

珠宝首饰及钟表

周大生 (002867.SZ)

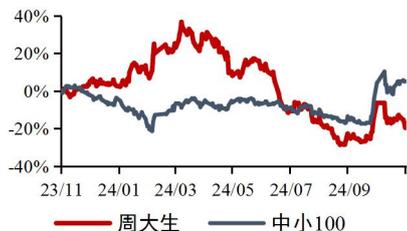
买入-B(维持)

2024Q3 营收降幅有所扩大, 毛利率同环比均改善

2024年11月1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10月31日

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元):       | 11.28       |
| 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):   | 121.80      |
| 总市值(亿元):      | 123.62      |

基础数据: 2024年9月30日

|            |       |
|------------|-------|
| 基本每股收益(元): | 0.79  |
| 摊薄每股收益(元): | 0.79  |
| 每股净资产(元):  | 5.66  |
| 净资产收益率(%): | 13.74 |

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年三季报。2024年前三季度, 公司实现营收108.09亿元, 同比下降13.49%, 实现归母净利润8.55亿元, 同比下降21.95%, 实现扣非净利润8.37亿元, 同比下降20.55%。

事件点评

2024Q3 国内黄金首饰消费延续低迷态势, 公司营收降幅有所扩大。营收端, 2024年前三季度, 公司实现营收108.09亿元, 同比下降13.49%。其中, 24Q1-24Q3实现营收50.70、31.26、26.12亿元, 同比增长23.01%、-20.89%、-40.91%。分产品看, 镶嵌产品, 2024年前三季度, 实现营收5.85亿元, 同比下降22.5%, 占收入比重5.41%。素金产品, 2024年前三季度, 实现营收88.96亿元, 同比下降15.0%, 占收入比重为82.31%。业绩端, 2024年前三季度, 公司实现归母净利润8.55亿元, 同比下降21.95%。其中, 24Q1-24Q3实现归母净利润3.41、2.60、2.53亿元, 同比下降6.61%、30.51%、28.70%。2024年前三季度, 公司归母净利润降幅高于营收降幅, 主要由于销售费用率有所上升, 以及投资净收益+公允价值变动净收益占收入比重下降。

2024年前三季度公司线下门店净开129家, 加盟渠道营收承压明显。2024年前三季度, 自营线下、线上、加盟渠道营收占比分别为12.52%、15.29%、70.87%。其中, 自营线下渠道, 2024年前三季度, 实现营收13.54亿元, 同比增长9.8%, 期末门店数量349家, 较年初净增18家。自营线下渠道的镶嵌、素金产品同比分别增长-24.5%、12.9%。线上渠道, 2024年前三季度, 实现营收16.53亿元, 同比增长5.9%, 其中镶嵌、素金、银饰品类分别实现营收1.2、10.2、5.0亿元, 同比增长6.7%、-7.4%、46.3%。加盟渠道, 2024年前三季度, 实现营收76.60亿元, 同比下降19.8%, 期末门店数量4886家, 较年初净增111家。截至2024Q3末, 公司线下门店合计5235家, 较年初净增加129家。

2024Q3 公司毛利率同环比均显著提升, 经营活动现金流大幅改善。盈利能力方面, 2024年前三季度, 公司毛利率同比提升2.4pct至20.6%, 其中, 24Q1-24Q3毛利率为15.6%、22.9%、27.5%, 同比下滑2.3pct、提升3.89pct、提升9.70pct。3季度毛利率提升, 我们预计一方面由于毛利率相对较低的加盟渠道收入占比下降, 另一方面受益于公司持续调整产品结构。2024年前三季度, 期间费用率合计提升3.1pct至8.7%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为7.6%/0.7%/0.1%/0.2%, 同比+2.7/+0.2/持平/+0.2pct。2024Q3, 期间费用率合计提升7.0pct至12.6%。综合影响下, 2024年前三季度, 公司销售净利率7.9%, 同比下滑0.9pct; 2024Q3, 公司销售净利率9.7%, 同比提升1.7pct。存货方面, 截至



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



2024Q3 末，公司存货为 42.15 亿元，同比增长 18.08%，存货周转天数 124 天，同比增加 32 天。经营活动现金流方面，2024 年前三季度，公司经营活动现金流净额为 13.15 亿元，同比增长 1310.22%，主因购买商品、接受劳务支付的现金同比下降。

### 投资建议

➤ 根据中国黄金协会数据，2024 年前三季度，国内黄金首饰消费量同比下降 27.53%，金价持续高位波动及上涨预期增加，实物黄金消费有所回落。受终端黄金首饰消费持续低迷影响，加盟商补货意愿不足，公司 3 季度营收同比降幅有所扩大，但公司持续加大产品研发和迭代优化，调整产品结构，3 季度毛利率明显改善，同时强化广告宣传及市场营销力度，逆势投入，提升品牌势能，净利润同比降幅较上一季度基本持平。考虑 3 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 0.99、1.10、1.21 元，10 月 31 日收盘价对应公司 2024-2026 年 PE 为 11.4、10.2、9.3 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。

### 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 | 13,890 | 15,321 | 16,640 |
| YoY(%)    | 21.4   | 46.5   | -14.7  | 10.3   | 8.6    |
| 净利润(百万元)  | 1,091  | 1,316  | 1,088  | 1,209  | 1,331  |
| YoY(%)    | -10.9  | 20.7   | -17.3  | 11.1   | 10.1   |
| 毛利率(%)    | 20.8   | 18.1   | 19.6   | 19.6   | 19.6   |
| EPS(摊薄/元) | 1.00   | 1.20   | 0.99   | 1.10   | 1.21   |
| ROE(%)    | 18.0   | 20.6   | 16.1   | 16.5   | 16.6   |
| P/E(倍)    | 11.3   | 9.4    | 11.4   | 10.2   | 9.3    |
| P/B(倍)    | 2.0    | 1.9    | 1.8    | 1.7    | 1.5    |
| 净利率(%)    | 9.8    | 8.1    | 7.8    | 7.9    | 8.0    |

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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 6235  | 6448  | 7079  | 7560  | 8422  |
| 现金             | 1735  | 852   | 3229  | 1532  | 3569  |
| 应收票据及应收账款      | 817   | 1498  | 425   | 1724  | 594   |
| 预付账款           | 11    | 14    | 12    | 14    | 14    |
| 存货             | 3342  | 3643  | 3015  | 3858  | 3855  |
| 其他流动资产         | 329   | 442   | 398   | 431   | 389   |
| <b>非流动资产</b>   | 1372  | 1564  | 1663  | 1571  | 1605  |
| 长期投资           | 155   | 155   | 205   | 273   | 312   |
| 固定资产           | 15    | 14    | 118   | 192   | 232   |
| 无形资产           | 403   | 386   | 364   | 343   | 321   |
| 其他非流动资产        | 798   | 1010  | 975   | 763   | 740   |
| <b>资产总计</b>    | 7607  | 8012  | 8741  | 9130  | 10027 |
| <b>流动负债</b>    | 1477  | 1569  | 1903  | 1743  | 1959  |
| 短期借款           | 0     | 200   | 100   | 433   | 100   |
| 应付票据及应付账款      | 271   | 149   | 751   | 117   | 706   |
| 其他流动负债         | 1206  | 1220  | 1052  | 1194  | 1153  |
| <b>非流动负债</b>   | 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    |
| <b>负债合计</b>    | 1558  | 1628  | 1984  | 1811  | 2021  |
| 少数股东权益         | 7     | 3     | 0     | -3    | -7    |
| 股本             | 1096  | 1096  | 1096  | 1096  | 1096  |
| 资本公积           | 1327  | 1327  | 1327  | 1327  | 1327  |
| 留存收益           | 4105  | 4444  | 4980  | 5553  | 6159  |
| 归属母公司股东权益      | 6042  | 6381  | 6757  | 7322  | 8013  |
| <b>负债和股东权益</b> | 7607  | 8012  | 8741  | 9130  | 10027 |

### 现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | 1018  | 139   | 3415  | -1381 | 3145  |
| 净利润             | 1087  | 1313  | 1085  | 1206  | 1328  |
| 折旧摊销            | 38    | 42    | 42    | 66    | 71    |
| 财务费用            | -13   | 4     | 21    | 28    | 13    |
| 投资损失            | -18   | 86    | 10    | 12    | 15    |
| 营运资金变动          | -176  | -1397 | 2243  | -2670 | 1723  |
| 其他经营现金流         | 99    | 91    | 14    | -23   | -4    |
| <b>投资活动现金流</b>  | 101   | -230  | -163  | 36    | -116  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -673  | -875  | -876  | -684  | -659  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.00  | 1.20  | 0.99  | 1.10  | 1.21  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.93  | 0.13  | 3.12  | -1.26 | 2.87  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 5.51  | 5.82  | 6.17  | 6.68  | 7.31  |

### 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 11118 | 16290 | 13890 | 15321 | 16640 |
| 营业成本            | 8808  | 13334 | 11169 | 12325 | 13385 |
| 营业税金及附加         | 106   | 147   | 145   | 148   | 161   |
| 营业费用            | 748   | 944   | 1083  | 1180  | 1265  |
| 管理费用            | 93    | 106   | 92    | 98    | 106   |
| 研发费用            | 12    | 12    | 14    | 17    | 20    |
| 财务费用            | -13   | 4     | 21    | 28    | 13    |
| 资产减值损失          | 0     | -9    | -8    | -9    | -9    |
| 公允价值变动收益        | -28   | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 投资净收益           | 18    | -86   | -10   | -12   | -15   |
| <b>营业利润</b>     | 1409  | 1695  | 1402  | 1559  | 1718  |
| 营业外收入           | 12    | 15    | 16    | 14    | 14    |
| 营业外支出           | 1     | 2     | 3     | 1     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 1420  | 1708  | 1415  | 1572  | 1731  |
| 所得税             | 333   | 396   | 330   | 366   | 403   |
| <b>税后利润</b>     | 1087  | 1313  | 1085  | 1206  | 1328  |
| 少数股东损益          | -3    | -3    | -3    | -3    | -4    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1091  | 1316  | 1088  | 1209  | 1331  |
| EBITDA          | 1446  | 1757  | 1450  | 1635  | 1797  |

### 主要财务比率

| 会计年度         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 21.4  | 46.5  | -14.7 | 10.3  | 8.6   |
| 营业利润(%)      | -10.8 | 20.3  | -17.3 | 11.2  | 10.2  |
| 归属于母公司净利润(%) | -10.9 | 20.7  | -17.3 | 11.1  | 10.1  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 20.8  | 18.1  | 19.6  | 19.6  | 19.6  |
| 净利率(%)       | 9.8   | 8.1   | 7.8   | 7.9   | 8.0   |
| ROE(%)       | 18.0  | 20.6  | 16.1  | 16.5  | 16.6  |
| ROIC(%)      | 17.5  | 19.7  | 15.6  | 15.4  | 16.2  |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 20.5  | 20.3  | 22.7  | 19.8  | 20.2  |
| 流动比率         | 4.2   | 4.1   | 3.7   | 4.3   | 4.3   |
| 速动比率         | 1.7   | 1.5   | 1.9   | 1.9   | 2.1   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 1.5   | 2.1   | 1.7   | 1.7   | 1.7   |
| 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  |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 11.3  | 9.4   | 11.4  | 10.2  | 9.3   |
| P/B          | 2.0   | 1.9   | 1.8   | 1.7   | 1.5   |
| EV/EBITDA    | 7.4   | 6.7   | 6.4   | 6.9   | 5.0   |

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

