

投资评级 **优于大市** 维持

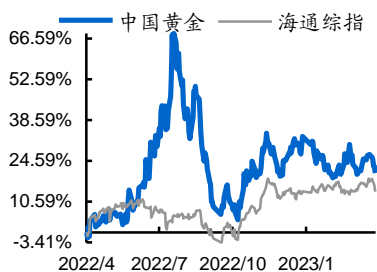
1Q23 收入增 12% 利润增 19%，金价上行期，关注龙头弹性

股票数据

04月21日收盘价(元)	12.19
52周股价波动(元)	9.80-17.50
总股本/流通A股(百万股)	1680/822
总市值/流通市值(百万元)	20479/10022

相关研究

《3Q22 收入增 0.38% 利润增 12%，黄金珠宝龙头经营稳健》2022.11.02
 《黄金珠宝龙头布局培育钻，蓄力新成长》2022.09.15

市场表现


指标	1M	2M	3M
沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.5	-2.3	-9.4
相对涨幅 (%)	-6.8	0.5	-5.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

联系人:张冰清

Tel:(021)23154126

Email:zbq14692@haitong.com

投资要点:

中国黄金发布 2022 年报: 2022 全年实现收入 471.24 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%。稀释 EPS 为 0.46 元; 加权平均净资产收益率 11.36%, 经营性现金流净额 11.93 亿元, 同比上升 46.41%。**2022 分配预案:** 以股本 16.8 亿股为基数, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元 (含税)。公司扎实推进各项经营业务, 加强渠道拓展与升级, 4Q22 加盟店逆势扩张, 持续优化黄金回购体系, 并切入培育钻石新赛道、坚持全产业链布局。

2023 年一季度业绩: 2023 一季度营业收入 161.39 亿元, 同比增长 12.33%; 归母净利润 3.0 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%。

简评及投资建议:

1、2022 年收入略降, 1Q23 强劲增长奠定良好开局。 公司 2022 年收入 471.24 亿元减 7.16%, 归母净利润 7.65 亿元减 3.66%。营业收入下降的主要原因为公司黄金产品销量较上年同期下降。**1Q23 收入同比增长 12.33% 至 161.39 亿元; 归母净利润同比增长 19.13% 至 3.00 亿元。**

(A) 分销售模式: ① **直销模式:** 2022 年收入 285.37 亿元, 同比减少 5.51%, 占总收入的 60.56%; ② **经销模式:** 2022 年收入 183.21 亿元, 同比减少 10.35%, 占总收入的 38.88%, 经销模式主要为加盟店渠道。

(B) 分品类: ① **黄金产品:** 2022 年收入 462.02 亿元, 同比减 7.73%, 占总收入 98.04%; ② **k 金珠宝类产品:** 2022 年收入 4.84 亿元, 同比增加 13.39%; ③ **品牌使用费:** 2022 年收入 0.78 亿元, 同比减少 5.83%; ④ **管理服务费:** 2022 年收入 0.94 亿元, 同比增长 73.08%。

2、4Q22 加盟店逆势扩张, 1Q23 拟增加加盟店 114 家。

(1) **1Q23 门店结构主动调优, 缩小小店型提高坪效:** 1Q23 关闭加盟店 27 家 (平均面积 96 平), 1Q23 拟增加加盟店 114 家 (平均面积 54 平, 预计 2-4Q 开业)。

(2) **4Q2022 逆势扩店:** 4Q22 净增加加盟店 104 家。

(3) **2022 年末终端门店数 3642 家 (加盟店 3537 家/直营店 105 家):** 2022 全年新增门店 346 家 (加盟店 325 家/直营店 21 家), 关闭门店 431 家 (加盟店 424 家/直营店 7 家)。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	50758	47124	56576	65729	73833
(+/-)YoY(%)	50.2%	-7.2%	20.1%	16.2%	12.3%
净利润 (百万元)	794	765	1079	1275	1469
(+/-)YoY(%)	58.8%	-3.7%	40.9%	18.2%	15.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.46	0.64	0.76	0.87
毛利率(%)	3.1%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
净资产收益率(%)	12.1%	11.1%	14.3%	15.3%	15.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

3、受疫情影响，2022 年利润端承压，1Q23 业绩呈现显著增长。2022 年营业利润 8.60 亿元同比下降 9.85%，营业外收入 8728 万元、营业外支出 54 万元，有效所得税率下降 1.34pct 至 18.96%，归母净利 7.65 亿元同比下降 3.66%，扣非净利 6.95 亿元同比下降 8.39%。1Q23 营业利润同比上升 12.40%至 3.40 亿元，营业外收入 3074 万元、营业外支出 11.34 万元，有效所得税率微降至 18.73%，最终归母净利同比上升 19.13%至 3.0 亿元，扣非净利同比上升 14.63%至 2.77 亿元。

4、经营回顾：（1）“文化+”战略引领规划，打造消费需求产品。2022 年，公司以“当中国黄金遇上国宝”为年度主题，融合 5D、5G、古法等工艺，稳步打造富有品牌特色的高附加值产品系列；着力强化研发团队建设，增加研发投入，在跨界联合方面不断外延拓展产品矩阵，提升品牌产品核心竞争力，实现渠道+产品双驱动企业发展。

（2）寻求第二增长曲线，培育钻石注入新动能。2022 年，公司战略性切入培育钻石新赛道，借助自身渠道规模、品类结构“包袱轻”和国字头品牌等优势，拟通过全产业链思维在上下游多管齐下。公司积极建设培育钻石研发设计中心、展示交易中心和供应链服务口心，合理布局全渠道推广节奏，适时规划培育钻石发展策略，调整产品结构，降低对单一品类的依赖度，打开新的增长曲线。

5、减持进度更新。①**宿迁涵邦：**23 年 4 月 18 日公告减持计划，拟减持不超过 4334 万股，占比 2.58%，其中通过竞价减持不超过 3360 万股，占比 2%；竞价交易减持期间为 23 年 5 月 12 日至 11 月 8 日。②**彩凤聚鑫：**23 年 3 月 17 日公告减持计划，拟减持不超过 5040 万股，占比 3%，其中通过竞价减持不超过 3360 万股，占比 2%；竞价交易减持期间为 23 年 4 月 11 日至 10 月 10 日。③**中信证券：**公司 22 年 9 月 26 日公告减持计划，拟通过集中竞价交易方式减持不超过 3360 万股，占比 2%；在任意连续 90 日内，通过集中竞价交易所减持股份的总数不超过公司股份总数的 1%。竞价交易减持期间为 22 年 10 月 25 日至 23 年 4 月 23 日。

维持对公司的判断。我们认为，公司兼具基本盘&成长性。从基本盘看，公司深化渠道布局，不断根据消费需求进行产品推新，且优化黄金回购体系以增强消费者粘性，渠道+产品双驱动企业发展。从成长性看，公司战略性切入培育钻石新赛道，借助渠道优势坚持全产业链布局，打造第二增长曲线。

更新盈利预测。预计 2023-2025 年收入 566 亿、657 亿、738 亿元；归母净利 10.79 亿、12.75 亿、14.69 亿元。考虑到公司进军培育钻石后有望凭借成熟的线上运营能力和线下网点优势快速起量&产品结构改善，给以 2023 年 20-25xPE，对应合理市值区间 216-270 亿元，合理价值区间 12.84-16.05 元。

风险提示：市场低迷，存货管理，市场竞争加剧，加盟管理，金价波动风险。

表 1 公司单季度合并损益表分析

	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2021	2022
营业总收入（万元）	1383784	1436753	1096329	1035890	1143455	1613941	5075767	4712427
同比增长（%）	32.29	8.02	-17.57	0.38	-17.37	12.33	50.23	-7.16
营业总成本（万元）	1348521	1397992	1065847	1021342	1116948	1569546	4995697	4602129
营业成本（万元）	1339119	1377985	1044839	1009786	1096206	1549593	4919164	4528815
毛利率（%）	3.23	4.09	4.70	2.52	4.13	3.99	3.09	3.90
营业税金及附加（万元）	1536	1912	1498	1192	2270	2702	7750	6871
营业税金及附加/营业收入（%）	0.11	0.13	0.14	0.12	0.20	0.17	0.15	0.15
销售费用（万元）	12199	13054	12223	7900	11785	10184	46099	44962
销售费用/营业收入（%）	0.88	0.91	1.11	0.76	1.03	0.63	0.91	0.95
管理费用（万元）	3223	2939	3271	3202	5212	3756	13802	14625
管理费用/营业收入（%）	0.23	0.20	0.30	0.31	0.46	0.23	0.27	0.31
财务费用（万元）	2342.0	903.8	507.1	555.4	469.8	567.3	6,194	2,436
财务费用/营业收入（%）	0.17	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.12	0.05
营业利润（万元）	25610	30235	22395	20555	12795	33984	95373	85980

同比增长 (%)	53.88	14.62	-8.91	9.34	-50.04	12.40	70.87	-9.85
营业外收入 (万元)	4224	1186	502	1368	5672	3074	5337	8728
营业外支出 (万元)	16	3	0	34	18	11	613	54
利润总额 (万元)	29818	31418	22896	21889	18449	37047	100097	94654
同比增长 (%)	51.06	19.52	-7.59	13.92	-38.13	17.91	59.14	-5.44
所得税费用 (万元)	6279	6091	3974	4532	3350	6939	20320	17946
有效所得税率 (%)	21.06	19.39	17.36	20.70	18.16	18.73	20.30	18.96
净利润 (万元)	23539	25328	18922	17358	15099	30108	79777	76707
同比增长 (%)	37.70	20.94	-3.70	10.94	-35.85	18.87	58.90	-3.85
净利润率 (%)	1.70	1.76	1.73	1.68	1.32	1.87	1.57	1.63
少数股东损益 (万元)	-61	147	196	-133	-36	109	334	174
归母净利润 (万元)	23600	25181	18726	17491	15136	29999	79443	76533
同比增长 (%)	38.20	22.06	-4.45	12.01	-35.87	19.13	58.84	-3.66

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 主营业务收入毛利率预测 (2020-2025E)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
黄金产品						
收入 (百万元)	33231	50072	46202	55443	64313	72031
同比增速	-12.25%	50.68%	-7.73%	20.00%	16.00%	12.00%
成本 (百万元)	32038	48812	44674	53558	62127	69582
毛利率 (%)	3.6%	2.5%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
K金珠宝类产品						
收入 (百万元)	359	427	484	523	586	656
同比增速	74.57%	18.78%	13.39%	8.00%	12.00%	12.00%
成本 (百万元)	262.29	359.70	376.88	407.84	445.07	485.36
毛利率 (%)	27.0%	15.8%	22.2%	22.0%	24.0%	26.0%
品牌使用费						
收入 (百万元)	63	83	78	104	114	122
同比增速	7.84%	31.52%	-5.83%	32.88%	9.48%	7.44%
管理服务费						
收入 (百万元)	51	54	94	108	118	127
同比增速	11.34%	5.60%	73.08%	14.82%	9.48%	7.44%
其他						
收入 (百万元)	82	121	266	399	598	897
同比增速	-13.42%	47.28%	119.67%	50.00%	50.00%	50.00%
成本 (百万元)	16	20	237	356	534	801
毛利率	80.3%	83.5%	10.7%	11%	11%	11%
合计						
营业总收入 (百万元)	33788	50758	47124	56576	65729	73833
营业总成本 (百万元)	32316	49192	45288	54321	63106	70869
综合毛利率	4.35%	3.09%	3.90%	3.98%	3.99%	4.02%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 黄金珠宝行业可比公司估值情况 (倍, 20230421)

简称	老凤祥	周大福	潮宏基	曼卡龙	平均
PE (倍, 2023E)	15.15	18.48	16.78	31.69	18.09

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

表 4 培育钻石行业可比公司估值情况 (倍, 20230421)

简称	力量钻石	中兵红箭	黄河旋风	四方达	沃尔德	国机精工	平均
PE (倍, 2023E)	16.59	26.66	12.45	20.60	29.62	20.42	21.06

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	47124	56576	65729	73833
每股收益	0.46	0.64	0.76	0.87	营业成本	45288	54321	63106	70869
每股净资产	4.12	4.49	4.97	5.51	毛利率%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
每股经营现金流	0.71	-0.03	1.09	0.37	营业税金及附加	69	85	99	111
每股股利	0.30	0.02	0.29	0.33	营业税金率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	450	520	605	679
P/E	26.76	18.99	16.06	13.94	营业费用率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
P/B	2.96	2.71	2.45	2.21	管理费用	146	158	184	207
P/S	0.43	0.36	0.31	0.28	管理费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EV/EBITDA	13.46	10.97	8.70	7.70	EBIT	1128	1457	1697	1924
股息率%	2.5%	2.2%	2.3%	2.7%	财务费用	24	18	24	11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利润率	1.6%	1.9%	1.9%	2.0%	投资收益	-125	-150	-150	-150
净资产收益率	11.1%	14.3%	15.3%	15.9%	营业利润	860	1290	1523	1763
资产回报率	6.6%	8.7%	9.5%	10.2%	营业外收支	87	45	55	55
投资回报率	12.6%	15.0%	15.9%	16.3%	利润总额	947	1335	1578	1818
盈利增长 (%)					EBITDA	1205	1466	1706	1934
营业收入增长率	-7.2%	20.1%	16.2%	12.3%	所得税	179	254	300	345
EBIT 增长率	30.7%	29.2%	16.4%	13.4%	有效所得税率%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润增长率	-3.7%	40.9%	18.2%	15.2%	少数股东损益	2	2	3	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	765	1079	1275	1469
资产负债率	39.8%	38.6%	36.9%	35.2%					
流动比率	2.52	2.61	2.73	2.86	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.48	1.29	1.51	1.44	货币资金	5271	4642	5868	5812
现金比率	1.21	1.02	1.26	1.20	应收账款及应收票据	1161	1196	1130	1126
经营效率指标					存货	3950	5406	5112	6306
应收账款周转天数	8.73	7.50	6.37	5.50	其它流动资产	607	556	626	572
存货周转天数	32.07	31.00	30.00	29.00	流动资产合计	10989	11800	12735	13816
总资产周转率	4.16	4.70	5.10	5.31	长期股权投资	46	46	46	46
固定资产周转率	455.67	586.43	752.22	943.15	固定资产	101	92	83	74
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	14	14	14	14
					非流动资产合计	641	632	623	614
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	11630	12432	13358	14430
净利润	765	1079	1275	1469	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	2	2	3	3	应付票据及应付账款	188	250	259	312
非现金支出	94	9	9	9	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	282	115	105	105	其它流动负债	4167	4280	4403	4512
营运资金变动	50	-1255	430	-967	流动负债合计	4355	4529	4662	4824
经营活动现金流	1193	-49	1823	620	长期借款	0	0	0	0
资产	-41	45	55	55	其它长期负债	273	269	265	261
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	273	269	265	261
其他	0	-150	-150	-150	负债总计	4628	4798	4927	5085
投资活动现金流	-41	-105	-95	-95	实收资本	1680	1680	1680	1680
债权募资	0	-14	-12	-11	归属于母公司所有者权益	6918	7547	8342	9252
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	84	86	89	93
其他	-520	-460	-490	-570	负债和所有者权益合计	11630	12432	13358	14430
融资活动现金流	-520	-474	-502	-581					
现金净流量	633	-629	1226	-56					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 社会服务行业，批发和零售贸易行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 小商品城,爱美客,千味央厨,特海国际,名创优品,京东集团-SW,天目湖,广州酒家,东软教育,首旅酒店,中教控股,富森美,中国东方教育,华熙生物,九毛九,海伦司,永辉超市,海底捞,安克创新,贝泰妮,步步高,重庆百货,复星旅游文化,周大生,百胜中国,美团-W,雍禾医疗,老凤祥,锦江酒店,王府井

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。