

周大生 (002867.SZ)

金价高企拖累短期业绩，期待盈利能力修复

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16,290	13,891	14,661	16,007	17,341
增长率 yoy (%)	46.5	-14.7	5.5	9.2	8.3
归母净利润 (百万元)	1,316	1,010	1,126	1,217	1,350
增长率 yoy (%)	20.7	-23.2	11.4	8.1	10.9
ROE (%)	20.6	15.8	16.5	16.6	17.0
EPS 最新摊薄 (元)	1.20	0.92	1.03	1.11	1.23
P/E (倍)	10.8	14.1	12.6	11.7	10.5
P/B (倍)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

2024 年收入所有下滑，门店数量减少近百家。公司 2024 年实现营业收入 138.91 亿元，同比下降 14.73%；实现归母净利润 10.10 亿元，同比下降 23.25%；实现扣非后净利润 9.88 亿元，同比下降 22.11%；基本每股收益为 0.93 元，上年同期为 1.21 元。按产品类别划分，2024 年素金类产品营业收入 114.39 亿元，较上年同期下降 16.62%；镶嵌类产品营业收入 7.58 亿元，较上年同期下降 17.36%；品牌使用费收入 7.06 亿元，较上年同期下降 18.13%。公司持续整合渠道资源，推动渠道融合发展，优化市场布局，提升拓店质量，2024 年末周大生品牌终端门店数量 5,008 家，其中加盟门店 4,655 家、自营门店 353 家，2024 年度累计新增门店 663 家、累计撤减门店 761 家，净减少门店 98 家。

2024 年毛利率有所提升，费用率提升致净利率下滑。公司 2024 年毛利率为 20.80%，同比提升 2.66pct；费用端，2024 年期间费用率为 9.46%，同比提升 2.91pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 8.40%、0.80%、0.16%、0.10%，同比分别提升 2.60pct、0.15pct、0.13pct、0.03pct。2024 年公司净利率为 7.21%，同比下降 0.85pct。

2025Q1 业绩继续承压，镶嵌及银饰产品有所增长。公司 2025 年一季度实现营业收入 26.73 亿元，同比下降 47.28%；实现归母净利润 2.52 亿元，同比下降 26.12%；实现扣非后净利润 2.42 亿元，同比下降 27.97%；基本每股收益为 0.23 元，上年同期为 0.31 元。按产品类别划分，镶嵌类产品营业收入 1.28 亿元，同比增长 0.15%，营业收入占比 4.79%；素金类产品营业收入 21.15 亿元，同比下降 53.15%，营业收入占比 79.11%；银饰等其他辅品类营业收入 1.53 亿元，同比增长 36.51%，营业收入占比 5.71%。截止一季度末，周大生品牌终端门店数量 4,831 家，其中加盟门店 4,435 家，自营门店 396 家，较期初净减少 177 家。

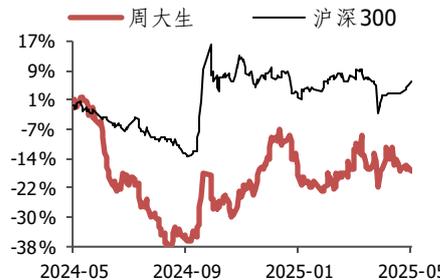
金价持续飙升，黄金首饰行业内分化明显。在大众化黄金珠宝首饰市场，消费者迅速调整消费习惯与偏好，对克重大、客单高的黄金首饰消费趋于谨慎，轻量化、混搭风、更能凸显性价比的黄金饰品更受消费者欢迎，黄金首饰重量消费整体承压。同时，高端黄金消费在 2024 年表现优异，其奢侈品级体验挖掘了更高阶消费能力的人群，并用区别传统黄金首饰行业的定价方式，

增持 (首次评级)

股票信息

行业	商贸零售
2025 年 5 月 12 日收盘价 (元)	12.96
总市值 (百万元)	14,203.20
流通市值 (百万元)	14,120.56
总股本 (百万股)	1,095.93
流通股本 (百万股)	1,089.55
近 3 月日均成交额 (百万元)	125.53

股价走势



作者

分析师 黄淑妍

执业证书编号：S1070514080003

邮箱：huangsy@cgws.com

相关研究

在金价快速上行趋势中凸显性价比。

坚持以顾客为中心，聚焦经营战略发展目标。公司围绕品牌形象和影响力的提升夯实品牌基础，积极探索融合发展新模式，大力推进品牌升级、变革创新、数字化转型，充分利用互联网优势，扩充品牌私域流量，多媒介联动实现品效协同。根据周大生品牌发展战略规划，公司以持续式、脉冲式、矩阵式的广告投放策略，构建了由机场、高铁、互联网、新媒体等各类媒介整合的立体式品牌营销传播体系，全方位覆盖目标消费群体，不断提高“周大生”品牌的知名度、美誉度及忠诚度。同时，公司积极推进数字化战略，从数字研发、数字营销、数字共享、数字运营等各类场景提供数字化解决方案，赋能终端销售，驱动品牌增长。

投资建议：公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。“周大生”是全国中高端主流市场黄金珠宝领先品牌，主要产品包括黄金首饰、钻石镶嵌首饰。公司以市场消费习惯和趋势为导向，继续秉持“黄金为主力产品，钻石为核心产品”的产品定位，并配套销售银饰、翡翠、珍珠、彩宝等特色产品。预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.03 元、1.11 元、1.23 元，对应 PE 分别为 12.6X、11.77X、10.5X，首次覆盖给予“增持”的投资评级。

风险提示：加盟管理风险，产品质量控制风险，委外生产风险，指定供应商的供货风险。

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	7442	7248	8631
现金	852	1158	1222	1334	1445
应收票据及应收账款	1498	291	1690	420	1894
其他应收款	67	51	73	63	85
预付账款	14	14	15	17	18
存货	3643	4270	4064	5037	4811
其他流动资产	375	378	378	378	378
非流动资产	1564	1675	1641	1622	1579
长期股权投资	155	157	153	147	142
固定资产	14	31	179	275	327
无形资产	386	376	356	336	313
其他非流动资产	1010	1111	953	864	797
资产总计	8012	7836	9084	8870	10210
流动负债	1569	1399	2233	1511	2212
短期借款	200	0	767	6	639
应付票据及应付账款	149	174	203	242	215
其他流动负债	1220	1225	1264	1264	1358
非流动负债	59	86	82	78	74
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	2315	1590	2286
少数股东权益	3	-5	-14	-24	-35
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327
留存收益	4444	4423	4752	5108	5502
归属母公司股东权益	6381	6356	6782	7304	7959
负债和股东权益	8012	7836	9084	8870	10210

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	194	1742	337
净利润	1313	1002	1116	1207	1339
折旧摊销	42	57	52	62	86
财务费用	4	22	13	12	5
投资损失	86	109	98	103	101
营运资金变动	-1397	548	-1100	332	-1217
其他经营现金流	91	118	15	25	23
投资活动现金流	-230	-205	-109	-140	-137
资本支出	215	195	23	49	48
长期投资	0	-10	4	6	5
其他投资现金流	-15	0	-91	-97	-94
筹资活动现金流	-875	-1346	-787	-728	-721
短期借款	200	-200	767	-761	633
长期借款	0	-1	-4	-4	-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	-1550	37	-1350
现金净增加额	-967	305	-703	873	-522

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16290	13891	14661	16007	17341
营业成本	13334	11002	11588	12653	13692
营业税金及附加	147	173	182	199	216
销售费用	944	1167	1232	1345	1457
管理费用	106	111	118	128	139
研发费用	12	14	15	17	18
财务费用	4	22	13	12	5
资产和信用减值损失	-9	-34	-22	-31	-30
其他收益	39	19	29	24	26
公允价值变动收益	7	4	6	5	5
投资净收益	-86	-109	-98	-103	-101
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	1695	1283	1431	1548	1717
营业外收入	15	12	12	12	12
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	1708	1291	1439	1556	1725
所得税	396	290	323	349	387
净利润	1313	1002	1116	1207	1339
少数股东损益	-3	-8	-9	-10	-11
归属母公司净利润	1316	1010	1126	1217	1350
EBITDA	1752	1369	1505	1629	1815
EPS (元/股)	1.20	0.92	1.03	1.11	1.23

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	5.5	9.2	8.3
营业利润 (%)	20.3	-24.3	11.5	8.2	11.0
归属母公司净利润 (%)	20.7	-23.2	11.4	8.1	10.9
获利能力					
毛利率 (%)	18.1	20.8	21.0	20.9	21.0
净利率 (%)	8.1	7.2	7.6	7.5	7.7
ROE (%)	20.6	15.8	16.5	16.6	17.0
ROIC (%)	19.7	15.8	14.9	16.7	15.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.3	18.9	25.5	17.9	22.4
净负债比率 (%)	-8.8	-16.9	-6.4	-18.1	-10.1
流动比率	4.1	4.4	3.3	4.8	3.9
速动比率	1.5	1.1	1.3	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	2.1	1.8	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	14.1	15.5	14.8	15.2	15.0
应付账款周转率	66.5	68.2	67.4	67.8	67.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.20	0.92	1.03	1.11	1.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	1.69	0.18	1.59	0.31
每股净资产 (最新摊薄)	5.82	5.80	6.18	6.64	7.22
估值比率					
P/E	10.8	14.1	12.6	11.7	10.5
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.8	9.6	9.1	7.9	7.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686