

中国黄金（600916）

22H1 实现归母净利润 4.39 亿元，同增 9.14%，黄金产品销售稳健，积极布局培育钻有望打开全新增量

事件：公司发布 2022 年半年度报告。2022H1 实现营收 253.31 亿元，同减 4.77%；实现归母净利润 4.39 亿元，同增 9.14%。其中，2022Q2 实现营收 109.63 亿元，同减 17.57%；实现归母净利润 1.87 亿元，同减 4.45%。

收入端：公司 2022H1 实现营收 253.31 亿元，同减 4.77%，主要由于上半年新冠疫情影响销量下降所致。按季度分，22Q1/Q2 公司分别实现营收 143.68/109.63 亿元，分别同比变动+8.02%/-17.57%。

毛利率：公司 2022H1 毛利率为 4.35%，同增 1.33pct。按季度分，22Q1/Q2 公司毛利率分别为 4.09%/4.70%，分别同增 1.72pct/1.03pct。

期间费用端：公司 2022H1 期间费用率为 1.36%，同增 0.14pct。其中，销售费用率为 1.00%，同增 0.16pct；管理费用率为 0.25%，与上年基本持平；研发费用率为 0.05%，同增 0.04pct，主要原因是上半年研发项目投入增加所致；财务费用率为 0.06%，同减 0.06pct。

利润端：公司 2022H1 实现归母净利润 4.39 亿元，同增 9.14%。分季度看，2022Q1/Q2 分别实现归母净利润 2.52/1.87 亿元，分别同比变动+22.06%/-4.45%。

现金流量端：2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-7.51 亿元，同比减少 166.41%；投资活动产生的现金流量净额为-0.26 亿元，同比减少 58.08%；筹资活动产生的现金流量净额为-4.53 亿元，同比减少 179.63%。

全年门店拓展目标不变，或引入培育钻石新品类。公司上半年净增门店数量 28 家，累计门店数量 3749 家，我们预计下半年有望加速拓店。公司近期与小米有品、中国航天基金会达成战略合作，跨界推出多款新品，完善中国黄金产品矩阵，深拓产品市场。未来，公司将积极建设培育钻研发设计中心，适时规划培育钻发展战略。

投资建议：公司作为黄金行业龙头，业绩持续稳步增长。产品端不断突破，未来或涉及全新培育钻石品类，带来新增长点；同时渠道端以“直销+经销”并举的方式推进规模扩张，积极布局优质赛道，不断深拓电商业务，再塑线上线下新格局，完善产业链条和业务结构升级。我们预计公司 22/23 年归母净利润分别为 10 亿元/13 亿元，对应 PE 分别为 28x/21x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险、门店拓展不及预期、新业务拓展不及预期等

投资评级

行业	纺织服饰/饰品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.37 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,680.00
流通 A 股股本(百万股)	822.15
A 股总市值(百万元)	27,501.60
流通 A 股市值(百万元)	13,458.60
每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	42.61
一年内最高/最低(元)	17.50/9.80

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中国黄金-季报点评:22Q1 实现归母净利润 2.52 亿同增 22%，跨界合作完善产品矩阵叠加渠道规模扩展，有望实现进一步突破》 2022-04-26
- 2 《中国黄金-年报点评报告:发布 21 年年报，21 年归母净利润同增 59%，高景气下持续积极扩张》 2022-04-12
- 3 《中国黄金-季报点评:21Q3 营收同增 31%，行业高景气下未来有望维持高增》 2021-11-04

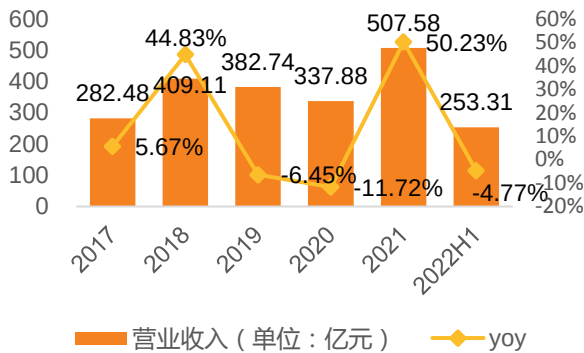
财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,787.63	50,757.67	64,969.81	79,912.87	95,895.44
增长率(%)	(11.72)	50.23	28.00	23.00	20.00
EBITDA(百万元)	754.23	1,061.12	1,384.37	1,805.99	2,176.21
归属母公司净利润(百万元)	500.16	794.43	995.23	1,310.28	1,578.43
增长率(%)	10.79	58.84	25.28	31.66	20.46
EPS(元/股)	0.30	0.47	0.59	0.78	0.94
市盈率(P/E)	54.99	34.62	27.63	20.99	17.42
市净率(P/B)	5.29	4.19	3.82	3.48	3.13
市销率(P/S)	0.81	0.54	0.42	0.34	0.29
EV/EBITDA	0.00	17.13	19.22	13.69	12.53

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

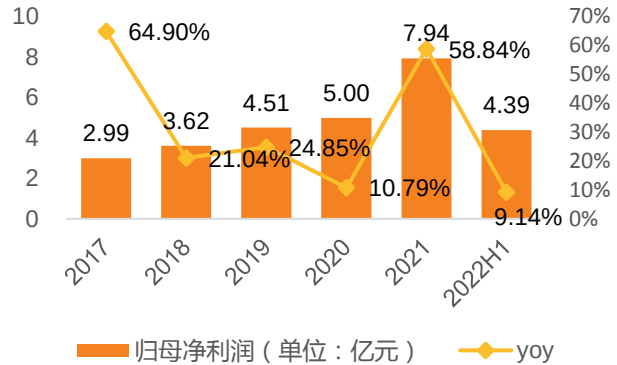
公司发布 2022 年半年度报告。2022H1 实现营收 253.31 亿元，同减 4.77%；实现归母净利润 4.39 亿元，同增 9.14%。其中，2022Q2 实现营收 109.63 亿元，同减 17.57%；实现归母净利润 1.87 亿元，同减 4.45%。

图 1：公司历年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速

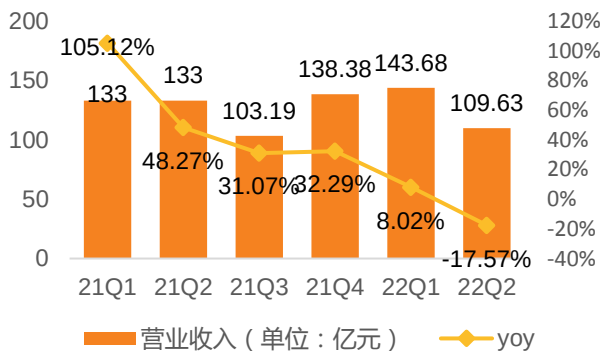


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 收入端

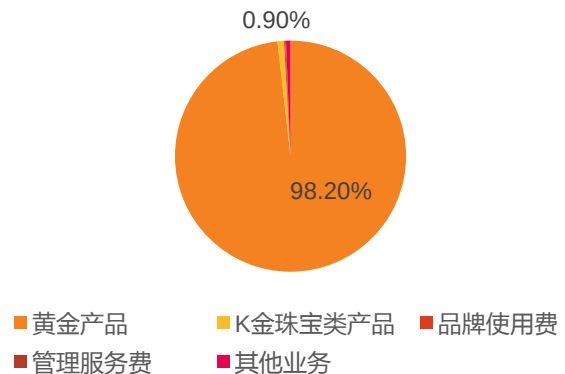
公司 2022H1 实现营收 253.31 亿元，同减 4.77%，主要由于上半年新冠疫情影响销量下降所致。①按季度分：22Q1/Q2 公司分别实现营收 143.68/109.63 亿元，分别同比变动 +8.02%/-17.57%；②按产品分：2022H1 年公司黄金产品/K 金珠宝/品牌使用费分别实现收入 248.75/2.28/0.40 亿元，分别占营业收入的 98.20%/0.90%/0.16%。③按行业分：2022H1 公司黄金珠宝行业/服务费分别实现收入 251.03/0.69 亿元，分别同比变动 -5.09%/+4.90%。

图 3：公司分季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司营业收入分产品结构

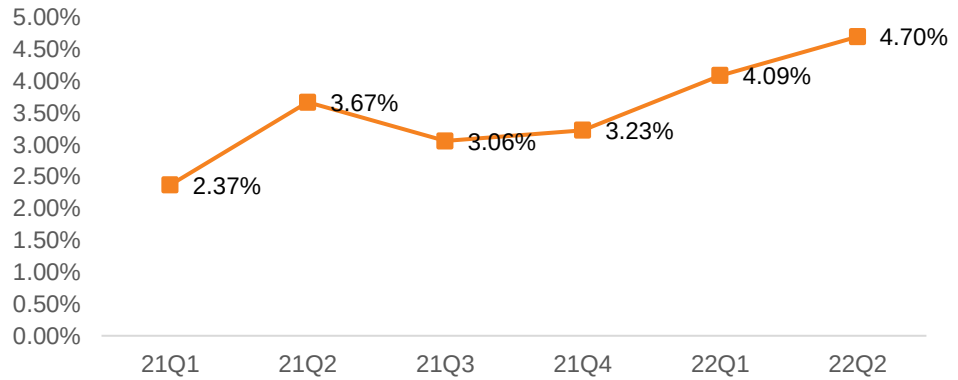


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 毛利率

公司 2022H1 毛利率为 4.35%，同增 1.33pct。按季度分，22Q1/Q2 公司毛利率分别为 4.09%/4.70%，分别同增 1.72pct/1.03pct。我们认为，主要由于公司产品结构改善驱动盈利能力优化。

图 5：公司分季度毛利率

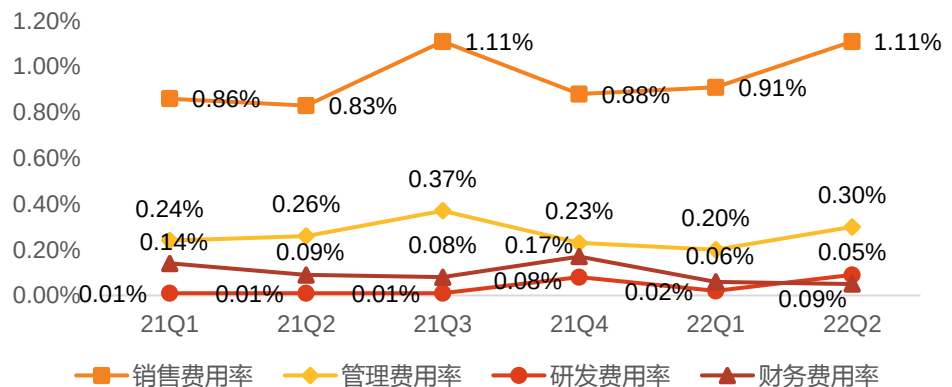


资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 期间费用端

公司 2022H1 期间费用率为 1.36%，同增 0.14pct。其中，销售费用率为 1.00%，同增 0.16pct，主要原因是上半年公司支付的职工薪酬及销售服务费增加所致；管理费用率为 0.25%，与上年基本持平；研发费用率为 0.05%，同增 0.04pct，主要原因是上半年公司研发项目投入增加所致；财务费用率为 0.06%，同减 0.06pct，主要原因为公司平均银行借金额及平均黄金租借费率下降导致利息支出减少及银行存款利息收入增加所致。

图 6：公司 22H1 期间费用率

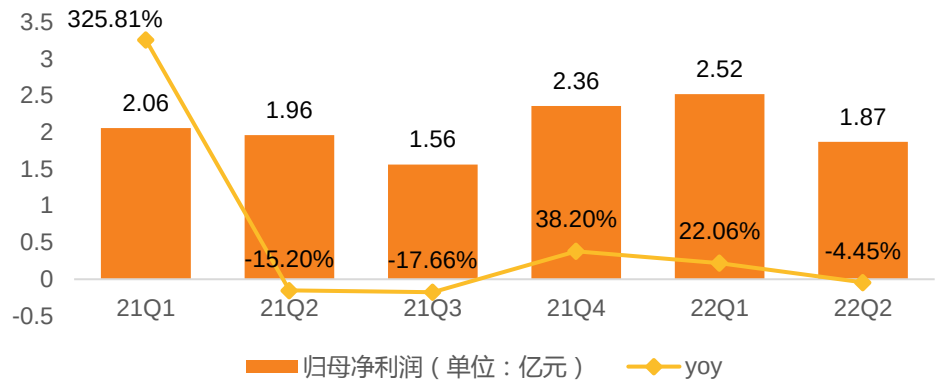


资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 利润端

公司 2022H1 实现归母净利润 4.39 亿元，同增 9.14%。分季度看，2022Q1/Q2 分别实现归母净利润 2.52/1.87 亿元，分别同比变动+22.06%/-4.45%。

图 7：公司分季度归母净利润及同比增速

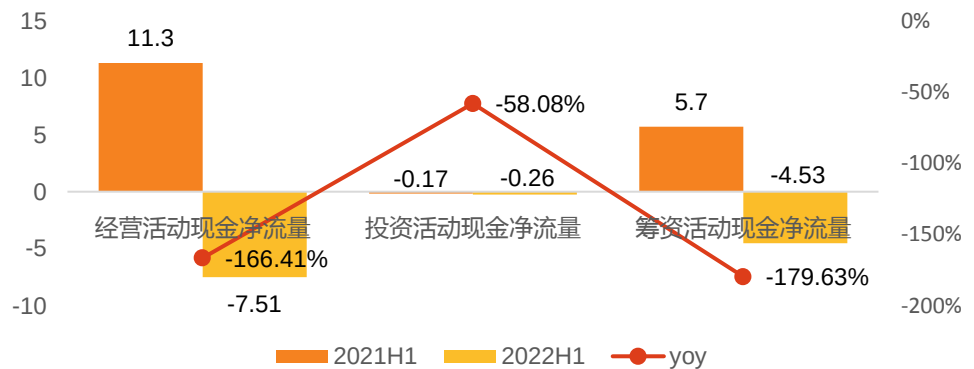


资料来源: wind, 天风证券研究所

6. 现金流量端

2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-7.51 亿元, 同比减少 166.41%, 主要原因为加盟体系首饰及金条产品 6 月份销量较上年同期有所增加, 且未到收账期; 电商体系 618 活动规模较上年扩大导致销量增加, 未到收账期所致; 投资活动产生的现金流量净额为-0.26 亿元, 同比减少 58.08%, 主要原因为长沙公司购建房屋所支付的现金增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额为-4.53 亿元, 同比减少 179.63%, 主要原因为本年分红较上年同期增加及上年同期发行上市收到募集资金所致。

图 8: 公司半年度现金流 (亿元) 及同比增速

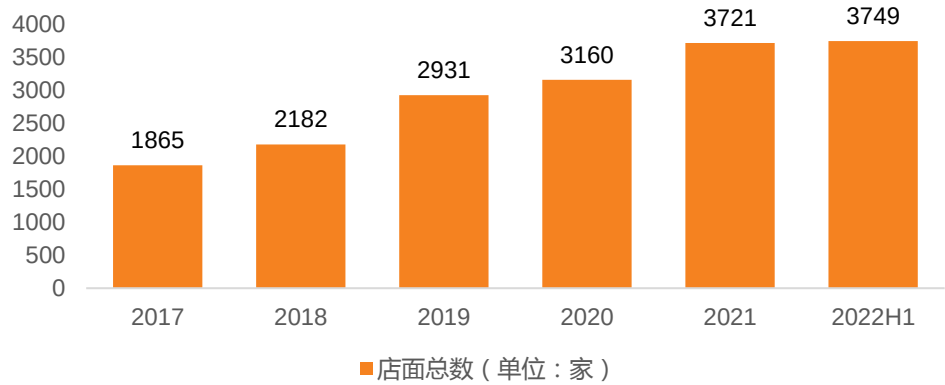


资料来源: wind, 天风证券研究所

7. 渠道端

全年门店拓展目标不变, 赋能经销商加盟渠道稳步发展。2018 年-2022 年上半年底, 公司门店数量分别为 2182/2931/3160/3721/3749 家。其中, 22H1 公司分别新增直营店/加盟店 10/24 家, 关闭直营店/加盟店 2/4 家, 上半年净增 28 家, 我们预计下半年有望加速拓店。同时, 公司出台“三减一补”、“3+1”等支持政策, 为加盟商发展积蓄势能, 推动加盟体系深入市场探讨, 提升品牌服务, 稳定渠道发展。

图 9: 公司店面总数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

8. 产品端

持续发力古法金新品打造，或引入培育钻石新品类。公司近期与小米有品、中国航天基金会达成战略合作，跨界推出新品“金扣扣”、主题产品“为你摘星”等，将黄金元素与科技巧妙融合，再次完善中国黄金产品矩阵，深拓产品市场。未来，公司将积极建设培育钻研发设计中心、展示交易中心和供应链服务中心，合理布局全渠道推广节奏，适时规划培育钻发展战略，调整产品结构。

9. 投资建议

公司作为黄金行业龙头，业绩持续稳步增长。产品端不断突破，未来或涉及全新培育钻石品类，带来新增长点；同时渠道端以“直销+经销”并举的方式推进规模扩张，积极布局优质赛道，不断深拓电商业务，再塑线上线下新格局，完善产业链条和业务结构升级。我们预计公司 22/23 年归母净利润分别为 10 亿元/13 亿元，对应 PE 分别为 28x/21x，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,419.59	4,625.66	784.57	2,673.57	110.74
应收票据及应收账款	762.56	1,123.62	1,954.66	1,659.36	2,488.60
预付账款	295.77	84.00	560.93	289.98	607.41
存货	3,686.89	4,120.33	7,190.83	7,151.71	9,071.98
其他	591.23	511.61	960.45	518.81	1,000.44
流动资产合计	8,756.04	10,465.22	11,451.43	12,293.44	13,279.17
长期股权投资	11.45	45.93	45.93	45.93	45.93
固定资产	92.51	105.81	96.77	87.72	78.68
在建工程	0.00	1.38	1.38	1.38	1.38
无形资产	15.09	15.36	11.09	6.81	2.53
其他	152.11	386.44	209.38	209.91	240.09
非流动资产合计	271.16	554.92	364.54	351.75	368.61
资产总计	9,027.20	11,020.15	11,815.97	12,645.19	13,647.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	117.53	176.89	240.57	276.44	321.32
其他	3,507.74	3,847.50	4,212.07	4,276.23	4,314.33
流动负债合计	3,625.27	4,024.39	4,452.65	4,552.67	4,635.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.29	225.21	75.50	100.67	133.79
非流动负债合计	1.29	225.21	75.50	100.67	133.79
负债合计	3,749.02	4,381.98	4,528.15	4,653.33	4,769.44
少数股东权益	78.85	82.19	83.31	85.58	88.28
股本	1,500.00	1,680.00	1,680.00	1,680.00	1,680.00
资本公积	1,745.61	2,396.57	2,396.57	2,396.57	2,396.57
留存收益	1,953.72	2,479.36	3,127.93	3,829.68	4,713.45
其他	0.00	0.05	0.02	0.02	0.03
股东权益合计	5,278.18	6,638.16	7,287.83	7,991.86	8,878.34
负债和股东权益总计	9,027.20	11,020.15	11,815.97	12,645.19	13,647.78

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	502.05	797.77	995.23	1,310.28	1,578.43
折旧摊销	40.00	36.38	13.32	13.32	13.32
财务费用	111.32	103.92	99.67	140.46	176.18
投资损失	354.69	(103.76)	247.28	166.07	103.20
营运资金变动	(399.47)	(130.82)	(4,250.27)	1,116.94	(3,510.76)
其它	(53.10)	111.44	(230.64)	55.39	48.18
经营活动现金流	555.50	814.95	(3,125.41)	2,802.45	(1,591.44)
资本支出	21.20	(161.78)	149.71	(25.17)	(33.13)
长期投资	(0.39)	34.47	0.00	0.00	0.00
其他	(32.65)	55.24	(396.99)	(140.90)	(70.07)
投资活动现金流	(11.84)	(72.08)	(247.28)	(166.07)	(103.20)
债权融资	(92.29)	(29.77)	(121.12)	(136.88)	(171.41)
股权融资	(268.80)	427.81	(347.29)	(610.50)	(696.77)
其他	244.22	65.22	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(116.87)	463.26	(468.41)	(747.38)	(868.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	426.79	1,206.13	(3,841.10)	1,889.00	(2,562.83)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,787.63	50,757.67	64,969.81	79,912.87	95,895.44
营业成本	32,316.23	49,191.64	62,189.10	76,860.20	92,320.05
营业税金及附加	50.52	77.50	90.76	117.71	140.54
销售费用	354.38	460.99	633.21	780.93	914.23
管理费用	114.61	138.02	205.59	247.08	286.90
研发费用	5.41	14.62	14.53	17.89	23.52
财务费用	92.29	61.94	99.67	140.46	176.18
资产/信用减值损失	(51.36)	(12.25)	(40.53)	(34.71)	(29.16)
公允价值变动收益	109.98	50.21	(232.36)	51.14	43.36
投资净收益	(354.69)	103.76	(247.28)	(166.07)	(103.20)
其他	592.09	(282.50)	0.00	0.00	0.00
营业利润	558.17	953.73	1,216.78	1,598.95	1,945.03
营业外收入	71.04	53.37	47.43	57.28	52.69
营业外支出	0.23	6.13	2.25	2.87	3.75
利润总额	628.99	1,000.97	1,261.97	1,653.37	1,993.97
所得税	126.94	203.20	265.01	338.84	410.72
净利润	502.05	797.77	996.95	1,314.53	1,583.26
少数股东损益	1.90	3.34	1.72	4.25	4.82
归属于母公司净利润	500.16	794.43	995.23	1,310.28	1,578.43
每股收益（元）	0.30	0.47	0.59	0.78	0.94

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-11.72%	50.23%	28.00%	23.00%	20.00%
营业利润	-5.38%	70.87%	27.58%	31.41%	21.64%
归属于母公司净利润	10.79%	58.84%	25.28%	31.66%	20.46%
获利能力					
毛利率	4.35%	3.09%	4.28%	3.82%	3.73%
净利率	1.48%	1.57%	1.53%	1.64%	1.65%
ROE	9.62%	12.12%	13.81%	16.57%	17.96%
ROIC	32.72%	47.30%	62.54%	21.92%	32.85%
偿债能力					
资产负债率	41.53%	39.76%	38.32%	36.80%	34.95%
净负债率	-64.79%	-69.20%	-10.62%	-33.27%	-1.03%
流动比率	2.34	2.52	2.57	2.70	2.86
速动比率	1.35	1.53	0.96	1.13	0.91
营运能力					
应收账款周转率	39.11	53.82	42.21	44.22	46.24
存货周转率	9.54	13.00	11.49	11.14	11.82
总资产周转率	3.87	5.06	5.69	6.53	7.29
每股指标（元）					
每股收益	0.30	0.47	0.59	0.78	0.94
每股经营现金流	0.33	0.49	-1.86	1.67	-0.95
每股净资产	3.09	3.90	4.29	4.71	5.23
估值比率					
市盈率	54.99	34.62	27.63	20.99	17.42
市净率	5.29	4.19	3.82	3.48	3.13
EV/EBITDA	0.00	17.13	19.22	13.69	12.53
EV/EBIT	0.00	17.33	19.41	13.79	12.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com