

珠宝首饰及钟表

周大生 (002867.SZ)

买入-B(维持)

2023 年线下圆满完成拓店计划，电商渠道营收实现高增

2024 年 4 月 30 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：2024 年 4 月 29 日

收盘价(元):	16.29
年内最高/最低(元):	20.34/14.15
流通 A 股/总股本(亿股):	10.83/10.96
流通 A 股市值(亿元):	176.36
总市值(亿元):	178.53

基础数据：2024 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	0.31
摊薄每股收益(元):	0.31
每股净资产(元):	6.14
净资产收益率(%):	5.06

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 年年报和 2024 年一季报。2023 年，公司实现营收 162.90 亿元，同比增长 46.52%，实现归母净利润 13.16 亿元，同比增长 20.67%，实现扣非净利润 12.68 亿元，同比增长 23.64%。2024Q1，公司实现营收 50.70 亿元，同比增长 23.01%，实现归母净利润 3.41 亿元，同比下降 6.61%，实现扣非净利润 3.36 亿元，同比下降 5.70%。2023 年，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.5 元（含税），结合 2023 年中期股息 0.3 元/股，2023 全年派息率 78%。

事件点评

2023 年业绩增长稳健，2024Q1 预计公司实现量价齐升。营收端，2023 年，公司实现营收 162.90 亿元，同比增长 46.52%。其中，23Q4 实现营收 37.96 亿元，同比增长 74.01%。业绩端，2023 年，公司实现归母净利润 13.16 亿元，同比增长 20.67%。其中，23Q4 实现归母净利润 2.21 亿元，同比增长 38.01%。2024Q1，公司实现营收 50.70 亿元，同比增长 23.01%，实现归母净利润 3.41 亿元，同比下降 6.61%。2023 年及 2024Q1，公司归母净利润增速表现弱于营收，主因黄金产品批发销售占比提升，销售毛利率同比下滑，以及 2024Q1 销售费用率上升。剔除黄金价格上涨影响，预计公司 2024Q1 黄金产品销量仍实现正增长。

2023 年线上渠道表现亮眼，2024Q1 公司净开门店 23 家。2023 年，自营线下、线上、加盟渠道营收占比分别为 9.93%、15.40%、73.49%。其中，**自营线下渠道**，2023 年实现营收 16.17 亿元，同比增长 51.29%，期末门店数量 331 家，较年初净增 82 家。**线上渠道**，2023 年，实现营收 25.08 亿元，同比增长 62.25%，其中镶嵌、素金品类分别实现营收 1.4、19.20 亿元，同比下降 30.05%、增长 86.95%。分平台看，天猫平台营收 10.8 亿元，同比增长 39.4%，京东平台营收 8.0 亿元，同比增长 193.1%，抖音平台营收 3.3 亿元，同比增长 27.5%。**加盟渠道**，2023 年，实现营收 119.72 亿元，同比增长 44.31%，期末门店数量 4775 家，较年初净增 408 家。截至 2023 年末，公司线下门店合计 5106 家，较年初净增加 490 家。2024Q1，自营线下、线上、加盟渠道分别实现营收 6.3、5.7、38.3 亿元，同比增长 28.7%、9.8%、24.7%。截至 2024Q1 末，自营门店、加盟门店分别为 336、4793 家，较 2024 年初净增加 5、18 家。

黄金产品为公司收入增长重要驱动力，2024Q1 镶嵌产品营收持续下滑。分产品看，**镶嵌产品**，2023 年，实现营收 9.18 亿元，同比下降 29.4%。2024Q1，实现营收 1.28 亿



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



元, 同比下降 42.2%。素金产品, 2023 年, 实现营收 137.2 亿元, 同比增长 62.01%。2024Q1, 实现营收 45.13 亿元, 同比增长 28.93%。2023 年, 镶嵌产品、素金产品营收占公司收入比重为 5.6%、84.2%。2024Q1, 镶嵌产品、素金产品营收占公司收入比重为 2.5%、89.0%。

➤ **2023 年素金产品毛利率同比改善, 2024Q1 销售费用率有所提升。**2023 年, 公司毛利率同比下滑 2.6pct 至 18.1%, 其中, 素金首饰毛利率同比提升 0.48pct 至 8.66%, 镶嵌首饰毛利率同比提升 0.2pct 至 31.65%。2024Q1 公司毛利率为 15.57%, 同比下滑 2.3pct, 环比下滑 2.3pct。公司毛利率下滑, 主因产品结构变化, 即毛利率相对较低的黄金首饰产品销售占比提升。2023 年, 期间费用率合计下滑 1.01pct 至 6.55%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 5.80%/0.65%/0.08%/0.02%, 同比-0.94/-0.18/-0.04/+0.14pct; 2024Q1, 期间费用率合计提升 0.54pct 至 5.69%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 4.93%/0.48%/0.07%/0.22%, 同比+0.42/-0.07/-0.02/+0.20pct。综合影响下, 2023 年, 公司销售净利率 8.06%, 同比下滑 1.72pct, 2024Q1 销售净利率为 6.72%, 同比下滑 2.13pct。截至 2023 年末, 公司存货为 36.43 亿元, 同比增长 8.99%; 应收账款 14.98 亿元, 同比增长 83.31%。截至 2024Q1 末, 公司应收账款 8.11 亿元, 环比下降 45.86%。2023 年, 公司经营活动现金流净额为 1.39 亿元, 同比下降 86.4%, 主因黄金采购致使存货增加, 经营活动现金流出相对较大, 以及新增应收款项在期末尚未回流所致。2024Q1 经营活动现金流净额为 4.02 亿元, 同比下降 41.9%, 环比增长 155.0%。

投资建议

➤ **2023 年, 公司线下渠道圆满完成年初制定的开店目标, 期末门店数量突破 5000 家, 电商渠道增速靓丽, 营收增速好于公司整体水平。**2023 年公司营收表现好于黄金珠宝社零大盘, 预计市场份额进一步提升。2024Q1, 公司线下净开店 23 家, 电商渠道实现接近双位数的营收增长。由于黄金产品销售占比提升, 公司销售毛利率有所承压, 2024Q1 毛利率环比仍有下滑。由于新开直营门店处于销售爬坡过程, 2024Q1 销售费用率有所提升。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 1.37、1.53、1.74 元, 4 月 26 日收盘价对应公司 2024-2026 年 PE 为 11.8、10.6、9.3 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	19,482	22,558	25,635
YoY(%)	21.4	46.5	19.6	15.8	13.6
净利润(百万元)	1,091	1,316	1,497	1,681	1,909
YoY(%)	-10.9	20.7	13.8	12.3	13.6
毛利率(%)	20.8	18.1	17.9	17.8	17.8
EPS(摊薄/元)	1.00	1.20	1.37	1.53	1.74

ROE(%)	18.0	20.6	19.0	18.4	18.0
P/E(倍)	16.3	13.5	11.8	10.6	9.3
P/B(倍)	2.9	2.8	2.3	2.0	1.7
净利率(%)	9.8	8.1	7.7	7.5	7.4

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)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6235	6448	13988	14300	18010
现金	1735	852	6450	7424	8260
应收票据及应收账款	817	1498	1199	1965	1607
预付账款	11	14	23	16	27
存货	3342	3643	5889	4454	7687
其他流动资产	329	442	427	441	429
非流动资产	1372	1564	1918	1900	1995
长期投资	155	155	205	273	312
固定资产	15	14	177	299	381
无形资产	403	386	364	343	321
其他非流动资产	798	1010	1172	985	981
资产总计	7607	8012	15906	16200	20005
流动负债	1477	1569	7948	7044	9369
短期借款	0	200	5125	5963	6389
应付票据及应付账款	271	149	1139	167	1128
其他流动负债	1206	1220	1683	914	1852
非流动负债	81	59	80	67	62
长期借款	18	18	14	11	7
其他非流动负债	63	41	66	57	55
负债合计	1558	1628	8028	7111	9431
少数股东权益	7	3	-1	-5	-11
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327
留存收益	4105	4444	5383	6464	7735
归属母公司股东权益	6042	6381	7879	9094	10585
负债和股东权益	7607	8012	15906	16200	20005

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1018	139	1229	816	1198
净利润	1087	1313	1493	1676	1904
折旧摊销	38	42	46	80	93
财务费用	-13	4	91	151	165
投资损失	-18	86	10	12	15
营运资金变动	-176	-1397	-426	-1080	-975
其他经营现金流	99	91	14	-23	-4
投资活动现金流	101	-230	-422	-51	-199
筹资活动现金流	-673	-875	-267	-606	-559
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.20	1.37	1.53	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.13	1.12	0.74	1.09
每股净资产(最新摊薄)	5.51	5.82	7.19	8.30	9.66

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11118	16290	19482	22558	25635
营业成本	8808	13334	15991	18548	21069
营业税金及附加	106	147	204	218	248
营业费用	748	944	1149	1331	1512
管理费用	93	106	127	142	164
研发费用	12	12	19	25	31
财务费用	-13	4	91	151	165
资产减值损失	0	-9	-11	-13	-14
公允价值变动收益	-28	7	7	7	7
投资净收益	18	-86	-10	-12	-15
营业利润	1409	1695	1934	2172	2469
营业外收入	12	15	16	14	14
营业外支出	1	2	3	1	2
利润总额	1420	1708	1947	2185	2482
所得税	333	396	454	508	578
税后利润	1087	1313	1493	1676	1904
少数股东损益	-3	-3	-4	-4	-5
归属母公司净利润	1091	1316	1497	1681	1909
EBITDA	1407	1738	2045	2393	2714

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.4	46.5	19.6	15.8	13.6
营业利润(%)	-10.8	20.3	14.1	12.3	13.7
归属于母公司净利润(%)	-10.9	20.7	13.8	12.3	13.6
获利能力					
毛利率(%)	20.8	18.1	17.9	17.8	17.8
净利率(%)	9.8	8.1	7.7	7.5	7.4
ROE(%)	18.0	20.6	19.0	18.4	18.0
ROIC(%)	17.0	19.4	11.7	11.7	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	20.5	20.3	50.5	43.9	47.1
流动比率	4.2	4.1	1.8	2.0	1.9
速动比率	1.7	1.5	1.0	1.3	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.5	2.1	1.6	1.4	1.4
应收账款周转率	14.8	14.1	14.4	14.3	14.4
应付账款周转率	28.6	63.5	24.8	28.4	32.5
估值比率					
P/E	16.3	13.5	11.8	10.6	9.3
P/B	2.9	2.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.5	9.9	8.1	6.8	5.9

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，本报告的任一部分均不得以任何方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

