

专注高纯度特色，线上及海外渠道发力

核心观点

公司是国内少数拥有全产业链的黄金珠宝企业，自建工厂对于先进珠宝加工工艺的研发和高纯度精工金饰的产品特色具有持续支持。公司门店主要布局三四线城市，且加盟商体系相对稳健，线下仍有门店拓展空间，同时线上业务和海外业务上实现高速增长。现阶段金价持续上涨，对于工艺黄金品牌及黄金投资类产品，有助于公司业务恢复增长。

事件

公司 2024 年全年实现营业收入 197.13 亿元，同比减少 2.45%；实现利润总额 2.70 亿元，同比减少 11.58%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比减少 17.80%

公司 2024 年全年毛利率达到 6.75%，同比提升 1.42pct；销售费用率 1.16%，同比减少 0.11pct；管理费用率 0.52%，同比增加 0.13pct；财务费用率 0.36%，同比增加 0.05pct。

简评

专注高精度黄金，稳健推动品牌增值

公司专注于高精度精工金饰专家的定位，公司拥有自建自产的黄金加工厂，持续利用 5G 工厂的大数据和 AI 技术推动设备研发升级，加大研发 3D 打印、柔性产线、AI 辅助设计等技术。公司成功突破了首饰用高端弹簧扣的卡脖子技术并成为国内唯一一家实现量产的企业。相较于市面上普遍的 AU999 产品，公司主打 AU9999，即纯度高达 99.99% 的黄金工艺产品，突出产品特色的同时计划在核心城市铺设形象升级的直营店，维持三四线市占率的同时扩大一二线份额，稳步提升品牌价值。

渠道布局保持稳定，线上及海外增速亮眼

截止 2024 年底，公司共有 33 家直营店（同比减少 2 家），2758 家加盟店（同比减少 59 家），17 个省级代理及 7 个为特许经营网络提供服务的直营区服务中心。公司实现海外业务收入 1.40 亿元，同比增长 701.7%，涵盖黄金、K 金、镶嵌等，凭借自有工厂与众多海外客户建立长期合作。另外，公司电商销售达到 20.17 亿元，同比增长 168.7%，其中自营网点模式增长 22.7%，平台销售模式增长 1126.4%，黄金投资品类销售旺盛。

梦金园 (2585. HK)

首次评级

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

叶乐

yele@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期：2025 年 05 月 12 日

当前股价：17.76 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
13.85/14.54	4.47/-4.15	/
12 月最高/最低价（港元）		19.50/11.20
总股本（万股）		27,302.35
流通 H 股（万股）		23,302.35
总市值（亿港元）		48.49
流通市值（亿港元）		48.49
近 3 月日均成交量（万）		37.98
主要股东		
王忠善		23.72%

股价表现



投资建议：公司长期以来采取稳健经营的策略，对黄金存货进行全额对冲。考虑到 2024 年二季度开始的金价快速上行对于全行业造成销售压力，2024 年存在短期的经营压力。不过，伴随消费者对于工艺产品及投资产品的需求快速提升，我们预计公司经营将保持稳定增长。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.69/3.19/3.80 亿元，对应 PE 分别为 18X/15X/13X，首次覆盖，予以“增持”评级。

图 1:公司财务数据及盈利预测

资产负债表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,404.21	4,238.90	4,250.13	4,422.13	4,655.83
现金	684.66	1,022.79	944.23	770.48	647.75
应收票据及应收账款合计	150.51	276.38	217.06	248.24	282.46
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	257.64	264.65	270.12	308.92	351.49
存货	2,169.63	2,544.28	2,677.35	2,932.80	3,190.17
其他流动资产	141.76	130.80	141.38	161.68	183.97
非流动资产	616.79	695.75	749.44	790.83	819.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	400.00	381.44	380.75	418.30	444.11
无形资产	60.43	64.76	67.28	77.80	86.33
其他非流动资产	156.37	249.55	301.41	294.72	288.92
资产总计	4,021.01	4,934.66	4,999.57	5,212.96	5,475.20
流动负债	2,051.31	2,242.39	2,141.94	2,170.93	2,207.94
短期借款	790.04	1,167.50	1,067.50	967.50	867.50
应付票据及应付账款合计	511.79	394.08	356.49	407.48	463.39
其他流动负债	749.48	680.81	717.95	795.96	877.06
非流动负债	46.79	214.62	214.62	214.62	214.62
长期借款	0.00	181.42	181.42	181.42	181.42
其他非流动负债	46.79	33.20	33.20	33.20	33.20
负债合计	2,098.10	2,457.01	2,356.56	2,385.56	2,422.56
少数股东权益	8.55	19.93	37.12	61.12	94.19
股本	229.07	273.02	1,273.02	2,273.02	3,273.02
资本公积	1,685.29	2,184.70	1,184.70	185.70	-812.30
留存收益	0.00	0.00	148.17	307.57	497.73
归属母公司股东权益	1,914.36	2,457.72	2,605.89	2,766.29	2,958.45
负债和股东权益	4,021.01	4,934.66	4,999.57	5,212.96	5,475.20

现金流量表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	229.676	-353.594	804.0579351	819.1149336	973.049603
净利润	233.47	200.74	286.60	342.79	413.39
折旧摊销	53.01	61.16	66.31	80.61	95.47
财务费用	63.13	71.46	53.97	50.06	46.23
其他经营现金流	-119.94	-686.95	397.18	345.66	417.96
投资活动现金流	-190.13	-112.60	-607.42	-683.41	-759.39
资本支出	111.08	64.56	120.00	122.00	124.00
其他投资现金流	-301.21	-177.17	-727.42	-805.41	-883.39
筹资活动现金流	-108.93	865.05	-275.20	-309.46	-336.39
短期借款	-39.59	377.46	-100.00	-100.00	-100.00
长期借款	0.00	181.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-69.35	306.18	-175.20	-209.46	-236.39
现金净增加额	-69.39	398.86	-78.56	-173.75	-122.73

利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,208.60	19,712.89	21,856.15	24,995.85	28,440.51
营业成本	19,131.14	18,382.02	20,359.00	23,271.13	26,463.90
营业税金及附加	8.50	4.02	4.46	5.10	5.80
销售费用	257.33	229.23	249.16	279.95	312.85
管理费用	100.07	140.32	157.36	182.47	210.46
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	63.13	71.46	53.97	50.06	46.23
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	648.43	885.84	1,032.19	1,207.13	1,401.28
其他非经营损益	-343.32	-616.07	-650.00	-750.00	-850.00
利润总额	305.11	269.77	382.19	457.13	551.28
所得税	71.64	69.03	95.60	114.34	137.89
净利润	233.47	200.74	286.60	342.79	413.39
少数股东损益	3.10	11.38	17.20	24.00	33.07
归属母公司净利润	230.38	189.36	269.40	318.80	380.32
EBITDA	421.25	402.38	502.48	587.80	692.98
EPS（元）	0.84	0.69	0.99	1.17	1.39

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	28.52	-2.45	10.87	14.37	13.78
净利润(%)	29.16	-14.02	42.77	19.61	20.60
获利能力					
毛利率(%)	5.33	6.75	6.85	6.90	6.95
净利率(%)	1.16	1.02	1.31	1.37	1.45
ROE(%)	12.03	7.70	10.34	11.52	12.86
ROIC(%)	24.81	32.07	25.53	29.04	32.64
偿债能力					
资产负债率(%)	52.18	49.79	47.14	45.76	44.25
净负债率(%)	5.48	13.16	11.53	13.38	13.14
流动比率	1.66	1.89	1.98	2.04	2.11
速动比率	0.53	0.70	0.67	0.61	0.58
营运能力					
总资产周转率	5.03	3.99	4.37	4.79	5.19
应收账款周转率	134.26	71.33	100.69	100.69	100.69
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.69	0.99	1.17	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	-1.30	2.95	3.00	3.56
每股净资产(最新摊薄)	7.01	9.00	9.54	10.13	10.84
估值比率					
P/E	21.05	25.61	18.00	15.21	12.75
P/B	2.53	1.97	1.86	1.75	1.64
EV/EBITDA	11.55	15.45	47.55	70.74	85.53

数据来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

1. 金价不断上涨，创历史新高的同时对于消费者构成潜在心理压力，对于全行业构成显著影响。根据中国黄金协会数据，2024 年中国黄金消费总量为 985.3 吨，同比下降 8.6%，其中黄金珠宝消费量 532.0 吨，同比下降 24.7%，金条及金币消费量 373.1 吨，同比增长 24.5%。金价在高位宽幅震荡仍会加大终端销售的不确定性。
2. 伴随金价持续上行，传统加盟体系下加盟商缺乏有效的对冲手段，进货积极性不强，进而导致行业内近两年存在明显的闭店潮，公司的渠道策略可能面临开拓加盟商困难的风险。
3. 公司对外出口首饰产品的业务快速增长，近期全球贸易体系经历巨大波动，特别是对特定国家的贸易，公司相关业务可能受到波及。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk