

## 黄金产品高景气带动收入快速增长，渠道开拓稳步推进

2023 年 10 月 31 日

➤ **事件概述。**10 月 30 日，周大生发布 2023 年三季度报告。1-3Q23，公司实现营业收入 124.94 亿元，同比+39.81%；实现归母净利润 10.95 亿元，同比+17.69%；扣非归母净利润为 10.54 亿元，同比+21.20%。3Q23，实现营业收入 44.20 亿元，同比+15.15%；归母净利润为 3.55 亿元，同比+2.86%；实现扣非归母净利润 3.47 亿元，同比+12.35%。

➤ **黄金产品高景气带动公司收入快速增长。**1) 前三季度：1-3Q23，实现营业收入 124.94 亿元，同比+39.81%。**按产品划分：**镶嵌类产品收入 7.55 亿元，同比-22.48%，素金类产品收入 104.71 亿元，同比+51.67%。**按渠道划分：**①自营线下业务收入 12.33 亿元，同比+43.15%，其中镶嵌产品收入 0.84 亿元，同比-8.14%，黄金产品收入 11.18 亿元，同比+50.42%。②线上（电商）业务实现收入 15.60 亿元，同比+74.51%，其中镶嵌产品收入 1.14 亿元，同比+57.4%，黄金类产品收入 11.04 亿元，同比+120.27%。③加盟业务收入 95.46 亿元，同比+36.07%，其中镶嵌产品批发收入 5.56 亿元，同比-31.29%，黄金产品批发收入 81.49 亿元，同比+47.43%，品牌使用费收入 6.78 亿元，同比+31.02%。2) 单三季度：3Q23，公司实现营业收入 44.20 亿元，同比+15.15%。**按产品划分：**镶嵌类产品收入 2.29 亿元，同比-50.3%，素金类产品收入为 37.40 亿元，同比+25.3%。**按渠道划分：**①自营线下业务收入 4.05 亿元，同比+37.7%，其中，镶嵌业务收入 0.24 亿元，同比-16.8%，黄金产品收入 3.71 亿元，同比+44.9%。②线上（电商）业务实现收入 4.05 亿元，同比+39.5%，其中，镶嵌产品收入 0.31 亿元，同比+50.3%，黄金产品收入 2.49 亿元，同比+60.1%。③加盟业务实现收入 35.70 亿元，同比+11.1%，其中镶嵌产品实现收入 1.73 亿元，同比-57.9%，黄金产品收入 30.86 亿元，同比+21.6%。

➤ **产品结构调整使毛利率有所下行，公司控费能力持续增强。**①**毛利率端：**1-3Q23，毛利率为 18.22%，同比-2.11 pct；3Q23，毛利率为 17.78%，同比-0.13 pct。主要因产品结构调整，较高毛利率的镶嵌产品环境低迷下，黄金产品高景气度，收入占比不断提升。②**费率端：**1-3Q23，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率分别为 4.95%、0.56%、0.07%、-0.01%，分别同比-0.75%、-0.16%、-0.03%、+0.11 pct；3Q23，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率分别为 4.98%、0.56%、0.06%、-0.01%，分别同比+0.02%、-0.02%、-0.01%、+0.04 pct。在收入增长对于费用的摊薄作用下，期间费用率整体呈现下行趋势，公司费用控制良好。③**净利率端：**1-3Q23，净利率为 8.43%，同比-1.30 pct；3Q23，净利率为 8.02%，同比-0.96 pct。其中，3Q23，投资收益为-4782 万元，去年同期为 1211 万元，主要因公司黄金租赁业务到期归还所形成的投资损益；3Q23，公允价值变动损益为 4258 万元，而去年同期为-437 万元，主要系公司黄金租赁业务形成的交易性金融负债随黄金价格波动带来的公允价值变动。

➤ **渠道开拓稳步推进，深度打造品牌矩阵。**截至 3Q23，周大生品牌终端门店数量为 4831 家，其中包括加盟门店 4521 家（加盟专卖店 1931 家，加盟专柜 2590 家），直营门店 310 家（自营专柜 179 家，直营专卖店 131 家）；按门店类型划分，截至 3Q23 末，专卖店合计 2062 家，专柜合计 2769 家。3Q23，周大生净开店 96 家，其中包括加盟门店 68 家、直营门店 28 家，开店步伐稳步推进。公司在周大生综合店的基础上，推出经典店，提炼持续畅销款及品牌特色系列款，不断提升产品定位、顾客定位、价值定位；此外，规划推出国家宝藏主题门店，代表黄金产品的高端定位以及世界大师艺术珠宝主题门店，注重门店的高品质发展，带动品牌影响力提升。

➤ **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 161.58、201.69、239.14 亿元，分别同比+45.3%、+24.8%、+18.6%；归母净利润分别为 14.00、17.23 与 19.94 亿元，同比+28.4%、+23.1%与+15.7%，对应 PE 为 12/10/8 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）	11,118	16,158	20,169	23,914
增长率（%）	21.4	45.3	24.8	18.6
归属母公司股东净利润（百万元）	1,091	1,400	1,723	1,994
增长率（%）	-10.9	28.4	23.1	15.7
每股收益（元）	1.00	1.28	1.57	1.82
PE	15	12	10	8
PB	2.7	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 10 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

15.02 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) 2023 年中报点评：23H1 毛利额同比+32%，单 Q2 净增加 98 家门店-2023/08/26

2.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	11,118	16,158	20,169	23,914
营业成本	8,808	13,166	16,560	19,763
营业税金及附加	106	154	192	227
销售费用	748	1,020	1,240	1,435
管理费用	93	136	157	179
研发费用	12	18	14	14
EBIT	1,405	1,778	2,208	2,548
财务费用	-13	-15	-1	2
资产减值损失	-1	-9	-11	-12
投资收益	18	32	40	48
营业利润	1,409	1,817	2,240	2,585
营业外收支	12	12	12	12
利润总额	1,420	1,829	2,252	2,597
所得税	333	429	528	602
净利润	1,087	1,400	1,724	1,994
归属于母公司净利润	1,091	1,400	1,723	1,994
EBITDA	1,488	1,884	2,364	2,706

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,735	1,921	2,407	2,927
应收账款及票据	817	1,124	1,384	1,575
预付款项	11	20	20	20
存货	3,342	4,255	5,261	6,062
其他流动资产	329	379	391	402
流动资产合计	6,235	7,699	9,463	10,986
长期股权投资	155	180	211	248
固定资产	15	66	115	174
无形资产	403	408	416	429
非流动资产合计	1,372	1,412	1,458	1,658
资产合计	7,607	9,111	10,921	12,645
短期借款	0	650	1,100	1,200
应付账款及票据	271	392	493	588
其他流动负债	1,206	1,534	1,713	1,941
流动负债合计	1,477	2,575	3,306	3,729
长期借款	18	18	18	18
其他长期负债	63	46	31	113
非流动负债合计	81	64	49	131
负债合计	1,558	2,639	3,355	3,860
股本	1,096	1,096	1,096	1,096
少数股东权益	7	7	7	7
股东权益合计	6,049	6,472	7,566	8,785
负债和股东权益合计	7,607	9,111	10,921	12,645

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	21.44	45.33	24.82	18.57
EBIT 增长率	-8.84	26.60	24.18	15.39
净利润增长率	-10.94	28.37	23.10	15.71
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.78	18.52	17.89	17.36
净利率	9.81	8.66	8.55	8.34
总资产收益率 ROA	14.34	15.37	15.78	15.77
净资产收益率 ROE	18.05	21.65	22.80	22.72
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.22	2.99	2.86	2.95
速动比率	1.75	1.20	1.16	1.23
现金比率	1.17	0.75	0.73	0.78
资产负债率 (%)	20.49	28.97	30.72	30.53
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	26.83	25.00	25.00	24.00
存货周转天数	138.51	118.00	116.00	112.00
总资产周转率	1.52	1.93	2.01	2.03
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.00	1.28	1.57	1.82
每股净资产	5.51	5.90	6.90	8.01
每股经营现金流	0.93	0.59	0.85	1.33
每股股利	0.60	0.57	0.71	0.82
<b>估值分析</b>				
PE	15	12	10	8
PB	2.7	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.16	8.82	7.02	6.14
股息收益率 (%)	3.99	3.83	4.71	5.45

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,087	1,400	1,724	1,994
折旧和摊销	83	105	156	158
营运资金变动	-177	-828	-934	-680
经营活动现金流	1,018	642	931	1,460
资本开支	-123	-59	-85	-133
投资	218	-5	0	0
投资活动现金流	101	-63	-85	-133
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	662	387	100
筹资活动现金流	-673	-393	-361	-807
现金净流量	446	186	486	520

## 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