

周大生 (002867.SZ)

经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能

2024年11月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

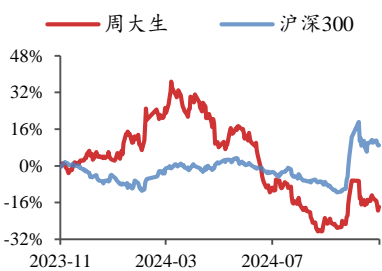
luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524040008

日期	2024/10/31
当前股价(元)	11.28
一年最高最低(元)	20.34/9.97
总市值(亿元)	123.62
流通市值(亿元)	121.80
总股本(亿股)	10.96
流通股本(亿股)	10.80
近3个月换手率(%)	69.91

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《二季度终端销售承压，费用投入拖累业绩表现—公司信息更新报告》-2024.8.28

《一季度有所承压，关注长期“稳增长+高股息”属性—公司信息更新报告》-2024.4.27

《三季度扣非归母净利润+12.3%，渠道规模稳步扩张—公司信息更新报告》-2023.11.16

● 公司2024年前三季度营收同比-13.5%，归母净利润同比-21.9%，持续承压

公司发布三季报：2024Q1-Q3实现营收108.09亿元（同比-13.5%，下同）、归母净利润8.55亿元（-21.9%）；2024Q3实现营收26.12亿元（-40.9%）、归母净利润2.53亿元（-28.7%）。考虑到金价波动、消费环境低迷等因素，我们下调公司2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为10.84/12.52/14.28亿元（原值12.52/14.70/16.80亿元），对应EPS为0.99/1.14/1.30元，当前股价对应PE为11.4/9.9/8.7倍。我们认为，公司渠道稳步扩张提高市占率，推进黄金品类体系化建设，待金价趋稳，有望恢复增长弹性，估值合理，维持“买入”评级。

● 金价高位波动抑制动销，加盟商备货信心受到明显冲击影响加盟业务

分产品看，2024Q1-Q3公司镶嵌类/素金类产品分别实现营收5.85/88.96亿元，分别同比-22.5%/-15.0%；分渠道看，2024Q1-Q3公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入13.54/16.53/76.60亿元，分别同比+9.8%/+5.9%/-19.8%，加盟业务下滑主要系金价高位波动抑制动销，加盟商出于备货成本、资金周转等考虑，会大幅度减少进货。盈利能力方面，2024Q3公司毛利率为27.5%（+9.7pct）、净利率为9.7%（+1.6pct），盈利能力提升或主要受益于金价上涨，但由于黄金租赁工具的使用，大部分会与公允价值变动、投资收益等相抵消；费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为11.3%/0.9%/0.3%，同比分别+6.3pct/+0.4pct/+0.3pct，销售费用率提升明显主要因为直营渠道扩张，带来相关费用增长。

● 渠道规模逆势扩张，把握“国风国潮”趋势推动自主黄金产品研发

(1) 渠道：2024Q1-Q3公司线下新开/净开门店474家/129家，期末门店总数达5235家，其中加盟/自营分别净开111/18家，双管齐下有望进一步打开市场空间。

(2) 产品：公司精准把握“国潮国风”消费趋势，丰富产品矩阵，并迭代优化黄金产品体系，推出了国家宝藏×周大生IP联名新品，以国宝文物为针，黄金珠宝为线，在形与神、意与境的和谐交融中，让东方美学再度焕发新生。

● 风险提示：消费疲软、行业竞争加剧、省代模式推广效果不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	14,396	16,668	18,990
YOY(%)	21.4	46.5	-11.6	15.8	13.9
归母净利润(百万元)	1,091	1,316	1,084	1,252	1,428
YOY(%)	-10.9	20.7	-17.6	15.5	14.1
毛利率(%)	20.8	18.1	20.2	19.8	19.5
净利率(%)	9.8	8.1	7.5	7.5	7.5
ROE(%)	18.0	20.6	16.0	18.0	19.4
EPS(摊薄/元)	1.00	1.20	0.99	1.14	1.30
P/E(倍)	11.3	9.4	11.4	9.9	8.7
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6235	6448	6714	8852	8237
现金	1735	852	2008	872	993
应收票据及应收账款	817	1498	1382	2323	2146
其他应收款	31	67	20	80	34
预付账款	11	14	8	17	11
存货	3342	3643	2921	5185	4678
其他流动资产	298	375	375	375	375
非流动资产	1372	1564	1424	1454	1475
长期投资	155	155	155	155	155
固定资产	15	14	122	213	277
无形资产	403	386	364	343	321
其他非流动资产	798	1010	784	744	722
资产总计	7607	8012	8138	10307	9712
流动负债	1477	1569	1328	3289	2312
短期借款	0	200	200	1791	990
应付票据及应付账款	271	149	213	208	273
其他流动负债	1206	1220	915	1291	1049
非流动负债	81	59	54	51	47
长期借款	18	18	13	10	6
其他非流动负债	63	41	41	41	41
负债合计	1558	1628	1382	3340	2359
少数股东权益	7	3	3	3	3
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327
留存收益	4105	4444	4979	5574	6226
归属母公司股东权益	6042	6381	6753	6963	7350
负债和股东权益	7607	8012	8138	10307	9712

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1018	139	1985	-1465	2170
净利润	1087	1313	1084	1252	1428
折旧摊销	38	42	41	64	69
财务费用	-13	4	29	33	38
投资损失	-18	86	120	90	75
营运资金变动	-176	-1397	712	-2904	559
其他经营现金流	99	91	0	0	0
投资活动现金流	101	-230	-20	-185	-165
资本支出	123	215	-100	95	90
长期投资	218	0	0	0	0
其他投资现金流	6	-15	-120	-90	-75
筹资活动现金流	-673	-875	-808	-1078	-1082
短期借款	0	200	0	1590	-801
长期借款	-0	0	-5	-3	-3
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	-6	0	0	0	0
其他筹资现金流	-667	-1076	-803	-2665	-278
现金净增加额	446	-967	1157	-2727	922

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11118	16290	14396	16668	18990
营业成本	8808	13334	11486	13375	15288
营业税金及附加	106	147	137	159	181
营业费用	748	944	1108	1267	1424
管理费用	93	106	115	123	133
研发费用	12	12	14	17	19
财务费用	-13	4	29	33	38
资产减值损失	-1	-8	10	10	10
其他收益	54	39	20	20	20
公允价值变动收益	-28	7	0	0	0
投资净收益	18	-86	-120	-90	-75
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	1409	1695	1396	1614	1843
营业外收入	12	15	15	15	15
营业外支出	1	2	3	3	3
利润总额	1420	1708	1408	1626	1855
所得税	333	396	324	374	427
净利润	1087	1313	1084	1252	1428
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
归属母公司净利润	1091	1316	1084	1252	1428
EBITDA	1407	1738	1438	1727	2000
EPS(元)	1.00	1.20	0.99	1.14	1.30

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.4	46.5	-11.6	15.8	13.9
营业利润(%)	-10.8	20.3	-17.7	15.6	14.2
归属于母公司净利润(%)	-10.9	20.7	-17.6	15.5	14.1
获利能力					
毛利率(%)	20.8	18.1	20.2	19.8	19.5
净利率(%)	9.8	8.1	7.5	7.5	7.5
ROE(%)	18.0	20.6	16.0	18.0	19.4
ROIC(%)	24.8	23.1	22.5	16.6	20.7
偿债能力					
资产负债率(%)	20.5	20.3	17.0	32.4	24.3
净负债比率(%)	-27.3	-8.8	-26.5	13.5	0.2
流动比率	4.2	4.1	5.1	2.7	3.6
速动比率	1.7	1.5	2.6	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.5	2.1	1.8	1.8	1.9
应收账款周转率	14.8	14.1	10.0	9.0	8.5
应付账款周转率	30.2	66.5	66.5	66.5	66.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.20	0.99	1.14	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.13	1.81	-1.34	1.98
每股净资产(最新摊薄)	5.51	5.82	6.16	6.35	6.71
估值比率					
P/E	11.3	9.4	11.4	9.9	8.7
P/B	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.6	6.8	7.4	7.7	6.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn