

珠宝首饰及钟表

周大生 (002867.SZ)

买入-B(维持)

2024H1 线下门店逆势扩张，中期派息率达 54%

2024 年 8 月 30 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2024 年 8 月 29 日

收盘价(元):	10.61
年内最高/最低(元):	20.34/9.97
流通 A 股/总股本(亿股):	10.80/10.96
流通 A 股市值(亿元):	114.57
总市值(亿元):	116.28

基础数据：2024 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	0.55
摊薄每股收益(元):	0.55
每股净资产(元):	5.73
净资产收益率(%):	9.56

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

公司发布 2024 年半年报。2024H1，公司实现营收 81.97 亿元，同比增长 1.52%，实现归母净利润 6.01 亿元，同比下降 18.71%，实现扣非净利润 5.85 亿元，同比下降 17.28%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.3 元（含税），派息率 54.14%。

事件点评

2024 年上半年公司营收小幅增长，Q2 以来金价急涨抑制终端需求。营收端，2024H1，公司实现营收 81.97 亿元，同比增长 1.52%。其中，24Q1-24Q2 实现营收 50.70、31.26 亿元，同比增长 23.01%、-20.89%。业绩端，2024H1，公司实现归母净利润 6.01 亿元，同比下降 18.71%。其中，24Q1-24Q2 实现归母净利润 3.41、2.60 亿元，同比下降 6.61%、30.51%。2024 年上半年，公司营收增长、业绩下滑，主要由于销售费用率有所上升，2 季度以来，金价急速上涨，对黄金珠宝终端需求及加盟商进货意愿有所抑制，2 季度公司营收同比下滑。

2024 年上半年公司线下门店净开 124 家，自营渠道增长靓丽。2024H1，自营线下、线上、加盟渠道营收占比分别为 11.75%、14.53%、72.37%。其中，自营线下渠道，2024H1，实现营收 9.63 亿元，同比增长 16.35%，期末门店数量 343 家，较年初净增 12 家，自营门店店效 285 万元，同比下降 6.7%，其中镶嵌、素金产品同比下降 40.5%、2.9%。线上渠道，2024H1，实现营收 11.91 亿元，同比增长 3.09%，其中镶嵌、素金品类分别实现营收 0.9、7.61 亿元，同比增长 8.54%、-11.08%。加盟渠道，2024H1，实现营收 59.32 亿元，同比下降 0.74%，期末门店数量 4887 家，较年初净增 112 家。截至 2024H1 末，公司线下门店合计 5230 家，较年初净增加 124 家。

镶嵌产品延续下滑，黄金产品平稳增长。分产品看，镶嵌产品，2024H1，实现营收 3.72 亿元，同比下降 29.2%。2024Q1，实现营收 1.28 亿元，同比下降 42.2%。素金产品，2024H1，实现营收 69.62 亿元，同比增长 3.43%。2024H1，镶嵌产品、素金产品毛利率分别为 26.02%、9.79%，同比下滑 6.22pct、提升 1.08pct。

2024Q2 公司毛利率环比提升，销售费用率致使净利率下滑。盈利能力方面，2024H1，公司毛利率同比下滑 0.1pct 至 18.4%，其中，24Q1-24Q2 毛利率为 15.6%、22.9%，同比下滑 2.3pct、提升 3.89pct。2024H1，期间费用率合计提升 1.8pct 至 7.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 6.5%/0.6%/0.1%/0.2%，同比+1.5/+0.1/持平/+0.2pct，销售费



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



用率提升主要由于自营门店增加及广告投放活动较多使得人员薪资费用、租赁费用及广告宣传费用同比增幅较大所致。综合影响下，2024H1，公司销售净利率 7.3%，同比下滑 1.8pct。存货方面，截至 2024H1 末，公司存货为 41.82 亿元，同比增长 17.38%，存货周转天数 105 天，同比增加 11 天。经营活动现金流方面，2024H1，公司经营活动现金流净额为 12.94 亿元，同比增长 80.6%，主因营业收入回款同比增长以及支付的采购款项同比下降等因素变化所致。

投资建议

➤ 2024 年上半年，渠道方面，公司稳步推进线下门店扩张计划，上半年直营、加盟渠道均呈现净开店态势。产品方面，公司持续加大产品研发力度，丰富产品矩阵，优化调整产品结构，2024 年 2 季度，销售毛利率环比回升。考虑 2 季度以来黄金珠宝行业整体需求有所放缓，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年 EPS 为 1.18、1.31、1.44 元，8 月 29 日收盘价对应公司 2024-2026 年 PE 为 9.0、8.1、7.4 倍，维持“买入-B”建议。

风险提示

➤ 黄金价格大幅波动；门店拓展不及预期；电商渠道增速不及预期；诉讼公告影响。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	17,555	19,161	20,753
YoY(%)	21.4	46.5	7.8	9.1	8.3
净利润(百万元)	1,091	1,316	1,299	1,440	1,576
YoY(%)	-10.9	20.7	-1.3	10.9	9.5
毛利率(%)	20.8	18.1	18.0	18.0	18.0
EPS(摊薄/元)	1.00	1.20	1.18	1.31	1.44
ROE(%)	18.0	20.6	18.6	18.5	18.1
P/E(倍)	10.7	8.8	9.0	8.1	7.4
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3
净利率(%)	9.8	8.1	7.4	7.5	7.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6235	6448	8067	7938	9636
现金	1735	852	1756	1916	2075
应收票据及应收账款	817	1498	932	1755	1136
预付账款	11	14	19	14	21
存货	3342	3643	4943	3819	5992
其他流动资产	329	442	417	433	410
非流动资产	1372	1564	1829	1745	1785
长期投资	155	155	205	273	312
固定资产	15	14	156	254	312
无形资产	403	386	364	343	321
其他非流动资产	798	1010	1104	875	840
资产总计	7607	8012	9896	9683	11421
流动负债	1477	1569	2848	1856	2668
短期借款	0	200	480	577	248
应付票据及应付账款	271	149	1012	95	951
其他流动负债	1206	1220	1357	1184	1468
非流动负债	81	59	80	67	62
长期借款	18	18	14	11	7
其他非流动负债	63	41	66	57	55
负债合计	1558	1628	2929	1923	2730
少数股东权益	7	3	-0	-4	-8
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327
留存收益	4105	4444	5083	5766	6484
归属母公司股东权益	6042	6381	6968	7764	8699
负债和股东权益	7607	8012	9896	9683	11421

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1018	139	1726	713	1251
净利润	1087	1313	1295	1436	1572
折旧摊销	38	42	44	72	80
财务费用	-13	4	17	16	-14
投资损失	-18	86	10	12	15
营运资金变动	-176	-1397	346	-800	-398
其他经营现金流	99	91	14	-23	-4
投资活动现金流	101	-230	-331	22	-130
筹资活动现金流	-673	-875	-872	-671	-633
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.20	1.18	1.31	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.13	1.58	0.65	1.14
每股净资产(最新摊薄)	5.51	5.82	6.36	7.08	7.94

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11118	16290	17555	19161	20753
营业成本	8808	13334	14404	15714	17028
营业税金及附加	106	147	184	186	201
营业费用	748	944	1176	1274	1370
管理费用	93	106	116	123	133
研发费用	12	12	18	21	25
财务费用	-13	4	17	16	-14
资产减值损失	0	-9	-10	-11	-12
公允价值变动收益	-28	7	7	7	7
投资净收益	18	-86	-10	-12	-15
营业利润	1409	1695	1675	1859	2037
营业外收入	12	15	16	14	14
营业外支出	1	2	3	1	2
利润总额	1420	1708	1688	1872	2049
所得税	333	396	394	436	477
税后利润	1087	1313	1295	1436	1572
少数股东损益	-3	-3	-4	-4	-4
归属母公司净利润	1091	1316	1299	1440	1576
EBITDA	1407	1738	1715	1921	2094

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.4	46.5	7.8	9.1	8.3
营业利润(%)	-10.8	20.3	-1.2	11.0	9.5
归属于母公司净利润(%)	-10.9	20.7	-1.3	10.9	9.5
获利能力					
毛利率(%)	20.8	18.1	18.0	18.0	18.0
净利率(%)	9.8	8.1	7.4	7.5	7.6
ROE(%)	18.0	20.6	18.6	18.5	18.1
ROIC(%)	17.0	19.4	17.0	16.9	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	20.5	20.3	29.6	19.9	23.9
流动比率	4.2	4.1	2.8	4.3	3.6
速动比率	1.7	1.5	1.0	2.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.5	2.1	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	14.8	14.1	14.4	14.3	14.4
应付账款周转率	28.6	63.5	24.8	28.4	32.5
估值比率					
P/E	10.7	8.8	9.0	8.1	7.4
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.1	6.4	6.1	5.4	4.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

