

中国黄金 (600916.SH)

增持 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

Q3 业绩稳健增长，渠道扩张提速

业绩简评

- 公司 10 月 30 日公告 1-3Q23 营收/归母净利润 413.14/7.41 亿元、同比+15.76%/+20.66%。
- 单 3Q23 营收 / 归母净利润 / 扣非归母净利润 117.46/2.04/1.76 亿元、同比+13.39%/+16.53%/+7.43%，业绩总体稳健增长。

经营分析

- 去年基数不低（疫后修复&7 月金价急跌引发“抢金潮”）下 Q3 黄金珠宝营收同比增长稳健，主要系金价同比高位+经销商秋季订货会积极性较高。3Q23 黄金珠宝营收 116.6 亿元、同增 13.4%，高于金银珠宝类社零总体（以绝对值推算、Q3 零售额同比持平）。拆分量价看，价增为主要驱动力，根据上海金交所 Q3 黄金 (Au9999) 日收盘均价同比+19.6%，推算公司黄金珠宝销量同比下降。Q3 服务费收入同比+4.8%。
- 受益金价上行、Q3 毛利率同比提升明显。3Q23 毛利率 4.22%、同比+1.7PCT，预计主要系 1) 去年同期受低毛利投资资金条占比提升&金价下行影响毛利率处于低位；2) 今年 Q3 订货会集中出货期金价同比高位、毛利率上行。期间费用率 1.39%、同比+0.2PCT，其中销售/管理费用率 0.94%/0.36%、同比+0.18/+0.05PCT；公允价值变动损失 4486 万元（去年同期收益 7631 万元）；归母净利率 1.74%、同比+0.05PCT。
- “三免两减”政策助力 Q3 加盟店扩张提速，全年净开店/门店总数望突破 400/4000 家。截至 3Q23 末门店总数 3866 家，自营/加盟店 112 家/3754 家、较 22 年末净增加 7 家/217 家，其中 Q3 净增加自营/加盟店 4/202 家，Q4 拟增加直营店 11 家、加盟店 173 家、延续快速扩张态势。

盈利预测、估值与评级

- 央企一体化黄金珠宝龙头、供应链资源&渠道能力强大，培育钻第二增长曲线有望贡献增量。
- 维持盈利预测，预计 23-25 年归母净利润 9.96/12.24/14.23 亿元，同比+30.15%/+22.88%/+16.25%，对应 23-25 年 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 金价剧烈波动；培育钻业务进展不及预期；加盟渠道拓展不及预期；培育钻裸钻价格波动。

商贸零售组

分析师：罗晓婷 (执业 S1130520120001)
luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 10.72 元

相关报告：

- 1.《中国黄金点评：Q2 低基数下黄金品类增长势头良好，预计下半年渠...》，2023.8.15
- 2.《中国黄金 22 年&1Q23 点评：Q1 复苏显现、看好 Q2 趋势延续...》，2023.4.23
- 3.《中国黄金公司点评：培育钻布局迈出重要一步》，2023.2.7



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	50,758	47,124	56,127	65,729	73,252
营业收入增长率	50.23%	-7.16%	19.10%	17.11%	11.45%
归母净利润(百万元)	794	765	996	1,224	1,423
归母净利润增长率	58.84%	-3.66%	30.15%	22.88%	16.25%
摊薄每股收益(元)	0.473	0.456	0.593	0.729	0.847
每股经营性现金流净额	0.49	0.71	0.19	0.36	0.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.12%	11.06%	13.25%	14.84%	15.63%
P/E	29.04	27.75	18.08	14.71	12.66
P/B	3.52	3.07	2.39	2.18	1.98

来源：公司年报、国金证券研究所 (注：股价更新至 10 月 30 日)

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	33,788	50,758	47,124	56,127	65,729	73,252	应收账款	3,420	4,626	5,271	5,215	4,751	4,931
增长率		50.2%	-7.2%	19.1%	17.1%	11.4%	存货	903	1,141	1,195	1,492	1,657	1,846
主营业务成本	-32,316	-49,192	-45,288	-53,826	-62,899	-69,988	其他流动资产	3,687	4,120	3,950	4,625	5,404	6,013
%销售收入	95.6%	96.9%	96.1%	95.9%	95.7%	95.5%	流动资产	747	578	574	619	626	640
毛利	1,471	1,566	1,836	2,301	2,830	3,264	%总资产	8,756	10,465	10,989	11,951	12,438	13,430
%销售收入	4.4%	3.1%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%	长期投资	97.0%	95.0%	94.5%	95.0%	95.1%	95.4%
营业税金及附加	-51	-77	-69	-84	-99	-110	固定资产	17	56	55	184	184	184
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	%总资产	93	107	101	122	142	160
销售费用	-354	-461	-450	-544	-670	-747	无形资产	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	非流动资产	75	71	66	87	86	85
管理费用	-115	-138	-146	-185	-217	-242	%总资产	271	555	641	635	641	646
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	资产总计	3.0%	5.0%	5.5%	5.0%	4.9%	4.6%
研发费用	-5	-15	-28	-34	-39	-44	短期借款	9,027	11,020	11,630	12,585	13,079	14,077
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	应付款项	0	32	51	467	134	177
息税前利润(EBIT)	946	875	1,144	1,454	1,805	2,122	其他流动负债	379	473	495	559	654	727
%销售收入	2.8%	1.7%	2.4%	2.6%	2.7%	2.9%	流动负债	3,369	3,651	3,810	3,802	3,846	3,905
财务费用	-92	-62	-24	11	-134	-206	长期贷款	3,748	4,157	4,355	4,829	4,634	4,808
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-51	-12	-16	-94	-16	-12	负债	1	225	273	153	111	81
公允价值变动收益	110	50	-119	0	0	0	普通股股东权益	3,749	4,382	4,628	4,981	4,745	4,889
投资收益	-355	104	-125	-125	-125	-125	其中：股本	5,199	6,556	6,918	7,520	8,250	9,104
%税前利润	n.a	10.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	未分配利润	1,500	1,680	1,680	1,680	1,680	1,680
营业利润	558	954	860	1,245	1,530	1,779	少数股东权益	1,882	2,290	2,635	3,233	3,967	4,821
营业利润率	1.7%	1.9%	1.8%	2.2%	2.3%	2.4%	负债股东权益合计	79	82	84	84	84	84
营业外收支	71	47	87	0	0	0		9,027	11,020	11,630	12,585	13,079	14,077
税前利润	629	1,001	947	1,245	1,530	1,779							
利润率	1.9%	2.0%	2.0%	2.2%	2.3%	2.4%							
所得税	-127	-203	-179	-249	-306	-356							
所得税率	20.2%	20.3%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%							
净利润	502	798	767	996	1,224	1,423							
少数股东损益	2	3	2	0	0	0							
归属于母公司的净利润	500	794	765	996	1,224	1,423							
净利率	1.5%	1.6%	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
净利润	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	每股指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	502	798	767	996	1,224	1,423	每股收益	0.333	0.473	0.456	0.593	0.729	0.847
少数股东损益	2	3	2	0	0	0	每股净资产	3.466	3.902	4.118	4.476	4.911	5.419
非现金支出	91	82	94	130	55	52	每股经营现金净流	0.370	0.485	0.710	0.194	0.359	0.550
非经营收益	372	-31	282	254	154	142	每股股利	0.160	0.240	0.300	0.237	0.291	0.339
营运资金变动	-410	-34	50	-1,055	-829	-693	回报率						
经营活动现金净流	556	815	1,193	326	603	924	净资产收益率	9.62%	12.12%	11.06%	13.25%	14.84%	15.63%
资本开支	-22	-32	-41	-65	-45	-45	总资产收益率	5.54%	7.21%	6.58%	7.91%	9.36%	10.11%
投资	0	-40	0	-129	0	0	投入资本收益率	14.31%	10.45%	13.03%	14.41%	17.05%	18.13%
其他	10	0	0	-125	-125	-125	增长率						
投资活动现金净流	-12	-72	-41	-319	-170	-170	主营业务收入增长率	-11.72%	50.23%	-7.16%	19.10%	17.11%	11.45%
股权募资	0	831	0	5	-5	0	EBIT增长率	-32.85%	-7.56%	30.73%	27.12%	24.12%	17.56%
债权募资	0	0	0	417	-333	42	净利润增长率	10.79%	58.84%	-3.66%	30.15%	22.88%	16.25%
其他	-117	-368	-520	-426	-519	-586	总资产增长率	7.07%	22.08%	5.54%	8.21%	3.92%	7.63%
筹资活动现金净流	-117	463	-520	-5	-856	-544	资产管理能力						
现金净流量	427	1,206	633	2	-423	210	应收账款周转天数	9.3	6.8	8.8	9.5	9.0	9.0
							存货周转天数	40.0	29.0	32.5	32.0	32.0	32.0
							应付账款周转天数	1.4	1.1	1.5	1.2	1.2	1.2
							固定资产周转天数	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-64.79%	-69.20%	-74.56%	-62.44%	-55.40%	-51.75%
							EBIT利息保障倍数	10.3	14.1	46.9	-137.4	13.5	10.3
							资产负债率	41.53%	39.76%	39.80%	39.58%	36.28%	34.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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

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
2	2022-10-31	增持	10.79	N/A
3	2023-02-07	增持	12.53	N/A
4	2023-04-23	增持	12.19	N/A
5	2023-08-15	增持	11.81	N/A

来源: 国金证券研究所


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。

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：021-80234211
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5楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806
