

周大生 (002867.SZ)

三季度归母净利润增长 14%，电商渠道加速增长

优于大市

核心观点

三季度收入降幅收窄，归母净利润增长 14%。公司三季度实现营收 21.75 亿元，同比-16.71%，降幅较二季度收窄 21.76pct。取得归母净利润 2.88 亿元，同比+13.57%，扣非归母净利润 2.72 亿元，同比+7.69%，非经收益主要系前期单项计提的其他应收款坏账准备在报告期内转回 0.21 亿元。整体前三季度收入端在高金价抑制克重产品消费、加盟商短期增补库存意愿低迷情况下下滑 37.35%，但利润端受益毛利率提升、费用管控等取得 3.13% 的正增长。

电商业务快速增长，持续优化门店质量。分业务看，前三季度自营（线下）收入 13.42 亿元，同比-0.86%；电商业务收入 19.45 亿元，同比+17.68%，受益于电商渠道建设及加大轻量化、高性价比产品供给。加盟业务收入 33.45 亿元，同比-56.34%，受加盟商短期增补库存意愿低迷影响。渠道方面，公司淘汰关闭低效门店，强化自营体系，前三季度加盟店净减少 380 家，自营门店净增加 47 家，期末门店总数 4675 家。

毛利率提升，销售费用率优化。公司单三季度毛利率 28.46%，同比+0.99pct，受益于产品结构优化、渠道贡献变化以及金价红利释放。销售费用率 11.13%，同比-0.16pct，管理费用率 1.42%，同比+0.48pct，财务费用率同比-0.11pct。前三季度存货周转天数增加 126 天至 249.63 天，预计与业务发展加大库存备货及金价上涨等因素有关。前三季度实现经营性现金流净额 5.8 亿元，同比-55.86%，经营活动收到现金同比减少所致。

风险提示：金价大幅波动；加盟商管理不善；终端景气度不及预期。

投资建议：在加盟商短期增补库存意愿低迷及门店调整下，公司加盟收入短期拖累整体营收增长。不过随着公司产品创新提高终端动销水平及加大加盟商专项培训等，加盟业务有望实现复苏表现。自营和电商渠道进一步提质增效，有望继续实现加速增长。利润端随着高毛利定价首饰占比增加、自营渠道增长，以及广告营销费用优化等有望继续实现韧性增长。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 11.24/12.8/13.95 亿元，对应 PE 分别为 13.6/12/11 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,290.06	13,891.30	11,856.68	12,813.17	13,748.22
(+/-%)	46.52%	-14.73%	-14.65%	8.07%	7.30%
净利润(百万元)	1316.05	1010.11	1124.11	1280.22	1394.50
(+/-%)	20.67%	-23.25%	11.29%	13.89%	8.93%
每股收益(元)	1.20	0.92	1.03	1.17	1.27
EBIT Margin	10.80%	10.35%	11.88%	12.41%	12.61%
净资产收益率 (ROE)	20.62%	15.89%	17.00%	18.86%	20.11%
市盈率 (PE)	11.65	15.18	13.64	11.98	11.00
EV/EBITDA	9.57	11.56	12.13	10.64	9.82
市净率 (PB)	2.40	2.41	2.32	2.26	2.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔蓉若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

n

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.99 元
总市值/流通市值	15186/15097 百万元
52 周最高价/最低价	16.34/10.92 元
近 3 个月日均成交额	127.19 百万元

市场走势

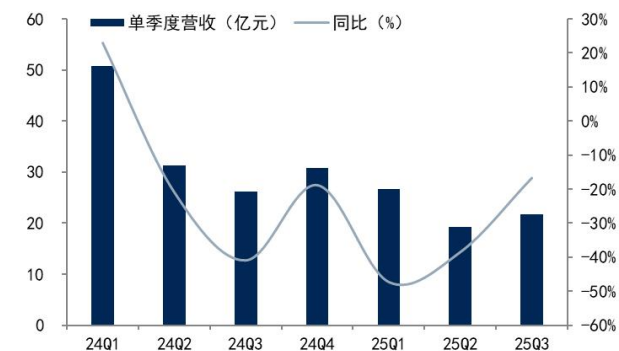


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

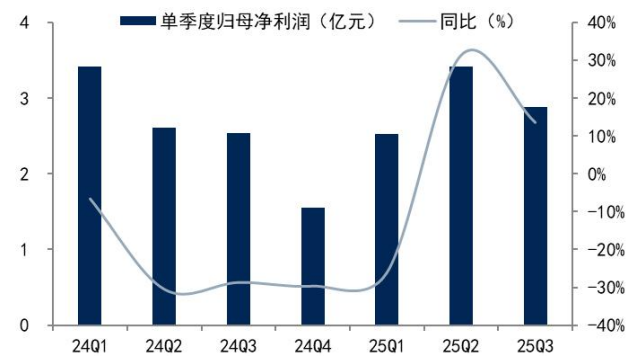
- 《周大生 (002867.SZ) - 单二季度归母净利润增长 31%， “悦己”趋势带动饰品增长》——2025-08-28
- 《周大生 (002867.SZ) - 金价高位短期业绩仍有承压，持续强化分红彰显经营信心》——2025-05-05
- 《周大生 (002867.SZ) - 金价上涨影响终端及加盟商拿货需求，门店扩张仍在积极推进》——2024-10-31
- 《周大生 (002867.SZ) - 门店扩张稳步推进，持续强化分红回报》——2024-08-29
- 《周大生 (002867.SZ) - 2023 年业绩增长稳健，黄金类产品延续良好增长趋势》——2024-04-26

图1: 周大生单季度营收及增速（亿元、%）



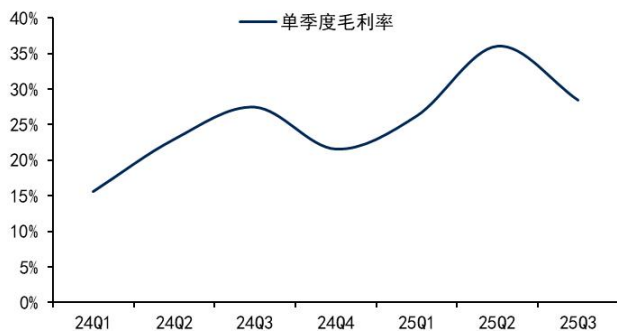
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 周大生单季度归母净利润及增速（亿元、%）



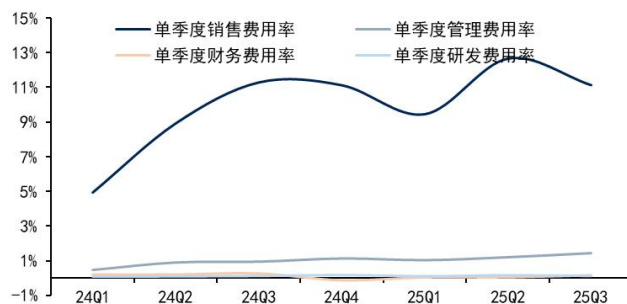
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 周大生单季度毛利率（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 周大生单季度费用率（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	852	1158	2216	2285	2344	营业收入	16290	13891	11857	12813	13748
应收款项	1565	342	455	456	452	营业成本	13334	11002	8962	9634	10304
存货净额	3643	4270	4587	4784	4973	营业税金及附加	147	173	122	136	153
其他流动资产	389	391	315	336	371	销售费用	944	1167	1208	1287	1378
流动资产合计	6448	6161	7574	7861	8140	管理费用	106	111	156	166	180
固定资产	735	837	554	576	624	财务费用	4	22	(40)	(55)	(57)
无形资产及其他	386	376	361	346	331	投资收益	(86)	(109)	0	0	0
投资性房地产	289	304	304	304	304	资产减值及公允价值变动	15	22	0	1	1
长期股权投资	155	157	159	161	171	其他收入	11	(46)	0	0	0
资产总计	8012	7836	8952	9249	9570	营业利润	1695	1283	1448	1646	1791
短期借款及交易性金融负债	266	62	5	5	5	营业外净收支	13	8	0	0	0
应付款项	149	174	172	147	172	利润总额	1708	1291	1448	1646	1791
其他流动负债	1155	1163	2080	2228	2383	所得税费用	396	290	333	376	408
流动负债合计	1569	1399	2257	2380	2560	少数股东损益	(3)	(8)	(9)	(11)	(11)
长期借款及应付债券	18	17	17	17	17	归属于母公司净利润	1316	1010	1124	1280	1395
其他长期负债	41	69	74	79	84						
长期负债合计	59	86	91	96	101	现金流量表（百万元）					
负债合计	1628	1485	2348	2476	2661	净利润	1316	1010	1124	1280	1395
少数股东权益	3	(5)	(7)	(15)	(24)	资产减值准备	9	24	410	89	68
股东权益	6381	6356	6611	6788	6933	折旧摊销	13	17	49	84	99
负债和股东权益总计	8012	7836	8952	9249	9570	公允价值变动损失	(15)	(22)	0	(1)	(1)
						财务费用	4	22	(40)	(55)	(57)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1228)	663	976	(1)	33
每股收益	1.20	0.92	1.03	1.17	1.27	其它	(10)	(24)	(412)	(98)	(77)
每股红利	0.91	0.97	0.79	1.01	1.14	经营活动现金流	84	1668	2147	1354	1517
每股净资产	5.82	5.80	6.03	6.19	6.33	资本开支	0	(156)	(160)	(180)	(200)
ROIC	22%	18%	19%	23%	25%	其它投资现金流	0	(0)	0	0	0
ROE	21%	16%	17%	19%	20%	投资活动现金流	0	(158)	(162)	(182)	(210)
毛利率	18%	21%	24%	25%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	12%	12%	13%	负债净变化	0	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	10%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(1001)	(1063)	(869)	(1103)	(1249)
收入增长	47%	-15%	-15%	8%	7%	其它融资现金流	1034	923	(57)	0	0
净利润增长率	21%	-23%	11%	14%	9%	融资活动现金流	(968)	(1204)	(926)	(1103)	(1249)
资产负债率	20%	19%	26%	27%	28%	现金净变动	(884)	306	1059	69	58
息率	6.5%	6.9%	5.7%	7.2%	8.1%	货币资金的期初余额	1735	852	1158	2216	2285
P/E	11.7	15.2	13.6	12.0	11.0	货币资金的期末余额	852	1158	2216	2285	2344
P/B	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	企业自由现金流	136	1640	1949	1130	1271
EV/EBITDA	9.6	11.6	12.1	10.6	9.8	权益自由现金流	1170	2562	1923	1172	1315

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032