

收入端逐季改善，线上业务贡献增长点

——周大生（002867）点评报告

买入（维持）

2025 年 10 月 29 日

投资要点：

收入跌幅逐季收窄，25Q3 归母净利润同比+13.57%。2025Q1-Q3，公司实现营收 67.72 亿元（同比-37.35%），归母净利润 8.82 亿元（同比+3.13%），业绩下滑主因金价高位影响黄金产品终端销售，零售商补货意愿减少。分季度看，25Q1/Q2/Q3 实现营收同比分别-47.28%/-38.47%/-16.71%，收入跌幅逐季收窄，归母净利润同比分别-26.12%/+31.32%/+13.57%。

“悦己”与“轻珠宝”产品实现较好增长，国家宝藏系列全面升级打造高端化差异。2025Q1-Q3，镶嵌类产品营业收入 5.56 亿元（同比-4.89%），素金类产品营业收入 49.42 亿元（同比-44.44%），品牌使用费收入 5.69 亿元（同比+3.03%）。面对金价高位下门店消费不振，公司积极调整产品结构，“悦己”与“轻珠宝”类产品实现了较好增长，成为结构性亮点。此外，“周大生×国家宝藏”全面升级，打造高端黄金差异化。

线上业务贡献增长点，加盟业务承压。线下：2025Q1-Q3，公司加盟业务收入 33.45 亿元（同比-56.34%），自营线下业务收入 13.42 亿元（同比-0.86%）。截止 2025 年 9 月末，周大生品牌终端门店数量 4675 家（较 2025 年初净减少 333 家），其中，加盟/自营分别为 4275/400 家，较 2025 年初分别-380/+47 家。线上：2025Q1-Q3，公司电商（线上）业务营业收入 19.45 亿元（同比+17.69%），收入占比提升至 28.72%，主因公司加大轻量化、高性价比产品的线上供给，线上黄金类产品收入同比+33.19%。

受益于产品结构优化与金价上行，毛利率与净利率提升明显。2025Q1-Q3，公司毛利率同比大幅提升 9.16 个 pct 至 29.74%，主因产品结构调整优化以及金价上行带来定价红利，净利率同比+5.10 个 pct 至 12.99%。费用率方面，2025Q1-Q3 公司销售费用率提升较为明显，同比+3.29 个 pct 至 10.91%。

盈利预测与投资建议：近期金价高位导致终端销售承压，但公司积极调整产品结构，收入情况逐季好转，“悦己”与“轻珠宝”类产品成为结

基础数据

总股本（百万股）	1,085.47
流通A股（百万股）	1,079.10
收盘价（元）	13.71
总市值（亿元）	148.82
流通A股市值（亿元）	147.94

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

受益于产品结构优化，盈利能力提升明显
业绩短期承压，分红比例维持高位
黄金产品延续高景气，线下拓店提速

分析师：

李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liyingsl@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13891.30	11752.23	12582.87	13478.61
增长率(%)	-14.73	-15.40	7.07	7.12
归母净利润(百万元)	1010.11	1089.96	1242.73	1380.72
增长率(%)	-23.25	7.91	14.02	11.10
每股收益(元)	0.93	1.00	1.14	1.27
市盈率(倍)	14.73	13.65	11.98	10.78
市净率(倍)	2.34	2.26	2.18	2.10

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

构性亮点。受益于产品结构优化和金价上行带来的定价红利，毛利率与净利率整体提升明显。当前公司启动国家宝藏店培育计划，布局高端黄金赛道打造产品差异化，整体盈利水平有望进一步提升。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.00/1.14/1.27 元/股，对应 2025 年 10 月 28 日收盘价的 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格大幅波动风险。

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13891	11752	12583	13479
同比增速 (%)	-14.73	-15.40	7.07	7.12
营业成本	11002	9019	9570	10191
毛利	2889	2734	3013	3287
营业收入 (%)	20.80	23.26	23.95	24.39
税金及附加	173	133	147	156
营业收入 (%)	1.24	1.13	1.17	1.15
销售费用	1167	1011	1107	1213
营业收入 (%)	8.40	8.60	8.80	9.00
管理费用	111	106	113	121
营业收入 (%)	0.80	0.90	0.90	0.90
研发费用	14	14	15	16
营业收入 (%)	0.10	0.12	0.12	0.12
财务费用	22	17	6	2
营业收入 (%)	0.16	0.14	0.05	0.01
资产减值损失	-18	-16	-18	-19
信用减值损失	-16	-10	-8	-10
其他收益	19	20	20	22
投资收益	-109	-59	-38	-13
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	1283	1390	1582	1760
营业收入 (%)	9.24	11.82	12.57	13.06
营业外收支	8	11	11	11
利润总额	1291	1401	1593	1771
营业收入 (%)	9.30	11.92	12.66	13.14
所得税费用	290	317	360	400
净利润	1002	1083	1233	1370
营业收入 (%)	7.21	9.22	9.80	10.17
归属于母公司的净利润	1010	1090	1243	1381
同比增速 (%)	-23.25	7.91	14.02	11.10
少数股东损益	-8	-7	-9	-9
EPS（元/股）	0.93	1.00	1.14	1.27

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.93	1.00	1.14	1.27
BVPS	5.86	6.05	6.28	6.54
PE	14.73	13.65	11.98	10.78
PEG	-0.63	1.73	0.85	0.97
PB	2.34	2.26	2.18	2.10
EV/EBITDA	9.56	8.25	7.32	6.51
ROE	15.89%	16.59%	18.22%	19.46%
ROIC	17.00%	16.32%	17.76%	18.92%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1158	1883	2210	2543
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	291	219	227	234
存货	4270	3499	3440	3371
预付款项	14	11	11	12
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	429	424	429	435
流动资产合计	6161	6035	6317	6596
长期股权投资	157	158	160	162
固定资产	31	291	480	614
在建工程	806	655	538	460
无形资产	376	375	375	374
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	136	155	155	155
其他非流动资产	168	203	185	195
资产总计	7836	7872	8210	8555
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	174	129	141	149
预收账款	38	30	33	35
合同负债	21	17	18	20
应付职工薪酬	89	71	76	81
应交税费	155	131	140	150
其他流动负债	922	836	889	928
流动负债合计	1399	1214	1298	1363
长期借款	17	17	16	15
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	69	82	99	113
负债合计	1485	1313	1412	1491
归属于母公司的所有者权益	6356	6571	6820	7096
少数股东权益	-5	-12	-21	-32
股东权益	6351	6560	6799	7064
负债及股东权益	7836	7872	8210	8555

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1856	1990	1559	1666
投资	-10	-2	-2	-2
资本性支出	-195	-182	-171	-175
其他	0	-192	-74	-49
投资活动现金流净额	-205	-376	-248	-226
债权融资	1	16	43	31
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-201	-1	-1	-1
筹资成本	-1063	-904	-1027	-1137
其他	-83	2	0	0
筹资活动现金流净额	-1346	-886	-984	-1107
现金净流量	305	725	327	333

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场