

## 黄金产品优势稳固，丰富产品结构打造新增亮点

2023 年 04 月 23 日

➤ **事件概述：**2022 年，公司实现营业收入 471.24 亿元，同比-7.16%；归母净利润为 7.65 亿元，同比-3.66%；实现扣非归母净利润 6.95 亿元，同比-8.39%。其中，Q4 实现营收 114.35 亿元，同比-17.37%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比-35.87%。2023Q1，公司实现收入 161.39 亿元，同比+12.33%，归母净利润为 3.00 亿元，同比+19.13%；实现扣非归母净利润 2.77 亿元，同比+14.63%，业绩表现符合预期。

➤ **黄金产品贡献主要营收，K 金珠宝收入占比提升。**2022 年，公司收入与利润下滑主要系终端市场黄金销售量降低，使黄金产品销量较上年同期减少。2022 年，实现营业收入 471.24 亿元，同比-7.16%，Q4 实现营收 114.35 亿元，同比-17.37%。**①分产品看**，2022 年，黄金产品和 K 金珠宝类的营业收入分别为 462.02 和 4.84 亿元，同比-7.73% 和+13.39%，分别占总营收的 98.04%与 1.03%。**②分区域看**，2022 年，华东地区营业收入为 233.35 亿元，同比-0.72%；华北地区的营业收入为 93.85 亿元，同比+48.48%；华南地区的营业收入为 38.90 亿元，同比-56.58%；华中地区收入为 32.68 亿元，同比-15.70%；西南地区收入为 30.47 亿元，同比-10.00%；西北地区收入为 20.93 亿元，同比-13.93%；东北地区收入为 18.39 亿元，同比-14.74%。**③分销售模式看**，2022 年，直销的营业收入为 285.37 亿元，同比-5.51%；经销营业收入 183.21 亿元，同比-10.35%。

➤ **毛利率稳健上行，盈利能力不断提升。****①毛利率端：**2022 年，公司毛利率为 3.90%，同比+0.81 PCT。2023Q1 毛利率为 3.99%，同比-0.10 PCT。**分产品看**，2022 年黄金产品毛利率为 3.31%，同比+0.79 PCT；K 金珠宝类产品毛利率为 22.16%，同比+6.41 PCT。**②费率端：**2022 年，公司的销售费率、管理费率、研发费率分别为 0.95%、0.31%、0.05%，同比+0.04、+0.04、-0.07 PCT。2023Q1，销售费率、管理费率、研发费率分别为 0.63%、0.23%、0.04%，同比-0.28、+0.03、+0.02 PCT。**③净利率端：**2022 年，公司净利率为 1.63%，同比+0.06 PCT，23Q1 净利率为 1.87%，同比+0.11 PCT，盈利能力整体上行。

➤ **开店步伐稳健，推动渠道下沉。**截至 2022 年末，公司已开业门店合计 3642 家，其中包括直营门店 105 家，加盟门店 3537 家。23Q1，公司直营门店无净增加，加盟门店净减少 27 家。从开店规划来看，2023Q2-Q3，公司拟新增直营门店 9 家，2023Q2-Q4，拟新增加盟门店 114 家。以“直销+经销”并举的方式推动营销渠道规模扩张，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与知名度，同时在周边三、四线及以下城市持续扩张，全方位覆盖目标消费群体，打造渠道规模优势。2022 年，继续拓展线上经销模式，提升线上市场渗透率，电商渠道实现营业收入 44.98 亿元，毛利率为 3.11%。

➤ **充分发挥黄金产品优势，丰富产品结构打造新增亮点。**公司加大研发投入增强产品创新能力，持续推动品牌力建设。2022 年，公司研发费用为 0.28 亿元，同比+89.92%，截至 2022 年末，已完成各类新品研发 373 项，获得有效授权专利 231 项。围绕“精诚所至金石为开”的品牌内核，将黄金饰品与中国传统文化相结合，拟引领打造黄金珠宝文化创意产业园；凭借品牌实力和回收直达精炼厂流转优势，加快形成供应链互通的一体化回收服务体系；同时加快培育新兴业务，进一步深化产业链布局，依托公司多年市场营销和品牌运营经验，差异化定位研发生产培育钻石产品，以线上直播为切入点，根据线上数据分析辅助开展线下推广，开辟公司新的增长业务，形成“黄金+珠宝”的产品模式。

➤ **投资建议：**预计 2023-2025 年公司实现营收 566.30、669.40、771.76 亿元，分别同比+20.2%、+18.2%与+15.3%；实现归母净利润 9.72、11.96、14.31 亿元，分别同比+27.0%、+23.0%与+19.7%，对应 PE 21/17/14 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争格局加剧，产品推广不及预期，行业需求不及预期。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 47124 | 56630 | 66940 | 77176 |
| 增长率 (%)          | -7.2  | 20.2  | 18.2  | 15.3  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 765   | 972   | 1196  | 1431  |
| 增长率 (%)          | -3.7  | 27.0  | 23.0  | 19.7  |
| 每股收益 (元)         | 0.46  | 0.58  | 0.71  | 0.85  |
| PE               | 27    | 21    | 17    | 14    |
| PB               | 3.0   | 2.7   | 2.5   | 2.3   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

12.19 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

## 相关研究

1.中国黄金 (600916.SH) 深度报告：巩固“金字招牌”，发力培育钻石-2022/10/25

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 47124 | 56630 | 66940 | 77176 |
| 营业成本      | 45288 | 54366 | 64231 | 74038 |
| 营业税金及附加   | 69    | 85    | 100   | 116   |
| 销售费用      | 450   | 544   | 643   | 741   |
| 管理费用      | 146   | 198   | 214   | 239   |
| 研发费用      | 28    | 43    | 51    | 59    |
| EBIT      | 1128  | 1374  | 1683  | 1963  |
| 财务费用      | 24    | -49   | -53   | -51   |
| 资产减值损失    | -3    | -13   | -10   | -11   |
| 投资收益      | -125  | -181  | -214  | -193  |
| 营业利润      | 860   | 1229  | 1512  | 1810  |
| 营业外收支     | 87    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 947   | 1229  | 1512  | 1810  |
| 所得税       | 179   | 253   | 311   | 373   |
| 净利润       | 767   | 976   | 1201  | 1437  |
| 归属于母公司净利润 | 765   | 972   | 1196  | 1431  |
| EBITDA    | 1205  | 1451  | 1774  | 2069  |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 5271  | 5650  | 5515  | 5698  |
| 应收账款及票据     | 1161  | 1221  | 1450  | 1671  |
| 预付款项        | 83    | 109   | 128   | 148   |
| 存货          | 3950  | 4232  | 4917  | 5466  |
| 其他流动资产      | 525   | 507   | 510   | 512   |
| 流动资产合计      | 10989 | 11719 | 12520 | 13496 |
| 长期股权投资      | 46    | 46    | 46    | 46    |
| 固定资产        | 101   | 130   | 157   | 184   |
| 无形资产        | 14    | 19    | 23    | 27    |
| 非流动资产合计     | 641   | 639   | 633   | 625   |
| 资产合计        | 11630 | 12358 | 13153 | 14121 |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 188   | 194   | 220   | 243   |
| 其他流动负债      | 4167  | 4304  | 4365  | 4480  |
| 流动负债合计      | 4355  | 4498  | 4585  | 4723  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 273   | 271   | 271   | 271   |
| 非流动负债合计     | 273   | 271   | 271   | 271   |
| 负债合计        | 4628  | 4768  | 4856  | 4994  |
| 股本          | 1680  | 1680  | 1680  | 1680  |
| 少数股东权益      | 84    | 88    | 93    | 99    |
| 股东权益合计      | 7002  | 7589  | 8297  | 9127  |
| 负债和股东权益合计   | 11630 | 12358 | 13153 | 14121 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%)   |       |       |       |       |
| 营业收入增长率    | -7.16 | 20.17 | 18.21 | 15.29 |
| EBIT 增长率   | 30.72 | 21.87 | 22.48 | 16.59 |
| 净利润增长率     | -3.66 | 26.98 | 23.05 | 19.71 |
| 盈利能力 (%)   |       |       |       |       |
| 毛利率        | 3.90  | 4.00  | 4.05  | 4.07  |
| 净利率        | 1.62  | 1.72  | 1.79  | 1.85  |
| 总资产收益率 ROA | 6.58  | 7.86  | 9.09  | 10.14 |
| 净资产收益率 ROE | 11.06 | 12.96 | 14.58 | 15.86 |
| 偿债能力       |       |       |       |       |
| 流动比率       | 2.52  | 2.61  | 2.73  | 2.86  |
| 速动比率       | 1.48  | 1.53  | 1.52  | 1.56  |
| 现金比率       | 1.21  | 1.26  | 1.20  | 1.21  |
| 资产负债率 (%)  | 39.80 | 38.59 | 36.92 | 35.37 |
| 经营效率       |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数   | 8.99  | 8.00  | 8.00  | 8.00  |
| 存货周转天数     | 31.83 | 28.50 | 28.00 | 27.00 |
| 总资产周转率     | 4.16  | 4.72  | 5.25  | 5.66  |
| 每股指标 (元)   |       |       |       |       |
| 每股收益       | 0.46  | 0.58  | 0.71  | 0.85  |
| 每股净资产      | 4.12  | 4.47  | 4.88  | 5.37  |
| 每股经营现金流    | 0.71  | 0.62  | 0.42  | 0.65  |
| 每股股利       | 0.30  | 0.29  | 0.36  | 0.43  |
| 估值分析       |       |       |       |       |
| PE         | 27    | 21    | 17    | 14    |
| PB         | 3.0   | 2.7   | 2.5   | 2.3   |
| EV/EBITDA  | 15.65 | 12.74 | 10.47 | 8.89  |
| 股息收益率 (%)  | 2.46  | 2.41  | 2.96  | 3.55  |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 767   | 976   | 1201  | 1437  |
| 折旧和摊销       | 77    | 76    | 90    | 107   |
| 营运资金变动      | 50    | -238  | -828  | -686  |
| 经营活动现金流     | 1193  | 1041  | 714   | 1091  |
| 资本开支        | -41   | -80   | -85   | -98   |
| 投资          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -41   | -261  | -299  | -291  |
| 股权募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 0     | -3    | -47   | 0     |
| 筹资活动现金流     | -520  | -401  | -550  | -616  |
| 现金净流量       | 633   | 379   | -135  | 184   |

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026