

黄金消费延续高景气，镶嵌类 Q1 恢复增长

周大生 (002867)

评级:	买入	股票代码:	002867
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	17.1/10.71
目标价格:		总市值(亿)	185.43
最新收盘价:	16.92	自由流通市值(亿)	183.34
		自由流通股数(百万)	1,083.58

事件概述

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告：2022 年公司实现营业收入 111.2 亿元，同比+21.4%；归母净利润 10.9 亿元，同比-10.9%；扣非后归母净利润 10.3 亿元，同比-14.1%；2023Q1 单季度实现营业收入 41.2 亿元，同比+49.7%，归母净利润 3.7 亿元，同比+26.1%，扣非后归母净利润 3.6 亿元，同比+26.5%。22 年公司在展销业务模式助力下黄金产品销售保持较快增长，同时线上业务保持稳定增长，利润增速略低于收入增速系黄金产品占比提升及加盟占比扩大。现金流方面，2022 年公司经营性现金流净额为 10.2 亿元，同比+417.9%，主要系去年同期为加盟客户提供应收账款尚未到期收回所致；2023Q1 经营性现金流净额为 6.9 亿元，同比+4.1%。

► 黄金产品消费延续高景气度，加盟业务占比提升

分产品看，22 年公司素金类/镶嵌类产品分别实现营业收入 84.7/13.0 亿元，分别同比增长 52.2%/-41.7%，受经营环境不确定性及消费信心因素影响，镶嵌类产品同比下滑较明显，而黄金产品消费市场延续较高景气度。此外，公司持续优化调整市场布局，提升拓店质量，推动渠道融合发展，截至 22 年年末，公司终端门店数量净增 114 家达 4616 家，其中加盟门店 4367 家，自营门店 249 家。2023Q1 公司素金类/镶嵌类分别实现营业收入 35.0/2.2 亿元，同比分别+56.3%/+12.2%，黄金产品 Q1 延续高景气，镶嵌类随消费复苏实现较快增长。2023Q1 公司加盟店/自营店分别为 4368/269 家，门店数较 22 年末净增 21 家。

分业务模式看，22 年公司自营（线下）/自营（线上）/加盟业务分别实现营业收入 10.7/15.5/83.0 亿元，同比分别-15.1%/+34.7%/+27.2%，占营收比分别为 9.6%/13.9%/74.6%，占比较 21 年分别-4.1/+1.4/+3.4pct。公司部分线下自营门店 22Q2 受外部环境影响导致部分期间停滞运营，营收同比下滑，其中镶嵌类/黄金类产品销售收入分别为 1.1/9.3 亿元，同比分别-40.4%/-9.4%，销售数量分别为 2.8/35.2 万件，同比分别-42.0%/-10.9%。线上电商业务收入同比增长较多，主要系产品结构变化及金价上涨所致，其中镶嵌类/黄金类产品销售收入分别为 1.1/10.3 亿元，同比分别+16.6%/+42.3%，销售数量分别为 13.6/83.3 万件，同比分别+19.4%/-8.6%。加盟业务受益于黄金类产品收入增幅较大拉动实现同比较快增长，其中黄金类产品实现收入 63.6 亿元、同比+74.4%，销售数量 254.5 万件、同比+52.1%。

► 盈利端：毛利率下滑较多，期间费用有所优化

2022 年公司毛利率、净利率分别为 20.8%、9.8%，同比分别-6.5pct、-3.6pct；2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 17.9%、8.8%，同比分别-2.3pct、-1.6pct。分产品看，22 年公司素金类、镶嵌类毛利率分别为 8.2%、31.5%，同比-2.4pct、+1.7pct，22 年毛利率下降系黄金产品占比提升。期间费用方面，2022 年公司期间费用率为 7.6%，同比-1.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.7%/0.8%/0.1%/-0.1%，同比-0.9%/-0.2%/-0.0/+0.1pct；2023Q1 单季度看，公司期间费用率为 5.2%，同比-1.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.5%/0.5%/0.1%/0.0%，同比-1.2%/-0.3%/-0.0/+0.1pct。

投资建议：

公司品牌力领先，随着疫后复苏，市场金银珠宝类零售增速领跑其他品类、体现强劲复苏，黄金投资保值属性凸显，且黄金价格处于历史较高水平进一步激发消费者的消费热情，我们持续看好公司省代模式推进、展销业务推广以及产品结构调整。考虑到黄金产品销售快速增长以及公司业务结构的调整，我们调整此前的盈利预测，公司 23、24 年营业收入分别由 148.28、179.19 亿元调整至 140.04、162.32 亿元，预计 25 年营收为

186.33 亿元；公司 23、24 年 EPS 分别由 1.28、1.51 元调整至 1.27、1.48 元，预计 25 年 EPS 为 1.72 元；按照 2023 年 4 月 28 日收盘价 16.92 元/股，对应 PE 分别为 13/11/10 倍，**维持公司“买入”评级。**

风险提示：

省代模式下门店扩张速度不及预期风险；线上直播渠道进展不及预期风险；终端婚嫁市场恢复不及预期风险；行业竞争加剧风险；短期疫情影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,155	11,118	14,004	16,232	18,633
YoY (%)	80.1%	21.4%	26.0%	15.9%	14.8%
归母净利润(百万元)	1,225	1,091	1,387	1,620	1,889
YoY (%)	20.9%	-10.9%	27.2%	16.8%	16.6%
毛利率 (%)	27.3%	20.8%	20.4%	20.3%	20.3%
每股收益 (元)	1.12	1.01	1.27	1.48	1.72
ROE	21.2%	18.0%	18.7%	17.9%	17.3%
市盈率	15.11	16.75	13.37	11.45	9.81

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系人：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,118	14,004	16,232	18,633	净利润	1,087	1,384	1,616	1,885
YoY (%)	21.4%	26.0%	15.9%	14.8%	折旧和摊销	83	8	11	13
营业成本	8,808	11,145	12,940	14,844	营运资金变动	-177	-773	-742	-708
营业税金及附加	106	133	154	177	经营活动现金流	1,018	599	857	1,158
销售费用	748	938	1,055	1,193	资本开支	-123	1	2	2
管理费用	93	120	140	160	投资	218	0	0	0
财务费用	-13	-64	-77	-99	投资活动现金流	101	18	26	30
研发费用	12	17	19	22	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	18	17	24	28	筹资活动现金流	-673	-3	-3	-3
营业利润	1,409	1,804	2,108	2,459	现金净流量	446	614	880	1,185
营业外收支	12	5	5	5					
利润总额	1,420	1,809	2,113	2,464	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	333	425	496	579	成长能力				
净利润	1,087	1,384	1,616	1,885	营业收入增长率	21.4%	26.0%	15.9%	14.8%
归属于母公司净利润	1,091	1,387	1,620	1,889	净利润增长率	-10.9%	27.2%	16.8%	16.6%
YoY (%)	-10.9%	27.2%	16.8%	16.6%	盈利能力				
每股收益	1.01	1.27	1.48	1.72	毛利率	20.8%	20.4%	20.3%	20.3%
					净利率	9.8%	9.9%	10.0%	10.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	14.3%	14.2%	13.9%	13.6%
货币资金	1,735	2,350	3,230	4,415	净资产收益率 ROE	18.0%	18.7%	17.9%	17.3%
预付款项	11	17	19	22	偿债能力				
存货	3,342	4,580	5,318	6,100	流动比率	4.22	3.69	4.03	4.38
其他流动资产	1,146	1,485	1,762	1,979	速动比率	1.95	1.68	1.95	2.24
流动资产合计	6,235	8,431	10,329	12,516	现金比率	1.17	1.03	1.26	1.55
长期股权投资	155	155	155	155	资产负债率	20.5%	24.2%	22.6%	21.2%
固定资产	15	63	102	134	经营效率				
无形资产	403	403	403	403	总资产周转率	1.46	1.43	1.39	1.34
非流动资产合计	1,372	1,369	1,363	1,354	每股指标 (元)				
资产合计	7,607	9,800	11,692	13,870	每股收益	1.01	1.27	1.48	1.72
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.51	6.78	8.26	9.98
应付账款及票据	271	571	663	761	每股经营现金流	0.93	0.55	0.78	1.06
其他流动负债	1,206	1,715	1,899	2,096	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,477	2,286	2,562	2,856	估值分析				
长期借款	18	18	18	18	PE	16.75	13.37	11.45	9.81
其他长期负债	63	63	63	63	PB	2.54	2.50	2.05	1.70
非流动负债合计	81	81	81	81					
负债合计	1,558	2,367	2,643	2,937					
股本	1,096	1,096	1,096	1,096					
少数股东权益	7	4	0	-5					
股东权益合计	6,049	7,432	9,048	10,933					
负债和股东权益合计	7,607	9,800	11,692	13,870					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。