

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

周大生 (002867)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

周大生 (002867.SZ) 23Q3 点评: 门店增长 稳健, 黄金、电商延续亮眼表现

2023 年 10 月 31 日

事件: 公司发布 23Q3 业绩, 实现营收 44.2 亿元, 同增 15.15%, 归母净利润 3.55 亿元, 同增 2.86%, 扣非归母净利润 3.47 亿元, 同增 12.35%。23Q1-3 公司实现营收 124.94 亿元, 同增 39.81%, 归母净利润 10.95 亿元, 同增 17.69%, 扣非归母净利润 10.54 亿元, 同增 21.2%。

点评:

23Q3 归母净利增速波动主要受政府补助确认节奏影响。政府补助去年集中在 Q3 确认, 而今年则集中在 Q2。若剔除政府补助带来的非经常性损益变动后, 23Q3 归母净利同比增长 10%。

23Q3 公司归母净利率 8.04%, 同比下降 0.96PCT。拆解来看, 23Q3 毛利率 17.78%, 同比下降 0.13PCT; 销售/管理/研发/财务费用率 4.98%/0.56%/0.06%/-0.01%, 同比+0.02/-0.02/-0.01/+0.04PCT。我们预计 23Q3 毛利率同比略降主要由于黄金产品收入占比提升; 销售费用 23Q3 为 2.2 亿元, 同比增加 0.3 亿元, 且 23Q1-3 逐季环比提升, 我们预计主要由于电商渠道投入加大; 23Q3 利息费用 679 万元, 同比增加 346 万元, 且 23Q1-3 同环比均有提升, 我们预计主要由于随黄金产品销售规模增加, 黄金租赁规模增加。此外, 23Q3 投资净亏损 4782 万元, 去年同期为净收益 1211 万元, 主要由于黄金租赁到期归还, 租赁期间金价上涨所确认的投资净亏损; 公允价值变动净收益 4258 万元, 去年同期为净亏损 437 万元, 主要由于未交割的黄金租赁业务形成的交易性金融负债报告期随黄金价格波动带来公允价值变动。

收入拆分来看, 黄金、电商延续亮眼表现。分产品, 23Q1-3 镶嵌类实现营收 7.55 亿元, 同降 22.48%, 素金类实现营收 104.71 亿元, 同增 51.67%。分渠道, 线下自营实现营收 12.33 亿元, 同增 43.15%, 其中镶嵌/黄金分别同比-8.14%/+50.12%; 电商实现营收 15.6 亿元, 同增 74.51%, 其中镶嵌/黄金分别同比+57.4%/+120.27%; 加盟业务实现营收 95.46 亿元, 同增 36.07%, 其中镶嵌批发/黄金批发/品牌使用费分别同比-31.29%/+47.43%/+31.02%。

门店稳健扩张。截至 2023.9.30, 公司共拥有门店 4831 家, 其中加盟店 4521 家, 自营店 310 家。23Q1-3 各季度净开店分别为 21/98/96 家, 其中加盟净开店分别为 1/85/68 家, 自营净开店分别为 20/13/28 家。

盈利预测: 我们预计公司 2023-2025 年营收 163/202/241 亿元, 同增 46%/24%/19%, 归母净利润 14.4/17.6/20.6 亿元, 同增 32%/22%/17%, 对应 10 月 30 日收盘价 PE 为 11/9/8X。

风险因素: 金价剧烈波动, 加盟拓店不及预期, 镶嵌业务承压拖累盈利能力。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,155	11,118	16,276	20,236	24,095
增长率 YoY %	80.1%	21.4%	46.4%	24.3%	19.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,225	1,091	1,443	1,760	2,058
增长率 YoY%	20.9%	-10.9%	32.3%	22.0%	16.9%
毛利率%	27.3%	20.8%	18.2%	17.6%	17.1%
净资产收益率ROE%	21.2%	18.0%	21.2%	22.5%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	1.12	1.00	1.32	1.61	1.88
市盈率 P/E(倍)	13.44	15.09	11.41	9.35	8.00
市净率 P/B(倍)	2.84	2.72	2.42	2.10	1.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,257	6,235	8,240	10,147	12,283
货币资金	1,289	1,735	1,302	2,259	2,215
应收票据	1	0	1	0	1
应收账款	682	817	1,263	1,436	1,777
预付账款	10	11	16	20	24
存货	2,748	3,342	5,312	6,083	7,900
其他	527	329	347	349	366
非流动资产	1,759	1,372	1,336	1,300	1,266
长期股权投资	2	155	155	155	155
固定资产	23	15	250	361	411
无形资产	427	403	380	357	334
其他	1,307	798	551	427	365
资产总计	7,016	7,607	9,576	11,447	13,549
流动负债	1,107	1,477	2,683	3,528	4,449
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	14	19	29	31	41
应付账款	331	252	621	723	898
其他	762	1,206	2,033	2,774	3,511
非流动负债	112	81	81	81	81
长期借款	18	18	18	18	18
其他	94	63	63	63	63
负债合计	1,219	1,558	2,764	3,609	4,531
少数股东权益	10	7	7	7	7
归属母公司股东权益	5,787	6,042	6,806	7,831	9,012
负债和股东权益	7,016	7,607	9,576	11,447	13,549

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,155	11,118	16,276	20,236	24,095
同比 (%)	80.1%	21.4%	46.4%	24.3%	19.1%
归属母公司净利润	1,225	1,091	1,443	1,760	2,058
同比	20.9%	-10.9%	32.3%	22.0%	16.9%
毛利率 (%)	27.3%	20.8%	18.2%	17.6%	17.1%
ROE%	21.2%	18.0%	21.2%	22.5%	22.8%
EPS (摊薄)(元)	1.12	1.00	1.32	1.61	1.88
P/E	13.44	15.09	11.41	9.35	8.00
P/B	2.84	2.72	2.42	2.10	1.83
EV/EBITDA	11.39	9.24	8.05	6.17	5.31

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,155	11,118	16,276	20,236	24,095
营业成本	6,655	8,808	13,314	16,675	19,977
营业税金及附加	89	106	155	192	229
销售费用	697	748	928	1,052	1,181
管理费用	97	93	104	121	133
研发费用	14	12	13	13	13
财务费用	-21	-13	-16	-12	-21
减值损失合	-59	-1	0	0	0
投资净收益	17	18	24	24	24
其他	-5	28	81	81	80
营业利润	1,579	1,409	1,885	2,299	2,688
营业外收支	12	12	0	0	0
利润总额	1,591	1,420	1,885	2,299	2,688
所得税	369	333	442	539	630
净利润	1,222	1,087	1,443	1,760	2,058
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
归属母公司净利润	1,225	1,091	1,443	1,760	2,058
EBITDA	1,609	1,488	1,898	2,321	2,704
EPS (当年)(元)	1.12	1.01	1.32	1.61	1.88

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	197	1,018	-260	1,190	336
净利润	1,222	1,087	1,443	1,760	2,058
折旧摊销	68	83	53	58	61
财务费用	5	13	1	1	1
投资损失	-17	-18	-24	-24	-24
营运资金变动	-1,179	-177	-1,733	-604	-1,760
其它	97	29	0	0	0
投资活动现金流	290	101	7	2	-3
资本支出	-153	-123	-17	-22	-27
长期投资	431	218	0	0	0
其他	12	6	24	24	24
筹资活动现金流	-878	-673	-181	-236	-378
吸收投资	8	0	0	0	0
借款	18	600	0	0	0
支付利息或股息	-769	-552	-681	-736	-878
现金流净增加额	-391	446	-433	957	-45



研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018 年 7 月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。