

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

周大生 (002867. SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

周大生 (002867. SZ) 24H1 点评: 金价大幅波动致加盟渠道业绩承压, 中报延续高比例分红

2024年8月28日

事件: 公司发布 24H1 业绩, 实现收入 81.97 亿元, 同增 1.5%, 归母净利润 6.01 亿元, 同降 18.71%, 扣非归母净利润 5.85 亿元, 同降 17.28%。销售毛利率 18.38%, 同比-0.08pct, 销售净利率 7.34%, 同比-1.83pct。

点评:

24 中报再次实施中期分红。 24H1 公司拟每股派发现金红利 0.3 元 (含税), 现金分红总额 3.26 亿元, 占 24H1 归母净利的 54%。年化来看, 2023 年报+2024 中报合计每股分红 0.95 元 (含税), 对应 8 月 28 日收盘价分红除息后的股息率 9.5%。

加盟渠道收入、毛利承压为拖累业绩的主要因素。 分渠道看: 1) 24H1 线上渠道收入 11.9 亿元, 同增 3.1%, 毛利率 30%, 同比提升 5pct, 毛利额 3.57 亿元, 同增 23.5%。2) 线下自营渠道收入 9.63 亿元, 同增 16%, 毛利率 26%, 同比-0.4pct, 毛利额 2.5 亿元, 同增 14.6%。期末自营门店数 343 家, 24H1 净开店 12 家。24H1 自营单店收入 285 万元, 同降 7%, 其中黄金/镶嵌单店收入分别同降 3%/40%, 毛利率 23.8%/60.2%, 同比+0.8/-1.1pct。3) 线下加盟渠道收入 59.32 亿元, 同降 0.74%, 毛利率 13.5%, 同比-1.1pct, 毛利额 7.98 亿元, 同降 8.7%。期末加盟门店数 4887 家, 净开店 112 家, 23H1 为净开店 86 家。24H1 加盟单店平均收入 123 万元, 同降 9%, 其中黄金/镶嵌/品牌使用费/加盟管理费单店收入分别为 109 万元/-6%, 5 万元/-43%, 7 万元/-24%, 2 万元/-9%, 黄金/镶嵌批发毛利率分别为 5.8%/16%, 同比+0.7/-10pct, 我们预计黄金批发毛利率提升主要为相对高毛利的自主产品出货量占比的提升, 镶嵌毛利率下降较大预计主要系渠道让利。

期间费用率同比提升, 主要系销售、财务费用增长较快。 24H1 期间费用率 7.38%, 同比+1.83pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率 6.46%/0.64%/0.07%/0.22%, 同比+1.53/+0.08/+0.00/+0.23pct。我们认为期间费用率的总体提升主要系收入端承压, 具体来看 24H1 销售费用同增 33%, 主要系广告投放支出较多; 管理费用同增 15%, 主要为薪酬费用、租赁费用的增长; 财务费用 1782 万元, 去年同期为-82 万元, 主要由于 24H1 新增流动资金借款, 使得借款利息较同期增加, 同时, 银行存款利息较同期相对减少, 使得财务费用同比相对增幅较大。24H1 投资收益-0.55 亿元, 23H1 为-0.36 亿元, 主要为黄金租赁到期归还带来的亏损。

盈利预测与投资评级：我们认为 24Q2 以来的金价波动及钻石市场的持续低迷是造成公司单店销售同比下滑、加盟渠道压力较大的主要原因。24H1 开店节奏总体上符合预期。考虑公司近两年加大品牌建设投入，及今年以来珠宝消费或持续受金价波动影响，我们预计 2024 年公司业绩承压，下调盈利预测，预计 24-26 年收入 165/190/212 亿元，同增 1.5%/15%/12%，归母净利润 12.67/14.43/16.04 亿元，同比-4%/+14%/+11%，对应 8 月 28 日收盘价 PE 为 9/8/7X，考虑公司中期分红率较高，对应当前股价股息率较高，维持“买入”评级。

风险因素：金价剧烈波动；拓店不及预期；消费需求疲软。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	11,118	16,290	16,535	18,967	21,238
增长率 YoY %	21.4%	46.5%	1.5%	14.7%	12.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,091	1,316	1,267	1,443	1,604
增长率 YoY%	-10.9%	20.7%	-3.7%	13.9%	11.2%
毛利率%	20.8%	18.1%	18.2%	17.9%	17.6%
净资产收益率ROE%	18.0%	20.6%	18.2%	18.8%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	1.00	1.20	1.16	1.32	1.46
市盈率 P/E(倍)	10.37	8.59	8.93	7.84	7.05
市净率 P/B(倍)	1.87	1.77	1.62	1.47	1.35

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,235	6,448	7,630	9,187	10,665	
货币资金	1,735	852	2,218	3,079	3,898	
应收票据	0	1	0	1	0	
应收账款	817	1,497	1,075	1,243	1,352	
预付账款	11	14	14	16	17	
存货	3,342	3,643	3,872	4,347	4,887	
其他	329	442	452	502	509	
非流动资产	1,372	1,564	1,676	1,679	1,653	
长期股权投资	155	155	155	155	155	
固定资产	15	14	42	62	73	
无形资产	403	386	363	340	317	
其他	798	1,010	1,117	1,123	1,109	
资产总计	7,607	8,012	9,307	10,867	12,318	
流动负债	1,477	1,569	2,281	3,137	3,865	
短期借款	0	200	400	600	700	
应付票据	19	0	20	24	25	
应付账款	252	149	130	156	165	
其他	1,206	1,220	1,732	2,357	2,975	
非流动负债	81	59	54	49	44	
长期借款	18	18	18	18	18	
其他	63	41	36	31	26	
负债合计	1,558	1,628	2,335	3,186	3,909	
少数股东权益	7	3	2	1	1	
归属母公司股东权益	6,042	6,381	6,970	7,679	8,407	
负债和股东权益	7,607	8,012	9,307	10,867	12,318	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	11,118	16,290	16,535	18,967	21,238	
同比 (%)	21.4%	46.5%	1.5%	14.7%	12.0%	
归属母公司净利润	1,091	1,316	1,267	1,443	1,604	
同比	-10.9%	20.7%	-3.7%	13.9%	11.2%	
毛利率 (%)	20.8%	18.1%	18.2%	17.9%	17.6%	
ROE%	18.0%	20.6%	18.2%	18.8%	19.1%	
EPS (摊薄)(元)	1.00	1.20	1.16	1.32	1.46	
P/E	10.37	8.59	8.93	7.84	7.05	
P/B	1.87	1.77	1.62	1.47	1.35	
EV/EBITDA	9.24	8.56	5.36	4.39	3.63	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	11,118	16,290	16,535	18,967	21,238	
营业成本	8,808	13,334	13,527	15,573	17,496	
营业税金及附加	106	147	157	180	202	
销售费用	748	944	1,058	1,176	1,274	
管理费用	93	106	107	123	138	
研发费用	12	12	13	13	13	
财务费用	-13	4	7	4	2	
减值损失合计	-1	-8	-1	-1	-1	
投资净收益	18	-86	-66	-76	-85	
其他	28	47	40	46	51	
营业利润	1,409	1,695	1,637	1,867	2,078	
营业外收支	12	13	10	10	10	
利润总额	1,420	1,708	1,647	1,877	2,088	
所得税	333	396	381	435	483	
净利润	1,087	1,313	1,266	1,442	1,604	
少数股东损益	-3	-3	-1	-1	0	
归属母公司净利润	1,091	1,316	1,267	1,443	1,604	
EBITDA	1,488	1,880	1,792	2,036	2,264	
EPS (当年)(元)	1.01	1.21	1.16	1.32	1.46	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,018	139	1,614	1,084	1,281	
净利润	1,087	1,313	1,266	1,442	1,604	
折旧摊销	83	104	80	89	98	
财务费用	13	28	16	26	33	
投资损失	-18	86	66	76	85	
营运资金变动	-177	-1,398	196	-540	-530	
其它	29	6	-9	-9	-9	
投资活动现金流	101	-230	-248	-158	-147	
资本支出	-123	-215	-182	-82	-62	
长期投资	218	0	0	0	0	
其他	6	-15	-66	-76	-85	
筹资活动现金流	-673	-875	0	-65	-315	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	200	200	200	100	
支付利息或股息	-552	-1,001	-695	-760	-910	
现金流净增加额	446	-967	1,366	861	819	

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。