

纺织服饰

2025 年 08 月 30 日

周大生 (002867)

——金价+产品结构优化大幅抬升毛利率，加力完善品牌矩阵

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 08 月 29 日

收盘价 (元)	13.37
一年内最高/最低 (元)	16.34/10.07
市净率	2.3
股息率% (分红/股价)	7.11
流通 A 股市值 (百万元)	14,428
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	5.75
资产负债率%	20.57
总股本/流通 A 股 (百万)	1,085/1,079
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《周大生 (002867) 点评：金价高企下业绩承压，品牌升级完善矩阵》2025/04/30
《周大生 (002867) 点评：黄金销售持续承压，Q3 线上业务逆势增长》2024/10/31

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lixl2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 半年度报告，利润表现超预期。**据公司公告，1) 25H1 公司实现营业收入 45.97 亿元，同比减少 43.92%；归属于母公司所有者的净利润 5.94 亿元，同比减少 1.27%；归属于母公司扣非净利润 5.81 亿元，同比减少 0.66%。2) 25Q2 公司实现营业收入 19.24 亿元，同比减少 38.47%；归属于母公司所有者的净利润 3.42 亿元，同比增长 31.32%；归属于母公司扣非净利润 3.39 亿元，同比增长 36.13%。
- **金价高企下各品类产品承压，自营、线上业务展现韧性。**据公司公告，25Q2 素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现收入 13.00/1.58/1.69 亿元，同比 -46.86%/-35.25%/+31.94%，占营收的 67.58%/8.21%/8.79%。素金首饰产品收入规模收缩主因金价高企，导致金饰克重购买力下降及零售商补货需求疲软，以及公司自营业务占比提升和加盟体系的指定供应商的出货模式占比提升，综合带来渠道收入的结构影响。镶嵌首饰产品承压因市场仍处于调整之中。品牌使用费受公司积极调整货品结构影响增长。分渠道看，25Q2 自营线下/线上/加盟业务收入 3.63/6.34/8.41 亿元，同比 +8.93%/+2.47%/-60.01%，其中各渠道黄金销售收入分别同比 +3.84%/-13.87%/-68.86%。
- **门店调整优化，品牌矩阵升级。**截止 25H1，公司门店总数为 4818 家，较报告期年初净减少 290 家。其中自营/加盟门店分别为 407/4311 家。单店表现来看，25H1 自营/加盟单店收入分别为 224.28 万元和 53.93 万元，同比 -21.30%/-56.33%，单店毛利分别为 78.67 万元和 13.88 万元，同比 +6.04%/-16.48%。25 年公司全面升级周大生 X 国家宝藏，推出《千里江山图》、《百花图》等国运丹青系列，融合非遗云锦元素、采用独家织金工艺，打造云锦差异化产品，25H1 已有厦门万象城、嘉兴八佰伴、南宁万象城等自营门店/专柜位列公司自营门店收入排名前十，助力公司进一步扩大市场份额。同时发力国风文创珠串的转珠阁，周大生经典定位非遗时尚，主品牌稳固基本盘，形成完备品牌矩阵。
- **金价上涨+产品结构优化，毛利率大幅增长。**25H1/25Q2 毛利率为 30.34%/36.07%，同比 +11.96pct/+13.14pct，主因产品结构优化及金价上行带来的定价红利。25Q2 期间费用率为 14.07%，同比 +3.95pct。销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 12.66%/1.19%/0.16%/0.06%，同比 +3.74pct/+0.29pct/+0.08pct/-0.16pct。25H1/25Q2 营业利润为 7.28/4.26 亿元，同比 -5.83%/+27.76%。25Q2 公司金融负债公允价值变动使投资收益由去年同期亏损 4341 万元转为盈利 1575 万元。
- **实施年中分红，回报股东并提振市场信心。**据 25H1 利润分配方案，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.50 元 (含税)，合计派发现金股利 2.71 亿元，积极提高股东回报。
- **维持“买入”评级。**公司持续完善渠道精细化管理、产品设计创新、线上数字化运营及供应链能力。随着金价增长放缓，公司发力门店高质量发展，不断强化品牌心智，终端黄金消费需求有望回暖。我们维持 25-27 年归母净利润预测分别为 11.2/12.0/12.7 亿元，对应 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**金价大幅波动，品牌升级不及预期，展店不及预期，行业竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	13,891	4,597	15,466	16,796	17,981
同比增长率 (%)	-14.7	-43.9	11.3	8.6	7.1
归母净利润 (百万元)	1,010	594	1,115	1,203	1,274
同比增长率 (%)	-23.3	-1.3	10.4	7.8	6.0
每股收益 (元/股)	0.93	0.55	1.03	1.11	1.17
毛利率 (%)	20.8	30.3	19.0	18.8	18.9
ROE (%)	15.9	9.5	16.7	17.2	17.5
市盈率	14	13	12	11	

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,290	13,891	15,466	16,796	17,981
其中：营业收入	16,290	13,891	15,466	16,796	17,981
减：营业成本	13,334	11,002	12,531	13,636	14,583
减：税金及附加	147	173	192	209	224
主营业务利润	2,809	2,716	2,743	2,951	3,174
减：销售费用	944	1,167	1,219	1,297	1,402
减：管理费用	106	111	155	168	187
减：研发费用	12	14	15	15	18
减：财务费用	4	22	0	6	12
经营性利润	1,743	1,402	1,354	1,465	1,555
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-1	-16	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-8	-18	0	0	0
加：投资收益及其他	-47	-90	50	50	50
营业利润	1,695	1,283	1,406	1,516	1,607
加：营业外净收入	13	8	0	0	0
利润总额	1,708	1,291	1,406	1,516	1,607
减：所得税	396	290	291	313	332
净利润	1,313	1,002	1,115	1,203	1,274
少数股东损益	-3	-8	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,316	1,010	1,115	1,203	1,274

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。