

25 年高分红回报股东，26 年将提高部分产品品牌使用费

核心观点

25 年公司实现营收 88.15 亿元/-36.5%，归母净利润 11.03 亿元/+9.2%，26Q1 公司实现营收 19.54 亿元/-26.9%，归母净利润 2.93 亿元/+16.4%。分业务看，26Q1 品牌使用费营收 2.09 亿元/-3.1%，素金收入 14.16 亿元/-33.0%，大幅下滑主要系加盟渠道提货谨慎；镶嵌收入 1.20 亿元/-6.6%，在黄金镶钻带动下销售初步企稳。分渠道看，26Q1 加盟渠道、自营线下、电商收入分别 -57.6%、+39.0%、+32.0%。26Q1 公司毛利率 39.43%/+13.22pct，净利率 15.02%/+5.60pct，产品和渠道结构变化、黄金存货升值变现共同带动盈利提升。公司预计 25 年全年现金分红 9.77 亿元，截至 5 月 11 日收盘，公司股息率（TTM）为 6.80%。展望未来，公司积极调整产品结构、强化自营渠道开店、构建差异化品牌矩阵应对行业趋势变化，4 月 14 日起公司上调按克重计价黄金的品牌使用费，预计全年业绩有望稳健增长。

事件

公司发布 2026 年一季报。26Q1 公司实现营收 19.54 亿元/-26.9%，归母净利润 2.93 亿元/+16.4%，扣非归母净利润 2.81 亿元/+16.1%。

公司发布 2025 年年报。2025 年公司实现营收 88.15 亿元/-36.5%，归母净利润 11.03 亿元/+9.2%，扣非归母净利润 10.62 亿元/+7.5%，经营活动净现金流 4.64 亿元/-75.0%，基本 EPS 为 1.02 元/+9.7%，ROE（加权）为 17.16%/+1.44pct。公司拟派发末期股息每 10 股 6.5 元（含税），加上中期分红，预计全年现金分红 9.77 亿元，派息率 88.55%。截至 5 月 11 日收盘，公司股息率（TTM）为 6.80%。

单季度看，25Q4 公司实现营收 20.43 亿元/-33.7%，归母净利润 2.22 亿元/+42.7%，扣非归母净利润 2.09 亿元/+39.1%。

简评

分品类看：26Q1 品牌使用费收入较为稳定，素金销售大幅下滑、镶嵌产品在黄金镶钻带动下销售初步企稳。

1) 品牌使用费：加盟批发业务作为公司的主要利润来源，加盟商从指定供应商拿货，对公司的利润贡献以品牌使用费方式体现，25 年公司品牌使用费营收 7.67 亿元/+11.5%，营收占比 8.7%，26Q1 公司品牌使用费营收 2.09 亿元/-3.1%，营收占比 10.7%。

周大生 (002867.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2026 年 05 月 12 日

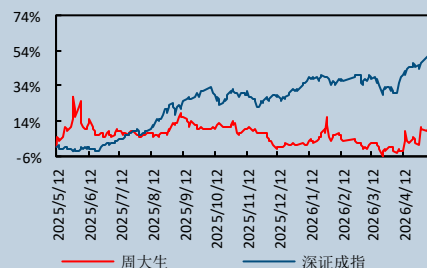
当前股价：13.23 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.60/6.61	3.20/0.86	0.76/-25.66
12 月最高/最低价 (元)		16.34/11.36
总股本 (万股)		108,547.39
流通 A 股 (万股)		107,909.68
总市值 (亿元)		143.61
流通市值 (亿元)		142.76
近 3 月日均成交量 (万)		1026.36
主要股东		
深圳市周氏投资有限公司		56.11%

股价表现



公司品牌使用费收入受两方面因素综合影响，一方面，金价快速上涨后高位波动，加盟门店数量下降、整体拿货谨慎，另一方面，公司主动调整供货结构，品牌使用费更高的一口价产品销售占比提升。根据公司公告，自2026年4月14日起，将主品牌及经典店加盟渠道按克工费计价类黄金产品的品牌使用费从12元/克上调至24元/克，按件计价类黄金产品的品牌使用费标准保持不变，展望26年，预计品牌使用费的收入和利润贡献有望稳健上行。

2) 素金类产品：25年素金产品营收63.42亿元/-44.6%，营收占比71.9%，在加盟渠道、自营线下、自营电商分别同比-68.1%、+2.9%、+5.9%；26Q1素金产品营收14.16亿元/-33.0%，营收占比72.5%，在加盟渠道、自营线下、自营电商分别同比-82.7%、+36.9%、+54.4%。受金价高企及消费不振影响，终端销量下降，下游加盟客户去库，补货意愿低迷，公司自营线下、电商销售增长亮眼。

3) 镶嵌类产品：25年镶嵌产品营收7.61亿元/+0.4%（其中黄金镶嵌收入6.86亿元/+19.8%），营收占比8.6%，在加盟渠道、自营线下、自营电商分别同比-13.1%、+83.5%、+1.4%；26Q1镶嵌产品营收1.20亿元/-6.6%，营收占比6.1%，在加盟渠道、自营线下、自营电商分别同比-58.7%、+72.5%、+4.0%。钻石镶嵌消费仍处底部，在黄金镶钻产品、自营线下渠道的销售带动下，有初步企稳迹象。

分渠道看：26Q1加盟渠道收入下降、毛利率大幅提升，自营线下和电商收入快速增长。

1) 线下：截至25年末，公司终端门店总数为4479家，其中加盟门店4081家、直营门店398家，2025年净关店529家，截至26Q1，公司终端门店总数为4193家，其中加盟门店3803家、直营门店390家，26Q1净关店286家。单季度看，25Q1/Q2/Q3/Q4/26Q1分别净关店177/113/43/196/286家，主要系加盟商闭店，后续公司更加重视单店质量提升。线下分渠道看，**①加盟渠道：**25年实现营收38.94亿元/-57.6%，毛利率32.4%/+16.3pct；26Q1实现营收4.82亿元/-69.6%，毛利率54.1%。**②线下自营：**25年实现营收18.87亿元/+8.2%，毛利率37.0%/+5.7pct；26Q1实现营收7.33亿元/+39.0%，毛利率39.3%。公司提出加强直营零售的“十百千”战略，未来5年目标实现1000家直营店、100亿元直营销售额、10亿元直营净利润。

2) 电商：25年实现营收28.57亿元/+2.2%，毛利率22.7%/-1.4pct；26Q1实现营收7.05亿元/+32.0%，毛利率27.9%。公司持续深耕天猫、京东、抖音等主流平台，并积极布局得物、小红书等新兴渠道，通过多品类、差异化的产品策略实现线上业务的稳健发展。

产品和渠道结构变化、黄金存货升值共同驱动毛利率提升。25年公司毛利率为31.35%/+10.55pct，净利率为12.50%/+5.29pct；26Q1公司毛利率为39.43%/+13.22pct，净利率为15.02%/+5.60pct。公司自营渠道占比提升、加盟品牌使用费占比提升、以及高毛利率的一口价黄金、非黄金品类（镶嵌、K金等）销售占比提升，叠加升值的部分黄金存货通过商品销售实现变现，共同带动公司整体毛利率上行。费用端，25年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为12.20%/+3.80pct、1.36%/+0.56pct、0.15%/+0.04pct、0.15%/-0.00pct。26Q1销售、管理、研发、财务费用率分别为12.11%/+2.66pct、1.54%/+0.51pct、0.18%/+0.08pct、0.45%/+0.40pct。

展望未来，公司积极调整产品结构、强化自营渠道开店、构建差异化品牌矩阵应对行业趋势变化。渠道端，公司坚持“拓优汰劣”的渠道发展策略，战略重视线下自营门店，在一二线城市核心商圈持续优化门店网络。品牌端，布局周大生（主品牌）、周大生经典、周大生×国家宝藏、转珠阁四大品牌矩阵，其中周大生×国家宝藏后续将在渠道、产品端全面升级，头部门店向单店销售额破亿元努力，转珠阁投资模型仍处于探索期。产品端，公司积极调整产品结构，率先推动自营门店产品结构升级并带动加盟门店，提高一口价黄金占比、提高非黄产品占比。

投资建议：预计公司2026-2028年营收为91.78、100.40、109.28亿元，同比+4.1%、+9.4%、+8.8%，归母净利润为12.66、14.08、15.46亿元，同比+14.7%、+11.3%、+9.8%，对应PE分别为11.3x、10.2x、9.3x，维持“买入”评级。

投资风险：1) 消费需求不达预期风险：公司产品主要是黄金和镶嵌类产品，整体客单价较高，若居民收入水平较低或宏观经济较为低迷，或将需求低迷。同时金价短期快速上涨将抑制居民终端消费及经销商备货积极性，影响公司销售。**2) 加盟管理风险：**公司对加盟商在产品价格、店铺选址和形象、产品质量监督、营销、售后服务等方面进行标准化的管理，并建立督导体系确保加盟商运营符合公司的相关规定，若加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，公司无法对加盟商及时进行管控，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。**3) 产品质量控制风险：**公司较高比例黄金产品为指定供应商供货模式，若公司无法有效实施产品质量控制措施，出现产品质量问题或纠纷，则将对公司品牌和经营造成不利影响。**4) 黄金、钻石等税收政策变动风险：**黄金、钻石等饰品需要缴纳消费税、增值税等，若国家税收政策发生变动，或将影响企业经营成本，对企业的经营和业绩产生一定影响。

图 1:周大生毛利结构拆分（亿元）

毛利	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	26Q1
毛利合计	20.86	25.00	23.10	29.56	28.89	27.64	7.70
分产品							
素金首饰	3.80	5.89	6.93	11.88	13.11	11.33	
镶嵌首饰	5.98	6.63	4.09	2.90	1.82	2.15	
其他首饰	1.68	1.15	1.60	1.99	3.26	2.77	
品牌使用费	5.53	6.94	6.24	8.59	6.89	7.67	
其他	3.87	4.39	4.26	4.19	3.82	3.71	
分渠道							
加盟店	12.56	15.82	14.55	17.86	15.24	12.61	2.61
品牌使用费	5.53	6.94	6.24	8.59	6.89	7.67	2.09
加盟店产品等	7.03	8.88	8.31	9.26	8.36	4.94	0.52
自营店	3.01	3.81	2.85	4.22	5.45	6.98	2.88
电商	3.50	3.27	3.76	5.69	6.76	6.49	1.97
其他	1.79	2.11	1.95	1.78	1.45	1.56	0.24

数据来源：公司公告，中信建投证券

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,161	6,530	6,065	6,481	6,916
现金	1,158	808	2,521	2,644	2,740
应收票据及应收账款合计	291	266	438	479	521
其他应收款	51	50	41	45	49
预付账款	14	13	10	11	12
存货	4,270	5,000	2,765	2,985	3,248
其他流动资产	378	394	290	318	346
非流动资产	1,675	1,782	1,544	1,297	1,055
长期投资	157	178	174	171	167
固定资产	151	624	573	511	439
无形资产	376	371	274	177	80
其他非流动资产	991	610	524	438	369
资产总计	7,836	8,312	7,610	7,778	7,970
流动负债	1,399	1,762	956	1,004	1,060
短期借款	0	550	0	0	0
应付票据及应付账款合计	174	114	85	92	100
其他流动负债	1,225	1,098	870	912	960
非流动负债	86	73	52	32	15
长期借款	74	58	37	18	0
其他非流动负债	12	15	15	15	15
负债合计	1,485	1,835	1,007	1,036	1,075
少数股东权益	-5	-6	-11	-17	-23
股本	1,096	1,085	1,085	1,085	1,085
资本公积	1,327	1,168	1,168	1,168	1,168
留存收益	3,933	4,229	4,360	4,505	4,665
归属母公司股东权益	6,356	6,482	6,613	6,759	6,918
负债和股东权益	7,836	8,312	7,610	7,778	7,970

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,936	548	3,490	1,459	1,552
净利润	1,002	1,102	1,261	1,403	1,540
折旧摊销	217	233	233	244	238
财务费用	22	13	8	-8	-9
投资损失	109	28	74	74	74
营运资金变动	548	-905	1,922	-245	-282
其他经营现金流	38	77	-9	-9	-9
投资活动现金流	-205	-183	-62	-62	-62
资本支出	193	107	0	0	0
长期投资	-10	-95	0	0	0
其他投资现金流	-388	-196	-62	-62	-62
筹资活动现金流	-1,346	-543	-1,715	-1,275	-1,395
短期借款	-200	550	-550	0	0
长期借款	24	-16	-21	-20	-17
其他筹资现金流	-1,169	-1,078	-1,143	-1,255	-1,377
现金净增加额	385	-182	1,713	123	96

资料来源：公司公告，中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,891	8,815	9,178	10,040	10,928
营业成本	11,002	6,051	5,576	6,020	6,550
营业税金及附加	173	116	106	116	126
销售费用	1,167	1,075	1,643	1,867	2,022
管理费用	111	120	165	181	197
研发费用	14	13	21	23	25
财务费用	22	13	8	-8	-9
资产减值损失	-18	-39	-19	-21	-23
信用减值损失	-16	4	-2	-3	-3
其他收益	19	31	30	30	30
营业利润	1,283	1,347	1,594	1,774	1,948
营业外收入	12	7	11	11	11
营业外支出	4	12	6	6	6
利润总额	1,291	1,343	1,599	1,779	1,953
所得税	290	241	338	377	414
净利润	1,002	1,102	1,261	1,403	1,540
少数股东损益	-8	-1	-5	-6	-6
归属母公司净利润	1,010	1,103	1,266	1,408	1,546
EBITDA	1,530	1,589	1,841	2,016	2,183
EPS (元)	0.93	1.02	1.17	1.30	1.42

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-14.7	-36.5	4.1	9.4	8.8
营业利润 (%)	-24.3	5.0	18.3	11.3	9.8
归属于母公司净利润 (%)	-23.2	9.2	14.7	11.3	9.8
获利能力					
毛利率 (%)	20.8	31.4	39.2	40.0	40.1
销售净利率 (%)	7.3	12.5	13.8	14.0	14.1
所得税率 (%)	22.4	17.9	21.2	21.2	21.2
派息比率 (%)	102.1	88.6	89.7	89.7	89.7
ROE (%)	15.9	17.0	19.1	20.8	22.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.9	22.1	13.2	13.3	13.5
净负债比率 (%)	-17.1	-3.1	-37.6	-39.0	-39.7
流动比率	4.4	3.7	6.3	6.5	6.5
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.1	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	47.8	33.2	21.0	21.0	21.0
应付账款周转率	63.2	53.1	65.5	65.5	65.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.93	1.02	1.17	1.30	1.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.78	0.50	3.22	1.34	1.43
每股净资产 (最新摊薄)	5.86	5.97	6.09	6.23	6.37
估值比率					
P/E	14.2	13.0	11.3	10.2	9.3
P/B	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1

分析师介绍

叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025 年、2024 年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025 年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP 潮玩等消费产业研究。

张舒怡

纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021 年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk