

周大生 (002867.SZ)

2024/2025Q1 业绩承压，关注公司产品以及渠道优化进度

公司 2024 年营收/业绩-14.7%/-23.2%。公司发布 2024 年年报，营收同比下降 14.7%至 138.9 亿元，毛利率同比提升 2.7pcts 至 20.8%，销售费用率同比提升 2.6pcts 至 8.4%，管理费用率同比提升 0.1pcts 至 0.8%，归母净利率同比降低 0.8pcts 至 7.3%，归母净利润同比下降 23.2%至 10.1 亿元，2024 年末公司派发末期股息 0.65 元/股，叠加中期股息 0.3 元/股，合计派发 0.95 元/股，股利支付率 102.09%，按照 4 月 29 日收盘价计算，股息率为 7.32%，分红率优异。

2025Q1 消费环境波动，利润下滑 26%。2025Q1 公司营收同比下降 47.3%至 26.7 亿元，毛利率同比提升 10.6pcts 至 26.2%，我们判断毛利率的大幅提升主要系金价上涨以及产品/渠道结构优化所致，归母净利率同比提升 2.7pcts 至 9.4%，归母净利润同比降低 26.1%至 2.5 亿元，期内由于消费环境波动以及金价高企，对公司业务造成较大的负面影响。

分渠道来看：

1) 自营线下：2024 年拓店迅速，自营渠道营收规模扩张。2024 年自营（线下）渠道营收同比增长 7.8%至 17.44 亿元，2024 年公司依托直营门店加大对薄弱地区的渗透力度，截至 2024 年末自营门店同比净开 22 家至 353 家，增速在 7%。拆分单店来看：2024 年自营店单店营收同比下降 8.86%至 508.33 万元（镶嵌/黄金产品分别-32%/-7%），单店毛利同比增长 9.06%至 158.84 万元（镶嵌/黄金产品分别-39%/+18%），我们判断由于直营模式产品周转较长，因此金价提升对直营渠道毛利率帮助较大。2025Q1 由于国内消费环境波动，公司自营（线下）收入同比下降 16.29%至 5.27 亿元。

2) 自营线上：2024 年线上业务增速优异，电商运营能力持续提升。2024 年电商渠道营收同比增长 11.42%至 27.95 亿元，其中镶嵌类收入 1.48 亿元，同比增长 5.88%，黄金类收入 19.93 亿元，同比增长 3.79%。2024 年公司加大线上业务拓展力度，持续深耕线上全域渠道，大力发展线上自营与经销业务，加强线上各渠道建设，注重提升渠道渗透力。2025Q1 公司线上（电商）业务营收同比下降 6.71%至 5.3 亿元，整体表现优于其他渠道。

3) 加盟业务：2024 年加盟黄金批发业务下滑较大，2025 年推动渠道结构优化。2024 年公司加盟业务营收同比下降 23.26%至 91.87 亿元，截至 2024 年末加盟门店净关 120 家至 4655 家，2024 年由于金价上涨以及消费环境波动，部分运营能力较弱的加盟商门店出清。拆分单店来看：2024 年加盟业务单店拿货收入同比下降 28.56%至 191.47 万元（镶嵌/黄金产品分别-27%/-30%），单店毛利同比下降 20.47%至 31.79 万元（镶嵌/黄金产品分别-55%/-6%），2024 年加盟客户补货需求下降明显。2025Q1 公司加盟业务营收同比进一步下降 58.63%至 15.84 亿元。

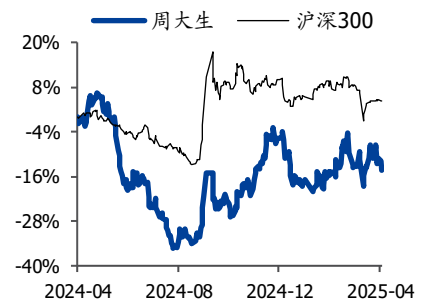
展望 2025 年，我们预计公司或加大门店结构优化力度，“周大生 X 国家宝藏”全面升级和发力，将品牌升级为“国宝文化典藏金品引领者”；“周大生经典”重新定位，推广非遗黄金珠宝产品；同时“转珠阁”门店注重国风文创珠串产品，以“低投入、高回报”的开店模式快速开拓市场。

增持（维持）

股票信息

行业	饰品
前次评级	增持
04 月 29 日收盘价（元）	12.97
总市值（百万元）	14,214.16
总股本（百万股）	1,095.93
其中自由流通股（%）	99.42
30 日日均成交量（百万股）	9.16

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《周大生 (002867.SZ)：2024Q3 加盟业务发货承压，电商增速优异》 2024-11-02
- 《周大生 (002867.SZ)：2024H1 业绩波动，分红政策稳健》 2024-09-04
- 《周大生 (002867.SZ)：金饰销售规模继续扩张，高分红回馈投资者》 2024-04-28

分产品来看：金价大幅上涨对居民购金意愿造成影响，2025 年产品结构优化是重点。2024 年公司素金首饰/镶嵌首饰营收同比-16.62%/-17.36%至 114.4/7.6 亿元，毛利率同比+2.8pcts/-7.61pcts 至 11.46%/24.04%，我们判断期内素金首饰毛利率提升一方面系高毛利的产品结构优化带动，另一方面系金价提升带动毛利率改善（直营渠道更为明显）。

我们预计 2025 年金价的大幅波动对居民购金意愿造成较大负面影响，因此为了推动终端动销搞改善，公司将在黄金品类中推出“周大生腕美”、“黄金点钻”等爆品；在非黄金品类方面，加强银饰、玉石类特色产品开发力度。

终端动销放缓致使 2024 年存货周转延长，应收账款回流仍较好。2024 年公司存货周转天数同比延长 35 天至 129 天，我们判断存货周转天数延长主要系终端动销放缓影响加盟商拿货所致，应收账款周转天数同比缩短 2 天至 23 天。2024 年公司经营活动现金流净额为 18.6 亿元（2023 年同期为 1.4 亿元），整体现金流状况良好。

展望 2025 年，我们预计公司归母净利润增长 3.3%。展望 2025 年，我们预计公司将以门店结构优化以及产品结构优化为业务重点，随着消费环境的波动复苏，我们预计公司 2025 年营收增长 3%至 143.04 亿元，归母净利润增长 3.3%至 10.43 亿元。

盈利预测和投资建议：公司作为国内珠宝行业头部公司，持续推动产品以及渠道结构优化，当前我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.43/11.50/12.78 亿元，现价对应 2025 年 PE 为 14 倍，维持“增持”评级。

风险提示：门店拓展不及预期；需求恢复不及预期；原材料价格波动。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16,290	13,891	14,304	15,506	17,018
增长率 yoy（%）	46.5	-14.7	3.0	8.4	9.8
归母净利润（百万元）	1,316	1,010	1,043	1,150	1,278
增长率 yoy（%）	20.7	-23.2	3.3	10.3	11.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.20	0.92	0.95	1.05	1.17
净资产收益率（%）	20.6	15.8	15.5	16.1	16.5
P/E（倍）	10.8	14.1	13.6	12.4	11.1
P/B（倍）	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6448	6161	8075	7274	9379
现金	852	1158	2779	2216	3615
应收票据及应收账款	1498	291	1551	445	1746
其他应收款	67	51	37	67	52
预付账款	14	14	34	19	39
存货	3643	4270	3297	4149	3550
其他流动资产	375	378	378	378	378
非流动资产	1564	1675	1620	1621	1610
长期投资	155	157	152	146	141
固定资产	14	31	174	267	319
无形资产	386	376	367	358	350
其他非流动资产	1010	1111	927	850	801
资产总计	8012	7836	9695	8895	10989
流动负债	1569	1399	2940	1715	3258
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	149	174	1448	442	1630
其他流动负债	1220	1225	1493	1272	1627
非流动负债	59	86	82	78	75
长期借款	18	17	13	10	6
其他非流动负债	41	69	69	69	69
负债合计	1628	1485	3022	1793	3332
少数股东权益	3	-5	-13	-23	-33
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327
留存收益	4444	4423	4728	5064	5438
归属母公司股东权益	6381	6356	6687	7125	7690
负债和股东权益	8012	7836	9695	8895	10989

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	139	1856	2517	325	2302
净利润	1313	1002	1035	1141	1267
折旧摊销	42	58	67	59	86
财务费用	4	22	13	11	15
投资损失	86	109	101	105	103
营运资金变动	-1397	548	1307	-987	836
其他经营现金流	91	118	-5	-4	-6
投资活动现金流	-230	-205	-108	-161	-172
资本支出	215	195	-50	8	-6
长期投资	0	-10	5	5	5
其他投资现金流	-15	-20	-152	-148	-173
筹资活动现金流	-875	-1346	-788	-726	-731
短期借款	200	-200	0	0	0
长期借款	0	-1	-4	-3	-4
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1076	-1144	-784	-723	-727
现金净增加额	-967	305	1621	-563	1399

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16290	13891	14304	15506	17018
营业成本	13334	11002	11351	12285	13473
营业税金及附加	147	173	178	193	212
营业费用	944	1167	1202	1302	1430
管理费用	106	111	114	124	136
研发费用	12	14	15	16	18
财务费用	4	22	13	11	15
资产减值损失	-8	-18	-18	-20	-22
其他收益	39	19	19	19	19
公允价值变动收益	7	4	4	4	4
投资净收益	-86	-109	-101	-105	-103
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	1695	1283	1335	1473	1634
营业外收入	15	12	13	13	13
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	1708	1291	1344	1482	1644
所得税	396	290	310	341	377
净利润	1313	1002	1035	1141	1267
少数股东损益	-3	-8	-9	-9	-10
归属母公司净利润	1316	1010	1043	1150	1278
EBITDA	1738	1315	1353	1466	1642
EPS (元)	1.20	0.92	0.95	1.05	1.17

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	46.5	-14.7	3.0	8.4	9.8
营业利润(%)	20.3	-24.3	4.0	10.3	11.0
归属于母公司净利润(%)	20.7	-23.2	3.3	10.3	11.1
获利能力					
毛利率(%)	18.1	20.8	20.6	20.8	20.8
净利率(%)	8.1	7.3	7.3	7.4	7.5
ROE(%)	20.6	15.8	15.5	16.1	16.5
ROIC(%)	19.4	15.0	14.6	15.1	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	20.3	18.9	31.2	20.2	30.3
净负债比率(%)	-8.3	-16.0	-40.5	-30.2	-46.3
流动比率	4.1	4.4	2.7	4.2	2.9
速动比率	1.5	1.1	1.5	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	2.1	1.8	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	14.1	15.5	15.5	15.5	15.5
应付账款周转率	63.5	68.2	14.0	13.0	13.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	0.92	0.95	1.05	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.69	2.30	0.30	2.10
每股净资产(最新摊薄)	5.82	5.80	6.10	6.50	7.02
估值比率					
P/E	10.8	14.1	13.6	12.4	11.1
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.9	10.0	8.5	8.2	6.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com