

二季度经营环比好转 看好公司改革潜能

核心观点

- 二季度销售同比转为增长，但高金价下盈利仍有所承压。二季度公司收入同比增长10.51%，好于之前市场预计，也扭转了之前连续四个季度收入同比下滑的态势。其中黄金珠宝首饰主业销售收入从一季度同比下降35%到二季度同比增长16%，呈现明显的改善态势。二季度公司归母净利润同比基本持平（主要来自于政府补贴的增加），但扣非后盈利同比仍下降了34.5%，我们认为高金价扰动是主要因素。二季度和整个上半年公司综合毛利率同比均有所下降，我们判断主要是金价波动对珠宝首饰主业毛利率的拖累，另有部分原因是各板块收入结构的变化（低毛利率的黄金交易业务收入降幅小、相对高毛利率的笔类业务收入降幅大）所致。
- 中报显示，二季度开始公司终端渠道的大幅调整已经基本结束，我们预计公司全年将保持净开店。相比一季度的净关店297家，公司二季度已经实现了9家净开店，我们判断去年开始的金价持续快速上涨对公司终端渠道店铺的冲击基本告一段落。公司公告下半年计划新开194家门店（其中绝大部分是加盟店）。我们预计今年全年公司有望实现净开店，对公司销售收入将带来积极推动。
- 作为本土最具历史沉淀的黄金珠宝首饰品牌龙头，公司近年也在持续改革创新，我们期待公司改革潜能的发挥。近年来公司在市场化用人、激励、考核机制等方面持续深化，同时在产品研发创新方面在持续提速，通过开发IP联名产品等加强与年轻消费人群的互动。我们期待并看好公司中期改革潜能的发挥。

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2.99、3.23和3.76元（原预测分别为2.86、3.30和3.75元），参考可比公司，给予2025年22倍PE估值，对应目标价65.78元，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、可选消费复苏低于预期，金价继续上涨影响终端销量等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	71,436	56,793	49,337	52,085	57,022
同比增长(%)	13.4%	-20.5%	-13.1%	5.6%	9.5%
营业利润(百万元)	3,968	3,423	2,736	2,954	3,435
同比增长(%)	31.5%	-13.7%	-20.1%	8.0%	16.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,214	1,950	1,564	1,689	1,966
同比增长(%)	30.2%	-11.9%	-19.8%	8.0%	16.4%
每股收益(元)	4.23	3.73	2.99	3.23	3.76
毛利率(%)	8.3%	8.9%	8.5%	8.7%	8.8%
净利率(%)	3.1%	3.4%	3.2%	3.2%	3.4%
净资产收益率(%)	20.4%	16.2%	11.8%	11.3%	11.7%
市盈率	11.2	12.7	15.8	14.6	12.6
市净率	2.1	2.0	1.8	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

买入（维持）

股价（2025年08月29日）	47.3元
目标价格	65.78元
52周最高价/最低价	66.7/44.78元
总股本/流通A股（万股）	52,312/52,312
A股市值（百万元）	24,743
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年08月30日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.07	-1.03	-7.28	-0.74
相对表现%	-3.78	-9.33	-23.82	-37.93
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

黄金珠宝板块火热之下关注变化中的老品牌	2025-06-11
短期经营承压，高金价拖累行业景气度	2024-10-31
盈利表现超预期，经营韧性凸显	2024-09-01

根据中报，我们调整公司盈利预测（下调 25-27 年笔类收入、上调工艺品收入、下调珠宝首饰毛利率、下调销售费用率和管理费用率，上调 25 年政府补助），预计 2025-2027 年每股收益分别为 2.99、3.23 和 3.76 元（原预测分别为 2.86、3.30 和 3.75 元），参考可比公司，给予 2025 年 22 倍 PE 估值，对应目标价 65.78 元，维持“买入”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	2024A	2025E	2026E
周大生	002867	13.37	0.93	1.02	1.13	14	13	12
潮宏基	002345	14.76	0.22	0.56	0.67	68	26	22
山东黄金	600547	33.36	0.66	1.39	1.71	51	24	19
赤峰黄金	600988	25.97	0.93	1.51	1.79	28	17	15
周大福	01929	13.57	0.56	0.73	0.80	24	19	17
曼卡龙	300945	18.72	0.37	0.48	0.61	51	39	31
调整后平均							22	18

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，金价继续上涨影响终端销量等

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	9,318	8,153	15,146	17,957	21,559
应收票据、账款及款项融资	317	243	211	222	244
预付账款	53	35	31	32	35
存货	12,328	11,825	6,768	6,182	5,200
其他	1,031	1,260	1,256	1,258	1,260
流动资产合计	23,046	21,515	23,412	25,651	28,298
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	355	343	396	453	510
在建工程	67	2	26	38	44
无形资产	53	49	46	43	41
其他	812	822	764	714	663
非流动资产合计	1,287	1,216	1,232	1,248	1,257
资产总计	24,334	22,731	24,644	26,898	29,555
短期借款	5,624	4,610	4,610	4,610	4,610
应付票据及应付账款	504	375	327	344	377
其他	3,955	2,705	2,614	2,647	2,707
流动负债合计	10,083	7,689	7,551	7,602	7,694
长期借款	200	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	316	292	292	292	292
非流动负债合计	516	292	292	292	292
负债合计	10,599	7,982	7,843	7,894	7,986
少数股东权益	2,161	2,251	2,728	3,243	3,841
实收资本（或股本）	523	523	523	523	523
资本公积	467	467	467	467	467
留存收益	10,587	11,518	13,082	14,771	16,737
其他	(4)	(11)	0	0	0
股东权益合计	13,735	14,750	16,801	19,004	21,569
负债和股东权益总计	24,334	22,731	24,644	26,898	29,555

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,975	2,544	2,040	2,204	2,565
折旧摊销	93	16	79	84	90
财务费用	141	126	68	19	(13)
投资损失	158	78	130	100	100
营运资金变动	4,637	604	4,958	623	1,047
其它	(792)	(429)	23	(10)	(10)
经营活动现金流	7,212	2,939	7,299	3,020	3,779
资本支出	(177)	94	(100)	(100)	(100)
长期投资	43	8	0	0	0
其他	(172)	(231)	(137)	(90)	(90)
投资活动现金流	(306)	(129)	(237)	(190)	(190)
债权融资	(268)	(1,087)	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(2,906)	(2,894)	(68)	(19)	13
筹资活动现金流	(3,174)	(3,981)	(68)	(19)	13
汇率变动影响	5	13	-0	-0	-0
现金净增加额	3,737	(1,158)	6,994	2,810	3,602

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	71,436	56,793	49,337	52,085	57,022
营业成本	65,505	51,724	45,121	47,552	52,004
销售费用	1,054	914	863	859	884
管理费用	490	595	493	469	456
研发费用	37	31	27	28	31
财务费用	141	126	68	19	(13)
资产、信用减值损失	77	10	10	10	10
公允价值变动收益	48	30	(7)	10	10
投资净收益	(158)	(78)	(130)	(100)	(100)
其他	(55)	77	120	(103)	(124)
营业利润	3,968	3,423	2,736	2,954	3,435
营业外收入	14	21	10	10	10
营业外支出	3	26	26	26	26
利润总额	3,979	3,418	2,721	2,938	3,420
所得税	1,004	874	680	735	855
净利润	2,975	2,544	2,040	2,204	2,565
少数股东损益	761	594	476	515	599
归属于母公司净利润	2,214	1,950	1,564	1,689	1,966
每股收益（元）	4.23	3.73	2.99	3.23	3.76

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	13.4%	-20.5%	-13.1%	5.6%	9.5%
营业利润	31.5%	-13.7%	-20.1%	8.0%	16.3%
归属于母公司净利润	30.2%	-11.9%	-19.8%	8.0%	16.4%
获利能力					
毛利率	8.3%	8.9%	8.5%	8.7%	8.8%
净利率	3.1%	3.4%	3.2%	3.2%	3.4%
ROE	20.4%	16.2%	11.8%	11.3%	11.7%
ROIC	15.0%	13.2%	10.2%	9.8%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	35.1%	31.8%	29.3%	27.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.29	2.80	3.10	3.37	3.68
速动比率	1.06	1.26	2.20	2.56	3.00
营运能力					
应收账款周转率	188.6	204.0	218.5	241.4	245.7
存货周转率	4.5	4.3	4.9	7.3	9.1
总资产周转率	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
每股指标（元）					
每股收益	4.23	3.73	2.99	3.23	3.76
每股经营现金流	13.79	5.62	13.95	5.77	7.22
每股净资产	22.13	23.89	26.90	30.13	33.89
估值比率					
市盈率	11.2	12.7	15.8	14.6	12.6
市净率	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	4.1	4.9	6.0	5.7	4.9
EV/EBIT	4.2	4.9	6.2	5.8	5.1

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。