

周大生 (002867.SZ)

2023年业绩增长稳健，黄金类产品延续良好增长趋势

买入

核心观点

2023年业绩增长稳健，2024年一季度收入延续增长表现。公司2023年实现营收162.9亿元，同比增长46.52%，归母净利润13.16亿元，同比增长20.67%，扣非净利润同比增长23.64%，在消费复苏机遇下整体增长较好。2023年拟每10股派发现金股利6.5元（含税），派发现金股利7.06亿元，2023年半年度及2023年年度现金分红总额占2023年归母净利润的78.36%。

2024年一季度收入增长23.01%，延续良好增长趋势。一季度归母净利润下降6.61%，主要系产品结构变化带来毛利率下降，短期宣传和电商渠道费用增加，以及黄金租赁业务到期归还形成投资损益等因素共同影响。

黄金品类延续良好增长态势，门店稳步扩张。公司2023年素金类产品营收增长62.01%，2024年一季度增长28.93%，收入占比达到89.01%。镶嵌类产品2023年/2024年一季度分别下滑29.4%/42.2%。分渠道看，2023年/2024年一季度加盟业务分别增长44.31%/24.66%，自营线下业务分别增长51.29%/28.73%，电商业务分别增长62.25%/9.84%，其中银饰品2024年一季度增长达到57.26%，符合年轻悦己消费趋势。渠道扩张方面，公司2023年净开店490家，2024年一季度继续保持开店节奏，新较2023年底净开23家，期末门店总数5129家。其中加盟门店4793家，自营门店336家。

产品结构影响毛利率，销售费用率有所增加。公司2024年一季度毛利率下降2.34pct至15.57%，主要系高毛利的镶嵌产品占比进一步下滑影响。销售费用率增加0.42pct至4.93%，主要系薪酬费用、租赁费用、宣传费用及电商渠道费用同比增加所致。管理费用率/研发费用率分别为0.48%/0.07%，同比整体基本稳定。现金流方面，2024年一季度实现经营性现金流净额4.02亿元，同比-41.88%，主要系黄金原料采购随黄金产品业务规模增长及金价上涨等因素所致。

风险提示：门店扩张不及预期；金价大幅波动；加盟商管理不善

投资建议：未来行业层面黄金产品需求仍有望不断释放，公司自身将持续完善黄金产品体系建设以积极应对终端黄金饰品需求变化，线下积极加盟开店扩大市场份额，线上布局差异化品类实现加速增长。我们考虑公司未来品类占比变化可能进一步影响毛利率，下调公司2024-2025年归母净利润预测至15.43/17.86亿元（前值分别为17.27/20.03亿元），新增2026年预测为20.71亿元，对应PE分别为12.4/10.7/9.3倍，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

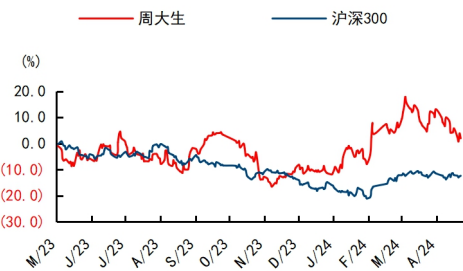
商贸零售·专业连锁 II

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 17.47元
 收盘价 19146/18913 百万元
 总市值/流通市值 20.34/14.15 元
 52周最高价/最低价 145.06 百万元
 近3个月日均成交额

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) - 三季度收入稳健增长，持续推进门店扩张》——2023-10-31
- 《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，黄金品类延续高景气表现》——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

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118.08	16,290.06	18,786.47	21,297.42	24,080.36
(+/-%)	21.44%	46.52%	15.32%	13.37%	13.07%
净利润(百万元)	1090.60	1316.05	1543.33	1786.35	2070.87
(+/-%)	-10.94%	20.67%	17.27%	15.75%	15.93%
每股收益(元)	1.00	1.20	1.41	1.63	1.89
EBIT Margin	12.26%	10.80%	10.45%	10.55%	10.86%
净资产收益率 (ROE)	18.05%	20.62%	22.21%	23.48%	25.01%
市盈率 (PE)	17.56	14.55	12.41	10.72	9.25
EV/EBITDA	15.03	11.73	11.49	10.09	8.85
市净率 (PB)	3.17	3.00	2.75	2.52	2.31

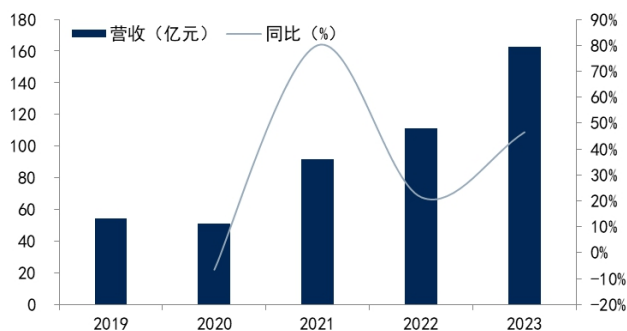
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2023 年业绩看，公司实现营收 162.9 亿元，同比增长 46.52%，归母净利润 13.16 亿元，同比增长 20.67%，扣非净利润同比增长 23.64%，黄金需求扩张，线下门店消费复苏渠道下整体实现良好较好增长表现。同时，公司 2023 年拟每 10 股派发现金股利 6.5 元（含税），派发现金股利 7.06 亿元，2023 年半年度及 2023 年年度现金分红总额占 2023 年归母净利润的 78.36%。

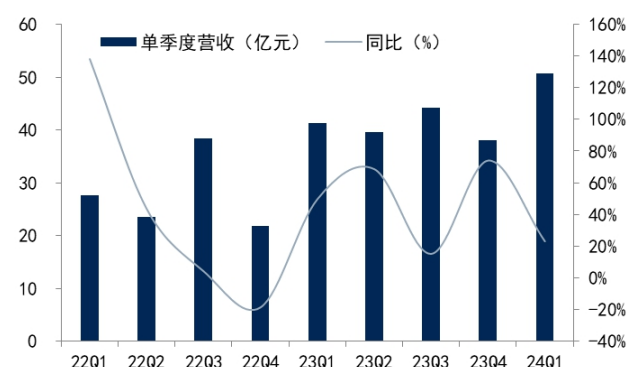
2024 年一季度收入增长 23.01%，延续良好增长趋势。一季度归母净利润下降 6.61%，主要系产品结构变化带来毛利率下降，短期宣传和电商渠道费用增加，以及黄金租赁业务到期归还形成投资损益等因素共同影响。

图1：周大生营业收入及增速（单位：亿元、%）



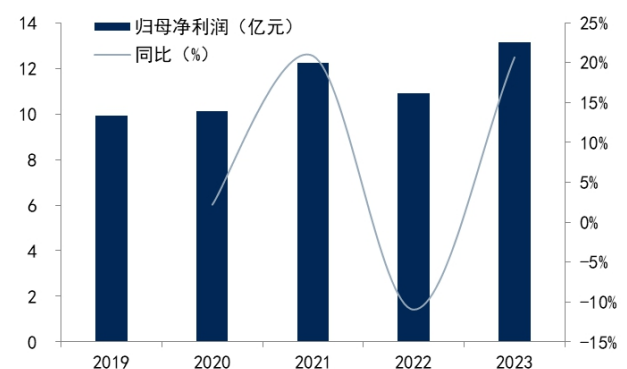
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：周大生单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



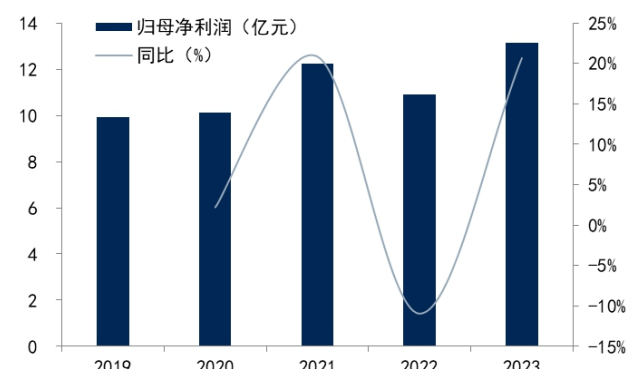
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

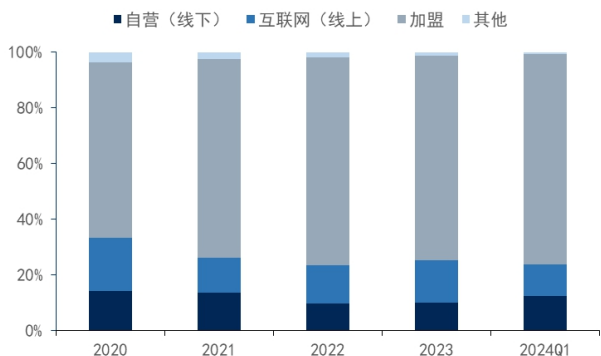
图4：周大生单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

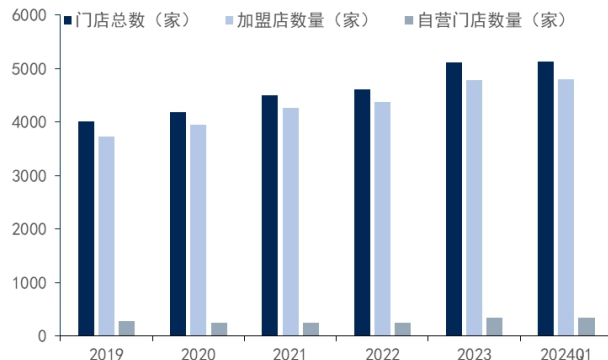
收入分拆看，公司 2023 年素金类产品营收增长 62.01%，2024 年一季度增长 28.93%，收入占比达到 89.01%。镶嵌类产品 2023 年/2024 年一季度分别下滑 29.4%/42.2%。分渠道看，2023 年/2024 年一季度加盟业务分别增长 44.31%/24.66%，自营线下业务分别增长 51.29%/28.73%，电商业务分别增长 62.25%/9.84%，其中银饰品 2024 年一季度增长达到 57.26%，符合年轻悦己消费趋势。渠道扩张方面，公司 2023 年净开店 490 家，2024 年一季度继续保持开店节奏，新较 2023 年底净开 23 家，期末门店总数 5129 家。其中加盟门店 4793 家，自营门店 336 家。

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

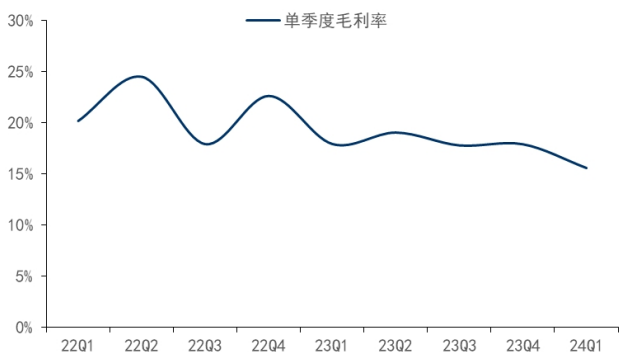
图6: 周大生门店数量变化 (家)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

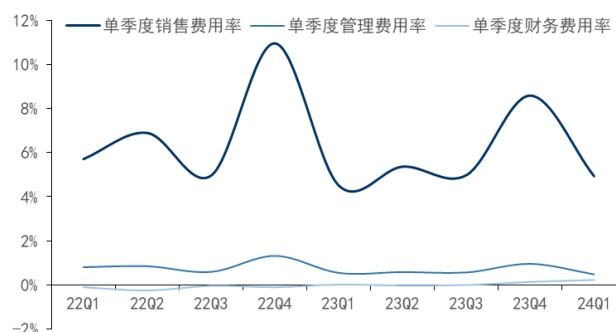
公司 2024 年一季度毛利率下降 2.34pct 至 15.57%，主要系高毛利的镶嵌产品占比进一步下滑影响。销售费用率增加 0.42pct 至 4.93%，主要系薪酬费用、租赁费用、宣传费用及电商渠道费用同比增加所致。管理费用率/研发费用率分别为 0.48%/0.07%，同比整体基本稳定。现金流方面，2024 年一季度实现经营性现金流净额 4.02 亿元，同比-41.88%，主要系黄金原料采购随黄金产品业务规模增长及金价上涨等因素所致。

图7: 周大生季度毛利率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 周大生季度期间费用率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 未来行业层面黄金产品需求仍有望不断释放，公司自身将持续完善黄金产品体系建设以积极应对终端黄金饰品需求变化，线下积极加盟开店扩大市场份额，线上布局差异化品类实现加速增长。我们考虑公司未来品类占比变化可能进一步影响毛利率，下调公司 2024-2025 年归母净利润预测至 15.43/17.86 亿元（前值分别为 17.27/20.03 亿元），新增 2026 年预测为 20.71 亿元，对应 PE 分别为 12.4/10.7/9.3 倍，维持“买入”评级。

表1: 周大生盈利预测主要调整项目

	2024 年		2025 年		调整原因
	原值	现值	原值	现值	
营业收入	19.32%	15.32%	16.36%	13.37%	主要考虑居民需求变化下，钻石镶嵌品类消费下降压力依旧较大。同时行业竞争激烈，部分黄金批发企业转零售，短期价格优势可能对门店客流造成影响
毛利率	19.09%	18.58%	19.37%	18.77%	预计高毛利的钻石镶嵌占比进一步下降，从而影响毛利率

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-04-25)	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	77.89	304.63	3.25	4.23	5.03	5.72	13.17	16.30	15.49	13.62	16.79	0.54	买入
002867.SZ	周大生	17.47	191.46	1.00	1.20	1.41	1.63	14.10	12.64	12.41	10.72	18.05	0.61	买入
002345.SZ	潮宏基	6.13	54.47	0.22	0.43	0.53	0.63	23.47	14.26	11.57	9.73	5.62	0.16	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：周大生 2023 年为实际值

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1735	852	2990	3103	3072	营业收入	11118	16290	18786	21297	24080
应收款项	848	1565	1563	1814	2122	营业成本	8808	13334	15296	17300	19499
存货净额	3342	3643	4232	4921	5652	营业税金及附加	106	147	177	198	223
其他流动资产	309	389	675	622	714	销售费用	748	944	1119	1285	1445
流动资产合计	6235	6448	9459	10459	11560	管理费用	93	106	231	267	300
固定资产	521	735	580	632	704	财务费用	(13)	4	(41)	(75)	(76)
无形资产及其他	403	386	370	355	339	投资收益	18	(86)	(10)	0	0
投资性房地产	293	289	289	289	289	资产减值及公允价值变动	(27)	15	0	1	1
长期股权投资	155	155	157	159	169	其他收入	42	11	0	0	0
资产总计	7607	8012	10854	11894	13061	营业利润	1409	1695	1994	2323	2691
短期借款及交易性金融负债	51	266	5	5	5	营业外净收支	12	13	12	0	0
应付款项	271	149	477	420	432	利润总额	1420	1708	2006	2323	2691
其他流动负债	1155	1155	3356	3795	4275	所得税费用	333	396	467	541	625
流动负债合计	1477	1569	3838	4221	4713	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	18	18	18	18	18	归属于母公司净利润	1091	1316	1543	1786	2071
其他长期负债	63	41	46	51	56	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	81	59	64	69	74	净利润	1091	1316	1543	1786	2071
负债合计	1558	1628	3902	4289	4786	资产减值准备	(112)	9	288	68	55
少数股东权益	7	3	2	(2)	(5)	折旧摊销	14	13	43	75	90
股东权益	6042	6381	6950	7606	8280	公允价值变动损失	27	(15)	0	(1)	(1)
负债和股东权益总计	7607	8012	10854	11894	13061	财务费用	(13)	4	(41)	(75)	(76)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	324	(1228)	1950	(432)	(580)
每股收益	1.00	1.20	1.41	1.63	1.89	其它	110	(10)	(290)	(72)	(59)
每股红利	0.50	0.91	0.89	1.03	1.28	经营活动现金流	1455	84	3535	1425	1576
每股净资产	5.51	5.82	6.34	6.94	7.55	资本开支	0	(244)	(160)	(180)	(200)
ROIC	18%	22%	26%	32%	34%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	18%	21%	22%	23%	25%	投资活动现金流	(153)	(243)	(162)	(182)	(210)
毛利率	21%	18%	19%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	11%	10%	11%	11%	负债净变化	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(552)	(1001)	(974)	(1130)	(1398)
收入增长	21%	47%	15%	13%	13%	其它融资现金流	248	1278	(261)	0	0
净利润增长率	-11%	21%	17%	16%	16%	融资活动现金流	(855)	(724)	(1235)	(1130)	(1398)
资产负债率	21%	20%	36%	36%	37%	现金净变动	446	(884)	2138	113	(31)
息率	2.9%	5.2%	5.1%	5.9%	7.3%	货币资金的期初余额	1289	1735	852	2990	3103
P/E	17.6	14.5	12.4	10.7	9.2	货币资金的期末余额	1735	852	2990	3103	3072
P/B	3.2	3.0	2.8	2.5	2.3	企业自由现金流	1382	(108)	3339	1187	1317
EV/EBITDA	15.0	11.7	11.5	10.1	8.9	权益自由现金流	1630	1170	3110	1245	1375

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提及的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