



Research and  
Development Center

# 黄金产品转型顺畅，2023 年省代体系理顺再出发

## —周大生(002867)公司深度报告

2024 年 04 月 19 日

刘嘉仁  
社零&美护首席分析师  
S1500522110002  
liujiaren@cindasc.com

蔡昕好  
商贸零售分析师  
S1500523060001  
caixinyu@cindasc.com

### 相关研究

- 周大生 (002867.SZ) 23Q3 点评：门店增长稳健，黄金、电商延续亮眼表现
- 周大生 (002867.SZ) 2023H1 点评：Q2 拓店提速，门店经营质量显著改善
- 周大生 (002867.SZ) 2022 年报及 23Q1 点评

证券研究报告

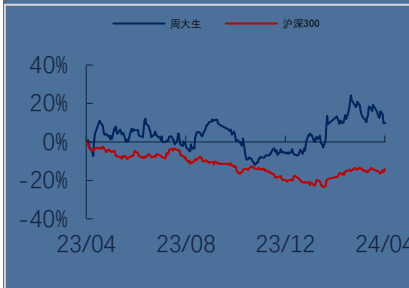
公司研究

公司深度报告

周大生(002867)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	17.86
52周内股价波动区间(元)	20.19-14.30
最近一月涨跌幅(%)	-8.78
总股本(亿股)	10.96
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	195.73

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 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

# 周大生深度报告：黄金产品转型顺畅，2023年省代体系理顺再出发

2024年04月19日

本期内容提要：

- ◆**2021年以来顺应消费趋势，积极向黄金产品转型，充分受益行业高景气，2023Q1-3业绩创历史新高。**黄金为近年来我国珠宝市场占比最高、且景气度领先的品类。根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，2022年我国珠宝市场销售收入规模7190亿元，17-22年复合增速为5.5%，其中黄金产品的销售占比持续提升，从2017年的48%提升至2022年的57%，且弗若斯特沙利文预计2027年将进一步提升至60%，金价持续上行背景下，量价共同驱动黄金珠宝行业规模增长。公司早期主营钻石产品，2021年开始积极把握行业变化，加大黄金产品布局，依托其经营钻石业务所沉淀的产品设计、品牌运营经验，赋能黄金产品的开发，经历2年蓄力并受益于黄金消费高景气，在2023年业绩上取得亮眼表现。2023Q1-3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%，较2021Q1-3增长8.9%，前三季度业绩创历史新高。2024年3月以来金价持续新高，公司前瞻性地把握行业变化趋势，较早进行转型布局，有望在2024年及往后持续受益行业景气。
- ◆**省代体系逐步理顺，2023年净开店超预期，重回快速扩张期。**2021年下半年，公司引入省级服务中心业务模式，由省代承担服务商、批发商、加盟商、担保方等职能，助力渠道加速扩张。2020-2022年公司经历3年渠道调整（开店速度放缓）之后，省代体系逐步理顺，2023年重回快速扩张期，截至2023年末公司门店总数5106家，其中加盟4775家，自营331家，分别净开店408家、82家，全年合计净开店490家，相较2020-2022年净开店有明显提速。目前周大生门店总数在中国大陆黄金珠宝品牌中排名第三，前二分别为周大福珠宝（2023年末在中国大陆共7501家）、老凤祥（5994家）。
- ◆**黄金产品的亮眼表现使得2023年加盟单店毛利有望恢复至接近2018年高点水平。**2023H1加盟单店收入、毛利表现亮眼，单店毛利较历史最好的2018H1进一步增长17%，在高毛利镶嵌产品消费承压的情况下，公司依靠积极的黄金转型取得突破性成绩。2023H1加盟单店收入为136.29万元，同增52%，单店毛利为19.95万元，同增28%，较2021H1分别增长242%/20%，其中黄金产品/镶嵌产品/品牌使用费/加盟管理服务费的单店毛利分别为5.64/2.24/9.79/2.27万元，同比增长74%/-13%/33%/-3%，较2021H1分别+825%/-55%/+13%/-6%，自主黄金产品及指定供应商模式下的黄金产品（品牌使用费）均取得较好增长。我们预计2023年公司加盟单店毛利约38万元，接近历史较高的2018年和2021年（分别为39.81、39.15万元）。预计2023年镶嵌类占加盟渠道收入/毛利的比重分别为4%/8%，黄金产品中加盟商自结算（指定供应商模式，在报表上体现为品牌使用费收入）和自主产品单店毛利占比分别为51%/26%。
- ◆**电商运营经验丰富，与线下的差异化定位取得良好效果，2023年电商收入有望高基数下提速增长。**公司线上渠道布局较早，2013年即组建电商团队，积累了丰富的电商运营经验，差异化布局低价配饰类产品，如设计感更强、单价较低的银饰及一口价素金品类等，从价格、品类、特点上区隔

于线下门店，力图打造低单价、高频次、高复购的快消模式。2018 年以来公司电商业务营收规模逐年增长，且除 2021 年基数影响之外，一直保持着 30% 以上的较快增速，电商收入占比从 2018 年的 7% 提升至 2022 年的 14%，我们预计 2023 年电商收入有望延续提速增长。2023Q1-3 公司电商业务实现营业收入 15.6 亿元，同比增长 74.51%，占总营收的 12.49%。

- ◆ **家族持股集中、现金流稳健，公司有望维持较高分红率。**公司 2017 年上市以来一直维持较高分红率，2021 年、2022 年均达到 60% 及以上。2023H1 公司现金分红总额为 3.26 亿元，分红率为 44%。我们预计公司 2023 全年累计分红额维持同比增长，按照累计分红率 55% 计算，则对应 4 月 18 日收盘价股息率为 3.78%。由于公司股权结构集中，董事长家族持股比例高且核心管理层稳定，在现金流健康、资产负债率较低且无较大资本开支的预期下，我们认为公司有望延续较高的分红比例。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 168.5/200.5/227.2 亿元，同增 52%/19%/13%，归母净利润分别为 13.5/15.4/17.1 亿元，同增 23%/14%/11%。公司自 2021 年开始引入省代模式、积极转型黄金，2023 年以来取得亮眼表现，并有望在 2024-2025 年继续受益份额提升&行业景气兑现稳健业绩增长，给予 2024 年目标 PE 16X，目标市值 246 亿元，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**金价上涨、开店超预期、分红率超预期、电商销售超预期。
- ◆ **风险因素：**金价剧烈波动；拓店不及预期；消费需求疲软；跨市场选取可比公司风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,155	11,118	16,850	20,047	22,723
增长率 YoY %	80.1%	21.4%	51.6%	19.0%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,225	1,091	1,346	1,538	1,711
增长率 YoY%	20.9%	-10.9%	23.4%	14.3%	11.2%
毛利率%	27.3%	20.8%	17.3%	16.6%	16.1%
净资产收益率ROE%	21.2%	18.0%	20.1%	20.5%	20.5%
EPS(摊薄)(元)	1.12	1.00	1.23	1.40	1.56
市盈率 P/E(倍)	15.98	17.95	14.54	12.72	11.44
市净率 P/B(倍)	3.38	3.24	2.92	2.60	2.34

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 18 日收盘价

投资聚焦	6
1、2021年以来顺应消费趋势，积极向黄金产品转型，充分受益行业高景气	6
2、线下：省代体系逐步理顺，2023年净开店超预期，加盟单店毛利有望恢复至接近历史最好水平	9
2.1、2021年引入省代模式，2023年重回快速扩张期	9
2.2、我们预计2023年加盟单店毛利有望恢复至接近2018年高点水平	11
2.3、自营单店稳步恢复，以自营模式开拓原弱势区域&进驻高线城市核心点位	12
3、电商：运营经验丰富，与线下的差异化定位取得良好效果	14
4、家族持股集中、现金流稳健，公司有望维持较高分红率	17
4.1、公司股权结构集中，核心管理层稳定，董事长家族合计持股63%	18
4.2、公司现金流健康，ROE维持在较高水平	19
5、盈利预测、估值与投资评级	20
5.1、盈利预测及假设	20
5.2、估值与投资建议	23
6、风险因素	24

## 表目录

表1：周大生品牌矩阵	7
表2：周大生省代模式梳理	9
表3：周大生电商业务发展历程	14
表4：周大生电商三种模式及特征	15
表5：公司核心管理层稳定	19
表6：公司自营店渠道盈利预测（百万元）	21
表7：公司加盟店渠道盈利预测（百万元）	22
表8：公司盈利预测（百万元）	23
表9：可比公司估值表	24

## 图目录

图1：中国珠宝市场黄金产品销售占比持续提升（十亿元）	6
图2：中国珠宝市场按材料划分的规模复合增速（%）	6
图3：2023年以来国内金价持续上涨（元/克）	7
图4：中国黄金首饰及投资类产品消费量（吨）	7
图5：周大生历史营收及同比（百万元，%）	8
图6：周大生历史归母净利润及同比（百万元，%）	8
图7：周大生历史毛利率和净利率（%）	8
图8：公司门店数量	10
图9：重点品牌历年净开店数量	10
图10：重点品牌中国大陆门店数	10
图11：公司加盟门店分布	11
图12：公司自营门店分布	11
图13：公司加盟单店收入结构（报表口径，万元）	12
图14：公司加盟单店毛利结构（报表口径，万元）	12
图15：公司加盟单店分产品毛利率（报表口径）	12
图16：公司自营单店收入结构（百万元）	13
图17：公司自营单店毛利结构（百万元）	13
图18：公司自营分产品毛利率	14
图19：公司电商业务营收及增速	15
图20：公司电商收入占比	15
图21：公司天猫旗舰店主推款式以低克重低单价黄金为主，与线下产品形成区格	16
图22：公司电商渠道分产品收入结构（亿元）	17
图23：公司电商渠道分产品收入增速	17
图24：公司电商毛利率	17
图25：公司上市以来维持较高分红率	18
图26：公司2021年以来实现较高股息率	18
图27：公司股权结构集中，董事长家族持股63%	18

图 28: 公司经营现金流净额及净现比 .....	20
图 29: 公司历史加权 ROE 水平 .....	20
图 30: 公司历史 ROA 水平 .....	20
图 31: 公司历史资产负债率水平 .....	20

## 投资聚焦

公司早期主要聚焦钻石产品，2021年以来顺应消费趋势，积极向黄金产品转型，依托其经营钻石业务所沉淀的产品设计、品牌运营经验，赋能黄金产品的开发，受益于黄金消费高景气，充分展现其前瞻的行业洞察能力和品牌运营能力。

以加盟为主的销售模式下，2023年省代体系逐步理顺，重回快速扩张期，且得益于黄金的亮眼表现加盟单店毛利有望恢复至接近历史最好水平，我们看好公司未来依靠拓店&同店增长带来的业绩成长性。

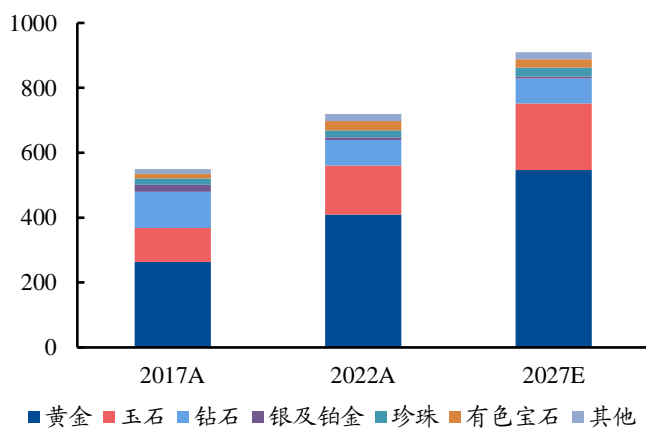
公司2017年上市以来一直维持较高分红率，2021年、2022年均达到60%及以上。在家族持股集中、核心管理层稳定、现金流健康的条件下，我们认为公司有望延续较高分红率。

我们预计公司2023-2025年营收分别为168.5/200.5/227.2亿元，同增52%/19%/13%，归母净利润分别为13.5/15.4/17.1亿元，同增23%/14%/11%。公司自2021年开始引入省代模式、积极转型黄金，2023年以来取得亮眼表现，并有望在2024-2025年继续受益份额提升&行业景气兑现稳健业绩增长，给予2024年目标PE 16X，目标市值246亿元，给予“买入”评级。

## 1、2021年以来顺应消费趋势，积极向黄金产品转型，充分受益行业高景气

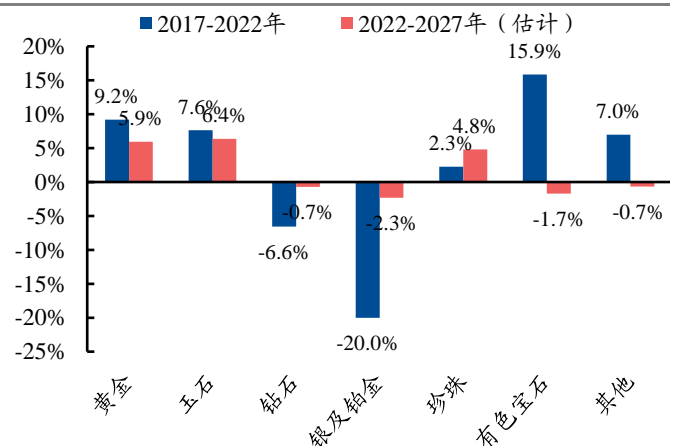
**黄金为近年来我国珠宝市场占比最高、且景气度领先的品类。**根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，2022年我国珠宝市场销售收入规模7190亿元，17-22年复合增速为5.5%，预计至2027年规模达到9090亿元，22-27年复合增速预测为4.8%，维持稳定增长。其中，黄金产品的销售占比持续提升，从2017年的48%提升至2022年的57%，且弗若斯特沙利文预计2027年将进一步提升至60%。

图1：中国珠宝市场黄金产品销售占比持续提升（十亿元）



资料来源：老铺黄金招股书，弗若斯特沙利文，中国珠宝玉石首饰行业协会，信达证券研究开发中心

图2：中国珠宝市场按材料划分的规模复合增速（%）



资料来源：老铺黄金招股书，弗若斯特沙利文，中国珠宝玉石首饰行业协会，信达证券研究开发中心



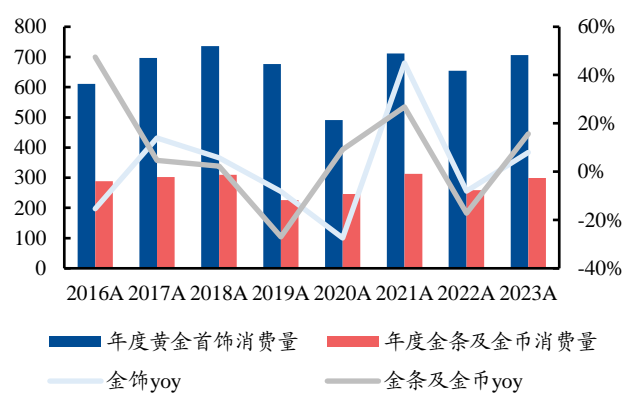
金价上行进一步激发消费热情，行业规模增长由量价共同驱动。根据中国黄金协会数据，2023年我国黄金首饰消费量706.48吨，同比增长8%，投资类黄金消费量299.6吨，同比增长16%，分别恢复至2021年的99%/96%，为2019年的104%/133%。2021-2023年在金价呈波动上行的背景下，消费量展现高景气度，2021、2023年均超疫情前（2019年）水平，量价共同驱动黄金产品行业规模增长。

图3：2023年以来国内金价持续上涨（元/克）



资料来源：iFind，上海黄金交易所，信达证券研究开发中心

图4：中国黄金首饰及投资类产品消费量（吨）



资料来源：中国黄金协会，信达证券研究开发中心

周大生珠宝股份有限公司成立于2007年，早期主营钻石产品，2021年开始积极把握行业变化，加大黄金产品布局。公司根据情景风格珠宝人群定位、用户画像、消费者一生中黄金产品特有的购买动机及应用场景构建了黄金产品矩阵，从“情感表达、时尚装扮、文创IP”三大产品研发方向，打造了“欢乐童年、浪漫花期、幸福花嫁、吉祥人生、美丽人生、璀璨人生”六大黄金产品线，并在每条黄金产品线下，打造了不同产品系列。

表1：周大生品牌矩阵

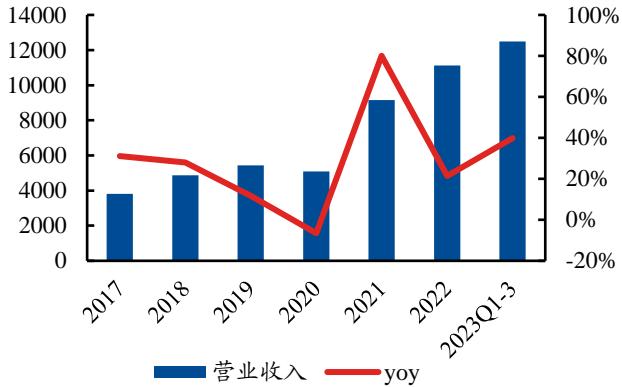
品牌	成立时间	核心产品	品牌定位及理念	产品系列
周大生	2007年	钻石镶嵌首饰、素金首饰	“情感表达、时尚装扮、文创IP”	欢乐童年、浪漫花期、幸福花嫁等六大黄金产品线
今生金饰	1995年成立，2021年由公司正式控股	原创婚恋珠宝	打造以今生金饰为核心，深度融合婚尚高订、婚庆禧礼、幸福服务“四位一体”的婚恋业务	四大礼系列、摘星圆梦系列
BLOVE	2008年成立，2021年被公司收购	高端婚戒定制	专注婚戒设计定制	寓意系列、纪念系列、家族符号系列
Design Circles	2019年成立	8K金+镶钻珠宝	社交珠宝品牌，源于对“人”与“社交”的思考，社交珠宝概念来源于珠宝最原始诉求的升华，传递女性真实自我，给女性带来自信和愉悦，连接人与人的沟通	复古星式系列

资料来源：公司公告，今生金饰微信公众号，BLOVE官网，信达证券研究开发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

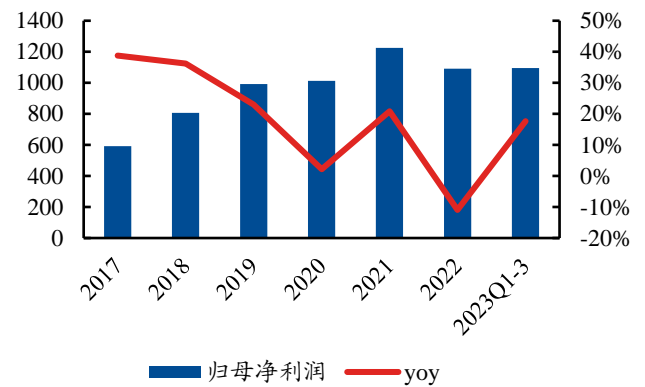
公司依托其经营钻石业务所沉淀的产品设计、品牌运营经验，赋能黄金产品的开发，经历2年蓄力并受益于黄金消费高景气，在2023年业绩上取得亮眼表现。2023Q1-3公司实现营收124.94亿元，同增39.81%；归母净利润10.95亿元，同增17.69%，较2021Q1-3增长8.9%，前三季度业绩创历史新高。

图5：周大生历史营收及同比（百万元，%）



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研究开发中心

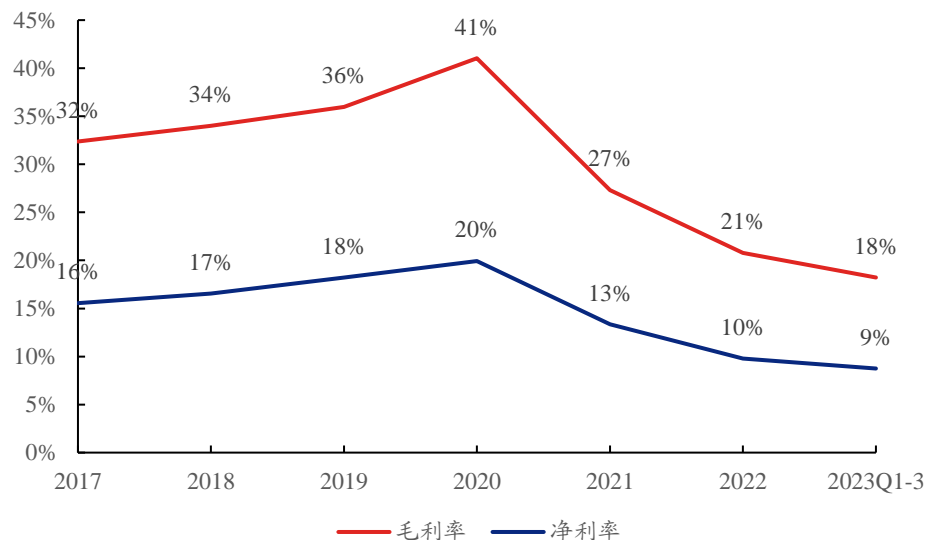
图6：周大生历史归母净利润及同比（百万元，%）



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研究开发中心

公司原有黄金产品业务采用指定供应商模式为主，即加盟商直接向公司指定的黄金代工厂选品及采购，公司不负责黄金原料采购、黄金产品设计及生产等环节。公司向加盟商收费模式为收取品牌使用费的形式，报表端毛利率为100%。2021年转型黄金产品之后，加强硬金、5G、古法等精品黄金产品开发，逐步提高了自主黄金产品的收入占比，这部分产品由公司负责黄金原料采购，销售额全部计入收入，故在报表端体现的毛利率较低，使得财务数据角度公司2021年营收规模增幅较大，而毛、净利率有明显下降。

图7：周大生历史毛利率和净利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心



2024年3月以来，金价再次呈现大幅上涨，我们认为在此背景下黄金消费景气度有望维持高位，公司前瞻性地把握行业变化趋势，较早进行转型布局，有望在2024年及往后持续受益行业景气。

## 2、线下：省代体系逐步理顺，2023年净开店超预期，加盟单店毛利有望恢复至接近历史最好水平

### 2.1、2021年引入省代模式，2023年重回快速扩张期

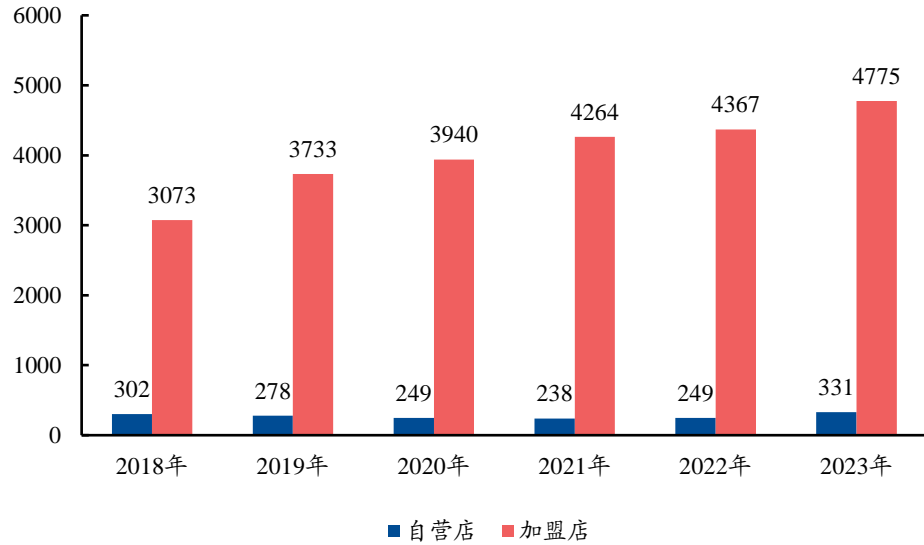
2021年下半年，公司引入省级服务中心业务模式。公司将省代定位省级服务商，承担相应的门店拓展和区域销售任务，同时省代按照公司要求在当地设立区域黄金展销配货服务中心，在公司组织黄金巡展销售期间提供相应服务，包括提供巡展销售场地、安保、物流管控等完整的供应链服务。

表 2：周大生省代模式梳理

省代的主要职责	省代的五大优势
<b>服务商：</b> 省代主要角色定位，承担门店拓展、运营、产品物流配送服务等职能	丰富的客户资源 渠道关系与渠道资源
<b>批发商：</b> 供货模式新增省代区域展销模式	成熟品牌发展和运营以及零售管理经验
<b>加盟商：</b> 公司根据省代所属区域所有加盟店的黄金、镶嵌产品批发销售量/销售额，向省代支付平台服务费	产品组织、展销服务、物流配送等的的能力
<b>担保方：</b> 短期赊销服务大幅增加公司应收账款，省代承担金融担保职能	长期专注区域市场沉淀的供应链大数据，对渠道发展运营及供应链金融服务提供重要数据支撑

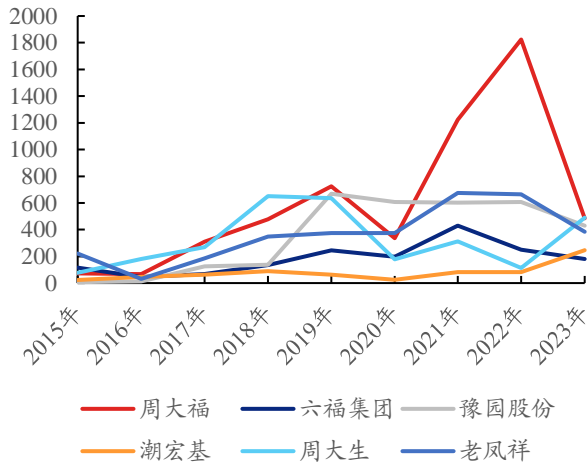
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2020-2022年公司经历3年渠道调整（开店速度放缓）之后，省代体系逐步理顺，2023年重回快速扩张期。截至2023年末公司门店总数5106家，其中加盟4775家，自营331家，分别净开店408家、82家，全年合计净开店490家，相较2020-2022年净开店有明显提速。自2021年公司首次提出省代模式以来，2021-2022年经历模式探索、疫情等客观因素影响，2023年省代体系逐步梳理到位。我们预计2024年净开店400-500家，模式理顺之后有望延续较快渠道扩张速度。

**图8：公司门店数量**


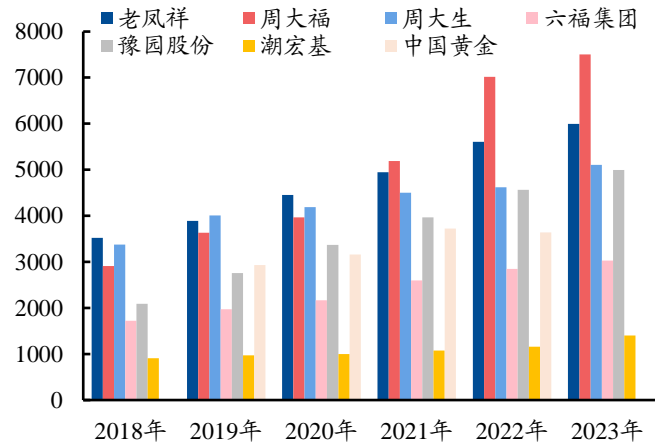
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

目前周大生门店总数在中国大陆黄金珠宝品牌中排名第三，前二分别为周大福珠宝（2023年末在中国大陆共 7501 家）、老凤祥（5994 家）。

**图9：重点品牌历年净开店数量**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

注：豫园股份统计旗下老庙+亚一门店数，周大福统计“周大福珠宝”在中国大陆门店数，六福集团统计“六福”品牌在中国大陆门店数。

**图10：重点品牌中国大陆门店数**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

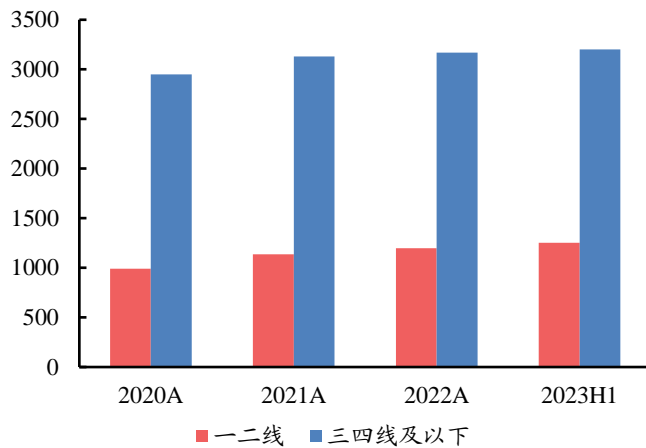
注：豫园股份统计旗下老庙+亚一门店数，周大福统计“周大福珠宝”在中国大陆门店数，六福集团统计“六福”品牌在中国大陆门店数。

公司门店分布集中在西南、华中、华北，优势区域包含西南、京津冀等。2023 年开始公司通过自营的模式加强华南区域布局。自营店的经营区域主要为直辖市、部分省会城市等中大型城市的主城区，其他区域主要由加盟商经营。

截至 2023. 6. 30，周大生终端门店中专卖店数量 2051 家，占门店总数的 43. 32%，商场专柜

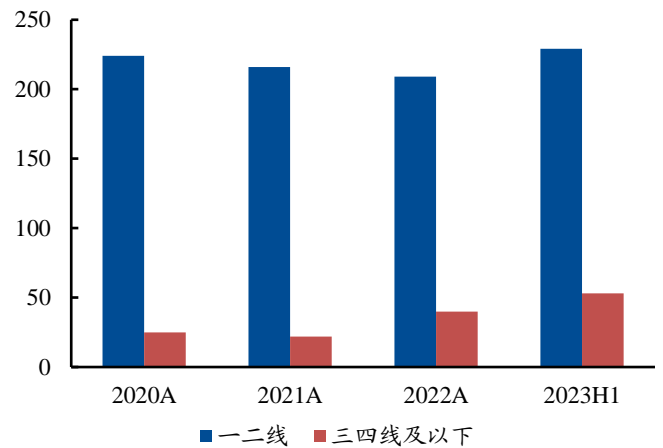
店数量 2684 家，占门店总数的 56.68%。按门店所在城市线级划分，分布在一二线的终端门店 1481 家，占比 31.28%；分布在三四线及以下城市的终端门店 3254 家，占比 68.72%；其中 81.21% 的自营终端门店集中在一二线城市，71.88% 的加盟终端门店分布在三四线及以下线级城市。

图11：公司加盟门店分布



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图12：公司自营门店分布

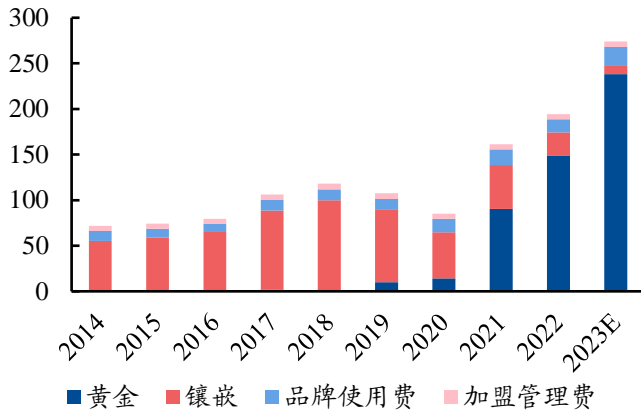


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

## 2.2、我们预计 2023 年加盟单店毛利有望恢复至接近 2018 年高点水平

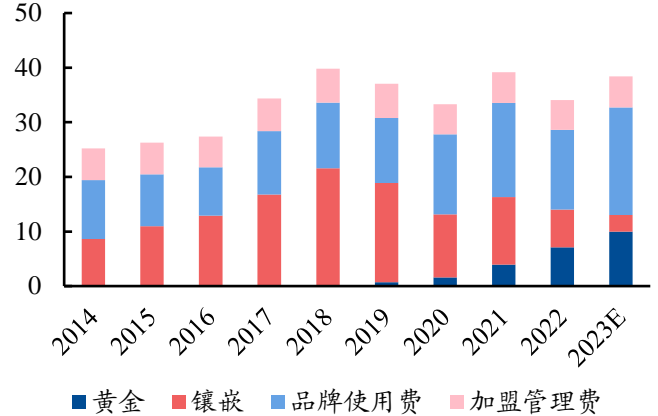
2023H1 加盟单店收入、毛利表现亮眼，单店毛利较历史最好的 2018H1 进一步增长 17%，在高毛利镶嵌产品消费进一步承压的情况下，公司依靠积极的黄金转型取得突破性成绩。2023H1 加盟单店收入为 136.29 万元，同增 52%，单店毛利为 19.95 万元，同增 28%，较 2021H1 分别增长 242%/20%，其中黄金产品/镶嵌产品/品牌使用费/加盟管理服务费的单店毛利分别为 5.64/2.24/9.79/2.27 万元，同比增长 74%/-13%/33%/-3%，较 2021H1 分别 +825%/-55%/+13%/-6%，自主黄金产品及指定供应商模式下的黄金产品（品牌使用费）均取得较好增长。

我们预计 2023 年公司加盟单店毛利约 38 万元，接近历史较高的 2018 年和 2021 年（分别为 39.81、39.15 万元）。预计 2023 年镶嵌类占加盟渠道收入/毛利的比重分别为 4%/8%，黄金产品中加盟商自结算（指定供应商模式，在报表上体现为品牌使用费收入）和自主产品单店毛利占比分别为 51%/26%。

**图13：公司加盟单店收入结构（报表口径，万元）**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

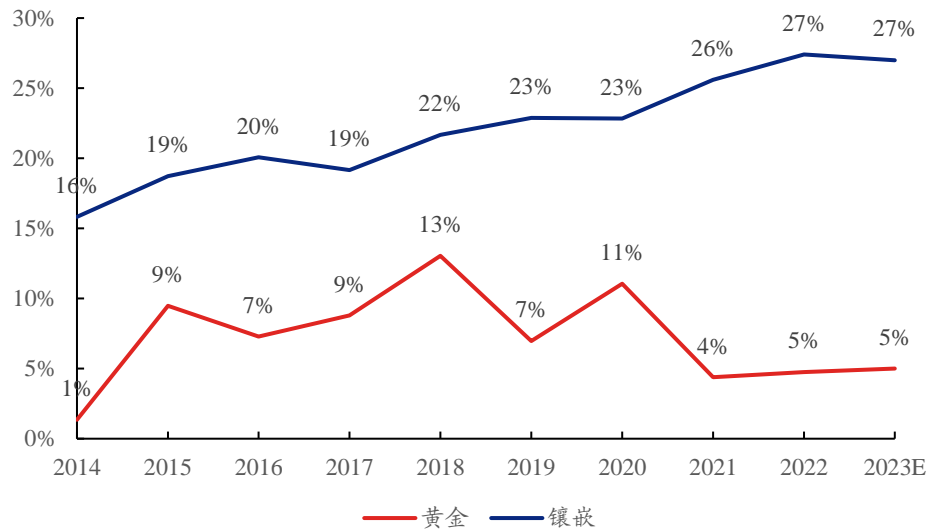
注：1) 2017-2020 年末单独披露加盟渠道黄金产品单店收入，我们以加盟单店总收入减去单店镶嵌首饰、品牌使用费、加盟管理服务费等估算加盟单店黄金产品收入。2) 2023 年数据来自信达证券研究开发中心预测。

**图14：公司加盟单店毛利结构（报表口径，万元）**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

注：1) 2017-2020 年末单独披露加盟渠道黄金产品单店毛利，我们以加盟单店总毛利减去单店镶嵌首饰、品牌使用费、加盟管理服务费等贡献的毛利额之和来估算加盟单店黄金产品毛利额。2) 2023 年数据来自信达证券研究开发中心预测。

毛利率方面，镶嵌、黄金产品批发毛利率 2021-2023H1 总体平稳，分别为约 26-27%/约 4-5%，我们预计未来镶嵌、黄金的批发毛利率也将稳定在这一水平。

**图15：公司加盟单店分产品毛利率（报表口径）**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

### 2.3、自营单店稳步恢复，以自营模式开拓原弱势区域&进驻高线城市核心点位

**自营单店稳步恢复。**2023H1 自营单店收入为 305.49 万元，同增 27%，单店毛利为 80.71 万元，同增 15%，较 2021H1 分别增长 15%/2%，其中黄金产品/镶嵌产品的单店毛利分别为

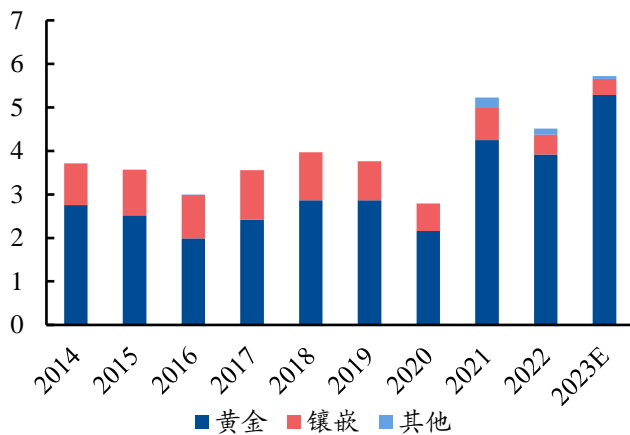
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

63.24/13.55 万元，同比+27%/-19%，较 2021H1 恢复度 119%/54%。2023 年我们预计自营单店收入 572 万元，毛利 133 万元，单店收入/毛利分别为 2021 年的 109%/84%。

公司以自营模式开拓原弱势区域&进驻高线城市核心点位，其中 2023 年以自营店重点拓展广东市场。

分产品来看，2022 年收入占比黄金/镶嵌分别为 87%/10%，2023H1 为 90%/7%，我们预计 2023 年黄金占比进一步提升，占比分别为 92%/6%，镶嵌收入占比从疫情前的 20%+下降至个位数。2023H1 毛利占比黄金/镶嵌分别为 78%/17%，我们预计 2023 年为 81%/16%，镶嵌毛利占自营单店总毛利的比重从疫情前的 50%+逐步降至 2023 年的 10%+。

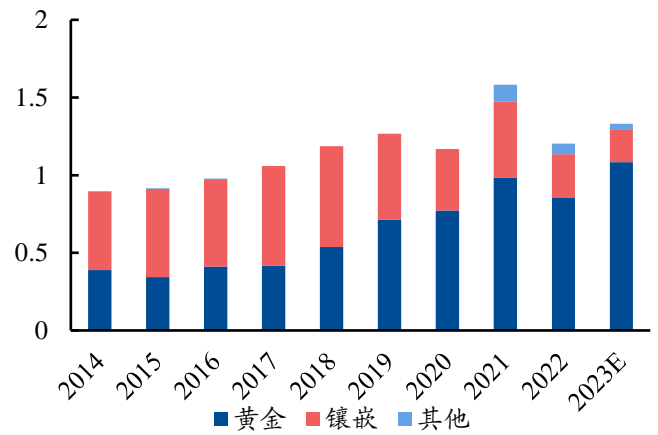
图16：公司自营单店收入结构（百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

注：1) 2017-2020 年末单独披露自营渠道黄金产品单店收入，且其他产品单店收入极小，我们以自营单店总收入减去单店镶嵌首饰收入来估算自营单店黄金产品收入。2) 2023 年数据来自信达证券研究开发中心预测。

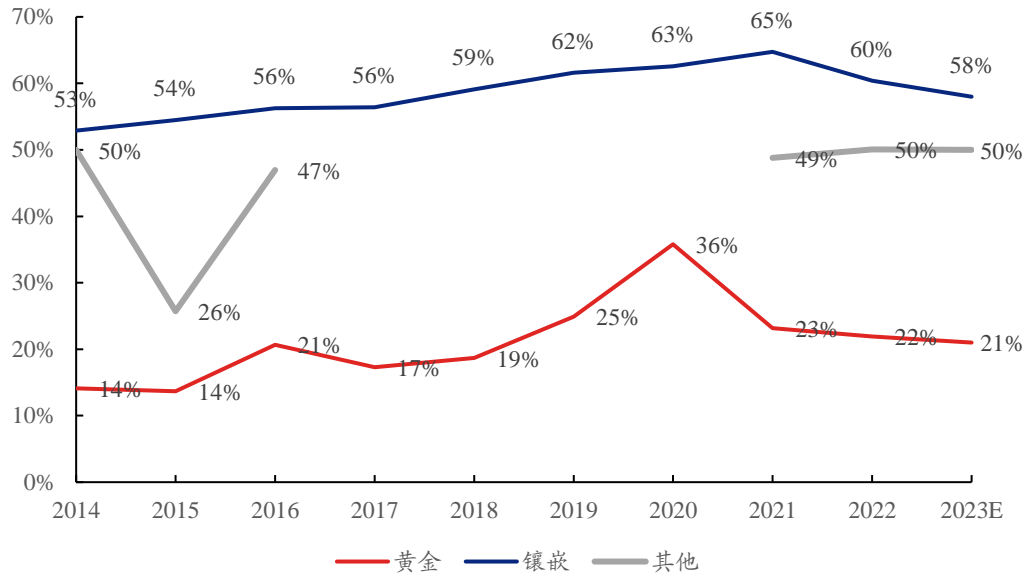
图17：公司自营单店毛利结构（百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

注：1) 2017-2020 年末单独披露自营渠道黄金产品单店毛利，且其他产品单店毛利极小，我们以自营单店总毛利额减去单店镶嵌首饰毛利额来估算自营单店黄金产品毛利额。2) 2023 年数据来自信达证券研究开发中心预测。

2023H1 公司自营线下渠道黄金/镶嵌/其他产品毛利率分别为 22.95%/61.28%/50.00%，同比 -1.15%/-1.24%/-0.40PCT。2022 年以来镶嵌、黄金毛利率总体呈小幅下行趋势，我们预计主要受产品定价及折扣影响，各产品毛利率未来将保持相对稳定。

**图18：公司自营分产品毛利率**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

1) 2017-2020 年末单独披露自营渠道黄金产品单店收入和单店毛利，且其他产品的单店收入及毛利占比低，我们以自营单店总收入减去单店镶嵌首饰收入来估算自营单店黄金产品收入。2) 2023 年数据来自信达证券研究开发中心预测。

### 3、电商：运营经验丰富，与线下的差异化定位取得良好效果

公司线上渠道布局较早，2013 年即组建电商团队，积累了丰富电商运营经验。2020 年“618”期间在天猫珠宝首饰品类店铺直播成交第一名；2022 年“双十一”周大生品牌天猫旗舰店珠宝类目销售额排名第一，视频号珠宝类目第一。当前公司线上自营渠道主要布局淘系（天猫旗舰店为主）、抖音、京东、唯品会等。

**表 3：周大生电商业务发展历程**

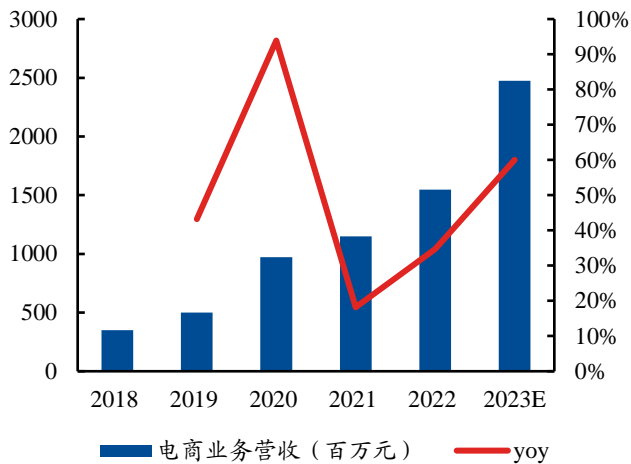
时间节点	事件
2013 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>开始组建电商团队</li> </ul>
2018 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>成立互联天下独立运营电商业务，目前电商业务发展处于业内领先地位。</li> <li>电商销售渠道以天猫旗舰店和直播平台带货为主。直播电商改善体验上的不足，同时通过主播的人气、品质背书、直播沟通等可以促进低价值、配饰类珠宝首饰品的销售。</li> </ul>
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>开始整体布局直播电商，与薇娅、李佳琦等头部主播建立深度合作关系。</li> </ul>
2020 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>疫情催化直播电商爆发，公司电商渠道差异化布局低价配饰类产品，比如设计感更强、单价较低的银饰及一口价素金品类等，从价格、品类、特点上区别于线下门店，力图打造低单价、高频次、高复购的快消模式。</li> <li>新增抖音渠道</li> </ul>
2021 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>新增京东渠道</li> </ul>
2023 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>基本覆盖全渠道，如天猫、京东、抖音、快手、唯品会、得物等。</li> </ul>

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心



电商渠道表现优异，我们预计 2023 年有望延续提速增长趋势。2018 年以来公司电商业务营收规模逐年增长，且除 2021 年基数影响之外，一直保持着 30% 以上的较快增速，电商收入占比从 2018 年的 7% 提升至 2022 年的 14%，我们预计 2023 年电商收入有望延续提速增长。2023Q1-3 公司电商业务实现营业收入 15.6 亿元，同比增长 74.51%，占总营收的 12.49%。

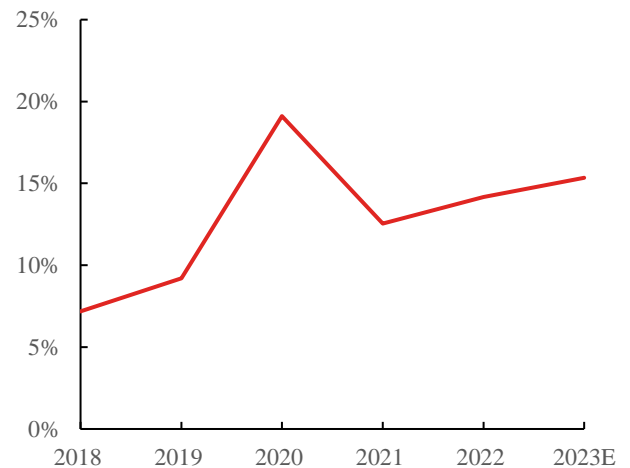
图19：公司电商业务营收及增速



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

注：2023 年数据来自信达证券研究开发中心预测。

图20：公司电商收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

注：2023 年数据来自信达证券研究开发中心预测。

公司电商业务围绕图文电商、直播电商、社交电商三大模块展开。(1) 图文电商以天猫、京东、唯品会等传统电商平台为经营渠道，是线上业务的根基；(2) 直播电商通过调整产品结构，加强供应链供给，构建直播矩阵号；(3) 社交电商平台利用成本低、效率高的社群模式进行传播推广，让用户在消费的时候享受情感消费的满足。

表 4：周大生电商三种模式及特征

线上电商模式	主要特征
图文电商	以天猫、京东等传统电商平台为经营渠道，是线上业务的根基，图文电商渠道通过深化“人、货、场”的精细化运营，致力于提升渠道力、产品力及内容力
直播电商	通过调整产品结构，加强供应链供给，构建直播矩阵号，推动了抖音直播销售的高质量增长
社交电商	利用成本低、效率高的社群模式进行传播推广，让用户在消费的时候享受情感消费的满足。

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

公司电商渠道差异化布局低价配饰类产品，比如设计感更强、单价较低的银饰及一口价素金品类等，从价格、品类、特点上区别于线下门店，力图打造低单价、高频次、高复购的

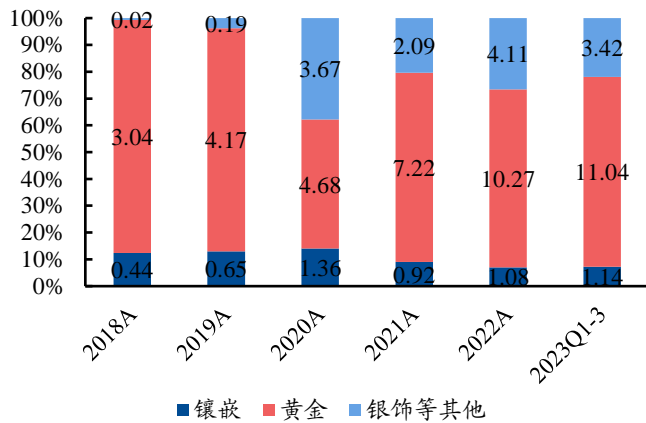
**快消模式。**以其天猫旗舰店为例，主推款式为克重较低（10克以内为主）、单价5000元以内的小规格黄金饰品，注重差异化设计，适合线上消费人群需求（客单显著低于线下，同时也注重设计和品质），并不以极致低价为主要产品定位，因此能够在不太牺牲利润率的情况下获得优异GMV增长，且与线下渠道业务不存在过多重合。

图21：公司天猫旗舰店主推款式以低克重低单价黄金为主，与线下产品形成区格

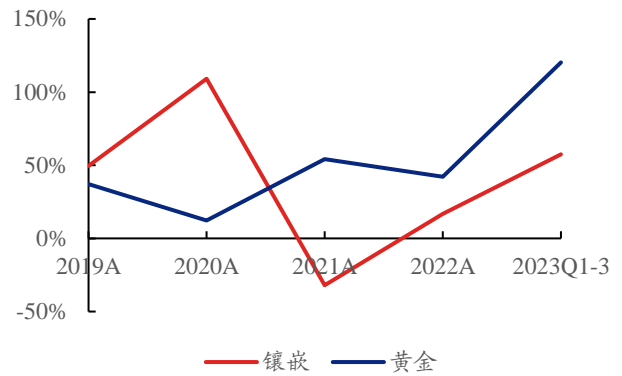


资料来源：周大生天猫官方旗舰店，信达证券研究开发中心

电商分产品看，黄金获益行业红利，2019年来取得持续较快增长；同时镶嵌、银饰等其他非黄金产品经历2021年调整之后，也在2022年开始取得正增长，且2023Q1-3增长较2022年提速，在品类表现分化的背景下更能够验证公司电商差异化产品定位及成熟经验对多品类的运营能力。2023Q1-3 电商镶嵌产品营业收入1.14亿元，同比增长57.4%，黄金类产品营业收入11.04亿元，同比增长120.27%。2023Q1-3 电商渠道收入结构中，黄金占比71%，镶嵌占比7%，银饰等其他产品占比22%。

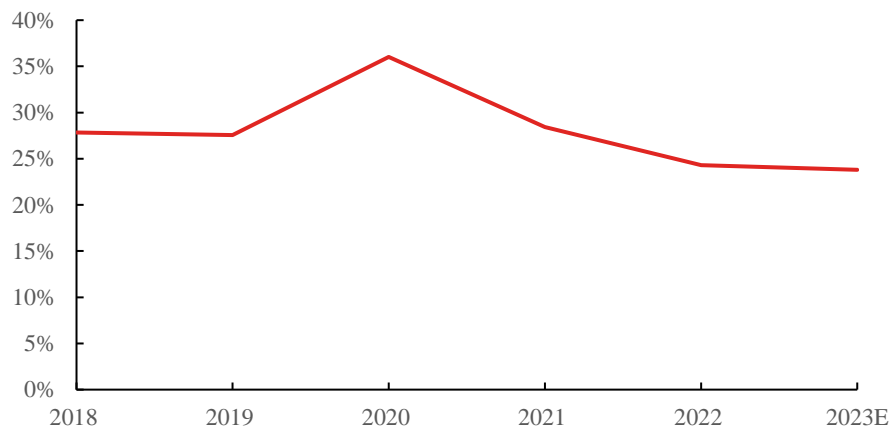
**图22：公司电商渠道分产品收入结构（亿元）**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

**图23：公司电商渠道分产品收入增速**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2023H1 公司电商业务毛利率为 25%，较 2022 年同比-6PCT，总体与线下自营渠道毛利率（26%）相近。2020 年以来电商毛利率呈下行趋势主要为产品结构变化所致，毛利率相对更高的镶嵌类产品收入占比下降。

**图24：公司电商毛利率**


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

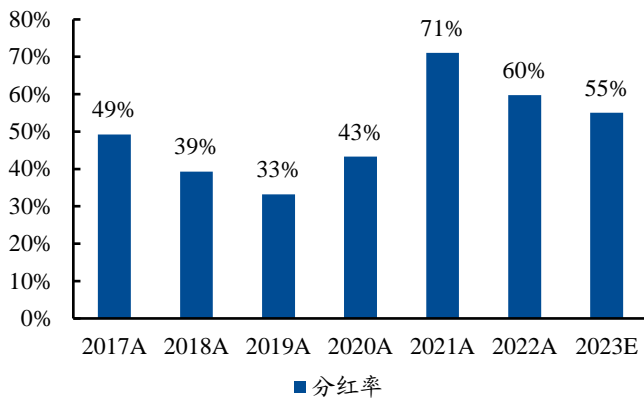
注：2023 年数据来自信达证券研究开发中心预测。

## 4、家族持股集中、现金流稳健，公司有望维持较高分红率

公司 2017 年上市以来一直维持较高分红率，2021 年、2022 年均达到 60% 及以上。2023H1 公司现金分红总额为 3.26 亿元，分红率为 44%。我们预计公司 2023 全年累计分红额维持同比增长，按照累计分红率 55% 计算，则对应 4 月 18 日收盘价股息率为 3.78%，维持较高水平。

由于公司股权结构集中，董事长家族持股比例高且核心管理层稳定，在现金流健康、资产负债率较低且无较大资本开支的预期下，我们认为公司有望延续较高的分红比例。

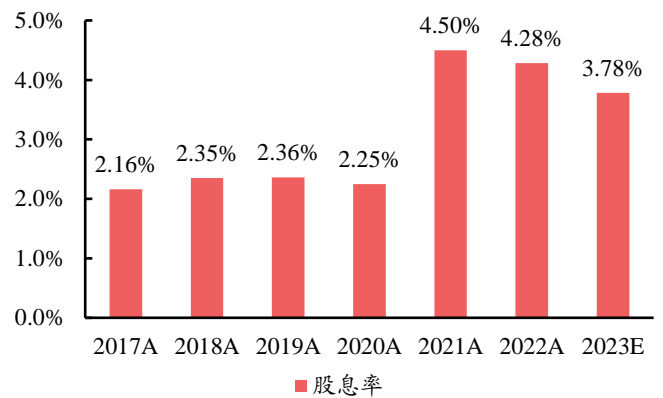
图25：公司上市以来维持较高分红率



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研究开发中心

注：2023年数据来自信达证券研究开发中心预测。

图26：公司2021年以来实现较高股息率



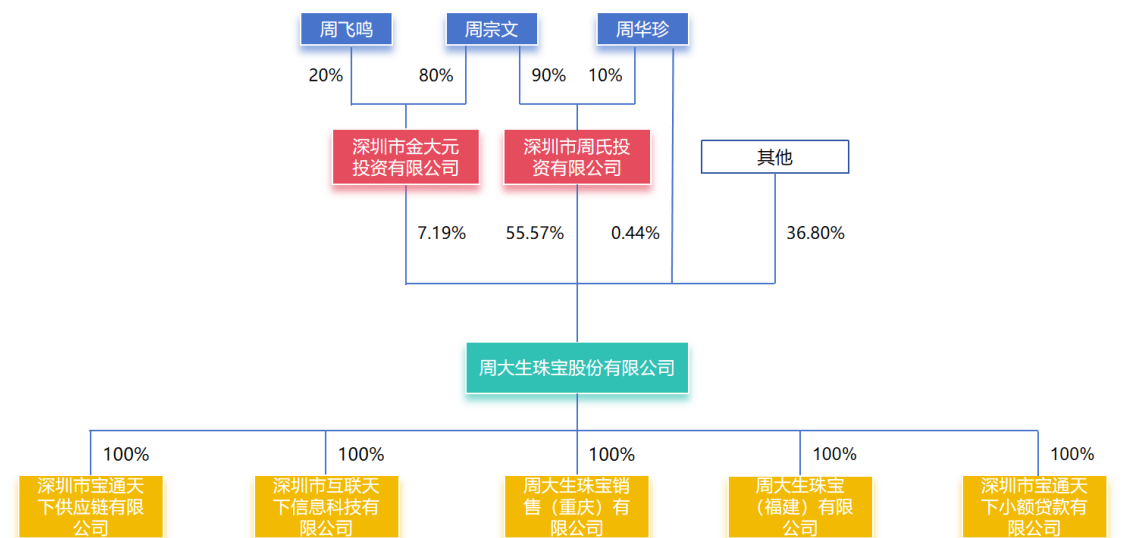
资料来源：公司公告，iFind，信达证券研究开发中心

注：2023年数据来自信达证券研究开发中心预测。

#### 4.1、公司股权结构集中，核心管理层稳定，董事长家族合计持股 63%

公司股权结构集中，董事长家族（周宗文、周华珍、周飞鸣）合计持股 63%。核心管理层稳定，如公司副总经理向钢、卞凌，营运本部副总经理夏洪川、管佩伟，董秘何小林，财务总监许金卓等。

图27：公司股权结构集中，董事长家族持股 63%



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研究开发中心

注：截至 2023 年三季报

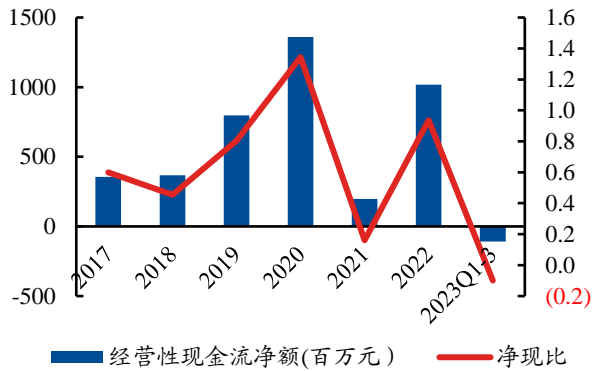
**表 5: 公司核心管理层稳定**

姓名	职务	简历
周宗文	董事长、总经理	曾任周大生钻石董事、周大生珠宝销售管理（深圳）董事、湖南周大生置业董事长等，现任周氏投资董事长、宝通天下董事长及总经理、启泰投资董事、香港周大生投资董事、深圳市大生怡华实业发展有限公司董事长、周和庄置业董事、公司董事长及总经理。
周飞鸣	副董事长、副总经理	周宗文及周华珍之子。曾任周大生钻石董事长助理、湖南周大生置业董事，现任金大元执行董事、金大元贸易执行董事及经理、宝通小贷董事长、周大生股权投资基金管理（深圳）有限公司总经理、大盘贸易执行董事及经理、香港周大生董事、深圳弗兰德斯董事、周大生销售管理（深圳）总经理、公司副董事长及副总经理。
周华珍	董事、副总经理	曾任周大生钻石副总经理、周大生销售管理（深圳）董事，现任周氏投资董事、冠创贸易执行董事及经理、香港周大生董事、香港周大生投资董事、公司董事及副总经理。
向钢	董事、副总经理	曾任周大生钻石常务副总经理，2012 年 11 月开始任宝通天下董事，2012 年 5 月开始任公司董事及副总经理。
卞凌	董事、副总经理	曾任周大生钻石副总经理，2020 年 5 月开始任深圳市爱妮珠宝有限公司监事，2012 年 5 月开始任公司董事及副总经理。
夏洪川	董事	曾任周大生钻石北京办事处业务经理、江苏办事处经理。2017 年 5 月开始任周大生销售管理（深圳）监事，2018 年 7 月开始任公司董事，现任营运本部副总经理。
管佩伟	董事	曾担任周大福珠宝行政主任、晨鸣纸业集团人力资源总监、深圳华昌珠宝品牌运营中心总经理，2018 年 7 月开始任公司董事，现任营运本部副总经理。
何小林	副总经理、董事会秘书	曾任天音通信控股股份有限公司董事会秘书，2019 年 2 月开始至今任周大生股权投资基金董事，2012 年 11 月开始至今任宝通天下监事，2012 年 5 月开始至今任公司副总经理及董事会秘书。
许金卓	财务总监	曾任新太科技股份有限公司财务中心总经理，2014 年 10 月开始至今任公司财务总监。

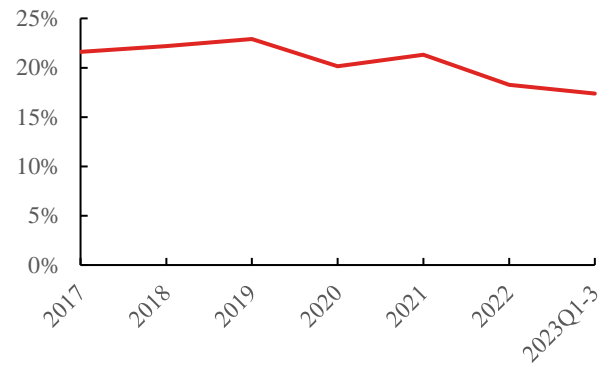
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

## 4.2、公司现金流健康，ROE 维持在较高水平

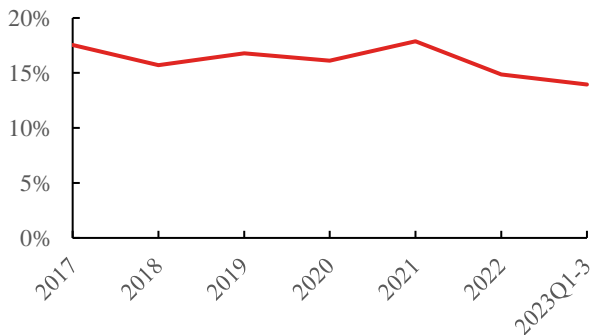
公司历史财务指标稳健，现金流健康。由于 2021 年开始加大黄金产品布局，利润率有所下降及资产负债率有所提升，致 ROE 小幅下行。2023Q1-3 公司加权 ROE 为 17.38%，ROA 为 13.95%，总体仍然维持较好水平。截至 2023.9.30 资产负债率 23.5%，维持较低水平。

**图28：公司经营现金流净额及净现比**


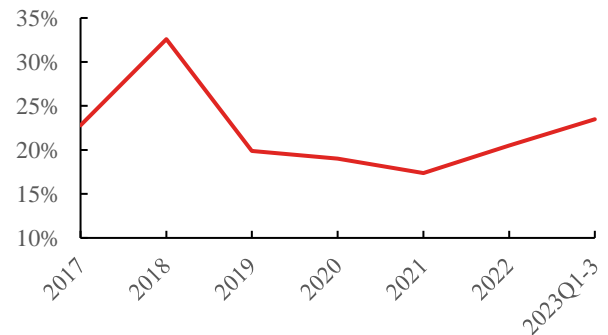
资料来源：iFind，公司公告，信达证券研究开发中心

**图29：公司历史加权 ROE 水平**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研究开发中心

**图30：公司历史 ROA 水平**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研究开发中心

**图31：公司历史资产负债率水平**


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研究开发中心

## 5、盈利预测、估值与投资评级

### 5.1、盈利预测及假设

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 168.5/200.5/227.2 亿元，同增 52%/19%/13%，归母净利润分别为 13.5/15.4/17.1 亿元，同增 23%/14%/11%。分渠道来看：

电商业务预计在 2023 年得益于黄金产品的火爆取得高基数下提速增长，2024-2025 年延续双位数增长。我们预计 2023-2025 年电商营收分别为 24.7/28.4/31.3 亿元，同增 60%/15%/10%；毛利率预计随黄金产品销售占比的提升呈小幅下降趋势，2023-2025 年分别为 23.8%/23.5%/23.4%。

自营店渠道 2023-2025 年收入增长由开店和同店增长共同驱动。根据公司公告，2023 年自营净开店 82 家，有明显提速，我们预计 2024-2025 年开店速度有所放缓，分别净开店 50 家。2023-2025 年自营单店收入预测为 572/592/602 万元，同比分别增长 27%/3%/2%，其中

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20



黄金产品 2023 年由于低基数及行业景气向好而实现较快单店收入增长，且在 24-25 年延续低个位数增长；镶嵌产品 2023 年表现承压，预计 24-25 年企稳。毛利率方面，预计 2023-2025 年自营店黄金/镶嵌产品毛利率分别维持在 21%和 58%，由于黄金产品收入占比持续提升，自营店综合毛利率呈小幅下降趋势。

**表 6: 公司自营店渠道盈利预测 (百万元)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>自营店渠道收入</b>	<b>1,260</b>	<b>1,069</b>	<b>1,660</b>	<b>2,108</b>	<b>2,446</b>
yoy	75%	-15%	55%	27%	16%
<b>期末自营门店数</b>	<b>238</b>	<b>249</b>	<b>331</b>	<b>381</b>	<b>431</b>
净开店	-11	11	82	50	50
<b>自营单店收入</b>	<b>5.23</b>	<b>4.51</b>	<b>5.72</b>	<b>5.92</b>	<b>6.02</b>
单店收入 yoy	89%	-14%	27%	3%	2%
单店毛利	1.58	1.20	1.33	1.37	1.39
单店毛利 yoy	35%	-24%	11%	3%	1%
自营黄金收入	1024	928	1533	1958	2277
yoy	106%	-9%	65%	28%	16%
单店黄金收入	4.2	3.9	5.3	5.5	5.6
yoy	116%	-8%	35%	4%	2%
单店黄金毛利额	0.98	0.86	1.08	1.13	1.15
单店黄金毛利率	23%	19%	21%	21%	21%
自营镶嵌收入	183	109	106	131	149
yoy	12%	-41%	-2%	23%	14%
单店镶嵌收入	0.76	0.46	0.37	0.37	0.37
yoy	19%	-39%	-20%	0%	0%
单店镶嵌毛利额	0.49	0.28	0.21	0.21	0.21
自营镶嵌毛利率	65%	60%	58%	58%	58%
自营其他收入	53	32	20	20	20
其他单店收入	0.22	0.14	0.07	0.06	0.05
其他毛利率	49%	50%	50%	50%	50%

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

加盟店渠道 2023-2025 年收入增长主要由开店贡献。2023 年公司加盟净开店 408 家，重回门店快速扩张期，我们预计 2024-2025 年每年净开店 450 家。我们预计 2023 年加盟单店收入、毛利均实现较快增长，恢复至接近历史高点水平，主要由黄金产品带动，镶嵌继续承压；预计 2024-2025 年加盟单店黄金收入延续稳健增长，镶嵌表现企稳。毛利率方面，预计黄金、镶嵌产品批发毛利率均维持稳定，分别为约 4.2%、26%。

**表 7: 公司加盟店渠道盈利预测 (百万元)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>加盟店渠道收入</b>	<b>6,522</b>	<b>8,296</b>	<b>12,510</b>	<b>14,887</b>	<b>16,941</b>
yoy	104%	27%	51%	19%	14%
<b>期末加盟门店数</b>	<b>4264</b>	<b>4367</b>	<b>4775</b>	<b>5225</b>	<b>5675</b>
净开店	324	103	408	450	450
<b>加盟单店收入</b>	<b>1.61</b>	<b>1.94</b>	<b>2.74</b>	<b>2.98</b>	<b>3.11</b>
单店收入 yoy	96%	20%	41%	9%	4%
单店毛利	0.39	0.34	0.38	0.39	0.40
单店毛利 yoy	18%	-13%	12%	3%	1%
镶嵌批发收入	1954	1083	464	507	553
yoy	2%	-45%	-57%	9%	9%
镶嵌单店收入	0.48	0.25	0.10	0.10	0.10
yoy	-4%	-48%	-60%	0%	0%
镶嵌单店毛利额	0.12	0.07	0.03	0.03	0.03
镶嵌批发毛利率	26%	27%	26%	26%	26%
黄金批发收入	3645	6357	10885	13097	14990
yoy	591%	74%	71%	20%	14%
黄金单店收入	0.90	1.49	2.38	2.62	2.75
yoy	545%	65%	60%	10%	5%
黄金单店毛利额	0.04	0.07	0.10	0.11	0.12
yoy	160%	79%	44%	8%	5%
黄金批发毛利率	4.4%	4.8%	4.3%	4.2%	4.2%
品牌使用费	694	624	901	995	1085
yoy	25%	-10%	44%	10%	9%
单店品牌使用费	0.17	0.15	0.20	0.20	0.20
yoy	17%	-15%	35%	1%	0%
加盟管理费	228	231	260	287	313
yoy	9%	2%	12%	10%	9%
单店加盟管理费	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
yoy	2%	-4%	5%	1%	0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

综上, 我们预测公司 2023-2025 年营收分别增长 52%/19%/13%, 综合毛利率分别为 17.3%/16.6%/16.1%。

盈利能力方面, 考虑公司加盟模式下规模效应逐步显现, 预计 2023-2025 年销售及管理费用率均呈逐年下降趋势, 研发及财务费用率较低。由此预计 2023-2025 年归母净利润分别以为 13.5/15.4/17.1 亿元, 同增 23%/14%/11%, 归母净利率分别为 8.0%/7.7%/7.5%。

**表 8: 公司盈利预测 (百万元)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总营收</b>	<b>9,155</b>	<b>11,118</b>	<b>16,850</b>	<b>20,047</b>	<b>22,723</b>
yoy	80.1%	21.4%	51.6%	19.0%	13.3%
综合毛利率	27.3%	20.8%	17.3%	16.6%	16.1%
电商业务营收	1,148	1,546	2,473	2,844	3,129
yoy	18%	35%	60%	15%	10%
电商毛利率	28.4%	24.3%	23.8%	23.5%	23.4%
自营店营收	1,260	1,069	1,660	2,108	2,446
yoy	75%	-15%	55%	27%	16%
自营店毛利率	30.3%	26.7%	23.3%	23.1%	23.0%
加盟店营收	6,522	8,296	12,510	14,887	16,941
yoy	104%	27%	51%	19%	14%
加盟店毛利率	24.3%	17.5%	14.0%	13.2%	12.8%
销售费用	697	748	969	1,083	1,182
% 销售收入	7.6%	6.7%	5.8%	5.4%	5.2%
管理费用	97	93	126	140	148
% 销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
研发费用	14	12	13	13	12
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用	-21	-13	-16	-7	-22
% 销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%
<b>归母净利润</b>	<b>1,225</b>	<b>1,091</b>	<b>1,346</b>	<b>1,538</b>	<b>1,711</b>
yoy	20.9%	-10.9%	23.4%	14.3%	11.2%
归母净利率	13.4%	9.8%	8.0%	7.7%	7.5%

资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

## 5.2、估值与投资建议

我们选取 A 股黄金珠宝相关标的中国黄金菜百股份、老凤祥、潮宏基、曼卡龙, 以及港股相关标的周大福、六福集团为可比公司。以 2024 年 4 月 18 日收盘价计算, 2023-2025 年 A 股可比公司平均 PE 分别为 22/18/16X, 港股可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 11/9/9X。公司自 2021 年开始引入省代模式、积极转型黄金, 2023 年以来取得亮眼表现, 并有望在 2024-2025 年继续受益份额提升&行业景气兑现稳健业绩增长, 给予 2024 年目标 PE 16X, 目标市值 246 亿元, 给予“买入”评级。

**表 9: 可比公司估值表**

公司	代码	股价 (元)	EPS (元/股)				PE				
			2024/4/18	2022A	2023E/A	2024E	2025E	2022A	2023E/A	2024E	2025E
中国黄金	600916.SH	10.86	0.46	0.56	0.68	0.75	20	19	16	15	
菜百股份	605599.SH	14.68	0.59	0.92	0.99	1.05	23	16	15	14	
A 股	潮宏基	002345.SZ	6.23	0.22	0.37	0.52	0.60	32	17	12	10
	老凤祥	600612.SH	82.08	3.25	4.23	5.32	6.02	21	19	15	14
	曼卡龙	300945.SZ	12.07	0.21	0.32	0.40	0.44	58	37	30	28
	平均							<b>31</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>16</b>
周大福	1929.HK	10.34	0.54	0.72	0.78	0.83	26	14	13	12	
港股	六福集团	0590.HK	18.48	2.19	2.76	3.25	3.78	9	7	6	5
	平均							<b>18</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
周大生	002867.SZ	<b>17.86</b>	<b>1.00</b>	<b>1.23</b>	<b>1.40</b>	<b>1.56</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 中国黄金、菜百股份、周大生、潮宏基、周大福、老凤祥 EPS 为信达证券研发中心预测, 六福集团为 Wind 一致预期; 港股公司股价、EPS 均为港元; 周大福、六福集团 2023 财年时间范围为 2022.4.1-2023.3.31, 与 A 股公司 2022 年报数据进行对应, 依此类推。

## 6、风险因素

**金价剧烈波动:** 公司以黄金首饰的销售为主营业务, 金价剧烈波动可能对公司业绩产生影响。

**拓店不及预期:** 门店增长一直是公司业绩增长的主要来源, 拓店不及预期可能影响公司业绩兑现。

**消费需求疲软:** 我国居民消费不及市场预期, 更偏向于提升储蓄率规避风险。

**跨市场选取可比公司风险:** 选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市, 存在一定的估值体系差异风险。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5,257	6,235	8,206	9,746	11,441
货币资金	1,289	1,735	2,201	3,145	4,203
应收票据	1	0	1	1	1
应收账款	682	817	1,242	1,431	1,599
预付账款	10	11	17	20	23
存货	2,748	3,342	4,395	4,804	5,252
其他	527	329	350	345	363
<b>非流动资产</b>	1,759	1,372	1,356	1,342	1,330
长期股权投资	2	155	155	155	155
固定资产(合计)	23	15	62	106	146
无形资产	427	403	381	359	337
其他	1,307	798	758	722	691
<b>资产总计</b>	7,016	7,607	9,562	11,089	12,771
<b>流动负债</b>	1,107	1,477	2,767	3,490	4,339
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	14	19	31	29	40
应付账款	331	252	661	687	859
其他	762	1,206	2,075	2,774	3,440
<b>非流动负债</b>	112	81	81	81	81
长期借款	18	18	18	18	18
其他	94	63	63	63	63
<b>负债合计</b>	1,219	1,558	2,848	3,571	4,420
少数股东权益	10	7	5	3	1
归属母公司股东权益	5,787	6,042	6,710	7,515	8,350
<b>负债和股东权益</b>	7,016	7,607	9,562	11,089	12,771

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,155	11,118	16,850	20,047	22,723
同比(%)	80.1%	21.4%	51.6%	19.0%	13.3%
归属母公司净利润	1,225	1,091	1,346	1,538	1,711
同比(%)	20.9%	-10.9%	23.4%	14.3%	11.2%
毛利率(%)	27.3%	20.8%	17.3%	16.6%	16.1%
ROE%	21.2%	18.0%	20.1%	20.5%	20.5%
EPS(摊薄)(元)	1.12	1.00	1.23	1.40	1.56
P/E	15.98	17.95	14.54	12.72	11.44
P/B	3.38	3.24	2.92	2.60	2.34
EV/EBITDA	11.39	9.24	9.76	8.13	6.87

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	9,155	11,118	16,850	20,047	22,723
营业成本	6,655	8,808	13,927	16,726	19,055
营业税金及附加	89	106	160	190	216
销售费用	697	748	969	1,083	1,182
管理费用	97	93	126	140	148
研发费用	14	12	13	13	12
财务费用	-21	-13	-16	-21	-30
减值损失合计	-59	-1	-1	-1	-1
投资净收益	17	18	20	22	23
其他	-5	28	64	64	64
<b>营业利润</b>	1,579	1,409	1,754	2,001	2,226
营业外收支	12	12	2	7	7
<b>利润总额</b>	1,591	1,420	1,756	2,008	2,233
所得税	369	333	412	471	524
<b>净利润</b>	1,222	1,087	1,344	1,537	1,709
少数股东损益	-3	-3	-2	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	1,225	1,091	1,346	1,538	1,711
EBITDA	1,609	1,488	1,791	2,035	2,253
EPS(当年)(元)	1.12	1.01	1.23	1.40	1.56

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	197	1,018	682	1,212	1,473
净利润	1,222	1,087	1,344	1,537	1,709
折旧摊销	68	83	73	76	79
财务费用	5	13	1	1	1
投资损失	-17	-18	-20	-22	-23
营运资金变动	-1,179	-177	-715	-374	-288
其它	97	29	-1	-6	-6
<b>投资活动现金流</b>	290	101	-35	-33	-37
资本支出	-153	-123	-55	-55	-60
长期投资	431	218	0	0	0
其他	12	6	20	22	23
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金流净增加额</b>	-391	446	466	943	1,058

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。