

周大生 (002867.SZ)
饰品

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月06日

评级： 买入（维持）

分析师：苏畅

执业证书编号：S0740523110001

Email: suchang@zts.com.cn

分析师：郑澄怀

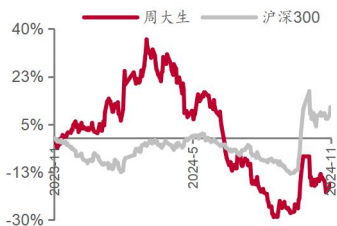
执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,095.93
流通股本(百万股)	1,079.80
市价(元)	11.43
市值(百万元)	12,526.44
流通市值(百万元)	12,342.07

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《门店拓展提速，金价高位抑制短期需求》2024-04-29

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	16,438	17,536	19,631
增长率 yoy%	21%	47%	1%	7%	12%
归母净利润(百万元)	1,091	1,316	1,075	1,243	1,422
增长率 yoy%	-11%	21%	-18%	16%	14%
每股收益(元)	1.00	1.20	0.98	1.13	1.30
每股现金流量	0.93	0.13	1.26	0.85	0.76
净资产收益率	18%	21%	16%	18%	19%
P/E	11.5	9.5	11.7	10.1	8.8
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

备注：股价截止自2024年11月06日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 核心观点：**金价快速上涨后对黄金首饰的消费属性需求形成了明显的抑制，公司及行业整体经营表现都有所承压。但行业的中长期逻辑未发生变化，当前估值水平较低，配置价值不改。
- 调整盈利预测，维持“买入”评级。**金价的快速上涨对黄金饰品需求形成了一定抑制，同时对加盟商的开店意愿也造成负面影响。考虑该压制因素可能仍将存续一段时间，我们调整盈利预测，预计公司2024-2026年收入分别为164.4/175.4/196.3亿元（此前24-26年为185.5/206.3/226.2亿元），同比增长0.9%/6.7%/11.9%；归母净利润10.8/12.5/14.3亿元（此前24-26年为14.9/16.9/18.6亿元），同比增长-18.1%/15.6%/14.4%；EPS为0.98/1.14/1.30元，对应PE为11.7/10.1/8.8。考虑当前的估值水平与未来的成长性，维持“买入”评级。
- 公司24Q3业绩略低于预期。**公司24Q3实现营业收入26.12亿元，同比下滑40.91%，实现归母净利润2.53亿元，同比下滑28.70%，实现归母扣非净利润2.52亿元，同比下滑27.23%。金价上涨对终端需求产生了明显的抑制，对公司的短期业绩产生了较大冲击。
- 分渠道看，加盟渠道收入下滑显著，线下自营与线上展现较强韧性。**线下自营渠道，24Q3收入为3.91亿，同比下滑3.5%。线上渠道，24Q3收入为4.62亿，同比增长14.1%。加盟渠道，24Q3收入为17.28亿，同比下滑51.6%。
- 分产品看，镶嵌下滑仍在延续，黄金首饰受制于金价快速上涨，表现乏力。**24Q3年公司，加盟渠道、线下自营渠道黄金产品销售分别为：12.91、3.58亿，同比下滑58.2%、3.6%；加盟渠道、线下自营渠道镶嵌销售分别为：1.61、0.19亿，同比下滑7.0%、21.4%。镶嵌下滑趋势不改，黄金销售受制于金价的快速上涨，亦承受较大压力。
- 受制于终端表现不景气，加盟商拓店意愿下降。**公司2024Q3，公司门店净增加5家，其中加盟商净关闭1家，自营门店净开6家。考虑当下终端的销售情况，我们预计公司整体的拓店节奏将阶段性放缓。
- 短期业绩增速存在波动，中长期配置价值未改变。**从短期业绩看，镶嵌的乏力以及金价高位的抑制，对短期业绩增速会有一些影响。但从中长期前景看，行业稳增长、集中度向上、产品属性不支持激烈价格竞争，头部珠宝企业的具备较长的增长期限，公司在当前估值水平下仍具备较强的配置价值。
- 风险提示：**（1）宏观经济与需求波动风险；（2）省代模式效果不及预期的风险；（3）市场竞争加剧的风险；（4）加盟管理风险；（5）质量控制风险；（6）信息滞后的风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	852	822	877	982	营业收入	16,290	16,438	17,536	19,631
应收票据	1	0	0	0	营业成本	13,334	13,552	14,396	16,075
应收账款	1,497	1,530	1,633	1,828	税金及附加	147	148	158	177
预付账款	14	14	15	17	销售费用	944	1,220	1,275	1,408
存货	3,643	3,702	3,933	4,391	管理费用	106	132	137	147
合同资产	0	0	0	0	研发费用	12	16	18	20
其他流动资产	442	446	491	550	财务费用	4	-13	-7	12
流动资产合计	6,448	6,514	6,949	7,767	信用减值损失	-1	0	0	0
其他长期投资	7	7	7	7	资产减值损失	-8	-10	0	0
长期股权投资	155	155	155	155	公允价值变动收益	7	-20	0	0
固定资产	14	9	57	39	投资收益	-86	-10	2	3
在建工程	721	971	1,171	1,251	其他收益	39	40	40	40
无形资产	386	342	298	260	营业利润	1,695	1,384	1,602	1,836
其他非流动资产	282	292	300	308	营业外收入	15	14	15	15
非流动资产合计	1,564	1,777	1,988	2,020	营业外支出	2	0	0	0
资产合计	8,012	8,291	8,936	9,787	利润总额	1,708	1,398	1,617	1,851
短期借款	200	114	528	938	所得税	395	323	374	429
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,313	1,075	1,243	1,422
应付账款	149	151	160	179	少数股东损益	-3	0	0	0
预收款项	35	35	38	42	归属母公司净利润	1,316	1,075	1,243	1,422
合同负债	20	21	22	25	NOPLAT	1,316	1,065	1,237	1,432
其他应付款	489	489	489	489	EPS (摊薄)	1.20	0.98	1.13	1.30
一年内到期的非流动负债	65	65	65	65					
其他流动负债	610	623	640	673	主要财务比率				
流动负债合计	1,569	1,498	1,942	2,412	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	18	18	18	18	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	46.5%	0.9%	6.7%	11.9%
其他非流动负债	41	41	41	41	EBIT 增长率	21.7%	-19.1%	16.2%	15.7%
非流动负债合计	59	59	59	59	归母公司净利润增长率	20.7%	-18.3%	15.6%	14.4%
负债合计	1,628	1,557	2,001	2,471	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,381	6,731	6,932	7,313	毛利率	18.1%	17.6%	17.9%	18.1%
少数股东权益	3	3	3	3	净利率	8.1%	6.5%	7.1%	7.2%
所有者权益合计	6,385	6,734	6,936	7,317	ROE	20.6%	16.0%	17.9%	19.4%
负债和股东权益	8,012	8,291	8,936	9,787	ROIC	25.7%	19.9%	21.3%	22.3%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	20.3%	18.8%	22.4%	25.2%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	5.1%	3.5%	9.4%	14.5%
经营活动现金流	139	1,376	930	835	流动比率	4.1	4.3	3.6	3.2
现金收益	1,359	1,112	1,281	1,493	速动比率	1.8	1.9	1.6	1.4
存货影响	-300	-60	-231	-459	营运能力				
经营性应收影响	-676	-23	-103	-197	总资产周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性应付影响	-8	3	12	23	应收账款周转天数	26	33	32	32
其他影响	-235	344	-29	-26	应付账款周转天数	5	4	4	4
投资活动现金流	-230	-292	-255	-87	存货周转天数	94	98	95	93
资本支出	-239	-252	-249	-82	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.20	0.98	1.13	1.30
其他长期资产变化	9	-40	-6	-5	每股经营现金流	0.13	1.26	0.85	0.76
融资活动现金流	-875	-1,114	-620	-643	每股净资产	5.82	6.14	6.33	6.67
借款增加	215	-86	414	411	估值比率				
股利及利息支付	-1,001	-813	-946	-1,097	P/E	10	12	10	9
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-89	-215	-88	43					

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。