

周大生 (002867.SZ)

2026 年 08 月 27 日

加盟业务下滑导致业绩承压，渠道调整、品牌升级

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

姚响（联系人）

huangzeping@kysec.cn

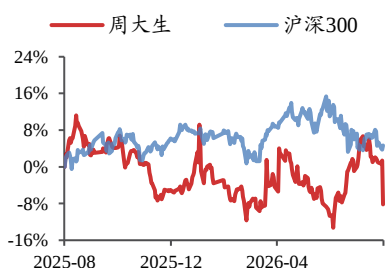
yaoxiang@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790126070042

日期	2026/8/26
当前股价(元)	11.20
一年最高最低(元)	14.89/11.09
总市值(亿元)	121.57
流通市值(亿元)	120.86
总股本(亿股)	10.85
流通股本(亿股)	10.79
近 3 个月换手率(%)	47.02

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《毛利率提升支撑盈利韧性，关注渠道优化、品牌升级—公司信息更新报告》-2026.4.30

《三季度经营业绩改善，关注产品和渠道结构优化—公司信息更新报告》
-2025.11.5

《2025Q2 业绩超预期，关注后续品牌升级和产品优化—公司信息更新报告》-2025.8.29

● 公司 2026H1 营收同比-20.8%，归母净利润同比-24.2%

公司发布中报：2026H1 实现营收 36.41 亿元（同比-20.8%，下同）、归母净利润 4.50 亿元（-24.2%）；2026Q2 实现营收 16.87 亿元（-12.3%）、归母净利润 1.56 亿元（-54.2%），归母净利润同比降幅较大，主要由于同期基数较高叠加计提存货跌价准备导致；此外拟每股派息 0.16 元。我们认为，公司通过重塑多品牌定位和产品结构优化，聚焦存量店效提升，成长势能有望复苏。我们维持盈利预测不变，预计 2026-2028 年归母净利润为 12.96/15.00/16.88 亿元，对应 EPS 为 1.19/1.38/1.56 元，当前股价对应 PE 为 9.4/8.1/7.2 倍，维持“买入”评级。

● 渠道结构向自营倾斜，收入结构变化支撑毛利率提升

2026H1 分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 12.34/15.76/7.07 亿元，同比+38.6%/+35.0%/-70.8%，渠道结构向自营倾斜；分产品看，素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 26.14/2.04/3.49 亿元，同比-23.5%/-28.9%/-8.1%，销售端均有所承压。盈利能力方面，2026H1 公司综合毛利率为 37.0%（+6.6pct），毛利率大幅提振，主要受益于收入结构变化。费用端，2026H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 13.3%/1.7%/0.4%，同比分别+2.5pct/+0.6pct/+0.2pct。

● 渠道结构性调整，高端场景持续进驻，国家宝藏 IP 声量突破

(1)渠道: 2026H1 公司线下新开/净开门店 84 家/-473 家, 期末门店总数达 4006 家, 其中加盟/自营分别净开-454/-19 家, 加盟渠道承压, 直营渠道继续保持韧性。

(2) 品牌: 国家宝藏确立“国宝文脉臻藏金品”核心定位, 国际博物馆日落地品牌盛典 IP 活动, 实现亿级全域曝光, 完成从高端文化圈层向大众市场的声量突破; 此外品牌持续入驻 SKP、万象城等国内头部高端商业综合体, 并拓展海口国际免税城文旅特色渠道, 提升高端消费场景曝光度。**(3) 产品:** 围绕多个细分方向构建梯度化产品矩阵, 国家宝藏系列聚焦云锦黄金, 多地举办云锦主题沉浸式巡展, 传递差异化工艺优势。

● **风险提示:** 消费疲软、行业竞争加剧、新品牌门店拓展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,891	8,815	8,193	9,333	10,550
YOY(%)	-14.7	-36.5	-7.1	13.9	13.0
归母净利润(百万元)	1,010	1,103	1,296	1,500	1,688
YOY(%)	-23.2	9.2	17.5	15.7	12.6
毛利率(%)	20.8	31.4	38.1	37.5	37.3
净利率(%)	7.2	12.5	15.8	16.1	16.0
ROE(%)	15.8	17.0	18.3	17.5	16.5
EPS(摊薄/元)	0.93	1.02	1.19	1.38	1.56
P/E(倍)	12.0	11.0	9.4	8.1	7.2
P/B(倍)	1.9	1.9	1.7	1.4	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6161	6530	7128	8837	10483
现金	1158	808	2942	3138	5057
应收票据及应收账款	291	266	281	352	376
其他应收款	51	50	44	63	58
预付账款	14	13	12	16	16
存货	4270	5000	3455	4874	4582
其他流动资产	378	394	394	394	394
非流动资产	1675	1782	1647	1638	1634
长期投资	157	178	178	178	178
固定资产	31	490	508	539	562
无形资产	376	371	351	328	308
其他非流动资产	1111	743	611	593	585
资产总计	7836	8312	8775	10475	12116
流动负债	1399	1762	1636	1835	1788
短期借款	0	550	550	550	550
应付票据及应付账款	174	114	127	150	165
其他流动负债	1225	1098	958	1135	1073
非流动负债	86	73	73	73	73
长期借款	17	0	0	0	0
其他非流动负债	69	73	73	73	73
负债合计	1485	1835	1709	1908	1861
少数股东权益	-5	-6	-6	-6	-6
股本	1096	1085	1085	1085	1085
资本公积	1327	1168	1168	1168	1168
留存收益	4423	4549	5039	5598	6191
归属母公司股东权益	6356	6482	7073	8573	10261
负债和股东权益	7836	8312	8775	10475	12116

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1856	464	2955	349	2087
净利润	1002	1102	1296	1500	1688
折旧摊销	57	64	82	63	69
财务费用	22	13	25	28	32
投资损失	109	28	50	50	50
营运资金变动	548	-905	1483	-1313	227
其他经营现金流	118	161	20	21	22
投资活动现金流	-205	-183	-17	-125	-136
资本支出	195	110	-53	54	64
长期投资	-10	-23	0	0	0
其他投资现金流	0	-51	-70	-71	-72
筹资活动现金流	-1346	-543	-804	-28	-32
短期借款	-200	550	0	0	0
长期借款	-1	-17	0	0	0
普通股增加	0	-10	0	0	0
资本公积增加	0	-160	0	0	0
其他筹资现金流	-1144	-907	-804	-28	-32
现金净增加额	305	-266	2135	196	1919

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	13891	8815	8193	9333	10550
营业成本	11002	6051	5073	5830	6619
营业税金及附加	173	116	78	93	106
营业费用	1167	1075	1106	1297	1477
管理费用	111	120	131	140	148
研发费用	14	13	16	19	21
财务费用	22	13	25	28	32
资产减值损失	-18	-39	145	57	49
其他收益	19	31	30	30	30
公允价值变动收益	4	-47	-20	-21	-22
投资净收益	-109	-28	-50	-50	-50
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	1283	1347	1578	1827	2057
营业外收入	12	7	10	10	10
营业外支出	4	12	8	8	8
利润总额	1291	1343	1580	1829	2059
所得税	290	241	284	329	371
净利润	1002	1102	1296	1500	1688
少数股东损益	-8	-1	0	0	0
归属母公司净利润	1010	1103	1296	1500	1688
EBITDA	1315	1416	1662	1857	2061
EPS(元)	0.93	1.02	1.19	1.38	1.56

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-14.7	-36.5	-7.1	13.9	13.0
营业利润(%)	-24.3	5.0	17.2	15.8	12.6
归属于母公司净利润(%)	-23.2	9.2	17.5	15.7	12.6
获利能力					
毛利率(%)	20.8	31.4	38.1	37.5	37.3
净利率(%)	7.2	12.5	15.8	16.1	16.0
ROE(%)	15.8	17.0	18.3	17.5	16.5
ROIC(%)	19.1	18.2	28.9	25.4	29.4
偿债能力					
资产负债率(%)	18.9	22.1	19.5	18.2	15.4
净负债比率(%)	-16.9	-2.8	-33.8	-30.2	-43.9
流动比率	4.4	3.7	4.4	4.8	5.9
速动比率	1.1	0.6	2.0	1.9	3.1
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.1	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	15.5	31.7	30.0	29.5	29.0
应付账款周转率	68.2	42.0	42.0	42.0	42.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.02	1.19	1.38	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	0.43	2.72	0.32	1.92
每股净资产(最新摊薄)	5.86	5.97	6.52	7.90	9.45
估值比率					
P/E	12.0	11.0	9.4	8.1	7.2
P/B	1.9	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.4	8.5	5.9	5.2	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn