

评级变动报告

周大生 002867.SZ



鉴于公司在2026年对加盟业务的品牌使用费提价，我们调整了周大生未来三年及远期的收入和盈利能力预测，核心原因如下：

品牌使用费提价：2026年4月，公司将克重黄金产品的品牌使用费由12元/克上调至24元/克。鉴于该业务具备接近100%的毛利率，此次费率翻倍预计将直接增厚公司2026年利润。我们认为，该提价举措符合行业的价格趋势；在金价未出现大幅回调的中长期假设下，其对利润端的增厚效应将具备一定的持续性。

基于此，我们上调了公司整体利润预测；同时受公司持续关闭低效门店及加盟业务模式结构性调整的影响，我们相应下调了加盟业务中批发收入的预期。经综合评估，我们对周大生的DDM估值上调了7.32%，目前公司的估值处于低估状态。

公司基本信息



周大生成立于1999年，公司早期以钻石镶嵌产品起家，通过轻资产运营、差异化定位等方式抢占市场份额，在中端市场建立了品牌力。近年公司积极调整产品结构，落实以黄金产品为主线的产品战略。公司的主要产品包括黄金首饰、钻石镶嵌首饰。渠道端，周大生的收入主要来自于加盟商渠道，自营（线上+线下）占比有逐年提高的趋势；为持续优化店效，公司正构建多元化门店矩阵：周大生主品牌、周大生经典（国潮IP）、国家宝藏（高端门店）、以及转珠阁（轻量化产品）。

公司深度评级

所属行业	消费品	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	213.61亿（较上期+7.32%）
当前股价	11.67元	盈利趋势	★★★★☆	状态	低估（上行空间+69%）
总市值	126.67亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	11.07	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	227.08亿（较上期+14.59%）
PB-MRQ	1.87			状态	低估（上行空间+79%）

公司盈利预测

周大生	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	162.9	138.9	88.2	90.9	104.0	113.9	123.1	131.8
归母净利润(亿)	13.2	10.1	11.0	13.5	16.2	17.2	18.1	18.6
归母净利润增速(%)	20.6	-23.2	9.2	22.0	20.4	6.3	5.3	2.7
经营性净利润(亿)	13.5	10.7	11.5	13.4	16.2	17.2	18.1	18.6
经营性净利润增速(%)	25.9	-20.8	7.4	16.9	20.4	6.3	5.3	2.7
经营性归母净利润(亿)	13.6	10.8	11.5	13.5	16.2	17.2	18.1	18.6
经营性归母净利润增速(%)	25.8	-20.3	6.6	16.9	20.4	6.3	5.3	2.7

资料来源：壹评级

估值评级

DDM估值上升+7.32%；上期 199.04亿，本期 213.61亿。动态估值上升+14.59%；上期 198.17亿，本期 227.08亿。

公司DDM估值上调7.3%，主要是我们对远期公司的盈利进行了上修。

营业收入方面，我们主要下调了加盟业务中批发收入的预期。

单店收入：受公司加盟业务模式结构性调整及品牌使用费提价的影响，我们预计批发收入占比将逐步下降，而品牌使用费及管理服务费收入占比提升，鉴于批发业务按全款确认收入，而品牌使用费仅按净额确认，这种结构性变化将直接导致账面加盟收入的下调。基于此，我们将远期批发收入对加盟收入的占比调整为80%，品牌使用费及管理服务费收入占比调整为20%，导致远期加盟收入预期下调约30%。

品牌使用费直接增厚公司整体盈利能力。

周大生加盟模式以定制拿货与品牌授权为核心，品牌使用费毛利率接近100%。2025年贡献毛利率7.9亿元，占总毛利率29%。2026年4月起，公司已将加盟商克重黄金产品的品牌使用费由12元/克上调至24元/克，费率实现翻倍，这将直接带来无成本收入增长，预计2026年新增利润1-2亿元，占总利润预计10%-20%。我们认为此次提价符合行业趋势，且公司此前品牌使用费低于行业水平，需求价格弹性小，销量下滑幅度可控。在金价长期不大幅下滑的假设下，此次提价有望对公司长期利润水平形成持续支撑。基于此，我们将公司加盟业务的归母净利润短期上调超双位数，远期上调约9%。

盈利预测

核心假设及逻辑

我们将公司业务按渠道类型拆分，分别开展盈利预测与估值分析，覆盖渠道包括自营、加盟、电商及其他业务；各业务板块的核心预测假设与推导逻辑如下：

业务1：自营

收入假设：

门店：我们预计公司自营门店数量将保持持续增长。公司曾披露“五年内开设1000家直营门店”的战略目标，但综合考虑以下因素：（1）资金面承压；（2）单店盈利模型尚待进一步验证；（3）未来黄金价格可能存在波动，我们认为该目标或趋于保守调整。据此，我们预测2026至2028年每年分别开60/60/40家直营门店，截至2040年，公司直营门店总数将达到约750家。

单店收入：预计镶嵌首饰的单店收入（自营）在2026-2028年上涨20%/6%/0%，得益于产品结构优化（一口价产品占比提升），而素金首饰的单店收入在2026恢复正增长，后续随着未来金价缓慢上涨，消费者对素金首饰消费恢复，叠加国家宝藏系列、IP类、轻首饰等带动增长，长期预计单店收入保持高单位数的CAGR。

盈利能力假设：

毛利率方面，我们预计毛利率呈现平稳上升趋势，主要得益于1）产品结构优化，国家宝藏、周大生经典、大师艺术珠宝等系列对于盈利能力产生重要支撑，预期长期毛利率达到37%。

费用率方面，随着公司持续开设直营门店（包括国家宝藏、转珠阁等），预计整体销售费用率因直营门店的投入有所上升。预计管理费用率以及研发费用率保持稳定。

业务2：加盟

收入假设：

门店：公司未来更加追求加盟门店质量，鉴于2026年一季度公司延续关店趋势，我们相应下调了全年门店净增预期，预计全年关店数量500家，年末门店总数将调整至3581家；2027-2029年随着门店质量提升和运营体系完善，公司每年预计稳定增加100家。

单店收入：2026年至今金价呈现波动趋势，我们下调了加盟商业的单店收入，预计同比下降双位数；展望2027年，随着消费者对金价预期逐步趋于平稳，黄金首饰消费量有望企稳回升，进而带动加盟商补货意愿同步修复。同时加盟商的产品结构也望得到优化，镶嵌类首饰以及一口价产品占比的提升有望提高整体店效。

盈利能力假设：

毛利率方面，加盟业务亦受益于高毛利产品占比提升、品牌使用费提价及金价上涨带来的库存红利，推动毛利率上行。

费用率方面，预计2025年销售费用率有所提升（主要因分母收入的下降），长期销售费用率预计保持稳定；预计管理费用率以及研发费用率保持稳定。

业务3：电商

收入假设：

电商渠道的素金首饰依托小克重、高保值属性的产品优势，有望保持双位数高增长；镶嵌类首饰则预计维持约6%-10%的增速。公司已与头部MCN无忧传媒深度合作，借助其流量与内容能力高效触达消费者，带动电商业务的收入增长。

盈利能力假设：

毛利率方面，部分渠道转向代理合作模式后，毛利率略有收窄，但渠道费用显著降低，整体盈利效率实现提升；叠加产品结构的优化，预计长期电商毛利率维持在22%。

费用率端，预计电商业务的销售费用率有所收缩，管理费用率以及研发费用率保持稳定。

公司整体业绩预测

周大生	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	162.9	138.9	88.2	90.9	104.0	113.9	123.1	131.8
归母净利润(亿)	13.2	10.1	11.0	13.5	16.2	17.2	18.1	18.6
归母净利润增速(%)	20.6	-23.2	9.2	22.0	20.4	6.3	5.3	2.7
经营性净利润(亿)	13.5	10.7	11.5	13.4	16.2	17.2	18.1	18.6
经营性净利润增速(%)	25.9	-20.8	7.4	16.9	20.4	6.3	5.3	2.7
经营性归母净利润(亿)	13.6	10.8	11.5	13.5	16.2	17.2	18.1	18.6
经营性归母净利润增速(%)	25.8	-20.3	6.6	16.9	20.4	6.3	5.3	2.7

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

自营	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	16.2	17.4	18.9	22.2	27.2	31.1	34.6	37.6
收入增速(%)	51.3	7.8	8.2	17.4	22.8	14.2	11.3	8.8
经营性净利润(亿)	2.1	2.5	3.0	3.4	4.4	5.0	5.5	5.8
经营性净利率(%)	13.0	14.6	15.8	15.4	16.0	16.1	15.9	15.4
经营性净利润增速(%)	41.0	20.6	17.1	14.9	27.3	14.6	10.5	5.2
电商	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	25.1	27.9	28.6	35.6	41.8	44.9	47.4	50.1
收入增速(%)	62.3	11.4	2.2	24.6	17.3	7.5	5.6	5.6
经营性净利润(亿)	2.8	3.3	2.8	3.3	4.1	4.4	4.7	5.0
经营性净利率(%)	11.3	11.7	9.9	9.3	9.8	9.8	10.0	10.0
经营性净利润增速(%)	58.7	14.8	-12.8	16.9	23.0	8.0	7.4	5.6
加盟	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	119.7	91.9	38.9	31.6	33.5	36.4	39.5	42.4
收入增速(%)	44.3	-23.3	-57.6	-18.9	5.9	8.8	8.6	7.4
经营性净利润(亿)	7.6	4.2	4.8	5.9	6.9	7.0	7.0	7.0
经营性净利率(%)	6.4	4.5	12.4	18.7	20.7	19.2	17.8	16.4
经营性净利润增速(%)	18.5	-45.2	16.0	22.2	17.3	0.8	0.8	-0.9
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.9	1.7	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
收入增速(%)	-7.0	-13.6	6.7	-11.0	0.8	0.6	0.6	0.6
经营性净利润(亿)	1.0	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
经营性净利率(%)	50.3	45.0	48.1	50.3	51.3	51.2	51.2	51.2
经营性净利润增速(%)	-6.8	-22.7	13.8	-6.7	2.8	0.3	0.6	0.6

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
自营	3.9%	中低	较好	强	8.0%	15.13	5.8
电商	2.7%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	5.0
加盟	3.8%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	7.0
其他	0.1%	中低-	一般	一般	8.0%	9.45	0.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
自营(亿)	5.4	64.2	69.6	-	-	-	69.6
电商(亿)	4.3	50.3	54.6	-	-	-	54.6
加盟(亿)	23.1	70.6	93.6	-	-	-	93.6
其他(亿)	3.4	5.8	9.2	-	-	-	9.2
公司整体测算(亿)	36.2	190.9	227.1	-	-	-	227.1

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
自营(亿)	24.9	36.5	61.4	-	-	-	61.4
电商(亿)	25.8	30.2	56.0	-	-	-	56.0
加盟(亿)	46.6	38.1	84.8	-	-	-	84.8
其他(亿)	7.2	4.3	11.4	-	-	-	11.4
公司整体测算(亿)	104.5	109.1	213.6	-	-	-	213.6

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性中等，短期受益于市场普遍预期金价上行，行业景气度有所提升；但中长期受金价波动影响较大，业绩能见度相对较低。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。