

信义山证汇通天下

证券研究报告

珠宝首饰及钟表

周大生 (002867.SZ)

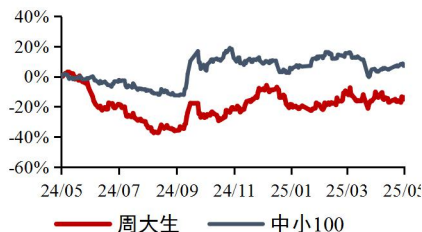
买入-B(维持)

2024 年电商渠道实现双位数增长, 2025Q1 毛利率明显改善

2025 年 5 月 16 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源: 最闻, 山西证券研究所

市场数据: 2025 年 5 月 16 日

收盘价(元):	13.47
年内最高/最低(元):	17.60/9.97
流通 A 股/总股本(亿股):	10.90/10.96
流通 A 股市值(亿元):	146.76
总市值(亿元):	147.62

基础数据: 2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	0.23
摊薄每股收益(元):	0.23
每股净资产(元):	6.02
净资产收益率(%):	3.81

资料来源: 最闻, 山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布 2024 年年报及 2025Q1 季报。2024 年, 公司实现营收 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%, 实现扣非净利润 9.88 亿元, 同比下降 22.11%。2025Q1, 公司实现营收 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%, 实现扣非净利润 2.42 亿元, 同比下降 27.97%。

事件点评

➤ **2025Q1 季度营收降幅有所扩大, 但业绩降幅好于营收。**营收端, 2024 年, 公司实现营收 138.91 亿元, 同比下降 14.73%。其中, 2024Q4 实现营收 30.83 亿元, 同比下降 18.79%。2025Q1, 公司实现营收 26.73 亿元, 同比下降 47.28%, 季度降幅有所扩大。业绩端, 2024 年, 公司实现归母净利润 10.10 亿元, 同比下降 23.25%。其中, 2024Q4 实现归母净利润 1.55 亿元, 同比下降 29.69%。2025Q1, 公司实现归母净利润 2.52 亿元, 同比下降 26.12%。2024 年, 公司业绩降幅大于营收降幅, 主因期间费用率提升, 2025Q1, 公司业绩降幅小于营收降幅, 主因毛利率改善。

➤ **2024 年线上渠道收入实现双位数增长, 加盟渠道承压明显。**分渠道看, 2024 年, 自营线下渠道, 2024 年, 实现营收 17.44 亿元, 同比增长 7.8%, 期末门店数量 353 家, 较年初净增加 22 家。自营平均单店收入 508.33 万元, 同比下降 8.86%。线上渠道, 2024 年, 实现营收 27.95 亿元, 同比增长 11.42%, 其中镶嵌、黄金、银饰等其它品类分别实现营收 1.48、19.93、5.51 亿元, 同比增长 5.88%、3.79%、55.63%。加盟渠道, 2024 年, 实现营收 91.87 亿元, 同比下降 23.26%, 期末门店数量 4665 家, 较年初净减少 120 家。加盟平均单店收入 191.47 万元, 同比下降 28.56%。截至 2024 年末, 公司线下门店合计 5008 家, 较年初净减少 98 家。

➤ **2024 年及 2025Q1 毛利率同比回升, 经营活动现金流大幅改善。**盈利能力方面, 2024 年, 公司毛利率同比提升 2.7pct 至 20.80%, 其中, 2024Q4 毛利率为 21.58%, 同比提升 3.7pct; 2025Q1 毛利率同比提升 10.64pct 至 26.21%。公司毛利率回升, 预计主因高毛利率的自营和电商渠道占比提升、公司优化产品结构, 提升高附加值产品占比。费用率方面, 2024 年, 公司期间费用率合计提升 2.9pct 至 9.46%; 2025Q1, 期间费用率合计提升 4.9pct 至 10.63%, 主因销售费用率明显提升。综合影响下, 2024 年, 公司归母净利润率 7.3%, 同比下滑 0.8pct; 2025Q1, 公司销售净利率 9.4%, 同比提升 2.7pct。存货方面, 截至 2024 年末, 公司存货为 42.70 亿元, 同比增长 17.23%, 存货周转天数 129 天, 同比增加 35 天。经营活动现金流方面, 2024 年, 公司经营活动现金流净额为 18.56 亿元,



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



同比增长 1238.90%，主因应收账款回收以及支付采购款项同比下降。2025Q1，公司经营现金流净额为 3.74 亿元，同比下降 6.87%。

投资建议

➤ 2024 年，公司营收及业绩下滑，主因加盟渠道发货承压、销售费用率提升，2025 年 1 季度，公司营业收入虽继续下降，但受益于毛利率明显改善，业绩降幅好于营收。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.02、1.11、1.22 元，5 月 14 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 13.2、12.1、11.0 倍，维持“买入-B”建议。

风险提示

➤ 黄金价格大幅波动；门店拓展不及预期；电商渠道增速不及预期；新品牌拓展不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,290	13,891	15,052	16,115	17,221
YoY(%)	46.5	-14.7	8.4	7.1	6.9
净利润(百万元)	1,316	1,010	1,116	1,222	1,335
YoY(%)	20.7	-23.2	10.5	9.5	9.3
毛利率(%)	18.1	20.8	21.1	21.2	21.4
EPS(摊薄/元)	1.20	0.92	1.02	1.11	1.22
ROE(%)	20.6	15.8	14.9	14.8	14.7
P/E(倍)	11.2	14.6	13.2	12.1	11.0
P/B(倍)	2.3	2.3	2.0	1.8	1.6
净利率(%)	8.1	7.3	7.4	7.6	7.8

资料来源：最闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6448	6161	7927	8011	9355
现金	852	1158	1505	2272	2181
应收票据及应收账款	1498	291	1742	435	1854
预付账款	14	14	13	15	16
存货	3643	4270	4275	4854	4885
其他流动资产	442	429	392	434	419
非流动资产	1564	1675	1671	1657	1639
长期投资	155	157	201	211	227
固定资产	14	31	74	104	121
无形资产	386	376	356	336	313
其他非流动资产	1010	1111	1040	1006	978
资产总计	8012	7836	9598	9668	10994
流动负债	1569	1399	2066	1406	1866
短期借款	200	0	395	100	100
应付票据及应付账款	149	174	467	124	439
其他流动负债	1220	1225	1203	1182	1327
非流动负债	59	86	71	66	67
长期借款	18	17	14	10	7
其他非流动负债	41	69	58	56	61
负债合计	1628	1485	2137	1472	1933
少数股东权益	3	-5	-11	-19	-27
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327
留存收益	4444	4423	5091	5837	6725
归属母公司股东权益	6381	6356	7472	8215	9088
负债和股东权益	8012	7836	9598	9668	10994

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	201	1703	519
净利润	1313	1002	1110	1214	1327
折旧摊销	42	57	41	31	38
财务费用	4	22	34	35	25
投资损失	86	109	109	109	109
营运资金变动	-1397	548	-1088	319	-976
其他经营现金流	91	118	-5	-4	-6
投资活动现金流	-230	-205	-142	-122	-124
筹资活动现金流	-875	-1346	-7	-519	-486
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	0.92	1.02	1.11	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.69	0.18	1.55	0.47
每股净资产(最新摊薄)	5.82	5.80	6.82	7.50	8.29

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16290	13891	15052	16115	17221
营业成本	13334	11002	11881	12693	13541
营业税金及附加	147	173	153	166	180
营业费用	944	1167	1264	1354	1447
管理费用	106	111	121	129	138
研发费用	12	14	45	48	52
财务费用	4	22	34	35	25
资产减值损失	-9	-34	-36	-39	-42
公允价值变动收益	7	4	4	4	4
投资净收益	-86	-109	-109	-109	-109
营业利润	1695	1283	1432	1566	1711
营业外收入	15	12	13	13	13
营业外支出	2	4	2	2	2
利润总额	1708	1291	1443	1577	1722
所得税	396	290	333	363	395
税后利润	1313	1002	1110	1214	1327
少数股东损益	-3	-8	-6	-8	-8
归属母公司净利润	1316	1010	1116	1222	1335
EBITDA	1757	1341	1486	1608	1749

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	8.4	7.1	6.9
营业利润(%)	20.3	-24.3	11.5	9.4	9.3
归属于母公司净利润(%)	20.7	-23.2	10.5	9.5	9.3
获利能力					
毛利率(%)	18.1	20.8	21.1	21.2	21.4
净利率(%)	8.1	7.3	7.4	7.6	7.8
ROE(%)	20.6	15.8	14.9	14.8	14.7
ROIC(%)	19.7	15.3	14.0	14.5	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	20.3	18.9	22.3	15.2	17.6
流动比率	4.1	4.4	3.8	5.7	5.0
速动比率	1.5	1.1	1.6	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	2.1	1.8	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	14.1	15.5	14.8	14.8	15.0
应付账款周转率	63.5	68.2	37.1	43.0	48.1
估值比率					
P/E	11.2	14.6	13.2	12.1	11.0
P/B	2.3	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.1	10.2	9.2	7.9	7.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

