

周大生 (002867)

2024 年报及 2025 年一季报点评：持续高分红，期待 25 年业绩逐季修复

买入（维持）

2025 年 05 月 03 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

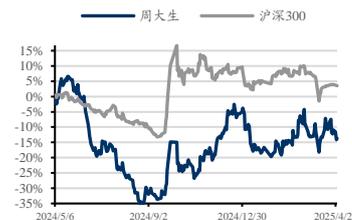
xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	16,290	13,891	15,225	16,739	18,379
同比 (%)	46.52	(14.73)	9.60	9.95	9.79
归母净利润 (百万元)	1,316	1,010	1,112	1,216	1,307
同比 (%)	20.67	(23.25)	10.07	9.33	7.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.20	0.92	1.01	1.11	1.19
P/E (现价&最新摊薄)	10.85	14.14	12.84	11.75	10.93

投资要点

- **公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩**：2024 全年营收 138.91 亿元 (-14.7%)，归母净利润 10.10 亿元 (-23.3%)。2025Q1 实现营收 26.73 亿元 (-47.3%)，归母净利润 2.52 亿元 (-26.1%)，其中含公允价值变动损益同减 6200 万，剔除该影响 25Q1 实际利润下降约 12%，Q2 经营有望现拐点。2024 年公司分红率达 102%。持续高分红回报股东。
- **毛利率大幅提高，费用刚性导致费用率提升较大**。①**毛利率**：2024 年毛利率 20.80% (同比+2.6pct)；2025Q1 毛利率 26.21% (同比+10.6pct)，主要系金价上涨及产品结构改善。②**期间费用率**：2024 年期间费用率 9.46% (同比+2.9pct)；2025Q1 期间费用率 10.63% (同比+4.94pct)，主要系销售费用率较为刚性。③**归母净利率**：2024 年归母净利率 7.27% (同比-0.8pct)；2025Q1 归母净利率 9.43% (同比+2.7pct)。
- **自营及电商渠道表现相对较好，终端门店有所收缩**。拆分渠道看 25Q1 的经营表现：①**自营线下**：营收 5.27 亿元，同比-16.29%，其中镶嵌类产品同比+39.28%，黄金产品同比-19.12%。②**电商**：营收 5.34 亿元，同比-6.71%，其中镶嵌产品收入同比-8.17%，黄金产品同比-17.61%，银饰等其他辅品类产品同比+31.59%。③**加盟**：营收 5.84 亿元，同比-63%，其中镶嵌产品同比-9.24%，黄金产品批发同比-63.31%，加盟品牌使用费同比-10.58%。④**终端门店**：25Q1 末 4,831 家，其中加盟门店 4,435 家，自营门店 396 家，较年初净减少 177 家。
- **25 年公司业绩有望逐季改善，高分红属性突出**。2024 年黄金珠宝行业销售整体面临较大压力，公司业绩出现一定程度的下滑。公司指引 2025 年营业收入和净利润预计实现同比增长，25Q2 开始在低基数下有望实现逐季度改善。同时公司宣布任意连续三年以现金方式累计分配的利润不少于累计可分配利润的 50%，持续高分红回馈股东。
- **盈利预测与投资评级**：2024 年黄金珠宝行业受金价急涨短期抑制需求，公司业绩出现一定程度的下滑，考虑到 25Q1 行业及公司销售承压，我们将 2025-2026 年归母净利润从 12.9/14.1 亿元下调至 11.1/12.2 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 13.1 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 13/12/11 倍，考虑到公司分红率较高，仍维持“买入”评级。
- **风险提示**：终端需求不及预期，开店不及预期，金价波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.03
一年最低/最高价	9.97/17.60
市净率(倍)	2.16
流通 A 股市值(百万元)	14,196.83
总市值(百万元)	14,279.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.03
资产负债率(% LF)	20.55
总股本(百万股)	1,095.93
流通 A 股(百万股)	1,089.55

相关研究

《周大生(002867): 2024 三季报点评: Q3 收入端面临较大压力, 静待 Q4 环比改善》

2024-11-01

《周大生(002867): 2024 中报点评: 业绩受金价影响承压, 中期分红率达到 54%》

2024-08-28

周大生三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,161	7,139	8,439	10,286	营业总收入	13,891	15,225	16,739	18,379
货币资金及交易性金融资产	1,158	2,021	2,835	4,150	营业成本(含金融类)	11,002	12,304	13,576	14,980
经营性应收款项	304	1,281	1,409	1,547	税金及附加	173	137	151	165
存货	4,270	3,418	3,771	4,161	销售费用	1,167	1,218	1,322	1,434
合同资产	0	0	0	0	管理费用	111	107	117	129
其他流动资产	429	420	424	429	研发费用	14	11	12	13
非流动资产	1,675	1,699	1,697	1,696	财务费用	22	(19)	(45)	(70)
长期股权投资	157	157	157	157	加:其他收益	19	30	33	37
固定资产及使用权资产	151	147	143	139	投资净收益	(109)	(61)	(67)	(74)
在建工程	806	806	806	806	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	376	378	381	384	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	36	36	36	36	营业利润	1,283	1,438	1,573	1,691
其他非流动资产	149	174	174	174	营业外净收支	8	10	10	10
资产总计	7,836	8,838	10,136	11,982	利润总额	1,291	1,448	1,583	1,701
流动负债	1,399	1,289	1,371	1,911	减:所得税	290	336	367	395
短期借款及一年内到期的非流动负债	62	69	69	69	净利润	1,002	1,112	1,216	1,307
经营性应付款项	212	167	184	203	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	21	15	17	18	归属母公司净利润	1,010	1,112	1,216	1,307
其他流动负债	1,104	1,037	1,101	1,620	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	1.01	1.11	1.19
非流动负债	86	86	86	86	EBIT	1,421	1,428	1,538	1,632
长期借款	17	17	17	17	EBITDA	1,558	1,435	1,544	1,638
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.80	19.19	18.90	18.49
租赁负债	57	57	57	57	归母净利率(%)	7.27	7.30	7.26	7.11
其他非流动负债	12	12	12	12	收入增长率(%)	(14.73)	9.60	9.95	9.79
负债合计	1,485	1,376	1,458	1,997	归母净利润增长率(%)	(23.25)	10.07	9.33	7.48
归属母公司股东权益	6,356	7,468	8,683	9,990					
少数股东权益	(5)	(5)	(5)	(5)					
所有者权益合计	6,351	7,463	8,678	9,985					
负债和股东权益	7,836	8,838	10,136	11,982					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,856	929	892	1,399	每股净资产(元)	5.80	6.81	7.92	9.12
投资活动现金流	(205)	(58)	(62)	(69)	最新发行在外股份(百万股)	1,096	1,096	1,096	1,096
筹资活动现金流	(1,346)	(7)	(15)	(15)	ROIC(%)	16.72	15.57	14.38	13.23
现金净增加额	305	863	814	1,315	ROE-摊薄(%)	15.89	14.89	14.00	13.08
折旧和摊销	137	6	7	6	资产负债率(%)	18.95	15.56	14.38	16.67
资本开支	(195)	5	5	5	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.14	12.84	11.75	10.93
营运资本变动	547	(232)	(403)	7	P/B(现价)	2.25	1.91	1.64	1.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>