

# 周大生 (002867.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 金价高位扰动终端动销，持续投入

### IP 产品蓄力长期品牌力

#### 业绩简评

- 公司8月27日公告2024营收/归母净利润31.3/2.6亿元、同比-21%/-30.5%，收入及利润增长承压主要系黄金产品景气度走弱+镶嵌类产品深度调整。中期现金分红0.3元/股，分红比例54%。
- 毛利额降幅低于收入降幅，自营门店费用刚性+加大营销投入致费用率提升，盈利能力总体同比下降。2024毛利额同比-4.7%（毛利率同比+3.9PCT至22.9%、系金价上涨&产品结构优化拉动），自营门店增加及广告投放活动较多致销售费用率同比+3.6PCT至8.9%（绝对值同比增多6694万元），管理费用率同比+0.3PCT至0.9%（绝对值增多518万元，系薪酬费用、租赁费用同比增长），新增流动资金借款致财务费用增多819万，归母净利率8.3%、同比-1.2PCT。

#### 经营分析

- **Q2 金价高位波动扰动终端动销、素金类/品牌使用费表现走弱，镶嵌类持续承压。**1H24素金类/镶嵌类/品牌使用费收入69.62/3.72/3.64亿元、分别同比+3.4%/-29.2%/-15%；黄金产品继续深化国家宝藏产品矩阵打造+上新“梵高杏花蓝”。
- ✓ **自营：**线下双位数增长主要系门店数量同比增加，电商持平。1H24电商收入11.9亿元、同比+3.1%，自营线下收入9.63亿元、同比+16.35%、店均收入同比-6.7%。
- ✓ **加盟：**受金价高位+终端动销较弱影响加盟商黄金产品进货偏谨慎。1H24加盟收入59.32亿元、同比-0.74%，店均收入同比-9.4%，其中黄金类店均收入/毛利同比-5.6%/+11.7%。
- **拓店稳健。**1H24周大生品牌门店净增加124家（Q1/Q2净增23家/101家）至5230家，包括加盟门店112家（Q1/Q2净增18家/83家）、自营门店12家（Q1/Q2净增5家/18家）。

#### 盈利预测、估值与评级

- 持续推进品牌矩阵+差异化IP产品打造。考虑金价高位波动扰动黄金产品终端动销，下调盈利预测，预计24-26年归母净利润为12.94/14.81/16.62亿元（前值14.93/16.91/19.07亿元），同比-1.7%/+14%/+12%，对应PE分别为8.5/7.5/6.6倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示

- 终端消费疲软、加盟拓展不及预期、金价大幅波动等。

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

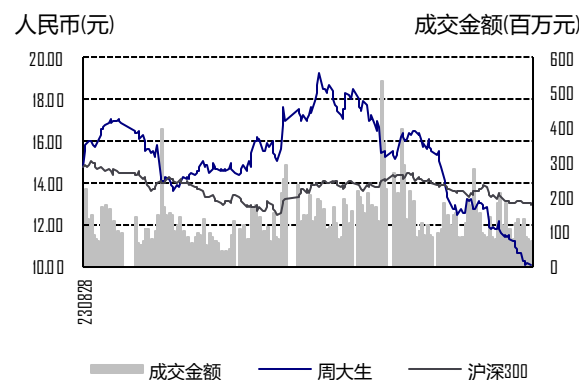
分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：10.07元

#### 相关报告：

- 1.《周大生点评：1Q24高基数下毛利额实现增长，持续推进品牌矩阵&IP产品》，2024.4.29
- 2.《周大生点评：Q3业绩符合预期，黄金产品继续引领增长》，2023.10.31



#### 公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	17,204	19,628	22,004
营业收入增长率	21.44%	46.52%	5.61%	14.09%	12.10%
归母净利润(百万元)	1,091	1,316	1,294	1,481	1,662
归母净利润增长率	-10.94%	20.67%	-1.70%	14.48%	12.22%
摊薄每股收益(元)	0.995	1.201	1.180	1.351	1.517
每股经营性现金流净额	0.93	0.13	1.49	0.91	1.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.05%	20.62%	19.11%	20.53%	21.55%
P/E	14.10	12.64	8.53	7.45	6.64
P/B	2.54	2.61	1.63	1.53	1.43

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至8月27日）

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,155	11,118	16,290	17,204	19,628	22,004	货币资金	1,289	1,735	852	1,468	1,338	1,230
增长率	80.1%	21.4%	46.5%	5.6%	14.1%	12.1%	应收账款	706	848	1,565	1,290	1,418	1,589
主营业务成本	-6,655	-8,808	-13,334	-14,190	-16,188	-18,135	存货	2,748	3,342	3,643	3,771	4,302	4,819
%销售收入	72.7%	79.2%	81.9%	82.5%	82.5%	82.4%	其他流动资产	514	313	400	344	358	382
毛利	2,500	2,310	2,956	3,013	3,440	3,869	流动资产	5,257	6,239	6,459	6,873	7,416	8,020
%销售收入	27.3%	20.8%	18.1%	17.5%	17.5%	17.6%	%总资产	74.9%	82.0%	80.6%	81.0%	81.7%	82.6%
营业税金及附加	-89	-106	-147	-155	-196	-231	长期投资	689	164	165	165	165	165
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	固定资产	398	521	735	806	860	901
销售费用	-697	-748	-944	-1,032	-1,217	-1,353	%总资产	5.7%	6.8%	9.2%	9.5%	9.5%	9.3%
%销售收入	7.6%	6.7%	5.8%	6.0%	6.2%	6.2%	无形资产	475	450	420	413	406	400
管理费用	-97	-93	-106	-103	-118	-132	非流动资产	1,759	1,368	1,553	1,613	1,656	1,686
%销售收入	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	%总资产	25.1%	18.0%	19.4%	19.0%	18.3%	17.4%
研发费用	-14	-12	-12	-14	-20	-26	<b>资产总计</b>	<b>7,016</b>	<b>7,607</b>	<b>8,012</b>	<b>8,486</b>	<b>9,071</b>	<b>9,706</b>
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	40	51	266	322	324	324
息税前利润 (EBIT)	1,604	1,351	1,746	1,709	1,889	2,126	应付款项	725	637	638	755	862	966
%销售收入	17.5%	12.1%	10.7%	9.9%	9.6%	9.7%	其他流动负债	342	789	666	595	633	670
财务费用	21	13	-4	1	4	2	流动负债	1,107	1,477	1,569	1,672	1,819	1,960
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	18	18	18	18	18	18
资产减值损失	-112	0	-9	0	0	0	其他长期负债	94	63	41	23	17	12
公允价值变动收益	-1	-28	7	0	0	0	负债	1,219	1,558	1,628	1,713	1,854	1,990
投资收益	17	18	-86	-60	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,787</b>	<b>6,042</b>	<b>6,381</b>	<b>6,769</b>	<b>7,214</b>	<b>7,712</b>
%税前利润	1.1%	1.2%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096
营业利润	1,579	1,409	1,695	1,680	1,924	2,159	未分配利润	3,071	3,557	3,896	4,284	4,728	5,227
营业利润率	17.2%	12.7%	10.4%	9.8%	9.8%	9.8%	少数股东权益	10	7	3	3	3	3
营业外收支	12	12	13	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,016</b>	<b>7,607</b>	<b>8,012</b>	<b>8,486</b>	<b>9,071</b>	<b>9,706</b>
税前利润	1,591	1,420	1,708	1,680	1,924	2,159	<b>比率分析</b>						
利润率	17.4%	12.8%	10.5%	9.8%	9.8%	9.8%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-369	-333	-396	-386	-442	-496	<b>每股指标</b>						
所得税率	23.2%	23.5%	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	1.117	0.995	1.201	1.180	1.351	1.517
净利润	1,222	1,087	1,313	1,294	1,481	1,662	每股净资产	5.279	5.513	5.823	6.177	6.582	7.037
少数股东损益	-3	-3	-3	0	0	0	每股经营现金净流	0.179	0.929	0.126	1.490	0.907	1.031
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,225</b>	<b>1,091</b>	<b>1,316</b>	<b>1,294</b>	<b>1,481</b>	<b>1,662</b>	每股股利	0.800	0.600	0.950	0.826	0.946	1.062
净利率	13.4%	9.8%	8.1%	7.5%	7.5%	7.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.16%	18.05%	20.62%	19.11%	20.53%	21.55%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	17.45%	14.34%	16.43%	15.25%	16.33%	17.12%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	21.03%	16.90%	20.13%	18.50%	19.24%	20.32%
净利润	1,222	1,087	1,313	1,294	1,481	1,662	<b>增长率</b>						
少数股东损益	-3	-3	-3	0	0	0	主营业务收入增长率	80.07%	21.44%	46.52%	5.61%	14.09%	12.10%
非现金支出	180	83	113	19	20	21	EBIT增长率	29.60%	-15.78%	29.30%	-2.12%	10.51%	12.56%
非经营收益	-27	25	110	76	20	19	净利润增长率	20.85%	-10.94%	20.67%	-1.70%	14.48%	12.22%
营运资金变动	-1,179	-177	-1,398	245	-527	-572	总资产增长率	5.41%	8.43%	5.33%	5.91%	6.90%	7.00%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>197</b>	<b>1,018</b>	<b>139</b>	<b>1,633</b>	<b>994</b>	<b>1,130</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-153	-123	-215	-77	-62	-52	应收账款周转天数	16.3	24.6	25.9	26.0	25.0	25.0
投资	431	218	0	0	0	0	存货周转天数	140.9	126.2	95.6	97.0	97.0	97.0
其他	12	6	-15	-60	0	0	应付账款周转天数	20.4	12.1	5.5	5.6	5.6	5.6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>290</b>	<b>101</b>	<b>-230</b>	<b>-137</b>	<b>-62</b>	<b>-52</b>	固定资产周转天数	0.9	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
股权募资	8	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	18	0	200	52	1	1	净负债/股东权益	-21.24%	-27.55%	-8.90%	-16.65%	-13.81%	-11.50%
其他	-904	-673	-1,075	-924	-1,056	-1,183	EBIT利息保障倍数	-75.0	-102.7	461.0	-2,114.6	-423.9	-919.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-878</b>	<b>-673</b>	<b>-875</b>	<b>-871</b>	<b>-1,055</b>	<b>-1,182</b>	资产负债率	17.37%	20.49%	20.32%	20.19%	20.44%	20.51%
<b>现金净流量</b>	<b>-391</b>	<b>446</b>	<b>-967</b>	<b>625</b>	<b>-123</b>	<b>-104</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	18	25	82
增持	0	4	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.28	1.26	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-30	买入	13.08	N/A
2	2022-10-28	买入	11.55	N/A
3	2023-04-30	买入	16.92	N/A
4	2023-08-26	买入	15.69	N/A
5	2023-10-31	买入	15.02	N/A
6	2024-04-29	买入	16.19	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806