

周大生 (002867.SZ)

三季度收入稳健增长，持续推进门店扩张

买入

核心观点

第三季度收入增长稳健，扣非净利润同比增长 12.35%。公司 2023 年前三季度实现营收 124.94 亿元，同比+39.81%，归母净利润 10.95 亿元，同比+17.69%，扣非净利润同比+21.20%。单三季度看，营收增长 15.15%至 44.20 亿元，归母净利润增长 2.86%至 3.55 亿元，扣非净利润增长 12.35%。公司整体收入增长稳健，受益黄金品类表现及公司稳步推进开店扩张；利润增幅相对较低，预计与镶嵌下滑带来毛利率下降以及公司资产减值损失增加有关。其中资产减值损失增加主要系存货跌价准备随黄金价格波动变化所致。

黄金品类延续高景气，前三季度净开店 215 家。分品类看，前三季度素金类产品营收 104.71 亿元，同比+51.67%，行业高景气下延续优异表现；镶嵌品类受行业需求走弱压力影响，前三季度营收 7.55 亿元，同比-22.48%。分渠道看，前三季度加盟业务实现营收 95.46 亿元，同比+36.07%，自营线下业务营收 12.33 亿元，同比+43.15%，线上渠道实现营收 15.6 亿元，同比+74.51%，业务表现最优。扩店方面，公司前三季度合计净开 215 家，其中三季度加速净开 96 家，期末门店总数达 4831 家。

结构变化影响毛利率，费用率基本稳定。公司第三季度毛利率 17.78%，同比-0.13pct，预计受加盟业务拓展下低毛利的黄金品类占比提升所致。第三季度销售费用率 4.98%，同比+0.02pct，管理费用率 0.56%，同比-0.02pct，费用管控总体稳定。前三季度存货周转进一步提速，存货周转天数下降 19 天至 91 天。现金流方面，公司前三季度经营性现金净流出 1.09 亿元，主要系黄金原料采购随黄金产品业务规模增长所致。

风险提示：门店拓展不及预期；黄金品类销售不及预期；市场竞争恶化

投资建议：公司今年以来整体受益于黄金产品的行业需求快速提升，以及公司自身加速推进门店扩张，基本面实现稳步成长。进入四季度年末消费旺季，以及去年低基数效应下，公司全年业绩有望得到进一步夯实。中长期看，公司将持续完善黄金产品体系以积极应对终端黄金饰品需求变化，渠道端在线下充分利用省代资源优势拓展门店数量，线上渠道则积极布局饰品赛道实现加速增长。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 14.23/17.27/20.03 亿元，对应 PE 为 11.6/9.5/8.2 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 9,155.20 | 11,118.08 | 16,646.55 | 19,863.44 | 23,112.51 |
| (+/-%) | 80.07% | 21.44% | 49.73% | 19.32% | 16.36% |
| 净利润(百万元) | 1224.61 | 1090.60 | 1423.11 | 1727.49 | 2002.62 |
| (+/-%) | 20.85% | -10.94% | 30.49% | 21.39% | 15.93% |
| 每股收益(元) | 1.12 | 1.00 | 1.30 | 1.58 | 1.83 |
| EBIT Margin | 17.67% | 12.26% | 10.75% | 10.94% | 10.94% |
| 净资产收益率 (ROE) | 21.16% | 18.05% | 21.02% | 22.84% | 23.44% |
| 市盈率 (PE) | 13.45 | 15.09 | 11.57 | 9.53 | 8.22 |
| EV/EBITDA | 10.85 | 13.08 | 11.24 | 9.36 | 8.31 |
| 市净率 (PB) | 2.85 | 2.72 | 2.43 | 2.18 | 1.93 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

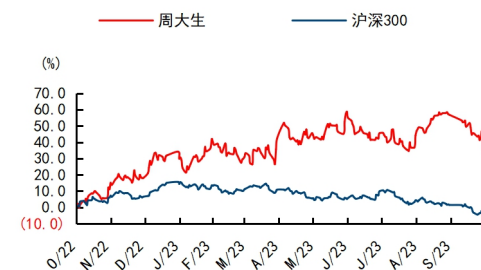
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 15.02 元 |
| 总市值/流通市值 | 16461/16275 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 18.58/10.89 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 106.89 百万元 |

市场走势



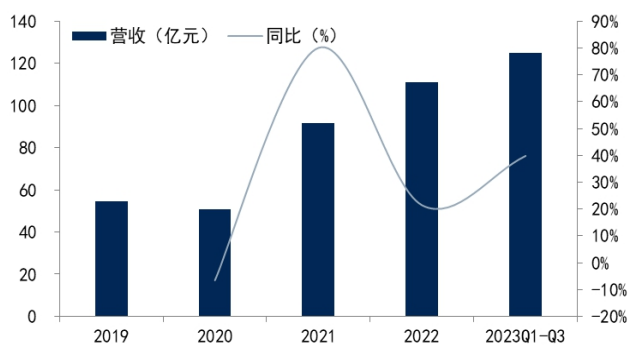
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《周大生 (002867.SZ) - 二季度归母净利润增长 27%，黄金品类延续高景气》——2023-08-27
- 《周大生 (002867.SZ) - 一季度业绩增长积极向好，黄金品类继续高景气表现》——2023-05-04
- 《周大生 (002867.SZ) - 三季度营收同比增长 4.19%，持续推进门店扩张》——2022-10-28
- 《周大生 (002867.SZ) - 加盟业务收入快速增长，黄金产品体系日益完善》——2022-08-30
- 《周大生 (002867.SZ) - 疫情影响业绩表现，产品端继续打造差异化竞争优势》——2022-07-29

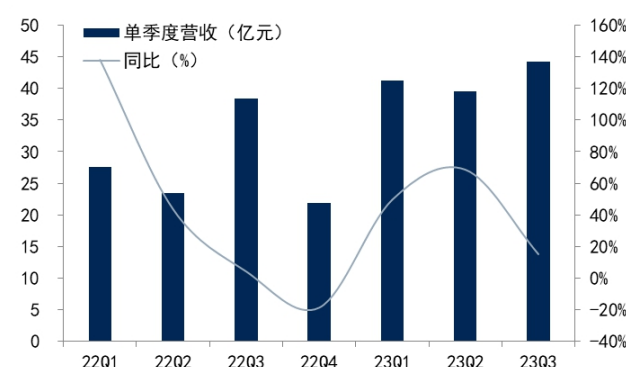
公司 2023 年前三季度实现营收 124.94 亿元，同比+39.81%，归母净利润 10.95 亿元，同比+17.69%，扣非净利润同比+21.20%。单三季度看，营收增长 15.15%至 44.20 亿元，归母净利润增长 2.86%至 3.55 亿元，扣非净利润增长 12.35%。公司整体收入增长稳健，受益黄金品类表现及公司稳步推进开店扩张；利润增幅相对较低，预计与镶嵌下滑带来毛利率下降以及公司资产减值损失增加有关。其中资产减值损失增加主要系存货跌价准备随黄金价格波动变化所致。

图1：周大生营业收入及增速（单位：亿元、%）



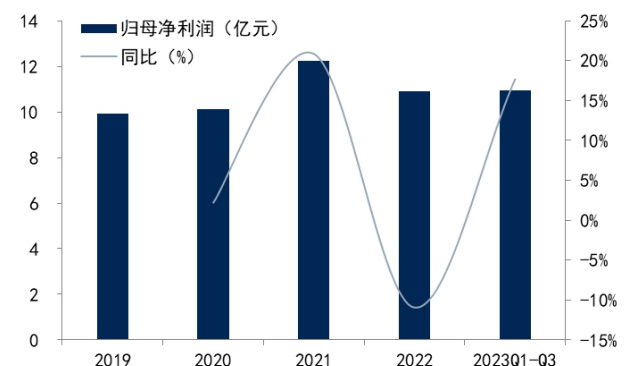
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：周大生单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



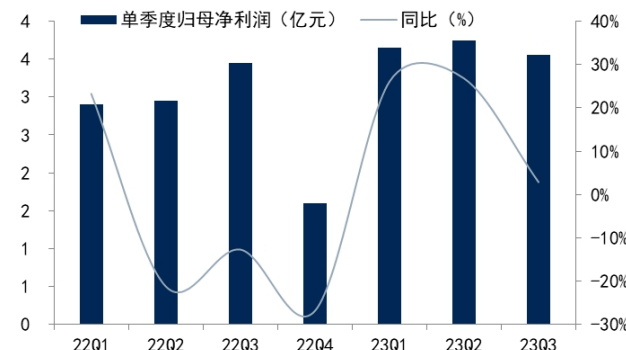
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：周大生归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

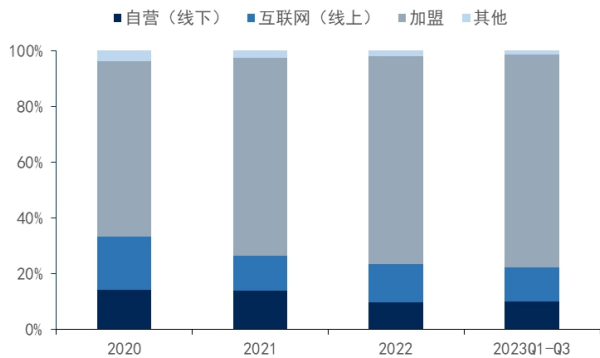
图4：周大生单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



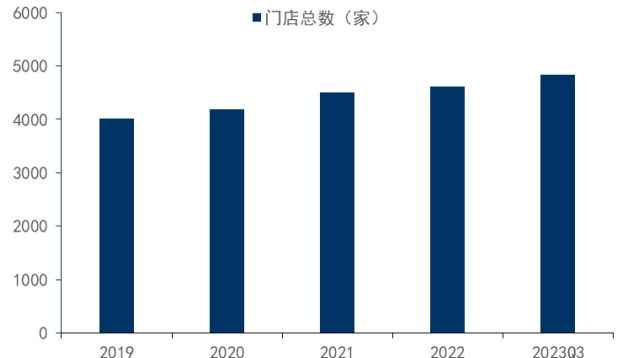
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，前三季度素金类产品营收 104.71 亿元，同比+51.67%，行业高景气下延续优异表现；镶嵌品类受行业需求走弱压力影响，前三季度营收 7.55 亿元，同比-22.48%。分渠道看，前三季度加盟业务实现营收 95.46 亿元，同比+36.07%，自营线下业务营收 12.33 亿元，同比+43.15%，线上渠道实现营收 15.6 亿元，同比+74.51%，业务表现最优。扩店方面，公司前三季度合计净开 215 家，其中三季度加速净开 96 家，期末门店总数达 4831 家。

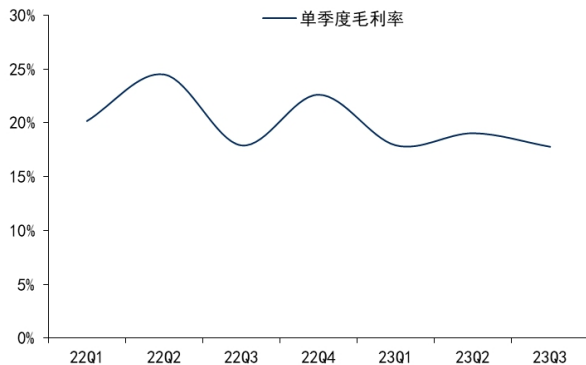
公司第三季度毛利率 17.78%，同比-0.13pct，预计受加盟业务拓展下低毛利的黄金品类占比提升所致。第三季度销售费用率 4.98%，同比+0.02pct，管理费用率 0.56%，同比-0.02pct，费用管控总体稳定。前三季度存货周转进一步提速，存货周转天数下降 19 天至 91 天。现金流方面，公司前三季度经营性现金净流出 1.09 亿元，主要系黄金原料采购随黄金产品业务规模增长所致。

图5: 周大生营业收入分渠道占比 (%)


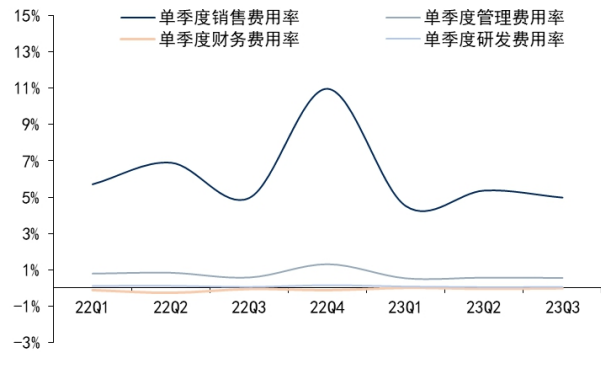
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 周大生门店数量变化 (家)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 周大生季度毛利率情况 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 周大生季度费用率情况 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司今年以来整体受益于黄金产品的行业需求快速提升, 以及公司自身加速推进门店扩张, 基本面实现稳步成长。进入四季度年末消费旺季, 以及去年低基数效应下, 公司全年业绩有望得到进一步夯实。中长期看, 公司将持续完善黄金产品体系以积极应对终端黄金饰品需求变化, 渠道端在线下充分利用省代资源优势拓展门店数量, 线上渠道则积极布局饰品赛道实现加速增长。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 14.23/17.27/20.03 亿元, 对应 PE 为 11.6/9.5/8.2 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 (23-10-30) | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE (22A) | PEG (23E) | 投资 评级 |
|-----------|------|------------------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|----------|
| | | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | | | |
| 600612.SH | 老凤祥 | 61.87 | 246.65 | 3.25 | 4.53 | 5.33 | 6.07 | 13.17 | 13.66 | 11.61 | 10.19 | 16.79 | 0.35 | 买入 |
| 002867.SZ | 周大生 | 15.02 | 181.38 | 1.00 | 1.30 | 1.58 | 1.83 | 14.10 | 11.57 | 9.53 | 8.22 | 18.05 | 0.38 | 买入 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 华凯易佰、赛维时代为 Wind 一致预测

财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 1289 | 1735 | 2214 | 2460 | 2569 | 营业收入 | 9155 | 11118 | 16647 | 19863 | 23113 |
| 应收款项 | 706 | 848 | 1023 | 1423 | 1613 | 营业成本 | 6655 | 8808 | 13469 | 16016 | 18611 |
| 存货净额 | 2748 | 3342 | 5042 | 5538 | 6691 | 营业税金及附加 | 89 | 106 | 182 | 200 | 235 |
| 其他流动资产 | 514 | 309 | 1044 | 971 | 1074 | 销售费用 | 697 | 748 | 999 | 1228 | 1456 |
| 流动资产合计 | 5257 | 6235 | 9323 | 10392 | 11947 | 管理费用 | 97 | 93 | 208 | 247 | 282 |
| 固定资产 | 398 | 521 | 668 | 805 | 948 | 财务费用 | (21) | (13) | (47) | (57) | (62) |
| 无形资产及其他 | 427 | 403 | 387 | 371 | 355 | 投资收益 | 17 | 18 | 2 | 2 | 2 |
| 投资性房地产 | 932 | 293 | 293 | 293 | 293 | 资产减值及公允价值变动 | 57 | (27) | 0 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 2 | 155 | 157 | 159 | 169 | 其他收入 | (134) | 42 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 7016 | 7607 | 10828 | 12020 | 13712 | 营业利润 | 1579 | 1409 | 1838 | 2233 | 2593 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 40 | 51 | 5 | 5 | 5 | 营业外净收支 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 |
| 应付款项 | 345 | 271 | 998 | 834 | 972 | 利润总额 | 1591 | 1420 | 1851 | 2246 | 2605 |
| 其他流动负债 | 722 | 1155 | 2964 | 3526 | 4102 | 所得税费用 | 369 | 333 | 432 | 524 | 609 |
| 流动负债合计 | 1107 | 1477 | 3967 | 4365 | 5079 | 少数股东损益 | (3) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| 长期借款及应付债券 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 归属于母公司净利润 | 1225 | 1091 | 1423 | 1727 | 2003 |
| 其他长期负债 | 94 | 63 | 68 | 73 | 78 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 112 | 81 | 86 | 91 | 96 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 1219 | 1558 | 4053 | 4456 | 5175 | 净利润 | 1225 | 1091 | 1423 | 1727 | 2003 |
| 少数股东权益 | 10 | 7 | 4 | 0 | (5) | 资产减值准备 | 96 | (112) | (7) | (2) | (2) |
| 股东权益 | 5787 | 6042 | 6770 | 7564 | 8542 | 折旧摊销 | 13 | 14 | 37 | 62 | 76 |
| 负债和股东权益总计 | 7016 | 7607 | 10828 | 12020 | 13712 | 公允价值变动损失 | (57) | 27 | 0 | (1) | (1) |
| | | | | | | 财务费用 | (21) | (13) | (47) | (57) | (62) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (690) | 324 | (76) | (422) | (730) |
| 每股收益 | 1.12 | 1.00 | 1.30 | 1.58 | 1.83 | 其它 | (97) | 110 | 5 | (2) | (3) |
| 每股红利 | 0.70 | 0.50 | 0.63 | 0.85 | 0.93 | 经营活动现金流 | 490 | 1455 | 1382 | 1362 | 1343 |
| 每股净资产 | 5.28 | 5.51 | 6.18 | 6.90 | 7.79 | 资本开支 | 0 | 11 | (160) | (180) | (200) |
| ROIC | 22% | 18% | 23% | 27% | 28% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 21% | 18% | 21% | 23% | 23% | 投资活动现金流 | (1) | (142) | (162) | (182) | (210) |
| 毛利率 | 27% | 21% | 19% | 19% | 19% | 权益性融资 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 18% | 12% | 11% | 11% | 11% | 负债净变化 | 18 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 18% | 12% | 11% | 11% | 11% | 支付股利、利息 | (769) | (552) | (695) | (934) | (1025) |
| 收入增长 | 80% | 21% | 50% | 19% | 16% | 其它融资现金流 | 613 | 237 | (46) | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 21% | -11% | 30% | 21% | 16% | 融资活动现金流 | (880) | (866) | (741) | (934) | (1025) |
| 资产负债率 | 18% | 21% | 37% | 37% | 38% | 现金净变动 | (391) | 446 | 479 | 246 | 109 |
| 息率 | 4.7% | 3.4% | 4.2% | 5.7% | 6.2% | 货币资金的期初余额 | 1680 | 1289 | 1735 | 2214 | 2460 |
| P/E | 13.4 | 15.1 | 11.6 | 9.5 | 8.2 | 货币资金的期末余额 | 1289 | 1735 | 2214 | 2460 | 2569 |
| P/B | 2.8 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | 1.9 | 企业自由现金流 | 566 | 1393 | 1172 | 1126 | 1083 |
| EV/EBITDA | 10.8 | 13.1 | 11.2 | 9.4 | 8.3 | 权益自由现金流 | 1197 | 1630 | 1162 | 1170 | 1130 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032