

短期金价对毛利率的红利依然存在 中期渠道调整将进入尾声

核心观点

- 公司从 25Q3 开始直营和电商销售同比开始转正，我们预计四季度开始有望延续这一态势。公司之前披露的 25 年三季报显示，相比中报，自营（线下）和电商的销售收入单三季度同比已经转为正增长。我们判断主要来自产品结构的优化、内容营销的增强和终端精细化运营能力的提升。在直营未来持续净开店且产品不断优化的背景下，我们预计四季度开始这两块业务仍将保持良好的上升态势，并将成为公司未来 2-3 年销售收入的主要增量。
- 高金价之下加盟业务的下降成为公司 25 年营收的主要拖累，但我们认为 26 年起调整将逐步进入尾声。前三季度公司加盟渠道净关店 380 家，公司报表的加盟收入同比下降 56%（预计主要来自加盟出货的下降和高金价下部分结算方式的调整），成为公司收入主要拖累。但相比 25 年上半年净关店 344 家，已经看到三季度净关店节奏明显放缓。我们预计 26 年开始行业终端渠道的调整将进入尾声，公司加盟业务对报表的冲击将明显减弱。后续加盟渠道的质量（毛利和净利维度的增长）将成为公司更关注的因素。
- 短期金价的持续快速上升对公司自营业毛利率的正面影响可能未被充分反映。公司前三季度毛利率同比显著提升，一方面有产品结构和渠道结构的变化因素，另一方面也有金价上涨带来的红利（前期低成本存货随销售释放收益）。我们认为近期黄金价格再次快速大幅上涨对公司直营业务毛利率的正面影响还将释放一段时间，而对此市场可能仍未充分反映。
- 从历史看，长期高分红的策略对公司投资价值更是锦上添花。近 5 年公司年度分红比率基本在 60%-100% 之间，目前近 12 月股息率在 6% 左右，在行业中处于领先水平。我们认为长期的高分红政策也进一步提升了公司的投资吸引力。

盈利预测与投资建议

- 综合考虑公司前三季度的经营情况以及金价上涨、行业竞争形势等，我们调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 1.02、1.15 和 1.27 元（原预测为 1.02、1.20 和 1.36 元），参考可比公司，给予 2026 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 17.25 元，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧、可选消费复苏低于预期，金价波动影响终端首饰销量等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,290	13,891	9,205	10,033	11,092
同比增长(%)	46.5%	-14.7%	-33.7%	9.0%	10.6%
营业利润(百万元)	1,695	1,283	1,400	1,593	1,768
同比增长(%)	20.3%	-24.3%	9.1%	13.8%	10.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,316	1,010	1,107	1,243	1,379
同比增长(%)	20.7%	-23.2%	9.6%	12.3%	10.9%
每股收益(元)	1.21	0.93	1.02	1.15	1.27
毛利率(%)	18.1%	20.8%	30.0%	29.3%	29.1%
净利率(%)	8.1%	7.3%	12.0%	12.4%	12.4%
净资产收益率(%)	21.2%	15.9%	15.8%	15.1%	14.4%
市盈率	11.1	14.5	13.2	11.8	10.6
市净率	2.3	2.3	1.9	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（维持）
股价（2026年01月29日）	13.48 元
目标价格	17.25 元
52 周最高价/最低价	15.31/11.25 元
总股本/流通 A 股（万股）	108,547/107,910
A 股市值（百万元）	14,632
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 01 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.23	10.95	-1.83	14.27
相对表现%	5.59	8.48	-1.96	-10.27
沪深 300%	0.64	2.47	0.13	24.54



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

中报毛利率大幅提升 战略升级下盈利能力有望持续提升 2025-08-31
金价压制终端需求，高分红政策延续 2025-05-14
高金价抑制终端需求，拓店节奏有所放缓 2024-11-04

综合考虑公司前三季度的经营情况以及金价上涨、行业竞争形势等，我们调整公司盈利预测（下调未来3年加盟收入、小幅上调自营和电商收入，上调自营毛利率），预计2025-2027年每股收益分别为1.02、1.15和1.27元（原预测为1.02、1.20和1.36元），参考可比公司，给予2026年15倍PE估值，对应目标价17.25元，维持“增持”评级。

表1：行业可比公司估值（截至2026年1月29日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益(元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2076E	2024A	2025E	2026E	2027E
老凤祥	600612	49.50	3.73	3.16	3.49	3.84	13	16	14	13
赤峰黄金	600988	48.00	0.93	1.64	2.16	2.51	52	29	22	19
潮宏基	002345	13.36	0.22	0.53	0.73	0.88	61	25	18	15
周大福	01929	13.81	0.59	0.85	0.94	1.03	23	16	15	13
六福集团	00590	29.51	1.87	2.60	2.96	3.28	16	11	10	9
周六福	06168	24.01	1.89	1.86	2.11	2.39	13	13	11	10
调整后平均								17	15	13

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、可选消费复苏低于预期，金价波动影响终端首饰销量等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	852	1,158	5,024	5,473	6,495	营业收入	16,290	13,891	9,205	10,033	11,092
应收票据、账款及款项融资	1,498	291	193	502	555	营业成本	13,334	11,002	6,443	7,098	7,865
预付账款	14	14	9	10	11	销售费用	944	1,167	1,059	1,154	1,253
存货	3,643	4,270	1,611	1,987	2,202	管理费用	106	111	101	110	122
其他	442	429	412	415	418	研发费用	12	14	9	10	11
流动资产合计	6,448	6,161	7,248	8,387	9,681	财务费用	4	22	(14)	(35)	(43)
长期股权投资	155	157	157	157	157	资产、信用减值损失	9	34	34	34	34
固定资产	14	31	118	187	241	公允价值变动收益	7	4	(20)	5	5
在建工程	721	806	806	806	807	投资净收益	(86)	(109)	(80)	10	10
无形资产	386	376	415	453	489	其他	(106)	(153)	(73)	(84)	(97)
其他	289	304	269	269	269	营业利润	1,695	1,283	1,400	1,593	1,768
非流动资产合计	1,564	1,675	1,764	1,872	1,962	营业外收入	15	12	12	12	12
资产总计	8,012	7,836	9,012	10,259	11,643	营业外支出	2	4	4	4	4
短期借款	200	0	0	0	0	利润总额	1,708	1,291	1,408	1,601	1,776
应付票据及应付账款	149	174	102	112	124	所得税	396	290	310	368	408
其他	1,220	1,225	1,205	1,209	1,213	净利润	1,313	1,002	1,098	1,233	1,367
流动负债合计	1,569	1,399	1,307	1,321	1,337	少数股东损益	(3)	(8)	(9)	(10)	(11)
长期借款	18	17	17	17	17	归属于母公司净利润	1,316	1,010	1,107	1,243	1,379
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.21	0.93	1.02	1.15	1.27
其他	41	69	69	69	69						
非流动负债合计	59	86	86	86	86	主要财务比率					
负债合计	1,628	1,485	1,393	1,407	1,423		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3	(5)	(14)	(24)	(35)	成长能力					
实收资本(或股本)	1,096	1,096	1,085	1,085	1,085	营业收入	46.5%	-14.7%	-33.7%	9.0%	10.6%
资本公积	1,157	1,157	1,338	1,338	1,338	营业利润	20.3%	-24.3%	9.1%	13.8%	10.9%
留存收益	4,444	4,423	5,530	6,773	8,152	归属于母公司净利润	20.7%	-23.2%	9.6%	12.3%	10.9%
其他	(316)	(320)	(320)	(320)	(320)	获利能力					
股东权益合计	6,385	6,351	7,619	8,852	10,220	毛利率	18.1%	20.8%	30.0%	29.3%	29.1%
负债和股东权益总计	8,012	7,836	9,012	10,259	11,643	净利率	8.1%	7.3%	12.0%	12.4%	12.4%
						ROE	21.2%	15.9%	15.8%	15.1%	14.4%
						ROIC	20.4%	15.5%	15.3%	14.4%	13.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	20.3%	18.9%	15.5%	13.7%	12.2%
净利润	1,313	1,002	1,098	1,233	1,367	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	40	57	60	42	60	流动比率	4.11	4.40	5.55	6.35	7.24
财务费用	4	22	(14)	(35)	(43)	速动比率	1.78	1.35	4.31	4.84	5.59
投资损失	86	109	80	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(1,004)	519	2,688	(676)	(256)	应收账款周转率	14.1	15.5	38.1	28.9	21.0
其它	(300)	147	20	(5)	(5)	存货周转率	3.8	2.8	2.2	3.9	3.8
经营活动现金流	139	1,856	3,933	549	1,114	总资产周转率	2.1	1.8	1.1	1.0	1.0
资本支出	(187)	(99)	(150)	(150)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	(2)	0	0	0	每股收益	1.21	0.93	1.02	1.15	1.27
其他	(41)	(104)	(100)	15	15	每股经营现金流	0.13	1.69	3.62	0.51	1.03
投资活动现金流	(230)	(205)	(250)	(135)	(135)	每股净资产	5.88	5.86	7.03	8.18	9.45
债权融资	14	(4)	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	170	0	0	市盈率	11.1	14.5	13.2	11.8	10.6
其他	(890)	(1,342)	14	35	43	市净率	2.3	2.3	1.9	1.6	1.4
筹资活动现金流	(875)	(1,346)	184	35	43	EV/EBITDA	7.6	9.7	9.2	8.3	7.4
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.8	10.2	9.6	8.5	7.7
现金净增加额	(967)	305	3,866	449	1,022						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。