

## 周大生 (002867.SZ)

## 把握消费趋势发力黄金产品, 一季度收入业绩高增长

2023年05月01日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

黄泽鹏 (分析师)

骆峥 (联系人)

huangzepeng@kysec.cn

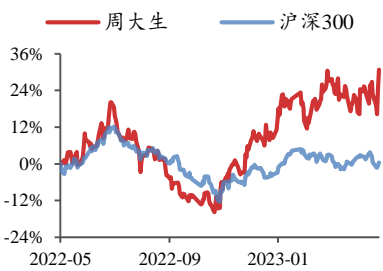
luozheng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790122040015

日期	2023/4/28
当前股价(元)	16.92
一年最高最低(元)	17.10/10.71
总市值(亿元)	185.43
流通市值(亿元)	183.34
总股本(亿股)	10.96
流通股本(亿股)	10.84
近3个月换手率(%)	43.41

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《Q3 镶嵌出货受疫情影响, 黄金产品体系持续完善—公司信息更新报告》  
-2022.10.28

《Q2 业绩受疫情影响承压, 黄金产品体系日益完善—公司信息更新报告》  
-2022.8.31

《受疫情影响, 2022Q2 业绩承压—公司信息更新报告》-2022.7.30

### ● 2022 年受疫情影响业绩承压, 2023Q1 恢复高增长势头

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报: 2022 年实现营收 111.18 亿元 (+21.4%)、归母净利润 10.91 亿元 (-10.9%), 受疫情影响承压; 2023Q1 营收 41.22 亿元 (+49.6%), 归母净利润 3.65 亿元 (+26.1%), 恢复高增长势头。考虑到居民消费信心仍在恢复, 我们下调公司 2023-2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 13.76 (-1.25) /16.66 (-1.03) /19.66 亿元, 对应 EPS 为 1.26 (-0.11) /1.52 (-0.09) /1.79 元, 当前股价对应 PE 为 13.5/11.1/9.4 倍。我们认为, 公司新品牌周大生经典与主品牌优势互补, 有望促进渠道扩张, 产品端发力提升黄金品类, 推动持续成长, 估值合理, 维持“买入”评级。

### ● 2023Q1 黄金首饰消费热度提升带动线上业务高增长, 期间费用率稳中有降

2022 年分模式看, 自营线下/线上/加盟分别实现营收 10.7/15.5/83.0 亿元, 同比 -15.1%/+34.7%/+27.2%; 分产品看, 素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 84.7/13.0/6.2 亿元, 同比 +56.2%/-41.7%/-10.1%, 素金首饰大幅增长主要系引入省级服务中心展销方式向加盟商批发供货所致。2023Q1 分模式看, 公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 4.9/5.2/30.7 亿元, 同比 +36.3%/+85.7%/+48.9%, 增长主要系外部经营环境向好、黄金首饰消费热度上升, 电商渠道增速尤其亮眼; 盈利能力方面, 2023Q1 公司综合毛利率为 17.9% (-2.3pct), 销售/管理/财务费用率分别为 4.5%/0.5%/0.0%, 同比分别 -1.2pct/-0.3pct/+0.1pct, 稳中有降。

### ● 周大生经典与主品牌优势互补推动拓店, 把握消费趋势发力黄金品类

(1) 渠道: 2022 年公司净增门店 114 家, 期末门店总数达 4616 家; 推出全新品牌周大生经典, 与主品牌周大生优势互补, 有望助力渠道扩张恢复较快速度。

(2) 产品: 钻石镶嵌进一步强化情景风格珠宝产品体系, 引入 IP 联名合作推进产品差异化; 黄金产品则根据人群定位、用户画像、购买动机及应用场景构建了完整产品矩阵, 以品牌系列为主力增收、以爆款爆系为引流创效、爆款带动爆系。

### ● 风险提示: 疫情反复、行业竞争加剧、省代模式推广效果不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,155	11,118	14,027	17,106	20,039
YOY(%)	80.1	21.4	26.2	21.9	17.1
归母净利润(百万元)	1,225	1,091	1,376	1,666	1,966
YOY(%)	20.9	-10.9	26.2	21.0	18.0
毛利率(%)	27.3	20.8	20.3	19.8	19.6
净利率(%)	13.3	9.8	9.8	9.7	9.8
ROE(%)	21.1	18.0	18.5	19.2	19.0
EPS(摊薄/元)	1.12	1.00	1.26	1.52	1.79
P/E(倍)	15.1	17.0	13.5	11.1	9.4
P/B(倍)	3.2	3.1	2.5	2.1	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5257	6235	8005	9363	11056
现金	1289	1735	2190	2670	3175
应收票据及应收账款	683	817	1075	1233	1471
其他应收款	23	31	38	46	52
预付账款	10	11	16	17	21
存货	2748	3342	4388	5099	6038
其他流动资产	504	298	298	298	298
<b>非流动资产</b>	1759	1372	1501	1576	1645
长期投资	2	155	155	155	155
固定资产	23	15	136	235	310
无形资产	427	403	443	432	425
其他非流动资产	1307	798	767	754	756
<b>资产总计</b>	7016	7607	9506	10938	12701
<b>流动负债</b>	1107	1477	2002	2174	2291
短期借款	0	0	102	327	0
应付票据及应付账款	345	271	511	449	677
其他流动负债	762	1206	1389	1398	1613
<b>非流动负债</b>	112	81	78	75	72
长期借款	18	18	15	12	9
其他非流动负债	94	63	63	63	63
<b>负债合计</b>	1219	1558	2080	2249	2362
少数股东权益	10	7	7	7	7
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1333	1327	1327	1327	1327
留存收益	3551	4105	5064	6237	7689
<b>归属母公司股东权益</b>	5787	6042	7419	8683	10332
负债和股东权益	7016	7607	9506	10938	12701

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	197	1018	602	813	1295
净利润	1222	1087	1376	1666	1966
折旧摊销	35	38	50	77	76
财务费用	-21	-13	0	0	0
投资损失	-17	-18	-18	-18	-18
营运资金变动	-1188	-176	-836	-921	-734
其他经营现金流	166	99	30	10	5
<b>投资活动现金流</b>	290	101	-200	-153	-142
资本支出	154	123	179	151	145
长期投资	431	218	0	0	0
其他投资现金流	13	6	-22	-2	3
<b>筹资活动现金流</b>	-878	-673	-50	-405	-320
短期借款	0	0	102	225	-327
长期借款	18	-0	-3	-3	-3
普通股增加	365	-0	0	0	0
资本公积增加	-353	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-909	-667	-149	-627	11
<b>现金净增加额</b>	-391	446	352	255	833

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9155	11118	14027	17106	20039
营业成本	6655	8808	11181	13721	16107
营业税金及附加	89	106	133	163	191
营业费用	697	748	842	975	1102
管理费用	97	93	91	111	120
研发费用	14	12	11	12	14
财务费用	-21	-13	0	0	0
资产减值损失	-59	-1	12	12	12
其他收益	49	54	50	52	55
公允价值变动收益	-1	-28	-40	-20	-15
投资净收益	17	18	18	18	18
资产处置收益	1	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1579	1409	1776	2152	2541
营业外收入	13	12	13	13	13
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	1591	1420	1788	2164	2553
所得税	369	333	411	498	587
<b>净利润</b>	1222	1087	1376	1666	1966
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1225	1091	1376	1666	1966
EBITDA	1588	1407	1814	2212	2583
EPS(元)	1.12	1.00	1.26	1.52	1.79

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	80.1	21.4	26.2	21.9	17.1
营业利润(%)	20.6	-10.8	26.1	21.2	18.1
归属于母公司净利润(%)	20.9	-10.9	26.2	21.0	18.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.3	20.8	20.3	19.8	19.6
净利率(%)	13.3	9.8	9.8	9.7	9.8
ROE(%)	21.1	18.0	18.5	19.2	19.0
ROIC(%)	26.2	24.8	26.1	26.5	27.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.4	20.5	21.9	20.6	18.6
净负债比率(%)	-21.0	-27.3	-27.7	-26.6	-30.5
流动比率	4.7	4.2	4.0	4.3	4.8
速动比率	1.8	1.7	1.6	1.8	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.5	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	22.4	14.8	14.8	14.8	14.8
应付账款周转率	17.9	30.2	30.2	30.2	30.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.00	1.26	1.52	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.93	0.55	0.74	1.18
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.51	6.77	7.92	9.43
<b>估值比率</b>					
P/E	15.1	17.0	13.5	11.1	9.4
P/B	3.2	3.1	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	10.9	12.0	9.1	7.3	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn