

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

周大生 (002867. SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

蔡昕妤 商社分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

周大生 (002867. SZ) 25Q2 点评: 收入降幅环比收窄, 利润实现较好增长

2025 年 8 月 28 日

事件: 公司发布 25H1 业绩, 实现收入 45.97 亿元, 同降 43.9%, 归母净利润 5.94 亿元, 同降 1.27%, 扣非归母净利润 5.81 亿元, 同降 0.66%。销售毛利率 30.34%, 同比+11.96pct, 销售净利率 12.92%, 同比+5.58pct。25Q1/25Q2 分别实现营收 26.73/19.24 亿元, 同比-47.28%/-38.47%, 归母净利润 2.52/3.42 亿元, 同比-26.12%/+31.32%, 扣非归母净利润 2.42/3.39 亿元, 同比-27.97%/+36.13%。

点评:

25H1 拟每股分红 0.25 元 (含税), 叠加 2024 年报分红, 年化分红达到每股 0.9 元 (含税)。25H1 公司拟每股派发现金红利 0.25 元 (含税), 现金分红总额 2.71 亿元, 占 25H1 归母净利的 46%。年化来看, 2024 年报+2025 中报合计每股分红 0.9 元 (含税), 对应 8 月 28 日收盘价分红除息后的股息率为 6.8%。

加盟渠道收入、毛利承压为拖累业绩的主要因素。分渠道看: 1) 25H1 线上渠道收入 11.6 亿元, 同降 1.9%, 毛利率 31%, 同比提升 0.5pct, 毛利额 3.54 亿元, 同降 0.9%。2) 线下自营渠道收入 8.90 亿元, 同降 7.6%, 毛利率 35%, 同比提升 9.1pct, 毛利额 3.1 亿元, 同增 24.6%。期末自营门店数 407 家, 25H1 净开店 54 家。自营单店收入 224 万元, 同降 21%, 其中黄金/镶嵌单店收入分别-25%/+25%, 毛利率分别为 33.4%/47.1%, 同比+9.5/-13.0pct。3) 线下加盟渠道收入 24.25 亿元, 同降 59.12%, 毛利率 25.7%, 同比+12.3pct, 毛利额 6.24 亿元, 同降 21.82%。期末门店数 4311 家, 净关店 344 家。25H1 加盟单店平均收入 54 万元, 同降 56%, 其中黄金/镶嵌/品牌使用费/加盟管理费单店收入分别为 41 万元/yoy-63%、3 万元/yoy-35%、8 万元/yoy+10%、2 万元/yoy-13%, 黄金/镶嵌批发毛利率分别为 7.8%/20%, 同比+2/+4.4pct, 黄金批发毛利率提升预计主要为相对高毛利自主产品出货量占比的提升, 镶嵌毛利率提升预计主要系“悦己”消费趋势带动高附加值产品增长。

25H1 期间费用率同比提升, 主要系直营收入占比提升带来的结构影响。

25H1 期间费用率 12.07%, 同比+4.69pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率 10.80%/1.10%/0.12%/0.06%, 同比+4.34/+0.46/+0.05/-0.16pct。期间费用率的总体提升主要系收入端承压, 具体来看 25H1 销售费用同降 6%, 主要来自广告宣传费用及电商渠道费用同比下降; 管理费用同降 4%; 财务费用 252 万元, 去年同期为 1782 万元, 主要由于短期借款利息同比减

少。25H1 投资收益 0.16 亿元，24H1 为-0.55 亿元，主要为黄金租赁业务到期归还所形成的投资损益以及对联营企业所形成的股权投资损益。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 25-27 年收入 118/132/148 亿元，同比 -15%/+12%/+12%，归母净利润 10.89/12.01/13.14 亿元，同比 +8%/+10%/+9%，对应 8 月 28 日收盘价 PE 为 13/12/11X。25Q2 公司利润表现优异，并依托高分红延续较好股息率，维持“买入”评级。

风险因素：金价剧烈波动；拓店不及预期；消费需求疲软。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	16,290	13,891	11,758	13,209	14,821
增长率 YoY %	46.5%	-14.7%	-15.4%	12.3%	12.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,316	1,010	1,089	1,201	1,314
增长率 YoY%	20.7%	-23.2%	7.8%	10.3%	9.4%
毛利率%	18.1%	20.8%	23.8%	23.2%	22.5%
净资产收益率ROE%	20.6%	15.9%	17.0%	18.2%	19.2%
EPS(摊薄)(元)	1.21	0.93	1.00	1.11	1.21
市盈率 P/E(倍)	11.09	14.45	13.41	12.16	11.11
市净率 P/B(倍)	2.29	2.30	2.27	2.21	2.13

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测;股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,448	6,161	6,370	6,709	7,091
货币资金	852	1,158	1,192	1,032	1,224
应收票据	1	0	1	0	1
应收账款	1,497	291	297	363	378
预付账款	14	14	13	13	15
存货	3,643	4,270	4,444	4,860	5,035
其他	442	429	424	441	438
非流动资产	1,564	1,675	1,584	1,568	1,542
长期股权投资	155	157	157	157	157
固定资产	14	31	514	481	443
无形资产	386	376	353	330	307
其他	1,010	1,111	560	601	635
资产总计	8,012	7,836	7,954	8,278	8,633
流动负债	1,569	1,399	1,455	1,605	1,728
短期借款	200	0	200	200	200
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	149	174	125	157	162
其他	1,220	1,225	1,130	1,248	1,366
非流动负债	59	86	86	86	86
长期借款	18	17	17	17	17
其他	41	69	69	69	69
负债合计	1,628	1,485	1,540	1,691	1,813
少数股东权益	3	-5	-10	-16	-23
归属母公司股东权益	6,381	6,356	6,424	6,603	6,842
负债和股东权益	8,012	7,836	7,954	8,278	8,633

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,290	13,891	11,758	13,209	14,821
同比 (%)	46.5%	-14.7%	-15.4%	12.3%	12.2%
归属母公司净利润	1,316	1,010	1,089	1,201	1,314
同比	20.7%	-23.2%	7.8%	10.3%	9.4%
毛利率 (%)	18.1%	20.8%	23.8%	23.2%	22.5%
ROE%	20.6%	15.9%	17.0%	18.2%	19.2%
EPS (摊薄)(元)	1.21	0.93	1.00	1.11	1.21
P/E	11.09	14.45	13.41	12.16	11.11
P/B	2.29	2.30	2.27	2.21	2.13
EV/EBITDA	8.56	9.56	8.33	7.65	6.96

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,290	13,891	11,758	13,209	14,821
营业成本	13,333	11,002	8,963	10,149	11,491
营业税金及附加	147	173	146	164	184
销售费用	944	1,167	1,023	1,116	1,223
管理费用	106	111	100	112	119
研发费用	12	14	9	9	9
财务费用	4	22	35	40	41
减值损失合计	-8	-18	-10	-10	-10
投资净收益	-86	-109	-71	-66	-59
其他	47	8	-15	-13	-11
营业利润	1,695	1,283	1,387	1,530	1,675
营业外收支	13	8	10	10	10
利润总额	1,708	1,291	1,397	1,540	1,685
所得税	396	290	313	345	378
净利润	1,313	1,002	1,084	1,195	1,307
少数股东损益	-3	-8	-5	-6	-7
归属母公司净利润	1,316	1,010	1,089	1,201	1,314
EBITDA	1,880	1,558	1,649	1,818	1,969
EPS (当年)(元)	1.21	0.93	1.00	1.11	1.21

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	139	1,856	967	1,084	1,495
净利润	1,313	1,002	1,084	1,195	1,307
折旧摊销	104	137	117	142	153
财务费用	28	35	35	40	41
投资损失	86	109	71	66	59
营运资金变动	-1,398	547	-369	-388	-96
其它	6	26	30	30	30
投资活动现金流	-230	-205	-117	-213	-206
资本支出	-215	-195	-16	-117	-117
长期投资	0	-10	0	0	0
其他	-15	0	-101	-96	-89
筹资活动现金流	-875	-1,346	-816	-1,031	-1,097
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	200	-201	200	0	0
支付利息或股息	-1,001	-1,063	-1,066	-1,071	-1,127
现金流净增加额	-967	305	34	-159	192



研究团队简介

范欣悦，商社首席分析师，CFA。曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

蔡昕妤，商社分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、社服板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。