

# 周大生 (002867)

## 2025 年及 2026 一季报点评：自营渠道驱动成长，品牌使用费提价打开利润空间

买入（维持）

2026 年 05 月 03 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	13,891	8,815	9,775	10,883	12,110
同比（%）	(14.73)	(36.54)	10.89	11.33	11.28
归母净利润（百万元）	1,010	1,103	1,321	1,520	1,744
同比（%）	(23.25)	9.22	19.76	15.04	14.72
EPS-最新摊薄（元/股）	0.93	1.02	1.22	1.40	1.61
P/E（现价&最新摊薄）	14.25	13.05	10.89	9.47	8.25

### 投资要点

- **公司公布 2025 年及 2026Q1 业绩：**2025 全年营收 88.15 亿元(-36.54%，表同比，下同)，归母净利润 11.03 亿元(+9.22%)，扣非归母净利润 10.62 亿元(+7.52%)。25Q4 营收 20.43 亿元(-33.72%)，归母净利润 2.22 亿元(+42.75%)。26Q1 营收 19.54 亿元(-26.90%)，归母净利润 2.93 亿元(+16.38%)，扣非归母净利润 2.81 亿元(+16.14%)。2025 年全年每 10 股派 9 元（含中期分红），现金分红占归母净利润 88.55%。
- **自营渠道结构优化，毛利拐点式提升。**分渠道看，25 年自营线下 18.87 亿元(+8.24%)，电商 28.57 亿元(+2.22%)，自营及电商收入占比 53.8% (+21.1pct)；加盟收入 38.94 亿元(-57.62%)，品牌使用费 7.88 亿元(+11.64%)。26Q1 自营线下营收 7.33 亿元(+39%)，电商营收 7.05 亿元(+32%)，加盟收入 4.82 亿元，同比-69.57%，主因公司主动调整供货结构，品牌使用费相对稳定，加盟 26Q1 毛利额仅下滑 22%。26Q1 门店总数 4,193 家，较年初净减少 286 家，自营门店在核心商圈持续布局，单店效益预计提升。
- **盈利能力整体改善明显，品牌使用费增加催化加盟毛利率提升。**①毛利率：25 年 31.35% (+10.55pct)，26Q1 39% (+13pct)，加盟毛利率 32% (+16pct)，提升最为显著。②期间费用率：25 年期间费用率 13.9%，同比+4.4pct，主因品牌投放加大，销售费用率提升 3.8pct，26Q1 期间费用率 14.3%，同比+3.7pct，销售费用率+2.7pct。③归母净利率：25 年 12.5% (+5pct)，26Q1 15.02% (+5.6pct)，盈利能力显著改善。
- **品牌使用费翻倍提价，直接打开利润增长空间。**公司于 4 月 14 日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，按件计价类产品维持不变。品牌使用费毛利率接近 100%，本次提价克重品牌使用费涨幅近翻倍，我们预计将直接增厚毛利端，影响自 2026Q2 开始体现，2027 年全年增厚。2024 年公司品牌使用费收入约 7.06 亿元，2025 年已提升至 7.88 亿元(+11.64%)，收入占比 8.9%，提价后该高毛利业务占比有望继续提升。
- **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。我们维持 2026-2027 年归母净利润预测 13.2/15.2 亿元，新增 2028 年归母净利率预测 17.4 亿元，同比分别+19.8%/+15.0%/+14.7%，对应最新收盘价 PE 分别约 11/9/8X，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)	13.26
一年最低/最高价	11.34/16.34
市净率(倍)	2.12
流通 A 股市值(百万元)	14,308.82
总市值(百万元)	14,393.38

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.24
资产负债率(% ,LF)	20.54
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)：品牌使用费翻倍提价落地，利润增量空间可观》  
2026-04-15
- 《周大生(002867)：2025 年三季报点评：改善态势延续，期待 Q4 业绩继续修复》  
2025-11-03

## 周大生三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>6,530</b>	<b>7,467</b>	<b>9,202</b>	<b>11,054</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,815</b>	<b>9,775</b>	<b>10,883</b>	<b>12,110</b>
货币资金及交易性金融资产	808	4,460	5,965	8,172	营业成本(含金融类)	6,051	6,593	7,326	8,107
经营性应收款项	278	811	894	819	税金及附加	116	98	120	157
存货	5,000	1,775	1,918	1,635	销售费用	1,075	1,232	1,415	1,586
合同资产	0	0	0	0	管理费用	120	137	163	182
其他流动资产	444	421	424	427	研发费用	13	7	8	8
<b>非流动资产</b>	<b>1,782</b>	<b>1,855</b>	<b>1,911</b>	<b>1,880</b>	财务费用	13	23	(86)	(131)
长期股权投资	178	178	178	178	加:其他收益	31	20	22	24
固定资产及使用权资产	624	606	588	560	投资净收益	(28)	(39)	(44)	(48)
在建工程	407	477	547	547	公允价值变动	(47)	0	0	0
无形资产	371	373	376	374	减值损失	(35)	(67)	(70)	(60)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	33	33	33	33	<b>营业利润</b>	<b>1,347</b>	<b>1,599</b>	<b>1,846</b>	<b>2,116</b>
其他非流动资产	169	188	188	188	营业外净收支	(4)	13	8	10
<b>资产总计</b>	<b>8,312</b>	<b>9,322</b>	<b>11,112</b>	<b>12,934</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,343</b>	<b>1,611</b>	<b>1,854</b>	<b>2,126</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,762</b>	<b>1,460</b>	<b>1,730</b>	<b>1,808</b>	减:所得税	241	290	334	383
短期借款及一年内到期的非流动负债	624	627	627	627	<b>净利润</b>	<b>1,102</b>	<b>1,321</b>	<b>1,520</b>	<b>1,744</b>
经营性应付款项	152	93	103	114	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	21	10	11	12	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,103</b>	<b>1,321</b>	<b>1,520</b>	<b>1,744</b>
其他流动负债	965	730	988	1,054	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	1.22	1.40	1.61
非流动负债	73	69	69	69	EBIT	1,435	1,635	1,767	1,995
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,583	1,665	1,797	2,025
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.35	32.55	32.68	33.06
租赁负债	58	58	58	58	归母净利率(%)	12.52	13.52	13.97	14.40
其他非流动负债	15	10	10	10	收入增长率(%)	(36.54)	10.89	11.33	11.28
<b>负债合计</b>	<b>1,835</b>	<b>1,528</b>	<b>1,798</b>	<b>1,876</b>	归母净利润增长率(%)	9.22	19.76	15.04	14.72
归属母公司股东权益	6,482	7,800	9,320	11,064					
少数股东权益	(6)	(6)	(6)	(6)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,476</b>	<b>7,794</b>	<b>9,314</b>	<b>11,058</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,312</b>	<b>9,322</b>	<b>11,112</b>	<b>12,934</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	464	3,816	1,673	2,293	每股净资产(元)	5.97	7.19	8.59	10.19
投资活动现金流	(183)	(112)	(121)	(38)	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	(543)	(49)	(48)	(48)	ROIC(%)	17.26	17.14	15.68	15.05
现金净增加额	(266)	3,652	1,505	2,207	ROE-摊薄(%)	17.02	16.94	16.31	15.76
折旧和摊销	149	30	30	30	资产负债率(%)	22.08	16.39	16.18	14.51
资本开支	(109)	(73)	(77)	10	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.05	10.89	9.47	8.25
营运资本变动	(907)	2,342	(29)	373	P/B(现价)	2.22	1.85	1.54	1.30

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>