

黄金产品拉动收入与毛利额增长，分红金额同比上行

➤ **事件概述。**2023 年，公司实现营收 162.90 亿元，同比+46.52%，实现归母净利润 13.16 亿元，同比+20.67%，实现扣非归母净利润为 12.68 亿元，同比+23.64%。24Q1，实现营收 50.70 亿元，同比+23.01%，实现归母净利润 3.41 亿元，同比-6.61%，实现扣非归母净利润 3.36 亿元，同比-5.70%。

➤ **黄金产品高景气带动公司收入快速增长。2023 年，公司实现营收 162.90 亿元，同比+46.52%。**

1) 分产品看：素金首饰实现营收 137.20 亿元，同比+62.01%，镶嵌首饰实现营收 9.18 亿元，同比-29.40%，品牌使用费收入 8.62 亿元，同比+38.24%。2) 分渠道看：加盟业务实现营收 119.72 亿元，同比+44.31%，互联网（线上）实现营收 25.08 亿元，同比+62.25%，自营（线下）实现营收 16.17 亿元，同比+51.29%。**24Q1，实现营收 50.7 亿元，同比+23.01%。**1) 按产品分：镶嵌类产品收入 1.28 亿元，同比-42.2%，收入占比 2.52%，素金类产品收入 45.13 亿元，同比+28.93%，收入占比达 89.01%。2) 按渠道分：自营线下实现收入 6.3 亿元，同比+28.73%，线上（电商）实现收入 5.73 亿元，同比+9.84%，加盟业务实现营收 38.3 亿元，同比+24.66%。

➤ **毛利额延续增长，产品结构调整使毛利率同比下行，销售费率短期承压。**①毛利端：23 年，毛利率为 18.14%，同比-2.64%；24Q1，实现毛利额 7.9 亿元，同比+6.92%，毛利率为 15.57%，同比-2.34 pct，主要系黄金产品收入占比提升、钻石镶嵌占比下降所致。②费率端：23 年，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为 5.80%、0.65%、0.08%、0.02%，同比-0.93%、-0.19%、-0.03%、+0.14 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。24Q1，销售费率、管理费率、研发费率、财务费率为 4.93%、0.48%、0.07%、0.22%，同比+0.42%、-0.06%、-0.02%、+0.21 pct，销售费率提升主要系薪酬费用、租赁费用、宣传费用及电商渠道费用增加所致，财务费率增加主要系短期借款利息及黄金租赁费用同比上行。③净利率端：基于毛利率与费率情况，2023 年，净利率为 8.06%，同比-1.72 pct；24Q1，净利率为 6.72%，同比-2.12 pct。

➤ **渠道开拓稳步推进，深度打造品牌矩阵。**2023 年，公司终端门店净增 490 家，24Q1，终端门店净增加 23 家，截至 24Q1 末，周大生品牌终端门店数量为 5129 家，其中包括加盟门店 4793 家，自营门店 336 家。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完整的黄金产品矩阵，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，丰富品牌 IP 合作矩阵。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。

➤ **发布 2023 年度利润分配预案及 2024 年度财务预算主要指标。**1) 分红比例：2023 年度利润分配预案拟向全体股东每 10 股派发现金股利 6.5 元（含税），合计派发现金股利 7.06 亿元，现金分红比例达 53.61%。2) 战略目标：发布 2024 年度财务预算主要指标，2024 年度公司营业收入预计同比增长 15%~25%，净利润预计同比增长 5%~15%。2024 年净增门店数量 400~600 家。

➤ **投资建议：**黄金产品高景气度拉动公司成长，渠道拓展稳步推进，低估值高股息率标的，预计 2024-2026 年公司实现营业收入 198.27、226.13、253.83 亿元，分别同比+21.7%、+14.1%、+12.3%；归母净利润分别为 14.89、16.77 与 18.80 亿元，同比+13.2%、+12.6%与+12.1%，对应 PE 为 12/11/9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端需求不及预期、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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16,290	19,827	22,613	25,383
增长率（%）	46.5	21.7	14.1	12.3
归属母公司股东净利润（百万元）	1,316	1,489	1,677	1,880
增长率（%）	20.7	13.2	12.6	12.1
每股收益（元）	1.20	1.36	1.53	1.72
PE	13	12	11	9
PB	2.8	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
16.19 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

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 年三季报点评：
黄金产品高景气带动收入快速增长，渠道开拓稳步推进-2023/10/31

2.周大生 (002867.SZ) 2023 年中报点评：2
3H1 毛利额同比+32%，单 Q2 净增加 98 家
门店-2023/08/26

3.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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16,290	19,827	22,613	25,383
营业成本	13,334	16,364	18,692	21,010
营业税金及附加	147	198	226	254
销售费用	944	1,170	1,323	1,472
管理费用	106	143	158	178
研发费用	12	14	14	13
EBIT	1,777	1,976	2,244	2,506
财务费用	4	8	17	19
资产减值损失	-8	-9	-7	-6
投资收益	-86	-35	-25	-20
营业利润	1,695	1,925	2,196	2,463
营业外收支	13	13	11	11
利润总额	1,708	1,938	2,207	2,475
所得税	396	449	530	594
净利润	1,313	1,490	1,677	1,881
归属于母公司净利润	1,316	1,489	1,677	1,880
EBITDA	1,880	2,107	2,409	2,690

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	852	1,660	2,569	3,654
应收账款及票据	1,498	1,357	1,548	1,668
预付款项	14	25	22	21
存货	3,643	5,289	5,939	6,445
其他流动资产	442	501	510	520
流动资产合计	6,448	8,831	10,589	12,308
长期股权投资	155	112	81	57
固定资产	14	85	154	231
无形资产	386	390	399	411
非流动资产合计	1,564	1,546	1,545	1,668
资产合计	8,012	10,377	12,134	13,975
短期借款	200	1,000	1,600	2,000
应付账款及票据	149	466	532	598
其他流动负债	1,220	1,572	1,676	1,842
流动负债合计	1,569	3,038	3,808	4,440
长期借款	18	18	18	18
其他长期负债	41	39	19	102
非流动负债合计	59	57	37	120
负债合计	1,628	3,095	3,845	4,560
股本	1,096	1,096	1,096	1,096
少数股东权益	3	4	4	4
股东权益合计	6,385	7,282	8,289	9,415
负债和股东权益合计	8,012	10,377	12,134	13,975

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	46.52	21.71	14.05	12.25
EBIT 增长率	26.48	11.23	13.53	11.70
净利润增长率	20.67	13.18	12.60	12.12
盈利能力 (%)				
毛利率	18.14	17.46	17.34	17.23
净利润率	8.08	7.51	7.42	7.41
总资产收益率 ROA	16.43	14.35	13.82	13.46
净资产收益率 ROE	20.62	20.46	20.24	19.98
偿债能力				
流动比率	4.11	2.91	2.78	2.77
速动比率	1.54	1.02	1.10	1.22
现金比率	0.54	0.55	0.67	0.82
资产负债率 (%)	20.32	29.83	31.69	32.63
经营效率				
应收账款周转天数	33.55	25.00	25.00	24.00
存货周转天数	99.71	118.00	116.00	112.00
总资产周转率	2.09	2.16	2.01	1.94
每股指标 (元)				
每股收益	1.20	1.36	1.53	1.72
每股净资产	5.82	6.64	7.56	8.59
每股经营现金流	0.13	0.70	1.18	1.58
每股股利	0.95	0.61	0.69	0.77
估值分析				
PE	13	12	11	9
PB	2.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.14	8.15	7.13	6.39
股息收益率 (%)	5.87	3.78	4.25	4.77
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,313	1,490	1,677	1,881
折旧和摊销	104	131	166	184
营运资金变动	-1,398	-907	-618	-406
经营活动现金流	139	763	1,290	1,733
资本开支	-215	-61	-104	-133
投资	0	-5	0	0
投资活动现金流	-230	-76	-104	-133
股权募资	0	0	0	0
债务募资	200	798	537	400
筹资活动现金流	-875	121	-276	-516
现金净流量	-967	808	909	1,084

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受到任何形式的补偿。

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。	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