

中报毛利率大幅提升 战略升级下盈利能力有望持续提升

核心观点

- 高金价下销售承压，但产品结构优化和金价上行带来定价红利推升公司毛利率。**上半年公司收入同比下降 44%，归母净利润同比下降 1%，盈利大幅超越收入的主要原因是毛利率同比提升了 12 个百分点。其中二季度毛利率同比和环比均大幅提高，带动公司单二季度归母净利润逆势增长 31%，超出之前的市场估计。我们认为从去年开始持续快速上涨的高金价对黄金珠宝首饰企业的销售普遍带来了较大压力。而公司毛利率的同比提升，我们判断主要是来自于金价上行期相对低价的黄金原料库存和终端成品实时定价之间带来的红利，另外产品结构本身调整（比如一口价产品提升、高溢价、强 IP 属性的产品提高等）也带来部分贡献。
- 分渠道看，加盟业务降幅最大，电商具有一定韧性。**中报显示，公司自营、电商和加盟收入同比分别下降 7.56%、1.94%和 59.12%。加盟业务收入的大幅下降充分体现了加盟模式在终端零售疲弱下对品牌公司报表的放大影响。具体拆分的话，我们认为主要体现下两个方面（1）加盟大幅度净关店，上半年加盟渠道调整仍在继续，净关店 344 家（2）加盟商拿货心态预计普遍比零售形势更为谨慎。以上两个因素共同导致了加盟收入的下降。
- 下半年收入降幅有望逐步收窄。**根据我们的草根观察，伴随二季度开始金价的相对稳定，7 月开始黄金珠宝零售有边际改善迹象，再叠加去年下半年更低的基数，我们预计下半年起公司营收降幅有望逐步收窄。
- 近年来公司致力于多品牌矩阵的打造，未来将更注重各渠道业务发展的质量，我们预计后续盈利能力有望保持持续增长态势。**立足于“周大生”为基本盘的主品牌，公司近年全面发力品牌矩阵战略，对国家宝藏系列全面升级，同时积极发展定位非遗时尚的“周大生经典”和定位国风文创珠串的“转珠阁”品牌。在产品化端持续提升强产品力、高毛利的品类比重。在渠道端，公司将更加重视盈利能力和质量。我们预计在战略升级之下，公司未来盈利能力有望保持持续增长的态势。

盈利预测与投资建议

- 根据中报，我们调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 1.00、1.20 和 1.36 元（原预测为 0.96、1.14 和 1.30 元），参考可比公司，给予 2025 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 17.00 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、可选消费复苏低于预期，金价波动影响终端首饰销量等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,290	13,891	9,614	10,425	11,386
同比增长(%)	46.5%	-14.7%	-30.8%	8.4%	9.2%
营业利润(百万元)	1,695	1,283	1,372	1,669	1,899
同比增长(%)	20.3%	-24.3%	6.9%	21.7%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,316	1,010	1,085	1,302	1,481
同比增长(%)	20.7%	-23.2%	7.4%	20.0%	13.7%
每股收益(元)	1.21	0.93	1.00	1.20	1.36
毛利率(%)	18.1%	20.8%	29.1%	29.2%	29.4%
净利率(%)	8.1%	7.3%	11.3%	12.5%	13.0%
净资产收益率(%)	21.2%	15.9%	15.5%	15.8%	15.3%
市盈率	11.0	14.4	13.4	11.1	9.8
市净率	2.3	2.3	1.9	1.6	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年08月29日）	13.37 元
目标价格	17 元
52 周最高价/最低价	15.6/9.37 元
总股本/流通 A 股（万股）	108,547/107,910
A 股市值（百万元）	14,513
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 08 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.29	1.98	-9.99	35.39
相对表现%	-1.42	-6.32	-26.53	-1.8
沪深 300%	2.71	8.3	16.54	37.19



证券分析师

施红梅 021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

相关报告

金价压制终端需求，高分红政策延续	2025-05-14
高金价抑制终端需求，拓店节奏有所放缓	2024-11-04
Q2 业绩承压，中报分红回馈投资者	2024-09-02

根据中报，我们调整公司盈利预测（下调未来 3 年加盟、自营和电商收入，上调了加盟和直营毛利率，上调了销售费用率和管理费用率），预计 2025-2027 年每股收益分别为 1.00、1.20 和 1.36 元（原预测为 0.96、1.14 和 1.30 元），参考可比公司，给予 2025 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 17.00 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 8 月 29 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
老凤祥	600612	47.30	3.73	3.18	3.50	3.71	13	15	14	13
赤峰黄金	600988	25.97	0.93	1.51	1.79	2.04	28	17	15	13
潮宏基	002345	14.76	0.22	0.56	0.67	0.80	68	26	22	18
中国黄金	600916	8.18	0.49	0.53	0.62	0.69	17	15	13	12
周大福	01929	13.57	0.56	0.73	0.80	0.90	24	19	17	15
调整后平均								17	15	14

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、可选消费复苏低于预期，金价波动影响终端首饰销量等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	852	1,158	4,906	5,415	6,570
应收票据、账款及款项融资	1,498	291	201	521	569
预付账款	14	14	10	10	11
存货	3,643	4,270	1,703	2,066	2,252
其他	442	429	413	416	420
流动资产合计	6,448	6,161	7,233	8,429	9,822
长期股权投资	155	157	157	157	157
固定资产	14	31	118	187	241
在建工程	721	806	806	806	807
无形资产	386	376	415	453	489
其他	289	304	269	269	269
非流动资产合计	1,564	1,675	1,764	1,872	1,962
资产总计	8,012	7,836	8,997	10,301	11,784
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	149	174	108	117	127
其他	1,220	1,225	1,207	1,210	1,214
流动负债合计	1,569	1,399	1,315	1,327	1,342
长期借款	18	17	17	17	17
应付债券	0	0	0	0	0
其他	41	69	69	69	69
非流动负债合计	59	86	86	86	86
负债合计	1,628	1,485	1,400	1,413	1,427
少数股东权益	3	(5)	(14)	(24)	(36)
实收资本（或股本）	1,096	1,096	1,085	1,085	1,085
资本公积	1,157	1,157	1,338	1,338	1,338
留存收益	4,444	4,423	5,508	6,810	8,290
其他	(316)	(320)	(320)	(320)	(320)
股东权益合计	6,385	6,351	7,597	8,888	10,357
负债和股东权益总计	8,012	7,836	8,997	10,301	11,784

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,313	1,002	1,076	1,291	1,469
折旧摊销	40	57	60	42	60
财务费用	4	22	(13)	(34)	(43)
投资损失	86	109	80	(10)	(10)
营运资金变动	(1,004)	519	2,592	(675)	(224)
其它	(300)	147	20	(5)	(5)
经营活动现金流	139	1,856	3,815	609	1,247
资本支出	(187)	(99)	(150)	(150)	(150)
长期投资	(1)	(2)	0	0	0
其他	(41)	(104)	(100)	15	15
投资活动现金流	(230)	(205)	(250)	(135)	(135)
债权融资	14	(4)	0	0	0
股权融资	0	0	170	0	0
其他	(890)	(1,342)	13	34	43
筹资活动现金流	(875)	(1,346)	183	34	43
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(967)	305	3,749	509	1,155

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,290	13,891	9,614	10,425	11,386
营业成本	13,334	11,002	6,813	7,380	8,044
销售费用	944	1,167	1,115	1,178	1,230
管理费用	106	111	106	115	125
研发费用	12	14	10	11	12
财务费用	4	22	(13)	(34)	(43)
资产、信用减值损失	9	34	34	34	34
公允价值变动收益	7	4	(20)	5	5
投资净收益	(86)	(109)	(80)	10	10
其他	(106)	(153)	(78)	(88)	(100)
营业利润	1,695	1,283	1,372	1,669	1,899
营业外收入	15	12	12	12	12
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	1,708	1,291	1,380	1,677	1,907
所得税	396	290	304	386	439
净利润	1,313	1,002	1,076	1,291	1,469
少数股东损益	(3)	(8)	(9)	(11)	(12)
归属于母公司净利润	1,316	1,010	1,085	1,302	1,481
每股收益（元）	1.21	0.93	1.00	1.20	1.36

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	46.5%	-14.7%	-30.8%	8.4%	9.2%
营业利润	20.3%	-24.3%	6.9%	21.7%	13.8%
归属于母公司净利润	20.7%	-23.2%	7.4%	20.0%	13.7%
获利能力					
毛利率	18.1%	20.8%	29.1%	29.2%	29.4%
净利率	8.1%	7.3%	11.3%	12.5%	13.0%
ROE	21.2%	15.9%	15.5%	15.8%	15.3%
ROIC	20.4%	15.5%	15.0%	15.1%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	20.3%	18.9%	15.6%	13.7%	12.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.11	4.40	5.50	6.35	7.32
速动比率	1.78	1.35	4.21	4.79	5.64
营运能力					
应收账款周转率	14.1	15.5	39.1	28.9	20.9
存货周转率	3.8	2.8	2.3	3.9	3.7
总资产周转率	2.1	1.8	1.1	1.1	1.0
每股指标（元）					
每股收益	1.21	0.93	1.00	1.20	1.36
每股经营现金流	0.13	1.69	3.52	0.56	1.15
每股净资产	5.88	5.86	7.01	8.21	9.57
估值比率					
市盈率	11.0	14.4	13.4	11.1	9.8
市净率	2.3	2.3	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.6	9.7	9.3	7.8	6.9
EV/EBIT	7.7	10.1	9.7	8.0	7.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。