

# 周大生 (002867)

## 2023 年中报点评: Q2 归母净利润同比增长 27%, 拓店表现亮眼

买入 (维持)

2023 年 08 月 27 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书: S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

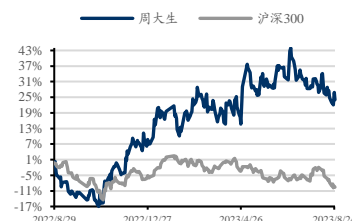
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,118	13,787	15,989	18,190
同比	21%	24%	16%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	1,091	1,395	1,668	1,921
同比	-11%	28%	20%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.00	1.27	1.52	1.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.77	12.33	10.31	8.95

关键词: #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- **2023 年 Q2 归母净利润同比增长 27%:** 2023 年 H1, 公司实现收入 80.74 亿元, 同比+58.4%, 实现归母净利润 7.4 亿元, 同比+26.5%, 实现扣非归母净利润 7.07 亿元, 同比+26.1%。单拆 Q2, 公司实现收入 39.52 亿元, 同比+68.6%, 实现归母净利润 3.74 亿元, 同比+26.8%, 实现扣非归母净利润 3.51 亿元, 同比+25.6%。
- **2023 年 Q2 费用率同比改善明显:** 2023 年 Q2, 公司实现毛利率 19.04%, 同比下滑 5.46pct, 主要系黄金、镶嵌类产品销售结构变化所致。销售费用率 5.37%, 同比改善 1.53pct, 管理费用率 0.58%, 同比改善 0.27pct。
- **黄金产品矩阵持续丰富完善, 拉动收入高增:** 2023 年 H1, 公司素金类产品实现收入 67.3 亿元, 同比大增 71.7%, 占比 83.4%, 镶嵌类产品实现收入 5.26 亿元, 同比+2.6%, 占比 6.5%, 品牌使用费收入 4.3 亿元, 同比+36.6%。2023 年 H1, 周大生紧跟国潮文化和年轻人“悦己”需求的提升, 构建了丰富的黄金产品矩阵, 打造出独特而具有设计感的“国潮珠宝”, 加大黄金产品的 IP 合作力度, 新增了《莫奈》IP 联名系列。
- **电商渠道收入高增, 省代模式助力下快速拓店:** 分渠道看, 2023 年 H1, 公司自营门店收入 8.28 亿元, 同比+46.0%, 自营电商渠道收入 11.55 亿元, 同比+91.3%, 加盟业务收入 59.8 亿元, 同比+57.2%。截至 2023 年 6 月底, 公司门店总数达到 4735 家, 上半年净增 119 家, 其中加盟门店 4453 家, 上半年净增 86 家, 直营门店 282 家, 上半年净增 33 家, 省代模式助力下公司开店表现亮眼。
- **黄金消费维持高景气, 店效提升明显:** 2023 年 H1, 公司自营单店收入 305.49 万元, 同比+26.6%, 其中镶嵌收入 22.11 万元, 同比-16.8%, 黄金收入 275.54 万元, 同比+32.95%。加盟单店平均收入 136.29 万元, 同比+52.5%, 其中镶嵌收入 8.73 万元, 同比-6.8%, 黄金收入 115.47 万元, 同比+64.3%, 黄金毛利 5.64 万元, 同比+74.3%。2023 年 H1, 黄金消费延续高景气, 周大生通过区域展销模式提升供货效率, 店效提升明显。
- **盈利预测与投资评级:** 周大生是我国头部的黄金珠宝品牌, 省代模式助力下拓店速度加快, 考虑黄金占比提升较快, 镶嵌恢复还要时间, 我们下调公司 2023-25 年归母净利润从 14.7/17.55/20.2 亿元至 13.95/16.7/19.2 亿元, 最新股价对应 2023-25 年 PE 为 12/10/9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 金价波动风险, 开店不及预期, 终端消费恢复不及预期等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	15.69
一年最低/最高价	10.71/18.58
市净率(倍)	2.80
流通 A 股市值(百万元)	17,001.33
总市值(百万元)	17,195.08

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.59
资产负债率(% ,LF)	23.90
总股本(百万股)	1,095.93
流通 A 股(百万股)	1,083.58

### 相关研究

《周大生(002867): 2022 年报 & 2023Q1 点评: 2023Q1 恢复强劲, 黄金产品消费景气度高》

2023-04-30

《周大生(002867): 2022 年三季报: 疫情下镶嵌类加盟商提货受影响, 静待疫后复苏》

2022-10-27

## 周大生三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>6,235</b>	<b>8,450</b>	<b>11,077</b>	<b>14,102</b>	<b>营业总收入</b>	<b>11,118</b>	<b>13,787</b>	<b>15,989</b>	<b>18,190</b>
货币资金及交易性金融资产	1,735	3,516	5,387	7,658	营业成本(含金融类)	8,808	11,041	12,853	14,657
经营性应收款项	828	968	1,123	1,277	税金及附加	106	138	160	182
存货	3,342	3,630	4,225	4,819	销售费用	748	827	879	1,000
合同资产	0	0	0	0	管理费用	93	83	96	109
其他流动资产	329	336	342	348	研发费用	12	14	16	18
<b>非流动资产</b>	<b>1,372</b>	<b>1,376</b>	<b>1,373</b>	<b>1,361</b>	财务费用	(13)	(48)	(84)	(128)
长期股权投资	155	155	155	155	加:其他收益	54	70	88	96
固定资产及使用权资产	109	104	99	92	投资净收益	18	0	0	0
在建工程	505	544	582	620	公允价值变动	(28)	0	0	0
无形资产	403	389	368	340	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	46	31	16	1	<b>营业利润</b>	<b>1,409</b>	<b>1,804</b>	<b>2,158</b>	<b>2,449</b>
其他非流动资产	153	153	153	153	营业外净收支	12	9	11	11
<b>资产总计</b>	<b>7,607</b>	<b>9,826</b>	<b>12,450</b>	<b>15,462</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,420</b>	<b>1,813</b>	<b>2,170</b>	<b>2,460</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,477</b>	<b>2,803</b>	<b>3,760</b>	<b>4,854</b>	减:所得税	333	420	503	541
短期借款及一年内到期的非流动负债	51	51	51	51	<b>净利润</b>	<b>1,087</b>	<b>1,393</b>	<b>1,666</b>	<b>1,919</b>
经营性应付款项	314	724	842	960	减:少数股东损益	(3)	(1)	(2)	(2)
合同负债	21	55	64	73	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,091</b>	<b>1,395</b>	<b>1,668</b>	<b>1,921</b>
其他流动负债	1,091	1,972	2,802	3,769	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.00	1.27	1.52	1.75
非流动负债	81	81	81	81	EBIT	1,405	1,684	1,986	2,224
长期借款	18	18	18	18	EBITDA	1,488	1,745	2,054	2,301
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.78	19.92	19.62	19.42
租赁负债	47	47	47	47	归母净利率(%)	9.81	10.12	10.43	10.56
其他非流动负债	16	16	16	16	收入增长率(%)	21.44	24.00	15.97	13.77
<b>负债合计</b>	<b>1,558</b>	<b>2,884</b>	<b>3,841</b>	<b>4,935</b>	归母净利润增长率(%)	(10.94)	27.90	19.57	15.16
归属母公司股东权益	6,042	6,937	8,605	10,526					
少数股东权益	7	5	4	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,049</b>	<b>6,943</b>	<b>8,609</b>	<b>10,528</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,607</b>	<b>9,826</b>	<b>12,450</b>	<b>15,462</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,018	1,766	1,240	1,504	每股净资产(元)	5.51	6.33	7.85	9.60
投资活动现金流	101	(55)	(53)	(53)	最新发行在外股份(百万股)	1,096	1,096	1,096	1,096
筹资活动现金流	(673)	69	683	820	ROIC(%)	17.79	19.58	19.32	17.91
现金净增加额	446	1,781	1,871	2,271	ROE-摊薄(%)	18.05	20.11	19.38	18.25
折旧和摊销	83	61	68	77	资产负债率(%)	20.49	29.35	30.85	31.91
资本开支	(123)	(65)	(63)	(63)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.77	12.33	10.31	8.95
营运资本变动	(176)	16	(623)	(621)	P/B (现价)	2.85	2.48	2.00	1.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>