

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

珠宝首饰及钟表

周大生 (002867.SZ)

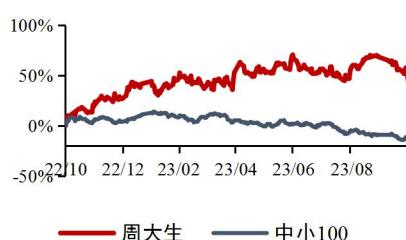
买入-B(维持)

23Q3 线下净开店 96 家，线上渠道营收同比增长近 40%

2023 年 10 月 31 日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

## 市场数据：2023 年 10 月 30 日

收盘价（元）：	15.02
年内最高/最低（元）：	18.58/10.89
流通 A 股/总股本(亿)：	10.84/10.96
流通 A 股市值（亿）：	162.75
总市值（亿）：	164.61

## 基础数据：2023 年 9 月 30 日

基本每股收益：	1.01
摊薄每股收益：	1.01
每股净资产(元)：	5.63
净资产收益率：	17.72

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

## 事件描述

➤ 公司发布 2023 年三季报。2023 年前三季度，公司实现营收 124.94 亿元，同比增长 39.81%，实现归母净利润 10.95 亿元，同比增长 17.69%，实现扣非净利润 10.54 亿元，同比增长 21.20%。

## 事件点评

➤ **23Q3 公司营收增速环比有所放缓，归母净利润恢复为 2021 年同期 9 成水平。** 营收端，2023Q1-Q3，公司实现营收 124.94 亿元，同比增长 39.81%。分季度看，23Q1-23Q3 分别实现营收 41.22、39.52、44.20 亿元，同比增长 49.65%、68.63%、15.15%。**业绩端**，2023Q1-Q3，公司实现归母净利润 10.95 亿元，同比增长 17.69%。分季度看，23Q1-23Q3 分别实现归母净利润 3.65、3.74、3.55 亿元，同比增长 26.06%、26.82%、2.86%。**2023Q1-Q3**，公司实现扣非净利润 10.54 亿元，同比增长 21.20%。分季度看，23Q1-Q3 分别实现扣非净利润 3.56、3.51、3.47 亿元，同比增长 26.49%、25.63%、12.35%。2023 年第三季度，公司归母净利润增速慢于营收增速，主因：1) 当季政府补助同比下降；2) 当季毛利率小幅下滑；3) 当季期间费用率小幅提升；4) 黄金租赁业务到期归还所形成的投资损失同比增加。考虑 2022 年同期业绩低基数，23Q1-Q3 公司归母净利润分别为 2021 年同期的 155.3%、99.7%、89.6%。2023Q1-Q3，公司归母净利润为 2021 年同期的 108.8%。

➤ **2023 年前三季度公司净开门店合计 215 家，线上渠道延续高速增长。** 2023Q1-Q3，自营线下、线上、加盟渠道营收占比分别为 9.87%、12.49%、76.40%。其中，**自营线下渠道**，2023Q1-Q3 实现营收 12.33 亿元，同比增长 43.15%，期末门店数量 310 家，较年初净增 61 家。**线上渠道**，2023Q1-Q3，实现营收 15.60 亿元，同比增长 74.51%，其中镶嵌、素金品类分别实现营收 1.14、11.04 亿元，同比增长 57.4%、120.27%。**加盟渠道**，2023Q1-Q3，实现营收 95.46 亿元，同比增长 36.07%，期末门店数量 4521 家，较年初净增 154 家。今年 3 季度，公司线下渠道净开店 96 家，拓店节奏环比基本持平，线上渠道延续高增，单季收入增长接近 40%。

➤ **黄金产品依然为收入增长主要驱动力，镶嵌产品 Q3 下滑压力加大。** 分产品看，**镶嵌产品**，2023Q1-Q3，实现营收 7.55 亿元，同比下降 22.48%。23Q3，实现营收 2.29 亿元，同比下降 50.3%。**素金产品**，2023Q1-Q3，实现营收 104.71 亿元，同比增长 51.67%。23Q3，实现营收 37.40 亿元，同比增长 25.3%。2023Q1-Q3，镶嵌产品、素金产品营收占公司收入比重为 6.0%、83.8%。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



➤ 23Q3 销售毛利率同比基本持平，费用率基本保持稳定。盈利能力方面，2023Q1-Q3，公司毛利率同比下滑 2.1pct 至 18.2%，23Q1、23Q2、23Q3 毛利率分别为 17.91%、19.04%、17.78%，同比分别下滑 2.3pct、5.5pct、0.1pct。期间费用率方面，2023Q1-Q3，期间费用率合计下滑 0.8pct 至 5.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 4.9%/0.6%/0.1%/-0.0%，同比-0.8/-0.2/-0.0/+0.1pct；23Q3，期间费用率合计提升 0.02pct 至 5.59%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 4.98%/0.56%/0.06%/-0.01%，同比+0.02/-0.03/-0.01/+0.04pct。综合影响下，2023Q1-Q3，公司归母净利润率 8.8%，同比下滑 1.6pct，23Q1、23Q2、23Q3 归母净利润率分别为 8.9%、9.5%、8.0%，同比下滑 1.7pct、3.1pct、1.0pct。存货方面，截至 2023Q3 末，公司存货为 35.69 亿元，同比增长 16.52%，存货周转天数 91 天，同比减少 19 天。经营现金流方面，2023Q1-Q3，公司经营活动现金流净额为-1.09 亿元，同比下降 151.48%，其中 23Q1、23Q2、23Q3 经营活动现金流净额分别为 6.9、0.3、-8.3 亿元。

### 投资建议

➤ 2023 年第三季度，从渠道角度看，公司线下渠道保持渠道扩张，展店节奏环比基本持平，线上渠道增速虽然环比放缓，但整体仍实现高增长。从品类角度看，3 季度镶嵌产品表现乏力，营收下滑幅度超预期，黄金产品在金价上涨带动下，仍为营收增长主要驱动力，产品结构变化也使得公司毛利率同比下滑。根据公司前三季度业绩情况，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.23、1.45、1.70 元，10 月 30 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 12.2、10.3、8.8 倍，维持“买入-B”建议。

### 风险提示

➤ 黄金价格大幅波动；门店拓展不及预期；电商渠道增速不及预期。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,155	11,118	15,208	17,617	20,413
YoY(%)	80.1	21.4	36.8	15.8	15.9
净利润(百万元)	1,225	1,091	1,344	1,591	1,864
YoY(%)	20.9	-10.9	23.3	18.3	17.2
毛利率(%)	27.3	20.8	18.7	18.8	18.9
EPS(摊薄/元)	1.12	1.00	1.23	1.45	1.70
ROE(%)	21.1	18.0	19.9	20.5	20.8
P/E(倍)	13.4	15.1	12.2	10.3	8.8
P/B(倍)	2.8	2.7	2.4	2.1	1.8
净利率(%)	13.4	9.8	8.8	9.0	9.1

资料来源：最闻，山西证券研究所



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5257	6235	8549	6982	10661	<b>营业收入</b>	9155	11118	15208	17617	20413
现金	1289	1735	1521	2744	3362	营业成本	6655	8808	12365	14301	16545
应收票据及应收账款	683	817	819	1290	1024	营业税金及附加	89	106	164	192	209
预付账款	10	11	32	9	38	营业费用	697	748	760	881	1000
存货	2748	3342	5683	2489	5784	管理费用	97	93	91	106	102
其他流动资产	527	329	493	450	454	研发费用	14	12	18	28	31
<b>非流动资产</b>	1759	1372	2091	2085	2150	财务费用	-21	-13	-3	57	113
长期投资	2	155	206	274	364	资产减值损失	-112	0	0	0	0
固定资产	23	15	149	244	316	公允价值变动收益	-1	-28	10	0	0
无形资产	427	403	443	432	425	投资净收益	17	18	-90	4	5
其他非流动资产	1307	798	1294	1136	1045	<b>营业利润</b>	1579	1409	1732	2057	2417
<b>资产总计</b>	7016	7607	10640	9067	12811	营业外收入	13	12	21	18	16
<b>流动负债</b>	1107	1477	3832	1253	3756	营业外支出	1	1	3	3	2
短期借款	0	0	482	0	0	<b>利润总额</b>	1591	1420	1750	2071	2431
应付票据及应付账款	345	271	1605	333	1696	所得税	369	333	408	484	567
其他流动负债	762	1206	1744	921	2060	<b>税后利润</b>	1222	1087	1342	1588	1864
<b>非流动负债</b>	112	81	75	83	73	少数股东损益	-3	-3	-3	-3	0
长期借款	18	18	14	11	7	<b>归属母公司净利润</b>	1225	1091	1344	1591	1864
其他非流动负债	94	63	61	73	66	EBITDA	1588	1407	1767	2101	2418
<b>负债合计</b>	1219	1558	3907	1337	3829						
少数股东权益	10	7	4	1	1						
股本	1096	1096	1096	1096	1096						
资本公积	1333	1327	1327	1327	1327						
留存收益	3551	4105	4838	5656	6594						
归属母公司股东权益	5787	6042	6728	7729	8981						
<b>负债和股东权益</b>	7016	7607	10640	9067	12811						
<b>现金流表(百万元)</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
<b>经营活动现金流</b>	197	1018	914	2402	1481						
净利润	1222	1087	1342	1588	1864						
折旧摊销	35	38	51	79	78						
财务费用	-21	-13	-3	57	113						
投资损失	-17	-18	90	-4	-5						
营运资金变动	-1188	-176	-609	694	-559						
其他经营现金流	166	99	43	-11	-10						
<b>投资活动现金流</b>	290	101	-898	-60	-128						
<b>筹资活动现金流</b>	-878	-673	-713	-636	-735						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.00	1.23	1.45	1.70	P/E					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.93	0.83	2.19	1.35	P/B					
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.51	6.14	7.05	8.20	EV/EBITDA					
							13.4	15.1	12.2	10.3	8.8
							2.8	2.7	2.4	2.1	1.8
							9.6	10.5	8.8	6.6	5.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

**北京**

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

