

周大生 (002867.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

金价高企抑制终端动销、业绩阶段性承压，加速推进品牌矩阵

业绩简评

- 公司 4.28 公告 24 年收入/归母净利润 138.9/10.1 亿元、同比-14.73%/-23.25%，其中 Q4 收入/归母净利润 30.83/1.55 亿元、同比-18.79%/-29.69%。
- 1Q25 营收/归母净利润 26.73/2.52 亿元、同比-47.28%/-26.12%，毛利额 7.01 亿元、同比-11.25%，业绩承压主要系金价高企抑制黄金消费。

经营分析

- 金价高位攀升抑制消费需求、素金类承压，镶嵌类同比微增，银饰等其他辅品类表现亮眼。1Q25 素金/镶嵌类收入 1.28/21.15 亿元、同比 +0.15%/-53.15%，营收占比 4.79%/79.11%；银饰等其他辅品类收入 1.5 亿元、同比+36.5%。
- 加盟业务受客户进货补充库存意愿较低影响收入端降幅较大，自营及电商受益产品结构优化利润率改善明显。
- ✓ 自营：1Q25 电商收入 5.34 亿元、同比-6.71%，其中镶嵌/黄金/辅品类收入 0.38/3.27/1.45 亿元、同比-8.17%/-17.61%/+31.59%；自营线下收入 5.27 亿元、同比-16.29%，其中镶嵌/黄金收入 0.33/4.85 亿元、同比+39.28%/-19.12%。
- ✓ 加盟：1Q25 加盟收入 15.84 亿元、同比-58.63%，其中黄金/镶嵌产品收入 12.8/0.56 亿元、同比-63.31%/-9.24%，品牌使用费 2.11 亿元、同比-10.58%。
- 自营逆势拓店、注重拓店质量，加速推进子品牌矩阵。24 年末，周大生品牌门店 5008 家、净减 98 家，其中加盟净减 120 家至 4655 家，自营净增 22 家至 353 家。25Q1 末门店 4831 家，较年初净减 177 家，其中加盟/自营净-220/+43 家。25 年将重点推进“周大生 X 国家宝藏”“转珠阁”“周大生经典”等子品牌矩阵，“转珠阁”专注国风文创珠串类产品，单店投入低、回报率高；国家宝藏定位高端。

盈利预测、估值与评级

- 加速推进品牌矩阵、期待逐步显效。预计 25-27 年归母净利润为 10.85/12.32/13.77 亿元，同比+7.4%/+13.6%/+11.8%，对应 PE 分别为 13.5/11.9/10.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 终端消费疲软、加盟拓展不及预期、金价大幅波动等。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：周舒怡（执业 S1130524120002）

zhoushuyi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.36 元

相关报告：

- 1.《周大生 3Q24 点评：黄金饰品终端动销偏弱影响业绩表现，持续优...》，2024.11.4
- 2.《周大生点评：Q2 金价高位扰动终端动销，持续投入 IP 产品蓄力长...》，2024.8.29
- 3.《周大生点评：1Q24 高基数下毛利额实现增长，持续推进品牌矩阵...》，2024.4.29



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,290	13,891	12,648	13,741	14,998
营业收入增长率	46.52%	-14.73%	-8.95%	8.64%	9.15%
归母净利润(百万元)	1,316	1,010	1,085	1,232	1,377
归母净利润增长率	20.67%	-23.25%	7.43%	13.55%	11.79%
摊薄每股收益(元)	1.201	0.922	0.990	1.124	1.257
每股经营性现金流净额	0.13	1.69	1.46	0.97	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.62%	15.89%	16.24%	17.47%	18.45%
P/E	12.64	15.76	13.49	11.88	10.63
P/B	2.61	2.51	2.19	2.08	1.96

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,118	16,290	13,891	12,648	13,741	14,998
增长率	80.1%	46.5%	-14.7%	-9.0%	8.6%	9.1%
主营业务成本	-8,808	-13,334	-11,002	-9,960	-10,787	-11,729
%销售收入	79.2%	81.9%	79.2%	78.8%	78.5%	78.2%
毛利	2,310	2,956	2,889	2,688	2,954	3,270
%销售收入	20.8%	18.1%	20.8%	21.3%	21.5%	21.8%
营业税金及附加	-106	-147	-173	-152	-165	-180
%销售收入	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-748	-944	-1,167	-1,037	-1,099	-1,200
%销售收入	6.7%	5.8%	8.4%	8.2%	8.0%	8.0%
管理费用	-93	-106	-111	-101	-107	-117
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-12	-12	-14	-10	-14	-18
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,351	1,746	1,424	1,387	1,569	1,755
%销售收入	12.1%	10.7%	10.3%	11.0%	11.4%	11.7%
财务费用	13	-4	-22	22	31	34
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	0	-9	-34	0	0	0
公允价值变动收益	-28	7	4	0	0	0
投资收益	18	-86	-109	-30	-30	-30
%税前利润	1.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,409	1,695	1,283	1,409	1,600	1,789
营业利润率	12.7%	10.4%	9.2%	11.1%	11.6%	11.9%
营业外收支	12	13	8	0	0	0
税前利润	1,420	1,708	1,291	1,409	1,600	1,789
利润率	12.8%	10.5%	9.3%	11.1%	11.6%	11.9%
所得税	-333	-396	-290	-324	-368	-411
所得税率	23.5%	23.2%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	1,087	1,313	1,002	1,085	1,232	1,377
少数股东损益	-3	-3	-8	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,091	1,316	1,010	1,085	1,232	1,377
净利率	9.8%	8.1%	7.3%	8.6%	9.0%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,087	1,313	1,002	1,085	1,232	1,377
少数股东损益	-3	-3	-8	0	0	0
非现金支出	83	113	171	24	25	26
非经营收益	25	110	136	171	34	33
营运资金变动	-177	-1,398	547	322	-232	-233
经营活动现金净流	1,018	139	1,856	1,601	1,058	1,204
资本开支	-123	-215	-195	-72	-62	-52
投资	218	0	-10	0	0	0
其他	6	-15	0	-30	-30	-30
投资活动现金净流	101	-230	-205	-102	-92	-82
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	200	-200	-5	0	0
其他	-673	-1,075	-1,146	-764	-866	-967
筹资活动现金净流	-673	-875	-1,346	-769	-866	-967
现金净流量	446	-967	305	730	100	155

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,735	852	1,158	1,872	1,961	2,107
应收款项	848	1,565	342	740	804	878
存货	3,342	3,643	4,270	3,548	3,783	4,017
其他流动资产	313	400	391	220	222	224
流动资产	6,239	6,459	6,161	6,380	6,770	7,225
%总资产	82.0%	80.6%	78.6%	80.1%	80.7%	81.4%
长期投资	164	165	163	163	163	163
固定资产	521	735	837	904	954	992
%总资产	6.8%	9.2%	10.7%	11.4%	11.4%	11.2%
无形资产	450	420	412	404	397	391
非流动资产	1,368	1,553	1,675	1,587	1,624	1,650
%总资产	18.0%	19.4%	21.4%	19.9%	19.3%	18.6%
资产总计	7,607	8,012	7,836	7,967	8,394	8,875
短期借款	51	266	62	62	62	62
应付款项	637	638	616	542	586	637
其他流动负债	789	666	721	628	652	678
流动负债	1,477	1,569	1,399	1,232	1,300	1,377
长期贷款	18	18	17	17	17	17
其他长期负债	63	41	69	41	30	22
负债	1,558	1,628	1,485	1,290	1,347	1,416
普通股股东权益	6,042	6,381	6,356	6,682	7,051	7,464
其中：股本	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096
未分配利润	3,557	3,896	3,875	4,200	4,570	4,983
少数股东权益	7	3	-5	-5	-5	-5
负债股东权益合计	7,607	8,012	7,836	7,967	8,394	8,875

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.995	1.201	0.922	0.990	1.124	1.257
每股净资产	5.513	5.823	5.800	6.097	6.434	6.811
每股经营现金净流	0.929	0.126	1.693	1.461	0.966	1.098
每股股利	0.800	0.600	0.950	0.693	0.787	0.880
回报率						
净资产收益率	18.05%	20.62%	15.89%	16.24%	17.47%	18.45%
总资产收益率	14.34%	16.43%	12.89%	13.62%	14.68%	15.52%
投入资本收益率	16.90%	20.13%	17.18%	15.81%	16.96%	17.92%
增长率						
主营业务收入增长率	21.44%	46.52%	-14.73%	-8.95%	8.64%	9.15%
EBIT 增长率	-15.78%	29.30%	-18.45%	-2.57%	13.10%	11.83%
净利润增长率	-10.94%	20.67%	-23.25%	7.43%	13.55%	11.79%
总资产增长率	8.43%	5.33%	-2.21%	1.68%	5.36%	5.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.6	25.9	23.5	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	126.2	95.6	131.3	130.0	128.0	125.0
应付账款周转天数	12.1	5.5	5.4	5.6	5.6	5.6
固定资产周转天数	0.5	0.3	0.8	1.0	0.9	0.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.55%	-8.90%	-16.98%	-26.86%	-26.71%	-27.19%
EBIT 利息保障倍数	-102.7	461.0	66.0	-63.8	-50.6	-51.4
资产负债率	20.49%	20.32%	18.95%	16.20%	16.05%	15.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	6	8	43
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.14	1.11	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-30	买入	16.92	N/A
2	2023-08-26	买入	15.69	N/A
3	2023-10-31	买入	15.02	N/A
4	2024-04-29	买入	16.19	N/A
5	2024-08-29	买入	10.32	N/A
6	2024-11-04	买入	11.15	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806