

周大生 (002867.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2Q23 业绩符合预期，黄金产品&电商

延续亮眼表现

业绩简评

- 公司8月25日公告2023营收/归母净利润39.52/3.74亿元、同比+68.63%/+26.82%，黄金产品&线上业务驱动收入高增，产品结构变化致使毛利率同比-5.45PCT，销售/管理费用率5.37%/0.58%、同比-1.53/-0.26PCT，归母净利率9.48%、同比-3.12PCT；中期分红10派3元（含税）。

经营分析

- 独家 IP 合作打造差异化、黄金产品量价齐升引领增长，镶嵌产品表现偏弱。** 1H23 素金类/镶嵌类/品牌使用费收入 67.31/5.26/4.29 亿元、分别同比+71.7%/+2.57%/+36.6%；黄金产品重磅推出国家宝藏钻饰与莫奈花园珠宝系列。
- 自营：电商镶嵌类/黄金类均表现亮眼，线下黄金类增速靓丽。** 1H23 电商收入 11.55 亿元、同比+91.33%、占比 14.31% (+2.47PCT)，其中镶嵌类/黄金类同比+60.6%/+147.4%。自营线下收入 8.28 亿元、同比+45.99%，店均收入同比+26.6%（其中镶嵌类/黄金类店均收入同比-16.82%/+32.95%），店均毛利同比+14.75%（其中镶嵌类/黄金类店均毛利同比-18.51%/+26.59%）。
- 加盟：经营提质显现。** 1H23 加盟收入 59.76 亿元、同比+57.16%，店均收入同比+52.47%、店均毛利同比+28.46%至 19.95 万元，加盟客户补货需求下降、加盟镶嵌类店均收入同比-6.78%，黄金消费延续高景气&黄金产品体系更加完善，区域展销模式下加盟黄金类店均收入/毛利同比+64.3%/+74.3%。
- 持续提升拓店质量，Q2 加盟扩张提速。** 1H23 周大生品牌门店净增加 119 家（Q1/Q2 净增 21 家/98 家），包括加盟门店 86 家（Q1/Q2 净增 1 家/85 家）、自营门店 33 家（Q1/Q2 净增 20 家/13 家）。全年 400 家开店目标不变，预计 2H 开店再提速。

盈利预测、估值与评级

- 拓店加速提质+产品升级助力成长。预计 23-25 年归母净利润为 13.64/16.22/18.73 亿元，同比+25%/+19%/+15%，对应 23-25 年 PE 分别为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 终端消费疲软、加盟拓展不及预期、金价波动等。

商贸零售组

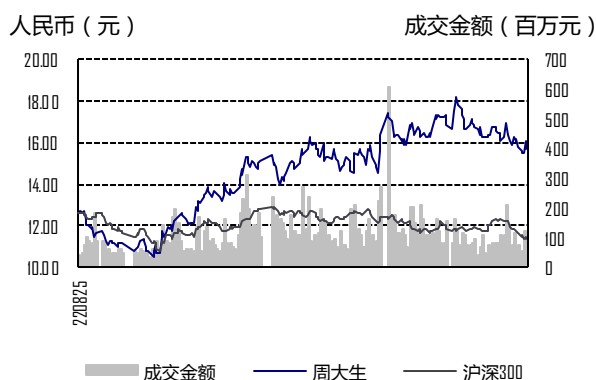
分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：15.69 元

相关报告：

- 《周大生 23 年一季报点评：1Q23 业绩增长良好，黄金高景气延续...》，2023.4.30
- 《Q3 业绩承压，期待 Q4 改善-周大生 3Q22 点评》，2022.10.28
- 《疫情拖累 Q2 净利同降 21%，黄金表现亮眼-周大生 1H22 点评》，2022.8.30



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,155	11,118	15,730	18,587	21,243
营业收入增长率	80.07%	21.44%	41.48%	18.16%	14.29%
归母净利润(百万元)	1,225	1,091	1,364	1,622	1,873
归母净利润增长率	20.85%	-10.94%	25.06%	18.92%	15.47%
摊薄每股收益(元)	1.117	0.995	1.245	1.480	1.709
每股经营性现金流净额	0.18	0.93	0.87	1.19	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.16%	18.05%	19.89%	20.45%	20.35%
P/E	15.92	14.10	12.61	10.60	9.18
P/B	3.37	2.54	2.51	2.17	1.87

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,084	9,155	11,118	15,730	18,587	21,243	货币资金	1,680	1,289	1,735	2,022	2,701	3,537
增长率	80.1%	21.4%	41.5%	18.2%	14.3%		应收款项	157	706	848	1,007	1,139	1,243
主营业务成本	-2,998	-6,655	-8,808	-12,739	-14,986	-17,062	存货	2,391	2,748	3,342	3,933	4,346	4,810
%销售收入	59.0%	72.7%	79.2%	81.0%	80.6%	80.3%	其他流动资产	839	514	313	295	310	334
毛利	2,086	2,500	2,310	2,991	3,601	4,181	流动资产	5,068	5,257	6,239	7,258	8,495	9,925
%销售收入	41.0%	27.3%	20.8%	19.0%	19.4%	19.7%	总资产	76.1%	74.9%	82.0%	84.0%	85.6%	87.2%
营业税金及附加	-69	-89	-106	-142	-177	-202	长期投资	708	689	164	164	164	164
%销售收入	1.4%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	固定资产	328	398	521	591	645	686
销售费用	-668	-697	-748	-834	-985	-1,126	总资产	4.9%	5.7%	6.8%	6.8%	6.5%	6.0%
%销售收入	13.1%	7.6%	6.7%	5.3%	5.3%	5.3%	无形资产	486	475	450	440	431	424
管理费用	-99	-97	-93	-104	-123	-140	非流动资产	1,588	1,759	1,368	1,385	1,425	1,454
%销售收入	1.9%	1.1%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	总资产	23.9%	25.1%	18.0%	16.0%	14.4%	12.8%
研发费用	-13	-14	-12	-16	-20	-23	资产总计	6,656	7,016	7,607	8,643	9,920	11,379
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	40	51	40	40	40
息税前利润 (EBIT)	1,237	1,604	1,351	1,896	2,296	2,690	应付款项	764	725	637	827	973	1,108
%销售收入	24.3%	17.5%	12.1%	12.1%	12.4%	12.7%	其他流动负债	476	342	789	860	926	986
财务费用	23	21	13	-40	-167	-232	流动负债	1,239	1,107	1,477	1,727	1,939	2,134
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.9%	1.1%	长期贷款	0	18	18	18	18	18
资产减值损失	-16	-112	0	-80	0	-9	其他长期负债	26	94	63	34	25	18
公允价值变动收益	11	-1	-28	0	8	0	负债	1,266	1,219	1,558	1,778	1,982	2,170
投资收益	1	17	18	0	0	0	普通股股东权益	5,386	5,787	6,042	6,858	7,932	9,202
%税前利润	0.1%	1.1%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	731	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096
营业利润	1,309	1,579	1,409	1,776	2,120	2,448	未分配利润	2,723	3,071	3,557	4,373	5,447	6,717
%销售收入	25.7%	17.2%	12.7%	11.3%	11.4%	11.5%	少数股东权益	5	10	7	7	7	7
营业外收支	15	12	12	0	0	0	负债股东权益合计	6,656	7,016	7,607	8,643	9,920	11,379
税前利润	1,324	1,591	1,420	1,776	2,120	2,448							
利润率	26.0%	17.4%	12.8%	11.3%	11.4%	11.5%							
所得税	-310	-369	-333	-412	-498	-575							
所得税率	23.5%	23.2%	23.5%	23.2%	23.5%	23.5%							
净利润	1,013	1,222	1,087	1,364	1,622	1,873							
少数股东损益	0	-3	-3	0	0	0							
归属于母公司的净利润	1,013	1,225	1,091	1,364	1,622	1,873							
净利率	19.9%	13.4%	9.8%	8.7%	8.7%	8.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,013	1,222	1,087	1,364	1,622	1,873	每股指标						
少数股东损益	0	-3	-3	0	0	0	每股收益	1.387	1.117	0.995	1.245	1.480	1.709
非现金支出	55	180	83	101	30	32	每股净资产	7.369	5.279	5.513	6.258	7.238	8.397
非经营收益	-7	-27	25	43	3	3	每股经营现金净流	1.863	0.179	0.929	0.869	1.187	1.369
营运资金变动	300	-1,179	-177	-556	-355	-408	每股股利	0.600	0.800	0.600	0.500	0.500	0.550
经营活动现金净流	1,361	197	1,018	952	1,301	1,500	回报率						
资本开支	-131	-153	-123	-77	-62	-52	净资产收益率	18.81%	21.16%	18.05%	19.89%	20.45%	20.35%
投资	-525	431	218	0	0	0	总资产收益率	15.22%	17.45%	14.34%	15.78%	16.35%	16.46%
其他	18	12	6	0	0	0	投入资本收益率	17.54%	21.03%	16.90%	21.04%	21.96%	22.20%
投资活动现金净流	-638	290	101	-77	-62	-52	增长率						
股权募资	0	8	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-6.53%	80.07%	21.44%	41.48%	18.16%	14.29%
债权募资	0	18	0	-23	0	0	EBIT增长率	4.87%	29.60%	-15.78%	40.40%	21.08%	17.15%
其他	-336	-904	-673	-552	-551	-605	净利润增长率	2.21%	20.85%	-10.94%	25.06%	18.92%	15.47%
筹资活动现金净流	-336	-878	-673	-575	-551	-605	总资产增长率	12.39%	5.41%	8.43%	13.62%	14.78%	14.70%
现金净流量	387	-391	446	300	688	843	资产管理能力						
							应收账款周转天数	7.5	16.3	24.6	22.0	21.0	20.0
							存货周转天数	303.7	140.9	126.2	115.0	108.0	105.0
							应付账款周转天数	44.8	20.4	12.1	8.0	8.0	8.0
							固定资产周转天数	1.7	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-31.18%	-21.24%	-27.55%	-28.61%	-33.29%	-37.78%
							EBIT利息保障倍数	-52.9	-75.0	-102.7	47.2	13.7	11.6
							资产负债率	19.01%	17.37%	20.49%	20.58%	19.98%	19.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-02-09	买入	19.20	22.62 ~ 22.62
2	2022-03-14	买入	16.69	N/A
3	2022-05-01	买入	12.58	N/A
4	2022-07-29	买入	14.16	N/A
5	2022-08-30	买入	13.08	N/A
6	2022-10-28	买入	11.55	N/A
7	2023-04-30	买入	16.92	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

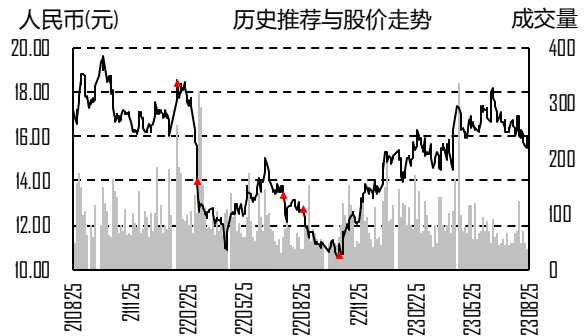
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806