

# 央企背景黄金珠宝企业，入局培育钻产业链

买入(首次)

——中国黄金(600916)首次覆盖

2023年02月08日

## 投资要点:

**公司概况:** 央企背景黄金珠宝企业，混改激发新活力。公司是央企背景的大型黄金珠宝龙头企业，旗下品牌包括主品牌“中国黄金”、高端轻奢子品牌“珍·如金”和快时尚子品牌“珍·尚银”。产品覆盖黄金产品、K金珠宝类产品等，2021年黄金产品和K金珠宝类产品收入占比分别为98.65%/0.84%，其中黄金产品包括金条、黄金首饰及黄金制品。近年来，公司依托核心黄金产品，在产业设计方面推陈出新，打造自身差异化产品体系，公司业务发展稳健，2016-2021年营收/归母净利润CAGR分别为13.68%/34.40%。

**行业:** 疫情加速行业出清，龙头强者恒强。线下作为黄金珠宝的主要消费场景，此前受到疫情及封控的限制较多，随着防控政策的持续优化，线下珠宝消费有望迎来强势反弹。中长期来看，随着节假日送礼、“悦己”消费观念的普及，黄金珠宝首饰在多场景的渗透率将进一步提升，驱动黄金珠宝市场稳步扩大。疫情期间，行业加速洗牌，中小企业出清，龙头通过积极拓展品类、逆势开店抢占市场份额。根据Euromonitor的数据显示，2022年，我国黄金珠宝行业CR5/CR10分别为24.50%/29.70%，较2020年分别提升了5.4/6.6个pct。

## 公司看点:

- **看点1: 高附加值黄金产品占比提升，助力毛利率提升。** 2021年，公司的黄金产品毛利率为2.52%，相较于同行黄金类产品的10%-20%而言更低，主要是由于公司的黄金产品结构包含较多的低毛利率的金条产品，未来随着黄金产品的创新和营销带来更高的产品附加值，以及黄金首饰产品占比进一步提升，公司综合毛利率将有望获得可观的提升空间。
- **看点2: 布局培育钻石产业链，打造第二增长曲线。** 近年来培育钻石市场发展迅猛，根据贝恩咨询的数据显示，2020年，全球培育钻石渗透率为5.9%，预计到2025年将提升至15.8%。培育钻石产业链利润率呈现微笑曲线，上游生产和下游零售的毛利率较高，中

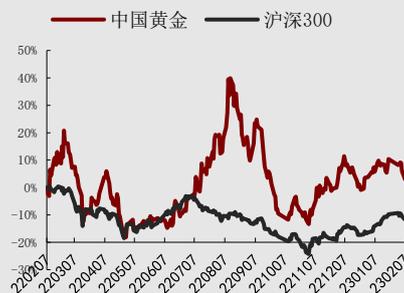
|           | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 50757.67 | 50243.92 | 59319.85 | 68234.40 |
| 增长比率(%)   | 50       | -1       | 18       | 15       |
| 净利润(百万元)  | 794.43   | 853.01   | 1074.43  | 1299.48  |
| 增长比率(%)   | 59       | 7        | 26       | 21       |
| 每股收益(元)   | 0.47     | 0.51     | 0.64     | 0.77     |
| 市盈率(倍)    | 26.50    | 24.68    | 19.59    | 16.20    |
| 市净率(倍)    | 3.21     | 3.02     | 2.79     | 2.56     |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 总股本(百万股)   | 1,680.00 |
| 流通A股(百万股)  | 822.15   |
| 收盘价(元)     | 12.96    |
| 总市值(亿元)    | 217.73   |
| 流通A股市值(亿元) | 106.55   |

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

### 分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

### 分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

游切割环节较低。从 2022 年开始，公司重点关注培育钻石行业，未来将从制造端、生产端、零售端进行全产业链布局，未来收入和利润放量可期。

- **看点 3：提升直营渠道品牌形象，积极拓展电商和加盟渠道。**(1) 直营渠道：公司与高端商圈、购物中心模式商场等进行合作，在重点区域加强建设有区域影响力的店面，着眼提升品牌的影响力，建立良好的品牌形象和运营效果。(2) 加盟渠道：公司以“省级加盟商-终端加盟商”销售体系不断开拓消费市场，通过彩凤金鑫持股平台对省级加盟商做股权激励，激发渠道活力。近年来加盟店数量从 2017 年的 1805 家增长至 2021 年的 3630 家。(3) 大客户、银行渠道：公司与多个大客户、银行客户保持稳定的合作关系，积极提高渠道效能及产品市场占有率。(4) 电商渠道：公司的电商业务发展迅速，与多个平台建立合作。2022H1，公司精确把握平台流量资源销售节点，提升电商营销的同时转化销售策略，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 2。
- **看点 4：精炼回购补齐业务闭环，拉动后端黄金消费。**2021 年 4 月，中金精炼投产启动，通过“线上+线下”模式健全回收业务。精炼回购补齐了公司的业务闭环，此举有助于增强前端消费粘性，打开后端珠宝市场规模，随着可服务网点不断增加，未来有望成为拉动收入的引擎，打造独立的中国黄金“再生金”回收品牌。

**盈利预测与投资建议：**我们预计，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.51/0.64/0.77 元/股，对应 2023 年 2 月 6 日股价的 PE 分别为 25/20/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险因素：**行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、渠道拓展不达预期风险。

## 正文目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 公司概况：央企背景黄金珠宝企业，混改激发活力</b> .....        | <b>5</b>  |
| 1.1 概况：黄金珠宝龙头企业，旗下涵盖多个品牌系列.....              | 5         |
| 1.2 股权结构：央企背景，引入外部投资者及员工持股平台激发活力.....        | 6         |
| 1.3 财务概览：2021 年度营收同比增速稳健，黄金品类商品消费复苏.....     | 7         |
| <b>2 行业：疫情加速行业出清，龙头强者恒强</b> .....            | <b>10</b> |
| 2.1 疫后恢复弹性大，长期金价上涨+多场景渗透率提升推动行业向好.....       | 10        |
| 2.2 龙头积极开拓品类、扩渠道，有望实现强者恒强.....               | 11        |
| <b>3 产品：高附加值黄金产品占比提升+入局培育钻，毛利率提升可期</b> ..... | <b>14</b> |
| 3.1 黄金类产品：高附加值产品占比增加助力毛利率提升.....             | 14        |
| 3.2 布培育钻石产业链：入局培育钻赛道，未来收入利润提升可期.....         | 17        |
| <b>4 渠道：门店快速扩张，积极开展电商直播业务</b> .....          | <b>19</b> |
| 4.1 线下渠道：门店快速铺开，股权激励绑定省级加盟商.....             | 20        |
| 4.1.1 直营渠道.....                              | 20        |
| 4.1.2 加盟渠道.....                              | 21        |
| 4.2 大客户渠道、银行渠道：采购量大，与大客户合作稳定.....            | 23        |
| 4.2.1 大客户渠道.....                             | 23        |
| 4.2.2 银行渠道.....                              | 24        |
| 4.3 电商渠道：积极发展电商业务，塑造品牌形象.....                | 25        |
| <b>5 回购：精炼回购补齐业务闭环，拉动后端黄金消费</b> .....        | <b>26</b> |
| <b>6 盈利预测与投资建议</b> .....                     | <b>27</b> |
| 6.1 盈利预测.....                                | 27        |
| 6.2 投资建议.....                                | 29        |
| <b>7 风险因素</b> .....                          | <b>29</b> |
| 图表 1: 公司品牌矩阵.....                            | 5         |
| 图表 2: 公司历史沿革.....                            | 6         |
| 图表 3: 公司股权架构.....                            | 7         |
| 图表 4: 公司营收及同比增速.....                         | 7         |
| 图表 5: 公司归母净利润及同比增速.....                      | 7         |
| 图表 6: 公司近年来毛利率&净利率.....                      | 8         |
| 图表 7: 公司近年来费用率情况.....                        | 8         |
| 图表 8: 主营业务营收分产品占比.....                       | 8         |
| 图表 9: 主营业务毛利率分产品情况.....                      | 8         |
| 图表 10: 主营业务营收分渠道占比.....                      | 9         |
| 图表 11: 主营业务毛利率分渠道情况.....                     | 9         |
| 图表 12: 主营业务营收分地区占比.....                      | 9         |
| 图表 13: 主营业务毛利率分地区情况.....                     | 9         |
| 图表 14: 中国黄金珠宝市场规模及同比增速.....                  | 10        |
| 图表 15: 各类黄金消费情况.....                         | 10        |
| 图表 16: 金银珠宝类商品零售额及同比增速.....                  | 10        |
| 图表 17: 伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求.....         | 11        |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 18: 国内黄金珠宝行业竞争格局 .....          | 11 |
| 图表 19: 2022 年国内黄金珠宝行业品牌份额 .....    | 12 |
| 图表 20: 周大福中国内地各产品零售值占比 .....       | 12 |
| 图表 21: 周大福黄金、镶嵌类潮流产品 .....         | 12 |
| 图表 22: 各品牌 IP 联名产品、古法金产品 .....     | 13 |
| 图表 23: 行业龙头近期门店数量情况 .....          | 13 |
| 图表 24: 行业龙头近期门店数量净增加情况 .....       | 13 |
| 图表 25: 公司主要产品 .....                | 14 |
| 图表 26: 主营业务营收分产品占比 .....           | 14 |
| 图表 27: 主营业务毛利率分产品情况 .....          | 14 |
| 图表 28: 黄金产品分品类收入占比 .....           | 15 |
| 图表 29: 黄金产品分品类毛利率 .....            | 15 |
| 图表 30: 直营渠道黄金产品收入占比 .....          | 15 |
| 图表 31: 直营渠道黄金产品分品类毛利率 .....        | 15 |
| 图表 32: 公司主要产品系列 .....              | 16 |
| 图表 33: 各品牌商黄金产品毛利率对比 .....         | 17 |
| 图表 34: 全球 vs 中国培育钻石原石市场规模及预测 ..... | 18 |
| 图表 35: 全球 vs 中国培育钻石渗透率 .....       | 18 |
| 图表 36: 培育钻石产业链呈现微笑曲线 .....         | 18 |
| 图表 37: 国内部分培育钻石上市公司毛利率对比 .....     | 19 |
| 图表 38: 国内部分培育钻石上市公司净利率对比 .....     | 19 |
| 图表 39: 公司各渠道收入占比 .....             | 19 |
| 图表 40: 公司直销和经销渠道收入占比 .....         | 19 |
| 图表 41: 公司线下门店数量 .....              | 20 |
| 图表 42: 2017-2021 年各大品牌商门店数对比 ..... | 20 |
| 图表 43: 2021 年各大品牌商加盟和直营店占比 .....   | 20 |
| 图表 44: 公司直营门店数量 .....              | 21 |
| 图表 45: 公司直营渠道门店单店收入及同比增速 .....     | 21 |
| 图表 46: 中国黄金首都机场店面图 .....           | 21 |
| 图表 47: 故宫文创馆 .....                 | 21 |
| 图表 48: 公司加盟体系 .....                | 22 |
| 图表 49: 公司加盟门店数量 .....              | 22 |
| 图表 50: 公司加盟渠道门店单店收入及同比增速 .....     | 22 |
| 图表 51: 公司大客户渠道前五大客户情况 .....        | 23 |
| 图表 52: 公司银行渠道前五大客户情况 .....         | 24 |
| 图表 53: 电商渠道收入及同比增速 .....           | 25 |
| 图表 54: 电商各平台毛利率 .....              | 25 |
| 图表 55: 公司电商渠道前五大客户情况 .....         | 25 |
| 图表 56: 公司精炼回购业务闭环 .....            | 26 |
| 图表 57: 微信平台回收流程 .....              | 27 |
| 图表 58: 收入、毛利率拆分及预测 .....           | 28 |
| 图表 59: 可比公司估值表 .....               | 29 |

## 1 公司概况：央企背景黄金珠宝企业，混改激发活力

### 1.1 概况：黄金珠宝龙头企业，旗下涵盖多个品牌系列

公司是央企背景的集设计、加工、批发、零售、服务于一体的大型黄金珠宝龙头企业。旗下品牌包括主品牌“中国黄金”、高端轻奢子品牌“珍·如金”和快时尚子品牌“珍·尚银”。其中，主品牌“中国黄金”旗下涵盖首饰金、投资金条、企业礼品、高级珠宝等多个品类；子品牌“珍·如金”主要针对消费较高的女性，产品系列包括知性、优雅、忠于真我；子品牌“珍·尚银”针对大众群体，强调设计、美观和性价比。公司在提升品牌含金量的同时，努力构建涵盖黄金珠宝产品全品类的立体式品牌架构，品牌线可同时覆盖高、中、低端的不同群体市场需求。公司的主要产品包括黄金产品、K金珠宝类产品等，其中黄金产品包括金条、黄金首饰及黄金制品。近年来，公司依托核心黄金产品，在产业设计方面持续推陈出新，打造自身差异化产品体系。

公司发展至今，从品牌初创推出投资金条产品（2006-2009年）、到高速发展扩大品牌认知（2010-2016年）、再到如今增资扩股加速扩张（2017-2021年），已成为我国黄金珠宝销售领域知名的中央企业。此外，2022年，中国黄金进军培育钻石领域以提升利润水平并拓展第二增长曲线。2023年，公司设立培育钻石（新材料）推广事业部，负责培育钻石业务管理以及营销推广。

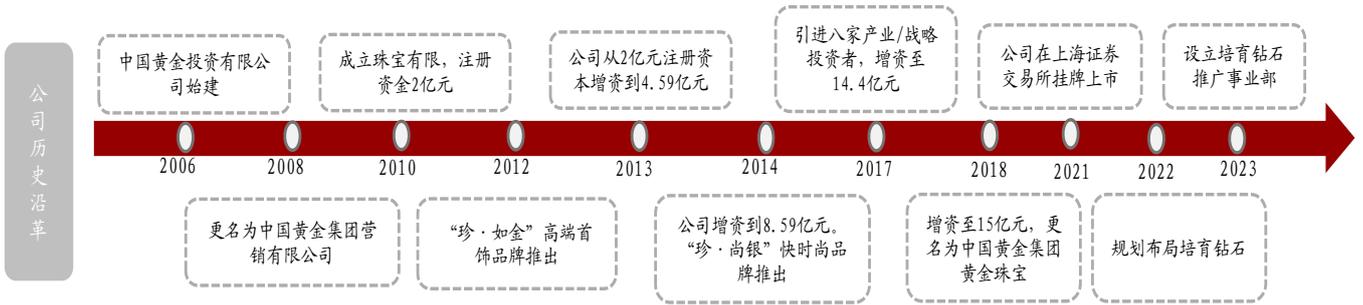
图表1:公司品牌矩阵

| 品牌名称 | 推出时间 | 品牌定位          | 品类        | 产品系列或产品   | 产品克重 & 主流价值带                                    | 产品展示  |
|------|------|---------------|-----------|---|---|---|
| 中国黄金 | 2006 | 母品牌，覆盖全年龄消费人群 | 高级珠宝—一撩系列 | 迎幸/灵犀/布拉格/情迷/华韵/皇室印象/礼物/石榴红了                      | 高级定制  |  |
|      |      |               | 婚嫁寿诞      | 龙凤系列/喜福系列   | 1000-28000元/件                                   |  |
|      |      |               | 品牌系列      | 承福金/玲珑金/故宫金/Kπ金系列/爱的抱抱系列/贺岁金/花木兰系列/黄金腕表           | 0.3g-36g;<br>300-30000元/件; 腕表:<br>5000-10000元/件 |  |
|      |      |               | 高端礼藏/企业礼品 | 皇家貔貅/皇家骏马/皇家官金/贺岁金（牛年贺岁、鼠年贺岁）/足金                  | 足金 200g/定制                                      |  |
|      |      |               | 投资理财（金条）  | 中国黄金梯形金条/中国黄金薄片金条/足金制品-4-9投资金条/龙凤金条-龙条、凤条/京东投资金条等 | 20g、10g、30g、50g、100g、200g、500g、1000g            |  |

|      |      |                     |      |                                       |               |   |
|------|------|---------------------|------|---------------------------------------|---------------|---|
| 珍·如金 | 2012 | 子品牌，<br>高端轻奢<br>首饰  | 知性   | 荷系列（三瓣）/荷系列（五瓣）/荷系列（首饰、耳饰）            | 400-40000 元/件 |  |
|      |      |                     | 优雅   | 四君子·兰/四君子·梅/四君子·竹/四君子·菊/百年好合/ONLY YOU |               |  |
|      |      |                     | 忠于真我 | 传爱精灵 2/一路同行·星轨/一路同行·星月/掌心             |               |  |
| 珍·尚银 | 2014 | 子品牌，<br>大众快时<br>尚饰品 | -    | 童梦/诱惑/圆舞曲/Lucky/小蛮腰/花语系列/风尚几何系列       | 200-1200 元/件  |  |

资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表2:公司历史沿革



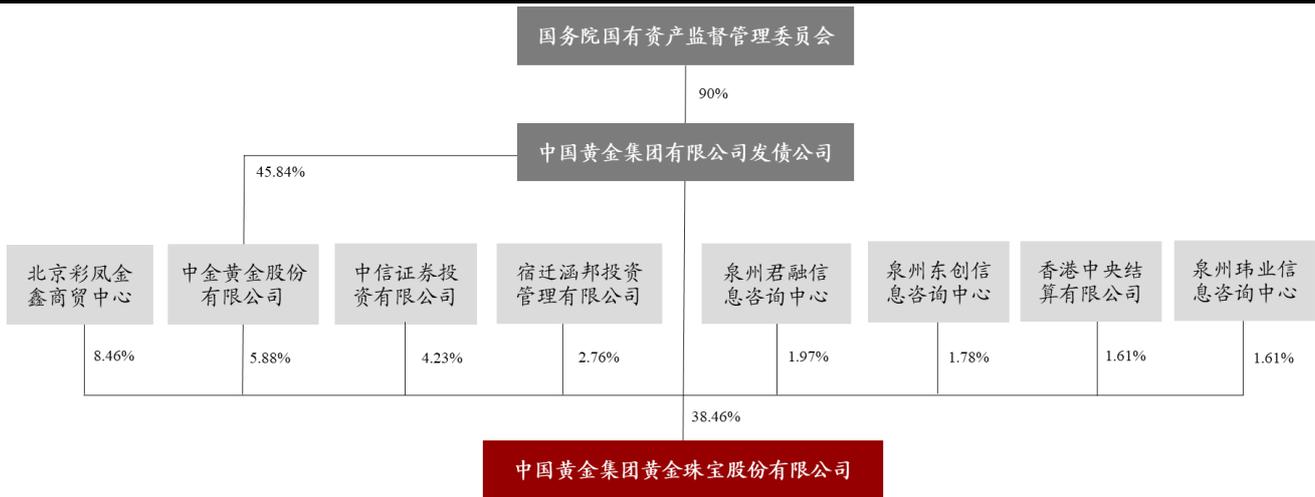
资料来源：公司官网、公司年报、万联证券研究所

## 1.2 股权结构：央企背景，引入外部投资者及员工持股平台激发活力

**股权结构稳定且集中，支撑公司中长期发展。**公司实控人为国务院国资委，持有中国黄金集团有限公司90%股权。第一大股东为中国黄金集团有限公司，截止2023年2月6日，中国黄金集团直接持有38.46%股份，同时通过中金黄金股份有限公司间接持有公司5.88%股份。股权结构清晰稳定。

2017年8月8日，公司引进多种所有制的外部投资者及员工持股平台，推进中央企业混合所有制改革，为未来募投项目的实施奠定了良好基础。2017年8月24日，中金珠宝有限公司与7家战略投资方、产业投资方彩凤金鑫及3家员工持股平台增资签订《中国黄金集团黄金珠宝有限公司增资扩股协议》。公司开展混合制改革增资扩股使2017年公司筹资活动现金流较大，收到更多外部投资者的增资款。公司通过增资扩股成功引进了中信证券投资、京东、兴业银行、中融信托等国内顶尖证券公司和互联网公司，与各方协同互补形成公司未来业务创新与升级的引擎。

图表3:公司股权架构



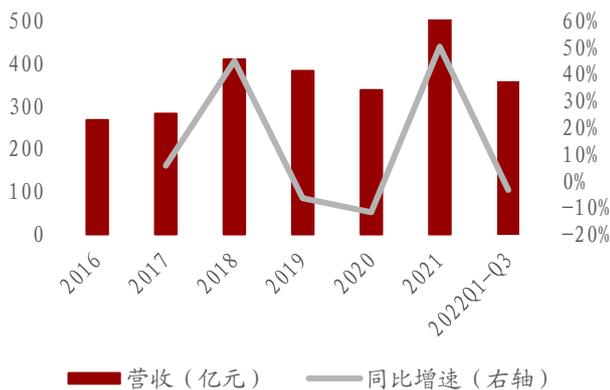
资料来源: ifind, 公司公告, 万联证券研究所

注: 数据更新至2023年2月6日

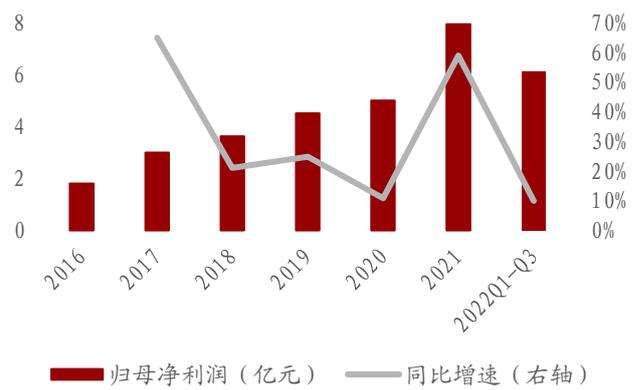
### 1.3 财务概览: 2021 年度营收同比增速稳健, 黄金品类商品消费复苏

近年来业务发展稳健, 疫情期表现出一定韧性。2020-2022年, 受新冠疫情影响, 珠宝需求受到压制。2016-2019年, 公司营收/归母净利润的CAGR分别为12.71%/35.57%, 收入利润增速较为稳健。而2020年受到新冠疫情影响, 公司营收同比-11.72%至337.88亿元, 归母净利润同比+10.79%至5.00亿元。而后2021年由于经济环境好转, 2021年公司实现营收507.58亿元, 同比+50.23%, 归母净利润7.94亿元, 同比+58.85%。2022Q1-Q3, 受疫情影响销量下降所致, 公司营收356.90亿元, 同比-3.33%, 归母净利润6.14亿元, 同比+9.95%。

图表4:公司营收及同比增速



图表5:公司归母净利润及同比增速



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

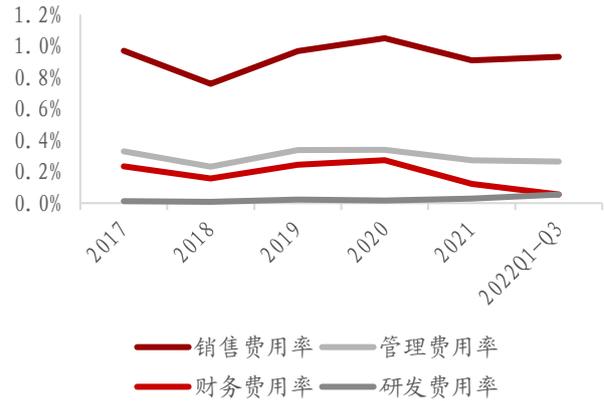
毛利率稳中有升, 净利率逐年上升。2016-2022Q3, 公司毛利率趋于平稳, 整体毛利率维持在4.00%左右。毛利率从2016年的3.41%提升至2022Q3的3.82%, 净利率从2016年的0.68%提升至2022Q3的1.73%。费用率方面, 2019年以来, 随着业务规模的不断扩大, 期间费用率稳中有降。2021-2022Q3, 由于职工薪酬和销售服务费上涨, 使得销售费用率从0.91%提升至0.93%, 管理和研发费用率维持在相对稳定的水平。2022Q3, 公司销售/管理/研发费用率分别为0.93%/0.26%/0.05%。

图表6:公司近年来毛利率&净利率



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

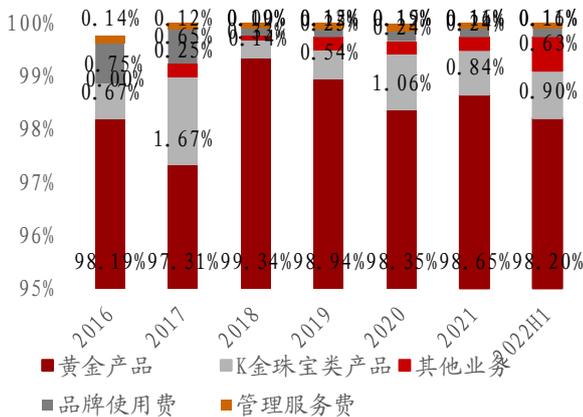
图表7:公司近年来费用率情况



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

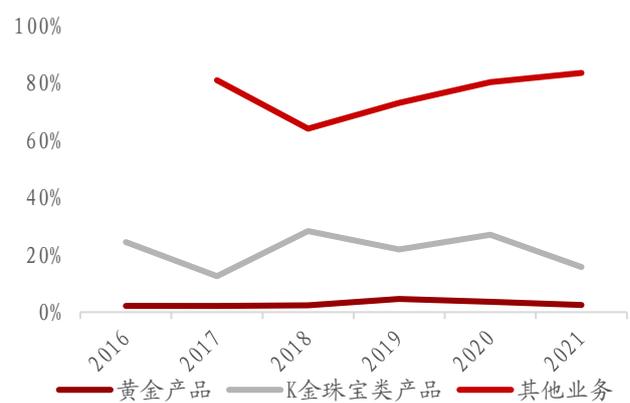
**分产品: 黄金产品占比稳步扩大, K金珠宝类产品毛利率较高。**公司产品类别包括黄金产品(金条、黄金首饰及黄金制品)、K金珠宝类产品(以K金、铂金、白银等制成的饰品,以及钻石、珍珠、翡翠、玉石、彩色宝石等镶嵌类珠宝产品)。2016-2022Q3, 黄金产品收入占比最大并维持在相对稳定的水平,收入结构较为稳定。2017年黄金产品占比为97.31%,相对其他年份较低,2017年后黄金产品占比增速较快的主要原因是由于采购渠道的改变和加盟店数量的增加所致,2018年以来,加盟商黄金产品需从中金珠宝采购,导致黄金产品销量大幅上升。截至2018年和2019年年末,公司加盟店数量分别为2119家/2852家,较2017年有所增长。2018年和2019年黄金产品收入占比分别为99.34%/98.94%,2022H1黄金产品收入占比为98.20%。毛利率方面,公司黄金产品毛利率维持稳定,K金珠宝类产品毛利率高于黄金产品,2021年黄金/K金毛利率为2.52%/15.75%。

图表8:主营业务营收分产品占比



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

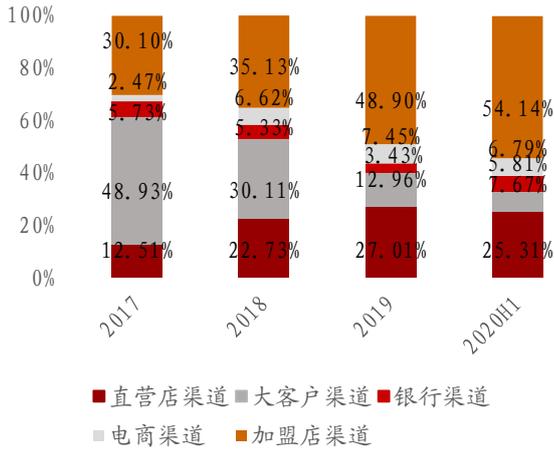
图表9:主营业务毛利率分产品情况



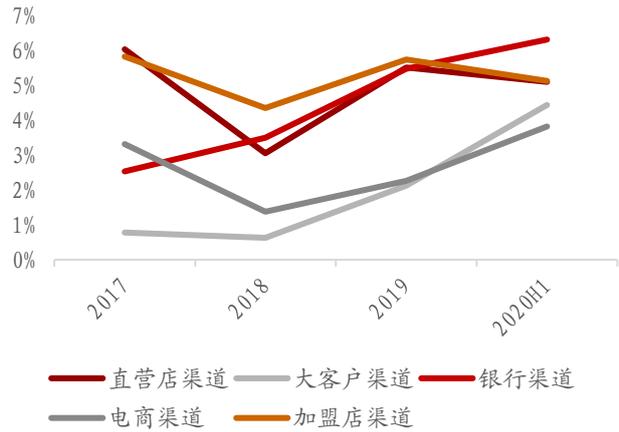
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

**分渠道: 公司不断扩张营业渠道规模,快速拓店覆盖消费市场。**主要包括直营店渠道、大客户渠道、银行渠道、电商渠道及加盟店渠道。公司通过在一、二线城市打造品牌形象店,提升中国黄金品牌的影响力和知名度,同时对周边三、四线及以下城市起到带动作用,全方位覆盖目标消费群体。2017-2020H1,加盟店渠道收入占比稳步扩大,从2017年的30.10%增长至2020H1的54.14%。毛利率方面,直营/大客户/银行/电商/加盟店渠道2020H1毛利率分别为5.11%/4.45%/6.33%/3.83%/5.14%,其中大客户/银行/电商渠道毛利率均有所提升。

图表10:主营业务营收分渠道占比



图表11:主营业务毛利率分渠道情况

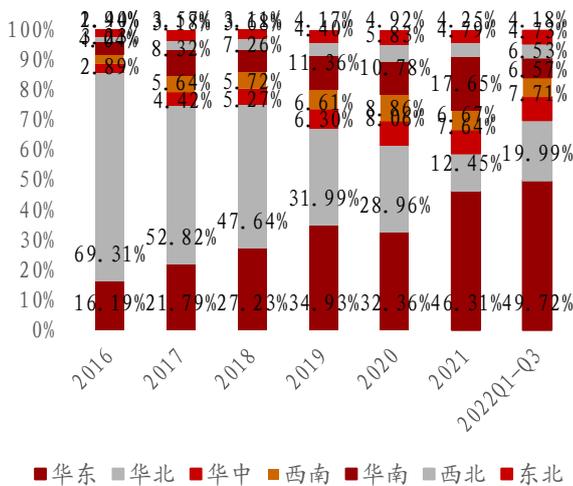


资料来源:公司公告, 万联证券研究所

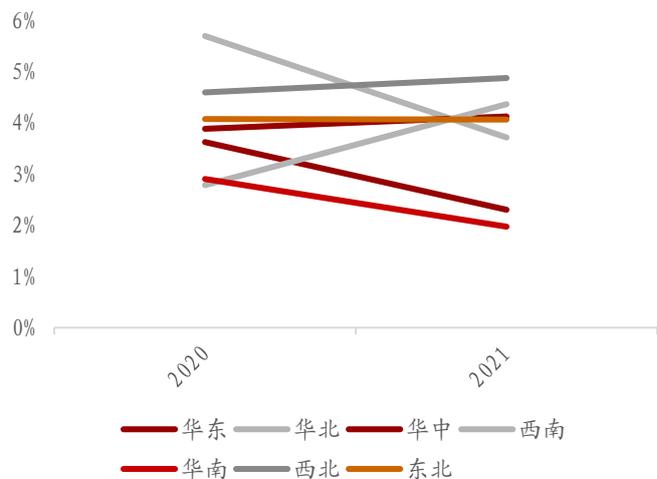
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

**分地区: 华东地区为优势区域, 但毛利率有所下滑。**华东地区收入占比接近一半, 2022Q3达到49.72%, 近年来保持平稳, 但毛利率从2020年的3.62%下滑至2021年的2.30%, 下滑幅度较大。华中和西南地区毛利率有所提升。地区营收占比方面, 华南/华北/华中/西南地区2022Q3收入占比分别为6.53%/19.99%/7.71%/6.57%, 其中, 华东/华北/华南/东北均有上升趋势。

图表12:主营业务营收分地区占比



图表13:主营业务毛利率分地区情况



资料来源:同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源:同花顺iFinD, 万联证券研究所

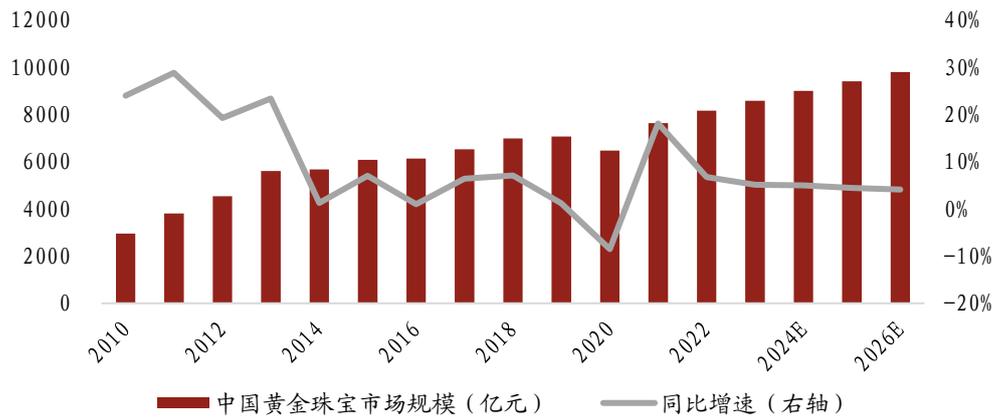
## 2 行业：疫情加速行业出清，龙头强者恒强

### 2.1 疫后恢复弹性大，长期金价上涨+多场景渗透率提升推动行业向好

我国黄金珠宝市场规模稳步提升。据Euromonitor数据，2010-2020年，中国黄金珠宝市场规模从2956.98亿元提升至6470.00亿元，CAGR达到8.46%。受疫情影响，2020年中国黄金珠宝市场规模为6470亿元，同比-8.50%。随着逐步控制疫情，2021年市场规模恢复至7641.74亿元，同比+18.11%。2022年末，国内逐步优化防疫政策，线下作为黄金珠宝的主要消费场景，此前受到疫情及封控的限制较多，随着防控政策的持续优化，线下珠宝消费有望迎来强势反弹。根据Euromonitor估计，2022-2026年中国黄金珠宝市场规模增速将恢复至4%-6%水平。

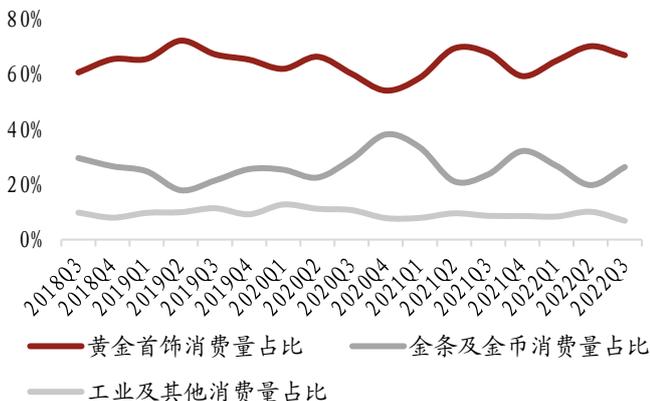
黄金具备“消费+投资”属性，长期金价上涨叠加黄金首饰多场景渗透率的提升，未来黄金珠宝市场规模有望持续扩大。黄金长期作为抗通胀的工具，仍然受到投资者青睐。另外，黄金珠宝还具备婚嫁、送礼、日常消费等属性，随着节假日送礼、“悦己”消费观念的普及，黄金首饰在多场景的渗透率有望进一步提升。从分类别消费量来看，2022Q3，黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金消费量占比分别为66.86%/26.32%/6.82%。其中，黄金首饰和工业及其他消费量占比有略微下降趋势。金条及金币消费占比从2021Q2的19.77%升至2022Q3的26.32%。

图表14:中国黄金珠宝市场规模及同比增速



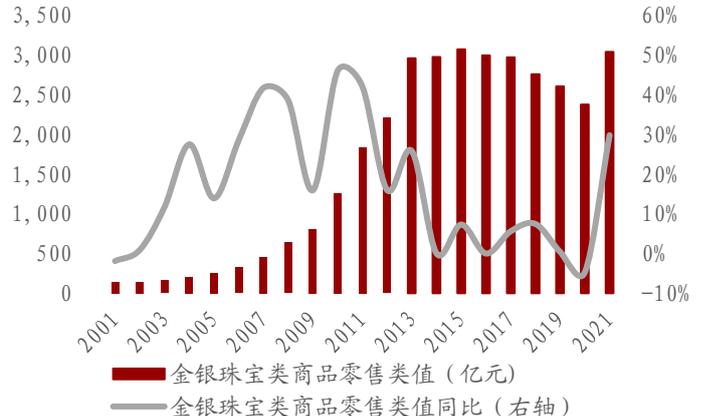
资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表15:各类黄金消费情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

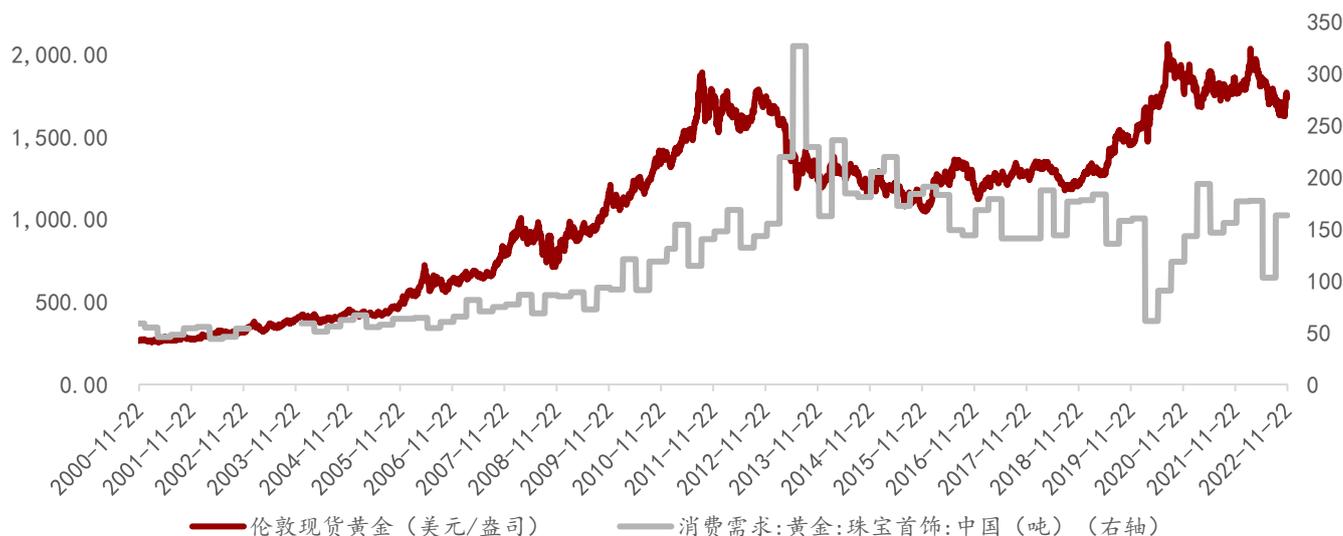
图表16:金银珠宝类商品零售额及同比增速



资料来源: 国家统计局, ifind, 万联证券研究所

**现货黄金价格波动大，珠宝消费需求有望回升。**近年来，受地缘政治紧张局势升级、美国通胀飙升、新冠病毒变异毒株在全球内的广泛传播等因素影响，国内外环境的复杂性和不确定性加大，全球经济发展速度放慢，以信用为基础的世界货币体系受到冲击。近两年伦敦现货黄金价格有明显上升趋势，2022年11月22日黄金现货价格高达1742.95美元/盎司。2020年以来，我国黄金珠宝首饰消费需求波动较大，2022年6月和2022年9月黄金珠宝首饰消费需求量分别为103.18吨/163.38吨。随着放开后第一波疫情的结束，婚庆等刚性需求有望回暖，带动黄金珠宝首饰消费。

图表17:伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

## 2.2 龙头积极开拓品类、扩渠道，有望实现强者恒强

**外资、港资与内资品牌三分天下，行业竞争激烈。**我国黄金珠宝市场形成了外资品牌、港资品牌与内资品牌三分天下的局面。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虽占据国内市场主要份额，但竞争相对激烈，主要品牌有港资品牌的周大福、周生生等和内资品牌中国黄金、老凤祥、周大生、潮宏基、通灵珠宝、明牌珠宝、萃华珠宝等。

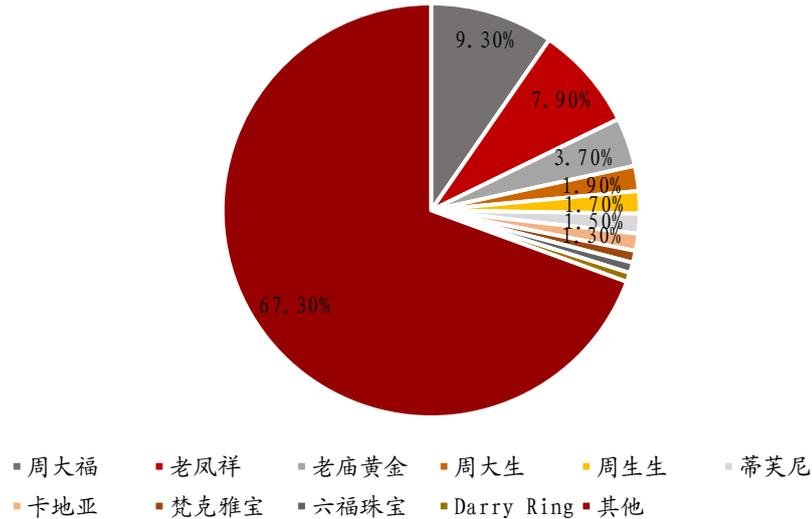
图表18:国内黄金珠宝行业竞争格局

| 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: 招股说明书、万联证券研究所

龙头积极开拓品类、扩渠道，有望实现强者恒强。自2020年以来，疫情冲击黄金珠宝线下消费场景，加速了行业洗牌。头部企业通过积极开拓品类、扩展渠道逆势抢占市场份额。根据Euromonitor的数据，2022年，我国黄金珠宝行业CR5/CR10分别为24.50%/29.70%，较2020年分别提升了5.4/6.6个pct。2022年市场份额Top5的品牌分别为周大福（9.30%）、老凤祥（7.90%）、老庙黄金（3.70%）、周大生（1.90%）、周生生（1.70%），其中，周大福的市占率提升最为明显，较2020年提升3.6个pct。

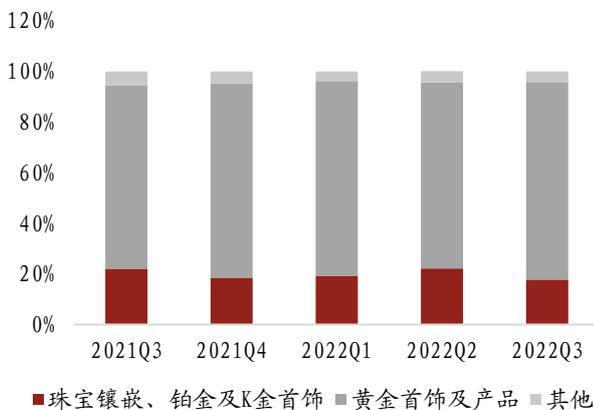
图表19: 2022年国内黄金珠宝行业品牌份额



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

- **拓品类:** 在国潮文化和“悦己”观念的影响之下，越来越多的消费者开始对传承了国风美学的中式黄金饰品着迷，同时渴望在传统与现代之间展现时髦态度。以周大福、老凤祥、周大生等为代表的黄金珠宝企业顺应这一潮流，纷纷对产品进行创新，加大对黄金类产品的研发，推出古法金、生肖金等品类，积极与各大IP联名，同时推出兼具时尚与传统的珠宝首饰，受到消费者追捧。

图表20:周大福中国内地各产品零售值占比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

注: 时间轴按实际时间对应。

图表21:周大福黄金、镶嵌类潮流产品



资料来源: 天猫旗舰店、万联证券研究所

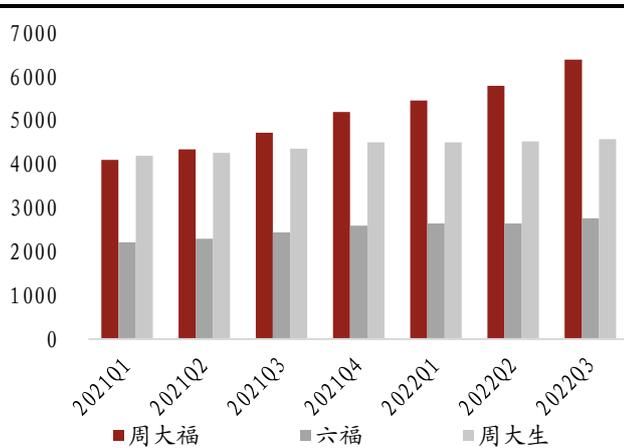
图表22:各品牌 IP 联名产品、古法金产品

| 品牌   | 产品系列       | 产品详情   |   |  |
|------|------------|--|---|--|
| 周大生  | 遇见国潮系列     | 吉庆祥鹿手镯   | 龙凤和美对戒  | 太平有象手镯   |
|      |            |   |  |   |
|      |            | 宝锁吊坠   | 如意吊坠  | 皇家福在眼前串珠   |
| 菜百   | 故宫“宫匠黄金”系列 |   |   |   |
|      |            | 风天成运吊坠   | 龙腾盛世吊坠  | 锦上添花吊坠   |
|      |            |   |   |   |
| 中国黄金 | 花木兰系列      | 御前侍卫御猫吊坠   | 护身虎吊坠   | 招财进宝御猫吊坠   |
|      |            |  |  |  |
|      |            | 周大福  | 故宫百宝阁系列   |  |

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

- **扩渠道：**疫情促进黄金珠宝行业洗牌，2021-2022年，头部黄金珠宝企业逆势加速开店。2022年，头部黄金珠宝企业门店数量保持增长趋势。2022年Q1-Q3，周大福珠宝（内地）逐季分别净增加267/338/595家门店，六福（内地）Q1-Q3分别净增加50/-3/122家门店。周大生也继周大福/老凤祥等之后，于2021年下半年推出省代模式加速开店抢占市场，据公司公告，周大生品牌内地门店数量于2022年Q1-Q3逐季分别净增加2/21/48家门店。

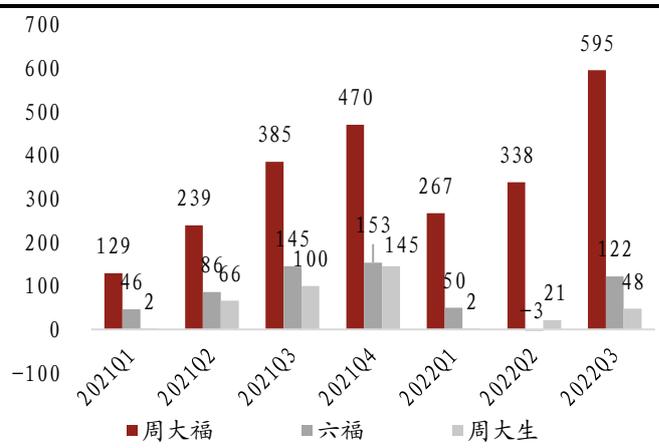
图表23:行业龙头近期门店数量情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取三家公司在大陆地区的主品牌门店数。

图表24:行业龙头近期门店数量净增加情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取三家公司在大陆地区的主品牌净增加的门店数。

### 3 产品：高附加值黄金产品占比提升+入局培育钻，毛利率提升可期

#### 3.1 黄金类产品：高附加值产品占比增加助力毛利率提升

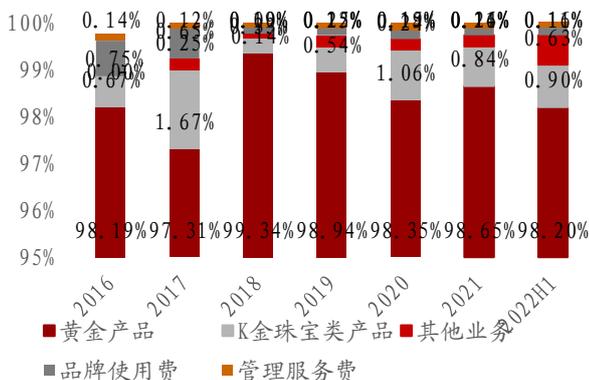
产品类别丰富，黄金产品收入占比高。公司主要产品包括黄金产品、K金珠宝类产品等。其中，黄金产品包括金条、黄金首饰及黄金制品。金条作为中金珠宝重要产品，主要以标准金为原料加工制成不同规格、品类和图案的金条类产品，具有较高投资收藏价值；黄金首饰为黄金足金首饰，品类包括手镯、戒指、项链、耳环、挂坠、手链等；黄金制品为黄金贵金属制成的艺术品及黄金工艺摆件等。K金珠宝类产品包括以K金、铂金、白银等制成的饰品，以及钻石、珍珠、翡翠、玉石、彩色宝石等镶嵌类珠宝产品，品类包括手镯、戒指、项链、挂坠、耳环、手链及各类工艺品等。2022H1，公司黄金产品和K金珠宝类产品收入占比分别达98.20%/0.90%。

图表25:公司主要产品

| 产品名称    | 类别   | 产品详情   | 收入占比 (2022H1) |
|---------|--|--|---------------|
| 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。                                 | 投资金条<br><br>黄金首饰<br><br>黄金工艺制品<br>    | 98.20%        |
| K金珠宝类产品 | 1) 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。2) 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。 | 18K金戒指<br><br>铂金项链<br><br>钻石饰品<br> | 0.90%         |

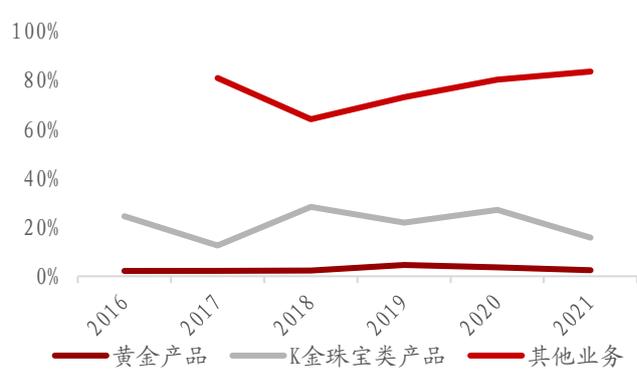
资料来源：招股说明书、中国黄金网店、万联证券研究所

图表26:主营业务营收分产品占比



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

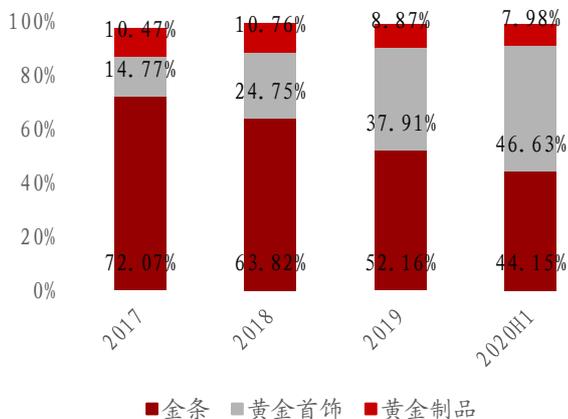
图表27:主营业务毛利率分产品情况



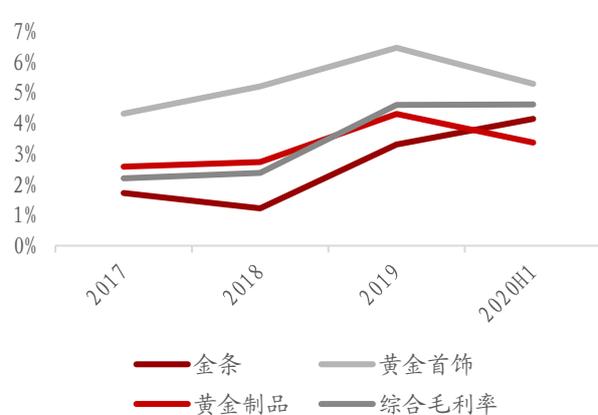
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

**黄金产品分品类：黄金首饰收入占比扩大，其毛利率高于综合毛利率。**2017-2020H1，黄金首饰收入占比稳步扩大，从2017年的14.77%增至2020H1的46.63%。毛利率方面，2020H1，黄金首饰/黄金制品/金条的毛利率分别为5.28%/3.37%/4.14%。其中，黄金首饰毛利率高于综合毛利率。

图表28:黄金产品分品类收入占比



图表29:黄金产品分品类毛利率

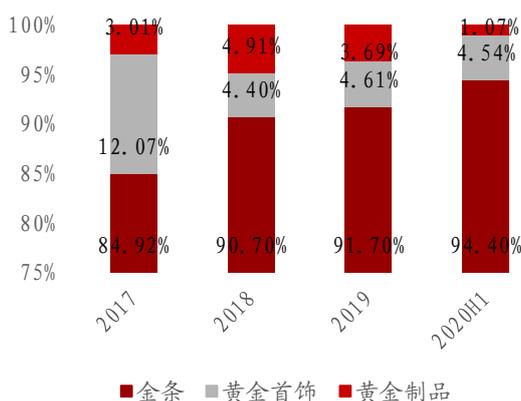


资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

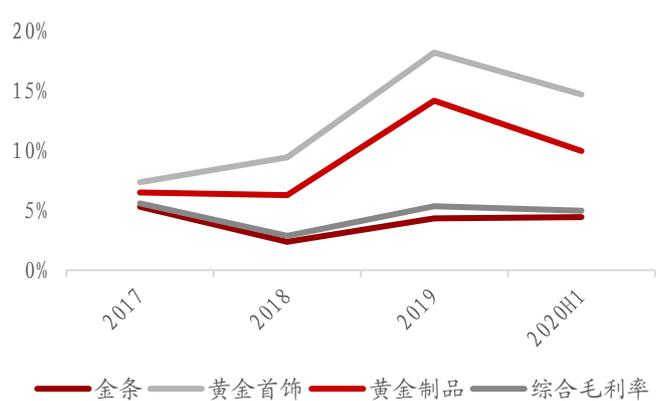
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

**直营渠道黄金产品分品类：金条收入占比逐步扩大，黄金首饰类产品毛利率较高。**2017-2020H1，黄金制品收入占比稳步扩大，从2017年的84.92%增至2020H1的94.40%。毛利率方面，直营店渠道黄金产品毛利率呈先下降后上升的趋势。2019年度，由于黄金标准金价格上升的缘故，公司黄金产品结构成本与产品实际销售时的黄金价格之间价差较大，因此2019年直营渠道黄金产品毛利率均有所上升。综合来看，黄金首饰和黄金制品毛利率均高于综合毛利率。2020H1较2019年有略微下降趋势，主要受疫情影响，黄金首饰和黄金制品因公司直营店营销活动导致毛利率略有下降。

图表30:直营渠道黄金产品收入占比



图表31:直营渠道黄金产品分品类毛利率



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

**产品覆盖全场景消费，满足消费者需求。**公司始终坚持将研发设计放在重要位置，坚持以品牌款式研发带动产品技术升级。经过多年的累计，公司已形成较为完善和先进的品牌体系。公司主要畅销产品系列包括中国黄金投资金条、Emoji系列、仲夏系列、随心系列等。其中，投资金条瞄准黄金理财市场，是对黄金投资理财爱好者专门研发的产品类型。随心系列的设计则承载了后现代简约主义的风格，针对年轻消费者。仲夏系列是以水果型饰品来充分展现女性内心的情怀。公司覆盖黄金产品的全场景消费，满足不同年龄段和不同消费水平的客户需求。

图表32:公司主要产品系列

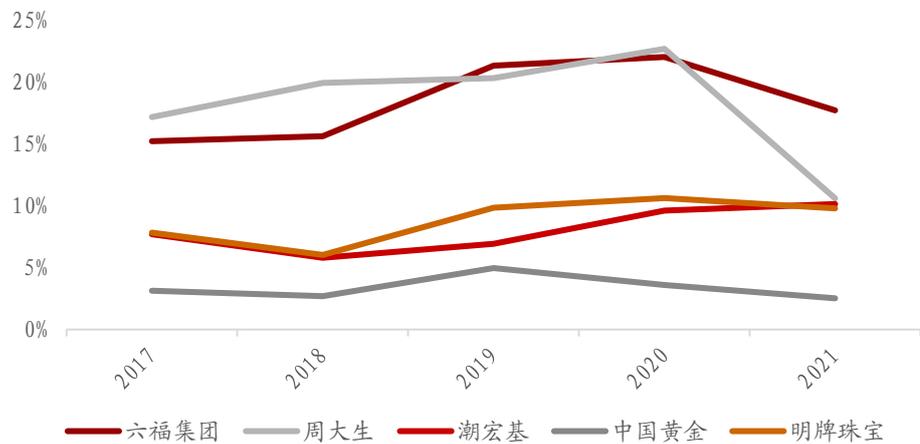
| 序号 | 系列名称     | 产品简介   | 产品样式  |
|----|----------|--|---|
| 1  | 中国黄金投资金条 | 投资金条瞄准黄金理财市场, 针对商务人士、收藏人士、黄金投资理财爱好者专门研发的产品类型。  |    |
| 2  | Emoji 系列 | 由国际顶尖新锐设计师领衔设计, 隆重推出中国黄金“emoji”系列产品。Emoji 金饰不只是产品, 更是一种潮流, 一种风格。                       |    |
| 3  | 生肖贺岁系列   | 遵循“传承经典”的理念, 将生肖文化融入到产品中, 将中国传统的寓意文字、吉祥图案、剪纸文化与贵金属文化高度融合, 以一种新的艺术创造形式为人们提供了值得馈赠、收藏的佳品。 |    |
| 4  | 幸运风车系列   | 以风车为主造型搭配珍珠、红碧玺给人以鲜艳、幸福、纯洁和吉祥之感。产品系列包括套链、戒指、耳饰、手链。                                     |    |
| 5  | 仲夏系列     | 以水果型饰品来抒发、表达夏日女性内心沁凉的情怀。   |    |
| 6  | 随心系列     | 材质为 18K 金和钻石, 采用倒模、抛光、微镶、露珠边等多道细腻、精湛的工艺为您精制打磨而成。承载了后现代简约主义的设计主张, 将概念中的复杂以及其简约的形态完美呈现。  |    |
| 7  | 悦乐系列     | 以牡丹为雏形, 配上简约主义的镂空设计, 结合古典和现代的元素, 充分展现现代女性对美的崭新诠释。                                      |   |
| 8  | 星空系列     | 以十二星座为主题, 产品以梦幻的星云作为设计素材, 总结归纳出每一款独特的产品, 以简洁的点线面结构将浩瀚星空淋漓呈现。                           |  |
| 9  | 星光系列     | 通过大小不同的星星排列, 呈现漫天的星光, 突出女性闪光、耀眼的一面。  |  |
| 10 | 芳心系列     | 外形以方形为主, 给人一种大气之感, 而内部的线条错综有序, 搭接美观, 使得首饰富有了层次感。黄金和黑玛瑙的搭配使得首饰更加彰显神秘与端庄之感。              |  |
| 11 | 圆舞曲系列    | 利用三大设计元素: 圆、绽放、裙摆体现现代女性对恋爱中那种浪漫、自由和舒适的爱情态度。  |  |
| 12 | 百年好合系列   | 百年好合系列产品为真爱点赞, 以荷花为造型, 用美好花语祝福新人一生甜蜜。  |  |
| 13 | 传爱精灵系列   | 以驯鹿的头像为主题形象, 配以蓝绿色烤漆和璀璨钻石给人以异域风情。从轻奢时尚的定位出发, 将圣诞元素设计为时尚、大气、简约的产品形象。                    |  |
| 14 | 吉有福系列    | 专为鸡年设计的贺岁产品, 有吊坠和耳钉。饰品采用简约主义的设计理念, 产品设计简洁大方。设计中巧妙运用“鸡”通“极”的谐音, 为各个饰品配上“极”的主题。          |  |
| 15 | 得鱼系列     | 得鱼系列的意思是“得余”寓意生活富足。成语中有“如鱼得水”, 而珍珠又是生于大海之中, 海纳百川, 鱼儿畅游在无尽的大海中, 就如同徜徉在无尽的爱里, 幸福流长。      |  |
| 16 | 方寸系列     | 方寸系列产品表现出了女性的坚韧、强大、有大格局的现代价值观。   |  |

资料来源: 招股说明书、万联证券研究所

公司注重产品设计研发，扩充研发团队阵容。公司2021年完成各类新品开发403项，截止2021年公司专利申请数达228项，有效授权专利为223项，此外公司拥有发明专利共计2项。中国黄金研发设计中心进一步扩充研发设计人员，完善研发团队管理和培训体系，以市场发展和消费者需求为指引，丰富产品类别，加速工艺升级。

优化产品设计，未来高附加值黄金产品占比的提升将抬升公司利润率水平。公司不断开发更多IP产品丰富公司产品矩阵，将加强与各博物馆合作开发各类国潮产品。公司重视设计和研发能力的加强，目前有自己的设计团队，包括外协设计师和合作供应商的设计师。随着新品研发能力的加强，公司也在优化自己的产品结构：**①增加文化类产品：**与故宫开展合作研发IP产品，并在故宫开设门店进一步加强合作；**②跨界合作：**与小米和中国航天进行新品合作。公司与小米有品通过跨界合作联合开发产品“金扣扣”深受消费者喜欢。**③与大师进行合作。**目前公司的黄金产品毛利率相较于周大福、六福集团、周大生等品牌更低，主要是由于公司的产品结构中，低毛利率的投资金条占比更高，而随着未来公司高附加值的黄金首饰产品占比提升，利润水平有望迅速放大。

图表33:各品牌商黄金产品毛利率对比

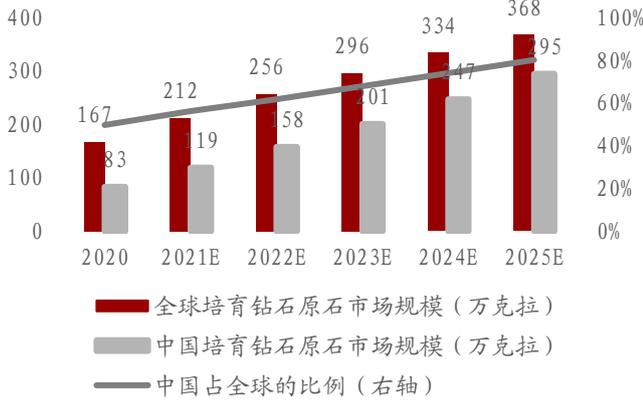


资料来源：公司公告、万联证券研究所

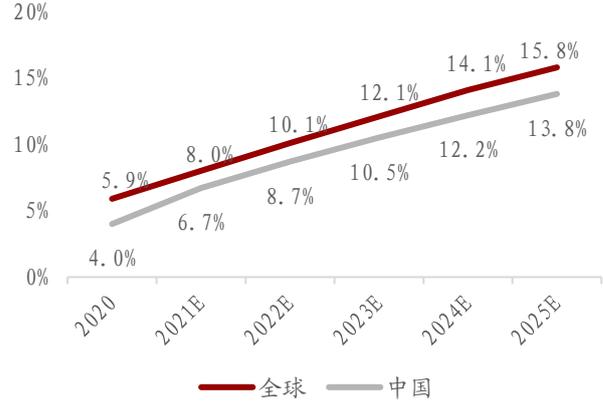
### 3.2 布局培育钻石产业链：入局培育钻赛道，未来收入利润提升可期

多因素驱动下，全球培育钻石市场未来空间广阔。培育钻诞生于实验室，其成分与结构与天然钻石相同。随着生产技术的提升，培育钻相比于天然钻的价格优势将进一步凸显。而近年来各大珠宝商纷纷布局培育钻，随着媒体和品牌商的多方宣传教育，未来培育钻有望在婚嫁、悦己消费等多个场景实现替代。根据贝恩咨询的数据显示，2020年，全球培育钻石渗透率为5.9%，预计到2025年将提升至15.8%；2020年，中国培育钻石渗透率为4%，预计到2025年将提升至13.8%，培育钻石未来市场空间可期。

图表34:全球 vs 中国培育钻石原石市场规模及预测



图表35:全球 vs 中国培育钻石渗透率

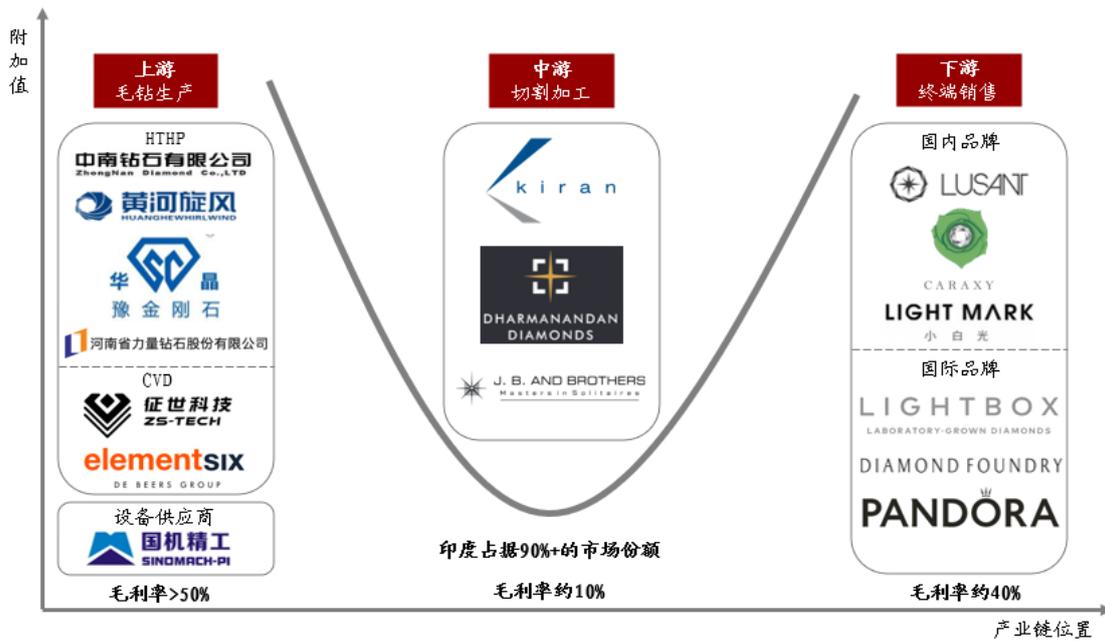


资料来源: 贝恩, 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

资料来源: 贝恩, 戴比尔斯, 万联证券研究所

产业链呈现微笑曲线形态, 上游和下游利润水平可观。培育钻石产业链上中下游环节分别为毛钻生产、切割加工、终端销售, 中国、印度、美国分别主导这三个环节的市场。据观研天下, 上游培育钻石生产毛利率超过50%, 中游加工依赖大量人力毛利率约10%, 下游零售品牌溢价加成毛利率约40%。

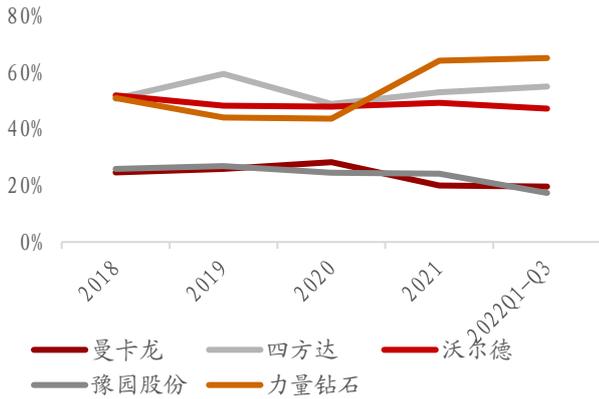
图表36:培育钻石产业链呈现微笑曲线



资料来源: 培育钻石网, 各公司官网, 万联证券研究所

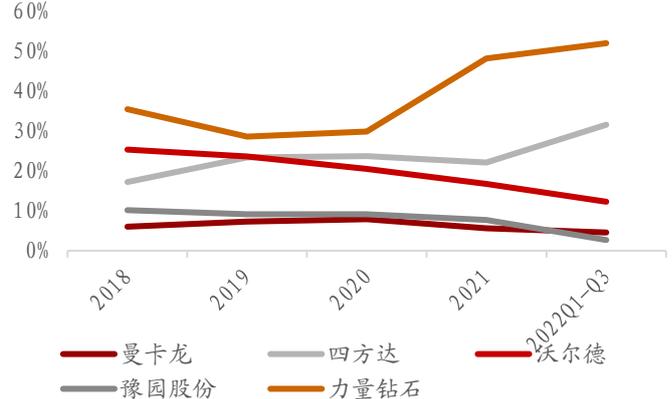
培育钻石龙头企业盈利能力强。毛利率方面, 2022Q1-Q3, 曼达龙/四方达/沃尔德/豫园股份/力量钻石毛利率分别为19.59%/54.99%/47.13%/17.34%/65.01%。其中, 力量钻石毛利率增幅明显。净利率方面, 2022Q1-Q3, 曼达龙/四方达/沃尔德/豫园股份/力量钻石毛利率分别为4.55%/31.50%/12.24%/2.67%/51.89%, 其中, 力量钻石遥遥领先。

图表37:国内部分培育钻石上市公司毛利率对比



资料来源: ifind, 万联证券研究所

图表38:国内部分培育钻石上市公司净利率对比



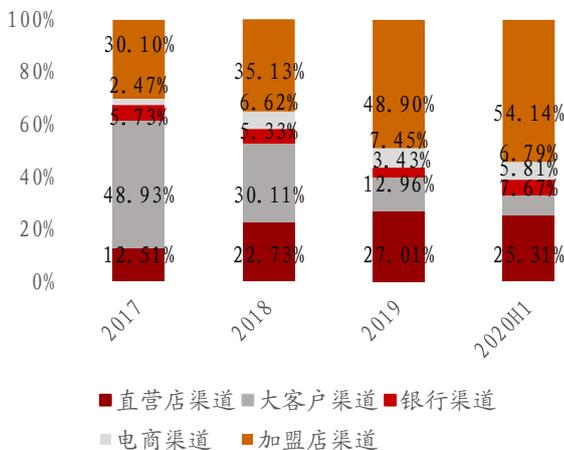
资料来源: ifind, 万联证券研究所

目前中国黄金正计划入局培育钻产业链, 随着产品的放量, 未来收入与利润提升可期。从2022年开始, 公司已经开始重点关注培育钻石行业, 未来将从制造端、生产端、零售端进行全产业链布局, 并组建国际贸易交易平台。公司目前正积极建设培育钻石研发设计中心、展示交易公司和供应链服务公司。对于上游制造端, 公司表示会采用兼并重组的方式介入; 下游零售端则会先利用电商和直播渠道推广培育钻石, 再逐步调整策略布局实体店, 以一二线城市为主, 开设培育钻石体验店, 再做渠道下沉。2023年2月7日, 公司董事会会议审议通过公司成立培育钻石(新材料)推广事业部的议案。

#### 4 渠道: 门店快速扩张, 积极开展电商直播业务

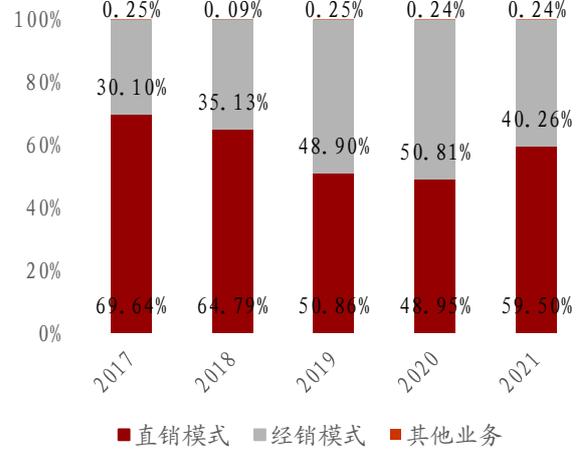
公司不断扩张渠道, 以“直销+经销”的方式推进渠道规模扩张。公司销售模式包括直营模式和经销模式。其中, 直营模式包括直营店渠道、大客户渠道、银行渠道、电商渠道等, 经销模式主要为加盟店渠道。2017-2021年, 公司持续优化加盟体系, 积极调动加盟商积极性, 加盟体系业绩不断创新高, 经销模式收入占比则从30.10%提升至40.26%, 直销模式收入占比从69.64%下降至59.50%。

图表39:公司各渠道收入占比



资料来源: 招股说明书, 万联证券研究所

图表40:公司直销和经销渠道收入占比



资料来源: 招股说明书, 万联证券研究所

#### 4.1 线下渠道：门店快速铺开，股权激励绑定省级加盟商

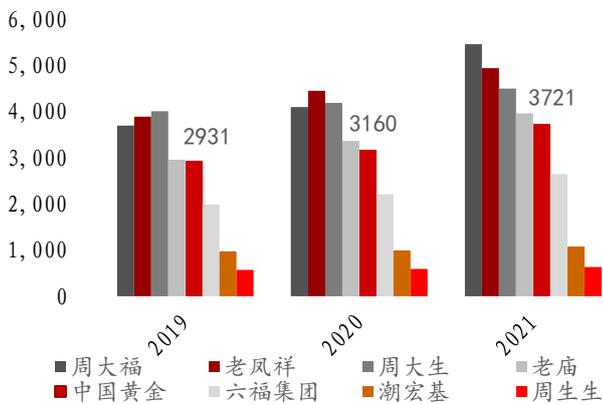
线下门店方面，公司通过在一、二线城市的核心商圈及重要交通枢纽开设旗舰店的方式，形成了一批经营管理标准化的样板店，有效地提升品牌的影响力和知名度，对城市周边和三、四线城市的加盟店产生了有力的辐射作用和带动作用，构成了以一线城市为核心、省会城市和计划单列市为骨干、三四线城市为主体的全国性黄金珠宝销售体系。2017-2021年，公司门店数量从1865家提升至3721家，其中加盟店提升至3630家，直营店提升至91家，同时，公司的门店数量跻身第一梯队，仅次于老凤祥（4945家）、周大生（4502家）、周大福（4098家）、老庙（3959家）。

图表41:公司线下门店数量

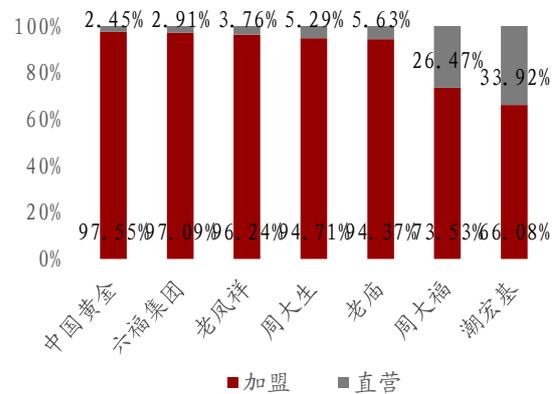
| 年份     | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------|------|------|------|------|------|
| 加盟店数量  | 1805 | 2119 | 2852 | 3075 | 3630 |
| 加盟店净增加 |      | 314  | 733  | 223  | 555  |
| 直营店数量  | 60   | 63   | 79   | 85   | 91   |
| 直营店净增加 |      | 3    | 16   | 6    | 6    |
| 门店数总计  | 1865 | 2182 | 2931 | 3160 | 3721 |
| 门店数净增加 |      | 317  | 749  | 229  | 561  |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表42:2017-2021年各大品牌商门店数对比



图表43:2021年各大品牌商加盟和直营店占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

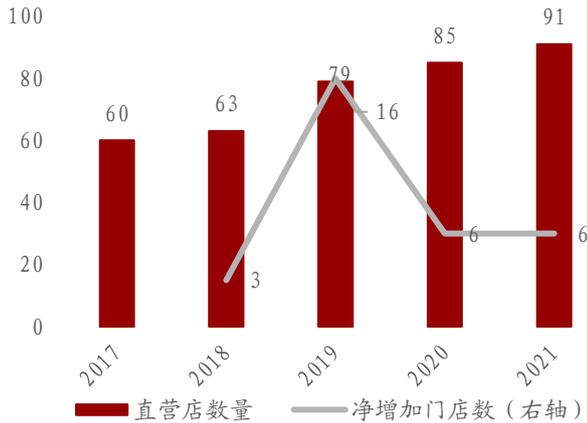
注：港股采用中国内地口径统计（2021.3-2022.3对标A股2021年；2020.3-2021.3对标A股2020年）

注：港股采用中国内地口径统计

##### 4.1.1 直营渠道

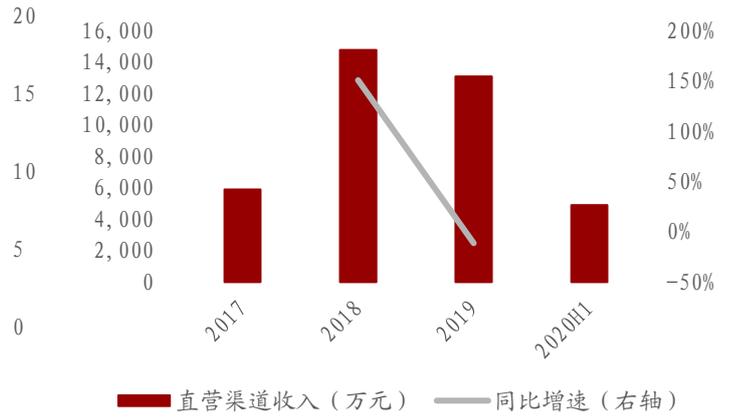
直营店数量稳步上升，未来将着眼于提升品牌形象。公司着力关注有消费潜力及影响力的高端商圈、购物中心模式商场以及由原业态向“新零售”实施转型的项目等进行合作，着眼于提升品牌的影响力与辐射面，通过直营店建立良好的品牌形象和良性运营效果。从门店数量来看，2017-2021年，公司的直营店数量从60家提升至91家；从单店收入来看，2018年度，平均单店收入增至14757.48万元/店，同比+150.59%，主要原因是由于当年下半年黄金价格上涨趋势明显，公司抓住市场机遇，金条销售收入增快，因此平均单店收入有所上涨。2019年以来，由于直营店渠道扩张较快，新开店尚处于业务开拓期，因此直营店渠道平均单店实现收入略有下降。

图表44:公司直营门店数量



资料来源: 招股书、公司公告、万联证券研究所

图表45:公司直营渠道门店单店收入及同比增速



资料来源: 招股说明书、万联证券研究所

着力提升店面形象, 注重单店运营质量。2021年, 随着品牌影响力不断提升, 公司在重点区域加强建设有区域影响力的店面, 例如对首都机场店面做了升级改造, 增设精品展示区域, 方便旅客购物与休息, 同时升级店面形象。2022年3月, 公司与故宫博物院合作, 在神武门开设故宫文创馆“金银器馆”, 助力提升品牌形象。

图表46:中国黄金首都机场店面图



资料来源: 首都机场官网, 万联证券研究所

图表47:故宫文创馆



资料来源: 中金珠宝店微信公众号、万联证券研究所

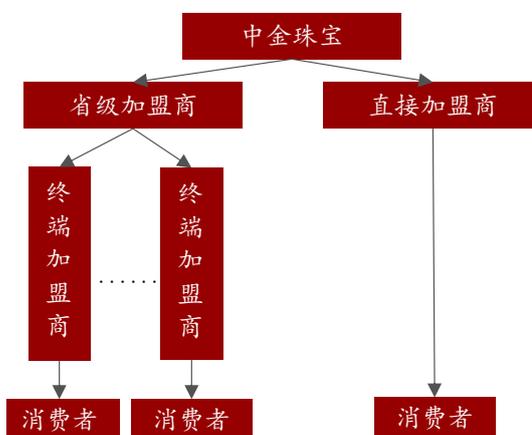
#### 4.1.2 加盟渠道

公司已建立覆盖全国范围的加盟体系, 以“省级加盟商-终端加盟商”销售体系不断开拓消费市场。加盟商可分为省级加盟商、直接加盟商和终端加盟商三种。公司与省级加盟商直接开展日常业务往来, 各服务中心负责管理各终端加盟商, 即省级加盟商与终端加盟商直接开展日常业务往来。

- **规模方面:** 省级加盟商主要负责产品的大批量采购业务, 将产品销售至区域内各终端加盟商; 终端加盟商、直接加盟商通常经营直接零售业务, 面向终端消费者销售产品。
- **产品方面:** 省级加盟商、直接加盟商均直接从公司采购金条、黄金首饰及黄金制品等产品。
- **股权激励方面:** 公司的主要股东彩凤金鑫作为省级加盟商/直接加盟商组建的产业投资合伙平台, 持有公司8.31%的股权。根据公司招股书显示, 省级加盟商除西

藏中金实业有限公司、成都中金贵福珠宝有限责任公司未加入彩凤金鑫持股平台外，其余省级加盟商之实际控制人或高级管理人员均系彩凤金鑫之合伙人，间接持有发行人股份。公司对省级加盟商做股权激励，有助于激发渠道活力，深入绑定省级加盟商与公司的关系。

图表48:公司加盟体系



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

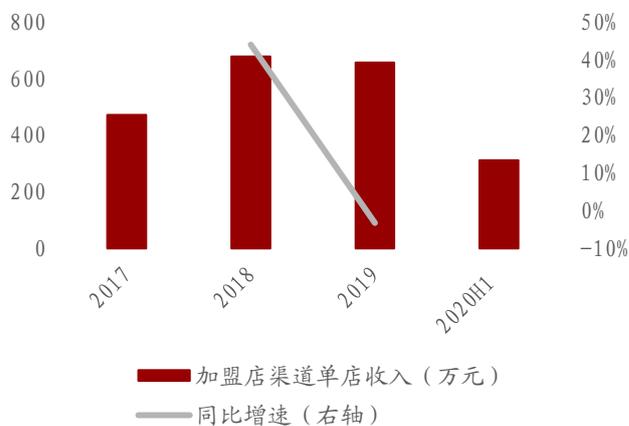
近年来公司的加盟店数量飞速扩张。公司的加盟店数量从2017年的1805家增长至2021年的3630家。2021年，公司加盟渠道净增长门店数量为555家。2019年门店单店收入为656.19万元，同比分别-3.24%。在门店业务受到疫情的影响下，公司给予加盟商相应的政策扶持、资金支持及品牌运营指导，以减少疫情对加盟商经营带来的影响。

图表49:公司加盟门店数量



资料来源：公司公告、联证证券研究所

图表50:公司加盟渠道门店单店收入及同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

## 4.2 大客户渠道、银行渠道：采购量大，与大客户合作稳定

### 4.2.1 大客户渠道

为大客户提供定制业务，满足客户个性化需求。公司通过发掘大客户潜在产品和市场需求，与各大型客户深入合作，从而实现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），或者大客户委托公司批量生产定制化产品。大客户渠道销售主要满足各类集团采购、团购定制、大额客户采购或集中采购业务需求。

**大客户渠道金条采购量大，推进合作稳定性。**大客户渠道的主要客户从公司采购的产品主要是金条产品，客户将根据自身业务需求决定采购规模。由于大客户渠道客户采购金条量较大、金额较高，渠道前五大客户的新增和退出对金条销售量有一定影响。根据公司招股书显示，2020H1，公司大客户渠道的前五大客户分别为中国邮政集团、北京金一文化、浙江运发投资、中艺黄金控股、江西全资供应链金服，前五大客户金额占该渠道比例为89.11%。

图表51:公司大客户渠道前五大客户情况

| 年度   | 客户名称             | 占本渠道         |        | 年度     | 客户名称             | 占本渠道       |        |
|------|------------------|--------------|--------|--------|------------------|------------|--------|
|      |                  | 金额(万元)       | 比例     |        |                  | 金额(万元)     | 比例     |
| 2017 | 北京黄金交易中心有限公司     | 564,481.35   | 40.84% | 2018   | 北京黄金交易中心有限公司     | 542,294.62 | 44.02% |
|      | 冀中中冀黄金销售(天津)有限公司 | 491,917.51   | 35.59% |        | 冀中中冀黄金销售(天津)有限公司 | 201,682.10 | 16.37% |
|      | 广州每金文化产业有限公司     | 113,396.95   | 8.20%  |        | 中信国安投资有限公司       | 92,384.69  | 7.50%  |
|      | 中国邮政集团公司         | 77,151.10    | 5.58%  |        | 宝泉钱币投资有限公司       | 83,128.13  | 6.75%  |
|      | 宝泉钱币投资有限公司       | 60,482.63    | 4.38%  |        | 中国邮政集团公司         | 67,685.57  | 5.49%  |
| 合计   |                  | 1,307,429.54 | 94.59% | 合计     |                  | 987,175.11 | 80.13% |
| 2019 | 中国邮政集团公司         | 95,649.85    | 19.28% | 2020H1 | 中国邮政集团公司         | 51,846.74  | 43.73% |
|      | 宝泉钱币投资有限公司       | 78,151.92    | 15.76% |        | 北京金一文化发展股份有限公司   | 27,230.80  | 22.97% |
|      | 国金黄金股份有限公司       | 31,049.74    | 6.26%  |        | 浙江运发投资有限公司       | 16,414.84  | 13.85% |
|      | 北京金一文化发展股份有限公司   | 30,667.88    | 6.18%  |        | 中艺黄金控股股份有限公司     | 5,557.05   | 4.69%  |
|      | 深圳百泰投资控股集团有限公司   | 30,657.39    | 6.18%  |        | 江西全资供应链金融服务有限公司  | 4,585.46   | 3.87%  |
| 合计   |                  | 266,176.78   | 53.66% | 合计     |                  | 105,634.89 | 89.11% |

资料来源：招股说明书、万联证券研究所

#### 4.2.2 银行渠道

与多家商业银行保持业务合作关系，提高渠道效能。公司与工商银行、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、网点众多的优点，依据不同合作情况以买断式或代销模式在银行网点内销售各类产品。主要为开展品牌投资金的加工业务、贵金属代销业务、个性化定制展销等。公司主要利用商业银行的渠道优势，提升产品的覆盖范围及品牌影响力，提高渠道效能及产品市场占有率。根据公司招股书显示，2020H1，公司银行渠道前五大客户分别为交通银行、中信银行、浦发银行、工商银行、农业银行，前五大客户金额占该渠道比例为86.27%。

- **业务部：**公司银邮事业部负责与各银行开展业务往来，拓展消费渠道。公司与银行的合作较为全面，未来也会持续深化与各大银行的合作。
- **业务与产品：**公司与银行渠道的合作业务包括金条的销售业务、联合产品合作和一部分代加工等业务。在多种产品中都有和银行渠道合作，例如K金单品、金邮票、金饰品等等。

图表52:公司银行渠道前五大客户情况

| 年度   | 客户名称                     | 占本渠道       |        | 年度     | 客户名称                   | 占本渠道       |        |
|------|--------------------------|------------|--------|--------|------------------------|------------|--------|
|      |                          | 金额 (万元)    | 比例     |        |                        | 金额 (万元)    | 比例     |
| 2017 | 交通银行股份有限公司               | 84,076.43  | 51.94% | 2018   | 交通银行股份<br>有限公司         | 126,676.10 | 58.13% |
|      | 中信银行股份有<br>限公司           | 44,490.77  | 27.48% |        | 中信银行股份<br>有限公司         | 36,759.13  | 16.87% |
|      | 上海浦东发展银行<br>股份有限公司       | 9,133.75   | 5.64%  |        | 上海浦东发展<br>银行股份有限<br>公司 | 21,065.67  | 9.67%  |
|      | 浙江绍兴瑞丰农村<br>商业股份有限公<br>司 | 3,797.15   | 2.35%  |        | 上海银行股份<br>有限公司         | 5,459.01   | 2.50%  |
|      | 中原银行股份有限<br>公司           | 1,668.09   | 1.03%  |        | 中国工商银行<br>股份有限公司       | 5,122.58   | 2.35%  |
| 合计   |                          | 143,166.19 | 88.44% | 合计     |                        | 195,082.49 | 89.52% |
| 2019 | 交通银行股份有限<br>公司           | 59,594.40  | 45.33% | 2020H1 | 交通银行股份<br>有限公司         | 46,253.45  | 51.53% |
|      | 中信银行股份有限<br>公司           | 26,630.52  | 20.26% |        | 中信银行股份<br>有限公司         | 13,783.56  | 15.36% |
|      | 上海浦东发展银行<br>股份有限公司       | 13,946.53  | 10.61% |        | 上海浦东发展<br>银行股份有限<br>公司 | 9,384.75   | 10.46% |
|      | 中国农业银行股份<br>有限公司         | 5,922.59   | 4.50%  |        | 中国工商银行<br>股份有限公司       | 4,104.63   | 4.57%  |
|      | 中国工商银行股份<br>有限公司         | 5,025.32   | 3.82%  |        | 中国农业银行<br>股份有限公司       | 3,903.40   | 4.35%  |
| 合计   |                          | 111,119.36 | 84.52% | 合计     |                        | 77,429.79  | 86.27% |

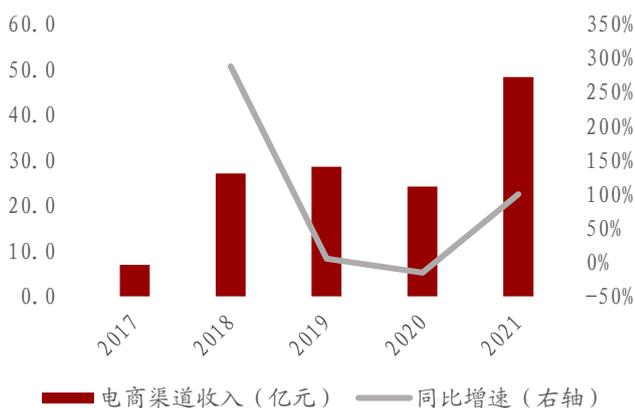
资料来源：招股说明书、万联证券研究所

### 4.3 电商渠道：积极发展电商业务，塑造品牌形象

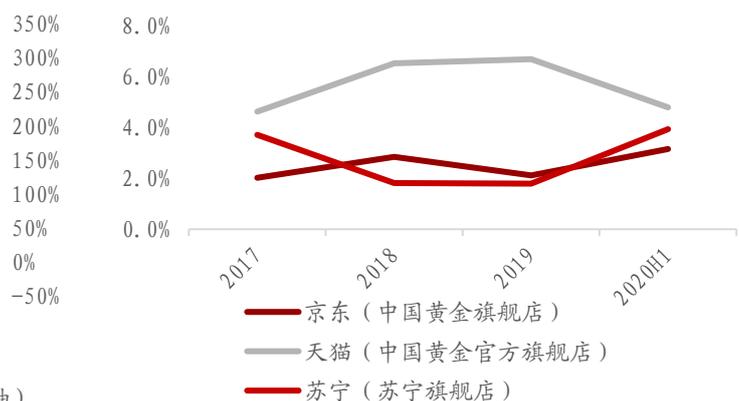
电商业务采取全网多渠道铺开策略，已与多家平台合作。公司已建立自有线上销售平台，同时与京东、天猫、苏宁等多家大型电商平台合作，以在各电商平台开设旗舰店等方式面向终端消费者销售。后续还将陆续选择部分与品牌及产品契合度较高并具发展潜质的平台入，从而提升线上品牌影响力和市场占有率。根据公司招股书显示，2020H1，公司电商渠道前五大客户为京东、小米有品、淘宝、中国黄金微商城、腾讯，前五大客户金额占该渠道比例为95.40%。

近年来公司电商业务迅速发展。2017-2021年，公司电商渠道收入从6.98亿元提升至48.33亿元，CAGR为62.20%。2021年，公司电商渠道收入为48.33亿元，同比+99.86%。2022H1，公司精确把握平台流量资源销售节点，提升电商营销的同时转化销售策略，京东平台店铺投资金额行业位居第一、抖音平台618珠宝黄金品牌销售额排行榜位居第2。毛利率方面，电商各渠道销售毛利率有一定差异，主要原因是各平台销售的产品品类及销售模式不同，苏宁集采店毛利率普遍较低；天猫中国黄金官网旗舰店销售产品种类丰富，黄金首饰及K金珠宝类产品毛利率普遍较高。

图表53:电商渠道收入及同比增速



图表54:电商各平台毛利率



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

资料来源：招股说明书、万联证券研究所

图表55:公司电商渠道前五大客户情况

| 年度   | 客户名称         | 占本渠道       |        | 年度     | 客户名称         | 占本渠道比      |        |
|------|--------------|------------|--------|--------|--------------|------------|--------|
|      |              | 金额 (万元)    | 比例     |        |              | 金额 (万元)    | 例      |
| 2017 | 京东渠道         | 49,172.49  | 70.42% | 2018   | 苏宁渠道         | 191,877.12 | 70.84% |
|      | 淘宝渠道         | 15,586.97  | 22.32% |        | 京东渠道         | 42,782.07  | 15.79% |
|      | 上海柯莹电子商务有限公司 | 2,501.82   | 3.58%  |        | 淘宝渠道         | 21,850.17  | 8.07%  |
|      | 中国黄金官方网站商城   | 915.42     | 1.31%  |        | 拼多多渠道        | 10,203.07  | 3.77%  |
|      | 苏宁渠道         | 724.99     | 1.04%  |        | 上海东方电视购物有限公司 | 3,072.48   | 1.13%  |
| 合计   |              | 68,901.69  | 98.67% | 合计     |              | 269,784.91 | 99.60% |
| 2019 | 苏宁渠道         | 157,342.03 | 55.17% | 2020H1 | 京东渠道         | 46,608.14  | 44.44% |
|      | 京东渠道         | 72,924.21  | 25.57% |        | 小米有品渠道       | 29,779.55  | 28.40% |

|    |              |            |        |    |         |            |        |
|----|--------------|------------|--------|----|---------|------------|--------|
|    | 小米有品渠道       | 26,785.88  | 9.39%  |    | 淘宝渠道    | 17,173.28  | 16.38% |
|    | 淘宝渠道         | 22,963.80  | 8.05%  |    | 中国黄金微商城 | 4,281.91   | 4.08%  |
|    | 上海东方电视购物有限公司 | 3,024.94   | 1.06%  |    | 腾讯渠道    | 2,201.94   | 2.10%  |
| 合计 |              | 283,040.86 | 99.24% | 合计 |         | 100,044.82 | 95.40% |

资料来源：招股说明书、万联证券研究所

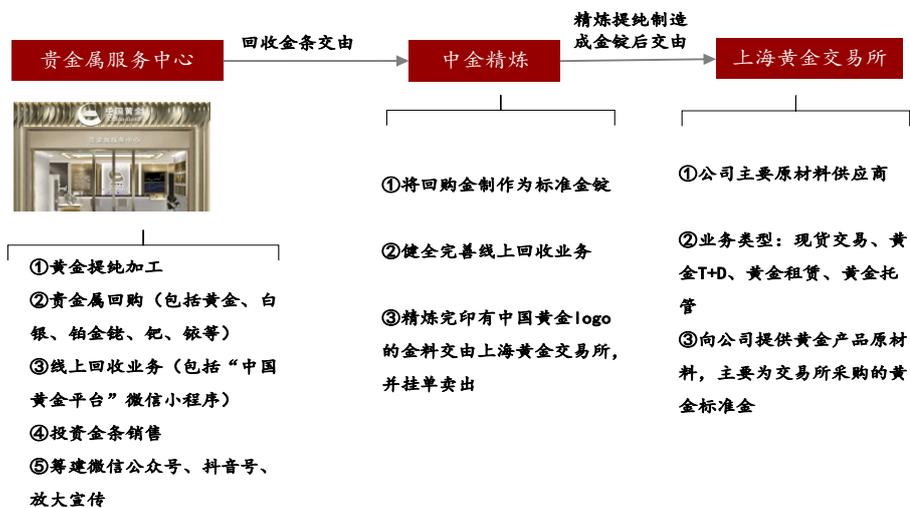
公司对电商各平台产品进行梳理和细化，电商渠道未来有望高速增长。公司对各平台产品进行细化，布置线上联动的营销活动，大力发展古法金新产品以及和其他IP产品合作的支撑。2021年，公司开设了电子商务（长沙）公司，对电商渠道进行了结构性的调整。从2022年上半年的整体变化来看，效果明显，未来电商渠道有望高速增长。

## 5 回购：精炼回购补齐业务闭环，拉动后端黄金消费

精炼回购补齐业务闭环，有望增强消费粘性，拉动收入增长。2020年8月，中金精炼完成股份制改造，成为公司旗下一员，主营贵金属的生产、加工、提纯精炼。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。作为下属企业，中金精炼顺利通过了上海黄金交易所验收，填补了“国字号”品牌在上金所交易的空白。2021年4月，中金精炼投产启动。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。顾客可通过“中国黄金回收平台”小程序进行自助邮寄，待机构检测并确认金价后即可收到打款。2021年9月，公司在线下开设贵金属服务中心，进一步拓展黄金回购业务。精炼回购补齐了公司的业务闭环，此举有助于增强前端消费粘性，打开后端珠宝市场规模，随着可服务网点不断增加，未来有望成为拉动收入增长的引擎，打造独立的中国黄金“再生金”回收品牌。

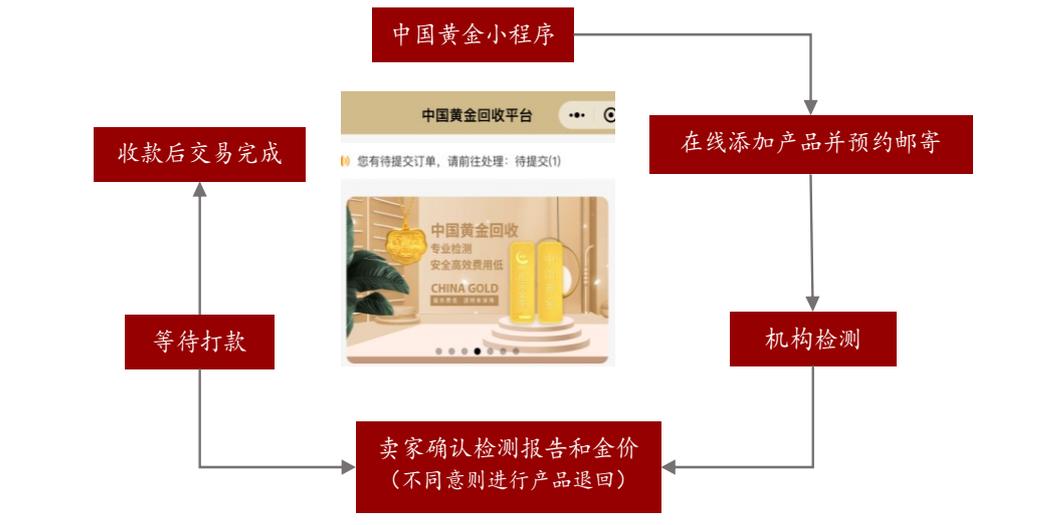
此外，公司还通过与各品牌店面建立独立回收网点，整合线下回收资源。构建精炼产业园，延伸产业品种，增加多条贵金属生产线，加大对银、铂、铑、钯、铱等贵金属的业务布局，拓展贵金属工业原材料应用新版图。依托公司既有渠道资源，抢占黄金回收市场份额。

图表56:公司精炼回购业务闭环



资料来源：公司公告、上海证券报、万联证券研究所

图表57:微信平台回收流程



资料来源: 中国黄金微信回收平台、万联证券研究所

## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

我们将公司业务按产品拆分为黄金产品、K金珠宝类产品、其他业务、品牌使用费和管理服务费。

- 1) **黄金产品:** 近年疫情加速黄金珠宝行业出清, 头部企业将会抢占更多市场。2022年, 受到疫情超预期的影响, 预计黄金产品收入增速为-1%, 2023-2024年黄金产品收入增速有望重回18%和15%的双位数增长。且随着公司黄金产品的持续升级, 黄金类产品的毛利率有望稳步提升。
- 2) **K金珠宝类产品:** 2019-2021年, 公司K金类产品增速快速增长, 2022年由于受疫情超预期的影响, K金珠宝类产品的收入增速或将跌至个位数。我们预计, 2022-2024年K金珠宝类产品收入增速分别为3%/20%/18%, 毛利率分别为16%/18%/20%。
- 3) **其他产品业务:** 该业务收入占公司主营业务收入比例较低, 预计2022-2024年其他产品业务收入增速分别为20%/40%/20%。
- 4) **品牌使用费和管理服务费:** 预计未来公司的品牌使用和管理服务费将保持稳定增长, 2022-2024年, 预计品牌使用费收入为0.87亿元/0.94亿元/0.99亿元, 管理服务费收入为0.57亿元/0.61亿元/0.65亿元。

图表58:收入、毛利率拆分及预测

|                 | 2019            | 2020            | 2021            | 2022E           | 2023E           | 2024E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营收(百万元)</b>  | <b>38274.10</b> | <b>33787.63</b> | <b>50757.67</b> | <b>50243.92</b> | <b>59319.85</b> | <b>68234.40</b> |
| yoy             | -6.45%          | -11.72%         | 50.23%          | -1.01%          | 18.06%          | 15.03%          |
| <b>毛利率</b>      | <b>5.13%</b>    | <b>4.35%</b>    | <b>3.09%</b>    | <b>3.72%</b>    | <b>3.80%</b>    | <b>3.86%</b>    |
| <b>黄金产品:</b>    |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 黄金产品收入(百万元)     | 37868.58        | 33231.48        | 50072.37        | 49571.65        | 58494.54        | 67268.72        |
| yoy             | -6.82%          | -12.25%         | 50.68%          | -1.00%          | 18.00%          | 15.00%          |
| 占主营业务收入比例       | 98.94%          | 98.35%          | 98.65%          | 98.66%          | 98.61%          | 98.58%          |
| 黄金产品毛利率         | 4.60%           | 3.59%           | 2.52%           | 3.10%           | 3.15%           | 3.20%           |
| <b>K金珠宝类产品:</b> |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| K金珠宝类产品收入(百万元)  | 205.91          | 359.46          | 426.97          | 439.78          | 527.73          | 622.72          |
| yoy             | 52.38%          | 74.57%          | 18.78%          | 3.00%           | 20.00%          | 18.00%          |
| 占主营业务收入比例       | 0.54%           | 1.06%           | 0.84%           | 0.88%           | 0.89%           | 0.91%           |
| K金珠宝类产品毛利率      | 21.90%          | 27.03%          | 15.75%          | 16.00%          | 18.00%          | 20.00%          |
| <b>其他业务:</b>    |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 其他业务收入(百万元)     | 94.92           | 82.18           | 121.04          | 145.25          | 203.35          | 244.01          |
| yoy             | 165.26%         | -13.42%         | 47.28%          | 20.00%          | 40.00%          | 20.00%          |
| 占主营业务收入比例       | 0.25%           | 0.24%           | 0.24%           | 0.29%           | 0.34%           | 0.36%           |
| 其他业务毛利率         | 73.09%          | 80.26%          | 83.49%          | 80.00%          | 80.00%          | 80.00%          |
| <b>品牌使用费:</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 品牌使用费收入(百万元)    | 58.59           | 63.18           | 83.10           | 87.25           | 94.23           | 98.94           |
| yoy             | 2.32%           | 7.84%           | 31.52%          | 5.00%           | 8.00%           | 5.00%           |
| 占主营业务收入比例       | 0.15%           | 0.19%           | 0.16%           | 0.17%           | 0.16%           | 0.15%           |
| 毛利率             | 100%            | 100%            | 100%            | 100%            | 100%            | 100%            |
| <b>管理服务费:</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 管理服务费收入(百万元)    | 46.09           | 51.32           | 54.19           | 56.90           | 61.46           | 64.53           |
| yoy             | 10.99%          | 11.34%          | 5.60%           | 5.00%           | 8.00%           | 5.00%           |
| 占主营业务收入比例       | 0.12%           | 0.15%           | 0.11%           | 0.11%           | 0.10%           | 0.09%           |
| 毛利率             | 100.00%         | 100.00%         | 100.00%         | 100.00%         | 100.00%         | 100.00%         |
| <b>费用端:</b>     |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 销售费用率           | 0.97%           | 1.05%           | 0.91%           | 0.92%           | 1.00%           | 1.00%           |
| 管理费用率           | 0.34%           | 0.34%           | 0.27%           | 0.26%           | 0.26%           | 0.25%           |
| 研发费用率           | 0.02%           | 0.02%           | 0.03%           | 0.05%           | 0.05%           | 0.04%           |
| 财务费用率           | 0.24%           | 0.27%           | 0.12%           | 0.12%           | 0.10%           | 0.11%           |
| <b>利润端:</b>     |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 归母净利润(百万元)      | 451.46          | 500.16          | 794.43          | 853.01          | 1074.43         | 1299.48         |
| yoy             |                 | 10.79%          | 58.84%          | 7.37%           | 25.96%          | 20.95%          |
| 净利率             | 1.18%           | 1.48%           | 1.57%           | 1.70%           | 1.81%           | 1.90%           |

资料来源:公司公告、万联证券研究所

## 6.2 投资建议

公司是我国央企背景的大型黄金珠宝企业，旗下拥有多个品牌和产品系列。产品方面，随着公司产品的升级与营销，高附加值的黄金产品占比有望进一步提升，拉动公司毛利率增长。同时，公司计划入局培育钻产业链，未来收入和利润提升可期。渠道方面，公司通过股权激励绑定省级加盟商，激发渠道活力，门店迅速扩张；开设回购渠道拉动后端黄金消费市场。我们预计，公司2022-2024年EPS分别为0.51/0.64/0.77元/股，对应2023年2月6日股价的PE分别为25/20/16倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表59:可比公司估值表

|                  |             | 股价           |             | EPS         |             | PE           |              |              |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                  |             | 2023/2/6     | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>培育钻石</b>      |             |              |             |             |             |              |              |              |
| 301071.SZ        | 力量钻石        | 131.00       | 3.61        | 6.14        | 8.98        | 36.27        | 21.32        | 14.59        |
| 000519.SZ        | 中兵红箭        | 22.20        | 0.74        | 1.13        | 1.49        | 29.87        | 19.67        | 14.86        |
| 600172.SH        | 黄河旋风        | 6.00         | 0.21        | 0.39        | 0.53        | 28.57        | 15.38        | 11.25        |
| 行业平均(总市值加权)      |             |              |             |             |             | 31.75        | 19.57        | 14.24        |
| <b>黄金珠宝</b>      |             |              |             |             |             |              |              |              |
| 002345.SZ        | 潮宏基         | 6.07         | 0.38        | 0.46        | 0.55        | 16.09        | 13.24        | 10.99        |
| 002867.SZ        | 周大生         | 14.43        | 1.13        | 1.35        | 1.56        | 12.81        | 10.70        | 9.22         |
| 301177.SZ        | 迪阿股份        | 58.19        | 3.68        | 4.32        | 4.65        | 15.82        | 13.46        | 12.51        |
| 600612.SH        | 老凤祥         | 46.40        | 3.47        | 3.97        | 4.44        | 13.38        | 11.69        | 10.46        |
| 600655.SH        | 豫园股份        | 8.00         | 0.89        | 1.05        | 1.20        | 9.03         | 7.58         | 6.67         |
| 300945.SZ        | 曼卡龙         | 14.51        | 0.36        | 0.45        | 0.58        | 9.03         | 32.13        | 24.99        |
| 行业平均(总市值加权)      |             |              |             |             |             | 12.50        | 11.35        | 10.01        |
| <b>600916.SH</b> | <b>中国黄金</b> | <b>12.53</b> | <b>0.51</b> | <b>0.64</b> | <b>0.77</b> | <b>24.68</b> | <b>19.59</b> | <b>16.20</b> |

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所整理及预测

注：中国黄金EPS取自我们团队预测，其余公司EPS采用同花顺一致预测，PE为2023年2月6日收盘价除以一致预测的EPS所得出

## 7 风险因素

经济下行风险、行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、渠道拓展不达预期风险。

利润表 (百万元)

|                   | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>50758</b> | <b>50244</b> | <b>59320</b> | <b>68234</b> |
| %同比增速             | 50%          | -1%          | 18%          | 15%          |
| 营业成本              | 49192        | 48376        | 57064        | 65599        |
| 毛利                | 1566         | 1867         | 2256         | 2636         |
| %营业收入             | 3%           | 4%           | 4%           | 4%           |
| 税金及附加             | 77           | 65           | 77           | 89           |
| %营业收入             | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| 销售费用              | 461          | 462          | 593          | 682          |
| %营业收入             | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           |
| 管理费用              | 138          | 131          | 154          | 171          |
| %营业收入             | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| 研发费用              | 15           | 25           | 30           | 27           |
| %营业收入             | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| 财务费用              | 62           | 61           | 56           | 65           |
| %营业收入             | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| 资产减值损失            | -5           | -15          | -15          | -18          |
| 信用减值损失            | -7           | -20          | -22          | -24          |
| 其他收益              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益              | 104          | -50          | 6            | 34           |
| 净敞口套期收益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益          | 50           | 0            | 0            | 0            |
| 资产处置收益            | -1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>       | <b>954</b>   | <b>1039</b>  | <b>1314</b>  | <b>1594</b>  |
| %营业收入             | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           |
| 营业外收支             | 47           | 32           | 34           | 37           |
| <b>利润总额</b>       | <b>1001</b>  | <b>1070</b>  | <b>1348</b>  | <b>1631</b>  |
| %营业收入             | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           |
| 所得税费用             | 203          | 214          | 270          | 326          |
| 净利润               | 798          | 856          | 1079         | 1305         |
| %营业收入             | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>794</b>   | <b>853</b>   | <b>1074</b>  | <b>1299</b>  |
| %同比增速             | 59%          | 7%           | 26%          | 21%          |
| 少数股东损益            | 3            | 3            | 4            | 5            |
| EPS (元/股)         | 0.47         | 0.51         | 0.64         | 0.77         |

基本指标

|           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | 0.47  | 0.51  | 0.64  | 0.77  |
| BVPS      | 3.90  | 4.14  | 4.48  | 4.90  |
| PE        | 26.50 | 24.68 | 19.59 | 16.20 |
| PEG       | 0.45  | 3.35  | 0.75  | 0.77  |
| PB        | 3.21  | 3.02  | 2.79  | 2.56  |
| EV/EBITDA | 20.05 | 13.07 | 11.00 | 9.14  |
| ROE       | 12%   | 12%   | 14%   | 16%   |
| ROIC      | 10%   | 13%   | 14%   | 16%   |

资产负债表 (百万元)

|                | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金           | 4626         | 4905         | 5001         | 5269         |
| 交易性金融资产        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据及应收账款      | 1124         | 1089         | 1505         | 1482         |
| 存货             | 4120         | 4465         | 5016         | 5884         |
| 预付款项           | 84           | 73           | 68           | 66           |
| 合同资产           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产         | 512          | 682          | 655          | 642          |
| 流动资产合计         | 10465        | 11214        | 12245        | 13343        |
| 长期股权投资         | 46           | 45           | 75           | 105          |
| 固定资产           | 106          | 101          | 122          | 133          |
| 在建工程           | 1            | 0            | 2            | 4            |
| 无形资产           | 15           | 15           | 15           | 15           |
| 商誉             | 5            | 5            | 5            | 5            |
| 递延所得税资产        | 67           | 67           | 67           | 67           |
| 其他非流动资产        | 314          | 329          | 340          | 345          |
| <b>资产总计</b>    | <b>11020</b> | <b>11777</b> | <b>12872</b> | <b>14019</b> |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据及应付账款      | 177          | 119          | 230          | 171          |
| 预收账款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债           | 132          | 242          | 228          | 262          |
| 应付职工薪酬         | 18           | 24           | 29           | 33           |
| 应交税费           | 66           | 65           | 77           | 89           |
| 其他流动负债         | 3764         | 4058         | 4460         | 4911         |
| 流动负债合计         | 4157         | 4508         | 5024         | 5466         |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 递延所得税负债        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债        | 225          | 225          | 225          | 225          |
| <b>负债合计</b>    | <b>4382</b>  | <b>4733</b>  | <b>5249</b>  | <b>5691</b>  |
| 归属于母公司的所有者权益   | 6556         | 6959         | 7533         | 8233         |
| 少数股东权益         | 82           | 85           | 89           | 95           |
| <b>股东权益</b>    | <b>6638</b>  | <b>7044</b>  | <b>7623</b>  | <b>8328</b>  |
| <b>负债及股东权益</b> | <b>11020</b> | <b>11777</b> | <b>12872</b> | <b>14019</b> |

现金流量表 (百万元)

|                  | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流净额</b> | <b>815</b>  | <b>507</b>  | <b>329</b>  | <b>510</b>  |
| 投资               | -40         | -4          | -35         | -35         |
| 资本性支出            | -32         | -24         | -53         | -41         |
| 其他               | 0           | -50         | 6           | 34          |
| <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-72</b>  | <b>-78</b>  | <b>-82</b>  | <b>-41</b>  |
| 债权融资             | 0           | 300         | 350         | 400         |
| 股权融资             | 831         | 0           | 0           | 0           |
| 银行贷款增加(减少)       | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 筹资成本             | -353        | -450        | -500        | -600        |
| 其他               | -15         | 0           | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>463</b>  | <b>-150</b> | <b>-150</b> | <b>-200</b> |
| <b>现金净流量</b>     | <b>1206</b> | <b>279</b>  | <b>96</b>   | <b>268</b>  |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场