

22H1 符合预期, 布局培育钻石前景看好

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2022年中报。2022H1公司实现营收253.3亿元, 同比下降4.8%; 实现归母净利润4.4亿元, 同比增长9.1%。其中单Q2实现营收109.6亿元, 同比下降17.6%, 实现归母净利润1.9亿元, 同比下降4.5%, 公司业绩下滑主要受疫情冲击影响, 整体符合预期。
- 盈利能力提升, 费控稳健。** 2022H1公司毛利率为4.4%, 同比提升1.3pp, 主要受益于公司积极丰富产品矩阵, 推出高附加值新品。费用率方面, 2022H1公司总费率为1.4%, 与去年同期基本持平。分拆来看, 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为1% (+0.2pp)/0.3% (+0pp)/0.1% (+0pp)/0.1% (-0.1pp), 费控较为稳健。受毛利率提升带动, 2022H1公司净利率达1.7%, 同比提升0.2pp。
- 黄金珠宝业务略承压, 多地受疫情影响业绩下滑。** 2022H1公司黄金珠宝业务/服务费业务分别贡献营收251亿元(-5.1%)/0.7亿元(+4.9%), 营收占比分别为99.1%/0.3%, 黄金珠宝业中, 黄金产品/K金珠宝类产品分别贡献营收248.8亿元/2.3亿元。分地区来看, 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区分别贡献营收10.5/49.9/125.7/15.1/19.5/12.6/18.5亿元, 分别同比+27.3%/-31.9%/+17.8%/-46.8%/-3%/-2.2%/+18.4%, 华南、华北地区业绩受疫情影响同比下降明显, 营收占比最高的华东地区Q2亦受疫情扰动增速较Q1有所放缓。
- 线下门店持续扩张, 线上业绩亮眼。** 报告期内公司继续拓展线下门店, 截止2022年6月, 公司门店总数达3749家, 其中直营/加盟分别为99家/3650家, 较去年年底分别净开8家/20家, 公司计划在第三季度新增9家直营门店及1家加盟门店。随着疫情逐步修复, 前期扩店将进一步提振公司业绩。电商渠道方面, 公司加快图文和直播电商双转型, 成效初显, 京东平台店铺投资金行业位居第一、抖音平台618珠宝黄金品牌销售额排行榜位居第二。
- 布局培育钻石业务, 打造新增长点。** 公司计划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, 考虑到培育钻石行业目前处于快速增长阶段(根据贝恩咨询, 2017-2020年全球培育钻石产量复合增速达68.7%), 公司有望凭借自身渠道优势为培育钻业务赋能, 形成协同, 带来新增长点。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为0.56元、0.70元和0.83元, 对应PE分别为29倍、23倍和20倍。考虑到公司作为黄金珠宝销售龙头, 具备全产业链一体化优势; 近年推出古法金、国潮相关产品受到市场认可, 产品持续升级; 同时公司发力渠道布局, 门店快速拓张, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 疫情反复的风险; 金价波动的风险; 行业竞争加剧的风险; 公司开店速度不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	50757.67	60919.38	71913.90	83477.34
增长率	50.23%	20.02%	18.05%	16.08%
归属母公司净利润(百万元)	794.43	940.34	1171.47	1402.35
增长率	58.84%	18.37%	24.58%	19.71%
每股收益EPS(元)	0.47	0.56	0.70	0.83
净资产收益率ROE	12.02%	12.59%	13.73%	14.32%
PE	35	29	23	20
PB	4.14	3.66	3.21	2.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

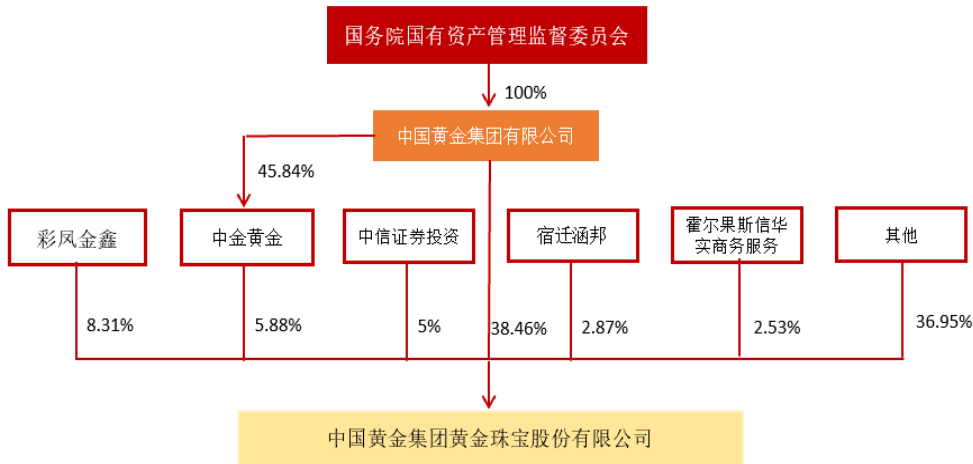
总股本(亿股)	16.80
流通A股(亿股)	8.22
52周内股价区间(元)	10.16-17.05
总市值(亿元)	274.85
总资产(亿元)	110.20
每股净资产(元)	3.90

相关研究

1 黄金市场龙头，业绩增长稳健

公司成立于 2017 年，是中国黄金集团零售板块的上市平台，从事黄金珠宝产品的研发、设计、生产、销售和品牌运营。公司以“中国黄金”为母品牌，以“珍·如金”、“珍·尚银”为子品牌，实现多品牌并举；公司拥有直营、加盟、银行、大客户和电商五大销售渠道，在全国已建立 30 家品牌服务中心和近 3000 家专卖店。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司发展历程大致分为以下三个阶段：

初创起步阶段（2006-2009 年）：公司前身中金黄金投资有限公司于 2006 年成立，成立当年即发行“中国黄金投资金条”，在黄金投资市场初绽光芒。2008 年，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，并于 2009 年设立中国黄金专卖店，开始布局线下门店。

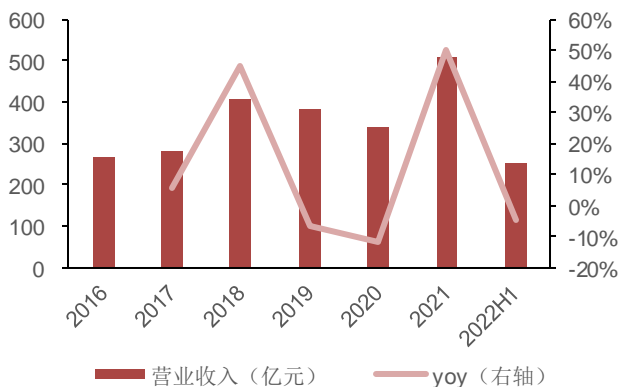
品牌培育阶段（2010-2016 年）：2010 年 9 月，中国黄金集团出资 2 亿元设立中国黄金集团黄金珠宝有限公司，中金珠宝正式成立。成立当年公司即被中国黄金协会评为“投资金条中国黄金第一品牌”。2012 年，公司发布高端首饰品牌“珍·如金”，2014 年公司又推出快时尚首饰品牌“珍·尚银”。2015 年，公司被中国珠宝玉石首饰行业协会授予“2015 年度中国黄金珠宝玉石首饰行业零售业十大品牌”。

央企混改阶段（2017 年至今）：2017 年，公司成为第二批混合所有制改革试点单位，通过增资扩股成功引进了中信证券、京东、兴业银行等战略投资者，注册资本增至 14.4 亿元。2018 年公司更名为“中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司”，2021 年公司成功在上交所上市。

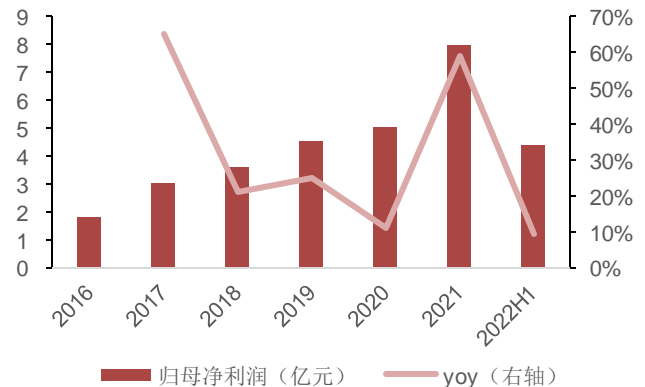
图 2：公司发展历程


数据来源：公司官网，西南证券整理

21年业绩强势反弹，22H1增速保持稳健。收入端来看，2016-2021年公司营业收入从267.3亿元增长到507.6亿元，GAGR达到13.7%。2021年营收较上年同期增长50.2%，21年增速强势反弹。公司2016-2021年归母净利润GAGR为34.4%，2021年同比增长58.8%，业绩亮眼。22H1公司实现营收253.3亿元，同比减少4.8%，实现归母净利润4.4亿元，同比增长9.1%，受疫情及国际黄金价格波动影响，22H1业绩增速有所放缓。

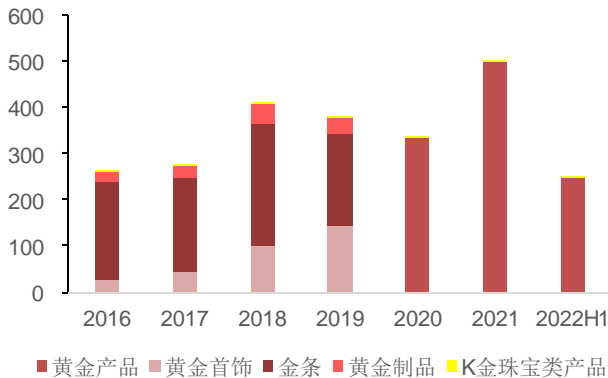
图 3：2016-2022H1 公司营收及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

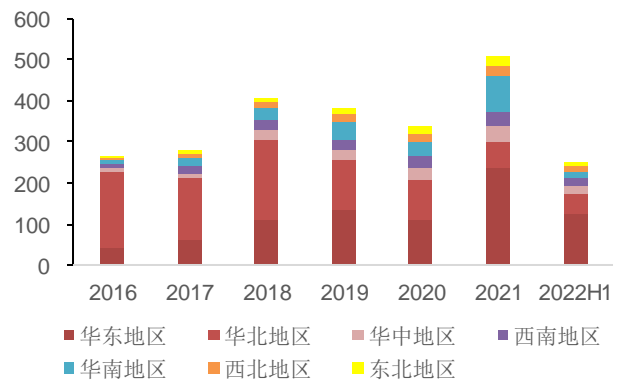
图 4：2016-2022H1 公司归母净利润及同比增速


数据来源：公司年公告，西南证券整理

黄金产品引领公司业绩增长，华东区域营收占比逐年增加。中国黄金作为中国黄金集团旗下黄金珠宝零售板块的唯一平台，依靠央企强大的资源整合能力，品牌优势明显。公司具有设计、加工、批发、零售、服务全产业链优势。分产品来看，22H1黄金产品/K金珠宝类产品分别贡献营收248.8/2.3亿元，较21H1分别同比增加61%/141.5%，营收占比分别为98.2%/0.9%，黄金产品为公司主要的增长动力。分区域来看，22H1华东/华北/华中/西南/华南/西北/东北地区营收占比分别为49.6%/19.7%/7.7%/7.3%/5.9%/5%/4.1%，华东地区自2019年来成为公司主要销售区域，所占比例逐年增加。

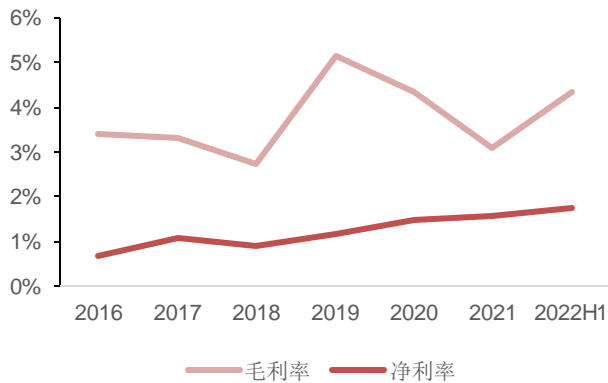
图 5：2016-2022H1 公司黄金珠宝各产品收入（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

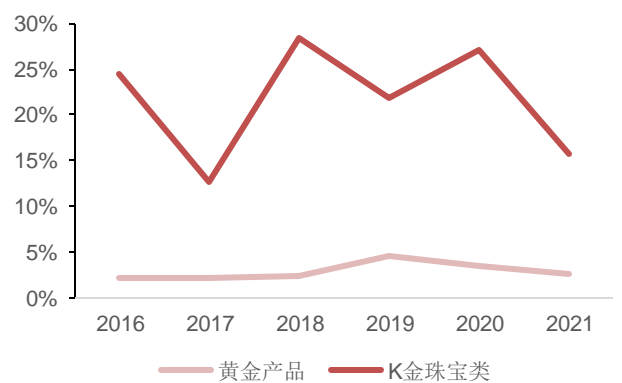
图 6：2016-2022H1 年公司不同地区收入（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

毛利率持续提升，K金珠宝类产品盈利能力更优。22H1 公司毛利率为 4.4%，同比提升 1.3pp，毛利率提升的主要原因在于积极丰富产品矩阵，不断推出高附加值新品。分产品来看，21 年黄金产品/K 金珠宝类毛利率分别为 2.5%/15.8%，分别较 2020 年变动-1.1pp/-11.3pp，黄金产品毛利率走势稳定，K 金珠宝类毛利率波动较大，但公司 K 金珠宝类产品毛利率显著高于黄金产品。近年来公司也在积极拓展 K 金珠宝、黄金饰品等毛利率更高的业务，并且在产品设计方面也在不断推陈出新，通过国潮系列、古法金产品和各类 IP 合作，不断优化产品矩阵，随着产品升级和渠道建设进一步深化，业绩增长空间会进一步打开。

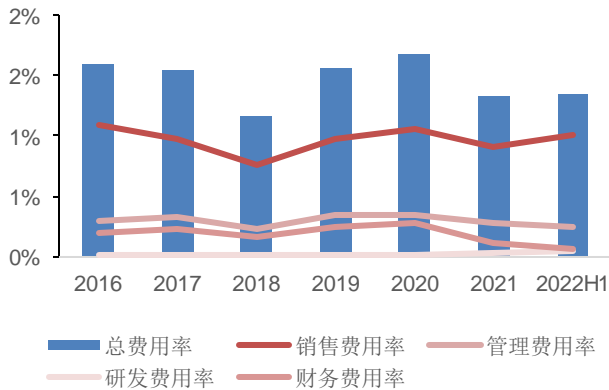
图 7：2016-2022H1 年公司毛利率及归母净利率


数据来源：公司年报，西南证券整理

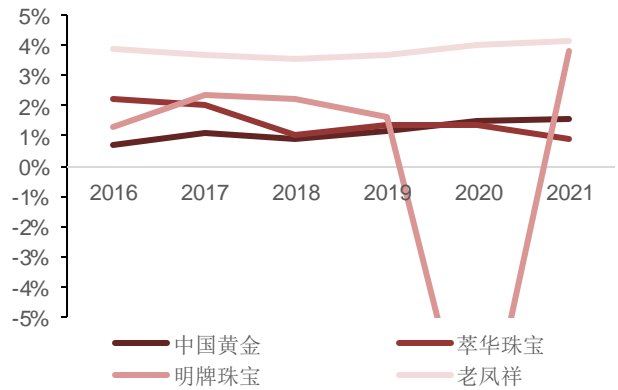
图 8：2016-2021 年公司主要产品毛利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

费用管控稳健，净利率稳健提升。22H1 公司总费用达 1.3%，同比保持稳定，2016-2022H1 平均费用率为 1.5%，分拆来看，22H1 公司销售费用率为 1%，同比提升 0.2pp，主要受职工薪酬及销售服务费增加所致，管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.2% (-0.01pp) / 0.1% (+0.1pp) / 0.1% (-0.1pp)，费用控制稳健。同行业对比来看，公司净利率处于偏低水平，2021 年净利率较 2016 年提升 0.9pp，未来亦有较大提升空间。

图 9：2016-2022H1 年公司费用率情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 10：2016-2021 年公司与可比公司净利率对比情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司近年来发力渠道建设，2017-2020 年每年净开店 432 家，而 2021 年净开店 561 家，预计公司快速开店将得到延续，2022-2024 年分别净开店 520 家、500 家和 480 家。

假设 2：预计公司各项业务盈利能力较为稳健，2022-2024 年毛利率分别为 3.1%、3.2%、3.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入与成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	50757.67	60919.4	71913.9	83477.3
yoy	50.2%	20.0%	18.0%	16.1%
营业成本	49191.64	59018.9	69629.8	80771.7
毛利率	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
黄金产品				
收入	50072.37	60086.8	70902.5	82246.9
Yoy	50.7%	20.0%	18.0%	16.0%
成本	48811.96	58572.7	69108.6	80166.0
毛利率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
K 金珠宝类产品				
收入	426.97	496.6	572.0	652.7
Yoy	18.8%	16.3%	15.2%	14.1%
成本	359.70	417.1	479.4	546.3
毛利率	15.8%	16.0%	16.2%	16.3%

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
服务费收入				
收入	137.29	159.3	183.1	208.8
Yoy	19.9%	16.0%	15.0%	14.0%
成本	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他				
收入	121.0	176.7	256.2	369.0
Yoy	47.3%	46.00%	45.00%	44.00%
成本	20.0	29.2	41.8	59.4
毛利率	83.5%	83.50%	83.70%	83.90%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的周大生、曼卡龙、老凤祥作为可比公司，考虑到公司作为黄金珠宝销售龙头，具备全产业链一体化优势；近年推出古法金、国潮相关产品受到市场认可，产品持续升级；同时公司发力渠道布局，门店快速拓张，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002574.SZ	周大生	5.14	1.32	1.57	1.83	10.26	8.26	7.39
300945.SZ	曼卡龙	17.82	0.4	0.49	0.61	44.88	36.54	29.2
600612.SH	老凤祥	37.14	3.56	4.02	4.43	10.44	9.24	8.38
平均值						21.86	18.01	14.99
600916.SH	中国黄金	16.37	0.56	0.70	0.83	29.25	23.48	19.61

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	50757.67	60919.38	71913.90	83477.34	净利润	797.77	944.29	1176.39	1408.24
营业成本	49191.64	59018.93	69629.78	80771.74	折旧与摊销	36.38	24.56	28.10	31.64
营业税金及附加	77.50	93.02	109.80	127.46	财务费用	61.94	-116.92	-124.27	-141.00
销售费用	460.99	548.27	640.03	772.17	资产减值损失	-4.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	138.02	158.39	165.40	204.52	经营营运资本变动	-91.42	-755.26	-328.37	-555.82
财务费用	61.94	-116.92	-124.27	-141.00	其他	15.20	42.23	3.26	-26.74
资产减值损失	-4.93	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	814.95	138.90	755.11	716.32
投资收益	103.76	0.00	0.00	0.00	资本支出	-53.45	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	50.21	-26.75	-10.99	30.61	其他	-18.62	-27.04	-10.90	30.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-72.08	-67.04	-50.90	-9.36
营业利润	953.73	1190.94	1482.16	1773.07	短期借款	0.00	1363.74	381.96	456.04
其他非经营损益	47.24	-6.13	-6.13	-6.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1000.97	1184.81	1476.03	1766.94	股权融资	830.96	-0.32	0.00	0.00
所得税	203.20	240.52	299.64	358.69	支付股利	-268.79	-79.44	-109.71	-146.43
净利润	797.77	944.29	1176.39	1408.24	其他	-98.91	110.44	122.98	139.77
少数股东损益	3.34	3.95	4.92	5.90	筹资活动现金流净额	463.26	1394.41	395.24	449.38
归属母公司股东净利润	794.43	940.34	1171.47	1402.35	现金流量净额	1206.13	1466.27	1099.45	1156.34
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4625.66	6091.94	7191.39	8347.73	成长能力				
应收和预付款项	1225.16	1776.11	1933.00	2331.88	销售收入增长率	50.23%	20.02%	18.05%	16.08%
存货	4120.33	4932.04	5832.91	6766.88	营业利润增长率	70.87%	24.87%	24.45%	19.63%
其他流动资产	494.07	703.09	764.99	925.72	净利润增长率	58.90%	18.37%	24.58%	19.71%
长期股权投资	45.93	45.93	45.93	45.93	EBITDA 增长率	52.37%	4.42%	26.16%	20.04%
投资性房地产	4.85	5.14	5.04	5.01	获利能力				
固定资产和在建工程	107.19	113.77	118.71	122.02	毛利率	3.09%	3.12%	3.18%	3.24%
无形资产和开发支出	20.18	34.17	46.26	56.45	三费率	1.30%	0.97%	0.95%	1.00%
其他非流动资产	376.77	371.64	366.51	361.38	净利率	1.57%	1.55%	1.64%	1.69%
资产总计	11020.15	14073.83	16304.74	18963.00	ROE	12.02%	12.59%	13.73%	14.32%
短期借款	0.00	1363.74	1745.70	2201.74	ROA	7.24%	6.71%	7.22%	7.43%
应付和预收款项	260.27	478.99	457.54	553.88	ROIC	13.63%	11.22%	11.70%	12.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.07%	1.80%	1.93%	1.99%
其他负债	4121.72	4728.45	5532.16	6376.23	营运能力				
负债合计	4381.98	6571.18	7735.40	9131.85	总资产周转率	5.06	4.86	4.73	4.73
股本	1680.00	1680.00	1680.00	1680.00	固定资产周转率	511.88	558.39	626.11	701.60
资本公积	2396.57	2396.25	2396.25	2396.25	应收账款周转率	53.82	49.11	48.65	48.31
留存收益	2479.36	3340.26	4402.02	5657.93	存货周转率	12.49	12.96	12.86	12.76
归属母公司股东权益	6555.98	7416.51	8478.27	9734.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.02%	—	—	—
少数股东权益	82.19	86.14	91.07	96.96	资本结构				
股东权益合计	6638.16	7502.65	8569.34	9831.15	资产负债率	39.76%	46.69%	47.44%	48.16%
负债和股东权益合计	11020.15	14073.83	16304.74	18963.00	带息债务/总负债	0.00%	20.75%	22.57%	24.11%
					流动比率	2.52	2.13	2.09	2.06
					速动比率	1.53	1.35	1.32	1.30
					股利支付率	33.83%	8.45%	9.36%	10.44%
					每股指标				
					每股收益	0.47	0.56	0.70	0.83
					每股净资产	3.95	4.47	5.10	5.85
					每股经营现金	0.49	0.08	0.45	0.43
					每股股利	0.16	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1052.05	1098.59	1385.99	1663.71					
PE	34.60	29.23	23.46	19.60					
PB	4.14	3.66	3.21	2.80					
PS	0.54	0.45	0.38	0.33					
EV/EBITDA	21.44	20.43	15.67	12.64					
股息率	0.98%	0.29%	0.40%	0.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn