

公司研究

收入端持续增长，门店数有所收缩

——中国黄金（600916.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

要点

事件：

中国黄金发布 2025 年年报及 2026 年一季报。公司 2025 年实现营业收入 698.2 亿元，同比增长 15.5%，归母净利润 2.8 亿元，同比下滑 66.3%，扣非归母净利润 2.4 亿元，同比下滑 69.6%，EPS（基本）为 0.16 元，拟每股派发现金红利 0.148 元（含税），归母净利率同比下降 1.0PCT 至 0.4%。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 110.0/201.0/146.7/240.6 亿元，分别同比-39.7%/+18.9%/+28.4%/+73.2%，归母净利润分别为 1.3/1.8/0.2/-0.6 亿元，分别同比-63.0%/-20.2%/-89.4%/转亏。

26Q1 公司实现收入 153.4 亿元，同比增长 39.5%（与 25Q1 基数较低有关，25Q1 收入同比下滑 39.7%），归母净利润 1.6 亿元，同比增长 21.7%，26Q1 在毛利率下降趋势下利润端增长，主要系公允价值变动净损失为 4807 万元，较上年同期减少 2.4 亿元所致，若剔除该项影响，26Q1 归母净利润同比下滑 49.7%。

点评：

直营增长、经销下滑，门店呈收缩趋势

分品类来看，公司黄金产品 25 年收入占比为 98.9%，收入同比+16.0%，其中销量同比-22.7%；另外 K 金珠宝产品/品牌使用费/管理服务收入占比分别为 0.1%/0.2%/0.7%，收入同比-69.9%/+4.5%/+70.3%。

分渠道来看，公司直销/经销模式 25 年收入占比分别为 89.8%/10.2%，收入分别同比+38.8%/-52.7%。**渠道端**，截至 25 年末，公司总门店数为 3311 家，同比净减少 925 家，其中加盟和直营门店数为 3217/94 家，同比净减少 923/2 家。

毛利率下降，经营净现金流同比减少

毛利率：25 年毛利率同比下降 1.0PCT 至 3.3%，26Q1 同比下降 2.9PCT 至 2.7%。

分品类来看，公司黄金产品/K 金珠宝产品 2025 年毛利率分别为 2.3%/18.8%，分别同比-1.2/-0.1PCT；**分渠道来看**，公司直销/经销模式 2025 年毛利率分别为 2.3%/+12.0%，分别同比-0.8/+4.1PCT。

费用率：25 年期间费用率同比下降 0.1PCT 至 1.0%，26Q1 同比下降 0.2PCT。

其他财务指标：1) **存货** 25 年末同比增加 9.1%至 41.4 亿元，26Q1 同比增加 39.0%，存货周转天数 25 年及 26Q1 分别为 21/30 天，同比均减少 5 天。2)

经营净现金流 25 年为 5.0 亿元，同比减少 69.7%，26Q1 净流出 9.4 亿元。3)

公允价值变动损失 25 年为 10.4 亿元，同比增加 44.2%。

下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑金价波动存不确定性，我们下调对公司 2026~2027 年盈利预测（归母净利润较前次预测分别下调 73%/73%），新增 2028 年盈利预测，对应 2026~2028 年归母净利润分别为 3.0/3.2/3.4 亿元，EPS 分别为 0.18/0.19/0.20 元，当前股价对应 PE 分别为 51/47/44 倍，维持“买入”评级。

风险提示：金价波动风险，门店拓展不及预期，市场竞争风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	60,464	69,822	73,527	77,017	79,849
营业收入增长率	7.27%	15.48%	5.31%	4.75%	3.68%
归母净利润（百万元）	818	275	296	319	339
归母净利润增长率	-15.93%	-66.34%	7.53%	7.79%	6.24%
EPS（元）	0.49	0.16	0.18	0.19	0.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.99%	3.86%	4.12%	4.39%	4.62%
P/E	18	54	51	47	44
P/B	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29

买入（维持）

当前价：8.93 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebsecn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

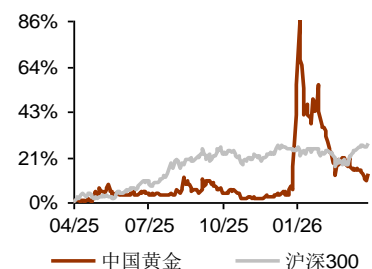
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.80
总市值(亿元)	150.02
一年最低/最高(元)	7.81/14.85
近 3 月换手率	254.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.78	-41.38	-14.48
绝对	-6.69	-39.17	13.09

资料来源：Wind

相关研报

渠道持续优化，回购业务差异化竞争——中国黄金（600916.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-05-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	60,464	69,822	73,527	77,017	79,849
营业成本	57,850	67,535	71,122	74,484	77,204
折旧和摊销	14	15	26	29	33
税金及附加	70	65	68	71	74
销售费用	510	435	456	478	495
管理费用	181	280	294	308	319
研发费用	13	12	15	15	16
财务费用	2	-5	22	48	67
投资收益	-97	-125	-125	-125	-125
营业利润	1,038	328	388	418	443
利润总额	1,021	330	390	420	445
所得税	194	78	90	96	102
净利润	827	252	300	323	343
少数股东损益	8	-23	4	4	4
归属母公司净利润	818	275	296	319	339
EPS(元)	0.49	0.16	0.18	0.19	0.20

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,656	502	1,422	1,426	1,544
净利润	818	275	296	319	339
折旧摊销	14	15	26	29	33
净营运资金增加	-320	452	465	513	401
其他	1,144	-240	635	564	771
投资活动产生现金流	-77	-1,932	-1,260	-1,280	-1,310
净资本支出	-77	-32	-40	-40	-40
长期投资变化	79	74	0	0	0
其他资产变化	-79	-1,974	-1,220	-1,240	-1,270
融资活动现金流	-932	-619	593	203	49
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	21	-10	863	491	374
无息负债变化	-305	-10	8	7	6
净现金流	648	-2,048	756	349	283

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	4.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
EBITDA 率	3.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
EBIT 率	3.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
税前净利润率	1.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
归母净利润率	1.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
ROA	6.4%	2.0%	2.2%	2.3%	2.4%
ROE (摊薄)	11.0%	3.9%	4.1%	4.4%	4.6%
经营性 ROIC	14.5%	10.6%	10.8%	10.8%	11.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	42%	43%	46%	48%	49%
流动比率	2.43	2.36	2.15	2.07	2.01
速动比率	1.66	1.52	1.42	1.37	1.33
归母权益/有息债务	120.00	137.53	7.85	5.17	4.13
有形资产/有息债务	201.41	232.29	14.18	9.64	7.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	12,901	12,543	13,465	14,046	14,511
货币资金	6,804	6,597	7,353	7,702	7,985
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	342	246	257	270	279
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	508	10	10	11	11
存货	3,794	4,140	4,229	4,387	4,500
其他流动资产	521	572	572	572	572
流动资产合计	11,994	11,581	12,439	12,960	13,367
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	79	74	74	74	74
固定资产	92	87	118	148	175
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	15	11	11	11	11
商誉	5	5	5	5	5
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	907	962	1,026	1,087	1,144
总负债	5,356	5,335	6,206	6,704	7,084
短期借款	0	0	863	1,355	1,729
应付账款	102	36	38	40	42
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	14	14	14	14
流动负债合计	4,935	4,904	5,775	6,273	6,653
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	57	57	57	57
非流动负债合计	421	431	431	431	431
股东权益	7,545	7,208	7,259	7,342	7,427
股本	1,680	1,680	1,680	1,680	1,680
公积金	2,719	2,772	2,802	2,834	2,868
未分配利润	3,055	2,691	2,709	2,756	2,803
归属母公司权益	7,449	7,138	7,186	7,265	7,346
少数股东权益	96	69	73	77	81

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.84%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
管理费用率	0.30%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
财务费用率	0.00%	-0.01%	0.03%	0.06%	0.08%
研发费用率	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
所得税率	19%	24%	23%	23%	23%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.35	0.15	0.14	0.15	0.16
每股经营现金流	0.99	0.30	0.85	0.85	0.92
每股净资产	4.43	4.25	4.28	4.32	4.37
每股销售收入	35.99	41.56	43.77	45.84	47.53

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	18	54	51	47	44
PB	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	7.4	9.8	9.5	9.3	9.1
股息率	3.9%	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼