



Q3 业绩承压，长期看展店提速及黄金产品升级

——周大生 2022 年三季报点评

买入（维持）

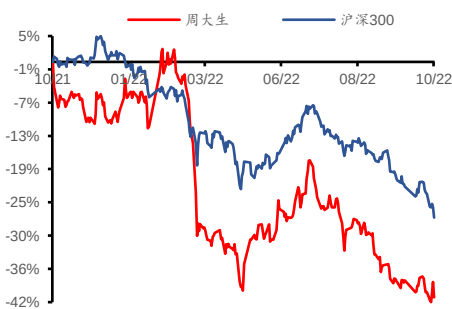
行业： 纺织服饰
日期： 2022年10月30日

分析师： 彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人： 张洪乐
Tel: 021-53686159
E-mail: zhanghongle@shzq.com
SAC 编号: S0870121040018

基本数据

最新收盘价（元） 11.05
12mth A 股价格区间（元） 10.89-19.88
总股本（百万股） 1,095.93
无限售 A 股/总股本 98.87%
流通市值（亿元） 119.74

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《短期疫情扰动，长期看渠道扩张及黄金放量》

——2022 年 07 月 29 日

《22 年开年业绩现韧性，全年省代持续发力》

——2022 年 04 月 30 日

《省代驱动 21 年收入高增长，1-2 月经营业绩亮眼》

——2022 年 03 月 16 日

■ 业绩概览

10月28日，公司发布2022年三季报。2022年前三季度实现营业收入89.4亿元，同比增长38%，实现归母净利润9.3亿元，同比下降7.5%。单季度看，Q3收入略有增长，业绩承压。22Q3实现营业收入38.4亿元，同比增长4.2%，实现归母净利润3.45亿元，同比下滑12.7%。

■ 点评

Q3 加盟渠道收入贡献提升至 84%，电商收入同比略有下滑。22Q3 加盟业务收入 32.12 亿元，同比增长 4.9%；自营线下业务收入 2.94 亿元，同比增长 8.9%；电商收入 2.9 亿元，同比下滑 4.6%。我们认为未来随着渠道加速扩张、订货会顺利展开以及第四季度双十一等节日加持，收入规模或将实现稳定增长。

Q3 毛利率下滑主要系随着加盟业务拓展，低毛利率的黄金品类收入占比增加。公司镶嵌品类因三季度订货会影响销售占比下滑，黄金品类 Q3 销售占比达到 77%。因收入结构的变化，Q3 毛利率为 17.91%，同比-3.13pct，净利率为 8.98%，同比-1.74pct。费用管控良好，其中 Q3 销售费用率为 4.95%，同比-0.72pct，管理费用率为 0.57%，同比-0.05pct。我们认为未来随着镶嵌品类逐步放量以及黄金产品设计的不断提升，公司毛利率水平有望上行。

省代模式进入轨道期，未来将持续推动展店+完善黄金产品布局。截止 2022 三季度末，公司门店数量达到 4573 家，其中加盟门店 4339 家，自营门店 234 家。前三季度累计新开门店 415 家，关闭优化整合门店 344 家，净增门店数量 71 家，其中 Q3 净增 48 家。此外，公司持续落实以黄金产品为主线的产品战略调整，黄金研创力度不断加强，黄金产品体系日益完善，着力构建时尚、文创类黄金产品的差异化竞争优势，黄金产品工艺提升等结构性变化是推动黄金销售的主驱动力。

■ 投资建议

短期盈利承压，长期看展店提速及黄金产品升级。我们预计公司 22-24 年营业收入为 122/151/179 亿元，同比+33%/24%/18%。考虑到疫情等负外部因素的不确定性，我们下调公司 22-24 年归母净利润为 12.6/15.5/18.4 亿元，同比+2.5%/23%/19%（前值为 14.2/17.3/20.9 亿元），对应 EPS 为 1.15/1.41/1.68 元，当前收盘价对应 PE 为 9.65/7.83/6.59 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

疫情反复风险；门店扩张不及预期风险；省代模式开展不及预期风险；行业竞争加剧风险；金价波动风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9155	12211	15130	17889
年增长率	80.1%	33.4%	23.9%	18.2%

归母净利润	1225	1255	1546	1839
年增长率	20.9%	2.5%	23.2%	18.9%
每股收益 (元)	1.12	1.15	1.41	1.68
市盈率 (X)	15.88	9.65	7.83	6.59
市净率 (X)	3.37	1.90	1.59	1.34

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 10 月 28 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1289	1351	1918	2783
应收票据及应收账款	683	831	949	976
存货	2748	3978	4929	5825
其他流动资产	537	452	413	374
流动资产合计	5257	6612	8209	9958
长期股权投资	2	122	122	122
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	23	21	19	16
在建工程	375	425	445	465
无形资产	427	417	407	397
其他非流动资产	932	762	665	573
非流动资产合计	1759	1747	1657	1573
资产总计	7016	8359	9866	11531
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	345	557	690	815
合同负债	17	29	36	43
其他流动负债	746	1298	1434	1500
流动负债合计	1107	1884	2160	2358
长期借款	18	18	18	18
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	94	84	79	74
非流动负债合计	112	102	97	92
负债合计	1219	1986	2256	2450
股本	1096	1096	1096	1096
资本公积	1333	1208	1208	1208
留存收益	3551	4264	5500	6971
归属母公司股东权益	5787	6363	7600	9071
少数股东权益	10	10	10	10
股东权益合计	5797	6373	7610	9081
负债和股东权益合计	7016	8359	9866	11531

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	197	371	810	1168
净利润	1222	1255	1546	1839
折旧摊销	68	47	47	48
营运资金变动	-1179	-914	-756	-687
其他	85	-17	-26	-32
投资活动现金流量	290	-11	76	75
资本支出	-153	-110	-80	-80
投资变动	431	-20	50	20
其他	12	119	106	136
筹资活动现金流量	-878	-298	-320	-378
债权融资	18	385	-7	-7
股权融资	8	-126	0	0
其他	-904	-557	-313	-371
现金净流量	-391	62	566	865

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9155	12211	15130	17889
营业成本	6655	9673	11989	14169
营业税金及附加	89	122	151	179
销售费用	697	733	908	1073
管理费用	97	110	151	179
研发费用	14	12	15	18
财务费用	-21	-26	-36	-51
资产减值损失	-59	3	3	3
投资收益	17	24	30	36
公允价值变动损益	-1	-5	-2	-2
营业利润	1579	1636	2016	2398
营业外收支净额	12	5	5	5
利润总额	1591	1641	2021	2403
所得税	369	386	475	565
净利润	1222	1255	1546	1839
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司股东净利润	1225	1255	1546	1839

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	27.3%	20.8%	20.8%	20.8%
净利率	13.4%	10.3%	10.2%	10.3%
净资产收益率	21.2%	19.7%	20.3%	20.3%
资产回报率	17.5%	15.0%	15.7%	15.9%
投资回报率	20.0%	19.0%	19.7%	19.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	80.1%	33.4%	23.9%	18.2%
EBIT 增长率	21.2%	4.8%	22.9%	18.5%
归母净利润增长率	20.9%	2.5%	23.2%	18.9%
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.15	1.41	1.68
每股净资产	5.28	5.81	6.93	8.28
每股经营现金流	0.18	0.34	0.74	1.07
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	1.30	1.46	1.53	1.55
应收账款周转率	13.42	14.71	15.97	18.36
存货周转率	2.42	2.43	2.43	2.43
偿债能力指标				
资产负债率	17.4%	23.8%	22.9%	21.2%
流动比率	4.75	3.51	3.80	4.22
速动比率	2.26	1.39	1.51	1.74
估值指标				
P/E	15.88	9.65	7.83	6.59
P/B	3.37	1.90	1.59	1.34
EV/EBITDA	11.39	6.55	5.07	3.93

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断