

2023年08月27日

Q2 展店提速，黄金消费延续高景气

周大生(002867) 2023 年中报点评

评级:	买入	股票代码:	002867
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	18.58/10.71
目标价格:		总市值(亿)	171.95
最新收盘价:	15.69	自由流通市值(亿)	170.01
		自由流通股数(百万)	1,083.58

事件概述

公司发布 2023 年中报，2023H1，公司实现营收 80.74 亿元/+58.37%，归母净利润 7.40 亿元/+26.45%，扣非归母净利润 7.07 亿元/+26.06%；单 Q2 来看，公司实现营收 39.52 亿元/+68.63%，归母净利润 3.74 亿元/+26.82%，扣非归母净利润 3.51 亿元/+25.63%。2023H1，公司整体毛利率 18.46%/-3.69pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 4.93%/0.56%/0.07%，同比分别-1.33pct/-0.26pct/-0.05pct。公司拟每 10 股派发现金股利 3 元（含税）。

分析判断:

► 持续深化产品研发，黄金消费延续高景气

公司持续深化产品研发，加深 IP 合作力度，2023H1 黄金产品新增莫奈联名系列，镶嵌产品重磅推出国家宝藏文化创意钻饰系列和莫奈花园国际艺术珠宝系列。2023H1，公司素金类产品/镶嵌类产品/品牌使用费收入分别为 67.31/5.26/4.29 亿元，同比分别+71.7%/+2.6%/+36.6%，黄金产品消费延续高景气，镶嵌产品处于周期性阶段调整。

► 上半年净增门店 119 家，电商业务增长亮眼

2023H1，自营（线下）业务收入 8.28 亿元/+46.0%，平均店效同比+26.6%（其中，黄金类/镶嵌类同比+33.0%/-16.8%），自营门店净增 33 家至 282 家；加盟业务收入 59.76 亿元/+57.2%，平均店效同比+52.5%（其中，黄金类/镶嵌类同比+64.3%/-6.8%），加盟门店净增 86 家至 4453 家。2023H1，线上业务收入 11.55 亿元/+91.3%，占比 14.3%/+2.5pct；其中，素金类/镶嵌类/银饰及其他类产品销售收入同比分别+111.3%/+60.6%/+36.2%。

投资建议

结合中报业绩，我们调整此前盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现营收分别为 156.94/187.02/219.27 亿元（原预测为 140.04/162.32/186.33 亿元），EPS 分别为 1.24/1.51/1.80 元（原预测为 1.27/1.48/1.72 元），2023 年 8 月 25 日收盘价（15.69 元）对应 PE 分别为 12.7/10.4/8.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

消费市场恢复不及预期、金价大幅波动、门店拓展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,155	11,118	15,694	18,702	21,927
YoY (%)	80.1%	21.4%	41.2%	19.2%	17.2%
归母净利润(百万元)	1,225	1,091	1,357	1,660	1,973
YoY (%)	20.9%	-10.9%	24.4%	22.3%	18.9%
毛利率 (%)	27.3%	20.8%	18.3%	18.3%	18.3%
每股收益 (元)	1.12	1.01	1.24	1.51	1.80
ROE	21.2%	18.0%	20.1%	19.7%	19.0%
市盈率	14.01	15.53	12.67	10.36	8.71

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 许光辉

邮箱: xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话:

华西商社&轻工团队联合覆盖

分析师: 王璐

邮箱: wanglu2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523040001

联系电话:

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,118	15,694	18,702	21,927	净利润	1,087	1,354	1,660	1,973
YoY (%)	21.4%	41.2%	19.2%	17.2%	折旧和摊销	83	51	60	61
营业成本	8,808	12,820	15,283	17,924	营运资金变动	-177	154	-390	-610
营业税金及附加	106	149	178	208	经营活动现金流	1,018	1,600	1,319	1,414
销售费用	748	863	973	1,096	资本开支	-123	-168	-179	-164
管理费用	93	86	94	110	投资	218	-53	-71	-95
财务费用	-13	0	0	0	投资活动现金流	101	-270	-250	-259
研发费用	12	16	19	22	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	0	9	0	0
投资收益	18	-47	0	0	筹资活动现金流	-673	-650	0	0
营业利润	1,409	1,759	2,157	2,567	现金净流量	446	680	1,068	1,155
营业外收支	12	10	11	11					
利润总额	1,420	1,769	2,168	2,578	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	333	415	508	605	成长能力				
净利润	1,087	1,354	1,660	1,973	营业收入增长率	21.4%	41.2%	19.2%	17.2%
归属于母公司净利润	1,091	1,357	1,660	1,973	净利润增长率	-10.9%	24.4%	22.3%	18.9%
YoY (%)	-10.9%	24.4%	22.3%	18.9%	盈利能力				
每股收益	1.01	1.24	1.51	1.80	毛利率	20.8%	18.3%	18.3%	18.3%
					净利率	9.8%	8.6%	8.9%	9.0%
					总资产收益率 ROA	14.3%	15.6%	15.6%	15.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	18.0%	20.1%	19.7%	19.0%
货币资金	1,735	2,416	3,484	4,639	偿债能力				
预付款项	11	16	19	22	流动比率	4.22	3.79	4.14	4.52
存货	3,342	3,739	4,245	4,979	速动比率	1.75	1.65	2.01	2.32
其他流动资产	1,146	996	1,130	1,273	现金比率	1.17	1.28	1.62	1.92
流动资产合计	6,235	7,167	8,878	10,913	资产负债率	20.5%	22.6%	20.9%	19.3%
长期股权投资	155	206	275	366	经营效率				
固定资产	15	10	6	1	总资产周转率	1.52	1.92	1.93	1.87
无形资产	403	393	382	367	每股指标 (元)				
非流动资产合计	1,372	1,552	1,753	1,962	每股收益	1.01	1.24	1.51	1.80
资产合计	7,607	8,719	10,631	12,875	每股净资产	5.51	6.16	7.67	9.47
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.93	1.46	1.20	1.29
应付账款及票据	271	395	471	552	每股股利	0.60	0.30	0.00	0.00
其他流动负债	1,206	1,497	1,674	1,863	估值分析				
流动负债合计	1,477	1,892	2,144	2,415	PE	15.53	12.67	10.36	8.71
长期借款	18	18	18	18	PB	2.54	2.55	2.05	1.66
其他长期负债	63	57	57	57					
非流动负债合计	81	75	75	75					
负债合计	1,558	1,967	2,220	2,490					
股本	1,096	1,096	1,096	1,096					
少数股东权益	7	3	3	3					
股东权益合计	6,049	6,751	8,411	10,384					
负债和股东权益合计	7,607	8,719	10,631	12,875					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。