

珠宝首饰及钟表

周大生 (002867.SZ)

买入-B(维持)

黄金产品销售高增，23Q2 线下展店加速

2023 年 8 月 26 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2023 年 8 月 25 日

收盘价(元):	15.69
年内最高/最低(元):	18.58/10.71
流通A股/总股本(亿):	10.84/10.96
流通A股市值(亿):	170.01
总市值(亿):	171.95

基础数据：2023 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.68
摊薄每股收益:	0.68
每股净资产(元):	5.60
净资产收益率:	12.03

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营收 80.74 亿元，同比增长 58.37%，实现归母净利润 7.40 亿元，同比增长 26.45%，实现扣非净利润 7.07 亿元，同比增长 26.06%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元(含税)，派息率 44.1%。

事件点评

23Q2 营收增速环比进一步提升，归母净利润基本与 2021 年同期持平。营收端，2023H1，公司实现营收 80.74 亿元，同比增长 58.37%。分季度看，23Q1-23Q2 分别实现营收 41.22、39.52 亿元，同比增长 49.65%、68.63%。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润 7.40 亿元，同比增长 26.45%。分季度看，23Q1-23Q2 分别实现归母净利润 3.65、3.74 亿元，同比增长 26.06%、26.82%。今年 2 季度，公司营收增速环比继续抬升，业绩端剔除上年同期低基数影响，基本与 2021 年同期持平。

2023H1 公司净开门店合计 119 家，线上渠道实现高速增长。2023H1，自营线下、线上、加盟渠道营收占比分别为 10.25%、14.31%、74.02%。其中，自营线下渠道，2023H1 实现营收 8.28 亿元，同比增长 45.99%，期末门店数量 282 家，较年初净增 33 家，单店收入 305 万元，同比增长 26.6%，其中镶嵌产品、黄金产品分别同比下降 16.82%、增长 32.95%。线上渠道，2023H1，实现营收 11.55 亿元，同比增长 91.33%，其中镶嵌、素金、银饰等其它品类分别实现营收 0.83、9.01、1.72 亿元，同比增长 60.63%、111.33%、36.23%；其中天猫、京东、抖音收入分别为 5.14、3.08、1.79 亿元，同比增长 58.2%、209.5%、42.1%，占线上渠道比重为 44.5%、26.7%、15.5%。加盟渠道，2023H1，实现营收 59.76 亿元，同比增长 57.16%，期末门店数量 4453 家，较年初净增 86 家，单店出货 136 万元，同比增长 52.47%，其中镶嵌产品、黄金产品分别下降 6.78%、增长 64.28%。今年 2 季度，公司线下渠道展店速度明显加快，线上渠道中京东平台实现高速增长。

强化黄金产品 IP 合作力度及新工艺布局，23H1 黄金产品高速增长且盈利水平基本稳定。分产品看，镶嵌产品，2023H1，实现营收 5.26 亿元，同比增长 2.57%，毛利率 32.24%，同比下滑 1.12pct。素金产品，2023H1，实现营收 67.31 亿元，同比增长 71.71%，毛利率 8.71%，同比下滑 0.29pct。今年上半年，公司加大黄金产品的 IP 合作力度，新增国际艺术 IP《莫奈》联名系列，同时继续推进黄金镶钻的“点钻潮金”系列及轻古法的“浪漫花期”系列，主打 5G 黄金镶嵌钻石及古法镶嵌钻石工艺，致力于实现产品溢价、



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



破圈年轻消费群体。2023H1，镶嵌产品、素金产品营收占公司收入比重为 6.51%、83.37%，同比下滑 3.55、提升 6.47pct。

➤ **产品结构变化致使公司销售毛利率下滑，存货周转速度加快。**盈利能力方面，2023H1，公司毛利率同比下滑 3.7pct 至 18.5%，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。23Q1、23Q2 毛利率分别为 17.91%、19.04%，同比分别下滑 2.3pct、5.5pct。期间费用率方面，2023H1，期间费用率合计下滑 1.5pct 至 5.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 4.9%/0.6%/0.1%/-0.0%，同比 -1.3/-0.3/-0.1/+0.2pct；23Q2，期间费用率合计下滑 1.6pct 至 6.0%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 5.4%/0.6%/0.1%/-0.0%，同比 -1.5/-0.3/-0.1/+0.2pct。综合影响下，2023H1，公司归母净利润率 9.2%，同比下滑 2.3pct，23Q1、23Q2 归母净利润率分别为 8.9%、9.5%，同比下滑 1.7pct、3.1pct。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货为 35.6 亿元，同比增长 22.6%，存货周转天数 94 天，同比减少 34 天。经营现金流方面，2023H1，公司经营活动现金流净额为 7.2 亿元，同比下降 2.6%，其中 23Q1、23Q2 经营活动现金流净额分别为 6.9、0.3 亿元。

投资建议

➤ 今年 2 季度，公司线下渠道展店节奏加快，电商渠道高速增长，黄金产品表现亮眼，黄金珠宝行业即将进入“金九银十”销售旺季，我们继续看好公司凭借线下渠道扩张、线上渠道领跑行业，持续提升自身市占率。预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.23、1.46、1.72 元，8 月 24 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 12.7、10.7、9.1 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；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	15,208	17,932	20,926
YoY(%)	80.1	21.4	36.8	17.9	16.7
净利润(百万元)	1,225	1,091	1,349	1,602	1,882
YoY(%)	20.9	-10.9	23.7	18.7	17.5
毛利率(%)	27.3	20.8	19.1	19.2	19.4
EPS(摊薄/元)	1.12	1.00	1.23	1.46	1.72
ROE(%)	21.1	18.0	20.0	20.6	20.9
P/E(倍)	14.0	15.8	12.7	10.7	9.1
P/B(倍)	3.0	2.8	2.6	2.2	1.9
净利率(%)	13.4	9.8	8.9	8.9	9.0

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
流动资产	5257	6235	12568	10725	14785
现金	1289	1735	5581	6299	7449
应收票据及应收账款	683	817	819	1328	1044
预付账款	10	11	32	10	38
存货	2748	3342	5642	2638	5798
其他流动资产	527	329	493	451	455
非流动资产	1759	1372	2091	2100	2173
长期投资	2	155	206	274	364
固定资产	23	15	149	247	323
无形资产	427	403	443	432	425
其他非流动资产	1307	798	1294	1146	1060
资产总计	7016	7607	14659	12825	16958
流动负债	1107	1477	7846	4995	7870
短期借款	0	0	4513	3678	4100
应付票据及应付账款	345	271	1597	367	1702
其他流动负债	762	1206	1737	951	2068
非流动负债	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
负债合计	1219	1558	7922	5079	7943
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	4840	5665	6611
归属母公司股东权益	5787	6042	6733	7745	9014
负债和股东权益	7016	7607	14659	12825	16958

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	197	1018	856	2224	1522
净利润	1222	1087	1346	1599	1882
折旧摊销	35	38	51	79	79
财务费用	-21	-13	12	35	51
投资损失	-17	-18	-17	-17	-17
营运资金变动	-1188	-176	-584	544	-457
其他经营现金流	166	99	48	-16	-15
投资活动现金流	290	101	-795	-57	-120
筹资活动现金流	-878	-673	-729	-614	-673
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.00	1.23	1.46	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.93	0.78	2.03	1.39
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.51	6.14	7.07	8.23

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9155	11118	15208	17932	20926
营业成本	6655	8808	12309	14490	16873
营业税金及附加	89	106	164	196	214
营业费用	697	748	897	1049	1214
管理费用	97	93	91	90	126
研发费用	14	12	18	23	31
财务费用	-21	-13	12	35	51
资产减值损失	-112	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-28	5	5	5
投资净收益	17	18	17	17	17
营业利润	1579	1409	1738	2071	2440
营业外收入	13	12	21	18	16
营业外支出	1	1	3	3	2
利润总额	1591	1420	1756	2086	2454
所得税	369	333	410	487	573
税后利润	1222	1087	1346	1599	1882
少数股东损益	-3	-3	-3	-3	0
归属母公司净利润	1225	1091	1349	1602	1882
EBITDA	1588	1407	1835	2235	2563

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	80.1	21.4	36.8	17.9	16.7
营业利润(%)	20.6	-10.8	23.4	19.2	17.8
归属于母公司净利润(%)	20.9	-10.9	23.7	18.7	17.5
获利能力					
毛利率(%)	27.3	20.8	19.1	19.2	19.4
净利率(%)	13.4	9.8	8.9	8.9	9.0
ROE(%)	21.1	18.0	20.0	20.6	20.9
ROIC(%)	20.2	17.0	12.1	14.4	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	17.4	20.5	54.0	39.6	46.8
流动比率	4.7	4.2	1.6	2.1	1.9
速动比率	1.8	1.7	0.8	1.5	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.5	1.4	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
估值比率					
P/E	14.0	15.8	12.7	10.7	9.1
P/B	3.0	2.8	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.1	11.1	8.8	6.6	5.4

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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

