

2023年04月25日

公司研究

评级：增持(首次覆盖)

研究所
 证券分析师： 芦冠宇 S0350521110002
 luy@ghzq.com.cn
 联系人： 周钰筠 S0350121110018
 zhouyy02@ghzq.com.cn

一季度经营恢复良好，培育钻石徐徐图之

——中国黄金（600916）2022 年年报&2023 一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

	2023/04/24		
表现	1M	3M	12M
中国黄金	-5.1%	-11.9%	8.8%
沪深 300	-1.1%	-4.8%	-0.8%

市场数据

	2023/04/24
当前价格(元)	11.86
52 周价格区间(元)	9.80-17.50
总市值(百万)	19,924.80
流通市值(百万)	9,750.70
总股本(万股)	168,000.00
流通股本(万股)	82,215.00
日均成交额(百万)	343.00
近一月换手(%)	3.13

相关报告

《——中国黄金（600916）2021 年度业绩快报点评：国企改革释放经营活力，行业高景气推动业绩高增（增持）*一般零售*芦冠宇》——2022-02-25

事件：

中国黄金发布 2022 年年报及一季报：2022Q4，公司实现营业收入 114.35 亿元，同比下降 17.37%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比下降 36.02%；实现扣非归母净利润 1.06 亿元，同比下降 47.78%。2022 年，公司全年实现营收 471.25 亿元，同比下降 7.16%；实现归母净利润 7.65 亿元，同比下降 3.66%；实现扣非归母净利润 6.95 亿元，同比下降 8.39%。2023 年 Q1，公司实现营收 161.39 亿元，同比增长 12.33%；实现归母净利润 3.00 亿元，同比增长 19.13%；实现扣非归母净利润 2.77 亿元，同比增长 14.63%。

投资要点：

■ 疫情影响下经营承压，产品毛利逆势增长，直营经销双渠道护航

2022 年全年，公司实现营收 471.25 亿元，同比下降 7.16%；归母净利润 7.65 亿元，同比下降 3.66%；扣非归母净利润 6.95 亿元，同比下降 8.39%。

分产品看，黄金产品收入为 462.02 亿元/同比-7.73%，毛利率为 3.31%/同比+0.79pct；K 金珠宝类产品收入为 4.84 亿元/同比+13.39%，毛利率为 22.16%/同比+6.41pct；品牌使用费收入为 0.78 亿元/同比-5.83%；管理服务收入为 0.94 亿元/同比+73.08%。

分渠道看，直销模式收入为 285.37 亿元，同比下降 5.51%，毛利率为 2.46%，同比+0.78pct；经销模式收入为 183.21 亿元，同比下降 10.35%，毛利率为 6.03%，同比+1.35pct。

2023 年 Q1 公司经营稳定改善，复苏态势良好。实现营收 161.39 亿元，同比增长 12.33%；归母净利润 3.00 亿元，同比增长 19.13%；扣非归母净利润 2.77 亿元，同比增长 14.63%。

■ 将推行“三免两减”加盟政策，加盟扩张有望加速。2022 年存量门店 3642 家/同比-2.12%，其中直营店 105 家/同比+15.38%，新增直

营店 21 家/同比+31.25%；加盟店 3537 家/同比-2.56%，新增加盟店 325 家/同比-60.56%。未来公司将推出“三免两减”加盟政策，在一定时期内免收管理服务费和品牌使用费、免除一定时期的业绩考核、基于一定额度的货品担保支持、给予装修补贴的政策，鼓励加盟商开新店。

- **盈利能力有所改善，研发费用不断加码。**2022 全年毛利率 3.90%/同比+0.81pct，归母净利率 1.62%/同比+0.06pct。产品结构改善推动毛利率提升，高毛利产品占比提高，黄金产品毛利率为 3.31%，占收比同比-0.29pct；K 金珠宝类产品毛利率为 22.16%，占收比同比+0.19pct。费用率相对稳健，持续加大研发力度。销售费用率 0.95%/同比+0.05pct；管理费用率 0.31%/同比+0.04pct；研发费用率 0.06%/同比+0.03pct，主要是由于公司为了增强研发能力而扩充研发团队所致；财务费用率 0.05%/同比-0.07pct。
- **培育第二增长曲线，有望分散公司经营风险。**2022 年中，公司切入培育钻石赛道，发展第二增长曲线。为此，公司成立培育钻石推广事业部，建设培育钻石研发设计中心、展示交易中心和供应链服务中心，以线上直播为切入点，布局全渠道推广。有效调整产品结构，降低对单一品类的依赖度，分散公司经营风险。
- **盈利预测和投资评级：**中国黄金作为央企，品牌优势明显，“直销+经销”并举渠道规模不断扩张，全产业链协同盈利能力稳定。预计 2023-2025 年实现营业收入 560.28/659.56/769.19 亿元，同比增长 19%/18%/17%，归母净利润 9.83/12.21/14.77 亿元，同比增长 28%/24%/21%，对应 PE 为 20.26/16.32/13.49x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期；拓店速度不及预期；金价波动难以预测；宏观经济波动影响消费活力；管理效率提升不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	47124	56028	65956	76919
增长率 (%)	-7	19	18	17
归母净利润 (百万元)	765	983	1221	1477
增长率 (%)	-4	28	24	21
摊薄每股收益 (元)	0.46	0.59	0.73	0.88
ROE (%)	11	12	13	14
P/E	27.48	20.26	16.32	13.49
P/B	3.07	2.52	2.18	1.88
P/S	0.45	0.36	0.30	0.26
EV/EBITDA	13.46	10.81	8.00	7.13

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国黄金盈利预测表

证券代码:	600916		股价:	11.86	投资评级:	增持	日期:	2023/04/24	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	11%	12%	13%	14%	EPS	0.46	0.59	0.73	0.88
毛利率	4%	4%	4%	5%	BVPS	4.12	4.70	5.43	6.31
期间费率	1%	1%	1%	1%	估值				
销售净利率	2%	2%	2%	2%	P/E	27.48	20.26	16.32	13.49
成长能力					P/B	3.07	2.52	2.18	1.88
收入增长率	-7%	19%	18%	17%	P/S	0.45	0.36	0.30	0.26
利润增长率	-4%	28%	24%	21%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	4.05	4.36	4.57	4.73	营业收入	47124	56028	65956	76919
应收账款周转率	40.58	40.56	41.17	40.89	营业成本	45288	53578	63014	73440
存货周转率	11.93	9.37	11.57	9.72	营业税金及附加	69	84	99	115
偿债能力					销售费用	450	545	624	713
资产负债率	40%	38%	36%	34%	管理费用	146	168	198	231
流动比	2.52	2.63	2.74	2.88	财务费用	24	112	134	158
速动比	1.48	1.17	1.42	1.22	其他费用/(-收入)	28	174	205	239
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	860	1258	1575	1915
现金及现金等价物	5271	3811	5344	4332	营业外净收支	87	87	87	87
应收款项	1161	1381	1602	1881	利润总额	947	1345	1661	2002
存货净额	3950	5982	5699	7915	所得税费用	179	336	415	500
其他流动资产	607	890	864	1051	净利润	767	1009	1246	1501
流动资产合计	10989	12065	13509	15179	少数股东损益	2	2	3	3
固定资产	101	106	111	115	归属于母公司净利润	765	983	1221	1477
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	494	621	749	876	经营活动现金流	1193	-1414	1579	-968
长期股权投资	46	58	69	80	净利润	765	983	1221	1477
资产总计	11630	12850	14438	16251	少数股东权益	2	2	3	3
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	77	22	23	23
应付款项	188	196	256	271	公允价值变动	119	-14	-14	-14
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	50	-2481	274	-2527
其他流动负债	4167	4385	4683	4994	投资活动现金流	-41	-177	-177	-177
流动负债合计	4355	4582	4939	5265	资本支出	-41	-49	-49	-49
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	-16	-16	-16
其他长期负债	273	258	243	228	其他	0	-111	-111	-111
长期负债合计	273	258	243	228	筹资活动现金流	-520	130	131	132
负债合计	4628	4840	5182	5493	债务融资	0	144	144	144
股本	1680	1680	1680	1680	权益融资	0	0	0	0
股东权益	7002	8011	9257	10758	其它	-520	-14	-13	-12
负债和股东权益总计	11630	12850	14438	16251	现金净增加额	633	-1460	1533	-1013

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

【分析师承诺】

芦冠宇，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。