



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 高股息低估值，静待盈利修复

——周大生 2024 年半年报点评

### 买入（维持）

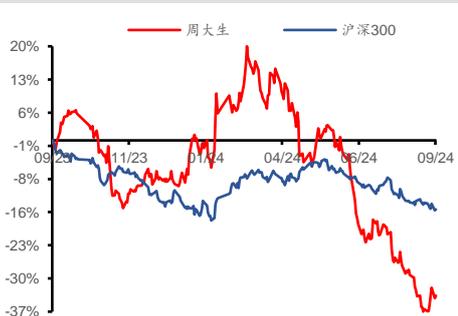
行业： 纺织服饰  
日期： 2024年09月05日

分析师： 张洪乐  
Tel: 021-53686159  
E-mail: zhanghongle@shzq.com  
SAC 编号: S0870523040004

#### 基本数据

最新收盘价（元）	10.60
12mth A 股价格区间（元）	10.05-20.19
总股本（百万股）	1,095.93
无限售 A 股/总股本	98.53%
流通市值（亿元）	114.46

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

- 《高股息低估值，黄金品类拉动增长》  
——2024 年 04 月 30 日
- 《黄金拉动增长，拓店步伐稳健》  
——2023 年 11 月 01 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

8月28日，公司发布2024年半年度报告。2024上半年实现收入81.97亿元，同比增长1.52%，归母净利润为6.01亿元，同比下降18.71%，扣非归母净利为5.85亿元，同比下降17.28%。2024年Q2实现收入31.26亿元，同比下降20.89%，归母净利润为2.60亿元，同比下降30.51%，扣非归母净利为2.49亿元，同比下降29.03%。24年半年度利润分配方案如下，以10.85亿股为基数，拟每10股派发现金股利3元，合计派发现金股利3.26亿元，现金分红率为54.14%。

##### 分析与判断

**分产品看，黄金品类收入占比持续提升。**24H1 素金类产品营业收入 69.62 亿元，同比增长 3.43%，收入贡献为 84.93%；镶嵌类产品营业收入 3.72 亿元，同比下降 29.18%，营收贡献为 4.54%，受市场环境影响黄金类产品消费市场面临较大的增长压力，同时钻石镶嵌类首饰消费仍处在深度调整阶段。

**分渠道看，加盟为主要收入来源，全渠道齐发力。**24H1 加盟渠道实现营业收入 59.32 亿元，同比下降 0.74%，营业收入贡献为 72.37%；自营实现营业收入 9.63 亿元，同比增长 16.35%，收入贡献 11.75%；电商业务平稳增长，线上业务实现营业收入 11.91 亿元，同比增长 3.09%，收入贡献 14.53%。我们认为未来随着渠道加速扩张、公司品牌营销能力不断加强，收入规模有望实现稳定增长，市场份额或将不断提升。

**拓店提速，2024 年上半年净增 124 家门店。**2024 年上半年新增门店 297 家，撤店 173 家，净增加 124 家，Q1 净增 23 家，Q2 净增 101 家。截至 24 年上半年末，终端门店数量 5230 家，其中加盟门店 4887 家，自营门店 343 家。公司门店主要集中在三四线及以下城市，2024 年上半年末门店数量占比达 67.9%；自营门店主要集中在一二线城市，占比达 78.13%。我们认为未来随着省代及加盟商齐发力，公司门店有望加速拓展，经营效率不断提升。

**销售费用增长，拖累业绩表现。**24H1 毛利率为 18.38%，同比下降 0.08 个百分点；24Q1/Q2 毛利率分别为 15.57%/22.93%。24H1 销售费用率/管理费用率分别为 6.46%/0.64%，分别同比增长 1.53/0.08 个百分点，主要系自营门店增加及广告投放活动增加。24H1 净利率为 7.33%，同比下滑 1.81 个百分点，费用拖累业绩表现。

#### ■ 投资建议

我们看好公司渠道与产品共同驱动发展，预计公司 24-26 年营业收入分别为 173.93 亿元/190.02 亿元/209.41 亿元，同比 +6.77%/9.25%/10.21%；公司 24-26 年归母净利润分别为 13.15/15.53/17.81 亿元，同比-0.09%/18.13%/14.67%，对应 EPS 为 1.20/1.42/1.63 元，当前收盘价对应 PE 为 8.89/7.53/6.56 倍，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示

门店扩张不及预期风险；省代模式开展不及预期风险；行业竞争加剧

风险；金价波动风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	163	174	190	209
年增长率	46.5%	6.8%	9.2%	10.2%
归母净利润	13	13	16	18
年增长率	20.7%	-0.1%	18.1%	14.7%
每股收益（元）	1.20	1.20	1.42	1.63
市盈率（X）	8.89	8.89	7.53	6.56
市净率（X）	1.83	1.69	1.55	1.42

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年09月04日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 亿元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9	5	6	8
应收票据及应收账款	15	14	16	18
存货	36	51	52	54
其他流动资产	5	4	5	5
流动资产合计	64	74	78	85
长期股权投资	2	2	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0
在建工程	7	9	10	12
无形资产	4	4	4	3
其他非流动资产	3	3	3	3
非流动资产合计	16	18	20	22
<b>资产总计</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>98</b>	<b>107</b>
短期借款	2	3	4	5
应付票据及应付账款	1	4	4	4
合同负债	0	0	0	0
其他流动负债	12	15	15	15
流动负债合计	16	22	22	24
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>25</b>
股本	11	11	11	11
资本公积	13	13	13	13
留存收益	44	50	56	63
归属母公司股东权益	64	69	75	82
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>64</b>	<b>69</b>	<b>75</b>	<b>82</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>98</b>	<b>107</b>

**现金流量表 (单位: 亿元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>15</b>
净利润	13	13	15	18
折旧摊销	1	1	1	1
营运资金变动	-14	-8	-4	-4
其他	1	0	0	0
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
资本支出	-2	-2	-2	-2
投资变动	0	-1	-1	0
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>
债权融资	2	1	1	1
股权融资	0	0	0	0
其他	-11	-8	-9	-11
<b>现金净流量</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>3</b>

**利润表 (单位: 亿元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>163</b>	<b>174</b>	<b>190</b>	<b>209</b>
营业成本	133	143	155	169
营业税金及附加	1	2	2	2
销售费用	9	10	11	13
管理费用	1	1	1	2
研发费用	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>23</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>23</b>
所得税	4	4	5	5
净利润	13	13	15	18
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>18</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	18.1%	17.6%	18.4%	19.1%
净利率	8.1%	7.6%	8.2%	8.5%
净资产收益率	20.6%	19.0%	20.6%	21.6%
资产回报率	16.4%	14.3%	15.8%	16.6%
投资回报率	20.4%	18.1%	19.5%	20.3%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	46.5%	6.8%	9.2%	10.2%
EBIT 增长率	26.5%	-3.4%	18.3%	14.7%
归母净利润增长率	20.7%	-0.1%	18.1%	14.7%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.20	1.20	1.42	1.63
每股净资产	5.82	6.30	6.87	7.52
每股经营现金流	0.13	0.57	1.14	1.36
每股股利	0.95	0.73	0.86	0.99
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	2.09	2.02	2.00	2.04
应收账款周转率	14.08	12.04	12.90	12.60
存货周转率	3.82	3.28	3.01	3.18
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	20.3%	24.8%	23.2%	23.2%
流动比率	4.11	3.35	3.52	3.51
速动比率	1.54	0.87	1.00	1.11
<b>估值指标</b>				
P/E	8.89	8.89	7.53	6.56
P/B	1.83	1.69	1.55	1.42
EV/EBITDA	8.56	6.51	5.52	4.78

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断