

周大生 (002867.SZ)

2025 年 08 月 28 日

2025Q2 业绩超预期，关注后续品牌升级和产品优化

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

姚慕宇 (联系人)

huangzpeng@kysec.cn

yaomuyu@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790125040021

日期 2025/8/28

当前股价(元)	13.45
---------	-------

一年最高最低(元)	16.34/10.07
-----------	-------------

总市值(亿元)	146.00
---------	--------

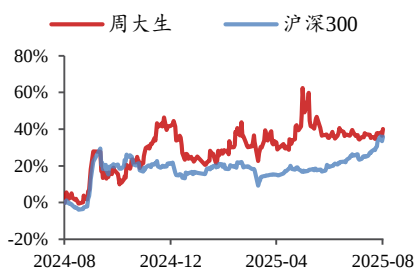
流通市值(亿元)	145.14
----------	--------

总股本(亿股)	10.85
---------	-------

流通股本(亿股)	10.79
----------	-------

近3个月换手率(%)	65.71
------------	-------

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q1 业绩短期承压，关注后续品牌矩阵优化—公司信息更新报告》
-2025.5.1

《经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能—公司信息更新报告》-2024.11.1

《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

● 2025Q2 归母净利润同比+31.3%

公司发布中报：2025H1 实现营收 45.97 亿元（同比-43.9%，下同）、归母净利润 5.94 亿元（-1.3%）；2025Q2 实现营收 19.24 亿元（-38.5%）、归母净利润 3.42 亿元（+31.3%）；此外拟每股派息 0.25 元。我们认为，公司通过重塑多品牌定位和产品结构优化，聚焦存量店效提升，成长势能有望复苏。我们维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润为 11.51/13.60/15.89 亿元，对应 EPS 为 1.06/1.25/1.46 元，当前股价对应 PE 为 12.7/10.7/9.2 倍，维持“买入”评级。

● 受益金价上行和产品结构优化，公司盈利能力显著提升

2025H1 分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 8.90/11.68/24.25 亿元，同比-7.6%/-1.9%/-59.1%；分产品看，素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 34.15/2.86/3.80 亿元，同比-50.9%/-23.1%/+4.4%，素金类产品受金价上涨冲击，销售端有所承压。盈利能力方面，2025H1 公司综合毛利率为 30.3% (+12.0pct)，销售/管理/财务费用率分别为 10.8%/1.1%/0.1%，同比分别+4.3pct/+0.5pct/-0.2pct。综合来看，2025H1 毛利率大幅提振主要受益产品结构优化及金价上升带来的定价红利，其中费用率抬升主要系收入端下滑但费用投放刚性所致。

● 直营渠道保持韧性，继续关注后续品牌矩阵升级和产品结构优化

(1)渠道:2025H1 公司线下新开/净开门店 204 家/-290 家,期末门店总数达 4718 家,其中加盟/自营分别净开-344/54 家,加盟渠道承压,直营渠道继续保持韧性。

(2) 品牌：继续加强“周大生 X 国家宝藏”“周大生经典”“转珠阁”等多品牌矩阵建设，同时重视营销推广，以持续式、脉冲式、矩阵式的广告投放策略，构建了由各类媒介整合的立体式品牌营销传播体系，全方位覆盖目标消费群体。

(3) 产品：继续推动产品结构优化，根据金价走势和消费情绪变化，动态调整产品组合、营销策略与库存结构，维持全年货盘稳定，此外重视 IP 款打造，以迎今年轻消费群体偏好。

● **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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,290	13,891	15,297	17,288	19,559
YOY(%)	46.5	-14.7	10.1	13.0	13.1
归母净利润(百万元)	1,316	1,010	1,151	1,360	1,589
YOY(%)	20.7	-23.2	14.0	18.2	16.8
毛利率(%)	18.1	20.8	21.6	21.8	21.9
净利率(%)	8.1	7.2	7.5	7.9	8.1
ROE(%)	20.6	15.8	15.3	15.4	15.2
EPS(摊薄/元)	1.21	0.93	1.06	1.25	1.46
P/E(倍)	11.1	14.5	12.7	10.7	9.2
P/B(倍)	2.3	2.3	1.9	1.6	1.4

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)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6448	6161	7385	8773	10521	营业收入	16290	13891	15297	17288	19559
现金	852	1158	1562	1626	2244	营业成本	13334	11002	11989	13515	15283
应收票据及应收账款	1498	291	2770	1073	3530	营业税金及附加	147	173	146	164	196
其他应收款	67	51	79	68	98	营业费用	944	1167	1453	1608	1780
预付账款	14	14	17	18	21	管理费用	106	111	107	121	117
存货	3643	4270	2581	5610	4250	研发费用	12	14	15	17	20
其他流动资产	375	378	378	378	378	财务费用	4	22	31	35	39
非流动资产	1564	1675	1678	1694	1697	资产减值损失	-8	-18	10	10	10
长期投资	155	157	157	157	157	其他收益	39	19	30	30	30
固定资产	14	31	186	292	358	公允价值变动收益	7	4	0	0	0
无形资产	386	376	356	336	313	投资净收益	-86	-109	-90	-90	-90
其他非流动资产	1010	1111	979	909	870	资产处置收益	1	1	0	0	0
资产总计	8012	7836	9063	10466	12218	营业利润	1695	1283	1486	1758	2054
流动负债	1569	1399	1478	1524	1691	营业外收入	15	12	12	12	12
短期借款	200	0	0	0	0	营业外支出	2	4	3	3	3
应付票据及应付账款	149	174	177	219	229	利润总额	1708	1291	1495	1767	2063
其他流动负债	1220	1225	1300	1306	1462	所得税	396	290	344	406	475
非流动负债	59	86	82	79	76	净利润	1313	1002	1151	1360	1589
长期借款	18	17	14	10	7	少数股东损益	-3	-8	0	0	0
其他非流动负债	41	69	69	69	69	归属母公司净利润	1316	1010	1151	1360	1589
负债合计	1628	1485	1560	1603	1767	EBITDA	1738	1315	1533	1810	2123
少数股东权益	3	-5	-5	-5	-5	EPS(元)	1.21	0.93	1.06	1.25	1.46
股本	1096	1096	1096	1096	1096	主要财务比率					
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	4444	4423	5116	5952	7015	成长能力					
归属母公司股东权益	6381	6356	7507	8868	10457	营业收入(%)	46.5	-14.7	10.1	13.0	13.1
负债和股东权益	8012	7836	9063	10466	12218	营业利润(%)	20.3	-24.3	15.8	18.3	16.9
现金流量表(百万元)						归属于母公司净利润(%)	20.7	-23.2	14.0	18.2	16.8
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	139	1856	643	273	847	毛利率(%)	18.1	20.8	21.6	21.8	21.9
净利润	1313	1002	1151	1360	1589	净利率(%)	8.1	7.2	7.5	7.9	8.1
折旧摊销	42	57	53	65	92	ROE(%)	20.6	15.8	15.3	15.4	15.2
财务费用	4	22	31	35	39	ROIC(%)	23.1	19.1	19.7	18.9	19.4
投资损失	86	109	90	90	90	偿债能力					
营运资金变动	-1397	548	-682	-1277	-963	资产负债率(%)	20.3	18.9	17.2	15.3	14.5
其他经营现金流	91	118	0	0	0	净负债比率(%)	-8.8	-16.9	-20.5	-18.1	-21.3
投资活动现金流	-230	-205	-146	-171	-186	流动比率	4.1	4.4	5.0	5.8	6.2
资本支出	215	195	56	81	96	速动比率	1.5	1.1	3.0	1.8	3.5
长期投资	0	-10	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	-15	0	-90	-90	-90	总资产周转率	2.1	1.8	1.8	1.8	1.7
筹资活动现金流	-875	-1346	-93	-38	-43	应收账款周转率	14.1	15.5	10.0	9.0	8.5
短期借款	200	-200	0	0	0	应付账款周转率	66.5	68.2	68.2	68.2	68.2
长期借款	0	-1	-3	-3	-3	每股指标(元)					
普通股增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.21	0.93	1.06	1.25	1.46
资本公积增加	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.71	0.59	0.25	0.78
其他筹资现金流	-1076	-1144	-89	-35	-39	每股净资产(最新摊薄)	5.88	5.86	6.92	8.17	9.63
现金净增加额	-967	305	404	64	619	估值比率					
数据来源：聚源、开源证券研究所						P/E	11.1	14.5	12.7	10.7	9.2
						P/B	2.3	2.3	1.9	1.6	1.4
						EV/EBITDA	8.2	10.4	8.6	7.3	5.9

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。投资者应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