

周大生 (002867.SZ)

2025Q3 推进渠道以及产品优化，盈利能力稳步提升

公司 2025Q3 营收下降 17%，归母净利润同比增长 14%，表现符合预期。公司发布 2025Q3 季报，单 Q3 公司营收同比下降 16.7%至 21.8 亿元，受益于产品结构以及渠道结构的优化，毛利率同比提升 1pcts 至 28.5%，销售费用率同比下降 0.2pcts 至 11.1%，管理费用率同比提升 0.5pcts 至 1.4%，综合考虑期内投资收益的增加后（2025Q3 投资收益 3300 万元，2024Q3 投资亏损 2500 万元），公司 2025Q3 归母净利润同比增长 13.6%至 2.9 亿元，归母净利率同比提升 3.5pcts 至 13.2%，整体表现符合预期。

前三季度整体来看，公司营收同比下降 37.3%至 67.7 亿元，毛利率同比提升 9.2pcts 至 29.7%，销售费用率同比提升 3.3pcts 至 10.9%，管理费用率同比提升 0.5pcts 至 1.2%，归母净利率同比提升 5.1pcts 至 13%，归母净利润同比增长 3.1%至 8.8 亿元。

加盟业务：持续推进低效门店关店，短期增补库存意愿仍较弱。根据公司披露 2025 年前三季度加盟业务营收同比下降 56%至 33.45 亿元，前三季度加盟业务毛利同比下降 22%至 9.32 亿元，我们测算单 Q3 加盟业务收入下降 47%至 9.2 亿元，单 Q3 加盟业务毛利下降 23%至 3.1 亿元。短期下游加盟客户在金价高企、门店消费需求不振的叠加影响下，短期增补库存意愿低迷。拓店方面来看，截止 2025Q3 期末周大生加盟店数量为 4275 家，前三季度公司累计净关店 380 家，公司和加盟商合作优化渠道质量，淘汰关闭低效门店。

自营线下：渠道拓店+效率提升同步推进，Q3 自营业务收入/毛利增长优异。根据公司披露 2025 年前三季度自营线下业务收入同比下降 1%至 13.42 亿元，毛利同比增长 21%至 4.71 亿元，我们测算单 Q3 自营线下业务收入同比增长 16%至 4.5 亿元，毛利同比增长 16%至 1.6 亿元。从拓店层面来看，截止 2025Q3 末公司自营店数量为 400 家，前三季度公司累计净开店 47 家。面对不确定的消费环境，我们判断公司当前或借助自营业务强化渠道渗透，同时积极优化终端自营门店运营效率以及高毛利产品布局，另外金价的上涨在一定程度上或也对自营渠道销售毛利带来贡献。

电商：公司重视产品结构优化，电商业务是未来公司增长重点。根据公司披露 2025 年前三季度电商业务营收同比增幅 19%至 4.81 亿元，毛利同比下降 6%至 4.81 亿元，我们测算单 Q3 公司电商业务营收大幅增长至 7.8 亿元，毛利下降 19%至 1.3 亿元。2025Q3 公司黄金类产品收入快速增长，带动电商业务规模扩张。中长期来看，公司仍将继续强化电商渠道建设，从消费者需求出发，加大产品优化力度，推动业务增长。

渠道结构变化导致存货周转效率放缓，销售下降导致现金回流减少。截止 2025Q3 末存货同比增长 7.4%至 45.3 亿元，存货周转天数同比延长 126 天至 250 天，我们判断随着公司加大自营以及电商业务建设，存货规模有所增长，存货周转天数相应延长。截止 2025Q3 应收账款同比增长 13.4%至 3.8 亿元，应收账款周转天数同比缩短 10 天至 13 天，2025 年三季度公司经营活动现金流净额为 5.8 亿元，同比下降 55.9%，主要系销售下降所致。

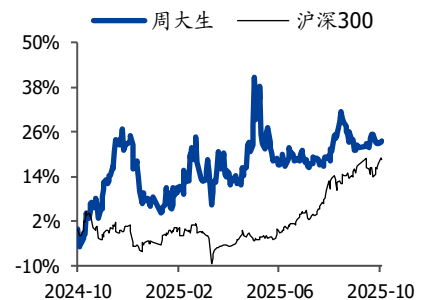
展望 2025 年，我们预计公司归母净利润增长 6%。展望 2025 年，我们预计公司将以门店结构优化以及产品结构优化为业务重点，短期由于消费环境波动以及公司加盟业务结算模式的调整，2025 年预计公司营收下降

增持（维持）

股票信息

行业	饰品
前次评级	增持
10 月 28 日收盘价（元）	13.71
总市值（百万元）	14,881.85
总股本（百万股）	1,085.47
其中自由流通股（%）	99.41
30 日日均成交量（百万股）	8.88

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《周大生 (002867.SZ)：2025H1 利润率提升，关注公司产品以及渠道优化进度》 2025-08-30
- 《周大生 (002867.SZ)：2024/2025Q1 业绩承压，关注公司产品以及渠道优化进度》 2025-04-30
- 《周大生 (002867.SZ)：2024Q3 加盟业务发货承压，电商增速优异》 2024-11-02

31.2%至 95.59 亿元，随着毛利率的提升以及费用效率的优化，归母净利润增长 5.7%至 10.68 亿元。

盈利预测与投资建议：公司作为国内珠宝行业头部公司，持续推动产品以及渠道结构优化，当前我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.68/11.74/12.76 亿元，现价对应 2025 年 PE 为 14 倍，维持“增持”评级。

风险提示：门店拓展不及预期；需求恢复不及预期；原材料价格波动。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16,290	13,891	9,559	10,140	10,885
增长率 yoy（%）	46.5	-14.7	-31.2	6.1	7.3
归母净利润（百万元）	1,316	1,010	1,068	1,174	1,276
增长率 yoy（%）	20.7	-23.2	5.7	10.0	8.7
EPS 最新摊薄（元/股）	1.21	0.93	0.98	1.08	1.18
净资产收益率（%）	20.6	15.8	15.9	16.4	16.5
P/E（倍）	11.3	14.7	13.9	12.7	11.7
P/B（倍）	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6448	6161	7215	7407	8415
现金	852	1158	5519	2485	6563
应收票据及应收账款	1498	291	940	365	1036
其他应收款	67	51	8	61	16
预付账款	14	14	18	16	21
存货	3643	4270	352	4101	402
其他流动资产	375	378	378	378	378
非流动资产	1564	1675	1375	1357	1330
长期投资	155	157	152	146	141
固定资产	14	31	124	186	217
无形资产	386	376	367	358	350
其他非流动资产	1010	1111	733	667	622
资产总计	8012	7836	8590	8764	9745
流动负债	1569	1399	1809	1527	1951
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	149	174	817	314	898
其他流动负债	1220	1225	992	1213	1052
非流动负债	59	86	78	75	71
长期借款	18	17	10	6	2
其他非流动负债	41	69	69	69	69
负债合计	1628	1485	1887	1602	2022
少数股东权益	3	-5	-8	-11	-13
股本	1096	1096	1096	1096	1096
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327
留存收益	4444	4423	4737	5082	5457
归属母公司股东权益	6381	6356	6711	7173	7736
负债和股东权益	8012	7836	8590	8764	9745

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	1856	4692	-2513	4598
净利润	1313	1002	1064	1172	1273
折旧摊销	42	58	61	43	60
财务费用	4	22	-52	-64	-70
投资损失	86	109	-152	-152	-152
营运资金变动	-1397	548	3776	-3507	3493
其他经营现金流	91	118	-5	-4	-6
投资活动现金流	-230	-205	396	132	126
资本支出	215	195	-294	-11	-23
长期投资	0	-10	5	5	5
其他投资现金流	-15	-20	107	126	108
筹资活动现金流	-875	-1346	-726	-652	-646
短期借款	200	-200	0	0	0
长期借款	0	-1	-7	-4	-4
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1076	-1144	-719	-648	-642
现金净增加额	-967	305	4361	-3034	4078

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16290	13891	9559	10140	10885
营业成本	13334	11002	6934	7348	7881
营业税金及附加	147	173	119	126	135
营业费用	944	1167	1243	1288	1361
管理费用	106	111	96	81	87
研发费用	12	14	10	10	11
财务费用	4	22	-52	-64	-70
资产减值损失	-8	-18	-12	-13	-14
其他收益	39	19	19	19	19
公允价值变动收益	7	4	4	4	4
投资净收益	-86	-109	152	152	152
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	1695	1283	1374	1513	1642
营业外收入	15	12	13	13	13
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	1708	1291	1383	1522	1652
所得税	396	290	319	350	378
净利润	1313	1002	1064	1172	1273
少数股东损益	-3	-8	-3	-2	-3
归属母公司净利润	1316	1010	1068	1174	1276
EBITDA	1738	1315	1344	1445	1576
EPS (元)	1.21	0.93	0.98	1.08	1.18

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	-31.2	6.1	7.3
营业利润(%)	20.3	-24.3	7.0	10.1	8.6
归属于母公司净利润(%)	20.7	-23.2	5.7	10.0	8.7
获利能力					
毛利率(%)	18.1	20.8	27.5	27.5	27.6
净利率(%)	8.1	7.3	11.2	11.6	11.7
ROE(%)	20.6	15.8	15.9	16.4	16.5
ROIC(%)	19.4	15.0	14.6	14.9	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	20.3	18.9	22.0	18.3	20.7
净负债比率(%)	-8.3	-16.0	-81.2	-33.7	-84.1
流动比率	4.1	4.4	4.0	4.8	4.3
速动比率	1.5	1.1	3.6	1.9	3.9
营运能力					
总资产周转率	2.1	1.8	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	14.1	15.5	15.5	15.5	15.5
应付账款周转率	63.5	68.2	14.0	13.0	13.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.21	0.93	0.98	1.08	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.71	4.32	-2.32	4.24
每股净资产(最新摊薄)	5.88	5.86	6.18		7.13
估值比率					
P/E	11.3	14.7	13.9	12.7	11.7
P/B	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.3	10.6	7.1	8.7	5.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com