

周大生 (002867.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

1Q24 高基数下毛利额实现增长, 持续

推进品牌矩阵&IP 产品

业绩简评

- 公司 4.25 公告 23 年营收/归母净利润 162.9/13.16 亿元、同比+46.5%/+20.67%。分红亮眼, 年度分红每股 0.65 元、加上此前半年度分红每股 0.3 元, 23 年合计现金分红比例 78.36% (22 年为 59.7%)。
- 1Q24 营收/归母净利润/扣非净利润 50.7/3.41/3.36 亿元、同比+23%/-6.6%/-5.7%。利润率同比下降主要系黄金产品占比提升至毛利率下降+薪酬费用、电商渠道费用增加至销售费用率提升。1Q24 毛利额同比+6.9%, 毛利率 15.6%、同比-2.3PCT, 销售费用率 4.9%、同比+0.4PCT, 扣非净利率 6.6%、同比-2PCT。金价波动对公司的非经营性影响主要体现在公允价值变动收益&投资收益项目, 1Q24 二者合计-3878 万元 (1Q23 为-3667 万元)。

经营分析

- 黄金产品引领增长, 镶嵌类继续承压、占比进一步下降至低位。23 年素金类/镶嵌类收入 137.2/9.18 亿元、分别同比+62%/-29.4%。1Q24 素金类/镶嵌类收入 45.13/1.28 亿元、分别同比+29%/-42.2%、占比 89% (+4PCT) /2.5% (-2.8PCT)。
- ✓ 自营: 23 年/1Q24 电商收入 25.08/5.73 亿元、同比 62.25%/+9.84%、占比 15.4% (+1.5PCT) /11.29% (-1.36PCT), 其中镶嵌类同比+30%/+6.82%, 黄金类同比+87%/+1.14%; 自营线下收入 16.2/6.3 亿元、同比+51.3%/+28.7%。
- ✓ 加盟: 23 年/1Q24 收入同比+44.31%/+24.66%, 经销商进货需求继续下降、镶嵌类收入同比-37.99%/-58.23%, 黄金类收入同比+60.46%/+32.53%, 品牌使用费同比+38.24%/-4.91%。
- 开店稳健: 周大生品牌终端门店数量 5129 家、较年初净增 23 家 (自营+5 家、加盟+18 家)、较上年同期净增 492 家。

盈利预测、估值与评级

- 持续推进品牌矩阵+IP 产品助力增长。略下调盈利预测, 预计 24-26 年归母净利润为 14.93/16.91/19.07 亿元, 同比 +13.5%/+13.2%/+12.8%, 对应 PE 分别为 13/11/10 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 终端消费疲软、加盟拓展不及预期、金价大幅波动等。

商贸零售组

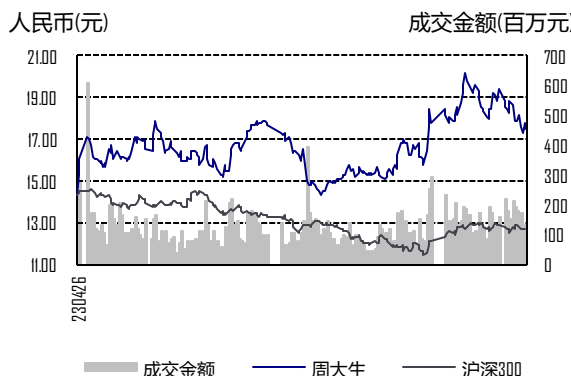
分析师: 罗晓婷 (执业 S1130520120001)

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 17.47 元

相关报告:

1. 《周大生点评: Q3 业绩符合预期, 黄金产品继续引领增长》, 2023.10.31
2. 《周大生公司点评: 2Q23 业绩符合预期, 黄金产品&电商延续亮眼表现》, 2023.8.26
3. 《周大生 23 年一季报点评: 1Q23 业绩增长良好, 黄金高景气延续》, 2023.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	19,826	23,030	26,189
营业收入增长率	21.44%	46.52%	21.71%	16.16%	13.72%
归母净利润(百万元)	1,091	1,316	1,493	1,691	1,907
归母净利润增长率	-10.94%	20.67%	13.47%	13.23%	12.76%
摊薄每股收益(元)	0.995	1.201	1.363	1.543	1.740
每股经营性现金流净额	0.93	0.13	1.15	0.95	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.05%	20.62%	21.87%	23.05%	24.11%
P/E	14.10	12.64	12.82	11.32	10.04
P/B	2.54	2.61	2.80	2.61	2.42

来源: 公司年报、国金证券研究所 (注: 股价更新至 4 月 25 日)

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,155	11,118	16,290	19,826	23,030	26,189
增长率	80.1%	21.4%	46.5%	21.7%	16.2%	13.7%
主营业务成本	-6,655	-8,808	-13,334	-16,386	-19,032	-21,622
%销售收入	72.7%	79.2%	81.9%	82.6%	82.6%	82.6%
毛利	2,500	2,310	2,956	3,440	3,998	4,567
%销售收入	27.3%	20.8%	18.1%	17.4%	17.4%	17.4%
营业税金及附加	-89	-106	-147	-178	-230	-275
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%
销售费用	-697	-748	-944	-1,150	-1,370	-1,571
%销售收入	7.6%	6.7%	5.8%	5.8%	6.0%	6.0%
管理费用	-97	-93	-106	-119	-145	-170
%销售收入	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%
研发费用	-14	-12	-12	-16	-23	-31
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,604	1,351	1,746	1,977	2,230	2,519
%销售收入	17.5%	12.1%	10.7%	10.0%	9.7%	9.6%
财务费用	21	13	-4	-8	-14	-20
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-112	0	-9	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-28	7	0	0	0
投资收益	17	18	-86	-30	0	0
%税前利润	1.1%	1.2%	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	1,579	1,409	1,695	1,939	2,216	2,499
%营业收入	17.2%	12.7%	10.4%	9.8%	9.6%	9.5%
营业外收支	12	12	13	0	0	0
税前利润	1,591	1,420	1,708	1,939	2,216	2,499
利润率	17.4%	12.8%	10.5%	9.8%	9.6%	9.5%
所得税	-369	-333	-396	-446	-525	-592
所得税率	23.2%	23.5%	23.2%	23.0%	23.7%	23.7%
净利润	1,222	1,087	1,313	1,493	1,691	1,907
少数股东损益	-3	-3	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,225	1,091	1,316	1,493	1,691	1,907
净利率	13.4%	9.8%	8.1%	7.5%	7.3%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,222	1,087	1,313	1,493	1,691	1,907
少数股东损益	-3	-3	-3	0	0	0
非现金支出	180	83	113	19	20	21
非经营收益	-27	25	110	87	29	31
营运资金变动	-1,179	-177	-1,398	-338	-701	-756
经营活动现金净流	197	1,018	139	1,260	1,039	1,204
资本开支	-153	-123	-215	-77	-62	-52
投资	431	218	0	0	0	0
其他	12	6	-15	-30	0	0
投资活动现金净流	290	101	-230	-107	-62	-52
股权募资	8	0	0	0	0	0
债权募资	18	0	200	168	-2	94
其他	-904	-673	-1,075	-1,068	-1,212	-1,366
筹资活动现金净流	-878	-673	-875	-900	-1,215	-1,272
现金净流量	-391	446	-967	254	-238	-120

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,289	1,735	852	1,097	852	727
应收款项	706	848	1,565	1,486	1,664	1,892
存货	2,748	3,342	3,643	4,355	5,058	5,746
其他流动资产	514	313	400	303	318	343
流动资产	5,257	6,239	6,459	7,241	7,892	8,708
%总资产	74.9%	82.0%	80.6%	82.1%	83.0%	84.1%
长期投资	689	164	165	165	165	165
固定资产	398	521	735	806	860	901
%总资产	5.7%	6.8%	9.2%	9.1%	9.0%	8.7%
无形资产	475	450	420	413	406	400
非流动资产	1,759	1,368	1,553	1,577	1,619	1,650
%总资产	25.1%	18.0%	19.4%	17.9%	17.0%	15.9%
资产总计	7,016	7,607	8,012	8,818	9,511	10,358
短期借款	40	51	266	438	436	530
应付款项	725	637	638	870	1,012	1,151
其他流动负债	342	789	666	636	688	735
流动负债	1,107	1,477	1,569	1,944	2,136	2,416
长期贷款	18	18	18	18	18	18
其他长期负债	94	63	41	23	17	12
负债	1,219	1,558	1,628	1,985	2,171	2,446
普通股股东权益	5,787	6,042	6,381	6,829	7,337	7,909
其中：股本	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096
未分配利润	3,071	3,557	3,896	4,344	4,851	5,423
少数股东权益	10	7	3	3	3	3
负债股东权益合计	7,016	7,607	8,012	8,818	9,511	10,358

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.117	0.995	1.201	1.363	1.543	1.740
每股净资产	5.279	5.513	5.823	6.232	6.694	7.216
每股经营现金净流	0.179	0.929	0.126	1.150	0.948	1.098
每股股利	0.800	0.600	0.950	0.954	1.080	1.218
回报率						
净资产收益率	21.16%	18.05%	20.62%	21.87%	23.05%	24.11%
总资产收益率	17.45%	14.34%	16.43%	16.94%	17.78%	18.41%
投入资本收益率	21.03%	16.90%	20.13%	20.88%	21.83%	22.72%
增长率						
主营业务收入增长率	80.07%	21.44%	46.52%	21.71%	16.16%	13.72%
EBIT增长率	29.60%	-15.78%	29.30%	13.21%	12.78%	12.98%
净利润增长率	20.85%	-10.94%	20.67%	13.47%	13.23%	12.76%
总资产增长率	5.41%	8.43%	5.33%	10.05%	7.86%	8.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.3	24.6	25.9	26.0	25.0	25.0
存货周转天数	140.9	126.2	95.6	97.0	97.0	97.0
应付账款周转天数	20.4	12.1	5.5	5.6	5.6	5.6
固定资产周转天数	0.9	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.24%	-27.55%	-8.90%	-9.37%	-5.43%	-2.26%
EBIT利息保障倍数	-75.0	-102.7	461.0	257.8	164.3	125.8
资产负债率	17.37%	20.49%	20.32%	22.51%	22.83%	23.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	22	28	91
增持	1	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.10	1.04	1.07	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-01	买入	12.58	N/A
2	2022-07-29	买入	14.16	N/A
3	2022-08-30	买入	13.08	N/A
4	2022-10-28	买入	11.55	N/A
5	2023-04-30	买入	16.92	N/A
6	2023-08-26	买入	15.69	N/A
7	2023-10-31	买入	15.02	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806