

周大生 (002867.SZ)

一季度归母净利润增长 16%，构建多层次品牌矩阵

优于大市

核心观点

业绩增长稳健，一季度归母净利润增长 16%。公司 2025 年实现营收 88.15 亿元，同比-36.54%，归母净利润 11.03 亿元，同比+9.22%，扣非归母净利润 10.62 亿元，同比+7.52%。2026 年一季度营收 19.54 亿元，同比-26.9%，归母净利润 2.93 亿元，同比+16.38%，扣非归母净利润 1.82 亿元，同比+16.14%。公司整体收入端在高金价抑制终端需求，以及加盟商拿货积极性不足下有所承压，不过在产品结构及渠道优化、金价上涨的共同驱动下，毛利率提升带来利润端表现较好。分红方面，公司 2025 年预计累计现金分红总额达 9.77 亿元，占 2025 年归母净利润的比重达到 89%。

自营业务增长领先，进一步构建多层次产品矩阵。分业务看，2026 年一季度自营线下业务收入 7.33 亿元，同比增长 39%，其中镶嵌类产品增长 71.49%，黄金类产品增长 37.01%。电商业务加大轻量化产品供给，收入 7.05 亿元，同比增长 32.01%，其中镶嵌类增长 2.78%，黄金类增长 54.54%，时尚银饰类下滑 7.73%。加盟业务在高金价下表现较弱，加盟商拿货意愿不足，整体收入同比下滑 69.57%至 4.82 亿元。渠道方面，公司截至 2026 年一季度末，门店总数 4193 家（自营 390 家，加盟 3803 家），整体较年初净减少 286 家。

品牌端，公司战略性推进品牌矩阵建设，发展了包括高端文化黄金、时尚非遗等多个子品牌，以覆盖更细分市场的消费需求。

一季度毛利率提升，期间费用总额下降。公司 2026 年一季度毛利率 39.43%，同比+13.22pct，受益于产品结构优化及金价上行。整体期间费用额 2.79 亿元，同比下降 1.81%。其中销售费用率 12.11%，同比+2.66pct，管理费用率 1.54%，同比+0.51pct。现金流方面，2026 年一季度经营性现金净流出 1.77 亿元，主要系自营门店增加铺货及金价上涨导致存货占用资金增加，同时加盟渠道回款下降的共同影响。

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：公司积极调整产品结构进一步把握年轻时尚化消费机遇，高端文化+时尚非遗的多品牌布局形成多协同发力的业务格局。渠道端进一步强化自营和电商业务发展，加盟业务积极调整，近期亦调整了加盟渠道部分产品的品牌使用费，进一步提高业绩表现。考虑公司产品结构及业务优化有望进一步提高毛利率，我们略提高公司 2026-2027 年归母净利润预测至 13.04/14.15 亿元（前值分别为 12.8/13.95 亿元），并新增 2028 年预测为 15.84 亿元，对应 PE 分别为 10.2/9.4/8.4 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,891.30	8,815.07	8,280.26	8,965.01	9,886.26
(+/-%)	-14.73%	-36.54%	-6.07%	8.27%	10.28%
净利润(百万元)	1010.11	1103.22	1303.99	1414.51	1584.46
(+/-%)	-23.25%	9.22%	18.20%	8.48%	12.01%
每股收益(元)	0.92	1.02	1.19	1.29	1.45
EBIT Margin	10.35%	16.48%	19.77%	19.42%	19.67%
净资产收益率 (ROE)	15.89%	17.02%	19.73%	21.19%	23.28%
市盈率 (PE)	13.19	11.96	10.22	9.42	8.41
EV/EBITDA	10.18	10.13	8.60	8.08	7.31
市净率 (PB)	2.10	2.04	2.02	2.00	1.96

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：柳旭 0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.16 元
总市值/流通市值	13199/13122 百万元
52 周最高价/最低价	16.34/11.34 元
近 3 个月日均成交额	144.07 百万元

市场走势

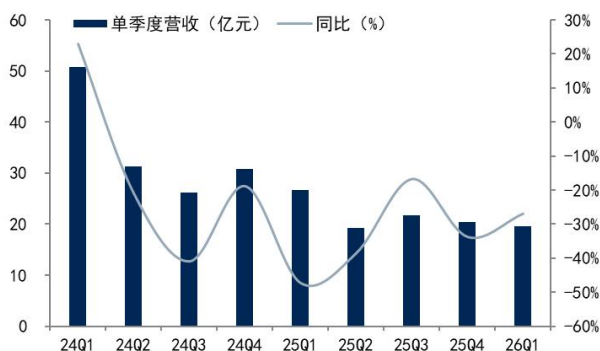


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

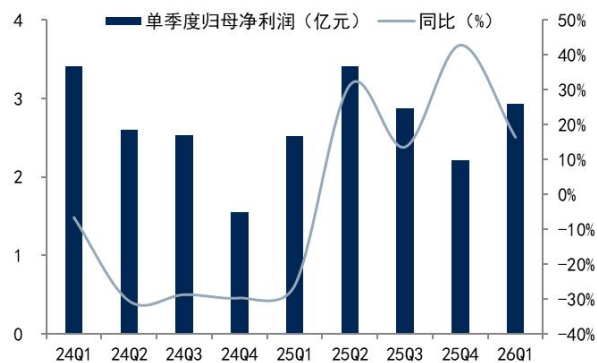
- 《周大生 (002867.SZ) - 三季度归母净利润增长 14%，电商渠道加速增长》——2025-10-30
- 《周大生 (002867.SZ) - 单二季度归母净利润增长 31%，“悦己”趋势带动饰品增长》——2025-08-28
- 《周大生 (002867.SZ) - 金价高位短期业绩仍有承压，持续强化分红彰显经营信心》——2025-05-05
- 《周大生 (002867.SZ) - 金价上涨影响终端及加盟商拿货需求，门店扩张仍在积极推进》——2024-10-31
- 《周大生 (002867.SZ) - 门店扩张稳步推进，持续强化分红回报》——2024-08-29

图1: 周大生单季度营业收入及增速 (亿元、%)



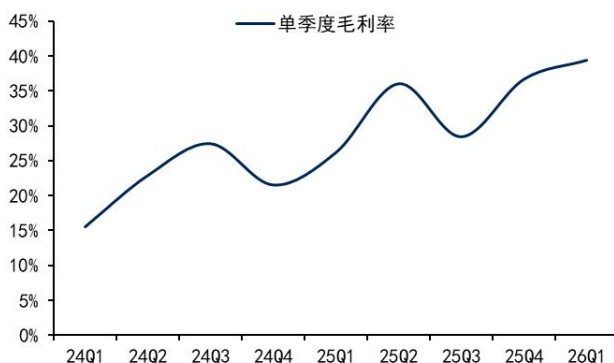
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 周大生单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



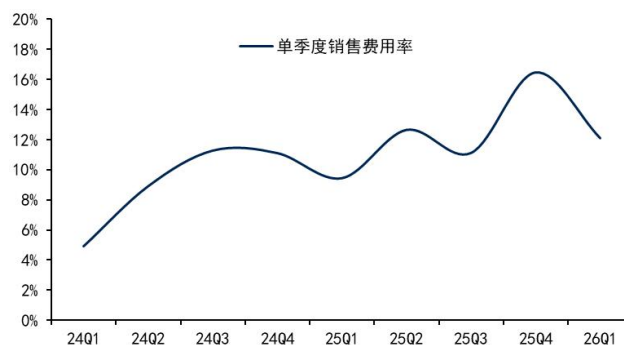
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 周大生单季度毛利率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 周大生单季度销售费用率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

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; 电商业务发展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1158	808	1531	1324	1067	营业收入	13891	8815	8280	8965	9886
应收款项	342	315	318	319	362	营业成本	11002	6051	5351	5835	6431
存货净额	4270	5000	4125	4411	4770	营业税金及附加	173	116	96	111	122
其他流动资产	391	406	271	319	377	销售费用	1167	1075	1083	1157	1256
流动资产合计	6161	6530	6245	6375	6577	管理费用	111	120	113	121	132
固定资产	837	897	961	1043	1132	财务费用	22	13	(15)	(35)	(30)
无形资产及其他	376	371	356	341	326	投资收益	(109)	(28)	0	0	0
投资性房地产	304	336	336	336	336	资产减值及公允价值变动	22	(8)	0	1	1
长期股权投资	157	178	180	182	192	其他收入	(46)	(56)	0	0	0
资产总计	7836	8312	8077	8277	8563	营业利润	1283	1347	1652	1777	1975
短期借款及交易性金融负债	62	624	5	5	5	营业外净收支	8	(4)	0	0	0
应付款项	174	114	81	96	107	利润总额	1291	1343	1652	1777	1975
其他流动负债	1163	1024	1312	1424	1564	所得税费用	290	241	350	364	392
流动负债合计	1399	1762	1398	1524	1677	少数股东损益	(8)	(1)	(1)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	17	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1010	1103	1304	1415	1584
其他长期负债	69	73	78	83	88						
长期负债合计	86	73	78	83	88	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1485	1835	1476	1607	1765	净利润	1010	1103	1304	1415	1584
少数股东权益	(5)	(6)	(6)	(7)	(9)	资产减值准备	24	2	28	7	7
股东权益	6356	6482	6608	6677	6807	折旧摊销	17	32	84	106	120
负债和股东权益总计	7836	8312	8077	8277	8563	公允价值变动损失	(22)	8	0	(1)	(1)
						财务费用	22	13	(15)	(35)	(30)
关键财务与估值指标						营运资本变动	663	(941)	1295	(197)	(295)
每股收益	0.92	1.02	1.19	1.29	1.45	其它	(24)	(2)	(28)	(8)	(8)
每股红利	0.97	0.91	1.08	1.23	1.33	经营活动现金流	1668	201	2683	1321	1407
每股净资产	5.80	5.97	6.03	6.09	6.21	资本开支	0	(71)	(160)	(180)	(200)
ROIC	18%	18%	20%	23%	25%	其它投资现金流	(0)	(1)	0	0	0
ROE	16%	17%	20%	21%	23%	投资活动现金流	(2)	(92)	(162)	(182)	(210)
毛利率	21%	31%	35%	35%	35%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	16%	20%	19%	20%	负债净变化	(1)	(17)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	17%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(1063)	(991)	(1178)	(1346)	(1454)
收入增长	-15%	-37%	-6%	8%	10%	其它融资现金流	768	1557	(619)	0	0
净利润增长率	-23%	9%	18%	8%	12%	融资活动现金流	(1360)	(459)	(1798)	(1346)	(1454)
资产负债率	19%	22%	18%	19%	21%	现金净变动	306	(350)	723	(207)	(257)
息率	8.0%	7.5%	8.9%	10.2%	11.0%	货币资金的期初余额	852	1158	808	1531	1324
P/E	13.2	12.0	10.2	9.4	8.4	货币资金的期末余额	1158	808	1531	1324	1067
P/B	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	企业自由现金流	1795	212	2510	1113	1183
EV/EBITDA	10.2	10.1	8.6	8.1	7.3	权益自由现金流	2562	1752	1902	1141	1207

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±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±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所提及的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