

周大生（002867）

2025 年半年报点评：25Q2 归母净利同比+31.3%，盈利能力显著回升

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	16,290	13,891	15,225	16,739	18,379
同比（%）	46.52	(14.73)	9.60	9.95	9.79
归母净利润（百万元）	1,316	1,010	1,112	1,216	1,308
同比（%）	20.67	(23.25)	10.07	9.33	7.57
EPS-最新摊薄（元/股）	1.21	0.93	1.02	1.12	1.20
P/E（现价&最新摊薄）	10.80	14.08	12.79	11.70	10.87

投资要点

- **公司发布 2025H1 业绩，25H1 分红率达 46%：**2025H1，公司实现营收 46.0 亿元，同比下降 43.9%，实现归母净利润 5.9 亿元，同比下降 1.3%，扣非后归母净利 5.8 亿元，同比下降 0.7%。2025Q2 公司实现营收 19.2 亿元，同比下降 38.5%，实现归母净利润 3.4 亿元，同比增加 31.3%，扣非后归母净利 3.4 亿元，同比增加 36.1%。25H1 公司分红 2.5 元/10 股，分红率达 46%，加上 25 年期初分红 6.5 元/10 股，2025 全年累计分红 9 元/10 股。
- **素金和镶嵌首饰产品毛利率提升，线上收入较为稳健：**分品类看，25H1 素金/镶嵌/其他首饰分别实现收入 34.2/2.9/3.2 亿元，分别同比-50.9%/-23.1%/+11.1%，收入分别占比 74.3%/6.2%/7.0%，素金/镶嵌/其他首饰 25H1 毛利率分别为 16.8%/30.4%/52.9%，同比分别+7.0pct/+4.4pct/-4.2pct。分渠道看，25H1 自营/加盟/电商渠道分别实现收入 8.9/24.3/11.7 亿元，同比分别-7.6%/-59.1%/-1.9%，收入分别占比 19.4%/52.8%/25.4%。
- **盈利能力持续大幅提升：**①**毛利率：**25H1 为 30.3%，同比+12.0pct；25Q2 毛利率为 36.1%，同比+13.1pct，主要系金价上涨与产品结构改善带动。②**期间费用率：**25H1 为 12.1%，同比+4.7pct，主要系销售费用率同比+4.3pct；25Q2 期间费用率为 14.1%，同比+4.0pct，主要系销售费用率同比+3.7pct。③**归母净利率：**25H1 为 12.9%，同比+5.6pct；25Q2 归母净利率 17.8%，同比+9.4pct。
- **门店结构持续优化：**截至 25H1 末，周大生品牌终端门店数量 4718 家，其中自营/加盟店分别 407/4311 家，25H1 期内净关闭门店 290 家，其中自营/加盟店分别净+54/-344 家；25Q2 期内净关闭门店 113 家，其中自营/加盟店分别净+11/-124 家。
- **公司品牌矩阵战略全面发力：**①“周大生×国家宝藏”全面升级，与国家级工艺美术大师合作，陆续研发并推出涵盖装扮、婚恋、收藏、祝福礼赠等不同细分场景的产品系列。②“周大生经典”定位非遗时尚，传承“非遗造办”理念，再图发展。③“转珠阁”定位国风文创珠串品牌，大胆突破黄金产品边界，强力破局。多品牌矩阵通过精准的市场细分和差异化定位，助力公司持续提升品牌渗透力。
- **盈利预测与投资评级：**周大生作为国内头部珠宝品牌，注重品牌年轻化和产品创新，多品牌矩阵持续发力，持续通过 IP 联名、婚庆场景和日常饰品系列拓宽消费群体，依托渠道布局提升渗透力。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 11.1/12.2/13.1 亿元，同比分别+10.1%/+9.3%/+7.6%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端需求不及预期，开店不及预期，金价波动等。

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

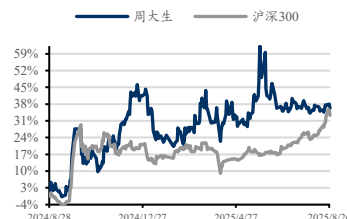
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.10
一年最低/最高价	10.07/16.34
市净率(倍)	2.28
流通 A 股市值(百万元)	14,136.17
总市值(百万元)	14,219.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.75
资产负债率(%，LF)	20.57
总股本(百万股)	1,085.47
流通 A 股(百万股)	1,079.10

相关研究

《周大生(002867)：2024 年报及 2025 年一季报点评：持续高分红，期待 25 年业绩逐季修复》

2025-05-03

《周大生(002867)：2024 三季报点评：Q3 收入端面临较大压力，静待 Q4 环比改善》

2024-11-01

周大生三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,161	6,692	7,992	9,840	营业总收入	13,891	15,225	16,739	18,379
货币资金及交易性金融资产	1,158	1,574	2,388	3,704	营业成本(含金融类)	11,002	12,304	13,576	14,980
经营性应收款项	304	1,281	1,409	1,547	税金及附加	173	137	151	165
存货	4,270	3,418	3,771	4,161	销售费用	1,167	1,218	1,309	1,421
合同资产	0	0	0	0	管理费用	111	107	117	127
其他流动资产	429	420	424	429	研发费用	14	11	12	13
非流动资产	1,675	1,705	1,704	1,703	财务费用	22	(19)	(32)	(56)
长期股权投资	157	157	157	157	加:其他收益	19	30	33	37
固定资产及使用权资产	151	147	143	139	投资净收益	(109)	(61)	(67)	(74)
在建工程	806	806	806	806	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	376	378	381	384	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	36	36	36	36	营业利润	1,283	1,438	1,573	1,693
其他非流动资产	149	181	181	181	营业外净收支	8	10	10	10
资产总计	7,836	8,398	9,696	11,543	利润总额	1,291	1,448	1,583	1,703
流动负债	1,399	1,290	1,372	1,912	减:所得税	290	336	367	395
短期借款及一年内到期的非流动负债	62	70	70	70	净利润	1,002	1,112	1,216	1,308
经营性应付款项	212	167	184	203	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	21	15	17	18	归属母公司净利润	1,010	1,112	1,216	1,308
其他流动负债	1,104	1,037	1,101	1,620	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.93	1.02	1.12	1.20
非流动负债	86	87	87	87	EBIT	1,421	1,428	1,551	1,646
长期借款	17	17	17	17	EBITDA	1,558	1,435	1,558	1,652
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.80	19.19	18.90	18.49
租赁负债	57	57	57	57	归母净利率(%)	7.27	7.30	7.26	7.11
其他非流动负债	12	13	13	13	收入增长率(%)	(14.73)	9.60	9.95	9.79
负债合计	1,485	1,377	1,459	1,999	归母净利润增长率(%)	(23.25)	10.07	9.33	7.57
归属母公司股东权益	6,356	7,026	8,241	9,549					
少数股东权益	(5)	(5)	(5)	(5)					
所有者权益合计	6,351	7,021	8,236	9,544					
负债和股东权益	7,836	8,398	9,696	11,543					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,856	932	892	1,400	每股净资产(元)	5.80	6.47	7.59	8.80
投资活动现金流	(205)	(67)	(62)	(69)	最新发行在外股份(百万股)	1,085	1,085	1,085	1,085
筹资活动现金流	(1,346)	(447)	(15)	(15)	ROIC(%)	16.72	16.07	15.33	14.00
现金净增加额	305	416	814	1,316	ROE-摊薄(%)	15.89	15.83	14.75	13.69
折旧和摊销	137	6	7	6	资产负债率(%)	18.95	16.40	15.05	17.32
资本开支	(195)	5	5	5	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.08	12.79	11.70	10.87
营运资本变动	547	(232)	(403)	7	P/B (现价)	2.26	2.02	1.73	1.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>