

周大生 (002867.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 业绩符合预期，黄金产品继续引领

增长

业绩简评

- 公司10月30日公告3Q23营收/归母净利润44.2/3.55亿元、同比+15.15%/+2.86%，业绩符合预期，基数走高下增速环比放缓；扣非归母净利润3.47亿元、同比+12.35%。
- 毛利率&费用端均同比稳定。Q3毛利率同比-0.13PCT至17.78%，销售/管理费用率4.98%/0.56%、同比持平，归母净利率8.04%、同比-0.96PCT，扣非归母净利率同比-0.2PCT。

经营分析

- 分产品，黄金产品引领增长，镶嵌类继续承压。1-3Q23素金类/镶嵌类收入104.71/7.55亿元、分别同比+51.7%/-22.5%。黄金产品持续强化IP合作打造差异化竞争，单Q3收入同比+25.3%；镶嵌类承压明显，Q3收入同比-50.3%。
- 自营：Q3电商/自营线下表现延续亮眼。1-3Q23电商收入15.6亿元、同比+74.5%、占比12.49%(+2.49PCT)，其中镶嵌类/黄金类同比+57.4%/+120.3%；自营线下收入12.33亿元、同比+43.15%，其中镶嵌类/黄金类同比-8.14%/+50.42%。单Q3电商/自营线下收入同比+39.5%/+37.7%。
- 加盟：Q3收入同比+11.1%，基数走高+镶嵌类降幅扩大、增速环比放缓。1-3Q23加盟收入95.46亿元、同比+36.07%，其中，经销商进货需求继续下降、镶嵌类收入同比-31.29%，区域展销模式下黄金类收入同比+47.43%，品牌使用费同比+31.02%。
- Q3拓店步伐稳健。1-3Q23周大生品牌门店净增加215家(Q1-Q3分别净增21/98/96家)，包括加盟门店154家(Q1-Q3净增1/85/68家)、自营门店61家(Q1-Q3净增20/13/28家)；截至Q3末加盟/自营门店4521/310家。

盈利预测、估值与评级

- 拓店提质+产品升级助力成长，黄金产品继续引领增长。略上调盈利预测，预计23-25年归母净利润为14/17/19.6亿元，同比+28%/+21%/+15%，对应23-25年PE分别为12/10/8倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 终端消费疲软、加盟拓展不及预期、金价大幅波动等。

商贸零售组

分析师：罗晓婷 (执业S1130520120001)
luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价(人民币)：15.02元

相关报告：

- 1.《周大生公司点评：2Q23业绩符合预期，黄金产品&电商延续亮眼...》，2023.8.26
- 2.《周大生23年一季报点评：1Q23业绩增长良好，黄金高景气延续...》，2023.4.30



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,155	11,118	15,961	18,867	21,558
营业收入增长率	80.07%	21.44%	43.56%	18.21%	14.26%
归母净利润(百万元)	1,225	1,091	1,400	1,698	1,958
归母净利润增长率	20.85%	-10.94%	28.33%	21.33%	15.30%
摊薄每股收益(元)	1.117	0.995	1.277	1.550	1.787
每股经营性现金流净额	0.18	0.93	1.53	0.94	1.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.16%	18.05%	20.30%	21.11%	20.83%
P/E	15.92	14.10	11.76	9.69	8.41
P/B	3.37	2.54	2.39	2.05	1.75

来源：公司年报、国金证券研究所(注：股价更新至10月30日)

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	5,084	9,155	11,118	15,961	18,867	21,558	应收账款	1,680	1,289	1,735	2,654	3,061	3,822
增长率		80.1%	21.4%	43.6%	18.2%	14.3%	存货	157	706	848	891	1,104	1,262
主营业务成本	-2,998	-6,655	-8,808	-12,911	-15,196	-17,298	其他流动资产	2,391	2,748	3,342	3,397	4,080	4,644
%销售收入	59.0%	72.7%	79.2%	80.9%	80.5%	80.2%	流动资产	839	514	313	296	310	335
毛利	2,086	2,500	2,310	3,050	3,671	4,260	%总资产	5,068	5,257	6,239	7,237	8,556	10,063
%销售收入	41.0%	27.3%	20.8%	19.1%	19.5%	19.8%	长期投资	76.1%	74.9%	82.0%	83.9%	85.7%	87.4%
营业税金及附加	-69	-89	-106	-144	-189	-216	固定资产	708	689	164	164	164	164
%销售收入	1.4%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	%总资产	328	398	521	591	645	686
销售费用	-668	-697	-748	-790	-943	-1,078	无形资产	486	475	450	440	431	424
%销售收入	13.1%	7.6%	6.7%	5.0%	5.0%	5.0%	非流动资产	486	475	450	440	431	424
管理费用	-99	-97	-93	-93	-113	-129	%总资产	1,588	1,759	1,368	1,385	1,425	1,454
%销售收入	1.9%	1.1%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	资产总计	23.9%	25.1%	18.0%	16.1%	14.3%	12.6%
研发费用	-13	-14	-12	-13	-21	-24	资产总计	6,656	7,016	7,607	8,622	9,981	11,517
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	40	51	40	40	40
息税前利润 (EBIT)	1,237	1,604	1,351	2,011	2,405	2,813	应付款项	764	725	637	766	903	1,028
%销售收入	24.3%	17.5%	12.1%	12.6%	12.7%	13.1%	其他流动负债	476	342	789	864	945	1,008
财务费用	23	21	13	-34	-157	-225	流动负债	1,239	1,107	1,477	1,670	1,888	2,075
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.8%	1.0%	长期贷款	0	18	18	18	18	18
资产减值损失	-16	-112	0	-69	-14	-12	其他长期负债	26	94	63	34	25	18
公允价值变动收益	11	-1	-28	0	0	0	负债	1,266	1,219	1,558	1,722	1,930	2,111
投资收益	1	17	18	-90	0	0	普通股股东权益	5,386	5,787	6,042	6,894	8,044	9,399
%税前利润	0.1%	1.1%	1.2%	n. a.	0.0%	0.0%	其中：股本	731	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096
营业利润	1,309	1,579	1,409	1,818	2,234	2,576	未分配利润	2,723	3,071	3,557	4,408	5,558	6,914
营业利润率	25.7%	17.2%	12.7%	11.4%	11.8%	12.0%	少数股东权益	5	10	7	7	7	7
营业外收支	15	12	12	0	0	0	负债股东权益合计	6,656	7,016	7,607	8,622	9,981	11,517
税前利润	1,324	1,591	1,420	1,818	2,234	2,576	比率分析						
利润率	26.0%	17.4%	12.8%	11.4%	11.8%	12.0%							
所得税	-310	-369	-333	-418	-536	-618	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
所得税率	23.5%	23.2%	23.5%	23.0%	24.0%	24.0%	每股指标						
净利润	1,013	1,222	1,087	1,400	1,698	1,958	每股收益	1.387	1.117	0.995	1.277	1.550	1.787
少数股东损益	0	-3	-3	0	0	0	每股净资产	7.369	5.279	5.513	6.290	7.340	8.577
归属于母公司的净利润	1,013	1,225	1,091	1,400	1,698	1,958	每股经营现金净流	1.863	0.179	0.929	1.527	0.940	1.301
净利率	19.9%	13.4%	9.8%	8.8%	9.0%	9.1%	每股股利	0.600	0.800	0.600	0.500	0.500	0.550
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	净资产收益率	18.81%	21.16%	18.05%	20.30%	21.11%	20.83%
净利润	1,013	1,222	1,087	1,400	1,698	1,958	总资产收益率	15.22%	17.45%	14.34%	16.23%	17.01%	17.00%
少数股东损益	0	-3	-3	0	0	0	投入资本收益率	17.54%	21.03%	16.90%	22.25%	22.55%	22.59%
非现金支出	55	180	83	90	36	35	增长率						
非经营收益	-7	-27	25	133	3	3	主营业务收入增长率	-6.53%	80.07%	21.44%	43.56%	18.21%	14.26%
营运资金变动	300	-1,179	-177	51	-707	-570	EBIT 增长率	4.87%	29.60%	-15.78%	48.86%	19.64%	16.96%
经营活动现金净流	1,361	197	1,018	1,673	1,030	1,425	净利润增长率	2.21%	20.85%	-10.94%	28.33%	21.33%	15.30%
资本开支	-131	-153	-123	-77	-62	-52	总资产增长率	12.39%	5.41%	8.43%	13.34%	15.76%	15.39%
投资	-525	431	218	0	0	0	资产管理能力						
其他	18	12	6	-90	0	0	应收账款周转天数	7.5	16.3	24.6	19.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-638	290	101	-167	-62	-52	存货周转天数	303.7	140.9	126.2	98.0	100.0	100.0
股权募资	0	8	0	0	0	0	应付账款周转天数	44.8	20.4	12.1	8.0	8.0	8.0
债权募资	0	18	0	-23	0	0	固定资产周转天数	1.7	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4
其他	-336	-904	-673	-552	-551	-605	偿债能力						
筹资活动现金净流	-336	-878	-673	-575	-551	-605	净负债/股东权益	-31.18%	-21.24%	-27.55%	-37.62%	-37.30%	-40.02%
现金净流量	387	-391	446	931	416	768	EBIT 利息保障倍数	-52.9	-75.0	-102.7	59.8	15.3	12.5
							资产负债率	19.01%	17.37%	20.49%	19.97%	19.34%	18.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分, 为“增持”得 2 分, 为“中性”得 3 分, 为“减持”得 4 分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1. 00 =买入; 1. 01~2. 0=增持 ; 2. 01~3. 0=中性

3. 01~4. 0=减持

来源: 聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-02-09	买入	19.20	22.62
2	2022-03-14	买入	16.69	N/A
3	2022-05-01	买入	12.58	N/A
4	2022-07-29	买入	14.16	N/A
5	2022-08-30	买入	13.08	N/A
6	2022-10-28	买入	11.55	N/A
7	2023-04-30	买入	16.92	N/A
8	2023-08-26	买入	15.69	N/A

来源: 国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;

中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806
