



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

全渠道齐发力，黄金品类高景气带动 23Q1 高增长

——周大生 2022 年年报及 2023 年一季度点评

买入（维持）

行业： 纺织服饰
日期： 2023年05月02日

分析师： 彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com

SAC 编号: S0870521100001

分析师： 张洪乐

Tel: 021-53686159

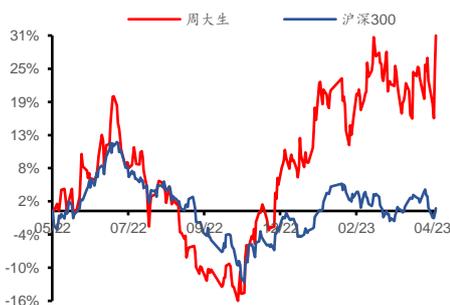
E-mail: zhanghongle@shzq.com

SAC 编号: S0870523040004

基本数据

最新收盘价（元）	16.92
12mth A 股价格区间（元）	10.89-16.92
总股本（百万股）	1,095.93
无限售 A 股/总股本	98.87%
流通市值（亿元）	183.34

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《Q3 业绩承压，长期看展店提速及黄金产品升级》

——2022 年 10 月 30 日

《短期疫情扰动，长期看渠道扩张及黄金放量》

——2022 年 07 月 29 日

《22 年开年业绩现韧性，全年省代持续发力》

——2022 年 04 月 30 日

■ 投资摘要

事件概述

4月28日，公司发布22年年报及23年一季度报。2022年实现营收111.18亿元，同比增长21.44%；归母净利润10.91亿元，同比下降10.94%。23年Q1收入业绩均实现高增，实现营收41.22亿元，同比增长49.65%；归母净利润3.65亿元，同比增长26.06%。2022年公司拟每10股派发现金股利6元。

分析与判断

分产品看，23Q1 营收高速增长主要系黄金品类带动，镶嵌产品恢复正增长。黄金品类营收 35.01 亿元，同比高速增长 56.3%，收入贡献为 85%（同比+5pct，环比+7pct）；镶嵌类产品营收 2.21 亿元，同比增长 12.22%，营收贡献 5%，同比环比均有所下滑。我们认为黄金作为高景气品类仍会持续拉动增长，镶嵌随着婚庆需求不断释放或将稳步增长、环比改善。

分渠道看，加盟为主要收入来源，电商增长较快。23Q1 加盟渠道实现营收 30.72 亿元，同比快速增长 48.91%，营收贡献为 75%；自营线下渠道实现营收 4.89 亿元，同比增长 36.28%，收入贡献 12%；电商业增长明显，营收 5.21 亿元，同比增长 85.72%，收入贡献 13%。一季度全渠道发力，均实现较快速度增长，我们认为未来随着渠道加速扩张、公司品牌营销能力不断加强，收入规模有望实现稳定增长，市场份额或将不断提升。

22 年优化关店较多，23 年逐渐恢复拓店速度。22 年全年新开门店 620 家，调整优化 506 家，净增加 114 家。截至 23Q1 公司门店数量 4637 家，其中加盟门店 4368 家，自营门店 269 家，Q1 净增加 21 家。公司门店主要集中在低线城市，22 年三四线及以下城市门店数量占比达 70%，自营门店主要集中在一二线城市，占比达 84%。我们认为未来随着省代及加盟商齐发力，公司门店有望加速拓展。

■ 投资建议

我们看好公司渠道与产品共同驱动发展，预计公司 23-25 年营业收入为 150.20/178.56/211.21 亿元，同比+35%/19%/18%；公司 23-25 年归母净利润为 13.29/15.80/18.55 亿元，同比+22%/19%/17%，对应 EPS 为 1.21/1.44/1.69 元，当前收盘价对应 PE 为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

门店扩张不及预期风险；省代模式开展不及预期风险；行业竞争加剧风险；金价波动风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11118	15020	17856	21121
年增长率	21.4%	35.1%	18.9%	18.3%
归母净利润	1091	1329	1580	1855
年增长率	-10.9%	21.9%	18.9%	17.4%
每股收益 (元)	1.00	1.21	1.44	1.69
市盈率 (X)	17.00	13.95	11.73	9.99
市净率 (X)	3.07	2.52	2.07	1.72

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 04 月 28 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1735	1904	2505	2753
应收票据及应收账款	817	1271	2005	2457
存货	3342	4805	5283	6661
其他流动资产	340	268	266	262
流动资产合计	6235	8248	10060	12133
长期股权投资	155	155	155	155
投资性房地产	5	5	5	5
固定资产	15	17	18	20
在建工程	505	555	605	655
无形资产	403	383	363	343
其他非流动资产	288	318	348	378
非流动资产合计	1372	1434	1495	1556
资产总计	7607	9682	11555	13690
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	271	584	675	720
合同负债	21	37	44	52
其他流动负债	1185	1602	1797	2023
流动负债合计	1477	2223	2516	2795
长期借款	18	18	18	18
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	63	63	63	63
非流动负债合计	81	81	81	81
负债合计	1558	2304	2597	2876
股本	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327
留存收益	4105	5434	7014	8870
归属母公司股东权益	6042	7371	8952	10807
少数股东权益	7	7	7	7
股东权益合计	6049	7378	8958	10814
负债和股东权益合计	7607	9682	11555	13690

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	1018	253	683	327
净利润	1087	1329	1580	1855
折旧摊销	83	43	44	44
营运资金变动	-177	-1099	-918	-1546
其他	25	-20	-23	-26
投资活动现金流量	101	-85	-82	-79
资本支出	-123	-100	-100	-100
投资变动	218	0	0	0
其他	6	15	18	21
筹资活动现金流量	-673	0	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-673	0	0	0
现金净流量	446	168	601	248

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11118	15020	17856	21121
营业成本	8808	12221	14528	17201
营业税金及附加	106	150	179	211
销售费用	748	901	1071	1267
管理费用	93	90	107	127
研发费用	12	15	18	21
财务费用	-13	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	18	15	18	21
公允价值变动损益	-28	0	0	0
营业利润	1409	1732	2061	2420
营业外收支净额	12	5	5	5
利润总额	1420	1737	2066	2425
所得税	333	408	485	570
净利润	1087	1329	1580	1855
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司股东净利润	1091	1329	1580	1855

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	20.8%	18.6%	18.6%	18.6%
净利率	9.8%	8.8%	8.8%	8.8%
净资产收益率	18.0%	18.0%	17.7%	17.2%
资产回报率	14.3%	13.7%	13.7%	13.6%
投资回报率	17.4%	17.5%	17.2%	16.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	21.4%	35.1%	18.9%	18.3%
EBIT 增长率	-8.8%	22.3%	18.9%	17.5%
归母净利润增长率	-10.9%	21.9%	18.9%	17.4%
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.21	1.44	1.69
每股净资产	5.51	6.73	8.17	9.86
每股经营现金流	0.93	0.23	0.62	0.30
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	1.46	1.55	1.55	1.54
应收账款周转率	13.61	11.84	8.91	8.61
存货周转率	2.64	2.54	2.75	2.58
偿债能力指标				
资产负债率	20.5%	23.8%	22.5%	21.0%
流动比率	4.22	3.71	4.00	4.34
速动比率	1.75	1.45	1.83	1.91
估值指标				
P/E	17.00	13.95	11.73	9.99
P/B	3.07	2.52	2.07	1.72
EV/EBITDA	9.24	9.52	7.74	6.51

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断