

周大生 (002867.SZ)

2026Q1 利润增速优异，产品/渠道结构优化成果显著

公司 2025 年营收同比下降 36.5%，归母净利润同比增长 9.2%。公司发布 2025 年年度报告，受加盟渠道补货需求疲软影响，全年营收同比下降 36.5%至 88.15 亿元，然而受益于产品/渠道结构优化及金价上行，毛利率同比提升 10.55pcts 至 31.35%，全年毛利额同比下降 4.3%至 27.64 亿元。费用投入方面，2025 年公司销售费用率同比上升 3.8pcts 至 12.2%，管理费用率同比上升 0.56pcts 至 1.36%。综合归母净利率同比提升 5.24pcts 至 12.52%，归母净利润同比增长 9.2%至 11.03 亿元。分红方面，2025 年末公司派发末期股息每股 0.65 元，连同中期股息每股 0.25 元，全年派息率 88.55%，按照 4 月 28 日收盘价计算股息率约 7%，股息回报优越。

2026Q1 延续改善趋势，归母净利润同比增长 16.38%。公司 2026Q1 营收同比下降 26.9%至 19.54 亿元，毛利率同比大幅提升 13.22pcts 至 39.43%，毛利额同比增长 9.95%至 7.7 亿元，归母净利润同比增长 16.38%至 2.93 亿元，延续改善趋势。

分渠道拆分：

➢ **自营线下：着力推动自营拓店，同时产品优化带动单店毛利提升。**2025 年自营（线下）渠道营收同比增长 8.24%至 18.87 亿元，毛利额同比增长 28.09%至 6.98 亿元；2026Q1 自营线下营收同比增长 39%至 7.33 亿元，毛利额同比增长 68.47%至 2.88 亿元。

我们判断目前，自营业务已经成为推动公司利润增长的重要动力：公司一方面利用自营渠道强化弱势地区布局同时开设优质形象店，截至 2025 年末自营门店较年初净增 45 家至 398 家（其中一二线城市净增 52 家），我们判断 2026 年自营净开店趋势持续；另一方面，公司加大自营产品结构优化力度，在 2025 年金价上涨背景下，单店毛利提升明显，2025 年自营单店营收同比下降 6.72%至 474.18 万元，单店毛利同比增长 10.39%至 175.34 万元，中长期我们判断随着公司持续推进产品力提升，自营业务利润贡献值得期待。

➢ **电商业务：2026Q1 电商业务毛利快速增长，电商运营能力不断提升。**2025 年电商渠道营收同比增长 2.22%至 28.57 亿元，毛利额同比下降 4%至 6.49 亿元；2026Q1 电商业务营收同比增长 32.01%至 7.05 亿元，毛利额同比增长 13.86%至 1.97 亿元。2025 年公司深耕天猫、京东、抖音等主流平台并积极布局得物、小红书等新兴渠道，同时积极通过 IP 联名及工艺创新提升产品附加值带动电商业务增长，2026 年以来公司进一步加大轻量化及个性化产品供给，我们预计 2026 年电商业务利润快速增长可期。

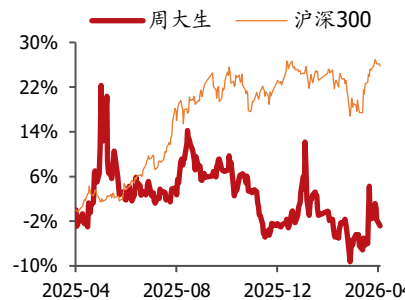
➢ **加盟业务：持续关闭低效门店，短期加盟商拿货有待改善。**2025 年加盟业务营收同比下降 57.62%至 38.94 亿元，毛利额同比下降 17.33%至 12.61 亿元；2026Q1 加盟营收同比下降 69.57%至 4.82 亿元，毛利额同比下降 21.98%至 2.61 亿元。面对波动的消费环境，公司仍积极主动推动低效门店出清，截至 2025 年末加盟门店净减少 574 家至 4081 家，同时我们判断加盟业务整体的拿货意愿或仍有待改善。从利润率角度来看，受益于金价上涨、产品/业务结构优化，加盟渠道的毛利率改善明显。

增持（维持）

股票信息

行业	饰品
前次评级	增持
04 月 28 日收盘价（元）	12.16
总市值（百万元）	13,199.36
总股本（百万股）	1,085.47
其中自由流通股（%）	99.41
30 日日均成交量（百万股）	8.01

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号：	S0680520070003
邮箱：	yangying1@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号：	S0680524060004
邮箱：	wangjiawei@gszq.com
分析师	李宏科
执业证书编号：	S0680525090002
邮箱：	lihongke@gszq.com
分析师	张冰清
执业证书编号：	S0680525110002
邮箱：	zhangbingqing1@gszq.com

相关研究

- 《周大生 (002867.SZ)：2025Q3 推进渠道以及产品优化，盈利能力稳步提升》 2025-10-29
- 《周大生 (002867.SZ)：2025H1 利润率提升，关注公司产品以及渠道优化进度》 2025-08-30
- 《周大生 (002867.SZ)：2024/2025Q1 业绩承压，关注公司产品以及渠道优化进度》 2025-04-30

直营规模扩张导致存货规模增长，现金支出增加。截至 2026Q1 末公司存货同比增长 22.8%至 53.64 亿元，主要系公司持续加大自营门店铺货力度，2026Q1 末应收账款同比下降 23.79%至 1.89 亿元，主要系加盟渠道批发规模持续收缩，2026Q1 经营活动现金净流出 1.77 亿元（2025Q1 净流入 3.74 亿元），存货增加导致资金占用。

展望 2026 年，我们预计公司收入增长 6.3%，利润率提升。展望 2026 年，我们预计公司将继续以产品结构优化以及渠道结构优化为业务重点，当前我们预计公司 2026 年收入增长 6.3%至 93.71 亿元，归母净利润增长 14.2%至 12.60 亿元。

盈利预测与投资建议：公司作为国内珠宝行业头部公司，持续推动产品以及渠道结构优化，当前我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.60/14.33/16.12 亿元，现价对应 2026 年 PE 为 11 倍，维持“增持”评级。

风险提示：门店拓展不及预期；需求恢复不及预期；原材料价格波动。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13,891	8,815	9,371	10,247	11,149
增长率 yoy（%）	-14.7	-36.5	6.3	9.4	8.8
归母净利润（百万元）	1,010	1,103	1,260	1,433	1,612
增长率 yoy（%）	-23.2	9.2	14.2	13.7	12.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.93	1.02	1.16	1.32	1.49
净资产收益率（%）	15.9	17.0	19.0	21.1	23.1
P/E（倍）	13.1	12.0	10.5	9.2	8.2
P/B（倍）	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6161	6530	6719	6972	7208
现金	1158	808	779	591	374
应收票据及应收账款	291	266	282	309	336
其他应收款	51	50	53	58	63
预付账款	14	13	13	14	15
存货	4270	5000	5199	5606	6026
其他流动资产	378	394	394	394	394
非流动资产	1675	1782	1770	1749	1767
长期投资	157	178	198	219	240
固定资产	31	490	517	529	527
无形资产	376	371	377	382	385
其他非流动资产	1111	743	678	620	616
资产总计	7836	8312	8489	8721	8975
流动负债	1399	1762	1804	1874	1945
短期借款	0	550	550	550	550
应付票据及应付账款	174	114	119	130	140
其他流动负债	1225	1098	1135	1194	1255
非流动负债	86	73	69	69	69
长期借款	17	0	0	0	0
其他非流动负债	69	73	69	69	69
负债合计	1485	1835	1873	1942	2014
少数股东权益	-5	-6	-7	-9	-11
股本	1096	1085	1085	1085	1085
资本公积	1327	1168	1168	1168	1168
留存收益	4423	4549	4691	4855	5040
归属母公司股东权益	6356	6482	6623	6787	6972
负债和股东权益	7836	8312	8489	8721	8975

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1856	464	1365	1357	1489
净利润	1002	1102	1259	1432	1610
折旧摊销	137	149	255	244	206
财务费用	35	22	16	16	16
投资损失	109	28	30	33	35
营运资金变动	547	-907	-219	-410	-421
其他经营现金流	26	70	25	43	43
投资活动现金流	-205	-183	-258	-260	-263
资本支出	-195	-109	-177	-177	-176
长期投资	-10	-95	-21	-21	-21
其他投资现金流	0	20	-60	-63	-65
筹资活动现金流	-1346	-543	-1134	-1285	-1443
短期借款	-200	550	0	0	0
长期借款	-1	-17	0	0	0
普通股增加	0	-10	0	0	0
资本公积增加	0	-160	0	0	0
其他筹资现金流	-1144	-907	-1134	-1285	-1443
现金净增加额	305	-266	-29	-188	-217

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	13891	8815	9371	10247	11149
营业成本	11002	6051	6339	6880	7435
营业税金及附加	173	116	124	135	147
营业费用	1167	1075	1181	1281	1383
管理费用	111	120	128	140	152
研发费用	14	13	14	15	16
财务费用	22	13	12	13	15
资产减值损失	-18	-39	-39	-39	-39
其他收益	19	31	33	36	39
公允价值变动收益	4	-47	0	0	0
投资净收益	-109	-28	-30	-33	-35
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	1283	1347	1538	1749	1966
营业外收入	12	7	7	7	7
营业外支出	4	12	12	12	12
利润总额	1291	1343	1534	1745	1962
所得税	290	241	275	313	352
净利润	1002	1102	1259	1432	1610
少数股东损益	-8	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	1010	1103	1260	1433	1612
EBITDA	1558	1583	1801	2002	2183
EPS (元/股)	0.93	1.02	1.16	1.32	1.49

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-14.7	-36.5	6.3	9.4	8.8
营业利润(%)	-24.3	5.0	14.2	13.7	12.4
归属母公司净利润(%)	-23.2	9.2	14.2	13.7	12.5
获利能力					
毛利率(%)	20.8	31.4	32.4	32.9	33.3
净利率(%)	7.3	12.5	13.4	14.0	14.5
ROE(%)	15.9	17.0	19.0	21.1	23.1
ROIC(%)	17.0	16.4	17.4	19.3	21.2
偿债能力					
资产负债率(%)	18.9	22.1	22.1	22.3	22.4
净负债比率(%)	-16.1	-1.9	-1.4	1.4	4.5
流动比率	4.4	3.7	3.7	3.7	3.7
速动比率	1.1	0.6	0.6	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	15.5	31.7	34.2	34.7	34.6
应付账款周转率	68.2	42.0	54.3	55.3	55.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.02	1.16	1.32	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	0.43	1.26	1.25	1.37
每股净资产(最新摊薄)	5.86	5.97	6.10	6.25	6.42
估值比率					
P/E	13.1	12.0	10.5	9.2	8.2
P/B	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	9.6	8.3	7.3	6.6	6.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券 股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com