

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

周大生 (002867)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 周大生 (002867.SZ) 2023H1 点评: Q2 拓店提速, 门店经营质量显著改善

2023年08月25日

**事件:** 公司发布 23H1 业绩, 实现营收 80.74 亿元, 同增 58%, 归母净利润 7.4 亿元, 同增 26%, 扣非归母净利润 7.07 亿元, 同增 26%。单 Q2 实现营收 39.52 亿元, 同增 69%, 归母净利润 3.74 亿元, 同增 27%, 扣非归母净利润 3.51 亿元, 同增 26%。公司拟每 10 股派发现金股利 3 元 (含税)。

## 点评:

**自营单店毛利较 21H1 增长 2%, 其中黄金产品单店毛利较 21H1 增长 19%, 钻石镶嵌同比下滑。** 23H1 线下自营渠道实现营收 8.3 亿元, 同增 46%。截至 2023.6.30, 公司共拥有自营门店 282 家, 净开店 33 家, Q1/Q2 分别净开 20/13 家; 23H1 单店收入 305 万元, 同增 27%; 单店毛利 81 万元, 同增 15%。分产品看, 单店黄金收入 276 万元, 同增 33%, 单店黄金毛利 63 万元, 同增 27%, 较 21H1 增 19%, 自营黄金毛利率 23%, 同比-1PCT, 较 21H1 下降 2PCT; 钻石镶嵌单店收入 22 万元, 同降 17%, 单店毛利 14 万元, 同降 18%, 自营镶嵌毛利率 61.3%, 同比-1.3PCT。

**加盟渠道 Q2 拓店明显提速, 单店毛利较 21H1 增长 20%。** 23H1 线下加盟渠道实现营收 59.76 亿元, 同增 57%。截至 2023.6.30, 公司共拥有加盟门店 4453 家, 净开店 86 家, Q1/Q2 分别净开 1/85 家, Q2 开店明显提速; 23H1 单店收入 136 万元, 同增 52%, 单店毛利 20 万元, 同增 30%, 较 21H1 增 20%。分产品, 单店黄金批发收入 115 万元, 同增 64%, 单店黄金批发毛利 6 万元, 同增 75%, 黄金批发毛利率 4.9%; 单店镶嵌批发收入 9 万元, 同降 7%, 单店镶嵌批发毛利 2 万元, 同降 13%, 镶嵌批发毛利率 26%, 同比-1PCT; 单店品牌使用费 10 万元, 同增 32%, 单店加盟管理费 2 万元, 同降 3%。

**线上延续高增长, 且黄金、镶嵌均有不错表现。** 23H1 自营线上 (电商) 业务营收 11.55 亿元, 同增 91.33%, 其中镶嵌类收入 0.8 亿元, 同增 61%, 黄金类收入 8.55 亿元, 同增 147%, 银饰等其他类收入 1.72 亿元, 同增 36%。线上分平台, 23H1 天猫/京东/抖音分别实现营收 5.14/3.08/1.79 亿元, 占线上的 44.5%/26.7%/15.5%。

**盈利预测:** 公司上半年业绩兑现稳健, Q2 开店提速&经营质量改善, 看好全年开店任务达成。我们预计 23-25 年公司归母净利润 14.5/17.8/20.9 亿元, 同增 33%/23%/18%, EPS 1.32/1.63/1.91 元, 对应 PE 12/10/8X。

**风险因素:** 金价剧烈波动, 加盟拓店不及预期, 镶嵌业务承压拖累盈利能力。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,155	11,118	15,472	19,434	23,265
增长率 YoY %	80.1%	21.4%	39.2%	25.6%	19.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,225	1,091	1,447	1,782	2,093
增长率 YoY%	20.9%	-10.9%	32.6%	23.2%	17.5%
毛利率%	27.3%	20.8%	18.9%	18.2%	17.6%
净资产收益率ROE%	21.2%	18.0%	21.2%	22.7%	23.1%
EPS(摊薄)(元)	1.12	1.00	1.32	1.63	1.91
市盈率 P/E(倍)	14.04	15.77	11.89	9.65	8.21
市净率 P/B(倍)	2.97	2.85	2.53	2.19	1.90

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	5,257	6,235	8,137	10,108	12,223	
货币资金	1,289	1,735	1,808	2,254	2,807	
应收票据	1	0	1	0	1	
应收账款	682	817	1,160	1,431	1,671	
预付账款	10	11	15	19	23	
存货	2,748	3,342	4,810	6,055	7,359	
其他	527	329	343	349	362	
<b>非流动资产</b>	1,759	1,372	1,336	1,300	1,266	
长期股权投资	2	155	155	155	155	
固定资产	23	15	250	361	411	
无形资产	427	403	380	357	334	
其他	1,307	798	551	427	365	
<b>资产总计</b>	7,016	7,607	9,473	11,408	13,489	
<b>流动负债</b>	1,107	1,477	2,576	3,462	4,336	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	14	19	26	31	38	
应付账款	331	252	570	711	843	
其他	762	1,206	1,980	2,721	3,455	
<b>非流动负债</b>	112	81	81	81	81	
长期借款	18	18	18	18	18	
其他	94	63	63	63	63	
<b>负债合计</b>	1,219	1,558	2,657	3,543	4,417	
少数股东权益	10	7	7	7	7	
归属母公司股东权益	5,787	6,042	6,809	7,858	9,065	
<b>负债和股东权益</b>	7,016	7,607	9,473	11,408	13,489	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,155	11,118	15,472	19,434	23,265	
同比 (%)	80.1%	21.4%	39.2%	25.6%	19.7%	
归属母公司净利润	1,225	1,091	1,447	1,783	2,084	
同比	20.9%	-10.9%	32.6%	23.2%	16.9%	
毛利率 (%)	27.3%	20.8%	18.9%	18.2%	17.6%	
ROE%	21.2%	18.0%	21.2%	22.7%	23.0%	
EPS (摊薄)(元)	1.12	1.00	1.32	1.63	1.90	
P/E	14.04	15.77	11.89	9.65	8.25	
P/B	2.97	2.85	2.53	2.19	1.90	
EV/EBITDA	11.39	9.24	8.14	6.42	5.30	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	9,155	11,118	15,472	19,434	23,265	
营业成本	6,655	8,808	12,542	15,899	19,162	
营业税金及附加	89	106	147	185	221	
销售费用	697	748	897	1,011	1,140	
管理费用	97	93	101	117	128	
研发费用	14	12	12	13	13	
财务费用	-21	-13	-16	-17	-21	
减值损失合	-59	-1	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	17	18	23	23	23	
其他	-5	28	77	78	77	
<b>营业利润</b>	1,579	1,409	1,890	2,329	2,722	
营业外收支	12	12	0	0	0	
<b>利润总额</b>	1,591	1,420	1,890	2,329	2,722	
所得税	369	333	443	546	638	
<b>净利润</b>	1,222	1,087	1,447	1,783	2,084	
少数股东损益	-3	-3	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	1,225	1,091	1,447	1,783	2,084	
EBITDA	1,609	1,488	1,904	2,347	2,739	
EPS (当年)(元)	1.12	1.01	1.32	1.63	1.90	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	197	1,018	248	680	935	
净利润	1,222	1,087	1,447	1,783	2,084	
折旧摊销	68	83	53	58	61	
财务费用	5	13	1	1	1	
投资损失	-17	-18	-23	-23	-23	
营运资金变动	-1,179	-177	-1,231	-1,139	-1,188	
其它	97	29	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	290	101	6	1	-4	
资本支出	-153	-123	-17	-22	-27	
长期投资	431	218	0	0	0	
其他	12	6	23	23	23	
<b>筹资活动现金流</b>	-878	-673	-181	-236	-378	
吸收投资	8	0	0	0	0	
借款	18	600	0	0	0	
支付利息或股息	-769	-552	-681	-736	-878	
<b>现金流净增加额</b>	-391	446	73	446	553	

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**蔡昕妤**，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。