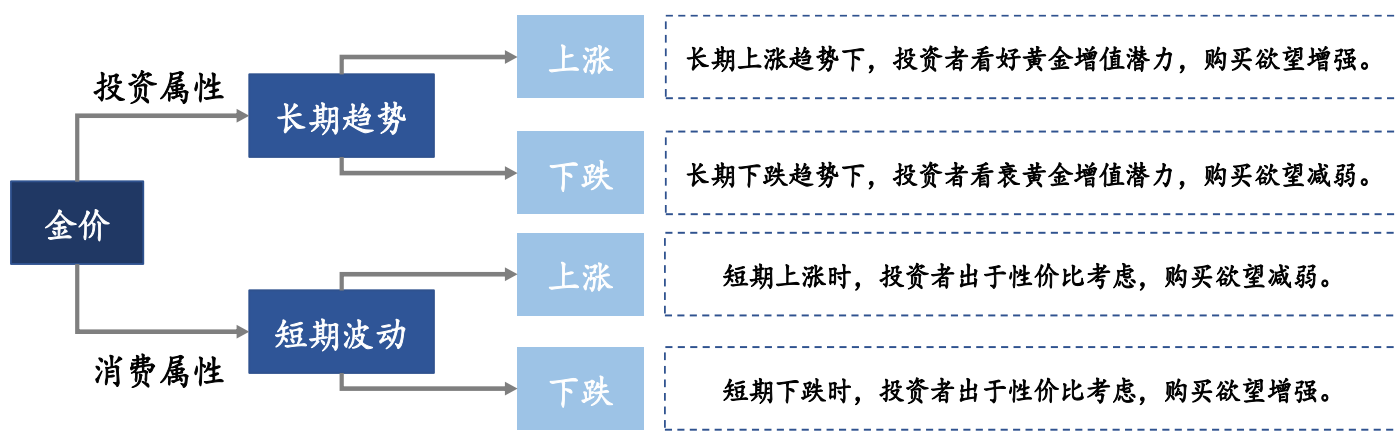


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、黄金产品需求景气度与金价相关，而金价受通胀等因素影响

投资金需求与金价长期趋势正相关，金饰需求（消费属性）则与金价短期波动负相关。（1）投资金消费需求与金价长期走势正相关，反映投资者对长期金价走势的预期。金价连续性涨幅越大，投资金收益越高，助推投资保值需求；但金价若转为持续下跌，则会打击投资者信心。（2）黄金消费需求与短期金价波动相关性更明显：金价下跌会提升金饰消费的性价比，特别是金价趋势性上涨后的短期急跌阶段，对消费者的刺激效果往往较强，比如2013年的抢金潮；而当金价处于区间波动阶段时，黄金需求更多取决于消费者对于金价走势的判断，存在一定不确定性。

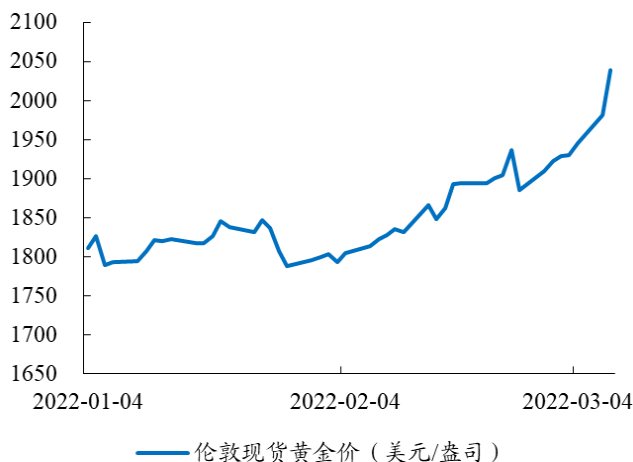
图18：投资金需求与长期金价趋势正相关，金饰需求（消费属性）则与短期金价波动负相关



资料来源：开源证券研究所

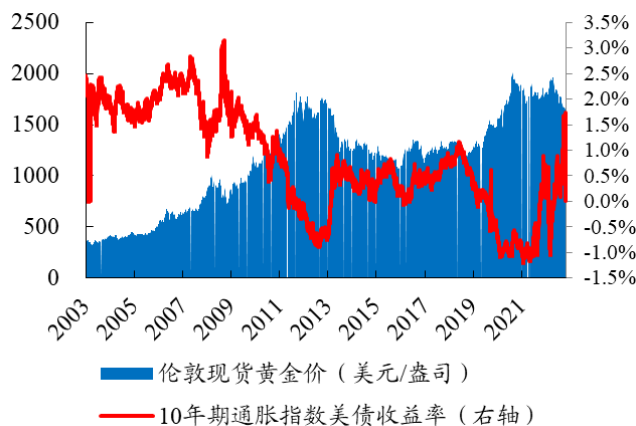
黄金定价机制复杂，受到多重因素影响。黄金由于兼具投资、消费属性，其价格受多重因素影响。（1）金价首先受供求关系影响，短期内黄金需求快速上升或供给紧缺往往引发金价上涨。（2）由于美元与黄金挂钩，美联储加息，金价往往承压。（3）地缘政治、金融危机等突发风险事件也会刺激投资金需求，进而拉动金价上涨。长期看，金价中枢上行明显，通货膨胀、央行持续性货币超发是金价中枢上行的重要影响因素（黄金作为硬通货，通货膨胀往往引发金价上行；而金融危机以来，多国央行采取超宽松性货币政策，期间金价也经历数轮快速上行）。

图19：地缘政治事件引发避险情绪，金价上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：金价与作为持有黄金机会成本的实际利率负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、全产业链布局优势明显，成功打造黄金特色品类

3.1、央企背景构筑品牌背书，拥抱国潮彰显文化底蕴

坐拥央企背景加持，中国黄金品牌知名度、认可度高。作为黄金珠宝板块唯一上市央企，中国黄金品牌具有较高知名度、认可度。2021年，中国黄金被中国黄金报社授予“全国连锁推荐品牌”称号，荣登中国国家品牌网“点赞2021我喜爱的中国品牌”百强榜单，品牌价值位居零售业企业前5名。黄金珠宝作为典型的高价低频消费品，中国黄金公司也充分受益于央企信誉背书，产品深受消费者信赖，其中投资金条产品被中国黄金协会评为“中国黄金第一品牌投资金条”。

图21：公司进入最受欢迎中国品牌百强榜单



资料来源：中国黄金公众号

图22：公司产品深受消费者信赖



资料来源：中国黄金官网

丰富品牌矩阵，差异化布局提升产品吸引力。公司以“中国黄金”为主品牌，主打投资金条、金饰产品，覆盖老中青全年龄层消费人群。主品牌金饰品类丰富，既有将历史厚重感与时尚感相融合的承福金系列产品，也有故宫金、花木兰系列等IP联名产品等。此外，公司精准定位年轻女性客群，2012年推出主打高端轻奢产品的珍·如金品牌，2014年推出定位快时尚产品的珍·尚银品牌，旨在通过丰富品牌矩阵、进行差异化布局以满足更广泛客群的多样化需求。

表2：公司针对不同需求打造多元品牌矩阵

品牌	定位	产品系列	价格带
中国黄金	主品牌，覆盖全年龄消费人群，产品品类丰富，其中最具有代表性的产品即中国黄金投资金条。黄金首饰产品十分多样，推出多种风格与不同情感表达的产品。	品牌系列	
		承福金	约 600-700 元/克
		玲珑金	约 680-720 元/克
		故宫金	约 500-800 元/克
		贺岁金	约 500-800 元/克
		花木兰系列	约 620-650 元/克
珍·如金	高端轻奢子品牌	黄金腕表	约 10000-35000 元/件
		投资理财	约 400-550 元/克
		婚嫁寿宴	
珍·尚银	快时尚消费子品牌	知性/优雅/忠于真我	约 500-700 元/克
		-	800-33000 元/件
			约 150-900 元/件

资料来源：中国黄金天猫、京东官方旗舰店、开源证券研究所（注：价格选取日期为2022年11月）

拥抱国潮彰显文化底蕴,IP 联名圈粉年轻群体。近年来国潮消费在年轻一代中兴起,中国黄金精准定位年轻消费群体,把握国潮复兴下古法金饰品的风靡热潮,推出富有浓郁文化寓意的承福金等系列精美国潮产品,举办国潮文化活动、彰显文化底蕴。2022 年 3 月,中国黄金故宫文创馆正式开放,作为重要的文创产品展销、文化传播平台,丰富了公司金饰产品的内涵与表现手法,满足人们对时尚、个性、设计感强的文化类黄金饰品需要。此外,公司还推出 IP 联名产品,如与小米有品联名推出金扣扣、与中国航天基金会联名推出摘星星系列产品等,不断拓宽产品矩阵、开发高附加值产品,圈粉年轻消费群体。

图23: 公司开放故宫文创馆、推出国宝金系列产品



资料来源:中国黄金报、中国黄金官网

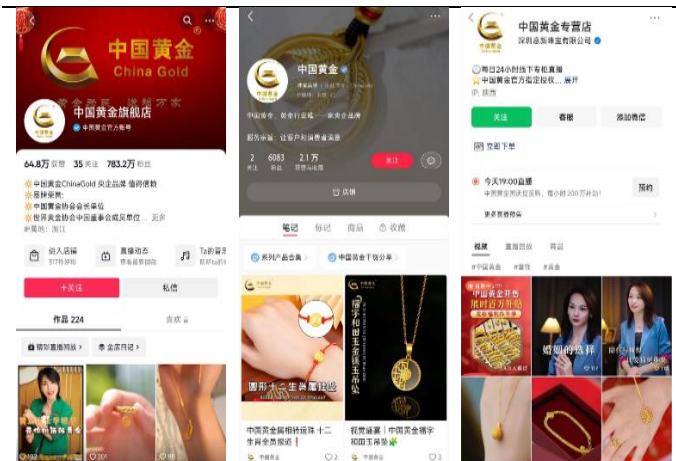
图24: 公司推出金扣扣、摘星星等 IP 联名产品



资料来源:中国黄金公众号

多渠道发力品牌宣传,提升品牌影响力。为进一步提升中国黄金品牌在消费者心目中的影响力,公司通过多种渠道进行品牌宣传。(1) 紧抓数字化转型风口,入驻年轻人青睐的抖音、快手、小红书等线上社交平台,通过发布种草笔记、视频等方式宣传品牌文化、产品理念,提升品牌曝光度、知名度。(2) 2022 年 4 月,公司推出“是金子,总会发光”全新品牌宣传片,借助乒乓球冠军的社会认可度、乒乓球运动在中国的影响力,提升中国黄金的品牌形象。(3) 此外公司还会邀请时尚博主、达人们到店体验承福金等系列产品穿戴效果,然后线上分享自己喜欢的款式及购物体验,吸引追求时尚的年轻消费群体。

图25: 公司在抖音、小红书等平台进行品牌宣传



资料来源:中国黄金抖音号、视频号、小红书官方号

图26: 公司邀请时尚博主探店、分享穿戴体验



资料来源:中国黄金公众号

3.2、发力加盟模式持续扩张，直销多管齐下稳步向前

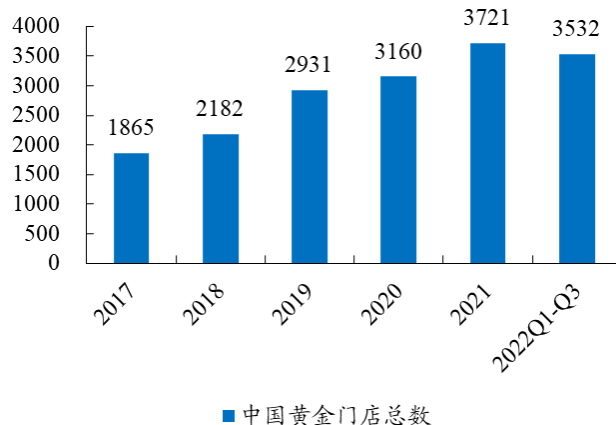
线下渠道规模持续增长，推动市占率稳步提升。黄金珠宝强调用户体验，线下门店是在消费群体中树立品牌的窗口，因此线下渠道的覆盖广度、密度及质量直接关系到品牌发展与公司业绩。公司深耕渠道扩张，通过在高线城市核心商圈开旗舰店方式打造品牌形象，并发力加盟渠道、持续向下沉市场加速渗透。近年来，公司渠道规模增长迅速，门店数从2017年底的1865家增长至2022年9月底的3532家(2022Q4预计新开221家加盟店)，渠道规模已位列珠宝行业第一梯队。未来，公司可以充分利用长期以来积累的品牌影响力、消费者认可度，持续拓店推动市占率提升。

图27：公司在高线城市开旗舰店打造品牌形象



资料来源：搜狐网

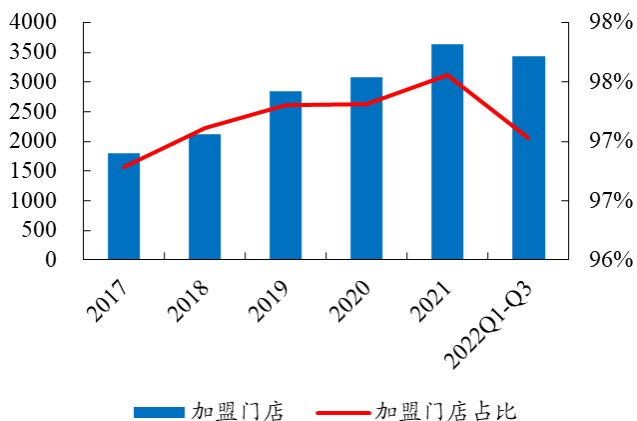
图28：受疫情影响，2022Q1-Q3 公司门店规模有所收缩



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司加盟模式持续发展，加盟店占比处于行业较高水平。加盟模式下，加盟商自行提供资金，品牌方只负责开店规划、日常运营管理指导等工作，有效缓解了品牌方开店资金压力，也有助于其实施轻资产运营。近年来，公司加盟业务持续发展，加盟店数量从2017年底的1805家增长至2022年9月底的3427家，且2017年以来加盟店占比一直在96%以上，在行业中处于较高水平。营收方面，加盟店规模扩张带动公司经销模式营收快速增长，从2017年的85.0亿元增长至2021年的204.4亿元，CAGR为24.5%。长期看，加盟模式为主的发展战略有利于公司快速实现规模扩张、抢占市场份额，进一步提升品牌曝光度、知名度、影响力。

图29：公司加盟业务模式持续发展



数据来源：公司公告、开源证券研究所

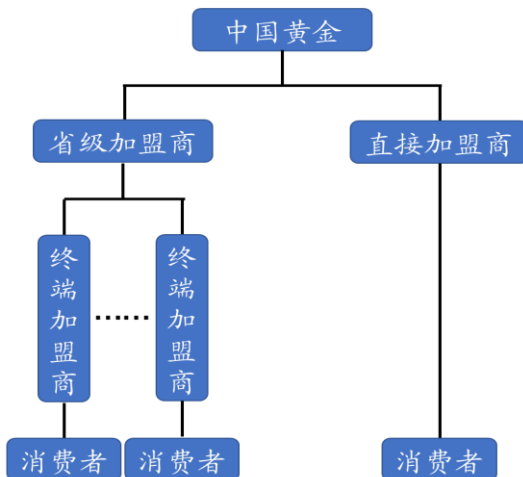
图30：公司重点布局加盟渠道扩张



资料来源：中国黄金公司官网

发展省级加盟商加速渠道扩张，成立产业投资平台彩凤金鑫与加盟商深度绑定。对于销售规模较大的省区，公司设立省级、终端两级加盟商，覆盖各级终端市场。公司与省级加盟商直接开展日常业务往来，省级加盟商则能够辅助公司加速拓店、实施终端加盟商管理，以提升市场覆盖广度、终端运营效率。此外，对个别无省级加盟商覆盖的区域或信誉良好、规模较大的加盟商，公司允许其直接与公司开展业务往来。2017 年公司实施混合所有制改革，引入由省级加盟商组建的产业投资合伙平台彩凤金鑫，通过对省级加盟商实施股权激励、与公司实现深度绑定，激发省级加盟商的积极性，推动公司加盟渠道规模持续扩张、门店运营效率提升。

图31：公司加盟体系分为省级/直接加盟商两种模式



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

图32：混改后，公司成立彩凤金鑫深度绑定省级加盟商



资料来源：中国黄金公众号

优惠政策提升加盟商加盟积极性，强管控稳定公司加盟体系。公司为促进加盟体系有序发展，积极了解终端加盟商运营情况、出台一系列优惠政策。2022 年，公司面向加盟商推出“三减一补”四项政策、“3+1”支持政策，通过减免管理服务费、品牌使用费、履约保证金，提供专项发展资金补贴、货品支持、装修补贴等政策为加盟商纾困、提升加盟意愿。此外，公司对加盟商实施严格管控，保证加盟商经营质量、维持加盟体系稳定。2018 年起，公司禁止加盟商从指定供应商采购金条、黄金首饰等黄金产品，只允许采购 K 金珠宝类产品，以保证公司产品质量可控、维护品牌形象，同时减少加盟商因产品问题而经营不善的情况。

图33：公司举办加盟体系战略研讨会以增进交流



资料来源：中金珠宝党小微公众号

图34：公司为加盟区负责人授战旗以鼓舞加盟商士气



资料来源：中金珠宝党小微公众号

公司直营模式渠道类型丰富，经营效率较高。公司直营模式渠道类型丰富，分为直营店、大客户、银行和电商渠道等。不同直营模式特点明显，以直营店模式为例，由于直接面向终端市场，因此可以有效获取市场需求反馈、进行品牌形象宣传，但也是需要投入较高装修成本、租金费用等。近年来，公司直营模式发展迅速，虽2019/2020年营收受金条需求低迷影响有所下滑，但也已由2017年的196.7亿元增长至2021年的302.0亿元，CAGR为11.3%。此外，公司2017年以来直营模式营收占比一直在45%以上，2019年平均单店年营收过亿元，展现出较高经营效率。

表3：公司直营渠道主要包括直营店、大客户、银行和电商四类

项目	直营店渠道	大客户渠道	银行渠道	电商渠道
产品权益归属	公司	公司	公司/银行	公司/电商
销售方式	全国范围内开设直营店向终端消费者直接销售各类产品	与各大客户深入合作，批量销售各类（非）定制化产品	借助银行网点优势销售黄金制品等特色产品	与各电商平台合作，独立开设自有电子商城销售产品
信用政策	现款现货为主	现款现货为主	依据合同给予账期	现款现货为主
亮点分析	1、直接面向零售市场，获取市场需求并反馈；2、有利于宣传树立品牌形象，旗舰店等规模较大，盈利能力较强	1、与大客户合作有利于树立品牌形象和产品影响力；2、覆盖多样化产品需求，提供定制化及非定制化产品	利用银行网点众多的特点，有效增加公司产品覆盖广度	1、提供线上购物便捷体验；2、产品覆盖多个电商平台，受众覆盖面广；3、固定资产及人员投入较少
限制因素	1、租赁并装修实体店投入较高；2、营销人员及费用投入相对较多	1、主要针对大客户，服务范围有限；2、客户采购规模普遍较大，毛利率整体偏低	1、展台规模较小，销售品种有限；2、需与银行分成或支付渠道费用	1、顾客缺乏购物体验感；2、退换货等因素不稳定；3、需向平台分成或支付费用

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

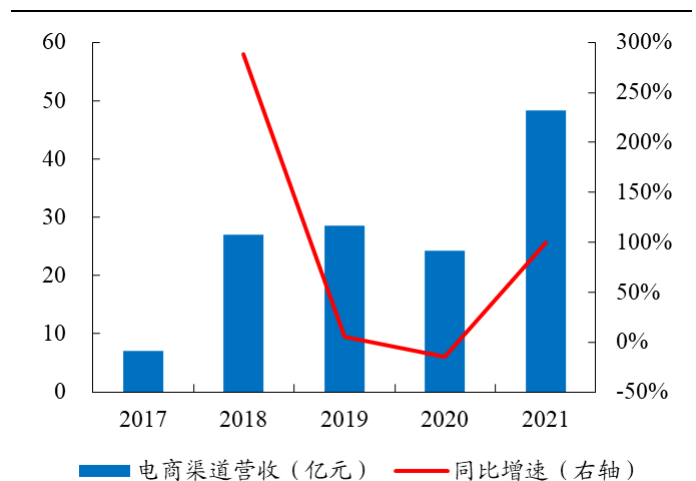
电商业务深入推进，兼具产品销售、品牌推广功能。公司积极进行互联网布局、在众多平台持续开展线上业务。除天猫、京东等传统电商布局外，公司2021年成立长沙电子商务公司以独立运营线上业务，通过建立品牌专属直播基地、与头部主播合作等方式，抓住直播经济风口。多渠道布局使公司在品牌宣传、粉丝引流、产品销售等方面成效显著：根据公司公告，公司电商业务营收增长迅猛，从2017年的7.0亿元增长至2021年的48.3亿元，CAGR为62.2%；2022年公司京东平台店铺投资金销售规模位居行业第一、抖音平台618珠宝黄金品牌销售额位居行业第二，在贡献业绩增量同时也持续推进公司品牌宣传。

图35：公司在天猫、抖音、小程序等平台开展线上业务



资料来源：中国黄金天猫、抖音、微信小程序官方店

图36：2021年公司电商渠道营收重回高速增长通道



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、全产业链布局做强黄金品类，品牌综合竞争优势突出

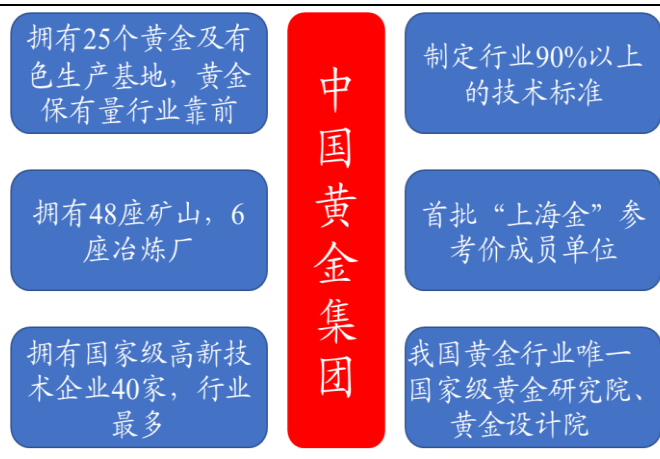
中国黄金隶属我国黄金行业唯一央企，集团产业链上下游资源丰富。中国黄金集团作为大型综合性黄金产业集团，拥有完整的上下游产业链，集地质勘探、矿山开采、选矿冶炼、产品精炼、加工销售、科研开发、工程设计与建设于一体。依托中国黄金集团丰富的产业链资源，公司能具备丰厚资源禀赋，除能够稳定获取黄金原材料外，在金锭交易牌照获取、回收金流通等方面也有诸多便利。此外，中国黄金集团旗下拥有长春黄金研究院、长春黄金设计院，能够为公司提供内部研发资源，而集团的产业金融服务业务也能为公司提供融资便利。

图37：中国黄金集团为世界一流黄金产业集团



资料来源：中国黄金集团官网

图38：中国黄金集团拥有黄金产业链综合性优势



资料来源：中国黄金集团官网、开源证券研究所

自行加工金条以稳定货源，加强金饰设计以提升产品力。中国黄金的投资金产品基本由旗下三门峡中原制品厂负责加工，以保证投资金产品供应稳定，巩固公司在投资金领域的优势地位。此外，公司重视金饰工艺设计创新，根据消费者的审美需求针对性推出 5G 等设计感更强的硬金产品、国宝金等国潮产品以及情感价值更高的 IP 联名产品等，凸显产品美感、设计感、文化属性，圈粉年轻消费群体。长期来看，公司金饰产品吸引力大幅提升、营收快速增长，且产品结构优化也能够持续推升公司黄金业务的毛利率。

图39：公司中原制品厂加工车间在疫后加紧恢复生产



资料来源：中金珠宝党微信公众号

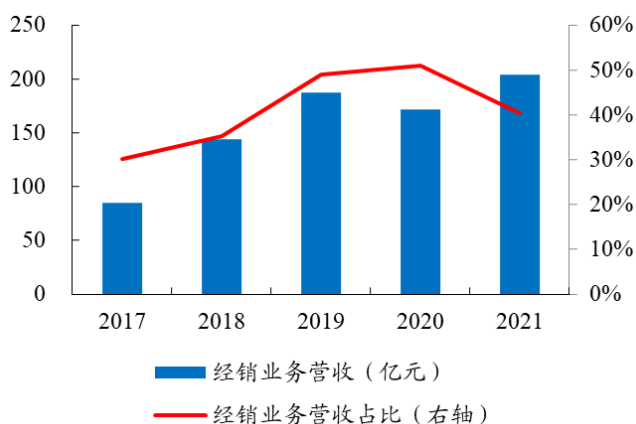
图40：公司推出古法金饰品大幅提升产品吸引力



资料来源：中国黄金官网

批发业务增长迅速，零售渠道多元化。公司在大多数省份发展省级加盟商，以买断式销售方式将产品批发给省级加盟商，省级加盟商再将产品销售给终端加盟商。公司经销业务增长迅速，营收从2017年的85.0亿元增长至2021年的204.4亿元，CAGR为19.2%。公司部分省级展厅兼具首饰批发选货、客户体验功能，有效展现品牌形象。此外，公司零售渠道日趋多元化：线下方面持续门店开拓，营销网络遍布全国各地，公司积极打造集品牌体验、形象展示、综合服务、个性化定制、文化收藏等于一体的高品质区域黄金珠宝旗舰店，12家门店荣登“2021年（第五届）中国金店100强”榜单；线上方面则积极布局综合电商平台、内容平台等渠道，在贡献业绩增量同时也起到较好宣传作用。

图41：近年来公司经销业务收入明显增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

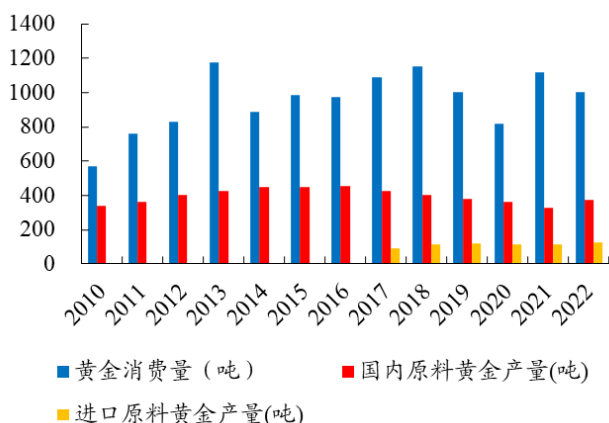
图42：2018年9月公司山东展厅正式开业



资料来源：中国黄金公众号

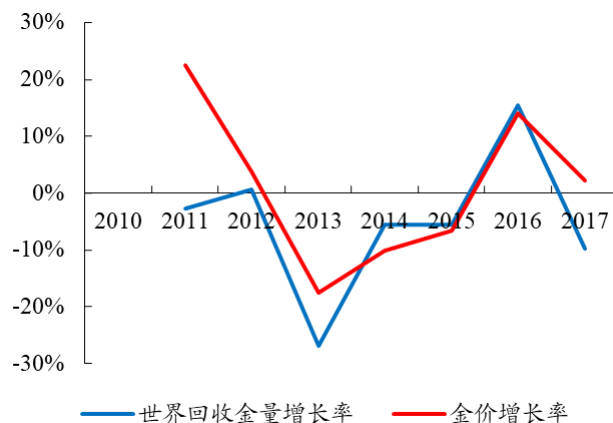
黄金回购市场体量大，回收量与金价正相关。2010年以来，我国每年黄金消费量远大于黄金产量，进口依赖度高，民间黄金存量巨大。中国黄金协会副会长王胜斌2017年曾指出，我国民间黄金储备已达万吨级别。假如沉淀在民间的黄金存量被激活，有望释放更大的黄金供给空间。而回收金规模与金价正相关，人们倾向于在金价高点卖出黄金，获取更大的黄金买卖价差收益。根据世界黄金协会及上海黄金交易所公布的数据，2011年以来，黄金回收量增速基本与金价增速同向变化。此外，建立完善的黄金回购、流通机制需要资金实力、渠道规模等更强的龙头企业发挥引领作用，规范回收流程、维护回购市场秩序。

图43：我国历年黄金消费量远大于产量



数据来源：中国黄金协会、开源证券研究所

图44：回收金规模与金价变化趋势正相关



数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所

收购中金精炼布局回购渠道，构建黄金产业链闭环。中国黄金已完成黄金采购、加工、销售、回购的产业链闭环，有效巩固了公司在黄金行业的优势地位。2020 年 8 月，集贵金属收购、精炼、检测、加工于一体的中金精炼完成股份制改革，成为中国黄金下属企业。2020 年 12 月，公司正式获得上海黄金交易所标准金锭交易资格，中金精炼的产品顺利通过上海黄金交易所验收。此外，中国黄金加速布局线上、线下黄金回购渠道，夯实贵金属回购产业链。2021 年 9 月，中国黄金于深圳设立贵金属服务中心、成立线上“中国黄金回收平台”小程序，2022 年 2 月于昆明设立中国黄金昆明贵金属回购店，2022 年 5 月又于广东东莞、番禺分别设立贵金属服务中心。

图45：公司正式获得上金所标准金锭交易资格



资料来源：中国黄金公众号

图46：公司成立贵金属服务中心



资料来源：中国黄金公众号

回购业务优势明显，有望提升品牌影响力。公司已形成“黄金回购+标准化金锭交易”产业链闭环，回购业务主要优势如下：(1) 公司系国字号珠宝龙头，品牌信誉高；(2) 公司拥有上海黄金交易所的标准金锭牌照，符合资质能促进黄金回收后的快速流通；(3) 公司与线上、线下多渠道布局回购业务，增加消费者触达；(4) 公司资金实力雄厚，可有效应对黄金产品资金占用的问题。当前，中国黄金回购业务成效显著，根据公司互联网回购平台，截至 2023 年 2 月 1 日，线上黄金回购业务已成交 26528 笔，回收总量约 846 千克。回购业务主要通过回购时收取加工手续费及在金价有利时点加价出售给上金所等方式盈利。短期内，公司回购业务盈利较少、主要承担服务性功能，旨在增强前端消费粘性以促进产品销售，提升公司在黄金市场影响力；长期看，公司开展回购业务有望实现回购市场标准化、规范化，盘活民间存量黄金，扩大市场规模。

表4：中国黄金开展黄金回购业务优势明显

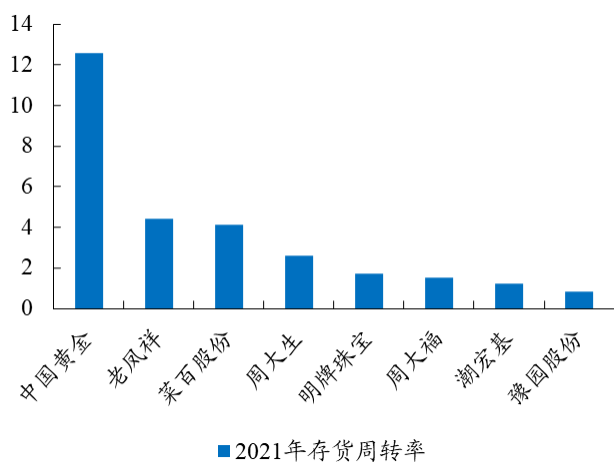
项目	中国黄金	中小品牌/夫妻店
上金所金锭认购牌照	拥有	无
回收产品品牌	自有品牌、其他品牌	不限，包括大品牌不回收的产品
回收价	回收价格相对合理，信息透明	回收价格低，折扣大，信息不透明
回收渠道	现有门店、专门回购店、线上渠道	基本为现有门店
回收后用途	自有工厂加工后出售给上金所	基本为重制后再售
品牌信誉	央企背书、品牌信誉高	品牌信誉低、易出现坑骗消费者情况
资金实力	资金实力雄厚，与银行合作密切	资金实力较弱

资料来源：公司招股书、中国黄金回收平台小程序、开源证券研究所

全产业链布局红利兑现，公司黄金业务发展势头良好。公司投资金条认可度高、金饰产品持续精进，推动黄金业务营收迅速增长，从2017年的274.9亿元增长至2021年的500.7亿元，CAGR为16.2%，2022Q1-Q3实现黄金产品销售收入353.8亿元。此外，公司黄金业务受金价波动影响明显，金价上行一定程度上推升黄金业务毛利率，而金价下跌时，金饰消费占比提升能部分对冲金价下跌的影响。长期来看，公司金条业务优势有望继续得到巩固，而随着故宫金、国宝金等工艺设计更精进、文化内涵更丰富的金饰产品推出，公司产品结构将持续改善，毛利率将持续提升，推动公司黄金业务进一步发展。

金条业务带来行业内领先的周转率表现，金饰产品具备丰富联名创新资源。公司作为国字号黄金珠宝品牌，金条产品深受消费者信赖，而随着公司回购业务布局继续推进，有望与黄金业务规模增长形成共振。财务表现方面，公司存货周转率明显高于其他龙头珠宝品牌，主要由于公司金条营收占比高，且在央企信誉背书、标准金锭回收资质加持下，公司金条产品更受市场认可。金饰产品方面，公司发挥央企的资源优势，与故宫等国家单位达成合作，创新推出故宫金等古法金产品，迎合当下年轻客群的国潮消费趋势，提振金饰销售表现。

图47：公司存货周转率在业内处于较高位置



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：公司与多地博物馆达成合作推出特色古法金产品



资料来源：中国黄金官方微博

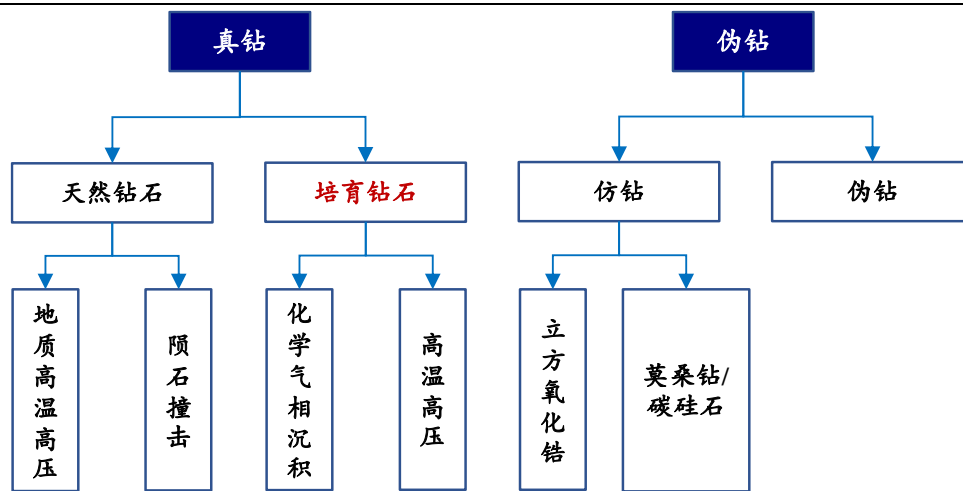
承前启后，公司具备全产业链布局的战略思维，在开拓新品类时值得借鉴。回顾公司黄金产品打法，全产业链布局是战略核心，除有效推动黄金业务持续增长外，对品牌力塑造也起到重要支撑作用。公司通过全产业链布局带来多方位综合优势，(1) **原材料获取**：通过与上游原材料生产商合作，尤其是依赖集团产业资源优势，公司能够获取低成本、稳定的原材料；(2) **产品自产**：投资金条产品自行生产，获取稳定货源；(3) **自主设计**：依赖集团研发资源自行组建设计师团队，强化金饰产品工艺设计，持续提升产品力；(4) **渠道建设**：以直营门店打造品牌形象，同时大力发展加盟模式开拓市场，渠道规模已稳居行业第一梯队，并加强兼具销售、推广功能的线上渠道布局；(5) **回购业务**：推出回购业务打造黄金产业链闭环，短期内能够增强消费者粘性，长期内有望带来新的增量。展望未来，公司全产业链布局思维仍值得借鉴。未来公司在进行新品类开拓（如拟布局的培育钻石业务等）时，全产业链布局亦有望继续成为公司的重要战略思维。

4、拟布局培育钻石赛道，全产业链思维多管齐下

4.1、培育钻石：科技造物巧夺天工，“填补、替代、创造”驱动需求增长

培育钻石与天然钻石在性质上并没有本质区别。培育钻石（Laboratory-grown Diamond）通常指通过模拟天然钻石生长环境，经由人工培育合成、具备首饰应用价值的宝石级人造金刚石单晶。培育钻石与天然钻石在物理性质、化学成分和晶体结构等方面完全一致，区别仅为形成过程不同。目前，市场上常见培育钻石方法有高温高压法（HTHP）和化学气相沉积法（CVD）两种。对比来看，不同于莫桑石和锆石等仿钻，培育钻石和天然钻石都是“真钻石”。

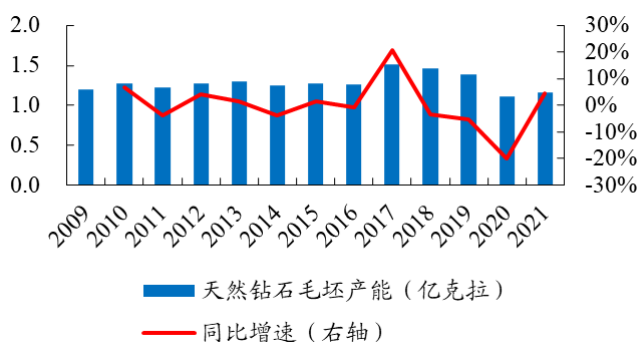
图49：天然钻石和培育钻石均为“真钻石”，主要差异仅在于形成过程不同



资料来源：天然钻石协会、GIA、开源证券研究所

“填补、替代、创造”三驾马车驱动培育钻石消费需求增长。我们认为，培育钻石消费需求的驱动因素主要有三个方面。（1）填补：天然钻石毛坯受矿山关停及国际局势动荡等因素影响，整体供应出现缺口，为培育钻石毛坯产品提供了填补空间。（2）替代：天然钻石产量有限、价格高昂，培育钻石受益生产技术进步，未来成本仍有下降空间，产品性价比优势将愈发突出。疫情影响消费者收入背景叠加自身环境友好特征，未来随着消费者认知和教育深入，培育钻石有望进一步替代天然钻石。（3）创造：培育钻石在大钻、彩钻、异形钻等方面具备明显优势，更符合年轻人群审美导向，有望激发婚恋以外的“悦己”等需求，从而在日常消费市场创造新空间。

图50：近年来全球天然钻石供给持续受限



数据来源：贝恩咨询、开源证券研究所

图51：培育钻石更容易生产大钻、彩钻、异形钻



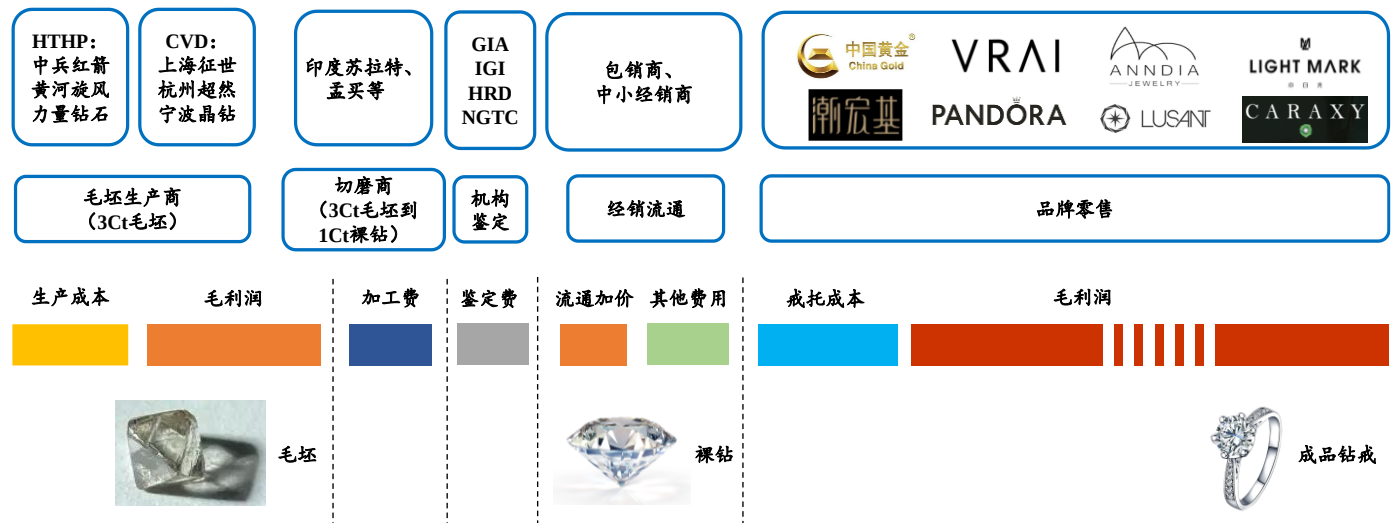
资料来源：培育钻石网

培育钻石产业链概览：上游毛坯生产端和下游品牌零售端掌握行业核心价值环节。

(1) 上游生产：六面顶压机年供应量稳定，CVD 设备供给弹性较大；头部毛坯生产商在设备规模和技术积累迭代方面竞争优势明显。(2) 中游切磨+流通环节：全球切磨业务集中在印度，成本相对刚性；流通环节较复杂，存在包销商和各类经销商。

(3) 下游品牌零售：品牌端直接触达终端消费者，是打开国内市场培育钻石渗透率的关键环节。考虑到品牌商掌握产品定价权（目前 1 克拉培育钻戒产品价格 1.2-2 万元，约为天然钻石 1/4），未来基于渠道优势有望获得较高毛利率。

图52：拆解培育钻石产业链看，上游毛坯生产端和下游品牌零售端掌握行业核心价值环节



资料来源：培育钻石网、各品牌官网、开源证券研究所

展望未来，下游零售品牌布局发力是国内市场培育钻石渗透率提升关键。目前我国培育钻石首饰消费渗透率较低，相较于海外成熟市场（美国等）存在提升空间。未来随技术成熟和产业链完善，生产成本还有下降空间；站在零售商角度，原材料（裸钻）成本下降叠加供给稳定性和可定制性提升，培育钻石品类的性价比优势将更加凸显，并有望开发“悦己”等日常需求市场，加速渗透。站在产业链整体角度，下游零售品牌直接触达消费者，肩负市场教育重任，未来国内培育钻石消费市场能否打开也将直接影响到行业整体景气度和上下游企业发展前景。

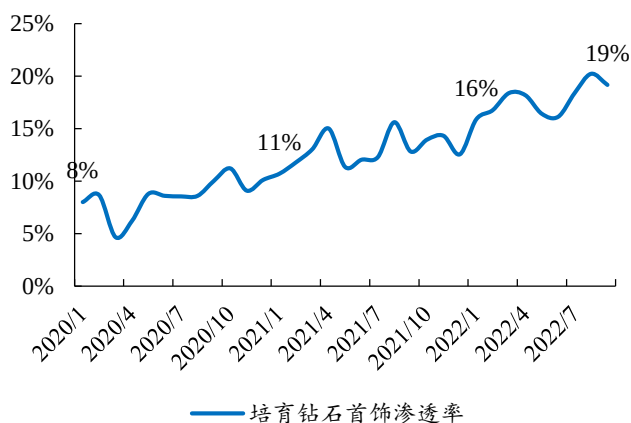
图53：近年来国内培育钻石品牌蓬勃发展



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

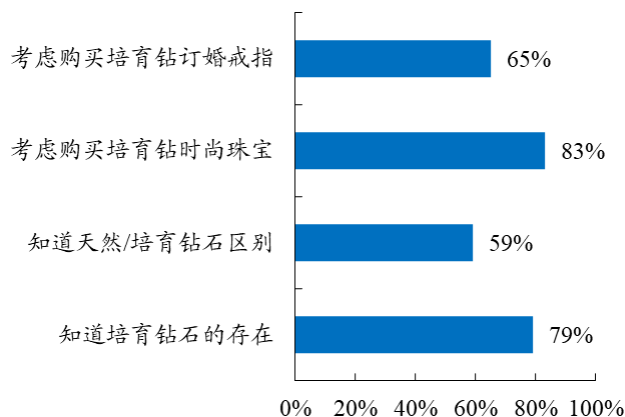
海外经验：2018-2021 年美国培育钻石首饰用 3 年时间完成初步渗透。根据 Tenoris 数据推算，美国培育钻石零售约 2018 年起步，仅用时 3 年终端渗透率（销售额口径）便达到 11% 水平（2021 年初），至 2022 年 9 月已达到 19%。而根据 The Plumb Club 在 2021 年的消费者调查结果，美国知道培育钻石品类存在的消费者占比达 79%，考虑购买培育钻石时尚珠宝/订婚戒指的消费者占比分别达到了 83%/65%。可以说，培育钻石在美国的市场教育已度过初始阶段，在消费者中形成了一定的品类认知。

图54：美国培育钻石首饰渗透率近年来持续提升



数据来源：Tenoris、开源证券研究所

图55：已有较大比例美国消费者了解培育钻石品类



数据来源：The Plumb Club、开源证券研究所

海外经验：龙头珠宝渠道商入场布局、构建文化内核是新品类教育推广的重要因素。

（1）权威机构认可+渠道龙头布局，推进消费者教育。2018 年-2019 年初，IGI、GIA 等主流钻石鉴定机构相继认可培育钻石是“真钻石”，并为之设置钻石证书。受此影响，以 De Beers、Signet、潘多拉等为代表的钻石生产商和珠宝渠道商均先后推出培育钻石子品牌，推进消费者教育。**（2）构建属于培育钻石的文化内核。**美国培育钻石市场宣传中充分突出了其生产过程相对天然钻石更环保的特征，例如，知名 CVD 培育钻石生产商 Diamond Foundry 以现代化、可持续为特色，吸引到好莱坞巨星莱昂纳多·迪卡普里奥为其背书，也得到消费者认可。可见，找到区别于天然钻石且贴近消费者认知的核心理念，是培育钻石市场教育关键。

图56：从美国市场看，2019 年开始终端零售品牌布局开始提速



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

4.2、中国黄金：战略性切入培育钻石赛道，有望打开新成长空间

公司战略性切入培育钻石赛道，计划全产业链布局。公司 2022 年中报公告拟布局培育钻石业务，具体包括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，未来做全产业链布局等。**(1) 上游生产环节：**公司除适时寻求与技术成熟、生产规模大的生产商合作外，也不排除构建自有产能、保障供应链资源。**(2) 下游零售环节：**参照部分业内新兴品牌培育钻石布局经验和公司过往在黄金产品领域的全产业链布局思维，我们认为，公司或将先布局线上电商渠道，在积累一定经验和消费者反馈后，再向线下实体店铺开，发挥公司销售网络优势。长期看，公司进军培育钻石行业先发卡位占领消费者认知，未来有望打开新的增长曲线。

图57：公司董事长陈雄伟宣布拟布局培育钻石领域



资料来源：中国黄金公众号

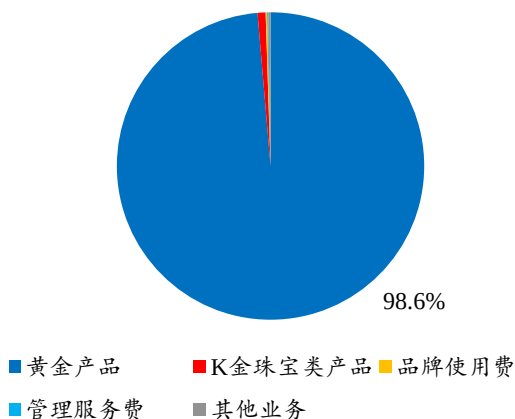
图58：公司丰富的线上渠道有望给新品类提供支持



资料来源：中国黄金公众号

公司布局培育钻石存在品类结构、渠道规模和品牌力等多方面优势。**(1) 品类结构：**公司过往产品结构以黄金为主，培育钻石作为拟布局新品类，不会对原有业务造成负面影响；作为对比，业内其他部分头部品牌由于天然钻石销售规模较大，存在“包袱”导致布局培育钻石意愿较低；**(2) 渠道规模：**钻石消费注重线下体验，门店是培育钻石产品快速铺开、增加消费者触达和教育的基础，公司终端门店数量位居行业第一梯队且已实现全国性覆盖、在各线城市均有分布，未来若在终端广泛铺开布局培育钻石产品，也能充分放大现有渠道规模价值；**(3) 品牌力：**公司作为黄金珠宝“国”字头品牌，消费者信任度高，在新品类市场推广过程中天然具备优势。

图59：公司黄金产品营收占比高，天然钻业务“包袱轻”



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年年报数据）

图60：公司渠道规模大，“国”字头品牌力强



资料来源：中国黄金官网

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

（一）收入端假设：

（1）门店数量：公司通过打造产业投资平台与加盟商深度绑定，保障门店扩张动能，同时给出优厚加盟政策，有望持续吸引优质加盟商合作。2022Q1-Q3 由于疫情影响，净关店 189 家，我们预计 2022-2024 年公司净开店 117/510/510 家，其中直营店净开店数分别为 17/10/10 家，加盟店净开店数分别为 100/500/500 家。

（2）黄金产品：2022Q1-Q3 受疫情影响，公司黄金产品销售增速略有承压。但未来随着疫情缓和，叠加公司黄金产品矩阵逐渐丰富，黄金产品营收有望恢复，我们假设 2022-2024 年公司黄金产品营收同比分别增长 1%/21%/17%。

（3）K 金珠宝类产品：随着我国钻戒渗透率提升、悦己需求崛起，K 金珠宝类产品需求有望持续增长，因此我们假设 2022-2024 年公司 K 金珠宝类产品营收同比分别增长-10%/6%/8%。

（4）品牌使用费：品牌使用费主要由加盟店外采 K 金珠宝类产品后向公司支付，考虑到公司发力加盟渠道扩张，有望推动该业务持续增长，我们假设 2022-2024 年公司品牌使用费同比分别增长 1%/14%/19%。

（5）管理服务费：公司近年来通过部分减免加盟费等方式向加盟商让利，但加盟店规模持续增长之下，我们认为公司管理服务费收入仍能稳健增长，假设 2022-2024 年分别同比增长 4%/5%/10%。

（二）利润端假设：

公司已披露 2022 年三季报，2022 年前三季度实现归母净利润 6.14 亿元，同比增长 9.9%，我们认为公司品牌力突出，未来毛利率受品类结构变化（高毛利金饰和 K 金珠宝占比提升）影响有望进一步提升；费用方面，公司国企改革三年行动圆满完成后“收官不收兵”，未来仍将持续提升经营管理效率，我们预计 2022-2024 年公司销售/管理费用率有望稳中有降，财务费用则基本保持稳定。

5.2、盈利预测与估值

中国黄金作为唯一珠宝行业唯一上市央企，国字头品牌深受消费者认可。我们认为，公司坚持全产业链布局战略，在黄金品类上已具备品牌、渠道、产品等多方位竞争优势，未来发力培育钻石赛道，有望打开新的成长曲线。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 513.81/620.87/727.55 亿元，归母净利润为 8.95/11.20/13.76 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.67/0.82 元，当前股价对应 PE 为 23.8/19.1/15.5 倍。黄金珠宝行业可比公司 2023 年平均估值水平为 PE17.7x。目前公司 2023 年估值水平高于行业平均，但考虑到公司作为珠宝首饰行业唯一央企，品牌力突出，先发布局培育钻石新赛道有望打开新增长曲线，理应享有一定估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：中国黄金作为珠宝首饰行业唯一央企且先发布局培育钻石新赛道，估值应享有一定溢价

证券代码	股票简称	评级	总市值	收盘价	EPS			PE			同比增速		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002867.SZ	周大生	买入	161	14.66	1.14	1.37	1.61	12.9	10.7	9.1	2.1%	20.1%	17.9%
600612.SH	老凤祥	买入	191	46.73	3.59	4.05	4.57	13.0	11.5	10.2	0.0%	12.9%	12.8%
002345.SZ	潮宏基	买入	54	6.05	0.35	0.44	0.52	17.3	13.8	11.6	-12.1%	25.9%	20.1%
1929.HK	周大福	买入	1,654	16.54	0.68	0.84	0.98	24.3	19.7	16.9	0.6%	24.0%	17.1%
300945.SZ	曼卡龙	未评级	30	14.84	0.36	0.45	0.58	40.9	32.8	25.5	5.8%	24.7%	28.4%
行业平均								21.7	17.7	14.7			
600916.SH	中国黄金	买入	214	12.71	0.53	0.67	0.82	23.8	19.1	15.5	15.2%	23.8%	19.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023/2/8，其中周大生、老凤祥、潮宏基、周大福、中国黄金 EPS 采用开源证券预测数据，曼卡龙 EPS 使用 Wind 一致预期预测数据；周大福货币单位为 HKD，其余公司为 RMB；2022E-2024E 对应周大福 FY2023-FY2025）

6、风险提示

- 疫情反复：**疫情反复影响线下消费，婚庆需求延迟；
- 市场竞争加剧：**珠宝行业龙头加速渠道扩张，抢占市场份额；
- 金价波动：**金价波动影响黄金产品营收、毛利率；
- 新品类开拓不及预期：**培育钻石属新品类，需要全产业链资源，布局可能不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8756	10465	10871	12491	13946
现金	3420	4626	4997	5658	6630
应收票据及应收账款	763	1124	815	1528	1218
其他应收款	140	18	142	51	175
预付账款	296	84	300	164	380
存货	3687	4120	4122	4596	5048
其他流动资产	451	494	494	494	494
非流动资产	537	555	523	513	521
长期投资	11	46	46	46	46
固定资产	93	106	101	118	134
无形资产	15	15	13	11	9
其他非流动资产	418	388	363	338	332
资产总计	9293	11020	11394	13004	14467
流动负债	3771	4157	4035	4744	5124
短期借款	0	0	0	441	913
应付票据及应付账款	118	177	119	238	180
其他流动负债	3654	3980	3915	4064	4031
非流动负债	244	225	225	225	225
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	244	225	225	225	225
负债合计	4015	4382	4260	4969	5349
少数股东权益	79	82	86	90	96
股本	1500	1680	1680	1680	1680
资本公积	1746	2397	2397	2397	2397
留存收益	1954	2479	3156	3934	4783
归属母公司股东权益	5199	6556	7048	7945	9022
负债和股东权益	9293	11020	11394	13004	14467

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	556	815	958	615	965
净利润	502	798	899	1125	1382
折旧摊销	40	36	32	34	13
财务费用	92	62	31	37	44
投资损失	355	-104	90	80	70
营运资金变动	-410	-34	-139	-706	-589
其他经营现金流	-24	57	45	45	45
投资活动现金流	-12	-72	-120	-134	-122
资本支出	22	32	0	24	22
长期投资	0	-40	0	0	0
其他投资现金流	10	0	-120	-110	-100
筹资活动现金流	-117	463	-466	-261	-342
短期借款	0	0	0	441	471
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	180	0	0	0
资本公积增加	0	651	0	0	0
其他筹资现金流	-117	-368	-466	-703	-814
现金净增加额	427	1206	372	220	501

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33788	50758	51381	62087	72755
营业成本	32316	49192	49453	59720	69922
营业税金及附加	51	77	77	93	109
营业费用	354	461	462	559	655
管理费用	115	138	134	155	175
研发费用	5	15	15	22	29
财务费用	92	62	31	37	44
资产减值损失	-37	-5	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	110	50	-30	-30	-30
投资净收益	-355	104	-90	-80	-70
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
营业利润	558	954	1074	1376	1707
营业外收入	71	53	50	30	20
营业外支出	0	6	0	0	0
利润总额	629	1001	1124	1406	1727
所得税	127	203	225	281	345
净利润	502	798	899	1125	1382
少数股东损益	2	3	4	4	6
归属母公司净利润	500	794	895	1120	1376
EBITDA	566	899	1220	1501	1805
EPS(元)	0.30	0.47	0.53	0.67	0.82

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-11.7	50.2	1.2	20.8	17.2
营业利润(%)	-5.4	70.9	12.6	28.2	24.1
归属于母公司净利润(%)	10.8	58.8	12.7	25.1	22.9
获利能力					
毛利率(%)	4.4	3.1	3.8	3.8	3.9
净利率(%)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
ROE(%)	9.5	12.0	12.6	14.0	15.2
ROIC(%)	8.0	10.4	13.5	14.0	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	43.2	39.8	37.4	38.2	37.0
净负债比率(%)	-64.3	-69.2	-70.0	-64.9	-62.7
流动比率	2.3	2.5	2.7	2.6	2.7
速动比率	1.1	1.4	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	3.8	5.0	4.6	5.1	5.3
应收账款周转率	39.1	53.8	53.0	53.0	53.0
应付账款周转率	267.3	334.2	334.2	334.2	334.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.47	0.53	0.67	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.49	0.57	0.37	0.57
每股净资产(最新摊薄)	3.09	3.90	4.20	4.73	5.37
估值比率					
P/E	42.7	26.9	23.8	19.1	15.5
P/B	4.1	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	31.8	18.7	13.5	10.8	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn