

## 纺织服饰

2022年08月01日

# 周大生 (002867)

## ——疫情短期扰动不足惧，品牌发展战略稳步推进

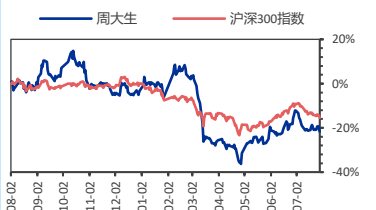
**报告原因：有业绩公布需要点评**
**买入 (维持)**
**投资要点：**
**市场数据：** 2022年07月29日

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 收盘价(元)      | 13.85            |
| 一年内最高/最低(元) | 21.67/11.29      |
| 市净率         | 2.5              |
| 息率(分红/股价)   | 5.78             |
| 流通A股市值(百万元) | 15008            |
| 上证指数/深证成指   | 3253.24/12266.92 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2022年03月31日

|              |           |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元)     | 5.48      |
| 资产负债率%       | 16.91     |
| 总股本/流通A股(百万) | 1096/1084 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-       |

**一年内股价与大盘对比走势：**

**相关研究**

《周大生 (002867) 点评：业绩增速表现亮眼，推动省代释放经营效能》  
2022/05/05

《周大生 (002867) 点评：省代驱动黄金销售高增长，疫情影响四季度业绩》  
2022/03/14

**证券分析师**

赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com

**研究支持**

张玲玉 A0230120050001  
zhanqly@swsresearch.com

**联系人**

张玲玉  
(8621)23297818×转  
zhangly@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

- **公司公布 2022 年半年度业绩快报，业绩符合预期。**1) 2022 年上半年公司实现营收 50.98 亿元，同比增长 82.79%，实现归母净利润 5.85 亿元，同比下滑 4.07%，实现扣非归母净利润 5.61 亿元，同比下滑 3.44%。2) 22Q2 公司实现营收 23.44 亿元，同比增长 43.57%，实现归母净利润 2.95 亿元，同比下滑 21.22%，扣非归母净利润 2.80 亿元，同比下滑 21.94%，利润下滑主因二季度疫情影响。
- **重视线上渠道积极应对疫情扰动，下半年展店预计提速。**二季度华东等地疫情反复，部分区域线下门店经营受冲击，订货会也受到影响，同时疫情持续一定程度抑制加盟商补货需求，对二季度业绩带来阶段性压制。公司重视全渠道发力，积极发展线上业务应对疫情挑战。其中，今年 618 期间全渠道销售额增长情况良好，抖音渠道销售额行业内排名第一。分渠道，22Q2 自营线下业务实现收入 2.08 亿元，同比下滑 31.4%，自营线上业务收入 3.23 亿元，同比增长 12.2%，加盟业务收入 17.4 亿元，同比增长 82.2%。此外，疫情下开店节奏有所放缓，上半年门店净增 23 家，截至 22 年半年度末，公司门店数量达到 4525 家。目前 22 年全年开店维持净增 400-500 家目标没有调整，预计开店将集中于下半年。
- **推进产品调整和品牌升级战略，三四季度黄金珠宝消费有望回补。**22 年上半年，公司进一步调整产品战略，确立以黄金作为主力产品、镶嵌为核心产品的战略方向，加强时尚、文创类黄金的研发推广力度，打造差异化竞争优势，增强品牌势能。继“非凡古法金”系列后周大生上半年发布“非凡国潮”黄金文创 IP 新品，推出“吉祥·布达拉”、“如意·普陀”、“遇见·国潮”三大系列产品，携手《国家宝藏》推出“中国国宝艺术典藏金品”。黄金研发投入不断加强，黄金产品体系日益完善。根据统计局数据，6 月金银珠宝社零同比增长 8.1%，增速环比提升 23.6pct，由负转正。我们认为二季度疫情压制的婚庆需求将在下半年逐步释放，带动黄金珠宝消费回补，同时近期金价进入下行通道，有望进一步刺激黄金珠宝消费需求。周大生作为头部珠宝品牌，积极发力黄金作为主力产品，三四季度业绩有望实现回补。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司作为国内最具规模的珠宝品牌运营商之一，完善配货模型单店经营提效，调整产品战略，坚定品牌发展战略，激发渠道发展活力，增强品牌势能。我们预计疫情受压制的黄金珠宝消费需求将在疫情缓解后释放，同时省代模式有望在下半年持续释放效能。我们维持盈利预测，预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.33/1.55/1.76 元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**金价大幅波动，展店不及预期，行业竞争加剧。

**财务数据及盈利预测**

|            | 2021  | 2022Q1 | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 9,155 | 2,754  | 12,295 | 14,777 | 17,094 |
| 同比增长率(%)   | 80.1  | 138.1  | 34.3   | 20.2   | 15.7   |
| 归母净利润(百万元) | 1,225 | 290    | 1,457  | 1,695  | 1,934  |
| 同比增长率(%)   | 20.9  | 23.3   | 19.0   | 16.3   | 14.1   |
| 每股收益(元/股)  | 1.12  | 0.26   | 1.33   | 1.55   | 1.76   |
| 毛利率(%)     | 27.3  | 20.2   | 27.1   | 27.1   | 27.0   |
| ROE(%)     | 21.2  | 4.8    | 21.1   | 20.6   | 19.9   |
| 市盈率        | 12    |        | 10     | 9      | 8      |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元, 百万股             | 2020A | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入                | 5,084 | 9,155 | 12,295 | 14,777 | 17,094 |
| 其中: 营业收入             | 5,084 | 9,155 | 12,249 | 14,708 | 16,991 |
| 减: 营业成本              | 2,998 | 6,655 | 8,933  | 10,726 | 12,396 |
| 减: 税金及附加             | 69    | 89    | 124    | 156    | 189    |
| 主营业务利润               | 2,017 | 2,411 | 3,192  | 3,826  | 4,406  |
| 减: 销售费用              | 668   | 697   | 1,231  | 1,611  | 1,863  |
| 减: 管理费用              | 99    | 97    | 209    | 182    | 250    |
| 减: 研发费用              | 13    | 14    | 10     | 10     | 10     |
| 减: 财务费用              | -23   | -21   | -4     | -3     | -11    |
| 经营性利润                | 1,261 | 1,625 | 1,746  | 2,026  | 2,294  |
| 加: 信用减值损失 (损失以“-”填列) | -6    | -53   | 0      | 0      | 0      |
| 加: 资产减值损失 (损失以“-”填列) | -10   | -59   | 0      | 0      | 0      |
| 加: 投资收益及其他           | 64    | 65    | 111    | 134    | 148    |
| 营业利润                 | 1,309 | 1,579 | 1,879  | 2,200  | 2,510  |
| 加: 营业外净收入            | 15    | 12    | 12     | 0      | 0      |
| 利润总额                 | 1,324 | 1,591 | 1,891  | 2,200  | 2,510  |
| 减: 所得税               | 310   | 369   | 437    | 508    | 580    |
| 净利润                  | 1,013 | 1,222 | 1,454  | 1,691  | 1,930  |
| 少数股东损益               | 0     | -3    | -3     | -4     | -4     |
| 归属于母公司所有者的净利润        | 1,013 | 1,225 | 1,457  | 1,695  | 1,934  |
| 全面摊薄总股本              | 731   | 1,096 | 1,096  | 1,096  | 1,096  |
| 每股收益 (元)             | 0.93  | 1.12  | 1.33   | 1.55   | 1.76   |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |                      |
|--------|-----|---------------|----------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶  | 021-33388362  | chentao1@swwhysc.com |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211   | xiewenni@swwhysc.com |
| 华北组    | 李丹  | 010-66500631  | lidan4@swwhysc.com   |
| 华南组    | 李昇  | 0755-82990609 | Lisheng5@swwhysc.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                             |
|-------------------|-----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ： 相对强于市场表现 20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight)  | ： 行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。    |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。