

周大生 (002867.SZ) / 商贸零售

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 29 日

**评级：买入（维持）**

市场价格：16.19

分析师：苏畅

执业证书编号：S0740523110001

Email: suchang@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,118	16,290	18,548	20,633	22,617
增长率 yoy%	21.4%	46.5%	13.9%	11.2%	9.6%
归母净利润 (百万元)	1,091	1,316	1,485	1,688	1,857
增长率 yoy%	-10.9%	20.7%	12.9%	13.7%	10.0%
每股收益 (元)	1.00	1.20	1.36	1.54	1.69
每股现金流量	0.93	0.13	1.02	0.95	1.17
净资产收益率	18.0%	20.6%	20.8%	21.7%	21.6%
P/E	16.3	13.5	11.9	10.5	9.6
P/B	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价截至至 2024/4/26

### 基本状况

总股本(百万股)	1,096
流通股本(百万股)	1,083
市价(元)	16.19
市值(百万元)	17,743
流通市值(百万元)	17,527

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1、公司深度：周大生：审时度势，持续进化（2021-12-02）
- 2、行业深度：珠宝零售行业短、中、长期投资逻辑（2022-03-06）
- 3、公司点评：镶嵌持续低迷，待消费复苏（2022-10-28）
- 4、公司点评：Q1 业绩超预期，待 23 年门店增长提速（2023-5-1）
- 5、公司点评：黄金销售高增，线上表现亮眼（2023-8-27）
- 6、公司点评：短期因素扰动业绩，扣非增速基本符合预期（2023-10-30）

### 投资要点

- **核心观点：金价快速上涨后对黄金首饰的消费属性需求形成了一定的抑制，预计公司短期业绩增速将有所放缓。但行业的中长期逻辑未发生变化，当前估值水平较低，配置价值不改。**
- **调整盈利预测，维持“买入”评级。**镶嵌仍处于下滑区间，金价的快速上涨对黄金饰品的需求形成了一定抑制。我们小幅调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 185.5/206.3/226.2 亿元，同比增长 13.9%/11.2%/9.6%；归母净利润 14.9/16.9/18.6 亿元（此前 24-25 年为 16.2/18.6 亿元），同比增长 12.9%/13.7%/10.0%；EPS 为 1.36/1.54/1.69 元，对应 PE 为 11.9/10.5/9.6。考虑当前的估值水平与未来的成长性，维持“买入”评级。
- **公司 24Q1 业绩略低于预期。**（1）公司 24Q1 实现营业收入 50.7 亿元，同比增长 23.01%，实现归母净利润 3.41 亿元，同比下滑 6.61%，实现归母扣非净利润 3.36 亿元，同比下滑 5.70%。利润表现略有低预期，主要受自营店扩张带来费用增长，及金价上涨带来的公允价值损益影响。
- **分渠道看，线下自营、加盟收入增速较高，线上增速放缓。**线下自营渠道，24Q1 收入为 6.3 亿，同比增长 28.73%。线上渠道，24Q1 收入为 5.73 亿，同比增长 9.84%。加盟渠道，24Q1 收入为 38.3 亿，同比增长 24.66%。
- **分产品看，镶嵌下滑仍在延续，黄金首饰受制于金价快速上涨，增速亦有压力。**24Q1 年公司，加盟渠道、线下自营渠道黄金产品销售分别为：34.89、5.99 亿，同比增长 32.53%、34.5%；加盟渠道、线下自营渠道镶嵌销售分别为：0.62、0.24 亿，同比下滑 58.23%、24.63%。镶嵌下滑趋势不改，黄金销售，考虑到价格大幅上涨以及会计口径变化，我们预计销量的实际增长也有所承压。
- **2023 年门店扩张进入快通道，预期 24 年有望延续。**公司 2023 年净新开门店 490 家，较过去几年增幅明显提升，新店型的推出及省代的磨合为门店拓展注入动力，预期 2024 年门店有望维持较快增长。
- **短期业绩增速存在波动，中长期配置价值未改变。**从短期业绩看，镶嵌的乏力以及金价高位的抑制，对短期业绩增速会有一些影响。但从中长期前景看，行业稳增长、集中度向上、产品属性不支持激烈价格竞争，头部珠宝企业的具备较长的增长期限，公司在当前估值水平下仍具备较强的配置价值。
- **风险提示：（1）宏观经济与需求波动风险；（2）省代模式效果不及预期的风险；（3）市场竞争加剧的风险；（4）加盟管理风险；（5）质量控制风险；（6）信息滞后的风险。**

图表 1: 周大生盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	852	927	1,032	1,131	营业收入	16,290	18,548	20,633	22,617
应收票据	1	0	0	0	营业成本	13,334	15,265	16,999	18,640
应收账款	1,497	1,727	1,921	2,106	税金及附加	147	167	186	203
预付账款	14	16	18	19	销售费用	944	1,057	1,144	1,232
存货	3,643	4,170	4,644	5,092	管理费用	106	135	146	153
合同资产	0	0	0	0	研发费用	12	19	21	23
其他流动资产	442	503	578	634	财务费用	4	-7	3	13
流动资产合计	6,448	7,343	8,192	8,982	信用减值损失	-1	0	0	0
其他长期投资	7	7	7	7	资产减值损失	-8	-10	0	0
长期股权投资	155	155	155	155	公允价值变动收益	7	-20	0	0
固定资产	14	9	57	39	投资收益	-86	-10	2	3
在建工程	721	971	1,171	1,251	其他收益	39	40	40	40
无形资产	386	342	298	260	营业利润	1,695	1,913	2,177	2,396
其他非流动资产	282	292	300	308	营业外收入	15	15	14	15
非流动资产合计	1,564	1,777	1,988	2,020	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>8,012</b>	<b>9,120</b>	<b>10,180</b>	<b>11,002</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,708</b>	<b>1,928</b>	<b>2,191</b>	<b>2,411</b>
短期借款	200	482	839	795	所得税	395	446	507	558
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,313</b>	<b>1,482</b>	<b>1,684</b>	<b>1,853</b>
应付账款	149	170	189	208	少数股东损益	-3	-4	-4	-5
预收款项	35	40	44	48	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,316</b>	<b>1,485</b>	<b>1,688</b>	<b>1,857</b>
合同负债	20	23	26	28	NOPLAT	1,316	1,476	1,686	1,862
其他应付款	489	489	489	489	EPS (按最新股本摊薄)	1.20	1.36	1.54	1.69
一年内到期的非流动负债	65	65	65	65					
其他流动负债	610	650	684	714	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,569	1,920	2,337	2,347	<b>会计年度</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	18	18	18	18	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	46.5%	13.9%	11.2%	9.6%
其他非流动负债	41	41	41	41	EBIT增长率	21.7%	12.2%	14.2%	10.4%
非流动负债合计	59	59	59	59	归母公司净利润增长率	20.7%	12.9%	13.7%	10.0%
<b>负债合计</b>	<b>1,628</b>	<b>1,979</b>	<b>2,396</b>	<b>2,406</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	6,381	7,141	7,789	8,605	毛利率	18.1%	17.7%	17.6%	17.6%
少数股东权益	3	0	-5	-9	净利率	8.1%	8.0%	8.2%	8.2%
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,385</b>	<b>7,141</b>	<b>7,784</b>	<b>8,595</b>	ROE	20.6%	20.8%	21.7%	21.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,012</b>	<b>9,120</b>	<b>10,180</b>	<b>11,002</b>	ROIC	25.7%	24.9%	25.2%	25.6%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	20.3%	21.7%	23.5%	21.9%
					债务权益比	5.1%	8.5%	12.4%	10.7%
<b>会计年度</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	流动比率	4.1	3.8	3.5	3.8
<b>经营活动现金流</b>	139	1,121	1,046	1,284	速动比率	1.8	1.7	1.5	1.7
现金收益	1,359	1,525	1,733	1,923	<b>营运能力</b>				
存货影响	-300	-527	-474	-448	总资产周转率	2.0	2.0	2.0	2.1
经营性应收影响	-676	-221	-196	-186	应收账款周转天数	26	31	32	32
经营性应付影响	-8	26	24	23	应付账款周转天数	5	4	4	4
其他影响	-235	318	-41	-27	存货周转天数	94	92	93	94
<b>投资活动现金流</b>	-230	-292	-255	-87	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-239	-252	-249	-82	每股收益	1.20	1.36	1.54	1.69
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.13	1.02	0.95	1.17
其他长期资产变化	9	-40	-6	-5	每股净资产	5.82	6.52	7.11	7.85
<b>融资活动现金流</b>	-875	-753	-687	-1,098	<b>估值比率</b>				
借款增加	215	282	357	-44	P/E	13.5	11.9	10.5	9.6
股利及利息支付	-1,001	-1,126	-1,290	-1,423	P/B	2.8	2.5	2.3	2.1
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	126	112	99	89
其他影响	-89	91	246	369					

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。