

高金价抑制终端需求，拓店节奏有所放缓

核心观点

- 公司发布 24Q3 季报，前三季度实现营业收入 108.1 亿，同比下降 13.5%，实现归母净利润 8.55 亿，同比下降 21.95%，其中 24Q3 收入和归母净利润分别同比下降 40.9%和 28.7%。
- 高金价抑制终端需求，24Q3 加盟渠道下降幅度较大。**分渠道来看，24Q3 电商、加盟和自营渠道收入分别同比增长 14%、-51.6%和-3.6%。分产品来看，24Q3 镶嵌类和素金类收入分别同比下降 7%和 48.3%，其中镶嵌类产品降幅逐季缩窄，素金类产品降幅扩大，我们判断与三季度金价持续上涨、消费者观望情绪明显导致经销商的拿货热情普遍下降有关。截至 2024 年 9 月底，SGE 黄金 T+D 价格为 595.2 元/克，相比 7 月初增长 8.3%，相比 1 月初增长 24%。
- 拓店节奏环比有所放缓。**24Q3 加盟和直营门店分别净增-1 和 6 家店，相比 24Q2 的 94 和 7 家店的拓店速度明显放缓，预计也与经销商观望情绪较重相关。
- 盈利能力方面，24Q3 公司毛利率同比增长 9.7pct 至 27.5%，我们预计主要与产品结构调整有关。24Q3 公司销售、管理和研发费用率分别同比增长 6.3pct、0.4pct 和 0.1pct，其中销售费用率大幅上升主要系薪酬费用、租赁费用、广告宣传费用及电商渠道费用同比增加所致。24Q3 公司归母净利率同比增长 1.7pct 至 9.7%。
- 存货方面，截至 24Q3，公司存货周转天数为 124 天，同比增加 32 天。24Q3 经营活动现金流为 0.21 亿，去年同期为-8.25 亿。
- 国庆期间，周大生重磅推出国家宝藏系列新品，诠释东方美学，不断巩固自身产品和品牌壁垒。渠道方面，公司的省代模式以及黄金产品配货模型已逐步成熟，若未来金价走势趋于平稳，公司有望继续积极开店，扩大市场份额，期待后续经营拐点的到来。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.96、1.16 和 1.33 元（原 1.15、1.32 和 1.44 元），参考可比公司，给予 2024 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 13.44 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱，金价波动影响终端消费等

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	14,358	15,678	17,205
同比增长(%)	21.4%	46.5%	-11.9%	9.2%	9.7%
营业利润(百万元)	1,409	1,695	1,363	1,640	1,884
同比增长(%)	-10.8%	20.3%	-19.6%	20.3%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,091	1,316	1,055	1,269	1,459
同比增长(%)	-10.9%	20.7%	-19.8%	20.3%	14.9%
每股收益(元)	1.00	1.20	0.96	1.16	1.33
毛利率(%)	20.8%	18.1%	20.6%	20.4%	20.5%
净利率(%)	9.8%	8.1%	7.3%	8.1%	8.5%
净资产收益率(%)	18.4%	21.2%	15.9%	17.5%	18.3%
市盈率	11.2	9.3	11.6	9.6	8.4
市净率	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2024 年 11 月 01 日）	11.15 元
目标价格	13.44 元
52 周最高价/最低价	18.91/9.72 元
总股本/流通 A 股（万股）	109,593/107,980
A 股市值（百万元）	12,220
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 11 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.35	-13.3	-2.84	-18.81
相对表现%	-3.67	-10.12	-16.61	-27.74
沪深 300%	-1.68	-3.18	13.77	8.93



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

根据三季报，我们调整盈利预测（下调了收入，上调了毛利率和销售费用率），预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.96、1.16 和 1.33 元（原 1.15、1.32 和 1.44 元），参考可比公司，给予 2024 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 13.44 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2024 年 11 月 1 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
老凤祥	600612	47.76	4.23	4.24	4.70	5.20	11	11	10	9
飞亚达	000026	10.41	0.82	0.61	0.69	0.75	13	17	15	14
赤峰黄金	600988	18.78	0.48	1.00	1.23	1.40	39	19	15	13
潮宏基	002345	4.83	0.38	0.43	0.50	0.58	13	11	10	8
中国黄金	600916	8.83	0.58	0.64	0.74	0.84	15	14	12	11
周大福	01929	6.68	0.60	0.56	0.64	0.70	11	12	10	9
调整后平均								14	12	11

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱，金价波动影响终端消费等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,735	852	2,219	2,714	2,996	营业收入	11,118	16,290	14,358	15,678	17,205
应收票据、账款及款项融资	817	1,498	1,320	785	861	营业成本	8,808	13,334	11,398	12,484	13,674
预付账款	11	14	12	13	15	销售费用	748	944	1,264	1,317	1,376
存货	3,342	3,643	2,849	3,496	3,829	管理费用	93	106	115	125	138
其他	329	442	434	439	445	研发费用	12	12	11	12	13
流动资产合计	6,235	6,448	6,835	7,446	8,146	财务费用	(13)	4	11	6	11
长期股权投资	155	155	155	155	155	资产、信用减值损失	(0)	9	9	9	9
固定资产	15	14	103	176	232	公允价值变动收益	(28)	7	(20)	5	5
在建工程	505	721	722	722	722	投资净收益	18	(86)	(80)	10	10
无形资产	403	386	424	462	497	其他	(51)	(106)	(88)	(100)	(114)
其他	293	289	256	251	251	营业利润	1,409	1,695	1,363	1,640	1,884
非流动资产合计	1,372	1,564	1,659	1,764	1,856	营业外收入	12	15	15	15	15
资产总计	7,607	8,012	8,495	9,210	10,002	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	0	200	200	200	200	利润总额	1,420	1,708	1,376	1,653	1,897
应付票据及应付账款	271	149	127	139	152	所得税	333	396	323	387	442
其他	1,206	1,220	1,213	1,218	1,223	净利润	1,087	1,313	1,053	1,266	1,455
流动负债合计	1,477	1,569	1,541	1,557	1,576	少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
长期借款	18	18	18	18	18	归属于母公司净利润	1,091	1,316	1,055	1,269	1,459
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.00	1.20	0.96	1.16	1.33
其他	63	41	41	41	41						
非流动负债合计	81	59	59	59	59	主要财务比率					
负债合计	1,558	1,628	1,600	1,616	1,635		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	7	3	1	(2)	(6)	成长能力					
实收资本（或股本）	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096	营业收入	21.4%	46.5%	-11.9%	9.2%	9.7%
资本公积	1,157	1,157	1,327	1,327	1,327	营业利润	-10.8%	20.3%	-19.6%	20.3%	14.9%
留存收益	4,105	4,444	4,787	5,489	6,266	归属于母公司净利润	-10.9%	20.7%	-19.8%	20.3%	14.9%
其他	(316)	(316)	(316)	(316)	(316)	获利能力					
股东权益合计	6,049	6,385	6,895	7,594	8,367	毛利率	20.8%	18.1%	20.6%	20.4%	20.5%
负债和股东权益总计	7,607	8,012	8,495	9,210	10,002	净利率	9.8%	8.1%	7.3%	8.1%	8.5%
						ROE	18.4%	21.2%	15.9%	17.5%	18.3%
现金流量表						ROIC	17.8%	20.4%	15.2%	16.7%	17.6%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	1,087	1,313	1,053	1,266	1,455	资产负债率	20.5%	20.3%	18.8%	17.5%	16.3%
折旧摊销	36	40	51	45	58	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(13)	4	11	6	11	流动比率	4.22	4.11	4.44	4.78	5.17
投资损失	(18)	86	80	(10)	(10)	速动比率	1.95	1.79	2.59	2.54	2.74
营运资金变动	(831)	(999)	952	(100)	(399)	营运能力					
其它	757	(305)	23	(5)	(5)	应收账款周转率	14.8	14.1	10.2	14.9	20.9
经营活动现金流	1,018	139	2,171	1,202	1,111	存货周转率	2.9	3.8	3.5	3.9	3.7
资本支出	(100)	(187)	(150)	(150)	(150)	总资产周转率	1.5	2.1	1.7	1.8	1.8
长期投资	(158)	(1)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	359	(41)	(100)	15	15	每股收益	1.00	1.20	0.96	1.16	1.33
投资活动现金流	101	(230)	(250)	(135)	(135)	每股经营现金流	0.93	0.13	1.98	1.10	1.01
债权融资	11	14	0	0	0	每股净资产	5.51	5.82	6.29	6.93	7.64
股权融资	(47)	0	170	0	0	估值比率					
其他	(637)	(890)	(723)	(573)	(693)	市盈率	11.2	9.3	11.6	9.6	8.4
筹资活动现金流	(673)	(875)	(553)	(573)	(693)	市净率	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	7.8	6.4	7.9	6.6	5.7
现金净增加额	446	(967)	1,368	494	283	EV/EBIT	8.0	6.6	8.2	6.8	5.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。