

利润高增，持续关注后续发展

2025 年 09 月 02 日

► **事件：周大生发布 2025 年半年度报告。**25H1 公司实现营收 45.97 亿元，同比-43.92%；归母净利润 5.94 亿元，同比-1.27%；扣非归母净利润 5.81 亿元，同比-0.66%。25Q2 公司实现营收 19.24 亿元，同比-38.47%；归母净利润 3.42 亿元，同比+31.32%；扣非归母净利润 3.39 亿元，同比+36.13%。此外，公司每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），合计派发现金股利 2.71 亿元，占上半年归母净利润的 45.70%。

► **自营、电商表现优于整体，银饰辅品增长成亮点。**分业务模式来看：25H1，**1) 加盟业务**营收 24.25 亿元，同比-59.12%，占总营收 52.76%，系加盟客户在高金价环境下普遍降低补货频次导致，反映渠道信心仍待恢复。**2) 自营线下业务**营收 8.9 亿元，同比-7.56%，占总营收 19.37%。**3) 电商业务**营收 11.68 亿元，同比-1.94%，占总营收 25.41%。分产品类别来看：**1) 素金类产品**营收 34.15 亿元，同比-50.94%，受金价上涨冲击最为直接。**2) 镶嵌类产品**营收 2.86 亿元，同比-23.08%，主要为在特定消费需求场景支撑下降幅收窄。**3) 时尚银饰等其他辅品类**借势“悦己”及“轻珠宝”消费趋势实现较好增长，营收 3.2 亿元，同比+11.11%，成为结构性亮点。**4) 品牌使用费**收入 3.8 亿元，同比+4.38%。

► **25H1 毛利率同比+11.96pct 至 30.34%，归母净利率同比+5.51pct。****1) 毛利率方面**，25H1 毛利率为 30.34%，同比+11.96pct；25Q2 毛利率为 36.07%，同比+13.14pct，主要得益于产品结构优化及金价上行带来的定价红利。**2) 费用率方面**，25H1 销售/管理/研发费用率分别为 10.80%/1.10%/0.12%，同比变化+4.34pct/+0.46pct/+0.05pct；25Q2 销售/管理/研发费用率分别为 12.66%/1.19%/0.16%，同比变化+3.74pct/+0.29pct/+0.08pct。**3) 净利率方面**，25H1 归母净利率为 12.92%，同比+5.58pct；扣非归母净利率为 12.64%，同比+5.51pct。25Q2 归母净利率为 17.76%，同比+9.44pct；扣非归母净利率为 17.64%，同比+9.67pct。

► **品牌战略与产品优化抵御金价波动风险。**为应对金价波动冲击，公司品牌矩阵战略全面发力，以“国宝文化典藏金品引领者”定位深化与国家宝藏 IP 的合作，通过独家工艺（如云锦织金）打造高端黄金产品壁垒。同步布局“周大生经典”定位非遗时尚，“转珠阁”定位国风文创珠串品牌，实现黄金产品从材质价值向文化收藏价值的转型。多品牌矩阵通过精准市场细分，提升产品溢价能力并弱化金价敏感度，最终在终端消费受抑背景下维持盈利韧性。

► **投资建议：**公司是国内黄金珠宝龙头企业，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 11.6 亿元、13.4 亿元、15.4 亿元，同比+14.7%/15.8%/15.0%，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 13X/11X/10X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品销售不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,891	11,808	13,225	14,282
增长率（%）	-14.7	-15.0	12.0	8.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,010	1,159	1,342	1,543
增长率（%）	-23.2	14.7	15.8	15.0
每股收益（元）	0.93	1.07	1.24	1.42
PE	15	13	11	10
PB	2.4	2.2	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.86 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@glms.com.cn

相关研究

1.周大生 (002867.SZ) 2024 年三季报点评：24Q1-Q3 自营业务增长良好，渠道扩张持续推进-2024/10/31

2.周大生 (002867.SZ) 2024 年半年报点评：24H1 收入与毛利额同比微增，发布中期分红预案-2024/08/29

3.周大生 (002867.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：黄金产品拉动收入与毛利额增长，分红金额同比上行-2024/04/27

4.周大生 (002867.SZ) 2023 年三季报点评：黄金产品高景气带动收入快速增长，渠道开拓稳步推进-2023/10/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,891	11,808	13,225	14,282
营业成本	11,002	8,915	9,945	10,740
营业税金及附加	173	147	159	129
销售费用	1,167	1,181	1,322	1,357
管理费用	111	95	99	104
研发费用	14	12	8	7
EBIT	1,421	1,482	1,717	1,973
财务费用	22	-12	-27	-31
资产减值损失	-18	-9	-8	-8
投资收益	-109	0	0	0
营业利润	1,283	1,485	1,736	1,998
营业外收支	8	8	11	11
利润总额	1,291	1,493	1,747	2,009
所得税	290	335	405	466
净利润	1,002	1,159	1,342	1,543
归属于母公司净利润	1,010	1,159	1,342	1,543
EBITDA	1,558	1,641	1,925	2,194

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,158	2,213	2,591	2,953
应收账款及票据	291	582	652	626
预付款项	14	27	30	32
存货	4,270	3,418	3,269	3,236
其他流动资产	429	393	399	404
流动资产合计	6,161	6,634	6,940	7,251
长期股权投资	157	149	142	125
固定资产	31	109	186	270
无形资产	376	392	399	412
非流动资产合计	1,675	1,727	1,736	1,871
资产合计	7,836	8,360	8,676	9,122
短期借款	0	200	200	200
应付账款及票据	174	122	136	147
其他流动负债	1,225	1,256	1,346	1,414
流动负债合计	1,399	1,579	1,682	1,761
长期借款	17	17	17	17
其他长期负债	69	70	41	130
非流动负债合计	86	87	58	147
负债合计	1,485	1,665	1,740	1,908
股本	1,096	1,085	1,085	1,085
少数股东权益	-5	-5	-5	-5
股东权益合计	6,351	6,695	6,936	7,214
负债和股东权益合计	7,836	8,360	8,676	9,122

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-14.73	-15.00	12.00	8.00
EBIT 增长率	-20.00	4.24	15.91	14.91
净利润增长率	-23.25	14.70	15.83	14.99
盈利能力 (%)				
毛利率	20.80	24.50	24.80	24.80
净利率	7.27	9.81	10.15	10.80
总资产收益率 ROA	12.89	13.86	15.47	16.92
净资产收益率 ROE	15.89	17.29	19.33	21.38
偿债能力				
流动比率	4.40	4.20	4.13	4.12
速动比率	1.07	1.80	1.96	2.07
现金比率	0.83	1.40	1.54	1.68
资产负债率 (%)	18.95	19.92	20.05	20.91
经营效率				
应收账款周转天数	7.64	18.00	18.00	16.00
存货周转天数	141.67	140.00	120.00	110.00
总资产周转率	1.75	1.46	1.55	1.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.93	1.07	1.24	1.42
每股净资产	5.86	6.17	6.39	6.65
每股经营现金流	1.71	1.71	1.59	1.75
每股股利	0.95	1.01	1.17	1.17
估值分析				
PE	15	13	11	10
PB	2.4	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	9.61	9.12	7.78	6.83
股息收益率 (%)	6.85	7.31	8.41	8.41

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,002	1,159	1,342	1,543
折旧和摊销	137	160	207	221
营运资金变动	547	553	173	129
经营活动现金流	1,856	1,858	1,728	1,899
资本开支	-195	-94	-118	-151
投资	-10	-5	0	0
投资活动现金流	-205	-111	-118	-141
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-200	208	0	0
筹资活动现金流	-1,346	-691	-1,233	-1,395
现金净流量	305	1,056	377	363

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048