

周大生（002867.SZ）/商贸零售

证券研究报告/公司点评

2023 年 8 月 27 日

评级：买入（维持）

市场价格：15.69

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

Email: huangfuxh@zts.com.cn

研究助理：苏畅

Email: suchang@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,096
流通股本(百万股)	1,084
市价(元)	15.69
市值(百万元)	17,195
流通市值(百万元)	17,001

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：疫情冲击下，经营显韧性（2022-04-30）
- 4、公司点评：镶嵌受损明显，黄金发力见效（2022-08-30）
- 5、公司点评：镶嵌持续低迷，待消费复苏（2022-10-28）
- 6、公司点评：Q1 业绩超预期，待 23 年门店增长提速（2023-5-1）

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,155	11,118	15,633	17,999	20,028
增长率 yoy%	80.1%	21.4%	40.6%	15.1%	11.3%
归母净利润（百万元）	1,225	1,091	1,404	1,633	1,869
增长率 yoy%	20.9%	-10.9%	28.8%	16.3%	14.5%
每股收益（元）	1.12	1.00	1.28	1.49	1.71
每股现金流量	0.18	0.93	0.72	1.13	1.41
净资产收益率	21%	18%	20%	20%	21%
P/E	14.0	15.8	12.2	10.5	9.2
P/B	3.0	2.8	2.4	2.2	1.9

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价截至 2023/8/27

投资要点

- **核心观点：**镶嵌虽然持续低迷，但公司重点发力黄金产品取得明显成效，提振单店利润额。进入 Q2 公司门店扩张有所提速，叠加单店水平复苏，公司全年有望取得较好业绩。行业竞争格局稳定，公司当前 PE 隐含的增长预期较弱，值得在当下布局。
- **调整盈利预测，维持“买入”评级。**公司重点发力黄金产品，同时随着金价上行及消费环境倾向于性价比，公司黄金销售表现十分亮眼，我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入分别为 156.3/180.0/200.3 亿元，同比增长 40.6%/15.1%/11.3%；归母净利润 14.0/16.3/18.7 亿元（此前 23-25 年为 13.6/16.2/18.4 亿元），同比增长 28.8%/16.3%/14.5%；EPS 为 1.28/1.49/1.71 元，对应 PE 为 12.2/10.5/9.2。考虑当前的估值水平与未来的成长性，维持“买入”评级。
- **公司 23Q2 符合预期。**（1）公司 23Q2 实现营业收入 39.5 亿元，同比增长 68.6%，实现归母净利润 3.74 亿元，同比增长 26.8%，实现归母扣非净利润 3.51 亿元，同比增长 25.6%。（2）公司 23H1 实现营业收入 80.74 亿元，同比增长 58.37%，实现归母净利润 7.40 亿元，同比增长 26.5%，实现归母扣非净利润 7.07 亿元，同比增长 26.1%。宏观消费环境虽然偏弱，但黄金产品同时具备投资与性价比消费属性，支撑了公司业绩。
- **分渠道看，线上持续高增长。**线上渠道，23Q2 收入 6.34 亿，自 22Q4 起连续三个季度高增，23Q2 增速达到 96.3%，占收入比例达到 16%，随着线上收入体量的扩大，预计未来将成为公司增长的重要来源。线下自营渠道 23Q2 收入分别为 3.39 亿，同比增长 63%。加盟渠道，23Q2 收入分别为 29.05 亿，同比增长 67.0%。
- **分产品看，黄金产品维持高景气，弥补镶嵌下滑带来的单店利润。**23H1 年公司，镶嵌类产品营业收入 5.26 亿元，同比增长 2.6%，素金类产品营业收入 67.31 亿元，同比增长 71.7%；若从单店角度看黄金与镶嵌的分化更为显著，以加盟为例，2023H1 镶嵌单店毛利为 2.24 万元，在 2022H1 低基数的背景下进一步下滑 12.8%；而黄金产品的单店毛利贡献则达到了 5.64 万，同比高增 74.3%。考虑到黄金的保值属性与消费趋势，预计在未来较长一段时间内黄金仍将显著占优。
- **门店增长有所提速，自营门店。**23H1 公司净新开门店 119 家，其中 Q2 净新开 97 家，同比 22Q2、21Q2 的 21、66 家，有明显增加。预计随着公司省代模式调整，以及经营环境改善带来的加盟商开店信心恢复，全年门店将有不错的增长。
- **中长期配置价值未改变。**从短期业绩看，金价上行带动黄金首饰的投资需求，此外出行场景的复苏也助推佩戴需求，进一步考虑基数预计公司全年将取得不错的业绩增长。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。2023 年公司门店增长的边际变化，或是公司股价重要的催化剂。
- **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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,735	1,690	2,057	2,776	营业收入	11,118	15,633	17,999	20,028
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,808	12,643	14,567	16,228
应收账款	817	1,037	1,109	1,139	税金及附加	106	149	171	191
预付账款	11	16	18	20	销售费用	748	938	1,080	1,102
存货	3,342	4,172	4,516	4,868	管理费用	93	109	124	139
合同资产	0	0	0	0	研发费用	12	16	18	20
其他流动资产	329	463	572	637	财务费用	-13	-36	-38	-36
流动资产合计	6,235	7,378	8,272	9,440	信用减值损失	1	0	0	0
其他长期投资	5	5	5	5	资产减值损失	-1	0	0	0
长期股权投资	155	155	155	155	公允价值变动收益	-28	0	0	0
固定资产	15	12	59	44	投资收益	18	-36	0	0
在建工程	505	755	955	1,035	其他收益	54	40	40	40
无形资产	403	361	322	284	营业利润	1,409	1,819	2,117	2,425
其他非流动资产	288	309	316	322	营业外收入	12	10	11	12
非流动资产合计	1,372	1,597	1,813	1,845	营业外支出	1	0	0	0
资产合计	7,607	8,975	10,084	11,286	利润总额	1,420	1,829	2,128	2,437
短期借款	0	97	226	335	所得税	333	425	495	568
应付票据	19	27	31	35	净利润	1,087	1,404	1,633	1,869
应付账款	252	362	417	465	少数股东损益	-3	0	0	0
预收款项	43	61	70	78	归属母公司净利润	1,090	1,404	1,633	1,869
合同负债	21	30	34	38	NOPLAT	1,077	1,376	1,603	1,842
其他应付款	366	366	366	366	EPS（按最新股本摊薄）	1.00	1.28	1.49	1.71
一年内到期的非流动负债	51	51	51	51	主要财务比率				
其他流动负债	724	789	830	867	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动负债合计	1,477	1,783	2,026	2,235	成长能力				
长期借款	18	18	18	18	营业收入增长率	21.4%	40.6%	15.1%	11.3%
应付债券	0	0	0	0	EBIT增长率	-10.3%	27.4%	16.6%	14.9%
其他非流动负债	63	63	63	63	归母公司净利润增长率	-10.9%	28.8%	16.3%	14.5%
非流动负债合计	81	81	81	81	获利能力				
负债合计	1,558	1,864	2,107	2,316	毛利率	20.8%	19.1%	19.1%	19.0%
归属母公司所有者权益	6,042	7,105	7,970	8,963	净利率	9.8%	9.0%	9.1%	9.3%
少数股东权益	7	7	7	7	ROE	18.0%	19.7%	20.5%	20.8%
所有者权益合计	6,049	7,111	7,977	8,970	ROIC	22.2%	23.9%	24.6%	25.0%
负债和股东权益	7,607	8,975	10,084	11,286	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	20.5%	20.8%	20.9%	20.5%
单位:百万元					债务权益比	2.2%	3.2%	4.5%	5.2%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	4.2	4.1	4.1	4.2
经营活动现金流	1,018	794	1,234	1,546	速动比率	2.0	1.8	1.9	2.0
现金收益	1,112	1,421	1,647	1,896	营运能力				
存货影响	-595	-830	-343	-352	总资产周转率	1.5	1.7	1.8	1.8
经营性应收影响	-134	-225	-74	-32	应收账款周转天数	24	21	21	20
经营性应付影响	-81	136	68	59	应付账款周转天数	12	9	10	10
其他影响	716	292	-64	-24	存货周转天数	124	107	107	104
投资活动现金流	101	-315	-268	-95	每股指标（元）				
资本支出	-138	-257	-261	-89	每股收益	1.00	1.28	1.49	1.71
股权投资	-153	0	0	0	每股经营现金流	0.93	0.72	1.13	1.41
其他长期资产变化	392	-58	-7	-6	每股净资产	5.51	6.48	7.27	8.18
融资活动现金流	-673	-525	-599	-732	估值比率				
借款增加	11	97	129	109	P/E	15.8	12.2	10.5	9.2
股利及利息支付	-552	-770	-884	-1,025	P/B	2.8	2.4	2.2	1.9
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	139	109	94	82
其他影响	-132	148	156	184					

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。