

珠宝首饰及钟表

周大生 (002867.SZ)

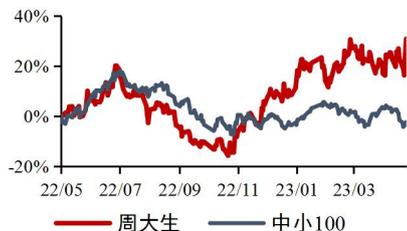
买入-B(维持)

电商渠道及黄金品类表现靓丽, 23Q1 良好开局

2023年5月3日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源: 最闻

市场数据: 2023年4月28日

收盘价(元):	16.92
年内最高/最低(元):	17.10/10.71
流通A股/总股本(亿):	10.84/10.96
流通A股市值(亿):	183.34
总市值(亿):	185.43

基础数据: 2023年3月31日

基本每股收益:	0.34
摊薄每股收益:	0.34
每股净资产(元):	5.85
净资产收益率:	5.68

资料来源: 最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

公司发布 2022 年年报及 2023 年 1 季报。2022 年, 公司实现营收 111.18 亿元, 同比增长 21.44%, 实现归母净利润 10.91 亿元, 同比下滑 10.94%, 实现扣非净利润 10.25 亿元, 同比下滑 14.06%。23Q1, 公司实现营收 41.22 亿元, 同比增长 49.65%, 实现归母净利润 3.65 亿元, 同比增长 26.06%, 实现扣非净利 3.56 亿元, 同比增长 26.49%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元 (含税), 派息率 59.4%。

事件点评

22Q4 疫情影响下营收、净利润同比下滑, 23Q1 公司实现开门红。2022 年, 公司实现营收 111.18 亿元, 同比增长 21.44%。分季度看, 22Q1-23Q1 分别实现营收 27.54、23.44、38.39、21.82、41.22 亿元, 同比增长 138.15%、43.57%、4.19%、-18.66%、49.65%。2022 年, 公司实现归母净利润 10.91 亿元, 同比下滑 10.94%。分季度看, 22Q1-23Q1 分别实现归母净利润 2.90、2.95、3.45、1.60、3.65 亿元, 同比增长 23.26%、-21.22%、-12.72%、-26.88%、26.06%。今年 1 季度, 珠宝线下消费场景回归常态, 春节返乡人群送礼需求及婚庆刚需释放, 叠加金价稳步上涨, 黄金类产品消费市场热情持续, 公司营收实现接近 50% 的高速增长, 其中素金类产品营收 35.01 亿元, 同比增长 56.3%, 镶嵌类产品营收 2.21 亿元, 同比增长 12.2%。

2022 年线上渠道表现强劲, 2023 年线下门店拓展有望加速。分渠道看, 自营线下渠道, 2022 年实现营收 10.69 亿元, 同比下滑 15.1%, 期末门店数量 249 家, 较年初净增 11 家, 单店收入 451.1 万元, 同比下降 13.7%, 其中镶嵌产品、黄金产品分别下降 39.4%、7.8%。自营线上渠道, 2022 年实现营收 15.46 亿元, 同比增长 34.6%, 其中镶嵌、素金、银饰等其它品类分别实现营收 1.08、11.53、2.85 亿元, 同比增长 16.8%、36.1%、36.4%; 其中天猫、京东、抖音、快手收入分别为 7.75、2.74、2.58、0.8 亿元, 抖音、京东渠道均实现翻倍左右增长, 天猫渠道实现低单位数稳健增长。加盟渠道, 2022 年实现营收 82.96 亿元, 同比增长 27.2%, 期末门店数量 4367 家, 较年初净增 103 家, 单店出货 194.2 万元, 同比增长 20.3%, 其中镶嵌产品、黄金产品分别下降 47.6%、增长 65.0%。2022 年, 公司在周大生综合店的基础上推出周大生经典店, 以黄金品类为主, 在轻投资、精运营上较周大生综合店有明显差异化, 有助于品牌深耕市场, 强化渠道覆盖。

23Q1, 自营线下、自营线上、加盟渠道营收分别为 4.89、5.21、30.72 亿元, 同比增长 36.3%、85.7%、48.9%, 黄金产品及线上业务保持高速增长, 实现良好开局, 23Q1 末公司门店数

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

量 4637 家，加盟、自营分别为 4368、269 家，较年初净开 1、20 家。

➤ **加大黄金产品系列化研发力度，23Q1 黄金产品收入比重显著提升。**分产品看，镶嵌产品，2022 年实现营收 13.0 亿元，同比下降 41.7%，毛利率 31.45%，同比提升 1.71pct。素金产品，2022 年实现营收 84.68 亿元，同比增长 52.2%，毛利率 8.18%，同比下滑 2.41pct。公司加强时尚、文创类黄金的研发推广力度，重磅推出了与国家级文化 IP《国家宝藏》的联名系列，同时，迭代了黄金文创 IP 联名“非凡国潮”系列。2022 年，镶嵌产品、素金产品营收占公司收入比重为 11.69%、76.17%，同比下滑 12.7、提升 15.4pct，23Q1，镶嵌产品营收占比继续下降至 5.4%，素金产品营收占比提升至 84.9%。

➤ **产品结构变化使得公司毛利率下滑，公司加强费用管控。**盈利能力方面，2022 年毛利率同比下滑 6.5pct 至 20.8%，主因黄金类、镶嵌类产品销售收入增减变动使得收入结构发生了较大变化所致。22Q4 毛利率同比提升 0.4pct 至 22.6%，23Q1 毛利率同比下滑 2.3pct 至 17.9%。费用率方面，2022 年，期间费用率合计下滑 1.0pct 至 7.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 6.7%/0.8%/0.1%/-0.1%，同比-0.9/-0.2/-0.0/+0.1pct，综合影响下，2022 年销售净利率 9.8%，同比下滑 3.6pct，22Q4 销售净利率下滑 0.8pct 至 7.3%，23Q1 销售净利率同比下滑 1.6pct 至 8.8%。存货方面，截至 2022 年末，公司存货为 33.42 亿元，同比增长 21.65，存货周转天数 124 天，同比减少 15 天，存货增长主要由于黄金类产品业务量增长备货量增加所致。现金流方面，2022 年公司经营活动现金流净额为 10.18 亿元，同比增长 417.87%，主因去年同期为加盟客户提供应收账款尚未到期收回所致。

### 投资建议

➤ 今年 1 季度，我国黄金首饰消费量同比增长 12.3%，黄金均价同比增长 9.9%，黄金消费态势恢复明显。公司实现良好开局，且黄金品类营收增速显著领先行业，为全年发展奠定良好基础，我们看好公司今年有望凭借经典店实现渠道扩张加速，以及发力黄金品类，持续增长。预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.21、1.45、1.78 元，公司 23、24 年 PE 为 14.0、11.6 倍，维持“买入-B”建议。

### 风险提示

➤ 金价大幅波动；门店拓展不及预期；电商渠道增速不及预期；年度利润分配方案未实施的风险。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,155	11,118	14,168	17,534	21,503
YoY(%)	80.1	21.4	27.4	23.8	22.6
净利润(百万元)	1,225	1,091	1,325	1,594	1,950

	YoY(%)	20.9	-10.9	21.4	20.4	22.3
毛利率(%)		27.3	20.8	19.7	19.4	19.0
EPS(摊薄/元)		1.12	1.00	1.21	1.45	1.78
ROE(%)		21.1	18.0	19.7	20.6	21.5
P/E(倍)		15.1	17.0	14.0	11.6	9.5
P/B(倍)		3.2	3.1	2.8	2.4	2.0
净利率(%)		13.4	9.8	9.3	9.1	9.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5257	6235	11383	11136	14783
现金	1289	1735	5199	6159	7655
应收票据及应收账款	683	817	707	1392	1045
预付账款	10	11	29	12	38
存货	2748	3342	4960	3118	5591
其他流动资产	527	329	487	455	454
<b>非流动资产</b>	1759	1372	2048	2089	2211
长期投资	2	155	206	274	364
固定资产	23	15	138	240	328
无形资产	427	403	443	432	425
其他非流动资产	1307	798	1262	1143	1094
<b>资产总计</b>	7016	7607	13432	13225	16994
<b>流动负债</b>	1107	1477	6644	5428	7870
短期借款	0	0	3580	3930	4150
应付票据及应付账款	345	271	1455	461	1675
其他流动负债	762	1206	1609	1037	2045
<b>非流动负债</b>	112	81	75	83	73
长期借款	18	18	14	11	7
其他非流动负债	94	63	61	73	66
<b>负债合计</b>	1219	1558	6719	5511	7942
少数股东权益	10	7	4	1	1
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1333	1327	1327	1327	1327
留存收益	3551	4105	4827	5647	6628
归属母公司股东权益	5787	6042	6709	7713	9050
<b>负债和股东权益</b>	7016	7607	13432	13225	16994

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	197	1018	1342	1317	2082
净利润	1222	1087	1322	1591	1950
折旧摊销	35	38	50	77	78
财务费用	-21	-13	-9	40	16
投资损失	-17	-18	-17	-17	-17
营运资金变动	-1188	-176	-51	-358	70
其他经营现金流	166	99	48	-16	-15
<b>投资活动现金流</b>	290	101	-752	-87	-167
<b>筹资活动现金流</b>	-878	-673	-707	-620	-639
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.00	1.21	1.45	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.93	1.22	1.20	1.90
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.51	6.12	7.04	8.26

## 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9155	11118	14168	17534	21503
营业成本	6655	8808	11374	14136	17418
营业税金及附加	89	106	153	191	220
营业费用	697	748	921	1122	1355
管理费用	97	93	113	123	151
研发费用	14	12	17	23	30
财务费用	-21	-13	-9	40	16
资产减值损失	-112	0	85	140	194
公允价值变动收益	-1	-28	5	5	5
投资净收益	17	18	17	17	17
<b>营业利润</b>	1579	1409	1706	2061	2529
营业外收入	13	12	21	18	16
营业外支出	1	1	3	3	2
<b>利润总额</b>	1591	1420	1724	2076	2543
所得税	369	333	402	485	593
<b>税后利润</b>	1222	1087	1322	1591	1950
少数股东损益	-3	-3	-3	-3	0
<b>归属母公司净利润</b>	1225	1091	1325	1594	1950
EBITDA	1588	1407	1779	2211	2659

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	80.1	21.4	27.4	23.8	22.6
营业利润(%)	20.6	-10.8	21.1	20.8	22.7
归属于母公司净利润(%)	20.9	-10.9	21.4	20.4	22.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.3	20.8	19.7	19.4	19.0
净利率(%)	13.4	9.8	9.3	9.1	9.1
ROE(%)	21.1	18.0	19.7	20.6	21.5
ROIC(%)	20.2	17.0	12.8	14.0	14.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.4	20.5	50.0	41.7	46.7
流动比率	4.7	4.2	1.7	2.1	1.9
速动比率	1.8	1.7	0.9	1.4	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.5	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	22.3	14.8	18.6	16.7	17.6
应付账款周转率	17.3	28.6	13.2	14.8	16.3
<b>估值比率</b>					
P/E	15.1	17.0	14.0	11.6	9.5
P/B	3.2	3.1	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	11.0	12.0	9.5	7.4	5.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

