

2025年08月28日

# 毛利率显著提升，加盟门店阶段性收缩

## 周大生(002867)

评级:	买入	股票代码:	002867
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	16.34/10.07
目标价格:		总市值(亿)	146.00
最新收盘价:	13.45	自由流通市值(亿)	145.14
		自由流通股数(百万)	1,079.10

### 事件概述

2025H1，公司实现营收 45.97 亿元/-43.92%，归母净利润 5.94 亿元/-1.27%，扣非归母净利润 5.81 亿元/-0.66%；单 Q2 来看，实现营收 19.24 亿元/-38.47%，归母净利润 3.42 亿元/+31.32%，扣非归母净利润 3.39 亿元/+36.13%。此外，公司向全体股东拟每 10 股派发现金股利 2.5 元（含税），2025 年上半年分红率达 46%。

### 分析判断:

#### ▶ 素金首饰占比下降，银饰等辅品类成为结构性亮点

分产品来看，2025H1，公司素金首饰/镶嵌首饰/其他首饰/品牌使用费收入分别为 34.15/2.86/3.20/3.80 亿元，同比-50.94%/-23.08%/+11.11%/+4.38%；收入占比分别为 74.30%/6.23%/6.97%/8.27%，同比-10.64pct/+1.69pct/+3.45pct/+3.83pct。素金首饰受金价上涨冲击最为直接，镶嵌首饰在特定消费需求场景支撑下降幅收窄，银饰等辅品类借势“悦己”及“轻珠宝”消费趋势，实现了较好增长。

#### ▶ 单店承压，加盟门店阶段性收缩

2025H1，公司加盟/自营（线下）/电商渠道收入分别为 24.25/8.90/11.68 亿元，同比-59.1%/-7.6%/-1.9%。店效方面，2025H1，公司自营平均单店营收 224.28 万元/-21.30%，加盟业务单店平均营收 53.93 万元/-56.33%，加盟商在高金价环境下普遍降低补货频次，渠道信心仍待恢复。展店方面，2025H1，公司门店净关 290 家至 4718 家，其中，自营门店净增 54 家至 407 家、加盟门店净关 344 家至 4311 家。

#### ▶ 产品结构优化+金价上行，驱动毛利率显著提升

2025H1，公司整体毛利率 30.34%/+11.96pct，主要得益于产品结构优化及金价上行带来的定价红利，素金首饰/镶嵌首饰/其他首饰毛利率分别为 16.77%/30.40%/52.87%，同比+6.98pct/+4.38pct/-4.17pct。费用端，2025H1，公司管理费用率/销售费用率/研发费用率分别为 1.10%/10.80%/0.12%，同比+4.34pct/+0.46pct/0.05pct。

### 投资建议

结合上半年业绩表现，我们调整此前盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收分别为 115.79/131.36/144.29 亿元（原预测 2025-2026 年为 206.99/233.79 亿元），归母净利润分别为 11.08/12.51/14.08 亿元（原预测 2025-2026 年为 14.91/17.07 亿元），EPS 分别为 1.02/1.15/1.30 元（原预测 2025-2026 年为 1.36/1.56 元），最新股价（8 月 28 日收盘价 13.45 元）对应 PE 分别为 13/12/10 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、金价大幅波动、门店拓展不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,290	13,891	11,579	13,136	14,429
YoY (%)	46.5%	-14.7%	-16.6%	13.5%	9.8%
归母净利润(百万元)	1,316	1,010	1,108	1,251	1,408
YoY (%)	20.7%	-23.2%	9.7%	13.0%	12.5%
毛利率 (%)	18.1%	20.8%	24.8%	24.2%	24.2%
每股收益 (元)	1.21	0.93	1.02	1.15	1.30
ROE	20.6%	15.9%	15.8%	15.1%	14.5%
市盈率	11.12	14.46	13.18	11.67	10.37

资料来源: wind, 华西证券研究所

**分析师: 许光辉**

邮箱: xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话:

**分析师: 王璐**

邮箱: wanglu2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523040001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,891	11,579	13,136	14,429	净利润	1,002	1,099	1,241	1,396
YoY (%)	-14.7%	-16.6%	13.5%	9.8%	折旧和摊销	137	103	62	62
营业成本	11,002	8,709	9,956	10,941	营运资金变动	547	-674	475	-86
营业税金及附加	173	144	163	179	经营活动现金流	1,856	496	1,787	1,381
销售费用	1,167	1,204	1,261	1,342	资本开支	-195	-83	-55	-59
管理费用	111	116	125	130	投资	-10	-4	-3	-3
财务费用	22	8	18	22	投资活动现金流	-205	-80	-58	-62
研发费用	14	12	14	15	股权募资	0	-170	0	0
资产减值损失	-18	0	0	0	债务募资	-200	302	0	0
投资收益	-109	16	0	0	筹资活动现金流	-1,346	-144	-9	-9
营业利润	1,283	1,416	1,600	1,800	现金净流量	305	271	1,720	1,310
营业外收支	8	1	0	0					
利润总额	1,291	1,416	1,600	1,800	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	290	318	359	404	<b>成长能力</b>				
净利润	1,002	1,099	1,241	1,396	营业收入增长率	-14.7%	-16.6%	13.5%	9.8%
归属于母公司净利润	1,010	1,108	1,251	1,408	净利润增长率	-23.2%	9.7%	13.0%	12.5%
YoY (%)	-23.2%	9.7%	13.0%	12.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.93	1.02	1.15	1.30	毛利率	20.8%	24.8%	24.2%	24.2%
					净利率	7.3%	9.6%	9.5%	9.8%
					总资产收益率 ROA	12.9%	12.9%	12.6%	12.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	净资产收益率 ROE	15.9%	15.8%	15.1%	14.5%
货币资金	1,158	1,429	3,148	4,459	<b>偿债能力</b>				
预付款项	14	9	10	11	流动比率	4.40	4.53	5.07	5.69
存货	4,270	4,838	4,425	4,559	速动比率	<b>1.07</b>	<b>1.14</b>	<b>2.14</b>	<b>2.82</b>
其他流动资产	720	651	693	727	现金比率	0.83	0.93	1.93	2.60
流动资产合计	6,161	6,927	8,276	9,756	资产负债率	18.9%	18.7%	17.2%	15.7%
长期股权投资	157	157	157	157	<b>经营效率</b>				
固定资产	31	434	413	393	总资产周转率	1.75	1.41	1.41	1.35
无形资产	376	364	364	364	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	1,675	1,690	1,686	1,686	每股收益	0.93	1.02	1.15	1.30
资产合计	7,836	8,617	9,962	11,442	每股净资产	5.80	6.47	7.62	8.92
短期借款	0	200	200	200	每股经营现金流	1.69	0.46	1.65	1.27
应付账款及票据	174	138	157	173	每股股利	0.95	0.25	0.00	0.00
其他流动负债	1,225	1,190	1,274	1,342	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	1,399	1,528	1,632	1,715	PE	14.46	13.18	11.67	10.37
长期借款	17	0	0	0	PB	2.51	2.08	1.76	1.51
其他长期负债	69	82	82	82					
非流动负债合计	86	82	82	82					
负债合计	1,485	1,609	1,713	1,796					
股本	1,096	1,085	1,085	1,085					
少数股东权益	-5	-14	-24	-36					
股东权益合计	6,351	7,008	8,249	9,646					
负债和股东权益合计	7,836	8,617	9,962	11,442					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。