

周大生 (002867.SZ)

门店扩张稳步推进，持续强化分红回报

优于大市

核心观点

上半年营收增长 1.52%，归母净利润有所承压。公司 2024 上半年实现营业收入 81.97 亿元，同比+1.52%，归母净利润 6.01 亿元，同比-18.71%，扣非净利润 5.85 亿元，同比-17.28%。单二季度看，公司营收 31.26 亿元，同比-20.89%，归母净利润 2.6 亿元，同比-30.51%。在金价相对高位短期抑制终端消费及公司品牌营销宣传增加下，公司整体上半年经营业绩有所承压。此外，公司拟每 10 股派发股利 3 元（含税），分红金额占当期归母净利 54%。同步推出未来三年股东回报规划，持续强化对投资者的回报机制。

黄金类产品销售增长，上半年净增门店 124 家。分产品看，公司上半年素金产品营收 69.62 亿元，同比+3.43%，镶嵌类产品营收 3.72 亿元，同比-29.18%。分业务看，自营线下业务表现较好，上半年营收 9.63 亿元，同比+16.35%；自营电商业务营收 11.91 亿元，同比+3.09%；加盟业务营收 59.32 亿元，同比-0.74%。门店扩张方面，公司上半年净开店 124 家，期末门店总数 5230 家，其中加盟店 4887 家。

素金首饰毛利率提升，现金流状况较好。公司上半年综合毛利率 18.38%，同比略降 0.08pct，其中素金首饰毛利率 9.79%，同比提升 1.08pct。上半年销售费用率 6.46%，同比+1.53pct，由于报告期自营门店增加及广告投放活动较多所致。管理费用率 0.64%，同比基本稳定。存货周转天数 105.26 天，同比增加 10.85 天，主要系黄金类存货有所增加影响。经营性现金流净额 12.94 亿元，同比+80.62%，现金流状况良好。

风险提示：门店拓展不及预期；终端动销不及预期；竞争环境恶化

投资建议：未来行业层面黄金品类以保值增值及时尚属性的优势，在金价相对稳定后，终端需求仍有望逐步释放，公司自身将继续完善黄金产品体系建设以把握增长机遇。渠道端继续推进门店扩张，抢占市场份额。考虑金价相对高位可能对短期终端需求可能造成抑制，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 14.71/16.84/18.97 亿元（前值分别为 15.43/17.86/20.71 亿元），对应 PE 分别为 7.7/6.7/6 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118.08	16,290.06	18,786.47	21,297.42	24,080.36
(+/-%)	21.44%	46.52%	15.32%	13.37%	13.07%
净利润(百万元)	1090.60	1316.05	1470.86	1683.98	1896.66
(+/-%)	-10.94%	20.67%	11.76%	14.49%	12.63%
每股收益(元)	1.00	1.20	1.34	1.54	1.73
EBIT Margin	12.26%	10.80%	9.95%	9.93%	9.93%
净资产收益率 (ROE)	18.05%	20.62%	21.24%	22.33%	23.25%
市盈率 (PE)	10.37	8.59	7.69	6.72	5.96
EV/EBITDA	9.34	7.30	7.97	7.14	6.51
市净率 (PB)	1.87	1.77	1.63	1.50	1.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

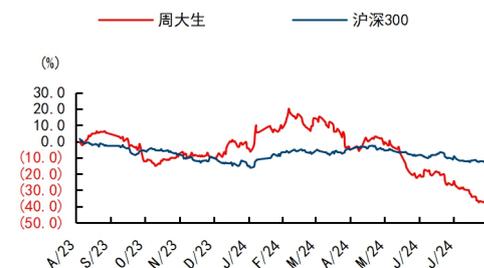
商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn S0980517070001
 证券分析师：柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.32 元
总市值/流通市值	11310/11143 百万元
52 周最高价/最低价	20.34/9.97 元
近 3 个月日均成交额	116.51 百万元

市场走势



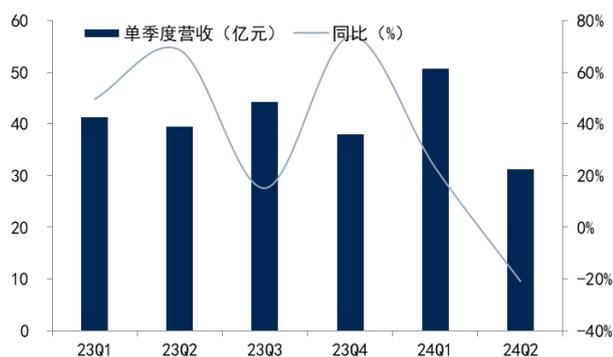
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《周大生 (002867.SZ) - 2023 年业绩增长稳健，黄金类产品延续良好增长趋势》——2024-04-26
- 《周大生 (002867.SZ) - 三季度收入稳健增长，持续推进门店扩张》——2023-10-31
- 《周大生 (002867.SZ) - 二季度归母净利润增长 27%，黄金品类延续高景气》——2023-08-27
- 《周大生 (002867.SZ) - 一季度业绩增长积极向好，黄金品类延续高景气表现》——2023-05-04
- 《周大生 (002867.SZ) - 三季度营收同比增长 4.19%，持续推进门店扩张》——2022-10-28

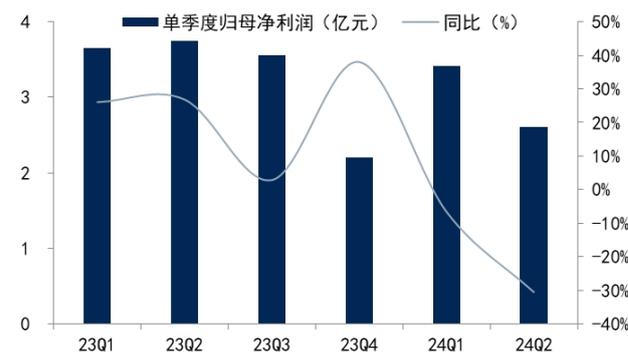
公司 2024 上半年实现营业收入 81.97 亿元，同比+1.52%，归母净利润 6.01 亿元，同比-18.71%，扣非净利润 5.85 亿元，同比-17.28%。单二季度看，公司营收 31.26 亿元，同比-20.89%，归母净利润 2.6 亿元，同比-30.51%。在金价相对高位短期抑制终端消费及公司品牌营销宣传增加下，公司整体上半年经营业绩有所承压。此外，公司拟每 10 股派发现金股利 3 元（含税），分红金额占当期归母净利润的 54%。同步推出未来三年（2024 年-2026 年）股东回报规划，持续强化对投资者的回报机制。

图1：周大生单季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

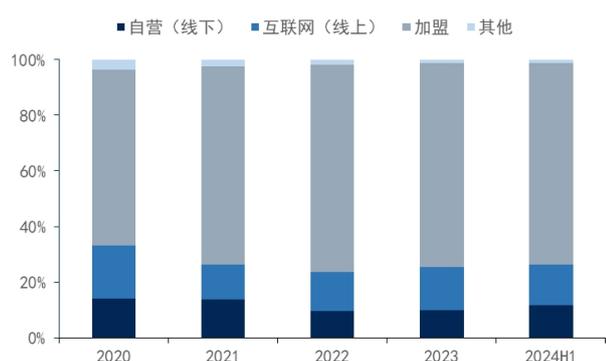
图2：周大生单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

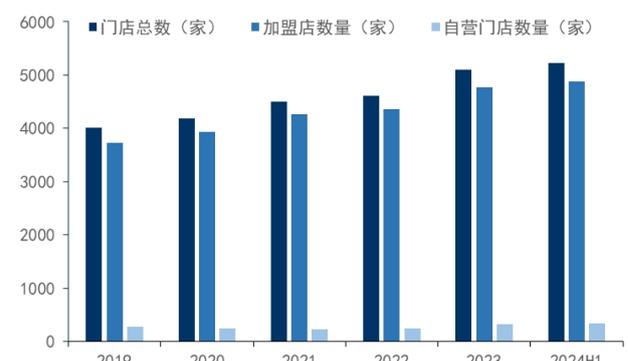
分产品看，公司上半年素金产品营收 69.62 亿元，同比+3.43%，镶嵌类产品营收 3.72 亿元，同比-29.18%。分业务看，自营线下业务表现较好，上半年营收 9.63 亿元，同比+16.35%；自营电商业务营收 11.91 亿元，同比+3.09%；加盟业务营收 59.32 亿元，同比-0.74%。门店扩张方面，公司上半年净开店 124 家，期末门店总数 5230 家，其中加盟店 4887 家。

图3：周大生分业务收入占比（%）



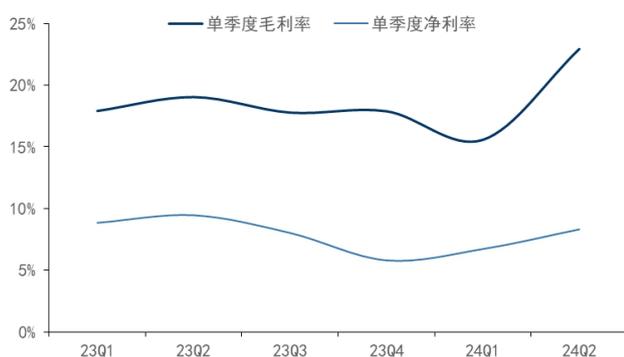
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：周大生门店数量变化（家）

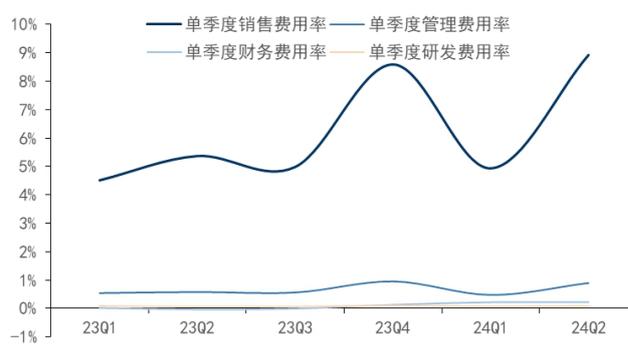


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务数据看，公司上半年综合毛利率 18.38%，同比略降 0.08pct，其中素金首饰毛利率 9.79%，同比提升 1.08pct。上半年销售费用率 6.46%，同比+1.53pct，由于报告期自营门店增加及广告投放活动较多所致。管理费用率 0.64%，同比基本稳定。存货周转天数 105.26 天，同比增加 10.85 天，主要系黄金类存货有所增加影响。经营性现金流净额 12.94 亿元，同比+80.62%，现金流状况良好。

图5: 周大生单季度毛利率及净利率 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 周大生费用率情况 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 未来行业层面黄金品类以保值增值及时尚属性的优势, 在金价相对稳定后, 终端需求仍有望逐步释放, 公司自身将继续完善黄金产品体系建设以把握增长机遇。渠道端继续推进门店扩张, 抢占市场份额。考虑金价相对高位可能对终端需求可能造成抑制, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 14.71/16.84/18.97 亿元 (前值分别为 15.43/17.86/20.71 亿元), 对应 PE 分别为 7.7/6.7/6 倍, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-08-28)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600612.SH	老凤祥	48.90	204.17	4.23	5.03	5.72	6.39	16.30	9.72	8.55	7.65	19.13	0.52	优于大市
002867.SZ	周大生	10.32	113.10	1.20	1.34	1.54	1.73	12.64	7.69	6.72	5.96	20.62	0.65	优于大市
002345.SZ	潮宏基	4.48	39.81	0.38	0.45	0.52	0.60	18.15	9.96	8.62	7.47	9.18	0.47	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1735	852	2968	3039	2941	营业收入	11118	16290	18786	21297	24080
应收款项	848	1565	1563	1814	2122	营业成本	8808	13334	15352	17400	19706
存货净额	3342	3643	4247	4949	5711	营业税金及附加	106	147	177	198	223
其他流动资产	309	389	675	622	714	销售费用	748	944	1157	1317	1457
流动资产合计	6235	6448	9453	10424	11489	管理费用	93	106	231	267	304
固定资产	521	735	580	632	704	财务费用	(13)	4	(41)	(74)	(74)
无形资产及其他	403	386	370	355	339	投资收益	18	(86)	(10)	0	0
投资性房地产	293	289	289	289	289	资产减值及公允价值变动	(27)	15	0	1	1
长期股权投资	155	155	157	159	169	其他收入	42	11	0	0	0
资产总计	7607	8012	10848	11859	12990	营业利润	1409	1695	1900	2190	2465
短期借款及交易性金融负债	51	266	5	5	5	营业外净收支	12	13	12	0	0
应付款项	271	149	479	423	437	利润总额	1420	1708	1912	2190	2465
其他流动负债	1155	1155	3375	3821	4320	所得税费用	333	396	445	510	573
流动负债合计	1477	1569	3859	4249	4762	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	18	18	18	18	18	归属于母公司净利润	1091	1316	1471	1684	1897
其他长期负债	63	41	46	51	56						
长期负债合计	81	59	64	69	74	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1558	1628	3922	4318	4836	净利润	1091	1316	1471	1684	1897
少数股东权益	7	3	2	(1)	(5)	资产减值准备	(112)	9	288	68	55
股东权益	6042	6381	6923	7542	8159	折旧摊销	14	13	43	75	90
负债和股东权益总计	7607	8012	10848	11859	12990	公允价值变动损失	27	(15)	0	(1)	(1)
						财务费用	(13)	4	(41)	(74)	(74)
关键财务与估值指标						营运资本变动	324	(1228)	1955	(436)	(590)
每股收益	1.00	1.20	1.34	1.54	1.73	其它	110	(10)	(290)	(72)	(59)
每股红利	0.50	0.91	0.85	0.97	1.17	经营活动现金流	1455	84	3468	1319	1392
每股净资产	5.51	5.82	6.32	6.88	7.44	资本开支	0	(244)	(160)	(180)	(200)
ROIC	18%	22%	25%	30%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	18%	21%	21%	22%	23%	投资活动现金流	(153)	(243)	(162)	(182)	(210)
毛利率	21%	18%	18%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	11%	10%	10%	10%	负债净变化	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(552)	(1001)	(929)	(1065)	(1280)
收入增长	21%	47%	15%	13%	13%	其它融资现金流	248	1278	(261)	0	0
净利润增长率	-11%	21%	12%	14%	13%	融资活动现金流	(855)	(724)	(1189)	(1065)	(1280)
资产负债率	21%	20%	36%	36%	37%	现金净变动	446	(884)	2116	71	(98)
息率	4.9%	8.9%	8.2%	9.4%	11.3%	货币资金的期初余额	1289	1735	852	2968	3039
P/E	10.4	8.6	7.7	6.7	6.0	货币资金的期末余额	1735	852	2968	3039	2941
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	1382	(108)	3272	1081	1134
EV/EBITDA	9.3	7.3	8.0	7.1	6.5	权益自由现金流	1630	1170	3043	1138	1191

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032