

金价压制终端需求，高分红政策延续

核心观点

- 公司 2024 年实现收入 138.9 亿，同比下降 14.7%，实现归母净利润 10.1 亿，同比下降 23.2%。25Q1 收入和归母净利润分别同比下降 47.3%和 26.1%，我们认为业绩下降主要系金价过高压制需求所致。公司 2024 全年预计分红率为 102.1%，维持高分红。
- 加盟业务下滑幅度较大。**分渠道来看：1）电商业务：2024 年收入同比增长 11.4%至 27.95 亿，其中镶嵌类和黄金类收入分别同比增长 5.7%和 3.8%。2）加盟业务：2024 年收入同比下降 23.3%至 91.9 亿，其中镶嵌类和黄金类收入分别同比下降 21.9%和 24.3%。3）自营业务：2024 年收入同比增长 7.8%至 17.4 亿，其中镶嵌类和黄金类收入分别同比增长-19.8%和 10.1%。分产品来看，2024 年素金首饰、镶嵌首饰、其他首饰和品牌使用费的收入分别同比增长-16.6%、-17.4%、66.7%和-18.1%。
- 线下门店方面，2024 年公司净关店 98 家，其中加盟门店净关店 120 家，自营门店净开店 22 家。
- 毛利率同比提升，净利率小幅下降。**2024 年公司毛利率同比增长 2.7pct 至 20.8%，拆分来看：1）电商、加盟、自营渠道毛利率分别同比增长 1.5pct、1.7pct 和 5.1pct。2）素金首饰、镶嵌首饰、其他首饰毛利率分别同比增长 2.8pct、-7.6pct 和-0.98pct。费用率方面，公司销售、管理和研发费用率分别同比增长 2.6pct、0.1pct 和持平。2024 年归母净利率同比下降 0.8pct 至 7.3%。
- 展望 2025 年，公司将聚焦品牌矩阵、突破电商和自营新战略、创新加盟经营新模式、品牌出海跨境创新这四大业务增长方向，形成牵引发展的核心力量。公司管理层对 2025 年保持乐观，收入和净利润增速目标均为 5-15%，期待在金价企稳后，后续经营拐点的到来。

盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们调整盈利预测并引入 2027 年的盈利预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 0.96、1.14 和 1.3 元（原 25-26 年为 1.16 和 1.33 元），参考可比公司，给予 2025 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 16.32 元，维持“增持”评级

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱，金价波动影响终端消费等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,290	13,891	14,054	15,056	16,521
同比增长(%)	46.5%	-14.7%	1.2%	7.1%	9.7%
营业利润(百万元)	1,695	1,283	1,326	1,605	1,825
同比增长(%)	20.3%	-24.3%	3.3%	21.1%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,316	1,010	1,049	1,252	1,423
同比增长(%)	20.7%	-23.2%	3.8%	19.4%	13.7%
每股收益（元）	1.20	0.92	0.96	1.14	1.30
毛利率(%)	18.1%	20.8%	21.8%	21.9%	21.9%
净利率(%)	8.1%	7.3%	7.5%	8.3%	8.6%
净资产收益率(%)	21.2%	15.9%	15.1%	15.3%	14.9%
市盈率	11.2	14.6	14.1	11.8	10.4
市净率	2.3	2.3	1.9	1.7	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年05月14日）	13.46 元
目标价格	16.32 元
52 周最高价/最低价	16.37/9.72 元
总股本/流通 A 股（万股）	109,593/108,955
A 股市值（百万元）	14,751
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 05 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.98	0	5.65	-15.84
相对表现%	0.07	-4.9	5.54	-23.67
沪深 300%	2.91	4.9	0.11	7.83



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

相关报告

高金价抑制终端需求，拓店节奏有所放缓	2024-11-04
Q2 业绩承压，中报分红回馈投资者	2024-09-02
线下开店超预期，高分红回报股东	2024-04-28

根据年报，我们调整盈利预测（下调了收入，上调了毛利率）并引入 2027 年的盈利预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 0.96、1.14 和 1.3 元（原 25-26 年为 1.16 和 1.33 元），参考可比公司，给予 2025 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 16.32 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 5 月 13 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
老凤祥	600612	48.98	3.73	3.37	3.68	3.76	13	15	13	13
飞亚达	000026	11.63	0.54	0.59	0.64	0.69	21	20	18	17
赤峰黄金	600988	26.76	0.93	1.47	1.68	1.90	29	18	16	14
潮宏基	002345	9.50	0.22	0.53	0.63	0.74	44	18	15	13
中国黄金	600916	8.33	0.49	0.53	0.62	0.69	17	16	14	12
周大福	01929	9.54	0.53	0.63	0.69		18	15	14	
调整后平均								17	15	13

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱，金价波动影响终端消费等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	852	1,158	3,796	3,940	4,885
应收票据、账款及款项融资	1,498	291	294	753	826
预付账款	14	14	14	15	16
存货	3,643	4,270	2,748	3,292	3,613
其他	442	429	429	433	439
流动资产合计	6,448	6,161	7,282	8,433	9,779
长期股权投资	155	157	157	157	157
固定资产	14	31	118	187	241
在建工程	721	806	806	806	807
无形资产	386	376	415	453	489
其他	289	304	269	269	269
非流动资产合计	1,564	1,675	1,764	1,872	1,962
资产总计	8,012	7,836	9,046	10,305	11,741
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	149	174	174	186	204
其他	1,220	1,225	1,226	1,230	1,236
流动负债合计	1,569	1,399	1,400	1,416	1,440
长期借款	18	17	17	17	17
应付债券	0	0	0	0	0
其他	41	69	69	69	69
非流动负债合计	59	86	86	86	86
负债合计	1,628	1,485	1,485	1,502	1,526
少数股东权益	3	(5)	(13)	(24)	(35)
实收资本（或股本）	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096
资本公积	1,157	1,157	1,327	1,327	1,327
留存收益	4,444	4,423	5,472	6,724	8,147
其他	(316)	(320)	(320)	(320)	(320)
股东权益合计	6,385	6,351	7,561	8,803	10,215
负债和股东权益总计	8,012	7,836	9,046	10,305	11,741

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,313	1,002	1,040	1,242	1,412
折旧摊销	40	57	60	42	60
财务费用	4	22	(8)	(21)	(27)
投资损失	86	109	80	(10)	(10)
营运资金变动	(1,004)	519	1,518	(991)	(377)
其它	(300)	147	20	(5)	(5)
经营活动现金流	139	1,856	2,711	257	1,053
资本支出	(187)	(99)	(150)	(150)	(150)
长期投资	(1)	(2)	0	0	0
其他	(41)	(104)	(100)	15	15
投资活动现金流	(230)	(205)	(250)	(135)	(135)
债权融资	14	(4)	0	0	0
股权融资	0	0	170	0	0
其他	(890)	(1,342)	8	21	27
筹资活动现金流	(875)	(1,346)	178	21	27
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(967)	305	2,639	143	945

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,290	13,891	14,054	15,056	16,521
营业成本	13,334	11,002	10,993	11,757	12,904
销售费用	944	1,167	1,349	1,415	1,487
管理费用	106	111	113	121	132
研发费用	12	14	15	16	17
财务费用	4	22	(8)	(21)	(27)
资产、信用减值损失	9	34	34	34	34
公允价值变动收益	7	4	(20)	5	5
投资净收益	(86)	(109)	(80)	10	10
其他	(106)	(153)	(134)	(146)	(164)
营业利润	1,695	1,283	1,326	1,605	1,825
营业外收入	15	12	12	12	12
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	1,708	1,291	1,334	1,613	1,833
所得税	396	290	293	371	422
净利润	1,313	1,002	1,040	1,242	1,412
少数股东损益	(3)	(8)	(9)	(10)	(12)
归属于母公司净利润	1,316	1,010	1,049	1,252	1,423
每股收益（元）	1.20	0.92	0.96	1.14	1.30

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	46.5%	-14.7%	1.2%	7.1%	9.7%
营业利润	20.3%	-24.3%	3.3%	21.1%	13.7%
归属于母公司净利润	20.7%	-23.2%	3.8%	19.4%	13.7%
获利能力					
毛利率	18.1%	20.8%	21.8%	21.9%	21.9%
净利率	8.1%	7.3%	7.5%	8.3%	8.6%
ROE	21.2%	15.9%	15.1%	15.3%	14.9%
ROIC	20.4%	15.5%	14.6%	14.8%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	20.3%	18.9%	16.4%	14.6%	13.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.11	4.40	5.20	5.96	6.79
速动比率	1.78	1.35	3.24	3.63	4.28
营运能力					
应收账款周转率	14.1	15.5	48.1	28.8	20.9
存货周转率	3.8	2.8	3.1	3.9	3.7
总资产周转率	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5
每股指标（元）					
每股收益	1.20	0.92	0.96	1.14	1.30
每股经营现金流	0.13	1.69	2.47	0.23	0.96
每股净资产	5.82	5.80	6.91	8.05	9.35
估值比率					
市盈率	11.2	14.6	14.1	11.8	10.4
市净率	2.3	2.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	7.7	9.8	9.7	8.2	7.2
EV/EBIT	7.9	10.3	10.1	8.4	7.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。