

公司研究 | 点评报告 | 周大生 (002867.SZ)

周大生 2025 年中报点评：25Q2 盈利显著增长， 直营渠道表现较优

报告要点

2025 上半年公司实现收入 46 亿元，同比下滑 43.9%，归母净利润 5.9 亿元，同比下滑 1.3%，单二季度实现收入 19 亿元，同比下滑 38.5%，归母净利润 3.4 亿元，同比增长 31.3%，扣非归母净利润 3.4 亿元，同比增长 36.1%。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004
SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



张彦淳

SAC: S0490525080008

周大生 (002867.SZ)

2025-09-14

周大生 2025 年中报点评:25Q2 盈利显著增长, 直营渠道表现较优

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025 上半年公司实现收入 46 亿元, 同比下滑 43.9%, 归母净利润 5.9 亿元, 同比下滑 1.3%, 单二季度实现收入 19 亿元, 同比下滑 38.5%, 归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 31.3%, 扣非归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 36.1%。

事件评论

- **单二季度直营延续净开店, 加盟关店数收窄, 毛利率大幅提升。**2025 上半年公司净关店 290 家至 4718 家, 自营店 407 家, 加盟店 4311 家。2025Q1-2 自营店分别净开 43、11 家, 延续净开店趋势; 加盟店分别净关 220、124 家, 关店数有所收窄。二季度直营经营显韧性, 直营收入转为正增, 并助推毛利率大幅提升。二季度收入同比下滑 38.5%, 降幅环比收窄, 其中加盟商关店、补货频次降低、以及部分转向外采, 导致二季度加盟业务收入同比下滑 60%, 但直营店和电商收入分别同比+9%、+2%, 均由一季度的下滑转为正增, 直营渠道体现出一定的经营韧性。同时, 得益于产品结构优化和金价上行带来的定价红利、以及刚需场景下镶嵌降幅收窄, 二季度综合毛利率为 36.1%, 同比提升 13.1pct, 毛利额同比下滑 3%, 降幅相对有限, 其中直营店或受益更加充分, 上半年直营店毛利率+9.0pct, 毛利额同比增长 24%, 形成向上带动。
- **单二季度精简费用投放, 适当降低黄金租赁比例。**单二季度四项期间费用合计减少 4576 万元, 主因精简了广告宣传费和电商渠道费, 同时投资收益和公允价值变动合计为 3120 万元, 去年同期约-2761 万元, 或部分由于金价上行背景下, 上半年黄金租赁采购量比例从去年同期的 9.2%降至 5.3%。以上综合使得在利润低基数下, 二季度归母净利润实现增长。
- **品牌矩阵战略全面发力, 围绕“国宝活化”体系和国际艺术 IP 持续加强自有产品研发。**公司以“周大生”为主品牌基本盘, “周大生 X 国家宝藏”全面升级, 与国家级工艺美术大师合作, 满足高端黄金市场客群需求; “周大生经典”定位非遗时尚, “转珠阁”定位国风文创珠串品牌, 大胆突破黄金产品边界。上半年, 公司相继推出以瓷器文物为灵感的国韵国瓷系列、融入国宝画作元素的国韵丹青系列、以及采用独家“云锦织金”工艺打造的国韵锦绣·云锦系列, 强化以“国宝活化”为核心的研创体系。同时, 公司持续探索国际艺术 IP 在黄金珠宝领域的融合, 报告期内与意大利安布罗修美术馆签署战略合作协议, 正式获得达芬奇 IP 独家授权, “达芬奇密码”系列预计于 2025 年 10 月上市。
- 总体来看, 在二季度金价仍处高位, 全行业黄金饰品需求仍然承压的背景下, 公司实现归母净利润同比 31% 的增长尤显不易, 反映出公司强化自营渠道运营, 加大黄金产品研发力度, 体现出一定的直营收入韧性和利润弹性。公司中期分红每股 0.25 元, 持续注重股东回报; 中长期来看, 公司围绕品牌矩阵战略, 深入“国宝活化”为核心的研创体系, 产品力和渠道力有望得到进一步增强。预计 2025-2027 年 EPS 有望实现 1.03、1.14、1.27 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 1、金价波动增大, 影响黄金饰品消费需求;
- 2、头部品牌之间的竞争加剧。

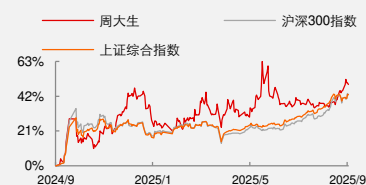
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.27
总股本(万股)	108,547
流通A股/B股(万股)	107,910/0
每股净资产(元)	5.75
近12月最高/最低价(元)	16.34/10.07

注: 股价为 2025 年 9 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《周大生 2024 年报及 2025 年一季报点评: 自营表现较优, 维持较高分红》2025-05-20
- 《周大生 2024 年三季报点评: 加盟出货阶段承压, 品牌升级持续推进》2024-11-17
- 《周大生 2024 年中报点评: 毛利额平稳费用增加, 中期分红增强股东回报》2024-09-11

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、金价波动增大，影响黄金饰品消费需求：若金价持续大幅上行，消费者仍保持观望情绪，或进一步压制黄金饰品消费需求；
- 2、头部品牌之间的竞争加剧：伴随全行业拓店速度放缓，各品牌更加注重单店经营质量提升，加强产品力和渠道力，可能导致头部品牌之间的竞争加剧。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13891	10973	12399	13789	货币资金	1158	1401	1615	1847
营业成本	11002	8089	9334	10457	交易性金融资产	0	5	15	25
毛利	2889	2885	3065	3332	应收账款	291	411	669	934
%营业收入	21%	26%	25%	24%	存货	4270	3648	3319	3146
营业税金及附加	173	165	161	172	预付账款	14	8	9	10
%营业收入	1%	2%	1%	1%	其他流动资产	429	397	399	401
销售费用	1167	1141	1141	1200	流动资产合计	6161	5870	6027	6364
%营业收入	8%	10%	9%	9%	长期股权投资	157	157	157	157
管理费用	111	110	112	121	投资性房地产	6	6	6	6
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	31	34	36	39
研发费用	14	22	22	22	无形资产	376	396	416	436
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	22	19	12	14	递延所得税资产	136	136	136	136
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	968	1148	1298	1398
加: 资产减值损失	-18	-8	-5	-5	资产总计	7836	7747	8077	8537
信用减值损失	-16	-10	-10	-10	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	5	10	10	应付款项	174	233	269	301
投资收益	-109	10	-25	-30	预收账款	38	27	31	34
营业利润	1283	1437	1598	1779	应付职工薪酬	89	49	52	54
%营业收入	9%	13%	13%	13%	应交税费	155	110	112	110
营业外收支	8	6	6	6	其他流动负债	943	732	731	741
利润总额	1291	1443	1604	1785	流动负债合计	1399	1150	1195	1241
%营业收入	9%	13%	13%	13%	长期借款	17	27	37	47
所得税费用	290	332	369	411	应付债券	0	0	0	0
净利润	1002	1111	1235	1374	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1010	1116	1240	1379	其他非流动负债	69	119	159	189
少数股东损益	-8	-5	-5	-5	负债合计	1485	1296	1390	1476
EPS (元)	0.93	1.03	1.14	1.27	归属于母公司所有者权益	6356	6461	6701	7081
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	-5	-10	-15	-20
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6351	6451	6686	7061
经营活动现金流净额	1856	1380	1355	1338	负债及股东权益	7836	7747	8077	8537
取得投资收益收回现金	0	10	-25	-30	基本指标				
长期股权投资	-2	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-195	-196	-166	-116	每股收益	0.93	1.03	1.14	1.27
其他	-8	0	0	0	每股经营现金流	1.69	1.27	1.25	1.23
投资活动现金流净额	-205	-186	-191	-146	市盈率	15.62	13.88	12.49	11.23
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.51	2.40	2.31	2.19
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.56	9.87	8.67	7.67
银行贷款增加 (减少)	-201	10	10	10	总资产收益率	12.9%	14.4%	15.4%	16.2%
筹资成本	-1063	-1000	-1000	-1000	净资产收益率	15.9%	17.3%	18.5%	19.5%
其他	-82	40	40	30	净利率	7.3%	10.2%	10.0%	10.0%
筹资活动现金流净额	-1346	-950	-950	-960	资产负债率	18.9%	16.7%	17.2%	17.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	305	243	214	232	总资产周转率	1.77	1.42	1.54	1.62

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。