

周大生 (002867.SZ)

2025H1 利润率提升，关注公司产品以及渠道优化进度

公司 2025H1 营收下降 43.9%/-1.3%。公司发布 2025H1 中报，营收同比下降 43.9%至 46 亿元，得益于产品结构优化及金价上行带来的定价红利，毛利率同比提升 12pcts 至 30.3%。上半年销售费用率同比提升 4.3pcts 至 10.8%，管理费用率提升 0.5pcts 至 1.1%，叠加上半年公司产生投资收益约为 1600 万元（主要为偿还黄金借贷产生的收益，2024H1 为亏损约为 5500 万元），综上 2025H1 公司归母净利率同比提升 5.6pcts 至 12.9%，归母净利润下降 1.3%至 5.9 亿元。分红方面，2025H1 公司每 10 股派发现金股利 2.5 元（含税），分红率 46%，同比稳定。

➤ **单 Q2 来看：**公司营收同比下降 38.47%至 19.24 亿元，归母净利润同比大幅增长 31.32%至 3.42 亿元，我们判断归母净利润的增长一方面来源于 Q2 毛利率的提升，另一方面 Q2 公司加大费用管控力度，同时 Q2 公司偿还黄金借贷也产生了较多的投资收益贡献。

分渠道来看：

1) 自营线下：H1 拓店迅速，产品结构优化带动毛利率提升。2025H1 自营（线下）渠道营收同比下降 7.56%至 8.9 亿元，截至 2025H1 末自营门店较年初净开 54 家至 407 家。

拆分单店来看：2025H1 自营店单店营收同比下降 21.3%至 224.28 万元（镶嵌/黄金产品分别+24.91%/-24.56%），单店毛利同比增长 6.04%至 78.67 万元（镶嵌/黄金产品分别-2.17%/+5.65%），我们判断由于自营模式产品周转较长，因此金价提升对直营渠道毛利率帮助较大，同时公司持续推进高毛利产品推广，自营渠道作为公司品牌产品形象展示的重要窗口，高毛利产品销售占比或更高。

2) 自营线上：积极优化线上各销售品类，提升线上运营效率。2025H1 电商渠道营收同比下降 1.94%至 11.68 亿元，其中镶嵌类收入 7676.52 万元，同比下降 14.71%；素金类收入 7.83 亿元，同比下降 3.5%；时尚银饰等其他产品营收 2.96 亿元，同比增长 4.23%，期内公司对产品品类结构进行的优化调整，电商渠道整体经营业务保持稳定。

3) 加盟业务：加盟门店低效店出清，收入结构上品牌使用费占比提升。2025H1 公司加盟业务营收同比下降 59.12%至 24.3 亿元，截至 2025H1 末加盟门店净关 344 家至 4311 家，由于金价上涨以及消费环境波动，部分运营能力较弱的加盟商门店出清。

拆分单店来看：2025H1 加盟业务单店拿货收入同比下降 56.33%至 53.93 万元（镶嵌/黄金/品牌使用费分别-35%/-63%/+10%），单店毛利同比下降 16.48%至 13.88 万元（镶嵌/黄金/品牌使用费分别-16%/-50%/+10%）。我们判断期内加盟商拿货意愿仍然较弱使得批发拿货大幅下降，同时部分订单也转移为指定供应商模式结算导致品牌使用费增长较快。从毛利率角度看，一方面受益于金价上涨，另一方面公司也在着力推广高附加值产品，叠加品牌使用费占比增加，加盟单店毛利率仍有明显提升。

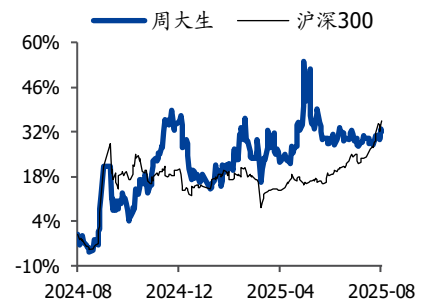
终端动销放缓致使 2025H1 存货周转延长，销售下降导致现金流入减少。2025H1 公司存货周转天数同比延长 143 天至 248 天，我们判断存货周转天数延长一方面系终端动销放缓影响加盟商拿货所致，另一方面系期内线

增持（维持）

股票信息

行业	饰品
前次评级	增持
08 月 29 日收盘价（元）	13.37
总市值（百万元）	14,512.79
总股本（百万股）	1,085.47
其中自由流通股（%）	99.41
30 日日均成交量（百万股）	8.56

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《周大生 (002867.SZ)：2024/2025Q1 业绩承压，关注公司产品以及渠道优化进度》 2025-04-30
- 《周大生 (002867.SZ)：2024Q3 加盟业务发货承压，电商增速优异》 2024-11-02
- 《周大生 (002867.SZ)：2024H1 业绩波动，分红政策稳健》 2024-09-04

下自营业占比提升。应收账款周转天数同比缩短 9 天至 10 天，2025H1 公司经营活动现金流净额为 4.03 亿元，同比下降 69%，主要系销售下降所致。

展望 2025 年，我们预计公司归母净利润增长 8.5%。展望 2025 年，我们预计公司将以门店结构优化以及产品结构优化为业务重点，短期由于消费环境波动以及公司加盟业务结算模式的调整，营收下降 30.7%至 96.32 亿元，随着毛利率的提升以及费用效率的优化，归母净利润增长 8.5%至 10.96 亿元。

盈利预测和投资建议：公司作为国内珠宝行业头部公司，持续推动产品以及渠道结构优化，当前我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.96/12.08/13.13 亿元，现价对应 2025 年 PE 为 13 倍，维持“增持”评级。

风险提示：门店拓展不及预期；需求恢复不及预期；原材料价格波动。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16,290	13,891	9,632	10,223	10,975
增长率 yoy（%）	46.5	-14.7	-30.7	6.1	7.4
归母净利润（百万元）	1,316	1,010	1,096	1,208	1,313
增长率 yoy（%）	20.7	-23.2	8.5	10.2	8.7
EPS 最新摊薄（元/股）	1.21	0.93	1.01	1.11	1.21
净资产收益率（%）	20.6	15.8	16.2	16.6	16.7
P/E（倍）	11.0	14.4	13.2	12.0	11.1
P/B（倍）	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6448	6161	7247	7454	8503
现金	852	1158	5508	2530	6606
应收票据及应收账款	1498	291	950	367	1046
其他应收款	67	51	8	61	16
预付账款	14	14	18	16	21
存货	3643	4270	386	4103	436
其他流动资产	375	378	378	378	378
非流动资产	1564	1675	1379	1362	1334
长期投资	155	157	152	146	141
固定资产	14	31	125	187	219
无形资产	386	376	367	358	350
其他非流动资产	1010	1111	736	670	625
资产总计	8012	7836	8626	8816	9837
流动负债	1569	1399	1822	1530	1965
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	149	174	824	316	906
其他流动负债	1220	1225	998	1214	1059
非流动负债	59	86	78	75	71
长期借款	18	17	10	6	3
其他非流动负债	41	69	69	69	69
负债合计	1628	1485	1900	1605	2036
少数股东权益	3	-5	-14	-24	-34
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327
留存收益	4444	4423	4743	5096	5480
归属母公司股东权益	6381	6356	6740	7235	7835
负债和股东权益	8012	7836	8626	8816	9837

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	139	1856	4685	-2457	4596
净利润	1313	1002	1087	1198	1302
折旧摊销	42	58	61	43	60
财务费用	4	22	-51	-64	-71
投资损失	86	109	-152	-152	-152
营运资金变动	-1397	548	3745	-3477	3463
其他经营现金流	91	118	-5	-4	-6
投资活动现金流	-230	-205	392	131	125
资本支出	215	195	-290	-11	-23
长期投资	0	-10	5	5	5
其他投资现金流	-15	-20	107	125	108
筹资活动现金流	-875	-1346	-727	-652	-645
短期借款	200	-200	0	0	0
长期借款	0	-1	-7	-4	-4
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1076	-1144	-720	-648	-641
现金净增加额	-967	305	4350	-2977	4076

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16290	13891	9632	10223	10975
营业成本	13334	11002	6984	7406	7943
营业税金及附加	147	173	120	127	136
营业费用	944	1167	1233	1278	1350
管理费用	106	111	96	82	88
研发费用	12	14	10	11	11
财务费用	4	22	-51	-64	-71
资产减值损失	-8	-18	-12	-13	-14
其他收益	39	19	19	19	19
公允价值变动收益	7	4	4	4	4
投资净收益	-86	-109	152	152	152
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	1695	1283	1404	1547	1680
营业外收入	15	12	13	13	13
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	1708	1291	1413	1556	1689
所得税	396	290	326	358	387
净利润	1313	1002	1087	1198	1302
少数股东损益	-3	-8	-9	-10	-11
归属母公司净利润	1316	1010	1096	1208	1313
EBITDA	1738	1315	1375	1478	1613
EPS (元)	1.21	0.93	1.01	1.11	1.21

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	46.5	-14.7	-30.7	6.1	7.4
营业利润(%)	20.3	-24.3	9.4	10.2	8.6
归属于母公司净利润(%)	20.7	-23.2	8.5	10.2	8.7
获利能力					
毛利率(%)	18.1	20.8	27.5	27.6	27.6
净利率(%)	8.1	7.3	11.4	11.8	12.0
ROE(%)	20.6	15.8	16.2	16.6	16.7
ROIC(%)	19.4	15.0	14.8	15.1	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	20.3	18.9	22.0	18.2	20.7
净负债比率(%)	-8.3	-16.0	-80.8	-34.1	-83.8
流动比率	4.1	4.4	4.0	4.9	4.3
速动比率	1.5	1.1	3.5	1.9	3.9
营运能力					
总资产周转率	2.1	1.8	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	14.1	15.5	15.5	15.5	15.5
应付账款周转率	63.5	68.2	14.0	13.0	13.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.21	0.93	1.01	1.11	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.71	4.32	-2.26	4.23
每股净资产(最新摊薄)	5.88	5.86	6.21	6.67	7.22
估值比率					
P/E	11.0	14.4	13.2	12.0	11.1
P/B	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	8.1	10.4	6.7	8.2	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com