

中国黄金 (600916.SH)

买入(首次评级)

央企铸品牌，轻装上阵开新版图

当前价格： 9.87 元
 目标价格： 12.26 元

投资要点：

➢ **中国黄金集团的零售平台，背靠央企拥有全产业链布局，在培育钻领域或再发力。**公司是中国黄金集团的珠宝零售平台，主要产品包括投资类金条及黄金饰品。公司不仅在零售端拥有较强品牌影响力，并且能充分利用集团优势，实现全产业链的优势布局。2022年半年报中，公司宣布向培育钻石领域迈进，在“轻包袱”的背景下，公司在培育钻和镶嵌领域有望实现高速发展，带来营收结构的进一步调整。

➢ **黄金产品贡献主要营收，直销模式稳健增长，经销模式快速超车。**公司主要经营投资类金条、黄金饰品等产品，黄金产品贡献主要收入，2023H1占比达到98.24%。从销售模式来看，直销模式包括电商渠道、大客户渠道、银行渠道及直营店渠道等，其中电商渠道随公司线上全渠道布局及营销推广，实现快速提升。经销渠道伴随加盟店快速铺开，营收端实现快速超车，截止2022年经销模式营收为183.21亿元，占比保持在40%左右。门店扩展方面，截止2023Q3加盟/自营门店数分别为3754/112家。

➢ **毛利率由金条产品主导，整体处于较低水平，未来随结构调整及公司效率提升，利润端有望提升。**投资金条是公司主要产品品类，因此公司整体毛利率水平受金条产品影响整体偏低，2022年为3.90%。我们预计未来公司毛利率水平将向上提升，主要系，首先公司自动化及规模化程度逐渐提升，其次，未来随公司加大对黄金首饰、K金珠宝类产品布局，从结构层面将带动毛利率水平提升。2023Q1-Q3公司实现毛利率4.23%。

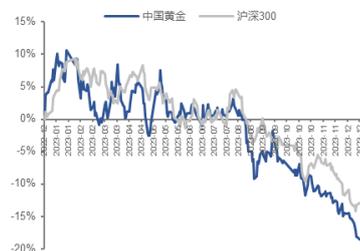
➢ **盈利预测与投资建议：**公司是头部黄金珠宝企业，主营黄金产品，我们选取老凤祥、周大生、菜百股份作为可比公司。2023-25年可比公司平均PE为14/12/11倍。预计公司2023-25年归母净利润达10.16/12.46/15.09亿元，三年同比增长32.81%/19.29%/18.32%。公司为黄金珠宝板块央企，拥有全产业链布局，进入培育钻领域，给予公司2024年17倍PE，对应目标价12.26元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

➢ **风险提示：**金价波动风险，竞争加剧的风险，渠道拓展不及预期，股票大额解禁风险，培育钻板块不及预期风险。

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 1680/822 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 16582/8115 |
| 每股净资产(元) | 4.26 |
| 资产负债率(%) | 42.52 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.65/9.38 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号：S0210523050001
 邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

研究助理 杜采玲
 邮箱：dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

- 【华福商业】黄金珠宝行业：审美觉醒背靠投资属性，黄金饰品有望实现中国力量——2023.08.25
- 【华福商业】周大福：产品持续推新，龙头风采尽显——2023.09.18
- 【华福商业】潮宏基：创新为立身之本，加盟为发展之势——2023.09.21
- 【华福商业】豫园股份：珠宝时尚为领，构筑大娱乐生态圈——2023.11.22

| 财务数据和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 50,758 | 47,124 | 55,026 | 62,222 | 69,175 |
| 增长率 | 50% | -7% | 17% | 13% | 11% |
| 净利润(百万元) | 794 | 765 | 1,016 | 1,246 | 1,509 |
| 增长率 | 59% | -4% | 33% | 23% | 21% |
| EPS(元/股) | 0.47 | 0.46 | 0.60 | 0.74 | 0.90 |
| 市盈率(P/E) | 20.9 | 21.7 | 16.3 | 13.3 | 11.0 |
| 市净率(P/B) | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量：

黄金产品板块：产品更新、渠道拓展及金价上涨三重推动，我们预计公司黄金产品板块 2023-25 年营收同比增长 17.00%/13.00%/11.00%。从毛利率端来看，受益于公司高毛利的黄金饰品占比持续提升，预计黄金产品板块毛利率水平受益于结构优化将持续上行，基于此，预计 2023-25 年黄金板块毛利率水平分别为 3.50%/3.60%/3.70%。

K 金珠宝类产品板块：K 金产品当前仍然整体承压，但我们认为明年伴随悦己主义兴起及公司自身渠道端拓展，叠加公司培育钻业务成功举办新品发布会，产品结构调整，该板块有望回暖。我们预计 2023-25 年 K 金珠宝类产品板块营收同增-4.00%/+2.00%/+3.00%。从利润端来看，K 金珠宝类产品毛利率水平相较于可比公司仍然较低，未来随产品结构调整，毛利率水平向行业平均水平看齐，预计 2023-25 年 K 金珠宝类产品板块毛利率水平分别为 23.00%/23.50%/23.50%。

我们区别于市场的观点：

市场担心公司拓店乏力，无法进一步渗透空白市场。相较于可比公司当前的门店数量以及扩店趋势，我们认为公司未来的扩店天花板较高，并且省级加盟商通过彩凤金鑫平台对公司持股，实现与公司深度绑定，将持续拥有动能向下拓店。

市场担心公司营收过度依赖金条等低毛利产品，受金价波动影响较大。我们认为公司营收结构在持续调整，首先黄金饰品类占比持续提升，为公司结构调整第一步，其次，公司持续推出 18K 金、金镶钻等金饰产品，对毛利率的提升有较强助推力，最后，公司宣布进入培育钻领域，有望增厚公司 K 金镶嵌板块营收，K 金镶嵌板块占比提升将进一步优化公司产业结构，带动利润端提升。

股价上涨的催化因素：

产品结构升级增厚黄金板块毛利率；门店拓展超预期；培育钻领域带动 K 金珠宝品类表现超预期。

估值与目标价：

公司是头部黄金珠宝企业，主营黄金产品，我们选取老凤祥、周大生、菜百股份作为可比公司。2023-25 年可比公司平均 PE 为 14/12/11 倍。预计公司 2023-25 年归母净利润达 10.16/12.46/15.09 亿元，三年同比增长 32.81%/19.29%/18.32%。公司为黄金珠宝板块央企，拥有全产业链布局，进入培育钻领域，给予公司 2024 年 17 倍 PE，对应目标价 12.26 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

金价波动风险，竞争加剧的风险，渠道拓展不及预期，股票大额解禁风险，培育钻板块不及预期风险。

正文目录

| | | |
|---|----------------------------|----|
| 1 | 行业央企，全产业链布局，培育钻领域再发力 | 4 |
| 2 | 营收强韧性，利润端增长趋势明显 | 6 |
| 3 | 盈利预测与估值分析 | 9 |
| 4 | 风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1：中国黄金发展图谱 | 4 |
| 图表 2：加盟门店助力总门店数快速增长（单位：家） | 5 |
| 图表 3：实控人为国资委，加盟商持股激发活力 | 5 |
| 图表 4：管理层经验丰富，均在集团内任职多年 | 6 |
| 图表 5：黄金产品贡献主要收入（单位：亿元） | 7 |
| 图表 6：直销模式为主，经销模式快速提量（单位：亿元） | 7 |
| 图表 7：公司毛利率稳定在 3%-5% 水平 | 8 |
| 图表 8：费用率均同行较低水平 | 8 |
| 图表 9：存货周转良好且回款能力强（单位：天） | 9 |
| 图表 10：公司收入和毛利率预测 | 10 |
| 图表 11：可比公司 | 11 |
| 图表 12：财务预测摘要 | 12 |

1 行业央企，全产业链布局，培育钻领域再发力

中国黄金集团的零售平台，背靠央企拥有全产业链布局，在培育钻领域或再发力。公司是中国黄金集团的珠宝零售平台，主要产品包括投资类金条及黄金饰品。公司不仅在零售端拥有较强品牌影响力，并且能充分利用集团优势，实现全产业链的优势布局。2022年半年报中，公司宣布向培育钻石领域迈进，并于23年6月18日成功举办培育钻新品发布会。在“轻包袱”的背景下，公司在培育钻和镶嵌领域有望实现高速发展，带来营收结构的进一步调整。

图表 1：中国黄金发展图谱



数据来源：公司官网，华福证券研究所

加盟渠道助力公司快速拓店。公司借助加盟商在当地较强的影响力和资金能力，向空白市场快速覆盖，截止 2023Q3 加盟门店/自营门店数分别为 3754/112 家。同时，为了对加盟商进行更精细化管理，公司与省级加盟商进行直接交易，省级加盟商与终端加盟商交易往来，若当地无省级加盟商，则公司与直接加盟商直接交易，省代模式帮助公司跑通加盟渠道，助力公司快速扩店。

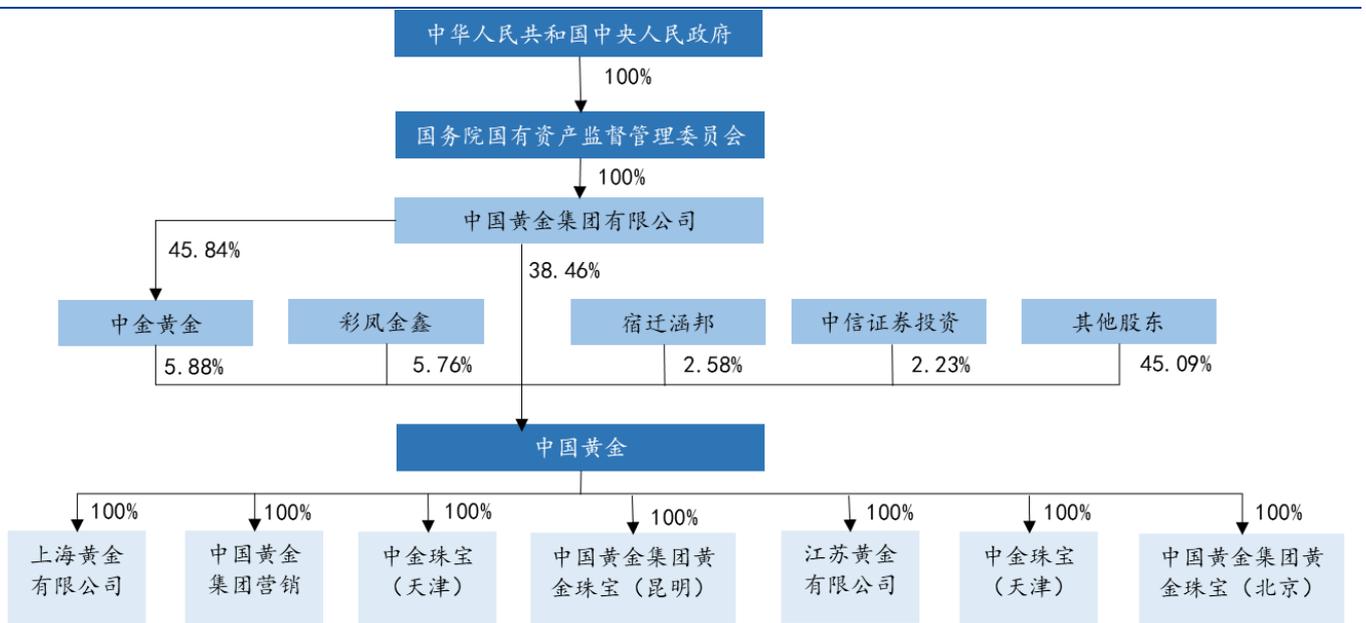
图表 2：加盟门店助力总门店数快速增长（单位：家）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q3 |
|-----|------|------|------|------|------|------|--------|
| 总门店 | 1865 | 2182 | 2931 | 3160 | 3721 | 3642 | 3866 |
| 加盟 | 1805 | 2119 | 2852 | 3075 | 3630 | 3537 | 3754 |
| 自营 | 60 | 63 | 79 | 85 | 91 | 105 | 112 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

实控人为中央，引入战略投资人实现优势互补。公司实际控制人为国资委，为黄金珠宝行业央企，中国黄金集团通过直接和间接方式合计持有公司股权 41.16%。2017 年公司引入中信证券投资、京东等战略投资人，通过整合和积累各类投资人的优势，助力公司在黄金珠宝销售领域快速成长。彩凤金鑫为公司省级加盟商和直接加盟商组成的投资合伙平台，加盟商与公司利益深度绑定，进一步激发加盟商积极性。

图表 3：实控人为国资委，加盟商持股激发活力



数据来源：wind，华福证券研究所 注：截止到 2023 年 12 月 25 日

公司管理层经验丰富，均在公司任职多年。公司管理层均在集团内各子公司和部门工作多年，拥有较强的全产业链管理经验和公司归属感，新任职的董事长刘科军在公司内任职多年，对公司及行业有较深的把握，且在业内有较强影响力。

图表 4：管理层经验丰富，均在集团内任职多年

| 姓名 | 职位 | 任职日期 | 相关介绍 |
|-----|------------|------------------------------|---|
| 刘科军 | 董事长 | 2023. 7 | 历任中国黄金集团黄金珠宝有限公司职员，产品研发与市场推广部副总经理，纪检监察部部长，党群工作部(纪检监察)总经理，党委宣传部部长，党委副书记；中国黄金集团有限公司办公室，董事会办公室副主任，党委办公室，办公室，董事会办公室主任，董事会秘书等职，现任中国黄金集团有限公司董事长。 |
| 王琪 | 董事 | 2018. 6 | 高级会计师。历任中金黄金股份有限公司营销中心财务处副处长，计划财务部主任，常务副总经理，总经理。2018 年起，任中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司董事，总经理。 |
| 王雯 | 董事 | 2018. 6 | 历任中金黄金股份有限公司市场证券部业务主管，业务经理，副经理，结算交易处处长，自营业务管理处处长。2018 年起，任中国黄金集团有限公司营销管理部副总经理，中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司董事。 |
| 魏浩水 | 董事、总会计师 | 2018. 6 任董事 2021. 2 任总会计师 | 正高级会计师。历任中国黄金总公司计财部助理业务主管，审计监察部副主任，财会部经理，总会计师。2018 年 6 月起，任中国黄金集团资产财务部总经理；2018 年 11 月起，任中金辐照监事会主席。 |
| 方浩 | 董事 | 2018. 6 | 历任北京网际科技有限公司副总经理，中国黄金集团营销有限公司副总经理，中国黄金集团黄金珠宝有限公司副总经理。2018 年至报告期内，任中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司董事、副总经理。 |
| 李晓东 | 董事、副总经理 | 2018. 6 | 历任中金黄金投资有限公司生产投资部业务主管，中国黄金集团营销有限公司生产投资部副经理，中国黄金集团黄金珠宝有限公司黄金投资管理部副总经理，中国黄金集团黄金珠宝(北京)有限公司产品及交易风控部总经理。现任中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司副总经理，兼任中金精炼(深圳)科技集团有限公司法人代表，董事长。 |
| 刘炜明 | 总经理 | 2021. 12 | 历任中国黄金集团营销有限公司副总经理，中国黄金集团黄金珠宝有限公司黄金投资管理部总经理，中国黄金集团黄金珠宝有限公司副总经理。2018 年至报告期内，任中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司副总经理。 |
| 成长 | 副总经理 | 2018. 6 | 高级黄金分析师。历任中国黄金集团营销有限公司直营管理部总经理并兼任中国黄金集团黄金珠宝(辽宁)有限公司总经理，中国黄金集团黄金珠宝(郑州)有限公司执行董事，中国黄金集团黄金珠宝有限公司人力资源部(企业管理)总经理，综合办公室(党办)主任，中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司董事会秘书。2021 年 3 月至今任中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司董事会秘书，董事会办公室主任。 |
| 陈军 | 副总经理、董事会秘书 | 2021. 12 | 高级黄金投资分析师，工程师。历任中金黄金投资有限公司董事长，总经理，中国黄金协会副会长，中国珠宝玉石首饰行业协会副会长。2018 年起，任中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司党委书记，董事长，中国黄金协会副会长，中国珠宝玉石首饰行业协会副会长。 |

数据来源：公司公告，wind，华福证券研究所

2 营收强韧性，利润端增长趋势明显

黄金产品贡献主要营收，收入端与金价正相关。公司主要经营投资类金条、黄金饰品等产品，黄金产品贡献主要收入，2023H1 占比达到 98.24%，因此，公司营收与金价存在正相关关系。2022 年受疫情及加盟商关店影响，公司营收小幅下降，2023 年在金价支撑和消费反弹的背景下，2023H1 营收同增 16.73%至 295.68 亿元，其中

黄金产品/K 金珠宝类产品/品牌使用费/管理服务费分别同比+16.77%/-4.98%/-11.69%/-33.82%。

图表 5：黄金产品贡献主要收入（单位：亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023H1 |
|-------------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 | 282.48 | 409.11 | 382.74 | 337.876 | 507.58 | 471.24 | 295.68 |
| YoY | | 44.83% | -6.45% | -11.72% | 50.23% | -7.16% | 16.73% |
| 其中：黄金产品 | 274.86 | 406.41 | 378.69 | 332.31 | 500.72 | 462.02 | 290.47 |
| YoY | | 47.86% | -6.82% | -12.25% | 50.68% | -7.73% | 16.77% |
| 占比 | 97.31% | 99.34% | 98.94% | 98.35% | 98.65% | 98.04% | 98.24% |
| 其中：K 金珠宝类产品 | 4.71 | 1.35 | 2.06 | 3.59 | 4.27 | 4.84 | 2.17 |
| YoY | | -71.34% | 52.38% | 74.57% | 18.78% | 13.39% | -4.98% |
| 占比 | 1.67% | 0.33% | 0.54% | 1.06% | 0.84% | 1.03% | 0.73% |
| 其中：品牌使用费 | 1.85 | 0.57 | 0.59 | 0.63 | 0.83 | 0.78 | 0.35 |
| YoY | | -68.97% | 2.32% | 7.84% | 31.52% | -5.83% | -11.69% |
| 占比 | 0.65% | 0.14% | 0.15% | 0.19% | 0.16% | 0.17% | 0.12% |
| 其中：管理服务费 | 0.34 | 0.42 | 0.46 | 0.51 | 0.54 | 0.94 | 0.19 |
| YoY | | 21.42% | 10.99% | 11.34% | 5.60% | 73.08% | -33.82% |
| 占比 | 0.12% | 0.10% | 0.12% | 0.15% | 0.11% | 0.20% | 0.06% |

数据来源：wind，华福证券研究所

直销模式稳健增长，经销模式快速超车。从销售模式来看，直销模式包括电商渠道、大客户渠道、银行渠道及直营店渠道等，其中电商渠道随公司线上全渠道布局及营销推广，实现快速提升。经销渠道伴随加盟店快速铺开，营收端实现快速超车，截止 2022 年，经销模式营收为 183.21 亿元，占比基本保持在 40%左右。

图表 6：直销模式为主，经销模式快速提量（单位：亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 直销模式 | 196.73 | 265.04 | 194.65 | 165.38 | 302.00 | 285.37 |
| yoy | | 34.73% | -26.56% | -15.04% | 82.61% | -5.51% |
| 占比 | 69.82% | 64.84% | 50.98% | 49.07% | 59.64% | 60.90% |
| 经销模式 | 85.04 | 143.71 | 187.15 | 171.67 | 204.37 | 183.21 |
| yoy | | 68.99% | 30.23% | -8.27% | 19.04% | -10.35% |
| 占比 | 30.18% | 35.16% | 49.02% | 50.93% | 40.36% | 39.10% |
| 主营业务收入 | 281.77 | 408.75 | 381.79 | 337.05 | 506.37 | 468.58 |

数据来源：wind，华福证券研究所

毛利率由金条产品主导，整体处于较低水平。投资金条是公司主要产品品类，因此公司整体毛利率水平受金条产品影响整体偏低，2022 年为 3.90%。我们预计未来公司毛利率水平将向上提升，主要系，首先公司自动化及规模化程度逐渐提升，小克重金条生产效率提升 70%，其次，未来随公司加大对黄金首饰、K 金珠宝类产品布

局，从结构层面将带动毛利率水平提升。2023Q1-Q3 受益于金价提升，公司实现毛利率 4.23%。

图表 7：公司毛利率稳定在 3%-5%水平

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q1-Q3 |
|----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 销售毛利率 | | 2.75% | 5.13% | 4.35% | 3.09% | 3.90% | 4.23% |
| 销售净利率 | | 0.90% | 1.18% | 1.49% | 1.57% | 1.63% | 1.80% |
| 黄金产品 | 毛利率 | 4.60% | 3.59% | 2.52% | 3.31% | 3.31% | |
| | 占比 | 98.94% | 98.35% | 98.65% | 98.04% | 98.04% | |
| 其中：黄金首饰 | 毛利率 | 5.20% | 6.46% | | | | |
| | 占比 | 24.75% | 37.91% | | | | |
| 其中：金条 | 毛利率 | 1.22% | 3.30% | | | | |
| | 占比 | 63.82% | 52.16% | | | | |
| 其中：黄金制品 | 毛利率 | 2.73% | 4.30% | | | | |
| | 占比 | 10.76% | 8.87% | | | | |
| K 金珠宝类产品 | 毛利率 | 28.29% | 21.90% | 27.03% | 15.75% | 22.16% | |
| | 占比 | 0.33% | 0.54% | 1.06% | 0.84% | 1.03% | |
| 品牌使用费 | 毛利率 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | |
| | 占比 | 0.14% | 0.15% | 0.19% | 0.16% | 0.17% | |
| 管理服务费 | 毛利率 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | |
| | 占比 | 0.10% | 0.12% | 0.15% | 0.11% | 0.20% | |
| 其他业务 | 毛利率 | 64.04% | 73.09% | 80.26% | 83.49% | 10.72% | |
| | 占比 | 0.09% | 0.25% | 0.24% | 0.24% | 0.56% | |

数据来源：wind，华福证券研究所

费用率水平较同行处于较低水平。公司主营产品为投资类金条及黄金首饰类产品，该类产品对销售费用等需求较低，特别是投资类金条产品所需的费用投放较少，因此带动公司费用水平相较同行偏低。

图表 8：费用率均同行较低水平

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q1-Q3 |
|------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 中国黄金 | 销售费用率 | 0.76% | 0.97% | 1.05% | 0.91% | 0.95% | 0.79% |
| | 管理费用率 | 0.24% | 0.36% | 0.36% | 0.30% | 0.37% | 0.34% |
| | 研发费用率 | 0.01% | 0.02% | 0.02% | 0.03% | 0.06% | 0.05% |
| | 财务费用率 | 0.16% | 0.24% | 0.27% | 0.12% | 0.05% | 0.03% |
| | 总费率 | 1.17% | 1.59% | 1.70% | 1.36% | 1.43% | 1.21% |
| 老凤祥 | 销售费用率 | 1.62% | 1.50% | 1.33% | 1.36% | 1.32% | 1.22% |
| | 管理费用率 | 1.07% | 0.99% | 0.83% | 0.68% | 0.64% | 0.57% |
| | 研发费用率 | 0.05% | 0.04% | 0.04% | 0.05% | 0.05% | 0.04% |
| | 财务费用率 | 0.48% | 0.51% | 0.56% | 0.45% | 0.32% | 0.21% |
| | 总费率 | 3.22% | 3.04% | 2.76% | 2.54% | 2.33% | 2.04% |
| 周大生 | 销售费用率 | 10.66% | 10.79% | 13.14% | 7.61% | 6.73% | 4.95% |
| | 管理费用率 | 2.59% | 2.22% | 1.94% | 1.06% | 0.84% | 0.56% |
| | 研发费用率 | 0.20% | 0.24% | 0.25% | 0.15% | 0.11% | 0.07% |

| | | | | | | | |
|------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 财务费用率 | 0.54% | 0.14% | -0.46% | -0.23% | -0.12% | -0.01% |
| | 总费率 | 13.99% | 13.39% | 14.87% | 8.59% | 7.56% | 5.57% |
| 莱百股份 | 销售费用率 | 2.88% | 3.25% | 3.63% | 3.03% | 3.20% | 2.58% |
| | 管理费用率 | 0.94% | 1.16% | 1.33% | 0.95% | 0.91% | 0.60% |
| | 研发费用率 | 0.04% | 0.04% | 0.06% | 0.08% | 0.09% | 0.04% |
| | 财务费用率 | 0.45% | 0.43% | 0.48% | 0.36% | 0.17% | 0.18% |
| | 总费率 | 4.31% | 4.88% | 5.50% | 4.42% | 4.37% | 3.40% |
| 周大福 | 销售费用率 | 13.88% | 13.53% | 15.26% | 12.27% | 10.60% | 10.50% |
| | 管理费用率 | 4.51% | 4.47% | 5.04% | 4.57% | 3.47% | 3.92% |
| | 财务费用率 | 0.41% | 0.55% | 0.98% | 0.53% | 0.34% | 0.62% |
| | 总费率 | 23.11% | 23.43% | 26.78% | 21.79% | 18.78% | 18.44% |

数据来源：wind，华福证券研究所

强营运能力保障公司健康发展。黄金类产品为公司主要营收来源，因此相较于可比公司，公司存货周转能力较强，同时，公司主要通过加盟方式进行扩店，在近年来加盟店快速增长的同时，公司应收账款周转天数仍然保持稳定，表明公司较强的回款能力和营运能力。

图表 9：存货周转良好且回款能力强（单位：天）

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q3 |
|------|----------|------|------|------|------|------|--------|
| 中国黄金 | 存货周转天数 | 23 | 30 | 40 | 29 | 32 | 28 |
| | 应收账款周转天数 | 7 | 10 | 9 | 7 | 9 | 15 |
| 周大生 | 存货周转天数 | 263 | 268 | 300 | 139 | 124 | 91 |
| | 应收账款周转天数 | 7 | 5 | 7 | 16 | 24 | 28 |
| 老凤祥 | 存货周转天数 | 72 | 80 | 88 | 81 | 91 | 57 |
| | 应收账款周转天数 | 5 | 3 | 2 | 1 | 2 | 15 |
| 莱百股份 | 存货周转天数 | 82 | 100 | 115 | 87 | 101 | 71 |
| | 应收账款周转天数 | 5 | 6 | 7 | 5 | 7 | 6 |

数据来源：wind，华福证券研究所

3 盈利预测与估值分析

黄金产品板块。由于当前金价持续爬升，公司的投资金条板块有望实现稳健提升；同时，受益于当前黄金消费火热，公司在设计、营销、产品、工艺端全面升级，并且通过与 IP 联名，吸引大量年轻消费者，目前公司黄金饰品收入不断提升，为公司后续营收增长提供强健支撑；回收板块而言，当金价上行时消费者更愿意售卖黄金，因此黄金回购业务板块有望增长。同时从渠道端来看，线下渠道持续布局，线上渠道优势巩固。基于此，我们预计公司黄金产品板块 2023-25 年营收同比增长 17.00%/13.00%/11.00%。从毛利率端来看，受益于公司高毛利的黄金饰品占比持续提升，预计黄金产品板块毛利率水平受益于结构优化将持续上行，基于此，预计 2023-25 年黄金板块毛利率水平分别为 3.50%/3.60%/3.70%。

K金珠宝类产品板块。K金产品当前仍然整体承压，但我们认为明年伴随悦己主义兴起及公司自身渠道端拓展，叠加公司培育钻业务成功举办新品发布会，产品结构调整，该板块有望回暖。我们预计 2023-25 年 K 金珠宝类产品板块营收同增-4.00%/+2.00%/+3.00%。从利润端来看，K 金珠宝类产品毛利率水平相较于可比公司仍然较低，未来随产品结构调整，毛利率水平向行业平均水平看齐，预计 2023-25 年 K 金珠宝类产品板块毛利率水平分别为 23.00%/23.50%/23.50%。

品牌使用费和服务管理费。品牌使用费和服务管理费伴随公司加盟门店持续铺开，预计将保持稳定增长，23 年受三免两减政策影响，预计 24 年开始与加盟门店增长同频，我们预计 2023-25 年品牌使用费分别同增-15.00%/+8.00%/+8.00%，管理服务费用同增-30.00%/+8.00%/+8.00%，毛利率均为 100%。

图表 10：公司收入和毛利率预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元） | 47,124.27 | 55025.75 | 62221.87 | 69175.19 |
| yoy | -7.16% | 16.77% | 13.08% | 11.18% |
| 营业总成本（百万元） | 45,288.15 | 52708.58 | 59508.12 | 66032.77 |
| yoy | -7.94% | 16.38% | 12.90% | 10.96% |
| 毛利率 | 3.90% | 4.21% | 4.36% | 4.54% |
| 主营业务 | | | | |
| 收入（百万元） | 46858.38 | 54653.51 | 61700.74 | 68445.61 |
| yoy | -7.46% | 16.64% | 12.89% | 10.93% |
| 毛利率 | 3.86% | 3.90% | 3.98% | 4.06% |
| 其中：黄金产品 | | | | |
| 收入（百万元） | 46202.19 | 54056.56 | 61083.92 | 67803.15 |
| yoy | -7.73% | 17.00% | 13.00% | 11.00% |
| 毛利率 | 3.31% | 3.50% | 3.60% | 3.70% |
| 其中：K金珠宝类产品 | | | | |
| 收入（百万元） | 484.14 | 464.78 | 474.07 | 488.29 |
| yoy | 13.39% | -4.00% | 2.00% | 3.00% |
| 毛利率 | 22.16% | 23.00% | 23.50% | 23.50% |
| 其中：品牌使用费 | | | | |
| 收入（百万元） | 78.25 | 66.52 | 71.84 | 77.58 |
| yoy | -5.83% | -15.00% | 8.00% | 8.00% |
| 毛利率 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 其中：管理服务费用 | | | | |
| 收入（百万元） | 93.80 | 65.66 | 70.91 | 76.58 |
| yoy | 73.08% | -30.00% | 8.00% | 8.00% |
| 毛利率 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入（百万元） | 265.88 | 372.24 | 521.13 | 729.58 |

| | | | | |
|-----|---------|--------|--------|--------|
| yoy | 119.67% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 10.72% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |

数据来源：wind，华福证券研究所

相对估值比较：公司是头部黄金珠宝企业，主营黄金产品，我们选取老凤祥、周大生、菜百股份作为可比公司。2023-25年可比公司平均PE为14/12/11倍。预计公司2023-25年归母净利润达10.16/12.46/15.09亿元，三年同比增长32.81%/19.29%/18.32%。公司为黄金珠宝板块央企，拥有全产业链布局，进入培育钻领域，给予公司2024年17倍PE，对应目标价12.26元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 11：可比公司

| 公司 | 代码 | 市值(亿元) | 收盘价(元) | EPS(摊薄)(元) | | | | P/E | | | |
|------|--------|--------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 老凤祥 | 600612 | 221 | 69.58 | 3.25 | 4.44 | 5.13 | 5.84 | 21 | 16 | 14 | 12 |
| 周大生 | 002867 | 165 | 15.1 | 1.00 | 1.27 | 1.51 | 1.75 | 15 | 12 | 10 | 9 |
| 菜百股份 | 605599 | 117 | 15.03 | 0.59 | 0.97 | 1.11 | 1.24 | 25 | 16 | 14 | 12 |
| 平均值 | | | | | | | | 21 | 14 | 12 | 11 |
| 中国黄金 | 600916 | 166 | 9.87 | 0.46 | 0.60 | 0.72 | 0.85 | 21 | 16 | 14 | 12 |

数据来源：IFIND，华福证券研究所，数据为2024年1月2日收盘价

4 风险提示

金价波动风险。若金价持续波动，一方面会影响消费者购买决策，另一方面可能对公司利润端产生影响。

竞争加剧的风险。公司处于黄金珠宝行业，若行业竞争加剧，将对公司开拓市场及客流量产生不利影响。

渠道拓展不及预期。公司目前依靠强大的线下渠道布局，若线下渠道拓展进度不及预期，将对营收产生不利影响。

股票大额解禁风险。2024年2月5日公司将有8.58亿股解禁，占解禁后已流通股本的51.06%，解禁后或面临交易风险。

培育钻板块不及预期风险。公司正式进入培育钻领域，若下游消费者对培育钻接受程度不及预期，将传导至公司培育钻板块增长不及预期，从而影响公司营收及利润。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn