

周大生（002867）

2026年半年报点评：自营电商收入大幅增长，经营有望触底修复

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	13,891	8,815	7,620	8,611	9,621
同比（%）	(14.73)	(36.54)	(13.55)	13.00	11.73
归母净利润（百万元）	1,010	1,103	1,157	1,327	1,524
同比（%）	(23.25)	9.22	4.92	14.63	14.84
EPS-最新摊薄（元/股）	0.93	1.02	1.07	1.22	1.40
P/E（现价&最新摊薄）	12.04	11.02	10.50	9.16	7.98

投资要点

- **公司公布 26H1 业绩：**2026H1 公司实现营收 36.4 亿元（同比-20.8%，若无说明，以下均为同比），归母净利 4.5 亿元（-24.2%），扣非归母净利 4.4 亿元（-25.0%）。26Q2 营收 16.9 亿元（-12.3%），归母净利 1.6 亿元（-54.2%）。因 26 年上半年金价剧烈波动，26H1 计提存货跌价准备 2.03 亿元，一次性拖累利润端，Q3 金价企稳后有望部分冲回。
- **盈利能力：结构切换驱动毛利率跃升。**①**毛利率：**26H1 为 37.0%（+6.6pct），主因高毛利自营及品牌使用费收入占比被动提升；26Q2 为 34.1%（-2.0pct），受同期高基数影响及 Q2 金价下行阶段性回调。②**期间费用率：**26H1 期间费用率为 15.5%（+3.5pct），其中销售费用率 13.3%（+2.5pct）；26Q2 期间费用率为 17.0%（+2.9pct），销售费用率为 14.6%（+2.0pct）。③**净利率：**26H1 归母净利率约 12.4%（-0.6pct），26Q2 约 9.3%（-8.5pct），单季度回落除毛利率、费用率外主要受存货减值影响。
- **分渠道看，自营及电商成主引擎，加盟主动出清。**①**电商线上收入** 15.8 亿元（+35.0%），占比 43.3%，跃升为第一大收入来源，毛利率 21.9%（-8.4pct），主因低毛利投资金占比提升。②**自营线下收入** 12.3 亿元（+38.6%），占比 33.9%（+14.5pct），毛利率 36.5%（+1.4pct）；自营单店收入 318 万元（+41.9%）、单店毛利 116 万元（+47.5%），店效大幅提升。③**加盟收入** 7.1 亿元（-70.8%），占比降至 19.4%，毛利率 63.0%（+37.2pct）；金价高位下加盟商倾向指定供应商模式（仅付品牌使用费）补货以规避金价波动，直接批发出货大幅下降推动加盟表观收入收缩、毛利率跃升，26H1 品牌使用费收入 3.4 亿元（-7.5%）。
- **门店坚持“拓优汰劣”，主动出清低效。**26H1 终端门店净减 473 家（新开 84、关闭 557），期末 4006 家（加盟占比 90.5%），以短期门店数下降换渠道健康度与单店效益提升。公司于 2026 年 4 月将主品牌及经典加盟渠道克重计价品牌使用费由 12 元/克上调至 24 元/克，毛利率为 100%，有望自 2026Q2 起逐步增厚利润端。
- **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，自营与电商收入放量、加盟主动出清优化渠道结构。我们下调 2026-2028 年归母净利润预测由 13.2/15.2/17.4 亿元至 11.6/13.3/15.2 亿元，同比分别+5%/+15%/+15%，对应最新收盘价 PE 约 11/9/8X，26H2 金价企稳后终端需求及加盟补货有望修复，叠加存货冲回及国家宝藏等高端子品牌放量，利润端有望修复，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。

2026 年 08 月 26 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

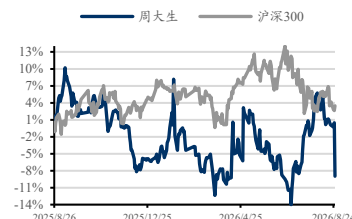
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.20
一年最低/最高价	11.09/14.89
市净率(倍)	1.95
流通 A 股市值(百万元)	12,086.39
总市值(百万元)	12,157.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.73
资产负债率(%，LF)	26.13
总股本(百万股)	1,085.47
流通 A 股(百万股)	1,079.14

相关研究

《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》

2026-05-04

《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
流动资产	6,530	6,377	6,934	7,494	营业总收入	8,815	7,620	8,611	9,621
货币资金及交易性金融资产	808	871	958	988	营业成本(含金融类)	6,051	4,677	5,403	6,106
经营性应收款项	278	312	344	377	税金及附加	116	107	121	135
存货	5,000	4,757	5,190	5,682	销售费用	1,075	1,052	1,094	1,174
合同资产	0	0	0	0	管理费用	120	122	138	144
其他流动资产	444	437	442	448	研发费用	13	15	15	17
非流动资产	1,782	1,871	1,927	1,896	财务费用	13	23	21	19
长期股权投资	178	178	178	178	加:其他收益	31	12	11	13
固定资产及使用权资产	624	606	588	560	投资净收益	(28)	(38)	(65)	(72)
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)	(190)	(43)	(51)
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	营业利润	1,347	1,409	1,722	1,915
其他非流动资产	169	204	204	204	营业外净收支	(4)	3	1	(1)
资产总计	8,312	8,248	8,861	9,391	利润总额	1,343	1,412	1,723	1,914
流动负债	1,762	1,360	1,575	1,647	减:所得税	241	254	396	391
短期借款及一年内到期的非流动负债	624	624	624	624	净利润	1,102	1,157	1,327	1,524
经营性应付款项	152	93	107	121	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	21	8	9	10	归属母公司净利润	1,103	1,157	1,327	1,524
其他流动负债	965	635	835	893	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	1.07	1.22	1.40
非流动负债	73	75	75	75	EBIT	1,435	1,435	1,745	1,933
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,583	1,465	1,774	1,963
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.35	38.62	37.25	36.53
租赁负债	58	58	58	58	归母净利率(%)	12.52	15.19	15.41	15.84
其他非流动负债	15	17	17	17	收入增长率(%)	(36.54)	(13.55)	13.00	11.73
负债合计	1,835	1,435	1,650	1,723	归母净利润增长率(%)	9.22	4.92	14.63	14.84
归属母公司股东权益	6,482	6,819	7,217	7,674					
少数股东权益	(6)	(6)	(6)	(6)					
所有者权益合计	6,476	6,813	7,211	7,668					
负债和股东权益	8,312	8,248	8,861	9,391					

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	1,054	1,212	1,217	每股净资产(元)	5.97	6.28	6.65	7.07
投资活动现金流	(183)	(122)	(149)	(73)	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)	(863)	(976)	(1,114)	ROIC(%)	17.26	16.06	17.46	18.95
现金净增加额	(266)	63	87	30	ROE-摊薄(%)	17.02	16.97	18.38	19.86
折旧和摊销	149	30	30	30	资产负债率(%)	22.08	17.40	18.62	18.34
资本开支	(109)	(82)	(84)	(1)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.02	10.50	9.16	7.98
营运资本变动	(907)	(376)	(299)	(509)	P/B (现价)	1.88	1.78	1.68	1.58

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>