

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

周大生(002867)

投资评级 买入

上次评级 买入

范欣悦 商社行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

陆亚宁 商社行业分析师

执业编号: S1500525030003

邮箱: luyaning@cindasc.com

相关研究

周大生(002867.SZ) 25Q2 点评: 收入降幅环比收窄, 利润实现较好增长

周大生(002867.SZ) 2024&25Q1 点评: 金价波动拖累公司业绩, 2024 年延续高比例分红

周大生(002867.SZ) 24H1 点评: 金价大幅波动致加盟渠道业绩承压, 中报延续高比例分红

周大生: 盈利能力逆势提升, 结构优化成效显著

2025 年 11 月 01 日

事件: 公司发布 2025 年三季度报告。公司 25Q1-Q3 实现营业收入 67.72 亿元 (yoy-37.35%), 归母净利润 8.82 亿元 (yoy+3.13%), 扣非归母净利润 8.53 亿元 (yoy+1.85%)。单 Q3 营收 21.75 亿元 (yoy-16.71%), 归母净利润 2.88 亿元 (yoy+13.57%), 扣非归母净利润 2.72 亿元 (yoy+7.69%)。

点评:

- **收入端短期承压, 自营及电商渠道表现亮眼。**25Q1-Q3 公司营收同比下降 37.35%, 主要受高金价抑制下游加盟商补货意愿影响。分渠道看, 加盟业务收入 33.45 亿元 (yoy-56.34%), 为主要拖累项, 我们认为部分系税收环境变化下结算模式向品牌使用费模式转变所致; 自营线下业务收入 13.42 亿元 (yoy-0.86%), 展现较强韧性; 电商业务收入 19.45 亿元 (yoy+17.68%), 实现逆势高增。分品类看, 素金类产品收入 49.42 亿元 (yoy-44.44%), 受高金价影响较大; 镶嵌类产品收入 5.56 亿元 (yoy-4.89%), 降幅显著收窄, 其中自营渠道镶嵌收入同比增长 67.23%, 企稳迹象明显, 部分得益于“点赞”等黄金镶钻新品类的带动。
- **渠道优化提质增效, 多品牌战略深化布局。**公司持续优化渠道质量, 从追求数量转向提质增效。截至 25Q3 末, 公司终端门店 4,675 家, 较年初净减少 333 家, 其中加盟店净减少 380 家, 自营店净增加 47 家, 门店调整速度已有所放缓。产品端, 公司迅速调整产品结构, 加大轻量化、时尚化、高性价比产品供给。品牌端, 1) “周大生×国家宝藏”品牌升级, 打造高端差异化, 其门店计划进展顺利, 试点样板店销售攀升较快, 公司预计未来几个月将出现单月销售超 1000 万元的门店。2) 电商业务与头部 MCN 机构“无忧传媒”达成深度战略合作, 共同孵化珠宝行业 KOL, 强化内容营销能力。
- **盈利能力逆势提升, 结构优化成效显著。**在收入下滑背景下, 公司 25Q1-Q3 归母净利润逆势增长 3.13%。盈利能力提升的核心在于毛利率大幅改善, 25Q1-Q3 公司整体毛利率达 29.74%, 同比提升 9.16 pct。
- **盈利预测与投资评级:** 25Q3 公司在行业调整期内展现出经营韧性, 通过坚定的产品与渠道结构调整, 盈利能力逆势提升, 经营质量显著优化。公司多品牌矩阵(国家宝藏、转珠阁等)布局清晰, 渠道调整进入提质增效新阶段, 产品创新与数字化营销持续赋能, 为长期发展注入新动力。我们预测 25~27 年公司归母净利润分别为 11.2/12.3/13.4 亿元, 当前股价对应 PE 估值为 13.5x/12.2x/11.3x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 金价剧烈波动; 拓店不及预期; 消费需求疲软。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	16,290	13,891	11,752	12,855	13,721
增长率 YoY %	46.5%	-14.7%	-15.4%	9.4%	6.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,316	1,010	1,117	1,232	1,336
增长率 YoY%	20.7%	-23.2%	10.6%	10.3%	8.4%
毛利率%	18.1%	20.8%	23.9%	23.5%	23.3%
净资产收益率ROE%	20.6%	15.9%	17.8%	19.0%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	1.21	0.93	1.03	1.13	1.23
市盈率 P/E(倍)	11.42	14.87	13.45	12.19	11.25
市净率 P/B(倍)	2.35	2.36	2.39	2.31	2.22

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价



资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,448	6,161	6,309	6,453	6,722	
货币资金	852	1,158	1,151	1,062	1,471	
应收票据	1	0	1	0	1	
应收账款	1,497	291	297	346	340	
预付账款	14	14	13	13	14	
存货	3,643	4,270	4,424	4,595	4,465	
其他	442	429	424	438	432	
非流动资产	1,564	1,675	1,584	1,568	1,542	
长期股权投资	155	157	157	157	157	
固定资产(合计)	14	31	514	481	443	
无形资产	386	376	353	330	307	
其他	1,010	1,111	560	601	635	
资产总计	8,012	7,836	7,893	8,022	8,265	
流动负债	1,569	1,399	1,553	1,477	1,466	
短期借款	200	0	300	100	20	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	149	174	124	149	143	
其他	1,220	1,225	1,129	1,228	1,303	
非流动负债	59	86	69	69	69	
长期借款	18	17	0	0	0	
其他	41	69	69	69	69	
负债合计	1,628	1,485	1,621	1,546	1,535	
少数股东权益	3	-5	-10	-17	-23	
归属母公司股东权益	6,381	6,356	6,282	6,493	6,753	
负债和股东权益	8,012	7,836	7,893	8,022	8,265	
重要财务指标						
	单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	16,290	13,891	11,752	12,855	13,721	
同比(%)	46.5%	-14.7%	-15.4%	9.4%	6.7%	
归属母公司净利润	1,316	1,010	1,117	1,232	1,336	
同比	20.7%	-23.2%	10.6%	10.3%	8.4%	
毛利率(%)	18.1%	20.8%	23.9%	23.5%	23.3%	
ROE%	20.6%	15.9%	17.8%	19.0%	19.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.21	0.93	1.03	1.13	1.23	
P/E	11.42	14.87	13.45	12.19	11.25	
P/B	2.35	2.36	2.39	2.31	2.22	
EV/EBITDA	8.56	9.56	8.47	7.64	6.90	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	16,290	13,891	11,752	12,855	13,721	
营业成本	13,334	11,002	8,943	9,838	10,521	
营业税金及附加	147	173	146	159	170	
销售费用	944	1,167	999	1,041	1,098	
管理费用	106	111	100	109	110	
研发费用	12	14	9	9	8	
财务费用	4	22	37	40	34	
减值损失合计	-8	-18	-10	-10	-10	
投资净收益	-86	-109	-71	-64	-55	
其他	47	8	-15	-13	-12	
营业利润	1,695	1,283	1,423	1,570	1,703	
营业外收支	13	8	10	10	10	
利润总额	1,708	1,291	1,433	1,580	1,713	
所得税	396	290	321	354	384	
净利润	1,313	1,002	1,112	1,226	1,329	
少数股东损益	-3	-8	-6	-6	-7	
归属母公司净利润	1,316	1,010	1,117	1,232	1,336	
EBITDA	1,880	1,558	1,688	1,856	1,985	
EPS(当年)(元)	1.21	0.93	1.03	1.13	1.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	139	1,856	1,015	1,353	1,780	
净利润	1,313	1,002	1,112	1,226	1,329	
折旧摊销	104	137	117	142	153	
财务费用	28	35	37	40	34	
投资损失	86	109	71	64	55	
营运资金变动	-1,398	547	-351	-149	179	
其它	6	26	30	30	30	
投资活动现金流	-230	-205	-117	-211	-202	
资本支出	-215	-195	-16	-117	-117	
长期投资	0	-10	0	0	0	
其他	-15	0	-101	-94	-85	
筹资活动现金流	-875	-1,346	-906	-1,231	-1,169	
吸收投资	0	0	-170	0	0	
借款	200	-201	283	-200	-80	
支付利息或股息	-1,001	-1,063	-1,068	-1,071	-1,119	
现金流净增加额	-967	305	-7	-89	409	

研究团队简介

范欣悦，商社行业首席分析师，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队2015年获得新财富第三名、2016年获得新财富第四名、2023年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备4年以上新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究所，主要覆盖零售、母婴、电商等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。