

23H1 毛利额同比+32%，单 Q2 净增加 98 家门店

2023 年 08 月 26 日

➤ **事件概述:** 公司 8 月 25 日披露 2023 年中报, 23H1 公司营业收入为 80.74 亿元, 同比+58.37%; 归母净利润为 7.40 亿元, 同比+26.45%; 扣非归母净利润为 7.07 亿元, 同比+26.06%。单 Q2 营业收入为 39.52 亿元, 同比+68.63%; 归母净利润为 3.74 亿元, 同比+26.82%; 扣非归母净利润为 3.51 亿元, 同比+25.63%。

➤ **23H1 黄金产品高景气+Q2 开店速度加快, 公司收入呈现高增长。23H1 分渠道分产品表现:**
 ①**线下加盟渠道:** 整体实现收入 59.76 亿元, 同比+57.16% (其中, 黄金类产品收入 50.63 亿元, 同比+69.34%; 镶嵌类产品收入 3.83 亿元, 同比-3.91%); 加盟店净增加 86 家 (Q2 净增 85 家), 单店收入为 136.29 万元, 同比+52.47% (其中, 黄金类产品为 115.47 万元, 同比+64.28%; 镶嵌产品收入 8.73 万元, 同比-6.78%)。②**线下自营渠道:** 整体实现收入为 8.28 亿元, 同比+45.99% (其中, 黄金类收入 7.47 亿元, 同比+53.32%; 镶嵌类收入 0.60 亿元, 同比-4.07%); 净增门店 33 家 (Q2 净增 13 家); 单店收入 305.49 万元, 同比+26.60% (其中黄金产品收入 275.54 万元, 同比+32.95%; 镶嵌产品收入 22.11 万元, 同比-16.82%)。③**线上自营:** 整体收入 11.55 亿元, 同比+91.33%。其中, 线上素金类 (黄金、K 金、PT 类非镶钻产品) 收入 9.01 亿元, 同比+111.33%; 镶嵌类产品收入 8292.35 万元, 同比+60.63%; 银饰品等其他类销售收入 1.72 亿元, 同比+36.23%。

➤ **产品结构变化+直接供货模式占比增加, 致使毛利率有所下行, 但毛利额仍保持较高增长。** 23H1, 公司毛利率为 18.46%, 同比-3.69pct, 23Q2 毛利率同比-5.45pct 至 19.04%。金额角度, 2023H1, 营业毛利为 14.91 亿元, 同比+31.98%。**拆分渠道看, ①线下加盟:** 毛利 8.75 亿元, 同比+32.42%, 店均毛利 19.95 万元, 同比+28.46%。其中单店镶嵌产品毛利 2.24 万元, 同比-12.75%; 单店黄金产品毛利为 5.64 万元, 同比+4.31%; 单店品牌使用费收入 9.79 万元, 同比+32.52%, 对应该部分毛利同比+32.52%。②**线下自营:** 毛利 2.19 亿元, 同比+32.33%, 平均单店毛利 80.71 万元, 同比+14.75%。其中, 单店镶嵌产品毛利 13.55 万元, 同比-18.51%, 黄金产品毛利 63.24 万元, 同比+26.59%。③**线上自营:** 毛利 2.89 亿元, 同比+55.74%。**费率角度,** 公司控费能力较强。23H1 公司销售费率/管理费率/研发费率为 4.93%/0.56%/0.07%, 同比-1.33/-0.26/-0.05pct; 23Q2 销售费率/管理费率/研发费率为 5.36%/0.58%/0.06%, 同比-1.52/-0.27/-0.07pct。因此, 23H1 净利率为 9.14%, 同比-2.30pct; 23Q2 净利率同比-3.12pct 至 9.45%。

➤ **发布半年度利润分配预案, 坚定公司长期发展信心。** 公司拟定 2023 年半年度利润分配预案, 以 10.85 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元 (含税)。预计合计派发现金股利 3.26 亿元, 占 2023 年上半年度归母净利润的 44.01%。半年度利润分配预案有利于全体股东共享公司经营成果, 符合公司未来经营发展的需要。

➤ **独特品牌 IP 优势+供应链整合+立体式品牌营销传播体系共同推动公司发展。** ①**产品方面:** 根据周大生情景风格珠宝体系——人群定位、用户画像、购买动机及应用场景构建了完整的黄金产品矩阵, 并持续加大黄金产品的 IP 合作力度, 新增国际艺术 IP《莫奈》联名系列, 丰富了品牌 IP 合作的矩阵。②**供应链方面:** 公司将珠宝首饰企业附加值较低的生产和配送等中间环节外包, 从而降低生产管理成本, 集中资源倾注在投入回报率较高核心价值环节。③**品牌管理方面:** 公司以持续式、脉冲式、矩阵式的广告投放策略, 构建了由机场、高铁、互联网、新媒体等各类媒介整合的立体式品牌营销传播体系, 全方位覆盖目标消费群体。同时积极推进数字化战略, 赋能终端销售, 驱动品牌增长。

➤ **盈利预测:** 预计 2023-2025 年公司实现营业收入 150.91、188.48、224.75 亿元, 分别同比+35.7%、+24.9%、+19.2%; 归母净利润分别为 14.03、16.29 与 18.83 亿元, 同比+28.7%、+16.1%与+15.6%, 对应 PE 为 12/11/9 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济低迷、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11118	15091	18848	22475
增长率 (%)	21.4	35.7	24.9	19.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1091	1403	1629	1883
增长率 (%)	-10.9	28.7	16.1	15.6
每股收益 (元)	1.00	1.28	1.49	1.72
PE	16	12	11	9
PB	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

15.69 元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书: S0100522080003

邮箱: zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书: S0100123060038

邮箱: zhujingjing@mszq.com

相关研究

1.周大生 (002867.SZ) 深度报告: 产品顺势而为, 渠道积极变革-2023/05/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11118	15091	18848	22475
营业成本	8808	12108	15328	18416
营业税金及附加	106	144	179	214
销售费用	748	1016	1268	1513
管理费用	93	127	156	188
研发费用	12	17	21	25
EBIT	1405	1787	2085	2357
财务费用	-13	-13	-4	1
资产减值损失	-1	-9	-11	-12
投资收益	18	30	38	94
营业利润	1409	1822	2117	2440
营业外收支	12	12	12	12
利润总额	1420	1833	2129	2452
所得税	333	430	499	569
净利润	1087	1403	1629	1883
归属于母公司净利润	1091	1403	1629	1883
EBITDA	1488	1890	2227	2473

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1735	1649	1510	1693
应收账款及票据	817	1092	1293	1480
预付款项	11	18	18	18
存货	3342	4510	5667	6658
其他流动资产	329	339	350	361
流动资产合计	6235	7608	8839	10210
长期股权投资	155	177	206	290
固定资产	15	77	135	193
无形资产	403	408	417	426
非流动资产合计	1372	1485	1584	1804
资产合计	7607	9093	10423	12015
短期借款	0	400	480	580
应付账款及票据	271	360	456	548
其他流动负债	1206	1461	1631	1852
流动负债合计	1477	2222	2567	2980
长期借款	18	18	18	18
其他长期负债	63	52	39	68
非流动负债合计	81	70	57	86
负债合计	1558	2292	2624	3066
股本	1096	1096	1096	1096
少数股东权益	7	7	7	7
股东权益合计	6049	6801	7799	8949
负债和股东权益合计	7607	9093	10423	12015

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.44	35.73	24.90	19.24
EBIT 增长率	-8.84	27.21	16.68	13.05
净利润增长率	-10.94	28.67	16.10	15.59
盈利能力 (%)				
毛利率	20.78	19.77	18.68	18.06
净利率	9.81	9.30	8.64	8.38
总资产收益率 ROA	14.34	15.43	15.63	15.67
净资产收益率 ROE	18.05	20.65	20.91	21.06
偿债能力				
流动比率	4.22	3.42	3.44	3.43
速动比率	1.75	1.25	1.11	1.09
现金比率	1.17	0.74	0.59	0.57
资产负债率 (%)	20.49	25.21	25.18	25.51
经营效率				
应收账款周转天数	26.83	26.00	25.00	24.00
存货周转天数	138.51	136.00	135.00	132.00
总资产周转率	1.52	1.81	1.93	2.00
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.28	1.49	1.72
每股净资产	5.51	6.20	7.11	8.16
每股经营现金流	0.93	0.33	0.64	0.95
每股股利	0.60	0.58	0.67	0.77
估值分析				
PE	16	12	11	9
PB	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.15	8.78	7.45	6.71
股息收益率 (%)	3.82	3.67	4.26	4.93

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1087	1403	1629	1883
折旧和摊销	83	103	142	116
营运资金变动	-177	-1110	-1045	-876
经营活动现金流	1018	360	704	1046
资本开支	-123	-126	-140	-159
投资	218	-5	0	0
投资活动现金流	101	-132	-140	-159
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	410	20	100
筹资活动现金流	-673	-314	-703	-704
现金净流量	446	-86	-139	183

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026