

周大生 (002867.SZ)

强烈推荐 (维持)

战略调整带来盈利能力显著改善, 2025 年延续高分红

消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 13.38 元

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报, 收入承压但盈利能力逆势提升, 全年延续高分红。门店结构优化, 直营及线上渠道展现韧性逆势增长, 且伴随产品&渠道结构调整及金价上行红利, 公司利润率显著提升, 26Q1 毛利率同比提升 13pct。公司战略调整初见成效, 预计 2026-2028 年归母净利润分别为 12.56 亿、14.27 亿、15.82 亿, 同比分别+14%、+14%、+11%, 对应 26PE11.6X, 维持“强烈推荐”评级。

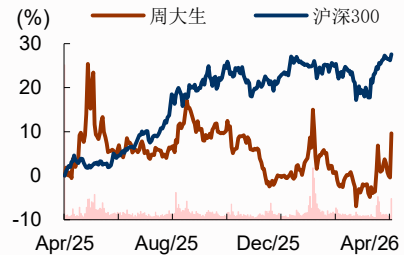
基础数据

总股本 (百万股)	1085
已上市流通股 (百万股)	1079
总市值 (十亿元)	14.5
流通市值 (十亿元)	14.4
每股净资产 (MRQ)	6.2
ROE (TTM)	16.9
资产负债率	20.5%
主要股东	深圳市周氏投资有限公司
主要股东持股比例	56.11%

□ 公司收入承压、盈利能力逆势提升, 全年延续高分红。公司发布 2025 年报及 2026 年一季报, 1) 2025 年: 实现营业收入 88.15 亿元, 同比-36.54%; 归母净利润 11.03 亿元, 同比+9.22%。2) 2025Q4: 营业收入 20.43 亿元, 同比-33.72%; 归母净利润 2.22 亿元, 同比+42.75%。3) 2026Q1: 营业收入 19.54 亿元, 同比-26.90%; 归母净利润 2.93 亿元, 同比+16.38%。收入下滑主要系高金价背景下, 加盟渠道补货需求疲软所致; 而利润实现逆势增长, 主要得益于产品结构优化、品牌矩阵效应显现以及金价上行带来的毛利率改善。分红派息方面, 公司 2025 年拟再次每 10 股派现 6.5 元 (含税), 全年累计派现占归母净利润的 88.55%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-9	-4
相对表现	-2	-11	-29



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 自营、电商渠道收入逆势增长, 加盟渠道大幅下滑。收入分渠道看, 1) 2025 年: 自营线下收入 18.87 亿元 (+8.24%, 同比增速, 下述括号内皆同), 其中镶嵌类 1.56 亿元 (+83.30%), 黄金类 16.70 亿元 (+2.95%)。电商业务 28.57 亿元 (+2.22%), 其中镶嵌类 1.50 亿元 (+0.88%), 黄金类 21.11 亿元 (+5.94%)。加盟业务 38.94 亿元 (-57.62%), 因高金价下加盟商补货意愿疲软, 拖累整体营收。

相关报告

- 《周大生 (002867) — 金价快涨业绩承压, 持续推进门店扩张》 2024-11-02
- 《周大生 (002867) — 24H1 业绩承压, 盈利能力有所下降》 2024-08-28

2) 26Q1: 自营线下收入 7.33 亿元 (+39.00%), 其中镶嵌类产品 5691.06 万元 (+71.49%), 黄金类产品 6.64 亿元 (+37.01%)。电商业务收入 7.05 亿元 (+32.01%), 其中镶嵌产品 3951.01 万元 (+2.78%), 黄金类产品 5.05 亿元 (+54.54%), 时尚银饰等其他辅类产品收入 1.34 亿元 (-7.73%)。加盟业务收入 4.82 亿元 (-69.57%), 其中镶嵌产品批发销售收入 2,313.08 万元 (-59.01%), 黄金产品批发销售收入 2.21 亿元 (-82.74%)。

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

□ 黄金镶嵌产品稳步增长, 品牌使用费收入占比提升。收入分品类看, 1) 2025 年: 素金产品收入 63.42 亿元 (-44.56%); 镶嵌产品收入 7.61 亿元 (+0.41%), 其中黄金镶嵌产品 6.86 亿元 (+19.81%); 品牌使用费收入 7.88 亿元 (+11.64%)。

2) 26Q1: 素金产品收入 14.16 亿元 (-33.06%), 镶嵌产品收入 1.2 亿元 (-6.64%), 品牌使用费收入 2.09 亿元 (-3.08%)。

□ 产品&渠道结构调整, 叠加金价上行红利, 公司利润率显著提升。

1) 2025 年: 整体毛利率 31.35% (+10.55pct), 净利率 12.50% (+5.87pct)。分品类看, 素金首饰毛利率 17.87% (+6.41pct), 镶嵌首饰 28.29% (+4.25pct), 其他首饰 50.21% (-4.03pct)。分渠道看, 自营线下 36.98% (+5.73pct), 电商 22.72% (-1.45pct), 加盟 32.39% (+15.78pct)。2025 年销售费用率

为 12.20% (同比+3.80pct)，管理费用率为 1.36% (同比+0.56pct)，研发费用率为 0.15% (同比+0.05pct)，费用率提升主要系收入规模缩减导致。

**2) 26Q1:** 整体毛利率提升至 39.43% (+13.22pct)，销售净利率 15.02% (+5.60pct)。销售费用率 12.1% (+2.7pct)，管理费用率 1.54% (+0.51pct)，研发费用率 0.18% (+0.08pct)。

□ **加盟渠道收缩，自营渠道扩张。** 2025 年末公司门店总数降至 4479 家 (同比 2024 年末-529 家)，其中加盟门店 4081 家 (-574 家)，自营门店 398 家 (+45 家)。26Q1 末门店总数降至 4193 家，较年初净减少 286 家，其中加盟门店 3803 家 (较年初-278 家)，自营门店 390 家 (较年初-8 家)。

□ **现金流短期承压。** 2025 年经营性现金流净额为 4.64 亿元，同比-75.00%，主要由于报告期营业收入回款同比下降，同时公司为支持“国家宝藏”等自营门店扩张，增加了铺货量，叠加金价上涨，导致存货规模增长，部分经营活动现金转化为存货资产。

□ **盈利预测及投资建议。** 公司品牌及渠道战略调整初见成效，通过“周大生 x 国家宝藏”打造品牌矩阵及高端化目标，自营渠道保持较快增长，同时加盟渠道主动提升品牌使用费以改善公司盈利及资金状况，年内进一步调整效果值得期待。由于公司在调整阶段业绩承压，基于公司发布的 2026 年财务预算报告，我们调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 12.56 亿、14.27 亿、15.82 亿，同比分别+14%、+14%、+11%，对应 26PE11.6X，维持“强烈推荐”评级。

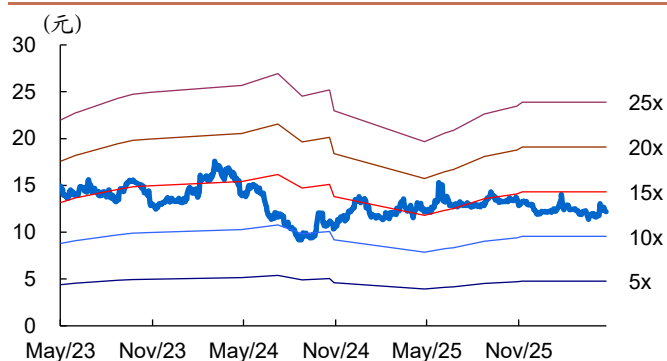
□ **风险提示:** 金价波动风险，消费需求不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，拓店不及预期和现有门店闭店的风险，盈利能力下降的风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	13891	8815	9261	10298	11202
同比增长	-15%	-37%	5%	11%	9%
营业利润(百万元)	1283	1347	1532	1739	1928
同比增长	-24%	5%	14%	14%	11%
归母净利润(百万元)	1010	1103	1256	1427	1582
同比增长	-23%	9%	14%	14%	11%
每股收益(元)	0.93	1.02	1.16	1.31	1.46
PE	14.4	13.2	11.6	10.2	9.2
PB	2.3	2.2	2.1	1.9	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 周大生历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 周大生历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	6161	6530	6382	7158	7736
现金	1158	808	708	850	883
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	291	266	260	289	314
其它应收款	51	0	0	0	0
存货	4270	5000	4935	5487	5961
其他	391	456	479	532	579
<b>非流动资产</b>	1675	1782	2169	2536	2883
长期股权投资	157	178	178	178	178
固定资产	31	490	921	1326	1708
无形资产商誉	376	371	334	300	270
其他	1111	743	737	731	727
<b>资产总计</b>	<b>7836</b>	<b>8312</b>	<b>8551</b>	<b>9694</b>	<b>10619</b>
<b>流动负债</b>	1399	1762	1724	1819	1591
短期借款	0	550	592	625	346
应付账款	174	114	113	125	136
预收账款	59	59	58	65	70
其他	1166	1039	961	1003	1039
<b>长期负债</b>	86	73	73	73	73
长期借款	17	0	0	0	0
其他	69	73	73	73	73
<b>负债合计</b>	<b>1485</b>	<b>1835</b>	<b>1797</b>	<b>1892</b>	<b>1664</b>
股本	1096	1085	1085	1085	1085
资本公积金	1157	1168	1168	1168	1168
留存收益	4103	4229	4508	5558	6712
少数股东权益	(5)	(6)	(7)	(9)	(11)
归属于母公司所有者权益	6356	6482	6761	7811	8965
<b>负债及权益合计</b>	<b>7836</b>	<b>8312</b>	<b>8551</b>	<b>9694</b>	<b>10619</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1856	464	1447	1023	1271
净利润	1002	1102	1254	1425	1581
折旧摊销	57	64	74	95	116
财务费用	35	22	30	30	22
投资收益	109	28	32	32	32
营运资金变动	655	(741)	43	(576)	(495)
其它	(3)	(12)	14	17	16
<b>投资活动现金流</b>	(205)	(183)	(508)	(508)	(508)
资本支出	(195)	(110)	(476)	(476)	(476)
其他投资	(10)	(74)	(32)	(32)	(32)
<b>筹资活动现金流</b>	(1346)	(543)	(1039)	(374)	(730)
借款变动	18	778	(32)	33	(280)
普通股增加	0	(10)	0	0	0
资本公积增加	0	10	0	0	0
股利分配	(1370)	(1312)	(977)	(377)	(428)
其他	6	(9)	(30)	(30)	(22)
<b>现金净增加额</b>	<b>305</b>	<b>(263)</b>	<b>(100)</b>	<b>142</b>	<b>33</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	13891	8815	9261	10298	11202
营业成本	11002	6051	5983	6652	7225
营业税金及附加	173	116	122	136	148
营业费用	1167	1075	1315	1462	1590
管理费用	111	120	154	202	220
研发费用	14	13	14	15	17
财务费用	22	13	30	30	22
资产减值损失	(32)	(35)	(80)	(30)	(20)
公允价值变动收益	4	(47)	(35)	(35)	(35)
其他收益	19	31	31	31	31
投资收益	(109)	(28)	(28)	(28)	(28)
<b>营业利润</b>	1283	1347	1532	1739	1928
营业外收入	12	7	7	7	7
营业外支出	4	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	1291	1343	1527	1735	1923
所得税	290	241	273	310	343
少数股东损益	(8)	(1)	(1)	(2)	(2)
<b>归属于母公司净利润</b>	1010	1103	1256	1427	1582

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-15%	-37%	5%	11%	9%
营业利润	-24%	5%	14%	14%	11%
归母净利润	-23%	9%	14%	14%	11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.8%	31.4%	35.4%	35.4%	35.5%
净利率	7.3%	12.5%	13.6%	13.9%	14.1%
ROE	15.9%	17.2%	19.0%	19.6%	18.9%
ROIC	15.8%	16.6%	17.8%	18.5%	18.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.9%	22.1%	21.0%	19.5%	15.7%
净负债比率	1.0%	7.5%	6.9%	6.5%	3.3%
流动比率	4.4	3.7	3.7	3.9	4.9
速动比率	1.4	0.9	0.8	0.9	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转率	2.8	1.3	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	15.5	31.7	35.3	37.6	37.2
应付账款周转率	68.2	42.0	52.8	55.9	55.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.93	1.02	1.16	1.31	1.46
每股经营净现金	1.71	0.43	1.33	0.94	1.17
每股净资产	5.86	5.97	6.23	7.20	8.26
每股股利	0.96	0.90	0.35	0.39	0.44
<b>估值比率</b>					
PE	14.4	13.2	11.6	10.2	9.2
PB	2.3	2.2	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.9	10.4	8.7	7.7	6.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。