

周大生 (002867)

品牌使用费翻倍提价落地，利润增量空间可观

买入 (维持)

2026年04月15日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	16,290	13,891	15,225	16,891	18,681
同比 (%)	46.52	(14.73)	9.60	10.94	10.60
归母净利润 (百万元)	1,316	1,010	1,112	1,321	1,520
同比 (%)	20.67	(23.25)	10.07	18.82	15.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.21	0.93	1.02	1.22	1.40
P/E (现价&最新摊薄)	10.76	14.02	12.74	10.72	9.32

投资要点

- **事件: 公司发布品牌使用费调整公告。** 4月14日, 周大生公告将周大生主品牌及周大生经典加盟渠道按克工费计价类黄金产品的品牌使用费由12元/克调整为24元/克, 按件计价类黄金产品品牌使用费标准维持不变, 自2026年4月14日起执行。
- **品牌使用费近乎100%毛利率, 提价直接增厚利润。** 周大生终端加盟销售模式下, 加盟商可以从指定工厂直接拿货, 公司按克重或按件加价收取品牌使用费, 该部分收入毛利率接近100%。2024年公司品牌使用费收入约7.06亿元 (同比-18.2%), 2025Q1-3品牌使用费收入5.69亿元 (同比+3.03%), 收入占比8.2%, 已呈企稳回升趋势。本次周大生+周大生经典克重计价品牌使用费由12元/克提升至24元/克, 涨幅近翻倍, 我们预计本次提价整体增厚利润, 弹性或较为可观。
- **2024年收入结构拆分看, 高毛利业务占比有提升空间。** 2024年公司实现营业收入138.71亿元 (同比-14.7%), 其中销售商品收入127.98亿元 (同比-14.6%), 占比92.2%, 为收入主体; 品牌使用费收入7.06亿元 (同比-18.2%), 占比5.1%; 加盟管理服务收入2.21亿元 (同比-7.5%), 占比1.6%。品牌使用费虽然收入体量较小, 但因毛利率接近100%, 对公司利润贡献显著。
- **门店结构优化进行中, 加盟体系提质增效。** 截至2025年9月末公司终端门店4675家, 其中加盟店4275家、自营店400家, 较上年同期净减少560家, 较年初净减少333家, 其中加盟店净减380家、自营店净增47家。公司持续淘汰低效门店、强化自营体系、聚焦核心商圈与高效区域, 门店质量持续提升。本次品牌使用费提价亦有助于筛选优质加盟商, 推动渠道结构进一步优化。
- **品牌升级与产品转型赋能加盟业务竞争力。** 本次提价全面推进零售转型、产品升级并深度赋能加盟业务。在当前黄金首饰消费市场高景气背景下, 公司通过周大生×国家宝藏全面升级、周大生经典定位非遗时尚、转珠阁定位国风文创珠串等多品牌矩阵战略, 持续提升品牌溢价与终端竞争力, 为品牌使用费提价提供了产品力与品牌力支撑。
- **盈利预测与投资评级:** 周大生作为国内头部珠宝品牌, 注重品牌年轻化和产品创新, 多品牌矩阵持续发力, 持续通过IP联名、婚庆场景和日常饰品系列拓宽消费群体, 依托渠道布局提升渗透力。考虑到本次品牌使用费提价增厚利润, 我们维持2025年归母净利润预测11.1亿元, 将26-27年归母预测由12.2/13.1亿元上调至13.2/15.2亿元, 25-27年同比分别+10.1%/+18.8%/+15.1%, PE对应最新收盘价分别为13/11/9X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端需求不及预期, 开店不及预期, 金价波动等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.05
一年最低/最高价	11.34/16.34
市净率(倍)	2.26
流通A股市值(百万元)	14,082.21
总市值(百万元)	14,165.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.77
资产负债率(% ,LF)	23.65
总股本(百万股)	1,085.47
流通A股(百万股)	1,079.10

相关研究

《周大生(002867): 2025年三季度报点评: 改善态势延续, 期待Q4业绩继续修复》

2025-11-03

《周大生(002867): 2025年半年报点评: 25Q2归母净利润同比+31.3%, 盈利能力显著回升》

2025-08-28

周大生三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,161	6,526	7,853	9,836	营业总收入	13,891	15,225	16,891	18,681
货币资金及交易性金融资产	1,158	1,407	2,236	3,673	营业成本(含金融类)	11,002	12,304	13,576	14,980
经营性应收款项	304	1,281	1,421	1,572	税金及附加	173	137	152	168
存货	4,270	3,418	3,771	4,161	销售费用	1,167	1,218	1,321	1,444
合同资产	0	0	0	0	管理费用	111	107	118	129
其他流动资产	429	420	425	429	研发费用	14	11	12	13
非流动资产	1,675	1,871	1,950	2,029	财务费用	22	(19)	(27)	(52)
长期股权投资	157	157	157	157	加:其他收益	19	30	34	37
固定资产及使用权资产	151	157	163	169	投资净收益	(109)	(61)	(68)	(75)
在建工程	806	876	946	1,016	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	376	378	381	384	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	36	36	36	36	营业利润	1,283	1,438	1,705	1,962
其他非流动资产	149	267	267	267	营业外净收支	8	10	15	18
资产总计	7,836	8,397	9,802	11,864	利润总额	1,291	1,448	1,720	1,980
流动负债	1,399	1,291	1,375	1,916	减:所得税	290	336	399	459
短期借款及一年内到期的非流动负债	62	71	71	71	净利润	1,002	1,112	1,321	1,520
经营性应付款项	212	167	185	204	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	21	15	17	19	归属母公司净利润	1,010	1,112	1,321	1,520
其他流动负债	1,104	1,037	1,102	1,623	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.93	1.02	1.22	1.40
非流动负债	86	88	88	88	EBIT	1,421	1,428	1,693	1,928
长期借款	17	17	17	17	EBITDA	1,558	1,435	1,700	1,934
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.80	19.19	19.63	19.81
租赁负债	57	57	57	57	归母净利率(%)	7.27	7.30	7.82	8.14
其他非流动负债	12	14	14	14	收入增长率(%)	(14.73)	9.60	10.94	10.60
负债合计	1,485	1,378	1,462	2,004	归母净利润增长率(%)	(23.25)	10.07	18.82	15.08
归属母公司股东权益	6,356	7,024	8,345	9,865					
少数股东权益	(5)	(5)	(5)	(5)					
所有者权益合计	6,351	7,019	8,340	9,860					
负债和股东权益	7,836	8,397	9,802	11,864					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,856	933	982	1,595	每股净资产(元)	5.80	6.47	7.69	9.09
投资活动现金流	(205)	(235)	(138)	(142)	最新发行在外股份(百万股)	1,085	1,085	1,085	1,085
筹资活动现金流	(1,346)	(446)	(15)	(15)	ROIC(%)	16.72	16.07	16.62	16.02
现金净增加额	305	250	829	1,438	ROE-摊薄(%)	15.89	15.83	15.83	15.41
折旧和摊销	137	6	7	6	资产负债率(%)	18.95	16.41	14.92	16.89
资本开支	(195)	(75)	(70)	(67)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.02	12.74	10.72	9.32
营运资本变动	547	(232)	(414)	(4)	P/B (现价)	2.25	2.02	1.70	1.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>