



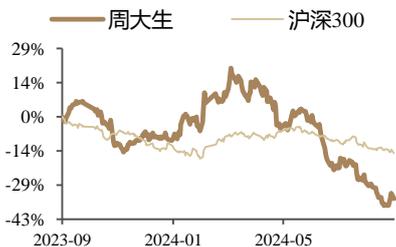
买入 (维持)

所属行业: 纺织服饰/饰品
当前价格(元): 10.52

证券分析师

易丁依
资格编号: S0120523070004
邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.62	-17.50	-34.07
相对涨幅(%)	-6.11	-11.37	-25.27

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《周大生(002867.SZ): 省代赋能进行时, 再享产品与渠道新红利》, 2024.6.3

周大生: 24H1 业绩略有承压, 加强单店提质增效

投资要点

- 周大生 24H1 业绩略有承压, 金价带动毛利率提升, 但费用投放拖累利润表现。
 - 24H1:** 营收 81.97 亿/+1.52%, 归母净利润 6.01 亿/-18.71%, 扣非归母净利润 5.85 亿/-17.28%; 毛利率 18.4%/-0.1pcts, 期间费用总额为 6.05 亿/+35.04%, 其中销售费用为 5.29 亿/+32.96%, 销售费用率 6.5%/+1.5pcts, 主要来自于: (i) 自营门店增加, 战略定位于打造零售标杆店, 补强弱势地区, 相应的人员、租赁费用增长, 但未来随着自营店开店数量放缓, 对应的销售费用有望放缓; (ii) 广告投放活动较多, 加强优质版权和 IP 合作, 同时强化 to c 端营销。
 - 24Q2:** 营收 31.26 亿/-20.9%, 归母净利润 2.60 亿/-30.5%, 扣非归母净利润 2.49 亿/-29.0%, 金价波动导致消费者观望预期, 同时 Q2 为黄金消费淡季, 存在季节性因素影响, 但与此同时, 金条、金币等投资性消费大幅增长。
- 分渠道: 线下门店扩张节奏稳定, 单店营收承压限制业绩增长: (1) 加盟店: 24H1 实现营收 59.3 亿/-0.74%, 期末门店 4887 家, 较 2023 年末净增 112 家, 平均单店实现营收 123.48 万/-9.4%, 单店毛利 16.62 万/-16.67%; (2) 自营: 24H1 实现营收 9.63 亿/+16.35%, 期末门店 343 家, 较 2023 年末净增 12 家, 平均单店营收 284.96 万/-6.72%, 毛利 74.19 万/-8.08%; (3) 线上: 24H1 实现营收 11.91 亿/+3.09%, 毛利 3.57 亿/+23.61%, 其中, 天猫实现营收 5.92 亿元, 京东实现 2.17 亿元, 抖音渠道实现 1.71 亿元, 我们认为主要由一口价镶嵌产品、银饰品等销售上升推动。未来将更注重加盟商质量及开店质量的优化, 同时通过国家宝藏主题店/经典店/国际艺术主题门店实现逆势增长。
- 分品类: 素金首饰承压、镶嵌首饰深度调整、其他首饰高增: (1) 素金首饰: 实现收入 69.6 亿元, 同比+3%, 黄金类市场承压明显, 但金价上涨带来毛利率为 9.79%、同增 1.08%; 结合分渠道业务拆分, 我们认为, 计重黄金品类更加依赖线下渠道, 而线上对一口价产品更加偏好, 当前由于 24H1 期间, 黄金价格于 2024 年 3 月见顶并持续盘整, 消费者更加谨慎, 镶嵌产品走弱, 素金品类较强的避险属性需求回暖, 线下黄金产品表现强于镶嵌产品, 分渠道与分品类表现相互验证。(2) 镶嵌首饰: 24H1 实现营收 3.7 亿元, 同比-29%, 镶嵌首饰仍处于深度调整之中, 加盟商补货意愿较低; (3) 其他首饰: 24H1 实现营收 2.9 亿元, 同比+66%, 时尚银饰等高毛利率产品增长明显, 布局翡翠、和田玉、珍珠等品类, 品类协调, 实现了线上渠道中非黄金占比达到 40%, 同时计划通过串珠产品实现客户引流及留存。
- 投资建议: 周大生镶嵌包袱逐步出清, 压力逐步消化, 以素金为特色, 再度推进黄金新产品与新工艺, 加速品牌优势与市场地位的巩固, 渠道革新与省代模式加速释放成长弹性。公司发布半年度业绩分红计划, 合计派发现金股利 3.26 亿, 占公司净利润的 54.14%, 延续公司高分红风格。预计公司 2024-2026 年收入 177/198/213 亿元, 归母净利润 13.7/15.1/16.5 亿元, 对应当前 PE 8.42 倍。
- 风险提示: 消费不及预期、渠道拓店受阻、加盟商管理不善

股票数据

总股本(百万股):	1,095.93
流通 A 股(百万股):	1,079.80
52 周内股价区间(元):	10.05-19.25
总市值(百万元):	11,529.14
总资产(百万元):	9,081.29
每股净资产(元):	5.73

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	17,716	19,799	21,292
(+/-)YOY(%)	21.4%	46.5%	8.8%	11.8%	7.5%
净利润(百万元)	1,091	1,316	1,369	1,507	1,652
(+/-)YOY(%)	-10.9%	20.7%	4.0%	10.1%	9.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.00	1.20	1.25	1.38	1.51
毛利率(%)	20.8%	18.1%	18.2%	18.3%	18.5%
净资产收益率(%)	18.0%	20.6%	19.7%	19.9%	20.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.20	1.25	1.38	1.51
每股净资产	5.82	6.34	6.93	7.55
每股经营现金流	0.13	1.41	1.18	1.47
每股股利	0.65	0.73	0.79	0.89
价值评估(倍)				
P/E	12.64	8.42	7.65	6.98
P/B	2.61	1.66	1.52	1.39
P/S	0.71	0.65	0.58	0.54
EV/EBITDA	8.70	5.89	5.17	4.61
股息率%	4.3%	6.9%	7.5%	8.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.1%	18.2%	18.3%	18.5%
净利润率	8.1%	7.7%	7.6%	7.8%
净资产收益率	20.6%	19.7%	19.9%	20.0%
资产回报率	16.4%	14.6%	14.3%	14.3%
投资回报率	20.0%	17.1%	17.0%	16.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.5%	8.8%	11.8%	7.5%
EBIT 增长率	29.3%	0.3%	12.6%	8.4%
净利润增长率	20.7%	4.0%	10.1%	9.6%
偿债能力指标				
资产负债率	20.3%	26.0%	27.8%	28.2%
流动比率	4.1	3.2	3.0	3.0
速动比率	1.8	1.6	1.6	1.6
现金比率	0.5	0.8	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.5	30.2	28.0	28.0
存货周转天数	99.7	95.0	93.0	90.0
总资产周转率	2.0	1.9	1.9	1.8
固定资产周转率	1,181.6	1,891.5	3,131.4	8,217.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,316	1,369	1,507	1,652
少数股东损益	-3	-4	-4	-5
非现金支出	113	24	22	23
非经营收益	110	47	100	96
营运资金变动	-1,398	114	-328	-156
经营活动现金流	139	1,550	1,297	1,610
资产	-215	-171	-193	-182
投资	0	0	0	0
其他	-15	-33	-71	-58
投资活动现金流	-230	-204	-264	-239
债权募资	900	600	400	200
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,775	-816	-896	-1,010
融资活动现金流	-875	-216	-496	-810
现金净流量	-967	1,131	538	561

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月2日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16,290	17,716	19,799	21,292
营业成本	13,334	14,499	16,181	17,356
毛利率%	18.1%	18.2%	18.3%	18.5%
营业税金及附加	147	165	183	196
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	944	1,152	1,307	1,427
营业费用率%	5.8%	6.5%	6.6%	6.7%
管理费用	106	132	138	154
管理费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用	12	17	17	19
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	1,746	1,752	1,973	2,140
财务费用	4	5	6	8
财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	-86	-33	-71	-58
营业利润	1,695	1,780	1,958	2,147
营业外收支	13	0	0	0
利润总额	1,708	1,780	1,958	2,147
EBITDA	1,850	1,776	1,996	2,163
所得税	396	415	455	499
有效所得税率%	23.2%	23.3%	23.2%	23.3%
少数股东损益	-3	-4	-4	-5
归属母公司所有者净利润	1,316	1,369	1,507	1,652

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	852	1,983	2,521	3,081
应收账款及应收票据	1,498	1,465	1,519	1,633
存货	3,643	3,774	4,123	4,280
其它流动资产	455	453	467	471
流动资产合计	6,448	7,674	8,629	9,465
长期股权投资	155	155	155	155
固定资产	14	9	6	3
在建工程	721	895	1,089	1,273
无形资产	386	365	346	326
非流动资产合计	1,564	1,712	1,885	2,045
资产总计	8,012	9,387	10,514	11,511
短期借款	200	800	1,200	1,400
应付票据及应付账款	149	214	230	252
预收账款	35	53	51	60
其它流动负债	1,185	1,310	1,385	1,475
流动负债合计	1,569	2,378	2,867	3,186
长期借款	18	18	18	18
其它长期负债	41	41	41	41
非流动负债合计	59	59	59	59
负债总计	1,628	2,437	2,926	3,245
实收资本	1,096	1,096	1,096	1,096
普通股股东权益	6,381	6,950	7,593	8,274
少数股东权益	3	-0	-4	-9
负债和所有者权益合计	8,012	9,387	10,514	11,511

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。