

化妆品组

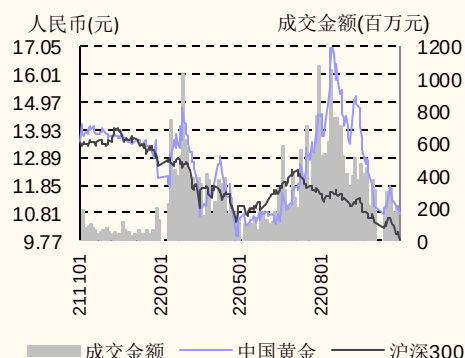
中国黄金 (600916.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.79 元

Q3 经营稳健、环比改善**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	16.80
已上市流通 A 股(亿股)	8.22
总市值(亿元)	181.27
年内股价最高最低(元)	17.05/9.94
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916

**相关报告**

1.《央企背景黄金珠宝龙头，布局培育钻石产业链-中国黄金深度报告》，2022.8.19

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,788	50,758	52,031	65,896	84,995
营业收入增长率	-11.72%	50.23%	2.51%	26.65%	28.98%
归母净利润(百万元)	500	794	900	1,249	1,798
归母净利润增长率	10.79%	58.84%	13.27%	38.80%	43.99%
摊薄每股收益(元)	0.333	0.473	0.536	0.743	1.070
每股经营性现金流净额	0.37	0.49	0.07	-0.08	-0.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.62%	12.12%	12.79%	16.16%	20.34%
P/E	0.00	29.04	31.24	22.50	15.63
P/B	0.00	3.52	3.99	3.64	3.18

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 公司 22Q3 实现收入 103.6 亿元、+0.38%，归母净利 1.75 亿元、+12.01%、增速回正（Q2 同降 4.45%），扣非归母净利 1.64 亿元、+7.07%（Q2 同降 6.08%）。净利率 1.68%、+0.16PCT。
- 22Q1-3 黄金珠宝销售收入 353.79 亿元、-3.66%，其中单 Q3 为 102.76 亿元、+0.03%，1H22 同降 5.09%，Q3 增速回正。22Q1-3 品牌使用费及管理服务费收入 1.08 亿元、+6.3%，单 Q3 为 0.38 亿元、+9%。

经营分析

- **Q3 主动调整部分加盟门店，关闭单店面积小、运营能力较弱门店，优先开区域位置较好、面积较大的门店，全年 4000 家门店目标不变。**单 Q3 自营/加盟店分别净开 6 家/净关闭 223 家，自营门店运营平稳，加盟渠道有所调整，主要系：1）甘肃、山西、新疆等部分地区持续受到疫情影响；2）年中明确了开店方向向大店、一二线城市集中，部分面积小、运营能力较弱的门店主动调整。Q4 目前公司拟新开自营店 6 家、加盟店 221 家，预计全年开店主要集中于 Q4、包括 Q3 部分门店重开。加盟集中关店影响下，Q3 珠宝销售收入仍有微增，主要系线下直营、线上销售靓丽。
- **Q3 毛利率同环比均降，预计主要系季度内金价下行、金条销售占比提升。**Q3 毛利率 2.52%、同比-0.5PCT、环比-2.2PCT。预计主要为：1）Q3 金价累计下行 0.53%，其中 7 月 5-20 日金价短期内有较大幅度下跌、从 390+元/克跌至 372 元/克、累计降幅 4.7%，刺激 7 月金银珠宝零售额同比增 22%、且推算量增 23%。金价相对低位销售集中、毛利率有所下行；2）人民币贬值、低毛利金条需求增加。
- **存货及应收账款周转放缓。**3Q22 存货/应收账款周转 37 天/10 天，同比放缓 4 天/5 天，主要系加盟本年未到收账期、9 月电商黄金大促尚未回款。

投资建议

- 公司为央企背景一体化黄金珠宝龙头，Q3 加盟有所调整、预计 Q4 总体经营稳健，维持盈利预测，预计 22-24 年 eps 0.54/0.74/1.07 元，对应 PE 31/23/16 倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 加盟渠道拓展不及预期，金价波动，疫情反复。

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	38,274	33,788	50,758	52,031	65,896	84,995
增长率		-11.7%	50.2%	2.5%	26.6%	29.0%
主营业务成本	-36,312	-32,316	-49,192	-49,980	-63,194	-81,174
%销售收入	94.9%	95.6%	96.9%	96.1%	95.9%	95.5%
毛利	1,962	1,471	1,566	2,051	2,702	3,821
%销售收入	5.1%	4.4%	3.1%	3.9%	4.1%	4.5%
营业税金及附加	-45	-51	-77	-78	-99	-127
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-370	-354	-461	-624	-804	-1,062
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.3%
管理费用	-129	-115	-138	-182	-237	-314
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
研发费用	-9	-5	-15	-16	-20	-25
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,410	946	875	1,151	1,542	2,291
%销售收入	3.7%	2.8%	1.7%	2.2%	2.3%	2.7%
财务费用	-93	-92	-62	73	54	3
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-58	-51	-12	-90	-24	-33
公允价值变动收益	-177	110	50	0	0	0
投资收益	-491	-355	104	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	10.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	590	558	954	1,134	1,572	2,261
营业利润率	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.4%	2.7%
营业外收支	17	71	47	0	0	0
税前利润	607	629	1,001	1,134	1,572	2,261
利润率	1.6%	1.9%	2.0%	2.2%	2.4%	2.7%
所得税	-157	-127	-203	-230	-319	-459
所得税率	25.9%	20.2%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
净利润	450	502	798	904	1,253	1,802
少数股东损益	-1	2	3	4	4	4
归属于母公司的净利润	451	500	794	900	1,249	1,798
净利率	1.2%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	450	502	798	904	1,253	1,802
少数股东损益	-1	2	3	4	4	4
非现金支出	97	91	82	129	66	77
非经营收益	719	372	-31	6	21	70
营运资金变动	-760	-410	-34	-918	-1,467	-1,988
经营活动现金净流	505	556	815	121	-128	-38
资本开支	-47	-22	-32	-50	-50	-50
投资	0	0	-40	0	0	0
其他	0	10	0	0	0	0
投资活动现金净流	-47	-12	-72	-50	-50	-50
股权募资	9	0	831	0	0	0
债权募资	0	0	0	8	383	1,138
其他	-111	-117	-368	-434	-580	-764
筹资活动现金净流	-102	-117	463	-426	-197	374
现金净流量	356	427	1,206	-355	-375	286

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,990	3,420	4,626	4,262	3,879	4,156
应收款项	1,160	903	1,141	1,440	1,805	2,329
存货	3,398	3,687	4,120	4,428	5,599	7,192
其他流动资产	601	747	578	850	966	1,096
流动资产	8,149	8,756	10,465	10,980	12,249	14,773
%总资产	96.7%	97.0%	95.0%	94.8%	95.2%	95.9%
长期投资	17	17	56	56	56	56
固定资产	86	93	107	121	132	141
%总资产	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
无形资产	77	75	71	82	91	98
非流动资产	282	271	555	599	617	632
%总资产	3.3%	3.0%	5.0%	5.2%	4.8%	4.1%
资产总计	8,431	9,027	11,020	11,579	12,866	15,405
短期借款	0	0	32	40	423	1,562
应付款项	362	379	473	483	611	785
其他流动负债	3,322	3,369	3,651	3,693	3,774	3,891
流动负债	3,683	3,748	4,157	4,216	4,808	6,237
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	225	241	238	234
负债	3,683	3,749	4,382	4,457	5,045	6,471
普通股股东权益	4,699	5,199	6,556	7,036	7,730	8,840
其中：股本	1,500	1,500	1,680	1,680	1,680	1,680
未分配利润	1,422	1,882	2,290	2,770	3,465	4,574
少数股东权益	48	79	82	86	90	94
负债股东权益合计	8,431	9,027	11,020	11,579	12,866	15,405

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.301	0.333	0.473	0.536	0.743	1.070
每股净资产	3.133	3.466	3.902	4.188	4.601	5.262
每股经营现金净流	0.337	0.370	0.485	0.072	-0.076	-0.023
每股股利	0.000	0.000	0.160	0.250	0.330	0.410
回报率						
净资产收益率	9.61%	9.62%	12.12%	12.79%	16.16%	20.34%
总资产收益率	5.35%	5.54%	7.21%	7.77%	9.71%	11.67%
投入资本收益率	22.01%	14.31%	10.45%	12.76%	14.86%	17.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.45%	-11.72%	50.23%	2.51%	26.65%	28.98%
EBIT增长率	106.89%	-32.85%	-7.56%	31.55%	34.01%	48.53%
净利润增长率	24.85%	10.79%	58.84%	13.27%	38.80%	43.99%
总资产增长率	13.96%	7.07%	22.08%	5.07%	11.12%	19.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.8	9.3	6.8	9.5	9.4	9.4
存货周转天数	30.6	40.0	29.0	33.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	1.2	1.4	1.1	1.3	1.3	1.3
固定资产周转天数	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7	0.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.99%	-64.79%	-69.20%	-59.28%	-44.18%	-29.05%
EBIT利息保障倍数	15.1	10.3	14.1	-15.7	-28.7	-730.4
资产负债率	43.69%	41.53%	39.76%	38.49%	39.22%	42.01%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	6	8	9
增持	0	0	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.43	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-19	增持	16.36	17.60 ~ 17.60

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402