

盈利能力明显提升 高分红锦上添花

核心观点

- **公司 25 年收入下降之下盈利展现出较强韧性，盈利能力明显提升。**25 年公司营业收入同比下降 37%，归母净利润同比增长 9%，全年毛利率和净利润同比分别增长 10.55 个百分点和 5.29 个百分点。在 25 年金价大涨导致全行业销量大幅下降的背景下，公司也呈现出终端净关店、加盟拿货需求疲软导致加盟业务收入显著下降的特征。25 年加盟收入下降 58% 是拖累营收的主要因素，而电商和自营收入同比分别增长 2% 和 8% 是支撑营收的重要力量。25 年公司盈利能力明显提升的核心原因，我们认为主要来自产品结构优化、多品牌矩阵效应以及金价上行带来的毛利率改善。
- **26 年一季度经营延续 25 年态势，盈利增长表现优良。**26Q1 公司营业收入同比下降 27%，归母净利润同比增长 16%，毛利率和净利率同比仍保持显著抬升的趋势，我们认为产品结构优化和金价红利仍在持续释放。报告期公司加盟业务收入同比下降 70% 仍是拖累营收的主要因素。自营和电商依然表现亮眼，收入同比分别增长 39% 和 32%，毛利率同比提升 6.87 个百分点和 13.86 个百分点。我们认为自营业务的显著改善来自于近年来公司在自营渠道持续优化渠道、产品和人员架构等策略。
- **多品牌矩阵同步发力叠加终端零售能力的提升，我们预计公司 26 年起业绩有望保持稳健增长态势。**在目前的金价和消费大环境下，珠宝首饰的消费也呈现结构性分层，多数黄金珠宝首饰龙头已经不再追求粗放的渠道扩张，更关注渠道质量。公司近年根据行业趋势变化，积极发展多品牌矩阵，同时从自营业务开始强化终端零售能力，未来也将积极赋能加盟终端提升零售能力。电商业务方面，预计依托“多品类、多平台和多品牌”的业务模式未来有望保持较快增长。
- **公司上市以来一直保持高分红策略，进一步提升公司投资价值。**公司上市以来平均分红率在 60%+，25 年年报拟每股派 0.65 元，和中报分红累计后全年分红率在 89%。我们认为高分红在一定程度上进一步提升了公司投资价值。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 25 年报和 26 年一季报，我们小幅调整公司 26-27 年盈利预测，同时新引入 28 年盈利预测，预计 2026-2028 年每股收益分别为 1.14、1.24 和 1.33 元（原预测 26-27 年分别为 1.15 和 1.27 元），参考可比公司，给予 2026 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 15.99 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、可选消费复苏低于预期，金价波动影响终端首饰销量等

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,891	8,815	8,256	9,065	9,780
同比增长(%)	-14.7%	-36.5%	-6.3%	9.8%	7.9%
营业利润(百万元)	1,283	1,347	1,593	1,735	1,883
同比增长(%)	-24.3%	5.0%	18.2%	8.9%	8.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,010	1,103	1,240	1,351	1,448
同比增长(%)	-23.2%	9.2%	12.4%	9.0%	7.2%
每股收益(元)	0.93	1.02	1.14	1.24	1.33
毛利率(%)	20.8%	31.4%	35.3%	34.7%	34.3%
净利率(%)	7.3%	12.5%	15.0%	14.9%	14.8%
净资产收益率(%)	15.9%	17.2%	17.5%	16.1%	14.8%
市盈率	14.0	12.8	11.4	10.5	9.8
市净率	2.2	2.2	1.8	1.6	1.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2026年05月06日）	13.03元
目标价格	15.99元
52周最高价/最低价	15.31/11.34元
总股本/流通A股（万股）	108,547/107,910
A股市值（百万元）	14,144
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026年05月07日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.62	11.18	1.32	4.8
相对表现%	-4.01	1.36	-3.71	-23.26
沪深300%	1.39	9.82	5.03	28.06



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
香港证监会牌照：BXO424
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

短期金价对毛利率的红利依然存在 中期渠道调整将进入尾声	2026-01-29
中报毛利率大幅提升 战略升级下盈利能力有望持续提升	2025-08-31
金价压制终端需求，高分红政策延续	2025-05-14

根据公司 25 年报和 26 年一季报以及行业竞争形势等，我们小幅调整公司 26-27 年盈利预测（主要下调了加盟业务收入，上调了电商、加盟和自营业务毛利率），同时新引入 28 年盈利预测，预计 2026-2028 年每股收益分别为 1.14、1.24 和 1.33 元（原预测 26-27 年分别为 1.15 和 1.27 元），参考可比公司，给予 2026 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 15.99 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 5 月 6 日）

公司名称	公司代码	股价（元）	每股收益（元）			市盈率		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
老凤祥	600612	39.30	3.35	3.10	3.35	12	13	12
赤峰黄金	600988	41.11	1.62	2.75	3.28	25	15	13
潮宏基	002345	10.46	0.56	0.80	0.96	19	13	11
周大福	01929	9.43	0.76	0.85	0.93	12	11	10
六福集团	00590	19.58	2.33	2.64	2.93	8	7	7
周六福	06168	14.13	1.88	2.04	2.31	8	7	6
曼卡龙	300945	15.82	0.44	0.63	0.77	36	25	21
瑞士历峰集团	CFR SE Equity	155.75	6.12	6.95	7.94	25	22	20
调整后平均							14	12

数据来源：wind，Bloomberg、东方证券研究所，瑞士历峰的货币单位是欧元，其他均为人民币

风险提示：行业竞争加剧、可选消费复苏低于预期，金价波动影响终端首饰销量等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,158	808	5,669	6,436	7,661	营业收入	13,891	8,815	8,256	9,065	9,780
应收票据、账款及款项融资	291	266	249	453	489	营业成本	11,002	6,051	5,342	5,922	6,422
预付账款	14	13	12	13	14	销售费用	1,167	1,075	1,024	1,106	1,174
存货	4,270	5,000	1,336	1,658	1,798	管理费用	111	120	132	145	156
其他	429	444	441	445	449	研发费用	14	13	15	16	18
流动资产合计	6,161	6,530	7,706	9,005	10,411	财务费用	22	13	1	(27)	(37)
长期股权投资	157	178	178	178	178	资产、信用减值损失	34	35	41	65	51
固定资产	31	490	530	559	577	公允价值变动收益	4	(47)	10	5	5
在建工程	806	407	407	407	407	投资净收益	(109)	(28)	(40)	(20)	(20)
无形资产	376	371	410	448	485	其他	(153)	(84)	(78)	(89)	(98)
其他	304	336	302	302	302	营业利润	1,283	1,347	1,593	1,735	1,883
非流动资产合计	1,675	1,782	1,828	1,894	1,949	营业外收入	12	7	7	7	7
资产总计	7,836	8,312	9,533	10,899	12,360	营业外支出	4	12	12	12	12
短期借款	0	550	550	550	550	利润总额	1,291	1,343	1,588	1,730	1,879
应付票据及应付账款	174	114	101	112	121	所得税	290	241	349	381	432
其他	1,225	1,098	1,094	1,100	1,104	净利润	1,002	1,102	1,239	1,350	1,447
流动负债合计	1,399	1,762	1,745	1,762	1,776	少数股东损益	(8)	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款	17	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,010	1,103	1,240	1,351	1,448
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.93	1.02	1.14	1.24	1.33
其他	69	73	73	73	73						
非流动负债合计	86	73	73	73	73	主要财务比率					
负债合计	1,485	1,835	1,818	1,834	1,849		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	(5)	(6)	(7)	(9)	(10)	成长能力					
实收资本(或股本)	1,096	1,085	1,085	1,085	1,085	营业收入	-14.7%	-36.5%	-6.3%	9.8%	7.9%
资本公积	1,157	1,168	1,168	1,168	1,168	营业利润	-24.3%	5.0%	18.2%	8.9%	8.5%
留存收益	4,423	4,549	5,789	7,140	8,588	归属于母公司净利润	-23.2%	9.2%	12.4%	9.0%	7.2%
其他	(320)	(320)	(320)	(320)	(320)	获利能力					
股东权益合计	6,351	6,476	7,715	9,065	10,511	毛利率	20.8%	31.4%	35.3%	34.7%	34.3%
负债和股东权益总计	7,836	8,312	9,533	10,899	12,360	净利率	7.3%	12.5%	15.0%	14.9%	14.8%
						ROE	15.9%	17.2%	17.5%	16.1%	14.8%
						ROIC	15.5%	16.5%	16.1%	14.8%	13.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	18.9%	22.1%	19.1%	16.8%	15.0%
净利润	1,002	1,102	1,239	1,350	1,447	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	57	64	104	83	96	流动比率	4.40	3.71	4.42	5.11	5.86
财务费用	22	13	1	(27)	(37)	速动比率	1.35	0.87	3.63	4.11	4.76
投资损失	109	28	40	20	20	营运能力					
营运资金变动	519	(918)	3,627	(581)	(217)	应收账款周转率	15.5	31.7	32.1	25.8	20.8
其它	147	176	32	60	46	存货周转率	2.8	1.3	1.7	3.8	3.5
经营活动现金流	1,856	464	5,043	905	1,354	总资产周转率	1.8	1.1	0.9	0.9	0.8
资本支出	(99)	(68)	(150)	(150)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	(2)	(20)	0	0	0	每股收益	0.93	1.02	1.14	1.24	1.33
其他	(104)	(96)	(30)	(15)	(15)	每股经营现金流	1.69	0.43	4.65	0.83	1.25
投资活动现金流	(205)	(183)	(180)	(165)	(165)	每股净资产	5.86	5.97	7.11	8.36	9.69
债权融资	(4)	(5)	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	14.0	12.8	11.4	10.5	9.8
其他	(1,342)	(538)	(1)	27	37	市净率	2.2	2.2	1.8	1.6	1.3
筹资活动现金流	(1,346)	(543)	(1)	27	37	EV/EBITDA	10.4	10.0	8.4	7.9	7.3
汇率变动影响	0	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.9	10.4	8.9	8.3	7.7
现金净增加额	305	(266)	4,861	766	1,226						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。