

金价上行、产品结构优化下，25Q2 盈利表现亮眼

核心观点

25Q2 公司实现营收 19.24 亿元/-38.5%，归母净利润 3.42 亿元/+31.3%；毛利率为 36.07%/+13.14pct；净利率为 17.73%/+9.42pct。黄金存货增值、产品结构变化带来毛利率、净利率大幅提升。分品类看，25H1 素金产品营收 34.15 亿元/-50.9%，镶嵌类产品营收 2.86 亿元/-23.1%，其他首饰收入 3.20 亿元/+11.1%，品牌使用费营收 3.80 亿元/+5.7%。分渠道看，25H1 加盟渠道营收 25.45 亿元/-59.1%，自营线下渠道营收 8.90 亿元/-7.6%，电商渠道营收 11.68 亿元/-1.9%。截至 25H1 末，公司终端门店总数为 4718 家，其中加盟门店 4311 家、直营门店 407 家，2025H1 净关店 290 家，其中 25Q1/Q2 分别净关店 177/113 家，加盟/直营分别净开店-344/+54 家。金价急涨下，上半年加盟商采购偏保守，随着消费者逐步适应高金价，下半年动销有望持续改善，公司调整产品结构、强化自营渠道开店、构建差异化品牌矩阵应对行业趋势变化。

事件

公司发布 2025 年中报。25H1 公司实现营收 45.97 亿元/-43.9%，归母净利润 5.94 亿元/-1.3%，扣非归母净利润 5.81 亿元/-0.7%。经营活动现金流净额 4.03 亿元/-68.83%，基本 EPS 为 0.55 元，同比+0.0%，ROE（加权）为 9.09%/+0.09pct。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.5 元（含税），共派发现金股利 2.71 亿元，占 25H1 归母净利润的 45.85%。

单季度看，25Q2 公司实现营收 19.24 亿元/-38.5%，归母净利润 3.42 亿元/+31.3%，扣非归母净利润 3.39 亿元/+36.1%。

简评

分品类看：金价急涨下，上半年加盟商采购偏保守，25Q2 自营门店黄金、镶嵌均正增长。

1) 品牌使用费：25H1 营收 3.80 亿元/+5.7%，营收占比 8.3%，毛利率 100%，毛利额为 3.80 亿元/+5.7%，在加盟门店下降、整体拿货谨慎的背景下，预计其增长主要系品牌使用费更高的一口价产品占比提升。25Q2 品牌使用费营收 1.69 亿元/+37.0%，营收占比 8.8%（25Q1 是 2.11 亿元/-10.6%）。

2) 素金类产品：25H1 营收 34.15 亿元/-50.9%，营收占比 74.3%，毛利率为 16.77%/+6.98pct，毛利额为 5.73 亿元/-16.0%。素金产

周大生 (002867.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 09 月 01 日

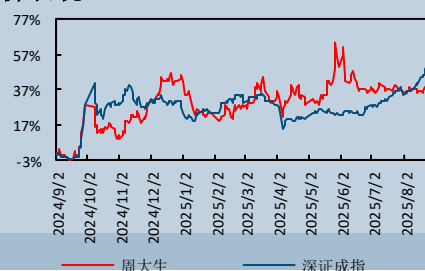
当前股价：13.37 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.22/-5.01	-18.18/-33.69	29.55/-6.41
12 月最高/最低价 (元)		16.34/10.26
总股本 (万股)		108,547.39
流通 A 股 (万股)		107,909.68
总市值 (亿元)		145.13
流通市值 (亿元)		144.28
近 3 月日均成交量 (万)		1055.61
主要股东		
深圳市周氏投资有限公司		56.11%

股价表现



品在加盟渠道、自营线下、自营电商分别实现营收 18.2、8.0、7.4 亿元，分别同比-65.2%、-11.4%、-2.6%。25Q2 素金产品营收 13.0 亿元/-46.9%，营收占比 67.6%，在加盟渠道、自营线下、自营电商分别同比-68.8%、+3.6%、+13.7%。主要系金价急涨下加盟商普遍采取“降库存”策略。

3) 镶嵌类产品：25H1 营收 2.86 亿元/-23.1%，占比 6.2%，毛利率为 30.40%/+4.38pct，毛利额为 0.87 亿元/-10.1%，镶嵌类产品在加盟渠道、自营线下、自营电商分别实现营收 1.44、0.65、0.77 亿元，分别同比-39.4%、+46.8%、-14.7%。25Q2 镶嵌类产品营收 1.58 亿元/-35.2%，营收占比 8.2%，在加盟渠道、自营线下、自营电商分别同比-49.9%、+56.3%、-19.5%。镶嵌类产品仍呈下滑趋势，但线下自营门店镶嵌类产品大幅增长。

4) 其他首饰：25H1 银饰等其他辅品类首饰收入 3.20 亿元/+11.1%，占比提升至 7.0%，毛利率为 52.87%/-4.17pct，毛利额为 1.69 亿元/+3.0%。公司不断丰富产品矩阵，其他首饰快速增长。

分渠道看：加盟渠道阶段性闭店，公司加大自有门店开店力度。**1) 线下：**截至 2025 年中，公司终端门店总数为 4718 家，其中加盟门店 4311 家、直营门店 407 家，2025H1 净关店 290 家，其中 25Q1/Q2 分别净关店 177/113 家，加盟/直营分别净开店-344/+54 家。线下分渠道看，**①加盟渠道：**25H1 实现营收 25.45 亿元/-59.1%，营收占比 52.8%，25Q2 实现营收 8.41 亿元/-60.0%。**②线下自营：**25H1 公司实现营收 8.90 亿元/-7.6%，营收占比 19.4%，25Q2 实现营收 3.63 亿元/+9.0%。公司提出加强直营零售的“十百千”战略，未来 5 年目标实现 1000 家直营店、100 亿元直营销售额、10 亿元直营净利润。**2) 电商：**25H1 公司实现营收 11.68 亿元/-1.9%，营收占比 25.4%，25Q2 实现营收 6.34 亿元/+2.5%。上半年电商团队调整、收入增长放缓，经营策略转向“质量优先”，利润率改善。

黄金存货增值、产品结构变化带来毛利率大幅提升，费用率增加主要系收入下滑影响。25H1 公司毛利率为 30.34%/+11.96pct，净利率为 12.89%/+5.57pct，单季度看，25Q2 公司毛利率为 36.07%/+13.14pct；净利率为 17.73%/+9.42pct。上半年金价大幅上涨，以及高毛利率的一口价黄金、非黄金品类（镶嵌、K 金等）销售占比提升，带动公司整体毛利率大幅上行。费用端，销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.80%/+4.34pct、1.10%/+0.46pct、0.12%/+0.05pct、0.06%/-0.16pct。单季度看，25Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.66%/+3.74pct、1.19%/+0.29pct、0.16%/+0.08pct、0.06%/-0.16pct。

消费者逐步适应高金价，下半年动销有望持续边际改善。截至 2025 年 8 月 29 日，上海金交所黄金现货 Au9999 收盘价 782 元/克，较年初上涨 25.7%；25H1 平均金价为 722 元/克，同比+38.6%、环比+22.1%；25Q1、Q2 平均金价分别为 770、671 元/克，同比分别上涨 37.2%、39.4%。金价上涨抑制黄金首饰消费量，根据中国黄金协会，25Q1/Q2 中国黄金首饰消费量分别为 135 吨/-26.9%、65 吨/-24.2%，随着消费者逐步适应高金价，Q2 降幅有所收窄。25 年 1-7 月黄金珠宝社零累计同比+11.0%，主要系金价提升贡献。

黄金珠宝行业从渠道向产品品牌转变，公司构建差异化品牌矩阵、积极调整产品结构应对行业趋势变化。公司积极调整产品结构，在黄金产品里面，加强品牌系列产品研发，提高高毛利黄金产品占比，并提高非黄金产品的竞争力。品牌端，公司强化各品牌产品和渠道特点，在周大生（主品牌）基础上，公司积极开拓周大生×国家宝藏（定位高端，专攻高线渠道和核心商场，我们预计截至 25H1 末已开店 80 余家，已进入北京 SKP、万象系等高端商场，后续将在渠道、产品端全面升级，头部 5-8 家门店向单店销售额破亿元努力）、转珠阁（定位年轻时尚、珠串类产品，我们预计截至 25 年 4 月末已开店 70 余家，25 年重点在跑通财务投资模型）、周大生经典（定位时尚非遗赛道）品牌矩阵，开拓更多客群。

投资建议：预计公司 2025-2027 年营收为 103.70、111.83、122.76 亿元，同比-25.4%、+7.8%、+9.8%，归母净利润为 11.35、12.43、13.76 亿元，同比+12.4%、+9.5%、+10.7%，对应 PE 分别为 12.8X、11.7X、10.5X，维持“买入”评级。

投资风险：1) 消费需求不达预期风险：公司产品主要是黄金和镶嵌类产品，整体客单价较高，若居民收入

水平较低或宏观经济较为低迷，或将需求低迷。同时金价短期快速上涨将抑制居民终端消费及经销商备货积极性，影响公司销售。2) **加盟管理风险**：公司对加盟商在产品价格、店铺选址和形象、产品质量监督、营销、售后服务等方面进行标准化的管理，并建立督导体系确保加盟商运营符合公司的相关规定，若加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，公司无法对加盟商及时进行管控，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。3) **产品质量控制风险**：公司较高比例黄金产品为指定供应商供货模式，若公司无法有效实施产品质量控制措施，出现产品质量问题或纠纷，则将对公司品牌和经营造成不利影响。

图 1:周大生毛利结构拆分（亿元）

毛利	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	24H1	25H1
毛利合计	20.86	25.00	23.10	29.56	28.89	15.07	13.95
分产品							
素金首饰	3.80	5.89	6.93	11.88	13.11	6.82	5.73
镶嵌首饰	5.98	6.63	4.09	2.90	1.82	0.97	0.87
其他首饰	1.68	1.15	1.60	1.99	3.26	1.64	1.69
品牌使用费	5.53	6.94	6.24	8.59	6.89	3.59	3.80
其他	3.87	4.39	4.26	4.19	3.82	2.04	1.85
分渠道							
加盟店	12.56	15.82	14.55	17.86	15.24	7.98	6.24
品牌使用费	5.53	6.94	6.24	8.59	6.89	3.59	3.80
加盟店产品等	7.03	8.88	8.31	9.26	8.36	4.39	2.44
自营店	3.01	3.81	2.85	4.22	5.45	2.51	3.12
电商	3.50	3.27	3.76	5.69	6.76	3.57	3.54
其他	1.79	2.11	1.95	1.78	1.45	1.00	1.04

数据来源：中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,448	6,161	6,430	7,092	7,829
现金	852	1,158	2,828	3,215	3,578
应收票据及应收账款合计	1,498	291	644	695	763
其他应收款	67	51	37	40	43
预付账款	14	14	10	11	12
存货	3,643	4,270	2,645	2,845	3,119
其他流动资产	375	378	266	287	315
非流动资产	1,564	1,675	1,546	1,395	1,242
长期投资	155	157	154	151	148
固定资产	111	151	241	309	357
无形资产	386	376	313	251	188
其他非流动资产	913	991	838	684	549
资产总计	8,012	7,836	7,975	8,487	9,072
流动负债	1,569	1,399	1,122	1,176	1,251
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	149	174	147	158	173
其他流动负债	1,220	1,225	976	1,019	1,078
非流动负债	59	86	65	45	25
长期借款	50	74	53	33	14
其他非流动负债	9	12	12	12	12
负债合计	1,628	1,485	1,187	1,221	1,276
少数股东权益	3	-5	-10	-16	-22
股本	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096
资本公积	1,327	1,327	1,327	1,327	1,327
留存收益	3,958	3,933	4,375	4,859	5,395
归属母公司股东权益	6,381	6,356	6,798	7,282	7,818
负债和股东权益	8,012	7,836	7,975	8,487	9,072

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	1,856	2,433	1,211	1,264
净利润	1,313	1,002	1,130	1,237	1,370
折旧摊销	104	137	126	147	150
财务费用	4	22	-4	-8	-11
投资损失	86	109	59	59	59
营运资金变动	-1,397	548	1,125	-221	-301
其他经营现金流	29	38	-3	-3	-3
投资活动现金流	-230	-205	-53	-53	-53
资本支出	222	193	0	0	0
长期投资	0	-10	0	0	0
其他投资现金流	-452	-388	-53	-53	-53
筹资活动现金流	-875	-1,346	-710	-771	-849
短期借款	200	-200	0	0	0
长期借款	-14	24	-21	-20	-19
其他筹资现金流	-1,061	-1,169	-689	-751	-829
现金净增加额	-967	305	1,671	387	363

资料来源：公司公告，中信建投

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,290	13,891	10,370	11,183	12,276
营业成本	13,334	11,002	7,623	8,201	8,991
营业税金及附加	147	173	107	115	127
销售费用	944	1,167	1,063	1,146	1,258
管理费用	106	111	83	90	98
研发费用	12	14	10	11	12
财务费用	4	22	-4	-8	-11
资产减值损失	-8	-18	-6	-7	-8
信用减值损失	-1	-16	-4	-4	-5
其他收益	39	19	37	37	37
公允价值变动收益	7	4	0	0	0
投资净收益	-86	-109	-59	-59	-59
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	1,695	1,283	1,456	1,596	1,768
营业外收入	15	12	13	13	13
营业外支出	2	4	2	2	2
利润总额	1,708	1,291	1,467	1,607	1,779
所得税	396	290	338	370	409
净利润	1,313	1,002	1,130	1,237	1,370
少数股东损益	-3	-8	-5	-6	-6
归属母公司净利润	1,316	1,010	1,135	1,243	1,376
EBITDA	1,816	1,450	1,590	1,746	1,919
EPS (元)	1.21	0.93	1.05	1.15	1.27

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	-25.4	7.8	9.8
营业利润(%)	20.3	-24.3	13.5	9.6	10.7
归属于母公司净利润(%)	20.7	-23.2	12.4	9.5	10.7
获利能力					
毛利率(%)	18.1	20.8	26.5	26.7	26.8
净利率(%)	8.1	7.3	10.9	11.1	11.2
ROE(%)	20.6	15.9	16.7	17.1	17.6
ROIC(%)	21.7	14.5	16.4	22.4	24.1
偿债能力					
资产负债率(%)	20.3	18.9	14.9	14.4	14.1
净负债比率(%)	-9.4	-17.1	-40.9	-43.8	-45.7
营运能力					
总资产周转率	2.03	1.77	1.30	1.32	1.35
应收账款周转率	10.88	47.80	16.10	16.10	16.10
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.21	0.93	1.05	1.15	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.71	2.24	1.12	1.16
每股净资产(最新摊薄)	5.88	5.86	6.26	6.71	7.20
估值比率					
P/E	11.0	14.4	12.8	11.7	10.5
P/B	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

张舒怡

轻工纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021 年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk