

周大生 (002867.SZ)

2023年08月27日

黄金高景气助推收入增长，渠道扩张节奏恢复良好

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

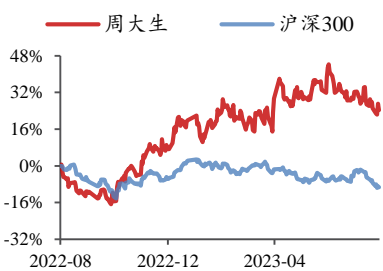
luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040015

日期	2023/8/25
当前股价(元)	15.69
一年最高最低(元)	18.58/10.71
总市值(亿元)	171.95
流通市值(亿元)	170.01
总股本(亿股)	10.96
流通股本(亿股)	10.84
近3个月换手率(%)	33.32

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《把握消费趋势发力黄金产品，一季度收入业绩高增长——公司信息更新报告》-2023.5.1

《Q3 镶嵌出货受疫情影响，黄金产品体系持续完善——公司信息更新报告》-2022.10.28

《Q2 业绩受疫情影响承压，黄金产品体系日益完善——公司信息更新报告》-2022.8.31

● 公司 2023 年上半年营收同比+58.4%、归母净利润同比+26.4%

公司发布半年报：2023H1 实现营收 80.74 亿元 (+58.4%)、归母净利润 7.40 亿元 (+26.4%); 2023Q2 营收 39.52 亿元 (+68.6%)、归母净利润 3.74 亿元 (+26.8%); 此外，公告拟每 10 股派发现金股利 3.0 元。我们认为，公司新品牌周大生经典与主品牌优势互补，有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动持续成长。我们维持先前盈利预测不变，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 13.76/16.66/19.66 亿元，对应 EPS 为 1.26/1.52/1.79 元，当前股价对应 PE 为 12.5/10.3/8.7 倍，维持“买入”评级。

● 黄金品类高景气助推经营业绩较快增长，各项期间费用率稳中有降

分模式看，公司 2023H1 自营线下/自营线上/加盟业务分别实现收入 8.3/11.6/59.8 亿元，同比+46.0%/+91.3%/+57.2%，各业务实现较快增长主要系黄金消费延续高景气度，叠加区域展销模式供货效率提升，从而带动黄金产品销量大幅增长所致；得益于发力全渠道分销与经销模式，线上业务保持亮眼增长。盈利能力方面，2023H1 公司综合毛利率为 18.46% (-3.69pct)，下降主要系黄金类、镶嵌类产品收入变动引起结构性变化所致；期间费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 4.93%/0.56%/-0.01%，同比分别-1.33pct/-0.26pct/+0.17pct，整体稳中有降。

● 整合资源带动渠道扩张节奏恢复良好，黄金产品体系化优势进一步凸显

(1) 渠道：2023H1 公司新开/净开门店分别为 319/119 家，截至报告期末总门店数达 4735 家，主要得益于公司进一步整合渠道资源，分解落实重点目标任务。

(2) 产品：黄金产品体系化优势进一步凸显，加大 IP 合作力度，新增《莫奈》联名系列，推进破圈品类黄金镶钻“点钻潮金”系列及轻古法“浪漫花期”系列；钻石镶嵌产品则继续强化情景风格珠宝体系，优化升级配货模型，实现精准匹配。

(3) 品牌：自 2011 年起连续十三年上榜《中国 500 最具价值品牌》，并以 867.72 亿元的品牌价值位居 2023 年内地珠宝品牌第一，彰显强劲品牌势能。

● 风险提示：疫情反复、行业竞争加剧、省代模式推广效果不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,155	11,118	14,027	17,106	20,039
YOY(%)	80.1	21.4	26.2	21.9	17.1
归母净利润(百万元)	1,225	1,091	1,376	1,666	1,966
YOY(%)	20.9	-10.9	26.2	21.0	18.0
毛利率(%)	27.3	20.8	20.3	19.8	19.6
净利率(%)	13.3	9.8	9.8	9.7	9.8
ROE(%)	21.1	18.0	20.3	21.3	21.4
EPS(摊薄/元)	1.12	1.00	1.26	1.52	1.79
P/E(倍)	14.0	15.8	12.5	10.3	8.7
P/B(倍)	3.0	2.8	2.5	2.2	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5257	6235	8005	9363	11008
现金	1289	1735	2190	2670	3128
应收票据及应收账款	683	817	1075	1233	1471
其他应收款	23	31	38	46	52
预付账款	10	11	16	17	21
存货	2748	3342	4388	5099	6038
其他流动资产	504	298	298	298	298
非流动资产	1759	1372	1501	1576	1645
长期投资	2	155	155	155	155
固定资产	23	15	136	235	310
无形资产	427	403	443	432	425
其他非流动资产	1307	798	767	754	756
资产总计	7016	7607	9506	10938	12654
流动负债	1107	1477	2660	3051	3412
短期借款	0	0	760	1204	1121
应付票据及应付账款	345	271	511	449	677
其他流动负债	762	1206	1389	1398	1613
非流动负债	112	81	78	75	72
长期借款	18	18	15	12	9
其他非流动负债	94	63	63	63	63
负债合计	1219	1558	2738	3126	3484
少数股东权益	10	7	7	7	7
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1333	1327	1327	1327	1327
留存收益	3551	4105	4857	5716	6705
归属母公司股东权益	5787	6042	6761	7806	9163
负债和股东权益	7016	7607	9506	10938	12654

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	197	1018	602	813	1295
净利润	1222	1087	1376	1666	1966
折旧摊销	35	38	50	77	76
财务费用	-21	-13	0	0	0
投资损失	-17	-18	-18	-18	-18
营运资金变动	-1188	-176	-836	-921	-734
其他经营现金流	166	99	30	10	5
投资活动现金流	290	101	-200	-153	-142
资本支出	154	123	179	151	145
长期投资	431	218	0	0	0
其他投资现金流	13	6	-22	-2	3
筹资活动现金流	-878	-673	-707	-624	-612
短期借款	0	0	760	444	-83
长期借款	18	-0	-3	-3	-3
普通股增加	365	-0	0	0	0
资本公积增加	-353	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-909	-667	-1465	-1065	-526
现金净增加额	-391	446	-306	36	541

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9155	11118	14027	17106	20039
营业成本	6655	8808	11181	13721	16107
营业税金及附加	89	106	133	163	191
营业费用	697	748	842	975	1102
管理费用	97	93	91	111	120
研发费用	14	12	11	12	14
财务费用	-21	-13	0	0	0
资产减值损失	-59	-1	12	12	12
其他收益	49	54	50	52	55
公允价值变动收益	-1	-28	-40	-20	-15
投资净收益	17	18	18	18	18
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	1579	1409	1776	2152	2541
营业外收入	13	12	13	13	13
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	1591	1420	1788	2164	2553
所得税	369	333	411	498	587
净利润	1222	1087	1376	1666	1966
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
归属母公司净利润	1225	1091	1376	1666	1966
EBITDA	1588	1407	1834	2259	2644
EPS(元)	1.12	1.00	1.26	1.52	1.79

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	80.1	21.4	26.2	21.9	17.1
营业利润(%)	20.6	-10.8	26.1	21.2	18.1
归属于母公司净利润(%)	20.9	-10.9	26.2	21.0	18.0
获利能力					
毛利率(%)	27.3	20.8	20.3	19.8	19.6
净利率(%)	13.3	9.8	9.8	9.7	9.8
ROE(%)	21.1	18.0	20.3	21.3	21.4
ROIC(%)	26.2	24.8	26.4	27.1	28.2
偿债能力					
资产负债率(%)	17.4	20.5	28.8	28.6	27.5
净负债比率(%)	-21.0	-27.3	-20.7	-18.4	-21.6
流动比率	4.7	4.2	3.0	3.1	3.2
速动比率	1.8	1.7	1.2	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.5	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	22.4	14.8	14.8	14.8	14.8
应付账款周转率	17.9	30.2	30.2	30.2	30.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.00	1.26	1.52	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.93	0.55	0.74	1.18
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.51	6.17	7.12	8.36
估值比率					
P/E	14.0	15.8	12.5	10.3	8.7
P/B	3.0	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.1	11.0	8.6	7.0	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn