

周大生(002867)

报告日期: 2025 年 05 月 05 日

金价急涨业绩承压，品牌矩阵持续完善

——周大生 2024 年年报&2025 年一季报点评报告

投资要点

- 24 年利润-23%、25Q1 利润-26%，业绩受行业影响短期承压，分红表现亮眼**
 24 年收入-15%、利润-23%。1) 24 年: 收入 139 亿元 (同比-15%，下同)，归母净利 10.1 亿元 (-23%)，扣非归母净利 9.9 亿元 (-22%)。2) 24Q4: 收入 30.8 亿元 (-19%)，归母净利 1.6 亿元 (-30%)，扣非归母净利 1.5 亿元 (-30%)。24 年利润同比下滑主要系行业承压销售下滑、销售费用增加的影响。
 25Q1 归母净利-26%。25Q1 收入 26.7 亿元 (-47%)，归母净利 2.5 亿元 (-26%)，扣非归母净利 2.4 亿元 (-28%)。
- 分红率提升至 102%，分红表现一如既往亮眼。**2024 年公司拟每 10 股派发现金股利 6.5 元，2024 年半年度及 2024 年年度现金分红合计 10.3 亿元，分红率达 102%。
- 收入结构: 镶嵌和素金承压，其他首饰高速增长，自营和电商收入占比提升**
 2024 年产品收入结构=82%素金首饰+5%镶嵌首饰+4%其他首饰。2024 年素金首饰/镶嵌首饰/其他首饰分别实现 114.4/7.6/6.0 亿元收入，同比-16.6%/-17.4%/66.7%，占比 82%/5%/4%。
 2024 年渠道收入结构=13%自营+20%电商+66%加盟。2024 年自营/电商/加盟分别实现 17.4/27.9/91.9 亿元收入，同比+7.8%/+11.4%/-23.3%，占比 13%/20%/66%。
- 盈利能力: 24 年/25Q1 毛利率同比提升 2.7/10.6pp，直营渠道扩张费用率提升**
 毛利率受产品结构和渠道结构变化影响，净利率稳步提升。1) 24 年: 毛利率 20.8% (同比+2.7pp)，归母净利率 7.3% (-0.8pp)，销售费用率 8.4% (+2.6pp); 2) 25Q1: 毛利率 26.2% (+10.6pp)，归母净利率 9.4% (+2.7pp)，销售费用率 9.5% (+4.5pp)。公司毛利率同比提升主要受自营和电商占比提升、金价上涨影响，直营店扩张使得销售费用率提升，净利率有所提升。
- 应变求新、寻道图强，公司强势打造品牌矩阵、升级产品线，积极应对变化**
 公司深入推进渠道建设、加大产品研发力度，应对行业挑战。周大生重点强化黄金产品的创新，包括国家宝藏、莫奈花园等产品系列，并首创“三金编丝”工艺以提升产品差异化竞争力。公司推出“周大生 X 国家宝藏”、“转珠阁”等差异化门店矩阵，强化文化属性和高线市场渗透，适应市场变化。
- 盈利预测与估值**
 店型矩阵完善下拓店稳步推进，黄金产品 IP 研发推动产品力和品牌力提升。考虑到素金和镶嵌销售承压，下调盈利预测，预计 25/26/27 年营收 148/162/174 亿元，同比增长 6.7%/9.0%/7.4%; 归母净利润 10.6/12.1/13.0 亿元，同比增长 5.0%/14.0%/7.8%，对应 PE 13.5/11.8/11.0 X，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 金价波动; 门店扩张不及预期; 行业竞争加剧等。

投资评级: 买入(维持)

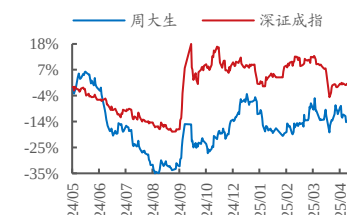
分析师: 汤秀洁
 执业证书号: S1230522070001
 tangxiujie@stocke.com.cn

研究助理: 方逸涵
 fangyihan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 13.03
总市值(百万元)	14,279.92
总股本(百万股)	1,095.93

股票走势图



相关报告

- 《固本培元，行业承压，静待修复》2024.11.04
- 《业绩短期承压，品牌蓄能待发》2024.09.01
- 《开店和分红表现亮眼，镶嵌拖累致利润略承压》2024.04.29

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,891	14,819	16,159	17,350
(+/-) (%)	-14.73%	6.68%	9.04%	7.37%
归母净利润	1,010	1,060	1,209	1,303
(+/-) (%)	-23.25%	4.99%	14.02%	7.80%
每股收益(元)	0.92	0.97	1.10	1.19
P/E	14.14	13.47	11.81	10.96

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,161	6,524	6,800	7,217
现金	1,158	1,088	1,074	1,083
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	291	412	449	482
其它应收款	51	62	67	72
预付账款	14	12	13	14
存货	4,270	4,573	4,820	5,189
其他	378	378	378	378
非流动资产	1,675	1,670	1,643	1,607
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	157	157	157	157
固定资产	31	131	205	257
无形资产	376	366	357	343
在建工程	806	691	599	525
其他	304	325	325	325
资产总计	7,836	8,194	8,443	8,824
流动负债	1,399	1,696	1,824	1,945
短期借款	0	200	200	200
应付款项	174	180	186	192
预收账款	38	30	32	35
其他	1,187	1,287	1,406	1,518
非流动负债	86	86	86	86
长期借款	17	17	17	17
其他	69	69	69	69
负债合计	1,485	1,782	1,910	2,031
少数股东权益	(5)	(5)	(5)	(5)
归属母公司股东权	6,356	6,416	6,537	6,798
负债和股东权益	7,836	8,194	8,443	8,824

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,856	778	1,073	1,045
净利润	1,002	1,060	1,209	1,303
折旧摊销	137	65	63	66
财务费用	35	29	24	24
投资损失	109	50	0	0
营运资金变动	547	(393)	(213)	(337)
其它	26	(33)	(10)	(10)
投资活动现金流	(205)	(77)	(25)	(20)
资本支出	(195)	(25)	(25)	(20)
长期投资	(10)	0	0	0
其他	0	(52)	0	0
筹资活动现金流	(1,346)	(771)	(1,062)	(1,016)
短期借款	(200)	200	0	0
长期借款	(1)	0	0	0
其他	(1,144)	(971)	(1,062)	(1,016)
现金净增加额	305	(70)	(14)	9

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,891	14,819	16,159	17,350
营业成本	11,002	11,760	12,853	13,837
营业税金及附加	173	178	186	191
营业费用	1,167	1,334	1,422	1,492
管理费用	111	119	126	132
研发费用	14	16	19	21
财务费用	22	17	13	13
资产减值损失	(18)	0	0	0
公允价值变动损益	4	0	0	0
投资净收益	(109)	(50)	0	0
其他经营收益	19	30	30	30
营业利润	1,283	1,376	1,571	1,694
营业外收支	8	10	10	10
利润总额	1,291	1,386	1,581	1,704
所得税	290	326	371	400
净利润	1,002	1,060	1,209	1,303
少数股东损益	(8)	0	0	0
归属母公司净利润	1,010	1,060	1,209	1,303
EBITDA	1,558	1,468	1,656	1,782
EPS（最新摊薄）	0.92	0.97	1.10	1.19

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-14.73%	6.68%	9.04%	7.37%
营业利润	-24.29%	7.23%	14.12%	7.85%
归属母公司净利润	-23.25%	4.99%	14.02%	7.80%
获利能力				
毛利率	20.80%	20.65%	20.46%	20.24%
净利率	7.27%	7.16%	7.48%	7.51%
ROE	15.89%	16.53%	18.50%	19.17%
ROIC	17.00%	15.89%	17.73%	18.40%
偿债能力				
资产负债率	18.95%	21.75%	22.63%	23.02%
净负债比率	-16.08%	-11.60%	-11.18%	-10.88%
流动比率	4.40	3.85	3.73	3.71
速动比率	1.07	0.92	0.87	0.84
营运能力				
总资产周转率	1.75	1.85	1.94	2.01
应收账款周转率	15.54	42.20	37.56	37.28
应付账款周转率	68.22	66.50	70.37	73.25
每股指标(元)				
每股收益	0.92	0.97	1.10	1.19
每股经营现金	1.69	0.71	0.98	0.95
每股净资产	5.80	5.85	5.96	6.20
估值比率				
P/E	14.14	13.47	11.81	10.96
P/B	2.25	2.23	2.18	2.10
EV/EBITDA	9.56	9.22	8.18	7.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>