

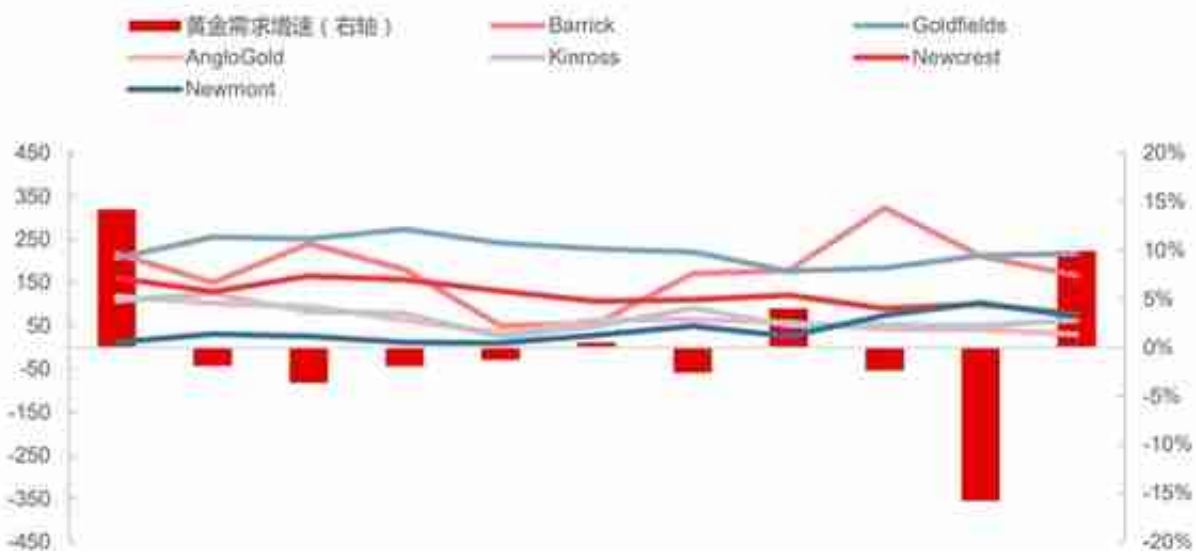
(报告出品方/作者：中信建投证券，刘乐文，于佳琪，陈如练)

一、全球黄金供需：供给停滞，珠宝首饰需求快速修复带来高景气度

(一) 世界黄金供给：供给增长停滞，矿产黄金集中度高

世界黄金供给增长停滞，增速以 1% 为中枢上下波动。2010 年以来，黄金总产量在波动中增长，从年产量 4316.7 吨增长至 2021 年的 4666.1 吨。黄金平均供给增速在 1% 附近上下波动，而近年来黄金供给增速下降趋缓。黄金供给大部分来源于矿产。2013 年矿产黄金的贡献度达到 73%，自此之后至 2018 年，贡献度呈现增加之势，并于 2018 年达到 77% 的高点。近三年来，矿产黄金贡献度有所回落。由于黄金已探明存量不多，发现的储量丰富容易开采的金矿越来越少，因此，相当一部分黄金开采源于存量金矿，这意味着黄金开采数量会随着开采难度加大而逐渐减少。

图 13: 黄金开采企业产成品存货 (百万美元)



黄金需求领先黄金供给，需求回暖引起存货增加。观察 2011-2021 年世界黄金需求与大型黄金开采企业存货数据可以发现，世界黄金需求影响企业供给变动。2012-2015 年间世界黄金需求下滑，黄金开采企业存货也随之下滑。2016 年黄金需求增速出现正增长，黄金开采企业也随之在 2017 年增加存货。但是 2017 年并未出现需求的进一步扩张，因此，黄金开采企业逐渐减少存货。2018 年世界黄金需求出现较大回升后，黄金开采企业存货也开始逐渐增加。

2.再生金：存量黄金周转率提高，中国回收黄金市场2035年有望达到382吨

(1) 金价影响短期供应；金饰附带情感价值、电子产品回收率低影响长期供应

金价波动是影响再生黄金供给的主要短期因素。世界黄金协会测算，75%的黄金回收年度变化与金价相关。

金价短期内由跌转涨会使得黄金持有者出售更多黄金，2016

年第一季度数据表现最为明显，自2012年第四季度

以来，金价环比增速绝大部分时间内都在下降，只有2014年第一季度、2015年第一季度金价环比增速出现小

幅回暖，两次小幅回暖亦引起再生黄金供给大增，2016年第一季度金价大涨

7%引起再生黄金供给增加50%。此外，预期金价也会影响到再生黄金供给，虽然

2010年第三季度、2011年第一季度的金价环比增速为正，但是由于金价增速均明显低于预期，与前季增速相差不大，因此，再生黄金供给量大幅下降。

金饰和工业用金为再生黄金的主要来源，但是情感价值带来金饰出售意愿低、工业用金回收率低导致“近市场供应”的黄金数量有限。截至2021

年底，已经开采的黄金用途中，46%为金饰形态，22%为金币金条形态，17%、1

5%分别为央行资产和工业等其他形态。由于金币金条形态可以直接交易流通且直接交易不算做回收，而央行资产持有倾向稳定，因此，金饰和工业等其他用金为再生黄金的主要来源。根据世界黄金统计数据，1995-2017

年，再生黄金贡献了黄金总供给的1/3，其中，90%为金饰，10%为工业用金。

虽然金饰为黄金存在的主要形态，但是其本身具有情感价值、宗教价值等使得持有者出售意愿低。工业用金中，电子产品用金占据

80%以上，并且呈现占比增加趋势，但是根据最新公布的《2020

年全球电子废弃物监测报告》，全球电子废弃物的回收和再利用率只有17.4%，其余大部分进了垃圾填埋场。

图 20: 材料费为赤峰黄金资源回收业务主要成本



3.金本位制退位后黄金从交易属性转为投资属性，全球货币供应高增速将持续推动金价上行

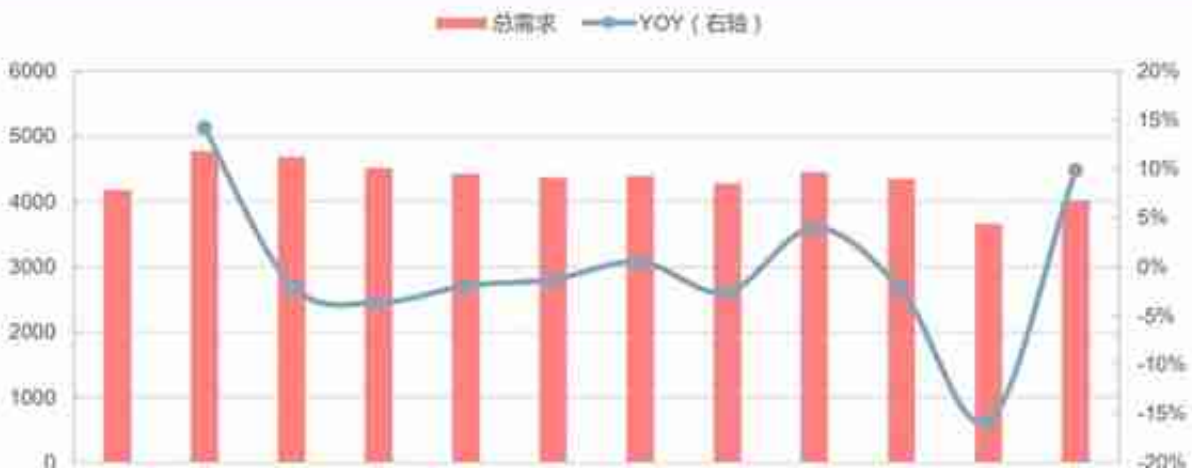
金本位制逐渐淘汰，黄金的“储藏手段”作用愈发凸显，支付手段功能和流通手段功能消失。金本位制主要经历了三种形式：金币本位制，金块本位制，金汇兑本位制。三种形式依次演变的主要原因为黄金的供给难以满足经济快速发展的需要，黄金承担的货币功能也逐渐减少为“储藏手段”。（1）金币本位制下，黄金相对充足，金币可以自由铸造、自由熔化、无限法偿、自由与纸币兑换、自由跨国流动。因此，黄金为主要的货币，直接承担价值尺度、流通手段的职能，并且较多承担支付手段的职能和充当储藏手段。

（2）随着黄金产量逐渐落后与经济发展对于货币的需求，纸币价值符号对金币自由兑换的可能性日益缩小，黄金本身参与流通和支付的程度下降，金块本位制出现。此时，黄金（金币）不再流通，银行发行以黄金为基础的纸币为主要流通手段，纸币和黄金通常不能自由兑换，只能在一定条件下向发行银行兑换黄金。（3）金汇兑本位制下，一国将纸币发行的准备金储存在某个实行金块本位制或金币本位制

的国家，纸币在国内不能兑换为黄金，只能先兑换为外汇从而在外国兑换为黄金。此时，黄金主要充当储藏手段职能。

布雷顿森林体系下，美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，也属于金汇兑本位制。由于经济发展使得货币需求不断增加，在黄金供给和美国黄金储备有限情况下，美元供应的不断增长又会使得美元对于黄金的固定比例难以维持。二战后，美国财政盈余逐渐变为赤字，美国的黄金外流和各国持有的美元不断增加，由此增加了对于美元黄金维持固定比例的怀疑。随着三次“美元危机”爆发，美元和黄金的固定比例难以维持，布雷顿森林体系最终解体，全球进入信用货币时代。

图 27: 世界黄金总需求 (吨)



1.黄金需求大国：财富水平增加+避险保值增值为主要需求动因

需求集中度大于供给，中国黄金需求增速位居主要需求国之首。世界各国黄金需求差异大于供给差异，黄金需求高度集中在少部分国家。世界各国中只有 6 个国家的黄金需求量占世界需求量比重超过 2%，分别为中国、印度、美国、德国、土耳其和伊朗，其余各国黄金需求占比仅为 1%或以下。前 6 大需求国中，中国和印度 两国的需求就已经占到世界总需求的 44%。2010-2021 年的 11 年黄金需求复合增速中，中国的增速为 3.67%，高于其他主要需求国，其他需求国中印度、土耳其、伊朗的需求有所下滑。

伊朗、土耳其经济稳定性差，黄金占 GDP 比重明显高于其他国家，经济发展较差时期反而增持黄金。六大黄金需求国中，中国、印度、美国、德国对于黄金的需求主动力为经济发展和财富水平增加，这四个国家经济水平稳定增长，黄金需求占 GDP 比重也趋于稳定。伊朗经济波动大，土耳其经济波动中下行，经济发展均表现较差，但是出于避险和保值需求，两国黄金需求占 GDP 比重明显高于其他国家，并且在经济表现较差时期反而 增持黄金。

部分国家受到制裁后黄金储备快速上升，凸显黄金避险功能。从历史数据来看，1979年伊朗发生伊斯兰革命，数百名穆斯林学生占领美国大使馆，并将60多名使馆人员扣为人质，美国制裁了伊朗，冻结其在美国的财产。因此，伊朗黄金储备飙升以规避风险。2014年俄罗斯因夺取克里米亚受到欧美制裁后，出于避险需求，俄罗斯的黄金储备快速增长，从2010年初的654吨增长至2022年5月的2299吨，目前黄金储备已经超越中国。

土耳其通胀水平高，黄金保值功能凸显；通胀迅速抬升，黄金需求料将增加。土耳其是世界重要黄金需求国，而重要原因之一则为其通胀水平高企，1983-2003年间，通胀水平一直在20%以上，最高曾达126%。2021年11月以来，该国通胀水平抬升，6月CPI同比增速已经达到78.6%，高通胀水平将催生民众对于黄金等保值资产的增持。

图 40: 中印两国黄金需求快速增长



(三) 黄金是全球公认且接受的优质保值增值避险资产

黄金价格波动幅度小于其他贵金属，近年来呈稳步上涨趋势。黄金的价格在几种贵金属中最为稳定，且价格最高，具备最好的保值增值功效。比较2010年以来的几种贵金属变异系数，发现黄金最低，为0.17，银、铂、钯的变异系数分别为0.30、0.27、0.59，表明黄金价格的波动率最小。具备避险替代作用，美元、黄金价格走势分化；利率为黄金持有成本，美债利率黄金价格负

相关。美元和黄金均为重要的避险资产，因此在某种程度上具有互相替代的作用，在美元升值的时候，黄金价格一般走弱。利率是持有黄金的成本，因此，当美债利率上升时，黄金需求下降从而带动价格下行；当美债利率较低时，黄金需求增加金价上升。此外，与10年期美债收益率相比，黄金收益率波动性与美债收益率波动性相当，但是黄金收益率高于美债收益率。

比特币波动剧烈，稀缺性仍不及黄金，非但难以取代黄金发挥避险资产作用，反而为投机性强的风险资产。（1）比特币价格波动剧烈，其变异系数为1，远高于黄金的0.17，高波动性意味着难以发挥保值增值的功能；（2）虽然比特币挖矿越来越难，但是挖矿速度仍然快于黄金开采速度；（3）比特币的应用场景主要是因稀缺性带来的价值符号功能，而黄金可以作为首饰佩戴、在工业生产使用、央行储备使用，在交易中可以线上也可以线下交割，其交易场所的官方背书公信力高。（4）观察比特币价格走势与纳斯达克指数走势，发现两者具备相同趋势，当风险偏好上升时，两种资产走强，但是比特币波动幅度远大于纳斯达克指数。因此，与黄金不同，比特币不仅不具备黄金的避险功能，反而为投机性强的风险资产。

长期来看，黄金收益率表现优，明显好于固定收益和大宗商品的投资收益率，接近优质权益投资收益率。

与主要投资品种相比，黄金收益率在长期维度表现良好。上金所黄金和LBMA黄金的10年复合年收益率分别为2.16%和1.68%，低于权益和REITS的投资收益，但高于固定收益和大宗商品的收益率。如果时间维度为20年，黄金收益明显表现更好，不仅远高于固定收益和大宗商品的收益率，而且还高于部分权益投资收益率。

图 52: 部分黄金珠宝上市公司各地区营收及门店数量占比

2021年黄金珠宝公司各地区营收占比							
	华东	华南	华北	华中	西南	西北	东北
周大生	23%	18%	20%	14%	10%	10%	5%
中国黄金	46%	18%	12%	8%	7%	5%	4%
萃华珠宝	7%	59%	5%	10%	4%	0%	16%
迪阿股份	36%	15%	14%	11%	11%	7%	6%
潮宏基	47%	6%	6%	6%	3%	3%	6%
菜百股份	3%	1%	95%	0%	0%	0%	0%
爱迪尔	47%	17%	3%	6%	28%	1%	1%
金一文化	47%	19%	26%	1%	4%	0%	3%
人均GDP	9.12	7.44	7.15	6.22	5.74	5.38	5.18

2021年黄金珠宝公司各地区门店占比							
	华东	华南	华北	华中	西南	西北	东北
中国黄金	23%	12%	17%	16%	13%	13%	6%
萃华珠宝	6%	2%	41%	7%	4%	3%	36%
迪阿股份	40%	15%	11%	11%	11%	5%	7%

理财、房地产收益率走低，股票收益率波动较大，黄金在投资组合中的配置比例提升具有较大空间。近年来，银行理财产品的预期收益率、房地产价格增速走低，同时股票波动率较大。配置一定比例的黄金具备降低风险和提高收益的功能，而目前中国投资组合中的黄金配置比例仍然较低，具有较大提升空间。

4.对标世界，中国黄金人均消费量具有12-18%提升空间

中国人均黄金消费量仍处于较低水平，中短期对标美韩，黄金消费量具备12-18%的提升空间，如果人均消费量达到0.9-1.1克/年，则还有33-62%的提升空间。中国人均黄金消费量从2010年的0.48克/人提升至2021年的0.68克/人，但是人均消费水平在世界范围内仍处于较低水平。黄金在美国社会文化中扮演的角色更弱，但是美国的人均黄金消费却高于中国0.13克。

韩国与中国社会文化接近，人均收入水平较高，其人均黄金消费高于中国0.09克。中短期内，对比美国和韩国，即便假设中国人口保持现有水平，那么黄金消费总量也具备12-18%的提升空间。观察历史数据，2010年以来的大部分时间内，11个国家或地区的人均黄金消费量均大于0.9克，分别为瑞士、阿联酋、科威特、中国香港、德国、新加坡、奥地利、沙特阿拉伯、土耳其、泰国、伊朗；中国、马来西亚、越南的人均黄金消费量曾在部分年份中达到0.9克。因此，如果中国人均黄金消费量达到0.9-1.1克/年，则黄金消费总量还有33-62%的提升空间。

图 60: 印度黄金消费量巨大 (吨)



大部分印度国民持有黄金，中产阶级为黄金消费的中坚力量。根据 IGPC 的调查数据，75%的印度家庭以某种形式持有黄金，而婚礼是黄金消费最主要的原因（约有 43%的家庭），还有 31%的家庭购买黄金并非出于某种特定原因，这表明黄金受到印度国民的喜爱，而在某种程度上成为“必需品”。从不同阶层来看，最高收入群体的人均黄金消费量最多，但是从体量来看，年收入在 20-100 万卢比的家庭，即 2574.75 美元到 12873.74 美元，在黄金方面的消费超过了富裕阶层，约占每年消费量的 56%。

三、黄金珠宝公司：渠道扩张逐步放缓，渠道增效成为重点

1. 黄金首饰消费重材质，毛利率低于其他品类

黄金首饰消费重材质导致品牌区隔度低，金价公开透明，定价空间有限。（1）黄金首饰具有多重属性，不仅能够进行穿戴搭配，还兼具避免、保值增值的特质。因此，消费者在购买黄金首饰时更加看重黄金材质本身的质量。品牌的很重要的作用便是“保真保纯”，在满足这一要求后，品牌溢价之间的差异不大。各头部企业尚无具有显著品牌溢价。各品牌间的售价充分表明，同一层次的品牌之间差异不大。

若对比单克均价，头部企业中，各品牌黄金产品售价在 320 元/克到 360 元/克之间；若对比单件均价，中游企业的单价价格在 860 元/件到 1650 元/件之间。

(2) 上海黄金交易所是全球最大的实物黄金交易所，几乎全部的进口黄金、国内开采黄金和再生材料均在上金所交易。上海黄金交易所采用集中竞价的交易方式，黄金价格是充分竞争的结果。中国主要黄金珠宝公司均会通过上海黄金交易所采购黄金，由于金价公开透明且品牌区隔度有限，因此，各公司面向 C 端消费者的金价差异较小。相比钻石等其他珠宝类目，黄金产品毛利率明显更低，一般在 10% 及以下，纯投资类型的黄金毛利率则一般低于 5%；而钻石、翡翠等镶嵌类产品毛利率可达 30% 及以上，甚至可达 71%。

行业趋势变化，“按克计价”回归进一步削弱毛利率。“按件计价”定价模式广泛用于硬足金首饰等产品。对于轻量型金饰，零售商并不提供该金饰价格的清晰构成信息，而是“按件计价”，给出“一口价”黄金，以此来获取更高利润率。由于定价缺乏透明度，“按件计价”定价模式引起消费者不满。黄金价格透明容易获得，消费者越来越倾向于多方比价后购买黄金产品，因此，这将促进黄金销售模式向更加公开透明的“按克定价”方式转变（“按克定价”是在金价的基础上加上人工成本和其他成本）。根据世界黄金协会的调研，43% 的商家计划增加“按克定价”的产品以获取消费者信任和 sales 增长，只有 20% 的商家计划继续增加“按件计价”的产品。

图 74: 部分黄金珠宝公司黄金销售量或采购量 (吨)



对照美国市场，珠宝市场规模下滑情况下，龙头韧性更强，集中度获得提升。根据 Signet 披露的数据，2017 年美国黄金珠宝市场规模达到高点 910 亿美元，此后增速转负，市场规模下降至 2021 年的 690 亿美元。即便美国珠宝市场规模出现下降，龙头公司 Signet 仍然表现出较强韧性，2016-2020 年间市场份额保持稳定，在 2021 年美国珠宝市场规模近年新低时市占率提升至 9.3%。中国市场成熟度仍未达到美国水平，随着市场成熟度增加，我们认为中国龙头珠宝公司的业务量仍然有较大提升空间。

中国珠宝上市公司营收已经超过对应社零数据，表明珠宝加盟商延伸至限额以下企业。中国珠宝行业上市公司营业收入逐渐高于对应年度限额以上企业金银珠宝零售值，珠宝上市公司零售值与对应金银珠宝社零之比从 2018 年的 84% 快速上升至 2021 年的 107%。其中头部效应愈加明显，6 家头部珠宝企业的零售值从 2018 年的 64% 上升至 2021 年的 91%。

珠宝行业实际集中度较高，渠道扩张速度将逐渐放缓。珠宝企业的加盟店单店收入与直营店单店收入差异较大，众多企业的加盟店单店收入不到直营店单店收入的 50%，主要原因为向加盟店的销货价格为批发价格而非零售价格。同时，部分加盟店的货源也并非完全来自加盟品牌方。考虑以上两个因素，从行业零售角度出发，加盟商面向消费者的零售值高于品牌方披露的批发业务收入。因此，我们在加盟店单店收入达到自营店单店收入的不同比例下测算品牌方直营店及其加盟体系的整体

零售值。假设同一品牌的加盟店终端收入达到直营店的70%，此时，珠宝行业上市企业及加盟商体系的市场占有率将达到43.4%，六家头部企业及加盟商体系的市占率 将达到 36.9%。

疫情显著影响中小企业，中小珠宝企业零售增速落后于大型珠宝企业对应增速。2017-2019年，限额以下珠宝零售增速高于限额以上对应增速。2020年爆发疫情，相较于大型企业，中小企业抗冲击能力更弱，因此，中小珠宝企业增速下滑较多，大型企业零售则借此实现反超。

图 92: 世界黄金协会调研：缺乏差异化或设计感成为购买金饰的主要障碍



老凤祥品牌至今已有百年历史，改革迸发活力，品牌历久弥新。老凤祥银楼的前身凤祥裕记银楼初创于1848年，1908年迁址于南京东路432号，这一旧址一直延续至今。老凤祥较为完整地汲取了中国传统金银制品手工制作技艺的精华，曾为北京人民大会堂和上海中苏友好大厦的红星鎏金，萨马兰奇颁发的中国最早的两枚奥运勋章，也是由老凤祥手工打造。90年代，受到市场经济冲击，老凤祥经营面临困难。1998年，中国第一铅笔出自控股老凤祥。2009年，中国第一铅笔进行资产重组，中国铅笔对老凤祥的持股比例上升，注入工美公司，聚焦珠宝核心主业，并且更名为老凤祥股份有限公司。2012年8月，老凤祥走出国门，在澳大利亚悉尼开设了第一家海外特许专卖店，后续在美国、加拿大和中国香港开设分店。

2018年公司借势“双百计划”进行股权改革，引入以央企国新为核心的战略投资者并推动员工持股，设立“工美基金”，由12名机构投资者及38名经营技术骨干共同投资，收购原职工持股会和自然人持有的老凤祥有限股权，有效解决公司历史遗留问题。此外，公司大力推行职业经理人制度，加快推进市场化经营机制的改革，旨在通过职业经理人制度为打造行业人才的集聚高地提供制度保障。经过百年历史沉淀，公司已实现集科工贸于一体、产供销于一身，形成从源头采购到设计、生产、

销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，规模优势显著。经过不断改革发展，老凤祥经营活力迸发，2002年2021年，公司营收增长56倍至586.91亿元，CAGR为24%；归母净利润增长624倍至18.76亿元，CAGR为40%。

中国黄金：股东央企背景，实力雄厚，产生无与伦比的强信用效应和产业链协同效应。作为中国黄金行业唯一一家中央企业，中国黄金集团有限公司是集地质勘探、矿山开采、选矿冶炼等一体的大型综合性黄金产业集团，拥有完整的上下游产业链。作为中国黄金集团有限公司子公司，中国黄金专业从事“中国黄金”品牌运营，已经形成以“中国黄金”为母品牌，“珍·如金”和“珍·尚银”为子品牌多品牌并举，集设计、加工、批发、零售、服务于一体，直营、加盟、银行、大客户和电商五大销售渠道并行的黄金珠宝全产业链综合体。

中国黄金前身为中金黄金投资有限公司，2008年中金黄金投资有限公司更名为中国黄金集团营销有限公司。2010年，中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司成立。2017年，中国黄金成为发改委批复的第二批混合所有制改革试点单位，进行混合所有制改革，引入了包括中信证券、京东、兴业银行、中融信托、建信信托、越秀产投和浚源资本在内的投资者，市场化基因增强。2018年6月，公司名称变更为“中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司”，8月入选国企改革“双百行动”企业名单。2021年2月，中国黄金正式在上海证券交易所主板挂牌交易上市，是国家发展和改革委员会批复的第二批混合所有制改革试点单位和国务院国有企业改革领导小组办公室组织开展的国企改革“双百行动”首单主板上市企业。

图 97: 深圳水贝逐渐成为“宝都”



深圳水贝为中国“宝都”，产出全国八成左右黄金珠宝。深圳水贝为中国珠宝首饰制造中心、物料采购中心、交易中心和信息交流中心。深圳水贝的黄金、铂金实物提货量占上海黄金交易所实物销售量的70%，水贝出产了全国70%到80%的黄金饰品以及镶嵌饰品，并且集聚了23个珠宝类“中国名牌”，占全国三分之一以上。

疫情及渠道变革之下，水贝从2B开始走向2B&C，开启线上零售。水贝主要批发为主，疫情迫使水贝企业开启线上零售。一方面，疫情使得部分中小企业出清，疫情限制企业前来水贝采购；另外一方面，黄金头部企业一般拥有自己的黄金珠宝供应链，头部企业加速扩张挤压中小企业市场份额。因此，水贝的黄金珠宝企业纷纷开启面向C端的线上零售业务。《中国经济周刊》数据显示，在2020—2022年期间，先后有1500多个水贝商家开设自己的淘宝店，累计成交额数十亿元。目前，水贝商家在天猫淘宝开店的比例，已经从疫情前的9:1变成了现在的5:5。

布局线上渠道、产业集群优势、聚焦利基市场是黄金珠宝中小企业实现差异化竞争的关键。（1）线上渠道帮助中小企业扩展客群，降低交易成本。黄金珠宝行业竞争加剧，头部企业快速扩张，中小企业在产品设计等方面处于劣势，资金实力亦不足以支撑依靠门店扩张和营销的竞争战略。依靠电商平台的信誉以及专业鉴定证书等手段，中小企业可以通过线上渠道解决信任成本。电商店铺的不断发展壮大能够加强消费者信任，降低交易成本，实现良性循环。

线上渠道参与者以中小企业为主，50%以上卖家月销售额低于10万。根据阿里巴巴数据，线上黄金卖家以中小企业为主，仅有8%的卖家月销售额超过100万，34%的卖家销售额在1-10万元之间，27%的卖家销售额低于1万元。

（2）产业集群优势：学习效应+快速周转，以快制胜。中小企业的黄金产品一般溢价不高，毛利更低，黄金产品占用资金较高，因此，快速周转是帮助中小企业获利的关键。背靠水贝等黄金珠宝产业集群可以帮助企业快速补货响应需求，而不必囤货过多。产业集群还可以充分发挥学习效应，从竞争对手中快速学习借鉴产品布局，比如，来自淘宝平台的数据显示，2021年仅有3个水贝淘宝商家在售卖“金豆”，而到了2022年，则是几乎所有水贝线上商家都上架了各种“金豆”产品，也拉动了线下门店的销售。

图 103: 黄金价格与金企估值复盘



1.把握黄金回收行业红利，积极布局黄金回收精炼业务

黄金储量有限，已经开采

79%，余量将在有限年份内开采完毕，伴随黄金矿产逐渐枯竭，黄金回收业务将获得巨大发展空间，弥补黄金需求缺口，推荐公司中国黄金，公司打造中国首家“国字号”专业品牌的黄金回收互联网平台，为国内布局黄金回收的唯一黄金珠宝上市公司，强大的股东背景带来信用背书，遍布全国的服务网点增加触达，一方面可以增强前端消费粘性，另外一方面可以打开后端珠宝市场规模，预计将享受回收金业务发展红利，带来强劲的收入增长点。此外，公司借助上海黄金交易所黄金 T+D 业务来减轻采购资金压力，锁定采购成本和存货价值，从而有效避免金价波动对于公司经营的影响。

中国黄金专注回收精炼业务子公司布局新回收平台，具备大规模生产能力，已正式投产，业绩实现飞速增长。中金精炼为中国黄金持股 60% 的子公司，专注于黄金回收精炼业务，建设互联网回收业务体系，打造国内专业的黄金回收互联网平台。中金精炼拥有国内外先进生产工艺及现代化生产设备，可大规模生产纯度高达 99.999% 的高纯金产品。2020 年 12 月，中金精炼顺利通过了上海黄金交易所验收。2021 年 4 月，中金精炼正式投产，2021 年全年实现营收 76.98 亿元，实现净利润 0.05 亿元，均取得了飞速增长。2021 年 9 月，中国黄金公司贵金属服务中心在深圳开业，进一步布局深耕精炼回购市场。

黄金回收业务有望具备量价齐升效应。（1）据我们测算，中金精炼黄金回收业务潜在毛利率空间为 7%-9%，而目前公司黄金产品毛利率为 2.52%，因此布局黄金

回收业务有望进一步提升中国黄金盈利能力。(2)一方面,黄金回收价格为上海黄金交易所实时金价,回收黄金的价格并不存在折扣;另外一方面,服务费成本低廉,中国黄金自有品牌服务费仅为3元/克,回收其他品牌黄金的服务费为10元/克。因此,低廉的回收变现成本在一定程度上可以促进公司自有品牌黄金产品销售。