

2026年04月30日

# 利润端稳健增长，品牌矩阵布局初见成效

## 周大生(002867)

评级:	买入	股票代码:	002867
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	16.34/11.34
目标价格:		总市值(亿)	143.93
最新收盘价:	13.26	自由流通市值(亿)	143.09
		自由流通股数(百万)	1,079.10

### 事件概述

2025年，公司实现营收 88.15 亿元/-36.54%，归母净利润 11.03 亿元/+9.22%，扣非归母净利润 10.62 亿元/+7.52%；2026Q1，公司实现营收 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%。此外，2025 年公司累计现金分红总额预计达 9.77 亿元，占全年归母净利润的 88.55%。

### 分析判断:

#### ► 高金价下，加盟商补货需求疲软拖累整体收入增长

分渠道来看，2025 年，公司加盟业务/自营线下业务/电商业务营收为 38.94/18.87/28.57 亿元，同比-57.62%/+8.24%/+2.22%；2026Q1，加盟业务/自营线下业务/电商业务营收为 4.82/7.33/7.05 亿元，同比-69.57%/+39.00%/+32.01%。店效方面，2025 年，公司自营平均单店营收 474.18 万元/-6.72%，加盟业务单店平均营收 89.45 万元/-53.28%。

#### ► 持续优化门店结构，品牌矩阵布局初见成效

公司门店网络精益化调整，一方面，在一二线城市核心商圈持续优化自营门店网络，“国家宝藏”“周大生经典”等子品牌门店贡献提升；另一方面，主动关闭部分低效加盟门店，提升整体渠道质量。2025 年，公司净减少门店 529 家至 4479 家，其中自营/加盟门店净增 45/-574 家至 398/4081 家；2026Q1，净减少门店 286 家至 4193 家，其中自营/加盟门店净增-8/-278 家至 398/3803

#### ► 毛利率显著提升，推动净利润逆势增长

2025 年，公司毛利率 31.35%/+10.55pct，其中，加盟业务/自营线下业务/电商业务毛利率为 32.39%/36.98%/22.72%，同比+15.78pct/+5.73pct/-1.45pct；2026Q1，公司毛利率 39.43%/+13.22pct，主要得益于产品结构优化、渠道贡献变化及金价红利释放，有效对冲了收入下滑带来的盈利压力。2025 年及 2026Q1 期间费用率为 13.86%/14.28%，同比+4.40pct/+3.65pct。

### 投资建议

结合 2026Q1 业绩表现，我们调整此前盈利预测，并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司营收分别为 90.21/101.56/115.66 亿元（原预测 2026-2027 年为 131.36/144.29 亿元），归母净利润分别为 12.27/13.88/16.05 亿元（原预测 2026-2027 年为 12.51/14.08 亿元），EPS 分别为 1.13/1.28/1.48 元（原预测 2026-2027 年为 1.15/1.30 元），最新股价（4 月 30 日收盘价 13.26 元）对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、金价大幅波动、门店拓展不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,891	8,815	9,021	10,156	11,566
YoY (%)	-14.7%	-36.5%	2.3%	12.6%	13.9%
归母净利润(百万元)	1,010	1,103	1,227	1,388	1,605
YoY (%)	-23.2%	9.2%	11.2%	13.2%	15.6%
毛利率 (%)	20.8%	31.4%	32.6%	32.7%	32.9%
每股收益 (元)	0.93	1.02	1.13	1.28	1.48
ROE	15.9%	17.0%	18.5%	20.5%	23.1%
市盈率	14.26	13.00	11.73	10.37	8.97

资料来源: ifind, 华西证券研究所

**分析师: 许光辉**

邮箱: xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话:

**分析师: 王璐**

邮箱: wanglu2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523040001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8,815	9,021	10,156	11,566	净利润	1,102	1,225	1,387	1,603
YoY (%)	-36.5%	2.3%	12.6%	13.9%	折旧和摊销	149	228	211	163
营业成本	6,051	6,083	6,839	7,760	营运资金变动	-907	-26	-572	-697
营业税金及附加	116	119	134	153	经营活动现金流	464	1,409	1,026	1,070
销售费用	1,075	1,173	1,320	1,504	资本开支	-109	0	0	0
管理费用	120	135	152		投资	-95	0	0	0
财务费用	13	0	0	0	投资活动现金流	-183	0	0	0
研发费用	13	18	20	23	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-39	0	0	0	债务募资	532	3	0	0
投资收益	-28	0	0	0	筹资活动现金流	-543	-1,088	-1,229	-1,421
营业利润	1,347	1,493	1,690	1,954	现金净流量	-266	318	-203	-352
营业外收支	-4	0	0	0					
利润总额	1,343	1,493	1,690	1,954	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
所得税	241	268	303	350	<b>成长能力</b>				
净利润	1,102	1,225	1,387	1,603	营业收入增长率	-36.5%	2.3%	12.6%	13.9%
归属于母公司净利润	1,103	1,227	1,388	1,605	净利润增长率	9.2%	11.2%	13.2%	15.6%
YoY (%)	9.2%	11.2%	13.2%	15.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.02	1.13	1.28	1.48	毛利率	31.4%	32.6%	32.7%	32.9%
					净利率	12.5%	13.6%	13.7%	13.9%
					总资产收益率 ROA	13.7%	14.6%	16.2%	18.1%
					净资产收益率 ROE	17.0%	18.5%	20.5%	23.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	808	1,126	923	571	流动比率	3.71	3.88	3.93	3.93
预付款项	13	13	14	16	速动比率	<b>0.64</b>	<b>0.82</b>	<b>0.69</b>	<b>0.50</b>
存货	5,000	5,026	5,651	6,412	现金比率	0.46	0.63	0.49	0.29
其他流动资产	709	716	757	807	资产负债率	22.1%	21.8%	22.2%	22.8%
流动资产合计	6,530	6,881	7,345	7,806	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	178	178	178	178	总资产周转率	1.09	1.08	1.18	1.31
固定资产	490	563	525	430	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	371	353	336	318	每股收益	1.02	1.13	1.28	1.48
非流动资产合计	1,782	1,573	1,361	1,199	每股净资产	5.97	6.10	6.24	6.41
资产合计	8,312	8,454	8,706	9,005	每股经营现金流	0.43	1.30	0.95	0.99
短期借款	550	550	550	550	每股股利	0.90	1.00	1.13	1.31
应付账款及票据	114	115	129	146	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	1,098	1,108	1,189	1,288	PE	13.00	11.73	10.37	8.97
流动负债合计	1,762	1,773	1,868	1,985	PB	2.04	2.17	2.12	2.07
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	73	69	69	69					
非流动负债合计	73	69	69	69					
负债合计	1,835	1,841	1,937	2,053					
股本	1,085	1,085	1,085	1,085					
少数股东权益	-6	-7	-9	-11					
股东权益合计	6,476	6,612	6,770	6,952					
负债和股东权益合计	8,312	8,454	8,706	9,005					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 5%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。