

# 中国黄金 (600916)

证券研究报告

2021年08月09日

## 21H1 归母净利润同增 188%，二季度拓店速度大增，黄金龙头稳健成长

**事件：**公司发布 21 年上半年报。公司 21H1 实现营业收入 266 亿元，同增 72.13%；其中 21Q1/Q2 实现营业收入 133/133 亿元，同增 105.12%/48.27%。实现归母净利润 4.02 亿元，同增 187.86%，其中 21Q1/Q2 归母净利润分别为 2.06/1.96 亿元。实现扣非归母净利润 4.02 亿元，同增 242%。

**点评：收入端，公司报告期内销量大幅增加，营收与净利润高速增长。**公司 21 上半年收入增幅超预期，增速呈上升趋势，主要由于上半年疫情得到有效控制，金银珠宝类消费需求释放，以及公司大力拓展加盟市场，进一步完善销售渠道，增强品牌影响力。

**成本端，公司期间费用率 21Q1、Q2 分别为 1.25%、1.19%，同比分别下降 0.81pct、0.25pct。**①2021H1 公司销售费用 2.2 亿元，同增 39.49%，主要由于营业收入增加导致对应支付的代理服务费增加，公司 21Q1/Q2 销售费用率 0.86%/0.83%；②管理费用 0.67 亿元，同增 30.25%，主要原因为本报告期职工薪酬及聘请中介机构费用增加，公司 21Q1/Q2 管理费用率 0.24%/0.26%；③研发费用 0.02 亿元，同减 18.78%；④财务费用 0.31 亿元，同比降低 35.4%，主要原因是本报告期内银行存款产生的利息收入同比增加导致财务费用减少，公司 21Q1/Q2 财务费用率 0.14%/0.09%。

**公司毛利率逐季改善。**2021H1 公司实现毛利润 8.03 亿元，同比降低 1.69%；净利润 4.1 亿元，同比增加 188.13%。毛利率 3.02%，其中 Q2 毛利率为 3.67%，同比下降 2.24pct，环比上升 1.3pct；净利率 1.53%，其中 Q2 净利率为 1.48%，同比下降 1.1pct，环比下降 0.1pct。公司毛利率净利率较去年同期变动主要由于 20Q2 黄金价格的大幅提升。

**品牌端，21 年来公司加速以“中国黄金”为母品牌的多品牌战略布局，全线实施高端轻奢首饰子品牌“珍·如金”及快时尚饰品子品牌“珍·尚银”的运营和推广。**新品牌面向人群广，消费活力强，布局直播带货等线上渠道，重点经营抖音及快手官方旗舰店，同时与各大精选 TP 公司开展深度合作，完成直播场次近千场，有望为公司带来新一轮增长。

**投资建议：**根据国家统计局，2021H1 社会消费品零售总额 211,904 亿元，同比增长 23%，金银珠宝类消费市场呈现持续高增长态势。中国黄金作为黄金行业龙头，公司深化改革已具成效，IP 资源优势显著，上半年来公司营收及利润水平均达到较高水平，借助行业高景气度公司 21 年有望维持高增，我们调整公司 21/22 年归母净利润分别为 7.5 亿元/10.0 亿元（前值为 6.3/8.9 亿元），对应 PE 分别为 32x/24x，维持“买入”评级。

**风险提示：**加盟业务管理风险，黄金价格大幅波动风险，存货保管风险，公司经营风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	38,274.10	33,787.63	46,200.00	62,370.00	77,962.50
增长率(%)	(6.45)	(11.72)	36.74	35.00	25.00
EBITDA(百万元)	760.43	754.23	1,103.09	1,482.48	1,991.63
净利润(百万元)	451.46	500.16	753.04	994.40	1,307.99
增长率(%)	24.85	10.79	50.56	32.05	31.54
EPS(元/股)	0.27	0.30	0.45	0.59	0.78
市盈率(P/E)	53.59	48.37	32.13	24.33	18.50
市净率(P/B)	5.15	4.65	3.57	3.11	2.66
市销率(P/S)	0.63	0.72	0.52	0.39	0.31
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.54	14.93	10.44

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.4 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,680.00
流通 A 股股本(百万股)	180.00
A 股总市值(百万元)	24,192.00
流通 A 股市值(百万元)	2,592.00
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	42.55
一年内最高/最低(元)	22.78/5.99

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

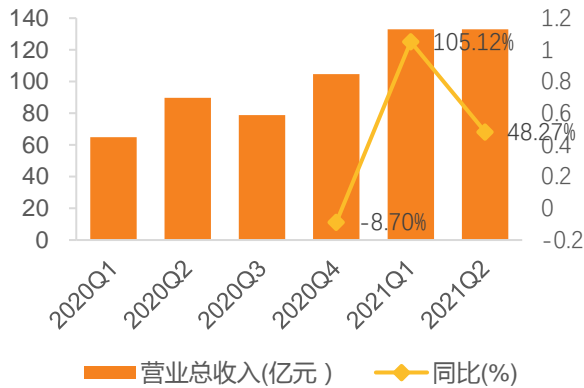
### 相关报告

- 《中国黄金-公司点评:21H1 归母净利润同增 189%，黄金龙头稳健成长势头不减》 2021-07-12
- 《中国黄金-年报点评报告:20 年疫情下稳健增长，21Q1 净利润扭亏超出预期，品牌渠道相互促进助力公司行稳致远》 2021-04-21
- 《中国黄金-首次覆盖报告:黄金央企第一家，加码渠道建设&开拓首饰业务成长可期》 2021-02-06

## 1. 事件

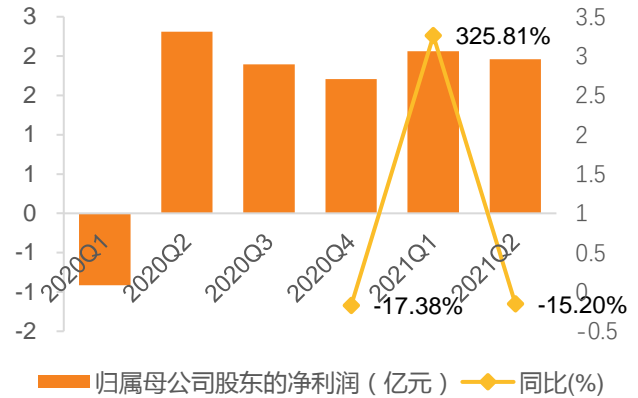
公司发布 21 年上半年报。公司 21H1 实现营业收入 266 亿元，同增 72.13%；其中 21Q1/Q2 实现营业收入 133/133 亿元，同比变化 105.12%/48.27%。实现归母净利润 4.02 亿元，同增 187.86%，其中 21Q1/Q2 归母净利润分别为 2.06/1.96 亿元。实现扣非归母净利润 4.02 亿元，同增 242.00%。

图 1：公司各季度营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司各季度归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

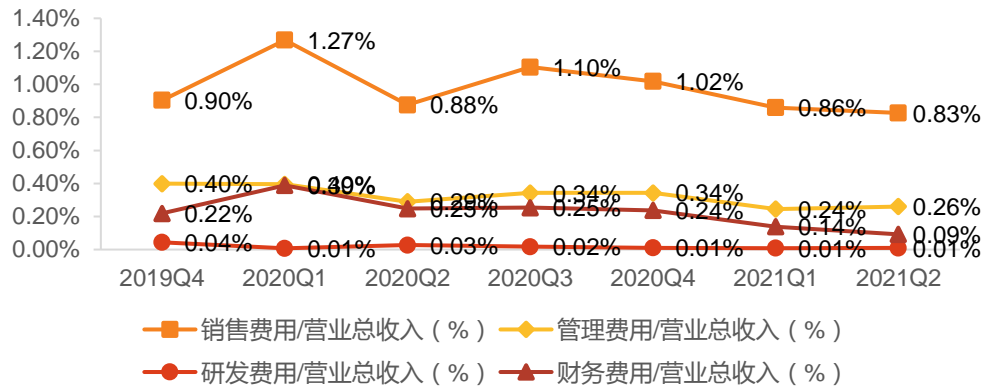
## 2. 收入端

公司报告期内销量大幅增加，营收与净利润高速增长。公司 21 年上半年收入增幅超预期，增速呈上升趋势，主要由于上半年疫情得到有效控制，金银珠宝类消费市场需求释放，以及公司大力拓展加盟市场，进一步完善销售渠道，增强品牌影响力。

## 3. 成本端

公司期间费用率 21Q1、Q2 分别为 1.25%、1.19%，同比分别下降 0.81pct、0.25pct。① 2021H1 公司销售费用 2.2 亿元，同比增加 39.49%，主要由于营业收入增加导致对应支付的代理服务费增加，公司 21Q1/Q2 销售费用率 0.86%/0.83%；②管理费用 0.67 亿元，同比增加 30.25%，主要原因为本报告期职工薪酬及聘请中介机构费用增加，公司 21Q1/Q2 管理费用率 0.24%/0.26%；③研发费用 0.02 亿元，同比减少 18.78%；④财务费用 0.31 亿元，同比降低 35.4%，主要原因是本报告期内银行存款产生的利息收入同比增加导致财务费用减少，公司 21Q1/Q2 财务费用率 0.14%/0.09%。

图 3：公司费用率

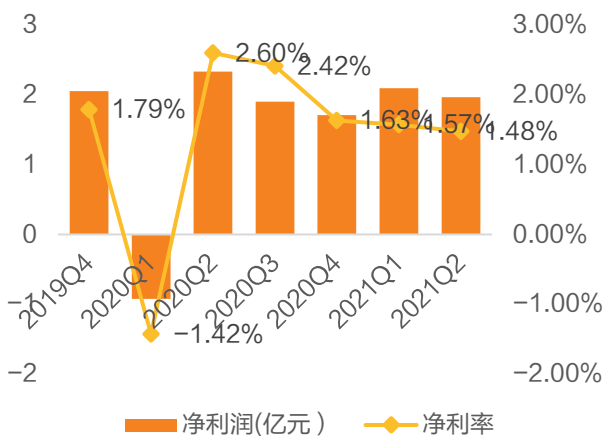


资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 4. 利润端

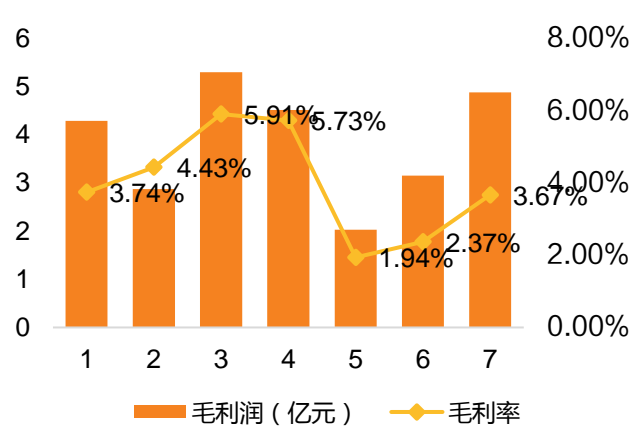
公司毛利率逐季改善。2021H1 公司实现毛利润 8.03 亿元，同比降低 1.69%；净利润 4.1 亿元，同比增加 188.13%。毛利率 3.02%，其中 Q2 毛利率为 3.67%，同比下降 2.24pct，环比上升 1.3pct；净利率 1.53%，其中 Q2 净利率为 1.48%，同比下降 1.1pct，环比下降 0.1pct。公司毛利率净利率较去年同期变动主要由于 20Q2 黄金价格的大幅提升。

图 4：公司各季度净利润与净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：公司各季度毛利润与毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

#### 5. 品牌端

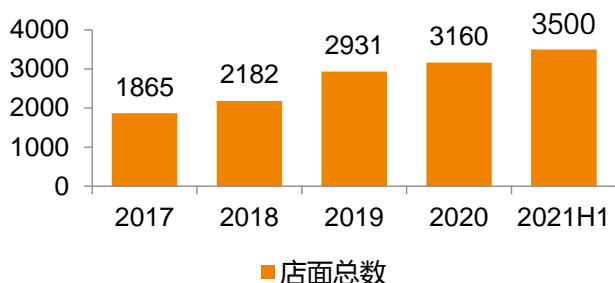
21 年来公司加速以“中国黄金”为母品牌的多品牌战略布局，全线实施高端轻奢首饰子品牌“珍·如金”及快时尚饰品子品牌“珍·尚银”的运营和推广。新品牌面向人群广，消费活力强，布局直播带货等线上渠道，重点经营抖音及快手官方旗舰店，同时与各大精选 TP 公司开展深度合作，完成直播场次近千场，有望为公司带来新一轮增长。

#### 6. 渠道端

公司 21Q1、Q2 拓店分别净增 26 家、288 家，二季度加速拓店卓有成效。2017-2020 年，公司店面总数量分别为 1865、2182、2931、3160 家，21Q2 公司新增加盟店 368 家，新

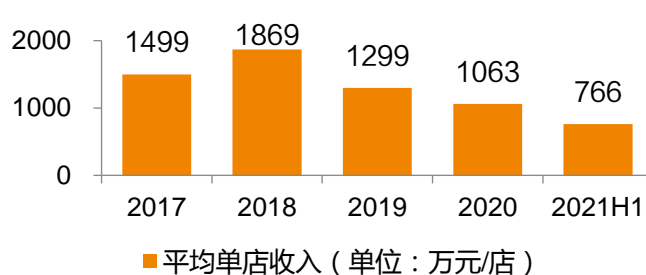
增直营店 3 家;加盟店关闭 81 家,直营店关闭 2 家,累计门店数量达约 3500 家。2017-2020 全年平均单店收入依次为 1499 万元/店、1869 万元/店、1299 万元/店、1063 万元/店,21H1 单店收入 766 万元/店。

图 6: 公司店面总数



资料来源:公司公告、天风证券研究所

图 7: 公司单店收入



资料来源:公司公告、天风证券研究所

## 7. 投资建议

根据国家统计局,2021H1 社会消费品零售总额 211,904 亿元,同比增长 23%,金银珠宝类消费市场呈现持续高增长态势。中国黄金作为黄金行业龙头,公司深化改革已具成效,IP 资源优势显著,上半年来公司营收及利润水平均达到较高水平,借助行业高景气度公司 21 年有望维持高增,我们调整公司 21/22 年归母净利润分别为 7.5 亿元/10.0 亿元(前值为 6.3/8.9 亿元),对应 PE 分别为 32x/24x, 维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,990.41	3,419.59	4,849.85	2,494.80	3,428.17
应收票据及应收账款	965.10	762.56	307.40	2,356.61	684.05
预付账款	192.92	295.77	187.93	519.47	281.96
存货	3,397.57	3,686.89	4,515.05	5,866.00	7,774.81
其他	602.85	591.23	769.47	724.44	934.69
<b>流动资产合计</b>	<b>8,148.85</b>	<b>8,756.04</b>	<b>10,629.70</b>	<b>11,961.32</b>	<b>13,103.70</b>
长期股权投资	11.85	11.45	11.45	11.45	11.45
固定资产	86.30	92.51	111.00	149.56	187.17
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	13.65	15.09	12.07	9.04	6.02
其他	170.12	152.11	126.04	94.26	93.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>281.91</b>	<b>271.16</b>	<b>296.56</b>	<b>333.91</b>	<b>369.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,430.76</b>	<b>9,027.20</b>	<b>10,926.26</b>	<b>12,295.23</b>	<b>13,473.28</b>
短期借款	0.00	0.00	45.70	437.73	40.20
应付票据及应付账款	124.27	117.53	184.87	227.57	272.72
其他	3,559.16	3,630.21	3,831.74	3,768.36	3,987.28
<b>流动负债合计</b>	<b>3,683.42</b>	<b>3,747.74</b>	<b>4,062.31</b>	<b>4,433.66</b>	<b>4,300.21</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.29	0.57	0.76	0.59
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>1.29</b>	<b>0.57</b>	<b>0.76</b>	<b>0.59</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,683.42</b>	<b>3,749.02</b>	<b>4,062.88</b>	<b>4,434.42</b>	<b>4,300.80</b>
少数股东权益	48.16	78.85	80.05	83.09	86.77
股本	1,500.00	1,500.00	1,680.00	1,680.00	1,680.00
资本公积	1,745.61	1,745.61	2,396.57	2,396.57	2,396.57
留存收益	3,199.18	3,699.33	5,103.33	6,097.73	7,405.72
其他	(1,745.61)	(1,745.61)	(2,396.57)	(2,396.57)	(2,396.57)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,747.34</b>	<b>5,278.18</b>	<b>6,863.38</b>	<b>7,860.82</b>	<b>9,172.49</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,430.76</b>	<b>9,027.20</b>	<b>10,926.26</b>	<b>12,295.23</b>	<b>13,473.28</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	450.21	502.05	753.04	994.40	1,307.99
折旧摊销	38.89	40.00	8.54	10.86	13.25
财务费用	108.09	111.32	108.90	161.70	249.48
投资损失	490.90	354.69	100.00	100.00	100.00
营运资金变动	(852.70)	(277.00)	0.82	(3,625.38)	105.98
其它	270.11	(175.56)	(98.80)	(46.96)	(46.32)
<b>经营活动现金流</b>	<b>505.49</b>	<b>555.50</b>	<b>872.50</b>	<b>(2,405.38)</b>	<b>1,730.38</b>
资本支出	13.01	21.20	60.72	79.81	50.17
长期投资	(0.46)	(0.39)	0.00	0.00	0.00
其他	(59.61)	(32.65)	(270.72)	(259.81)	(200.17)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(47.05)</b>	<b>(11.84)</b>	<b>(210.00)</b>	<b>(180.00)</b>	<b>(150.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	45.70	437.73	40.20
股权融资	(93.11)	(92.29)	722.06	(161.70)	(249.48)
其他	(9.02)	(24.58)	0.00	(45.70)	(437.73)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(102.13)</b>	<b>(116.87)</b>	<b>767.76</b>	<b>230.33</b>	<b>(647.01)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>356.31</b>	<b>426.79</b>	<b>1,430.26</b>	<b>(2,355.05)</b>	<b>933.37</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>38,274.10</b>	<b>33,787.63</b>	<b>46,200.00</b>	<b>62,370.00</b>	<b>77,962.50</b>
营业成本	36,311.78	32,316.23	44,074.80	59,563.35	74,243.69
营业税金及附加	44.73	50.52	69.30	93.56	116.94
营业费用	370.03	354.38	559.02	779.63	958.94
管理费用	129.43	114.61	183.85	280.67	467.78
研发费用	8.53	5.41	18.48	31.19	46.78
财务费用	93.11	92.29	108.90	161.70	249.48
资产减值损失	(0.62)	(36.65)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(177.41)	109.98	(100.00)	(50.00)	(50.00)
投资净收益	(490.90)	(354.69)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
其他	1,395.47	577.37	400.00	300.00	300.00
<b>营业利润</b>	<b>589.94</b>	<b>558.17</b>	<b>985.65</b>	<b>1,309.92</b>	<b>1,728.90</b>
营业外收入	17.88	71.04	30.00	30.00	30.00
营业外支出	0.39	0.23	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>607.43</b>	<b>628.99</b>	<b>1,005.65</b>	<b>1,329.92</b>	<b>1,748.90</b>
所得税	157.22	126.94	251.41	332.48	437.22
<b>净利润</b>	<b>450.21</b>	<b>502.05</b>	<b>754.24</b>	<b>997.44</b>	<b>1,311.67</b>
少数股东损益	(1.26)	1.90	1.20	3.04	3.68
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>451.46</b>	<b>500.16</b>	<b>753.04</b>	<b>994.40</b>	<b>1,307.99</b>
每股收益(元)	0.27	0.30	0.45	0.59	0.78

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.45%	-11.72%	36.74%	35.00%	25.00%
营业利润	25.81%	-5.38%	76.58%	32.90%	31.98%
归属于母公司净利润	24.85%	10.79%	50.56%	32.05%	31.54%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.13%	4.35%	4.60%	4.50%	4.77%
净利率	1.18%	1.48%	1.63%	1.59%	1.68%
ROE	9.61%	9.62%	11.10%	12.79%	14.40%
ROIC	32.89%	32.72%	47.97%	56.95%	25.97%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	43.69%	41.53%	37.18%	36.07%	31.92%
净负债率	-62.99%	-64.79%	-70.00%	-26.17%	-36.94%
流动比率	2.21	2.34	2.62	2.70	3.05
速动比率	1.29	1.35	1.51	1.37	1.24
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	37.14	39.11	86.36	46.82	51.28
存货周转率	12.57	9.54	11.27	12.02	11.43
总资产周转率	4.84	3.87	4.63	5.37	6.05
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.30	0.45	0.59	0.78
每股经营现金流	0.30	0.33	0.52	-1.43	1.03
每股净资产	2.80	3.09	4.04	4.63	5.41
<b>估值比率</b>					
市盈率	53.59	48.37	32.13	24.33	18.50
市净率	5.15	4.65	3.57	3.11	2.66
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.54	14.93	10.44
EV/EBIT	0.00	0.00	17.68	15.04	10.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com