

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国黄金（600916）

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号：S1500523060001

联系电话：13921189535

邮箱：caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

中国黄金（600916.SH）2023&24Q1 点评：24Q1 业绩超预期，2023 年分红率进一步提升至 78%

2024 年 4 月 29 日

事件：公司发布 2023&24Q1 业绩，2023 年实现营收 563.64 亿元，同增 19.61%，归母净利润 9.73 亿元，同增 27.2%，扣非归母净利润 8.81 亿元，同增 26.81%，经营活动现金流净额 15.77 亿元，同增 32.14%。24Q1 实现营收 182.5 亿元，同增 13.08%，归母净利润 3.63 亿元，同增 21.09%，扣非归母净利润 3.69 亿元，同增 33.21%，经营活动现金流净额 10.94 亿元，同比由负转正。

点评：

上市以来分红率实现逐年提升。2023 年公司拟每 10 股派发现金红利 4.50 元（含税），现金分红总额 7.56 亿元，现金分红率 77.66%，分红比例上市以来实现逐年提升，2021、2022 年分红率分别为 50.75%、65.85%。

黄金产品受益行业景气，1 月展销会“开门红”。2023 年分产品，黄金产品/K 金珠宝/品牌使用费/管理服务费收入分别为 554.85/3.56/1.10/0.84 亿元，同比+20.09%/-26.51%/+40.67%/-10.33%，黄金产品/K 金珠宝毛利率分别为 3.67%/18.30%，同比+0.36/-3.86PCT，品牌使用费和管理服务费毛利率均为 100%。分销售模式，直销/经销收入分别为 329.35/231.00 亿元，同增 15.41%/26.08%，毛利率分别为 2.81%/5.93%，同比+0.35/-0.10PCT。24Q1 黄金珠宝销售收入 180.30 亿元，同增 12.82%，服务费收入 0.34 亿元，同增 299.47%。1 月 3-4 日公司在深圳水贝举行 2024 新年展销会，专供新品销量近 2 吨，实现“开门红”。

2023 净开店超预期，加盟渠道调整逐步到位。2023 年公司净关闭直营店 2 家，净开加盟店 617 家，合计净开店 615 家。24Q1 公司直营店净开 0 家，加盟店净开 8 家，合计净开店 8 家。截至 24Q1 期末，门店总数为 4265 家。自 2022Q3 以来，渠道调整逐步到位，2023Q2 开店恢复正增长、2023Q3-Q4 加盟拓店明显提速。

2023&24Q1 毛利率同比提升，我们预计主要为：1）金价上涨，直销渠道毛利率提升，2）毛利率相对更高的专供黄金新品销售占比有所提升。2023/24Q1 销售毛利率分别为 4.13%/4.09%，同比提升 0.23/0.10PCT。其中，由于公司采用黄金租赁为主的方式获取黄金原料，金价上涨带来的毛利提升部分被黄金租赁带来的投资收益和公允价值变动损益所抵消。2023 年公司归还租赁黄金产生的处置金融工具取得的投资损失 3.33 亿元，同比增加 2.08 亿元；公允价值变动收益为-0.34 亿元，其中租赁黄金日常核算产生的公允价值变动收益本期数-0.34 亿元（2022 年为-1.19 亿元），上海黄金交易所期末黄金持仓浮动盈亏本期数为 42.62 万元。

2023&24Q1 净利率小幅提升。2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为

0.88%/0.33%/0.05%/0.04%，同比-0.07/+0.02/-0.01/-0.01PCT，销售净利率为 1.73%，同比+0.1PCT。24Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.70%/0.20%/0.02%/0.07%，同比+0.07/-0.03/-0.02/+0.03PCT，销售净利率为 2.00%，同比+0.13PCT。

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 631/702/774 亿元，同增 12%/11%/10%，归母净利润 11.28/12.74/14.35 亿元，同增 16%/13%/13%，EPS 分别为 0.67/0.76/0.85 元，对应 4 月 29 日收盘价 PE 分别为 17/15/13X。

风险因素：金价剧烈波动，开店不及预期，电商盈利不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	47,124	56,364	63,138	70,184	77,384
增长率 YoY %	-7.2%	19.6%	12.0%	11.2%	10.3%
归属母公司净利润 (百万元)	765	973	1,128	1,274	1,435
增长率 YoY%	-3.7%	27.2%	15.9%	12.9%	12.6%
毛利率%	3.9%	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%
净资产收益率ROE%	11.1%	13.2%	14.8%	16.2%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.58	0.67	0.76	0.85
市盈率 P/E(倍)	24.89	19.57	16.89	14.96	13.28
市净率 P/B(倍)	2.75	2.58	2.49	2.42	2.34

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	10,989	12,408	13,457	14,508	15,608	
货币资金	5,271	6,033	6,331	6,589	6,893	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,161	1,237	1,336	1,440	1,548	
预付账款	83	51	60	67	74	
存货	3,950	4,484	5,039	5,638	6,235	
其他	525	603	690	774	858	
非流动资产	641	703	707	692	676	
长期股权投资	46	130	130	130	130	
固定资产	101	95	119	142	163	
无形资产	14	13	11	9	7	
其他	480	465	446	411	376	
资产总计	11,630	13,110	14,163	15,200	16,284	
流动负债	4,355	5,413	6,162	6,913	7,668	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	188	95	106	118	130	
其他	4,167	5,317	6,056	6,796	7,538	
非流动负债	273	226	273	323	373	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	273	226	273	323	373	
负债合计	4,628	5,639	6,435	7,236	8,040	
少数股东权益	84	88	91	95	99	
归属母公司股东权益	6,918	7,384	7,638	7,869	8,144	
负债和股东权益	11,630	13,110	14,163	15,200	16,284	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	47,124	56,364	63,138	70,184	77,384	
同比 (%)	-7.2%	19.6%	12.0%	11.2%	10.3%	
归属母公司净利润	765	973	1,128	1,274	1,435	
同比	-3.7%	27.2%	15.9%	12.9%	12.6%	
毛利率 (%)	3.9%	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%	
ROE%	11.1%	13.2%	14.8%	16.2%	17.6%	
EPS (摊薄)(元)	0.46	0.58	0.67	0.76	0.85	
P/E	24.89	19.57	16.89	14.96	13.28	
P/B	2.75	2.58	2.49	2.42	2.34	
EV/EBITDA	13.46	6.30	7.99	6.97	6.07	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	47,12	56,364	63,138	70,184	77,384	
营业成本	45,28	54,038	60,469	67,206	74,084	
营业税金及附加	69	79	88	98	108	
销售费用	450	499	543	604	658	
管理费用	146	189	208	232	255	
研发费用	28	27	32	35	39	
财务费用	24	20	22	26	30	
减值损失合计	-3	-51	-50	-50	-50	
投资净收益	-125	-333	-373	-414	-457	
其他	-132	60	26	40	55	
营业利润	860	1,189	1,379	1,559	1,758	
营业外收支	87	14	13	13	13	
利润总额	947	1,203	1,392	1,572	1,771	
所得税	179	225	261	294	332	
净利润	767	977	1,131	1,278	1,439	
少数股东损益	2	4	3	4	4	
归属母公司净利润	765	973	1,128	1,274	1,435	
EBITDA	1,205	1,709	1,471	1,657	1,861	
EPS (当年)(元)	0.46	0.58	0.67	0.76	0.85	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,193	1,577	1,101	1,270	1,481	
净利润	767	977	1,131	1,278	1,439	
折旧摊销	77	90	57	59	60	
财务费用	72	63	20	25	30	
投资损失	125	333	373	414	457	
营运资金变动	50	7	-596	-643	-642	
其它	102	106	117	137	137	
投资活动现金流	-41	-190	-404	-445	-488	
资本支出	-41	-60	-26	-26	-26	
长期投资	0	-130	0	0	0	
其他	0	0	-378	-419	-462	
筹资活动现金流	-520	-628	-399	-567	-690	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-472	-551	-944	-1,117	-1,240	
现金流净增加额	633	759	298	257	304	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达新消费团队，主要覆盖美护上游产业链。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。