

纺织服饰

2025 年 04 月 30 日

周大生 (002867)

——金价高企下业绩承压，品牌升级完善矩阵

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司公布 2024 年报及 2025 一季报，业绩符合预期。**1) 公司 24 年实现营业收入 138.91 亿元，同比-14.73%，归母净利润 10.10 亿元，同比-23.25%。2) 24Q4 实现营业收入 30.83 亿元，同比-18.79%，归母净利润 1.55 亿元，同比-29.69%。3) 25Q1 公司实现营收 26.73 亿元，同比-47.28%，主因黄金价格快速上涨抑制消费者金饰需求，加盟商拿货意愿不足，归母净利润 2.52 亿元，同比-26.12%。4) 24 年公司期间费用率为 9.46%，同比+2.91pct。25Q1 公司期间费用率为 10.63%，同比+4.94pct，销售/管理费用率分别同比+4.52pct/+0.55pct，主因需求不振收入下滑，但是自营店增加带来刚性费用增长。同时，公司 25Q1 因黄金租赁业务带来 9040 万元的短期公允价值变动亏损。
- **金价高企下黄金产品承压，全品类收入普遍收缩，毛利率大幅上升。**据公司公告，24 年素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现收入 114.39/7.58/7.06 亿元，同比-16.62%/-17.36%/-18.13%，占营收的 82.4%/5.5%/5.1%。分渠道看，24 年自营线下/线上/加盟业务收入 17.44/27.95/91.87 亿元，同比+7.80%/+11.42%/-23.26%，自营与电商业务韧性强，收入逆势增长。25Q1 自营线下/线上/加盟业务收入 5.27/5.34/15.84 亿元，同比 -16.29%/-6.71%/-58.63%，其中各渠道黄金销售收入分别同比 -19.12%/-17.61%/-63.31%，为主要影响因素。24 年/25Q1 公司毛利率为 20.80%/26.21%，同比+2.66pct/+10.64pct，主因终端产品价格随金价快速增长，同时毛利较低的黄金类产品占比收缩。
- **自营韧性强于加盟，品牌升级，布局国家宝藏及转珠阁。**据公司公告，截至 25Q1 末，公司门店数量累计 4831 家，其中加盟/自营门店分别为 4435/396 家。公司推出差异化门店矩阵，包括与央视联名、专攻高线渠道和核心商场的“国家宝藏”主题店以及新推出的专注国风珠串类产品的“转珠阁”子品牌门店，增强品牌力建设，25Q1 已加快开设两大类型自营门店。公司 24 年自营/加盟门店单店收入分别为 508.33/191.47 万元，分别同比 -8.86%/-28.56%，单店毛利分别为 158.84/31.79 万元，分别同比+9.06%/-20.47%，加盟客户补货需求下降导致加盟渠道产品销售收入大幅下降，自营渠道则韧性更优，收入、毛利相对稳定。
- **公布 24 年度利润分配预案，积极回馈股东。**据公司公告，公司 24 年度利润分配预案为：拟向全体股东每 10 股派发现金股利 6.5 元（含税），合计派发现金股利约 7.06 亿元。24 年公司共进行两次现金分红，每 10 股累计分红 9.5 元（含税），累计分红总额 10.31 亿元，占 2024 年归母净利润的 102.09%。
- **维持“买入”评级。**公司在门店网络、产品矩阵、线上电商和供应链等方面具备壁垒。随着金价增长放缓和预期逐渐稳定，消费者观望情绪或有所减弱。公司不断巩固自身品牌和产品壁垒，发力门店高质量发展，积蓄长期发展动能。考虑到金价对终端消费扰动的不确定性影响，我们下调 25-26 年归母净利润分别为 11.15/12.02 亿元（原值为 12.18/13.47 亿元），新增 27 年归母净利润预测为 12.73 亿元，对应 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**金价大幅波动，展店不及预期，行业竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	13,891	2,673	15,466	16,796	17,981
同比增长率 (%)	-14.7	-47.3	11.3	8.6	7.1
归母净利润 (百万元)	1,010	252	1,115	1,202	1,273
同比增长率 (%)	-23.3	-26.1	10.4	7.8	5.9
每股收益 (元/股)	0.93	0.23	1.02	1.10	1.16
毛利率 (%)	20.8	26.2	19.0	18.8	18.9
ROE (%)	15.9	3.8	16.7	17.2	17.5
市盈率	14		13	12	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 04 月 30 日

收盘价 (元)	13.03
一年内最高/最低 (元)	17.60/9.97
市净率	2.2
股息率 (分红/股价)	7.29
流通 A 股市值 (百万元)	14,197
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	6.03
资产负债率%	20.55
总股本/流通 A 股 (百万)	1,096/1,090
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《周大生 (002867) 点评：黄金销售持续承压，Q3 线上业务逆势增长》2024/10/31
《周大生 (002867) 点评：黄金消费承压下 H1 毛利保持增长，费用投入短期拖累净利》2024/08/30

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lxl2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,290	13,891	15,466	16,796	17,981
其中: 营业收入	16,290	13,891	15,466	16,796	17,981
减: 营业成本	13,334	11,002	12,531	13,636	14,583
减: 税金及附加	147	173	192	209	224
主营业务利润	2,809	2,716	2,743	2,951	3,174
减: 销售费用	944	1,167	1,219	1,297	1,402
减: 管理费用	106	111	155	168	187
减: 研发费用	12	14	15	15	18
减: 财务费用	4	22	0	6	13
经营性利润	1,743	1,402	1,354	1,465	1,554
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	-16	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-8	-18	0	0	0
加: 投资收益及其他	-47	-90	50	50	50
营业利润	1,695	1,283	1,406	1,516	1,605
加: 营业外净收入	13	8	0	0	0
利润总额	1,708	1,291	1,406	1,516	1,605
减: 所得税	396	290	291	313	332
净利润	1,313	1,002	1,115	1,202	1,273
少数股东损益	-3	-8	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,316	1,010	1,115	1,202	1,273

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。