

周大生 (002867.SZ)

2024年08月28日

二季度终端销售承压，费用投入拖累业绩表现

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

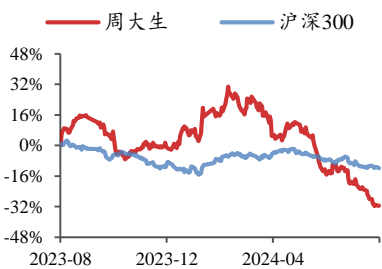
luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524040008

日期	2024/8/27
当前股价(元)	10.07
一年最高最低(元)	20.34/9.97
总市值(亿元)	110.36
流通市值(亿元)	108.74
总股本(亿股)	10.96
流通股本(亿股)	10.80
近3个月换手率(%)	53.89

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《一季度有所承压，关注长期“稳增长+高股息”属性——公司信息更新报告》-2024.4.27

《三季度扣非归母净利润+12.3%，渠道规模稳步扩张——公司信息更新报告》-2023.11.16

● 公司2024年上半年营收同比+1.52%、归母净利润同比-18.7%，业绩承压

公司发布半年报：2024H1实现营收81.97亿元（同比+1.5%，下同）、归母净利润6.01亿元（-18.7%）；2024Q2营收31.26亿元（-20.9%）、归母净利润2.60亿元（-30.5%）；此外，公告拟每10股派发现金股利3.0元。考虑到金价波动、消费环境低迷等因素，我们下调公司2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为12.52/14.70/16.80亿元（原值15.02/17.27/19.81亿元），对应EPS为1.14/1.34/1.53元，当前股价对应PE为8.8/7.5/6.6倍。我们认为，公司发力布局多品牌矩阵叠加省代模式，逆势扩张渠道提高市占率，积极推进黄金品类体系建设，待到金价趋稳，有望恢复增长弹性，估值合理，维持“买入”评级。

● 自营渠道表现稳健，加盟渠道承压，销售费用等投入拖累业绩表现

分模式看，公司2024H1自营线下/自营线上/加盟业务分别实现收入9.6/11.9/59.3亿元，同比+16.4%/+3.1%/-0.7%，受到金价波动、消费环境较低迷等因素影响，黄金类产品市场面临较大增长压力，钻石镶嵌类产品市场仍处于深度调整阶段。盈利能力方面，2024H1公司综合毛利率为18.4%（-0.1pct），实现毛利额15.07亿元（+1.1%），其中自营线下/自营线上/加盟业务分别实现毛利额2.5/3.6/8.0亿元，同比+14.6%/+23.6%/-8.7%；期间费用方面，销售/管理/财务费用率分别为6.5%/0.6%/0.2%，同比分别+1.5pct/+0.1pct/+0.2pct，销售费用投入明显提高。

● 整合资源带动渠道规模稳健扩张，持续推进黄金产品体系建设

(1) 渠道：2024H1公司新开/净开门店分别为297/124家，截至报告期末总门店数达5230家，整合资源打造品牌矩阵，周大生+周大生经典+国家宝藏主题店。

(2) 产品：黄金产品体系化优势进一步凸显，独家冠名《国家宝藏》第四季，与该IP深度联名，还推出了“莫奈花园”、“炽热梵高”国际艺术珠宝系列等。

(3) 品牌：2024年春节，公司携手天猫推出《中国有龙》龙年献礼短片；公司官宣央视总台《国家宝藏》第四季栏目总冠军，董事长受邀作为栏目推荐人。

● 风险提示：消费疲软、行业竞争加剧、省代模式推广效果不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	17,531	20,160	22,525
YOY(%)	21.4	46.5	7.6	15.0	11.7
归母净利润(百万元)	1,091	1,316	1,252	1,470	1,680
YOY(%)	-10.9	20.7	-4.9	17.5	14.3
毛利率(%)	20.8	18.1	18.2	18.3	18.4
净利率(%)	9.8	8.1	7.1	7.3	7.5
ROE(%)	18.0	20.6	18.1	20.0	21.0
EPS(摊薄/元)	1.00	1.20	1.14	1.34	1.53
P/E(倍)	10.1	8.4	8.8	7.5	6.6
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6235	6448	7904	9429	10886	营业收入	11118	16290	17531	20160	22525
现金	1735	852	917	1054	1178	营业成本	8808	13334	14340	16466	18388
应收票据及应收账款	817	1498	2009	2472	2829	营业税金及附加	106	147	167	192	214
其他应收款	31	67	39	83	53	营业费用	748	944	1210	1391	1532
预付账款	11	14	13	18	16	管理费用	93	106	105	111	113
存货	3342	3643	4552	5428	6435	研发费用	12	12	11	12	14
其他流动资产	298	375	375	375	375	财务费用	-13	4	35	40	45
非流动资产	1372	1564	1569	1608	1617	资产减值损失	-1	-8	10	10	10
长期投资	155	155	155	155	155	其他收益	54	39	40	40	40
固定资产	15	14	156	264	335	公允价值变动收益	-28	7	0	0	0
无形资产	403	386	364	343	321	投资净收益	18	-86	-80	-80	-80
其他非流动资产	798	1010	895	846	806	资产处置收益	1	1	0	0	0
资产总计	7607	8012	9473	11038	12503	营业利润	1409	1695	1613	1897	2169
流动负债	1477	1569	2494	3633	4463	营业外收入	12	15	15	15	15
短期借款	0	200	1076	2110	2851	营业外支出	1	2	3	3	3
应付票据及应付账款	271	149	303	215	363	利润总额	1420	1708	1625	1909	2181
其他流动负债	1206	1220	1114	1307	1249	所得税	333	396	374	439	502
非流动负债	81	59	55	52	49	净利润	1087	1313	1252	1470	1680
长期借款	18	18	14	11	8	少数股东损益	-3	-3	0	0	0
其他非流动负债	63	41	41	41	41	归属母公司净利润	1091	1316	1252	1470	1680
负债合计	1558	1628	2549	3685	4512	EBITDA	1407	1738	1702	2070	2402
少数股东权益	7	3	3	3	3	EPS(元)	1.00	1.20	1.14	1.34	1.53
股本	1096	1096	1096	1096	1096						
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	4105	4444	5062	5761	6528	成长能力					
归属母公司股东权益	6042	6381	6920	7349	7988	营业收入(%)	21.4	46.5	7.6	15.0	11.7
负债和股东权益	7607	8012	9473	11038	12503	营业利润(%)	-10.8	20.3	-4.8	17.6	14.4
						归属于母公司净利润(%)	-10.9	20.7	-4.9	17.5	14.3
						获利能力					
						毛利率(%)	20.8	18.1	18.2	18.3	18.4
						净利率(%)	9.8	8.1	7.1	7.3	7.5
						ROE(%)	18.0	20.6	18.1	20.0	21.0
						ROIC(%)	24.8	23.1	18.4	18.6	18.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.5	20.3	26.9	33.4	36.1
						净负债比率(%)	-27.3	-8.8	2.6	14.6	21.1
						流动比率	4.2	4.1	3.2	2.6	2.4
						速动比率	1.7	1.5	1.2	1.0	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	2.1	2.0	2.0	1.9
						应收账款周转率	14.8	14.1	10.0	9.0	8.5
						应付账款周转率	30.2	66.5	66.5	66.5	66.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.00	1.20	1.14	1.34	1.53
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.13	0.12	0.35	0.59
						每股净资产(最新摊薄)	5.51	5.82	6.31	6.71	7.29
						估值比率					
						P/E	10.1	8.4	8.8	7.5	6.6
						P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
						EV/EBITDA	6.7	6.0	6.6	5.9	5.3

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1018	139	130	381	644
净利润	1087	1313	1252	1470	1680
折旧摊销	38	42	44	74	83
财务费用	-13	4	35	40	45
投资损失	-18	86	80	80	80
营运资金变动	-176	-1397	-1280	-1283	-1244
其他经营现金流	99	91	0	0	0
投资活动现金流	101	-230	-129	-192	-172
资本支出	123	215	49	112	92
长期投资	218	0	0	0	0
其他投资现金流	6	-15	-80	-80	-80
筹资活动现金流	-673	-875	-813	-1085	-1090
短期借款	0	200	876	1033	741
长期借款	-0	0	-4	-3	-4
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	-6	0	0	0	0
其他筹资现金流	-667	-1076	-1685	-2115	-1827
现金净增加额	446	-967	-811	-896	-617

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn