

## 公司研究

## 业绩符合快报，黄金产品增长势头向好

——周大生（002867.SZ）2022年半年报点评

## 要点

**公司 1H2022 营收同比增长 82.79%，归母净利润同比减少 4.07%**

8月29日，公司公布2022年半年报：1H2022实现营业收入50.98亿元，同比增长82.79%，实现归母净利润5.85亿元，折合成全面摊薄EPS为0.53元，同比减少4.07%，实现扣非归母净利润5.61亿元，同比减少3.44%。

单季度拆分来看，2Q2022实现营业收入23.44亿元，同比增长43.57%，实现归母净利润2.95亿元，折合成全面摊薄EPS为0.27元，同比减少21.22%，实现扣非归母净利润2.80亿元。

**公司 1H2022 综合毛利率下降 18.31 个百分点，期间费用率下降 4.82 个百分点**  
1H2022 公司综合毛利率为 22.16%，同比下降 18.31 个百分点。单季度拆分来看，2Q2022 公司综合毛利率为 24.49%，同比下降 16.00 个百分点。

1H2022 公司期间费用率为 7.02%，同比下降 4.82 个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.26%/0.82%/-0.18%/0.12%，同比分别变化-4.33/-0.73/+0.32/-0.08 个百分点。2Q2022 公司期间费用率为 7.61%，同比下降 3.19 个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.90%/0.84%/-0.26%/0.13%，同比分别变化-2.97/-0.49/+0.31/-0.03 个百分点。

**黄金产品增长势头向好，加强线上业务发展力度**

2022年上半年，公司黄金产品体系更加完善，推出国家宝藏等系列产品，通过区域展销模式提升供货效率，加盟单店平均黄金产品批发销售收入70.29万元，同比增长640.28%。截至2022年半年度末，公司门店数量达4525家，其中加盟门店4290家，自营门店235家；按门店所在城市线级划分，位于一二线的终端门店1362家，占比30.1%；位于三四线及以下城市的终端门店3163家，占比69.9%。线上方面，2022年上半年公司在天猫、京东、抖音渠道营业收入分别为3.25亿元、952.49万元、1.26亿元。

**维持盈利预测，维持“增持”评级**

公司业绩符合公司于7月28日发布的2022年半年度业绩快报，我们维持对公司2022/2023/2024年归母净利润的预测13.54/15.60/17.66亿元。公司省代模式进展顺利，黄金产品增长势头强劲，维持“增持”评级。

**风险提示：**低线城市消费恢复情况低于预期，黄金珠宝消费低于预期，省代模式推广不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,084	9,155	11,513	13,281	15,043
营业收入增长率	-6.53%	80.07%	25.75%	15.36%	13.27%
净利润（百万元）	1,013	1,225	1,354	1,560	1,766
净利润增长率	2.21%	20.85%	10.54%	15.27%	13.19%
EPS（元）	1.39	1.12	1.24	1.42	1.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.81%	21.16%	20.54%	20.50%	20.17%
P/E	9	12	11	9	8
P/B	1.8	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-29；公司股本由2020年的7.308亿股增至2021年的10.962亿股，公司2022年7月回购后股本变为10.959亿股

## 增持（维持）

当前价：13.08元

## 作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001  
021-52523866  
tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799  
tianran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	10.96
总市值(亿元)	143.35
一年最低/最高(元)	10.90/20.58
近3月换手率	36.61%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.53	-6.24	-13.72
绝对	-2.90	-1.29	-24.97

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩略低于预期，门店数量净增23家——周大生（002867.SZ）2022年半年度业绩快报点评（2022-07-29）

业绩符合预期，省代模式推行初见成效——周大生（002867.SZ）2021年年报及2022年一季度点评（2022-04-30）

利润端低于预期，门店净增313家略超预期——周大生（002867.SZ）2021年业绩快报点评（2022-03-12）

表 1: 1H2022 占公司营业收入或营业利润 10%以上的不同销售情况

销售模式	营业收入(元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率同比增减 (pct)
自营(线下)	567,067,804.02	29.15%	-12.29%	-0.49
互联网(线上)	603,718,015.36	30.70%	38.93%	-5.36
加盟	3,802,706,339.47	17.37%	140.40%	-24.38

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 2: 1H2022 占公司营业收入或营业利润 10%以上的分产品情况

分产品	营业收入(元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率同比增减 (pct)
素金首饰	3,920,104,967.71	9.00%	221.45%	-9.87
镶嵌首饰	512,687,613.23	33.36%	-43.52%	2.55
品牌使用费	314,211,346.60	100.00%	-8.32%	

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

公司素金首饰收入同比增幅较大的原因是: 公司在黄金产品上的持续发力, 展销业务模式稳步推进; 镶嵌首饰收入同比降幅较大的原因是: 受部分地区疫情反复的不利影响, 部分区域的线下门店的经营业务在二季度一度停滞, 疫情反复也一定程度上抑制了加盟商的补货需求。公司品牌使用费收入下滑的原因是: 指定供应渠道供货产品品类结构优化, 部分黄金类品牌特色产品由公司直接供货销售。

表 3: 1H2022 占公司营业收入或营业利润 10%以上的分地区情况

分地区	营业收入(元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率同比增减 (pct)
华北大区	1,058,962,362.66	17.46%	113.50%	-20.55
华东大区	1,318,625,025.89	16.71%	102.54%	-18.82
华南大区	821,005,155.48	35.77%	31.22%	-6.72
华中大区	813,055,426.60	20.14%	123.43%	-26.61

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 4: 公司 2Q2022 归母净利润同比减少 21.22%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 同比增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 同比增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2020	10056.00	-48.15	0.09	8885.11	-51.87	0.08	1170.89
2Q2020	22998.79	-18.21	0.21	21539.66	-16.51	0.20	1459.13
3Q2020	38175.16	51.33	0.35	35836.01	45.58	0.33	2339.16
4Q2020	30101.31	14.00	0.27	28319.33	25.85	0.26	1781.98
1Q2021	23515.68	133.85	0.21	22293.42	150.91	0.20	1222.26
2Q2021	37477.99	62.96	0.34	35813.78	66.27	0.33	1664.21
3Q2021	39581.42	3.68	0.36	38269.64	6.79	0.35	1311.78
4Q2021	21886.07	-27.29	0.20	22948.17	-18.97	0.21	-1062.09
1Q2022	28985.78	23.26	0.26	28153.48	26.29	0.26	832.30
2Q2022	29525.70	-21.22	0.27	27955.77	-21.94	0.26	1569.94
TTM	119978.98	-7.19	1.09	117327.05	-4.04	1.07	2651.93

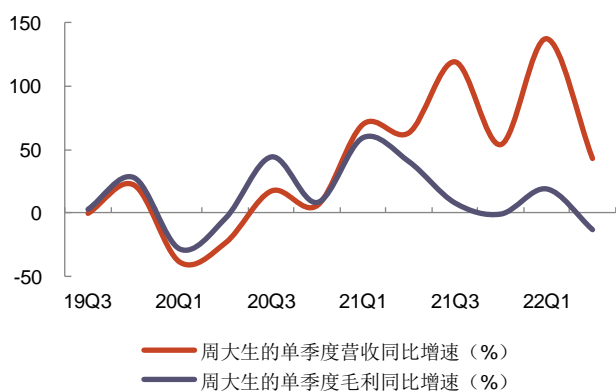
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

表 5: 公司 2Q2022 净利率较上年同期下降 10.36 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 同比增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
1Q2020	67764.02	-38.25	43.35	5.99	23.20	14.84	-2.83
2Q2020	99574.97	-22.94	47.35	9.30	16.17	23.10	1.34
3Q2020	167542.55	17.94	42.91	7.76	12.80	22.79	5.03
4Q2020	173531.30	6.52	34.70	0.54	12.88	17.35	1.14
1Q2021	115660.72	70.68	40.42	-2.93	13.31	20.33	5.49
2Q2021	163236.35	63.93	40.49	-6.85	10.80	22.96	-0.14
3Q2021	368428.30	119.90	21.04	-21.86	6.25	10.74	-12.04
4Q2021	268194.64	54.55	22.25	-12.45	8.41	8.16	-9.19
1Q2022	275443.00	138.15	20.17	-20.25	6.52	10.52	-9.81
2Q2022	234355.38	43.57	24.49	-16.00	7.61	12.60	-10.36
TTM	1146421.32	84.92	21.82	-17.69	7.10	10.47	-10.39

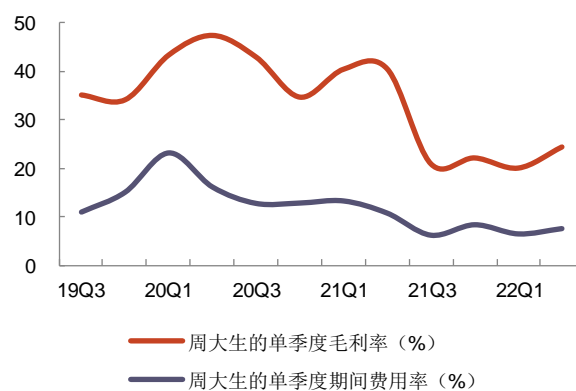
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2019Q3-2022Q2)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q3-2022Q2)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,084	9,155	11,513	13,281	15,043
营业成本	2,998	6,655	8,826	10,219	11,591
折旧和摊销	13	13	28	31	33
税金及附加	69	89	112	130	147
销售费用	668	697	853	930	1,045
管理费用	99	97	104	120	134
研发费用	13	14	17	20	23
财务费用	-23	-21	1	10	3
投资收益	1	17	15	15	15
营业利润	1,309	1,579	1,783	2,059	2,333
利润总额	1,324	1,591	1,802	2,078	2,352
所得税	310	369	451	519	588
净利润	1,013	1,222	1,352	1,558	1,764
少数股东损益	0	-3	-2	-2	-2
归属母公司净利润	1,013	1,225	1,354	1,560	1,766
EPS(元)	1.39	1.12	1.24	1.42	1.61

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,361	197	890	1,064	1,278
净利润	1,013	1,225	1,354	1,560	1,766
折旧摊销	13	13	28	31	33
净营运资金增加	74	1,736	944	875	860
其他	261	-2,777	-1,436	-1,401	-1,381
投资活动产生现金流	-638	290	15	-16	-16
净资本支出	-131	-153	0	-30	-30
长期投资变化	1	2	0	0	0
其他资产变化	-508	441	15	14	14
融资活动现金流	-336	-878	108	-695	-910
股本变化	0	365	0	0	0
债务净变化	0	58	658	-144	-284
无息负债变化	87	-105	175	127	126
净现金流	387	-391	1,013	354	352

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	41.0%	27.3%	23.3%	23.1%	23.0%
EBITDA 率	26.3%	19.1%	15.6%	15.7%	15.7%
EBIT 率	25.5%	18.7%	15.4%	15.5%	15.4%
税前净利润率	26.0%	17.4%	15.7%	15.6%	15.6%
归母净利润率	19.9%	13.4%	11.8%	11.7%	11.7%
ROA	15.2%	17.4%	15.6%	16.1%	16.6%
ROE (摊薄)	18.8%	21.2%	20.5%	20.5%	20.2%
经营性 ROIC	23.7%	22.9%	19.9%	20.5%	20.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	19%	17%	24%	21%	18%
流动比率	3.84	4.75	3.56	4.11	5.04
速动比率	1.91	2.27	1.88	2.15	2.61
归母权益/有息债务	-	99.97	9.21	13.31	30.40
有形资产/有息债务	-	111.78	11.35	15.93	35.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	6,656	7,016	8,652	9,653	10,636
货币资金	1,680	1,289	2,303	2,656	3,009
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	136	682	806	930	1,053
应收票据	1	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	21	23	35	43	44
存货	2,391	2,748	3,266	3,781	4,289
其他流动资产	517	504	504	504	504
流动资产合计	4,759	5,257	6,921	7,923	8,909
其他权益工具	393	386	386	386	386
长期股权投资	1	2	2	2	2
固定资产	23	23	54	79	99
在建工程	305	375	338	304	273
无形资产	427	427	410	423	435
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	310	18	18	18	18
非流动资产合计	1,897	1,759	1,730	1,730	1,726
总负债	1,266	1,219	2,052	2,035	1,877
短期借款	0	0	658	514	230
应付账款	412	331	441	511	580
应付票据	11	14	0	0	0
预收账款	48	36	46	53	60
其他流动负债	-2	0	0	0	0
流动负债合计	1,239	1,107	1,942	1,926	1,768
长期借款	0	18	18	18	18
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	19	19	19	19
非流动负债合计	26	112	109	109	109
股东权益	5,390	5,797	6,600	7,618	8,759
股本	731	1,096	1,096	1,096	1,096
公积金	2,055	1,814	1,881	1,881	1,881
未分配利润	2,723	3,071	3,809	4,829	5,972
归属母公司权益	5,386	5,787	6,592	7,612	8,755
少数股东权益	5	10	8	6	4

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	13.14%	7.61%	7.41%	7.00%	6.95%
管理费用率	1.94%	1.06%	0.90%	0.90%	0.89%
财务费用率	-0.46%	-0.23%	0.01%	0.08%	0.02%
研发费用率	0.25%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
所得税率	23%	23%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.60	0.50	0.49	0.57	0.64
每股经营现金流	1.86	0.18	0.81	0.97	1.17
每股净资产	7.37	5.28	6.02	6.95	7.99
每股销售收入	6.96	8.35	10.51	12.12	13.73

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	9	12	11	9	8
PB	1.8	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.8	8.7	8.4	7.2	6.2
股息率	4.6%	3.8%	3.8%	4.3%	4.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE