

## 公司研究

## 25年及26Q1利润端稳健增长，继续优化渠道质量

——周大生（002867.SZ）2025年年报及2026年一季报点评

## 增持（维持）

当前价：13.38元

## 作者

## 分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

## 分析师：朱浩宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

## 分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

021-52523872

wuziqian@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	10.85
总市值(亿元)	145.24
一年最低/最高(元)	11.34/15.31
近3月换手率	57.22%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.69	-1.93	-17.32
绝对	11.78	-0.74	10.10

资料来源：Wind

## 相关研报

终端门店持续优化，产品矩阵更加完善——周大生（002867.SZ）2024年年报及2025年一季报点评（2025-05-05）

## 要点

## 事件：

周大生发布2025年年报及2026年一季报。公司2025年实现营业收入88.2亿元，同比下滑36.5%，归母净利润11.0亿元，同比增长9.2%，扣非归母净利润10.6亿元，同比增长7.5%，归母净利率同比提升5.2PCT至12.5%。25年EPS（基本）为1.02元，拟每股派发现金红利0.65元（含税），叠加中期现金红利0.25元，25年分红率为88.2%。

分季度来看，25Q1~Q4公司单季度收入分别为26.7/19.2/21.8/20.4亿元，分别同比-47.3%/-38.5%/-16.7%/-33.7%，归母净利润分别为2.5/3.4/2.9/2.2亿元，分别同比-26.1%/+31.3%/+13.6%/+42.7%。

26Q1公司实现收入19.5亿元，同比下滑26.9%，归母净利润2.9亿元，同比增长16.4%，归母净利率同比提升5.6PCT至15.0%。26Q1金价继续维持高位，下游加盟商门店消费需求不振、补货意愿低迷，采取去库存策略。

## 点评：

## 镶嵌表现好于素金，加盟下滑、门店收缩，直营稳步扩张

分品类来看，25年素金首饰/镶嵌首饰/其他首饰/加盟管理服务/品牌使用费收入占比分别为72.0%/8.6%/6.3%/2.2%/8.9%（素金首饰和镶嵌首饰占比分别-10.4/+3.2PCT），收入分别同比-44.6%/+0.4%/-8.2%/-12.0%/+11.6%。26Q1素金/镶嵌/品牌使用费收入占比分别为72.5%/6.1%/10.7%，收入分别同比-33.1%/-6.6%/-3.1%。

分渠道来看，25年加盟/线下自营/电商收入占比分别为44.2%/21.4%/32.4%（加盟/线下自营占比分别-22.0/+8.9PCT），收入同比-57.6%/+8.2%/+2.2%。26Q1加盟/线下自营/电商收入占比分别为24.7%/37.5%/36.1%（自营占比超过加盟），分别同比-69.6%/+39.0%/+32.0%，线下自营增长突出。

门店方面，截至25年末，公司总门店数为4479家，同比净减少529家，其中直营/加盟的门店数分别为398/4081家，分别同比+45/-574家；26年3月末总门店数较年初净减少286家至4193家，其中直营/加盟的门店数分别为390/3803家，较年初分别-8/-278家。店效方面，25年自营/加盟店效为474/89万元，分别同比-6.7%/-53.3%，自营店中镶嵌和黄金产品店效同比+57.9%/-11.3%，加盟店中镶嵌和黄金产品店效同比-4.3%/-64.8%，自营和加盟店中镶嵌表现均优于黄金。

## 25年及26Q1毛利率大幅提升，经营净现金流减少

毛利率：25年毛利率同比提升10.6PCT至31.4%，其中素金首饰/镶嵌首饰/其他首饰毛利率分别为17.9%/28.3%/50.2%，分别同比+6.4/+4.3/-4.0PCT；加盟/线下自营/电商毛利率分别为32.4%/37.0%/22.7%，分别同比+15.8/+5.7/-1.5PCT。分季度来看，25Q1~Q4单季度毛利率分别同比+10.6/+13.1/+1.0/+15.1PCT至26.2%/36.1%/28.5%/36.7%，26Q1毛利率同比提升13.2PCT至39.4%，其中自营毛利率同比提升6.9PCT至39.3%。

费用率：25年期间费用率同比提升4.4PCT至13.9%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为12.2%/1.4%/0.1%/0.2%，分别同比+3.8/+0.6PCT/持平/持平。

分季度来看，25Q1~Q4 单季度期间费用率分别同比+4.9/+4.0/+0.2/+6.6PCT。26Q1 期间费用率同比提升 3.7PCT 至 14.3%，其中主要系销售费用率提升所致。

**其他财务指标：**1) **存货** 25 年末同比增加 17.1%至 50.0 亿元，26Q1 同比增加 22.8%，存货周转天数 25 年及 26Q1 分别为 276/394 天，分别同比+146/+197 天。2) **应收账款** 25 年末同比减少 8.6%至 2.7 亿元，26Q1 同比减少 23.8%，应收账款周转天数 25 年及 26Q1 分别为 11/10 天，分别同比-12/+1 天。3) **经营净现金流** 25 年为 4.6 亿元，同比减少 75.0%；26Q1 净流出 1.8 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所致。

### 上调盈利预测，维持“增持”评级

公司于 4 月 14 日上调克重类产品的品牌使用费，即周大生主品牌、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统一从 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，品牌使用费上调有望增厚公司业绩。**此外，公司预计 2026 年收入和净利润同比增速预计在 5~15%。**

考虑公司业绩表现好于预期，我们上调对公司 2026~2027 年盈利预测（归母净利润较前次预测分别上调 10%/14%），新增 2028 年盈利预测，对应 2026~2028 年归母净利润分别为 12.3/13.2/14.3 亿，EPS 分别为 1.13/1.22/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**金价波动，黄金珠宝消费低于预期，加盟闭店超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	13,891	8,815	9,270	9,958	10,615
营业收入增长率	-14.73%	-36.54%	5.16%	7.42%	6.61%
归母净利润 (百万元)	1,010	1,103	1,227	1,320	1,429
归母净利润增长率	-23.25%	9.22%	11.22%	7.55%	8.32%
EPS (元)	0.92	1.02	1.13	1.22	1.32
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.89%	17.02%	18.23%	18.92%	19.74%
P/E	15	13	12	11	10
P/B	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,891	8,815	9,270	9,958	10,615
营业成本	11,002	6,051	6,242	6,729	7,191
折旧和摊销	17	32	49	49	49
税金及附加	173	116	122	131	140
销售费用	1,167	1,075	1,200	1,255	1,306
管理费用	111	120	125	132	140
研发费用	14	13	14	15	16
财务费用	22	13	31	47	40
投资收益	-109	-28	-28	-28	-28
营业利润	1,283	1,347	1,499	1,612	1,746
利润总额	1,291	1,343	1,495	1,608	1,742
所得税	290	241	269	289	314
净利润	1,002	1,102	1,226	1,318	1,428
少数股东损益	-8	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	1,010	1,103	1,227	1,320	1,429
EPS(元)	0.92	1.02	1.13	1.22	1.32

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,856	464	1,188	1,354	1,518
净利润	1,010	1,103	1,227	1,320	1,429
折旧摊销	17	32	49	49	49
净营运资金增加	-753	419	208	171	107
其他	1,582	-1,090	-296	-186	-67
投资活动产生现金流	-205	-183	-48	-48	-48
净资本支出	-195	-109	0	0	0
长期投资变化	157	178	0	0	0
其他资产变化	-167	-252	-48	-48	-48
融资活动现金流	-1,346	-543	-1,113	-1,244	-1,410
股本变化	0	-10	0	0	0
债务净变化	-204	545	-105	-118	-210
无息负债变化	61	-194	8	29	27
净现金流	305	-266	27	62	59

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	20.8%	31.4%	32.7%	32.4%	32.3%
EBITDA 率	10.9%	17.9%	18.0%	18.1%	18.2%
EBIT 率	10.5%	17.1%	17.5%	17.6%	17.8%
税前净利润率	9.3%	15.2%	16.1%	16.1%	16.4%
归母净利润率	7.3%	12.5%	13.2%	13.3%	13.5%
ROA	12.8%	13.3%	14.5%	15.3%	16.4%
ROE (摊薄)	15.9%	17.0%	18.2%	18.9%	19.7%
经营性 ROIC	16.7%	17.0%	17.9%	19.0%	20.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	19%	22%	21%	19%	17%
流动比率	4.40	3.71	4.04	4.40	5.07
速动比率	1.35	0.87	0.94	1.05	1.25
归母权益/有息债务	80.28	10.39	12.97	17.40	38.07
有形资产/有息债务	92.05	12.43	15.26	20.15	42.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	7,836	8,312	8,464	8,614	8,699
货币资金	1,158	808	834	896	955
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	291	266	278	299	318
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	51	50	52	56	59
存货	4,270	5,000	5,161	5,273	5,324
其他流动资产	378	393	393	393	393
流动资产合计	6,161	6,530	6,731	6,931	7,065
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	157	178	178	178	178
固定资产	31	490	459	427	395
在建工程	806	407	403	399	395
无形资产	376	371	363	356	349
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	14	14	14	14
非流动资产合计	1,675	1,782	1,732	1,683	1,634
总负债	1,485	1,835	1,738	1,649	1,466
短期借款	0	550	445	327	116
应付账款	174	114	117	127	135
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	38	38	37	40	42
其他流动负债	2	0	0	0	0
流动负债合计	1,399	1,762	1,665	1,576	1,393
长期借款	17	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	15	15	15	15
非流动负债合计	86	73	73	73	73
股东权益	6,351	6,476	6,725	6,965	7,233
股本	1,096	1,085	1,085	1,085	1,085
公积金	1,876	1,716	1,716	1,716	1,716
未分配利润	3,875	4,001	4,251	4,492	4,761
归属母公司权益	6,356	6,482	6,732	6,973	7,242
少数股东权益	-5	-6	-7	-8	-10

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	8.40%	12.20%	12.95%	12.60%	12.30%
管理费用率	0.80%	1.36%	1.35%	1.33%	1.32%
财务费用率	0.16%	0.15%	0.34%	0.47%	0.37%
研发费用率	0.10%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
所得税率	22%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.95	0.90	0.99	1.07	1.16
每股经营现金流	1.69	0.43	1.09	1.25	1.40
每股净资产	5.80	5.97	6.20	6.42	6.67
每股销售收入	12.68	8.12	8.54	9.17	9.78

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	15	13	12	11	10
PB	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	9.9	9.7	8.9	8.2	7.5
股息率	7.1%	6.7%	7.4%	8.0%	8.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼