

周大生（002867）：黄金品类韧性较强，展销模式持续推进

2022 年 9 月 4 日

强烈推荐/维持

周大生

公司报告

事件：周大生发布 2022 年半年报，上半年实现营业收入 50.98 亿元，同比+82.79%；归母净利润 5.85 亿元，同比-4.07%。其中 Q2 实现营业收入 23.44 亿元，同比+43.57%，归母净利润 2.95 亿元，同比-21.22%。

黄金品类需求坚挺拉动营收高增，升级研发工艺提升产品力。公司上半年进一步调整产品战略，确立以黄金为主力产品的方向，并加强时尚、文创类黄金的研发推广力度，发布了“非凡国潮”黄金文创 IP 新品，推出“吉祥·布达拉”、“如意·普陀”、“遇见·国潮”三大系列产品，打造差异化竞争优势。黄金具有避险属性，市场消费需求坚挺，公司上半年素金类产品实现营收 39.2 亿元，同比+221.45%，为拉动营收高增的核心因素。受多地疫情影响，镶嵌类产品需求较为疲软，营收同比-43.5%至 5.13 亿元，表现相对较弱。未来在地缘政治、疫情反复等因素的影响下，黄金品类的消费需求有望维持在较高水平，随着公司黄金产品研发工艺的增强，有望获得较快速增长。若疫情好转，消费市场复苏，镶嵌类产品的需求有较大回弹空间。

线下渠道推行展销模式快速放量，线上渠道运营能力持续增强。公司上半年线下自营和加盟渠道分别实现营收 5.67 和 38 亿元，分别同比-12.29%和+140.4%。展销模式下资源整合和管理能力增强，黄金产品销售动力提升，拉动加盟渠道收入高增，其收入占比提升 17.87pct.至 74.6%。H1 净增门店 23 家，总门店数达到 4525 家，多地疫情反复使得展店步伐受阻。但公司展销模式已进入良性轨道，随着业务模式的逐渐成熟，疫情好转后展店步伐将提速。公司大力发展新零售业务，自营线上收入同比+38.9%至 6.04 亿元，营收占比达 11.84%，预计全年有望实现超 40%增长。

黄金产品占比提升拉低毛利率，销售规模扩张下费用率下降。毛利率相对较低的黄金类产品占比提高，拉动整体毛利率同比-18.3pct.至 22.16%。销售规模的快速扩张带来费用率的下降，公司上半年销售和和管理费用率分别同比-4.32pct.和-0.73pct.至 6.26%和 0.82%。由此上半年净利率同比-10.42pct.至 11.4%，受毛利率下降的拖累较重。未来公司仍将黄金作为重点发展品类并持续推进展销模式，黄金品类占比的提升或进一步拉低毛利率，费用率或在销售规模持续扩张和较强费控能力下小幅下降，整体盈利能力基本平稳。

短期关注疫情缓解下消费需求的复苏，长期看好黄金珠宝赛道的持续扩容。7 月社零金银珠宝同比+22.1%，在疫情有所缓解的背景下消费需求快速回弹，下半年多个假期和购物节有望拉动黄金珠宝消费需求持续释放。长期看，未来国民总体收入水平提升与中等收入群体的扩大，黄金珠宝消费赛道有望持续扩容。公司的产品力和品牌力不断增强，展销模式为销售增长提速，品牌将充分受益于行业发展实现稳健增长。

盈利预测：上半年疫情扰动较大展店步伐放缓，但黄金品类的韧性凸显。公司通过增强研发工艺来提升产品力，并推进展销模式为业绩增长赋能，疫情缓解后有望实现加速放量。长期看好黄金珠宝赛道的持续扩容以及公司品牌力的增强。预计 22-24 年净利润为 13.4/16/18.2 亿元，对应 EPS 为 1.23/1.46/1.66 元，对应 PE 为 10/9/7 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：展销模式的推进不及预期；线下渠道复苏不及预期。

公司简介：

公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。“周大生”是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。提出“引领情景风格珠宝新潮流”的全新产品定位，塑造周大生非凡的产品价值，为消费者带来驾驭多变情景的风格珠宝首饰。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	21.38-11.67
总市值（亿元）	136.44
流通市值（亿元）	134.91
总股本/流通 A 股（万股）	109,593/109,593
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.12

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,758.86	9,155.20	12,006.50	14,993.45	17,843.93
增长率（%）	-6.53%	80.07%	31.14%	24.88%	19.01%
净利润（百万元）	1,013.31	1,224.61	1,343.64	1,599.73	1,823.53
增长率（%）	2.21%	20.85%	9.72%	19.06%	13.99%
净资产收益率（%）	18.81%	21.16%	18.90%	18.79%	18.01%
每股收益(元)	1.40	1.12	1.23	1.46	1.66
PE	8.89	11.12	10.15	8.53	7.48
PB	1.69	2.36	1.92	1.60	1.35

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	4759	5257	6993	8402	10360	营业收入	5084	9155	12007	14993	17844
货币资金	1680	1289	1853	3570	4837	营业成本	2998	6655	9259	11700	14096
应收账款	136	682	608	938	1010	营业税金及附加	69	89	117	146	174
其他应收款	21	23	31	38	46	营业费用	668	697	840	1020	1160
预付款项	13	10	10	8	7	管理费用	99	97	120	135	143
存货	2391	2748	5604	5956	7854	财务费用	-23	-21	-14	-26	-41
其他流动资产	517	110	-1508	-2505	-3789	研发费用	13	14	15	17	18
非流动资产合计	1897	1759	1750	1720	1696	资产减值损失	-9.86	-58.67	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	2	2	2	2	公允价值变动收益	11.35	-1.43	4.96	1.77	3.36
固定资产	23	23	21	20	19	投资净收益	0.96	16.73	8.84	12.79	10.82
无形资产	427	427	414	402	390	加: 其他收益	49.87	48.78	49.33	49.05	49.19
其他非流动资产	1	18	0	0	0	营业利润	1309	1579	1733	2067	2358
资产总计	6656	7016	8743	10121	12056	营业外收入	24.07	12.89	12.89	12.89	12.89
流动负债合计	1239	1107	1593	1570	1897	营业外支出	9.01	0.88	0.88	0.88	0.88
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1324	1591	1745	2079	2370
应付账款	412	331	855	827	1149	所得税	310	369	404	482	549
预收款项	48	36	36	36	36	净利润	1013	1222	1341	1597	1821
一年内到期的非流动负债	0	40	40	40	40	少数股东损益	0	-3	-3	-3	-3
非流动负债合计	26	112	34	34	34	归属母公司净利润	1013	1225	1344	1600	1824
长期借款	0	18	18	18	18	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	1266	1219	1627	1604	1931	成长能力					
少数股东权益	5	10	7	5	2	营业收入增长	-6.53%	80.07%	31.14%	24.88%	19.01%
实收资本 (或股本)	731	1096	1096	1096	1096	营业利润增长	4.09%	20.61%	9.82%	19.23%	14.09%
资本公积	1686	1333	1333	1333	1333	归属于母公司净利润增长	2.21%	20.85%	9.72%	19.06%	13.99%
未分配利润	2723	3071	4208	5507	7020	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5386	5787	7109	8513	10124	毛利率 (%)	41.03%	27.31%	22.88%	21.97%	21.00%
负债和所有者权益	6656	7016	8743	10121	12056	净利率 (%)	19.93%	13.35%	11.17%	10.65%	10.20%
现金流量表			单位: 百万元			总资产周转率	15.22%	17.45%	15.37%	15.81%	15.13%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE (%)	18.81%	21.16%	18.90%	18.79%	18.01%
经营活动现金流	1361	197	686	1881	1433	偿债能力					
净利润	1013	1222	1341	1597	1821	资产负债率 (%)	19%	17%	19%	16%	16%
折旧摊销	432.47	432.17	1.24	1.24	1.24	流动比率	3.84	4.75	4.39	5.35	5.46
财务费用	-23	-21	-14	-26	-41	速动比率	1.91	2.27	0.87	1.56	1.32
应收账款减少	0	0	75	-330	-72	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.81	1.34	1.52	1.59	1.61
投资活动现金流	-638	290	-83	2	1	应收账款周转率	48	22	19	19	18
公允价值变动收益	11	-1	5	2	3	应付账款周转率	13.83	24.64	20.25	17.83	18.06
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	1	17	9	13	11	每股收益 (最新摊薄)	1.40	1.12	1.23	1.46	1.66
筹资活动现金流	-336	-878	-39	-166	-167	每股净现金流 (最新摊薄)	0.53	-0.36	0.51	1.57	1.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	7.37	5.28	6.49	7.77	9.24
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	365	0	0	0	P/E	8.89	11.12	10.15	8.53	7.48
资本公积增加	35	-353	0	0	0	P/B	1.69	2.36	1.92	1.60	1.35
现金净增加额	387	-391	564	1717	1267	EV/EBITDA	4.32	6.24	6.84	4.93	3.80

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	周大生（002867）：全渠道融合多平台发展，强品牌力下业绩增长可期	2021-03-03
公司普通报告	周大生（002867）：线上渠道表现亮眼，Q3 业绩显著复苏	2020-11-04
行业深度报告	电商行业一季报总结：如何看三大平台的用户、物流与直播	2020-07-17
行业深度报告	【东兴商贸零售】电商代运营产业专题报告：电商流量筑基，品牌需求共振	2020-05-10
行业深度报告	商贸零售行业：日本零售行业牛股启示之一：“百元店”十倍股往事，消费终将回归低价和实用	2020-04-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 010-66554008

传真: 021-25102881

传真: 0755-23824526