

黄金产品稳步推进，培育钻石有望拉动成长

➤ **事件概述：**公司披露 2023 年中报，23H1 公司实现营业收入 295.67 亿元，同比+16.73%，归母净利润为 5.37 亿元，同比+22.31%，扣非归母净利润为 5.03 亿元，同比+18.41%。单 Q2 营业收入为 134.28 亿元，同比+22.48%；归母净利润为 2.37 亿元，同比+26.58%，扣非归母净利润为 2.26 亿元，同比+23.40%。

➤ **黄金产品量价齐升带动黄金珠宝业务收入持续上行，服务费收入同比缩减。**23H1，公司黄金珠宝业务实现营业收入 292.63 亿元，同比+16.57%，具体拆分产品类型来看，黄金产品收入 290.47 亿元，同比+16.77%，主要系黄金产品销量增加以及 23H1 黄金价格上涨所致，量价齐升带动黄金珠宝收入提升；K 金珠宝收入为 2.17 亿元，同比-4.98%；实现服务费收入 0.55 亿元，同比-20.96%，服务费用主要来源于管理服务费与品牌使用费，其中，品牌使用费为 0.35 亿元，同比-33.81%；管理服务费为 0.19 亿元，同比-33.81%，或与 K 金珠宝收入下滑以及加盟体系政策落实“三免两减”收费新政策，加大对加盟商的支持力度，促进拓展新店有关。

➤ **控费能力加强，净利率提升。**①毛利率端：23H1，公司毛利率为 4.23%，同比-0.12pct，主要与黄金产品收入占比提升有关。②费率端：23 H1，公司的销售费率、管理费率、研发费率分别为 0.72%、0.26%、0.04%，同比-0.28、+0.01、-0.01pct，公司的控费能力进一步加强。③净利率端：23H1，公司净利率为 1.83%，同比+0.08 PCT，盈利能力上行。

➤ **开店步伐稳健，推动渠道下沉。**23H1，公司直营门店净增加 3 家，加盟门店净增加 15 家。从开店规划看，3-4Q23，公司拟新增直营门店 10 家，拟新增加盟门店 268 家（以华东、西北、华中地区为主）。直营体系深入推进渠道建设，积极探索新业务模式。电商体系全渠道布局线上店铺，多平台签约授权，创新营销模式，与抖音平台及线下各渠道开展合作，增加品牌曝光和用户参与度。加盟体系创新政策制定，加大对服务中心及加盟商的支持与鼓励，全力以赴拓展新店。

➤ **充分发挥黄金产品优势，丰富产品结构打造新增长点。**围绕“精诚所至，金石为开”的品牌内核，选取国内黄金产业发展强势区域，通过品牌引领打造黄金珠宝文化创意产业园，丰富产品结构，打造新的利润增长点。持续加大回购渠道的建设，完成黄金流转的闭环，推动黄金存量市场的流动性。成立培育钻石（新材料）推广事业部；与晶拓钻石达成战略合作；“618”中国黄金培育钻石新品发布会在京东快手平台同步首发直播，以“环保、科技、时尚、国潮”的理念布局新赛道，发挥渠道协同效应，实现了产品结构调整，降低对单一品类的依赖度。

➤ **投资建议：**公司在黄金产品具备优势的同时，培育钻石业务的布局有望拉动收入与利润上行，我们预计 23-25 年归母净利润为 9.53、11.43 与 13.49 亿元，8 月 15 日收盘价对应 PE 为 21/17/15 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	56741	65708	73635
增长率（%）	-7.2	20.4	15.8	12.1
归属母公司股东净利润（百万元）	765	953	1143	1349
增长率（%）	-3.7	24.5	20.0	18.0
每股收益（元）	0.46	0.57	0.68	0.80
PE	26	21	17	15
PB	2.8	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 8 月 15 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
11.69 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

电话：13122831967

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1.中国黄金 (600916.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：黄金产品优势稳固，丰富产品结构打造新增亮点-2023/04/23

2.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	56741	65708	73635
营业成本	45288	54497	63060	70609
营业税金及附加	69	85	99	110
销售费用	450	556	637	714
管理费用	146	187	210	236
研发费用	28	44	50	56
EBIT	1128	1360	1634	1900
财务费用	24	7	4	3
资产减值损失	-3	-2	-3	-5
投资收益	-125	-170	-210	-221
营业利润	860	1181	1416	1672
营业外收支	87	0	0	0
利润总额	947	1181	1416	1672
所得税	179	224	269	318
净利润	767	956	1147	1354
归属于母公司净利润	765	953	1143	1349
EBITDA	1205	1437	1728	2013

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5271	5523	5687	6040
应收账款及票据	1161	1138	1117	1101
预付款项	83	109	126	141
存货	3950	4253	4661	5025
其他流动资产	525	507	509	512
流动资产合计	10989	11529	12101	12818
长期股权投资	46	46	46	46
固定资产	101	129	155	181
无形资产	14	20	25	30
非流动资产合计	641	691	693	690
资产合计	11630	12220	12794	13508
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	188	194	216	232
其他流动负债	4167	4304	4336	4433
流动负债合计	4355	4498	4552	4665
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	273	268	268	268
非流动负债合计	273	268	268	268
负债合计	4628	4766	4820	4933
股本	1680	1680	1680	1680
少数股东权益	84	87	91	96
股东权益合计	7002	7454	7974	8575
负债和股东权益合计	11630	12220	12794	13508

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	20.41	15.80	12.06
EBIT 增长率	30.72	20.57	20.18	16.29
净利润增长率	-3.66	24.53	19.96	18.03
盈利能力 (%)				
毛利率	3.90	3.96	4.03	4.11
净利润率	1.62	1.68	1.74	1.83
总资产收益率 ROA	6.58	7.80	8.94	9.99
净资产收益率 ROE	11.06	12.94	14.50	15.92
偿债能力				
流动比率	2.52	2.56	2.66	2.75
速动比率	1.48	1.48	1.50	1.53
现金比率	1.21	1.23	1.25	1.29
资产负债率 (%)	39.80	39.00	37.67	36.52
经营效率				
应收账款周转天数	8.99	7.40	6.30	5.50
存货周转天数	31.83	28.50	27.00	26.00
总资产周转率	4.16	4.76	5.25	5.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.57	0.68	0.80
每股净资产	4.12	4.39	4.69	5.05
每股经营现金流	0.71	0.62	0.69	0.86
每股股利	0.30	0.37	0.45	0.53
估值分析				
PE	26	21	17	15
PB	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	17.66	14.81	12.32	10.57
股息收益率 (%)	2.57	3.20	3.83	4.52
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	767	956	1147	1354
折旧和摊销	77	78	94	113
营运资金变动	50	-155	-328	-265
经营活动现金流	1193	1041	1153	1446
资本开支	-41	-101	-97	-110
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-41	-271	-307	-330
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-5	-46	0
筹资活动现金流	-520	-518	-683	-762
现金净流量	633	252	164	353

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受到任何形式的补偿。

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。	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