

周大生（002867）

2026 年三季报点评：减值扰动短期利润，收入结构优化毛利率提升

买入（维持）

2026 年 10 月 28 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

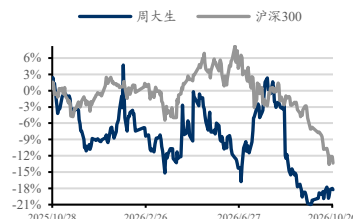
xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	13,891	8,815	7,513	8,528	9,514
同比（%）	(14.73)	(36.54)	(14.78)	13.52	11.55
归母净利润（百万元）	1,010.11	1,103.22	914.73	1,046.61	1,188.43
同比（%）	(23.25)	9.22	(17.09)	14.42	13.55
EPS-最新摊薄（元/股）	0.93	1.02	0.84	0.96	1.09
P/E（现价&最新摊薄）	10.99	10.07	12.14	10.61	9.34

投资要点

- **公司公布 2026 年三季报：**2026Q1-Q3 公司实现营收 55.8 亿元，同比-17.5%；实现归母净利润 6.5 亿元，同比-26.2%；扣非归母净利 6.4 亿元，同比-24.9%。单拆 2026Q3，公司实现营收 19.4 亿元，同比-10.7%；实现归母净利润 2.0 亿元，同比-30.1%；扣非归母净利 2.0 亿元，同比-24.7%。受金价自高点回落影响，前三季度公司资产及信用减值损失合计 1.8 亿元，考虑所得税及少数股东损益影响后减少归母净利 1.4 亿元，利润阶段性承压。
- **结构切换驱动 26 年前三季度毛利率跃升：**①**毛利率：**26Q1-Q3 为 33.9%，同比+4.2pct，主要系高毛利的自营及品牌使用费收入占比提升、产品结构优化及金价上行带动；26Q3 毛利率为 28.3%，同比-0.2pct。②**期间费用率：**26Q1-Q3 为 15.1%，同比+2.8pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 12.8%/1.8%/0.4%，同比分别+1.9%/+0.6%/+0.3pct；26Q3 期间费用率为 14.2%，同比+1.4pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 12.0%/1.8%/0.4%，同比分别+0.8%/+0.4%/+0.2pct。③**归母净利率：**26Q1-Q3 为 11.7%，同比-1.4pct；26Q3 归母净利率为 10.4%，同比-2.9pct。
- **自营及电商延续高增，加盟主动调整供货结构：**分渠道看，26Q1-Q3：①**线下自营收入** 17.6 亿元，同比+31.5%，占比 31.6%，其中黄金/镶嵌产品收入分别同比+32.2%/+24.5%；②**电商收入** 25.9 亿元，同比+33.4%，占比 46.5%，为第一大收入渠道，其中电商黄金产品收入 20.8 亿元，同比+52.8%；③**加盟收入** 10.8 亿元，同比-67.8%，其中品牌使用费收入 5.4 亿元，同比-2.0%，黄金/镶嵌批发收入分别同比-84.3%/-88.0%。公司主动降低批发供货比重，品牌使用费收入占比提升，收入结构持续优化。
- **门店坚持“拓优汰劣”，门店结构持续优化：**截至 26Q3 末公司品牌门店 3809 家，其中自营/加盟门店分别为 385/3424 家，品牌门店较年初净减少 670 家。26Q3 公司净关店 197 家，其中加盟门店净减少 203 家，自营门店净增加 6 家，低效加盟门店持续出清。
- **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，持续推进品牌矩阵与渠道结构优化，自营及电商渠道表现亮眼。考虑到金价波动下加盟渠道仍处调整期，我们下调 2026-2028 年归母净利预测由 11.6/13.3/15.2 亿元至 9.1/10.5/11.9 亿元，同比分别-17%/+14%/+14%，对应最新收盘价 PE 约 12/11/9X，我们认为公司加盟渠道出清接近尾声，自营与电商双轮驱动下收入结构持续优化，盈利能力有望提升，叠加 26 年存货减值计提较为充分，27 年起业绩有望恢复增长，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.23
一年最低/最高价	10.01/14.28
市净率(倍)	1.78
流通 A 股市值(百万元)	11,039.62
总市值(百万元)	11,104.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.76
资产负债率(%，LF)	22.12
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)：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》

2026-08-27

《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	6,242	6,705	7,049	营业总收入	8,815	7,513	8,528	9,514
货币资金及交易性金融资产	808	447	379	168	营业成本(含金融类)	6,051	4,951	5,737	6,455
经营性应收款项	278	324	357	389	税金及附加	116	105	107	120
存货	5,000	5,036	5,527	6,046	销售费用	1,075	992	1,083	1,180
合同资产	0	0	0	0	管理费用	120	138	136	133
其他流动资产	444	436	441	447	研发费用	13	13	11	12
非流动资产	1,782	1,831	1,858	1,885	财务费用	13	23	34	36
长期股权投资	178	178	178	178	加:其他收益	31	11	9	10
固定资产及使用权资产	624	578	532	486	投资净收益	(28)	10	(64)	(71)
在建工程	407	477	547	617	公允价值变动	(47)	45	0	0
无形资产	371	373	376	379	减值损失	(35)	(184)	(30)	(30)
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	1,172	1,334	1,487
其他非流动资产	169	192	192	192	营业外净收支	(4)	8	(1)	(1)
资产总计	8,312	8,073	8,563	8,934	利润总额	1,343	1,180	1,333	1,486
流动负债	1,762	1,263	1,492	1,565	减:所得税	241	266	287	297
短期借款及一年内到期的非流动负债	624	625	625	625	净利润	1,102	915	1,047	1,188
经营性应付款项	152	98	113	127	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	915	1,047	1,188
其他流动负债	965	534	746	805	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	0.84	0.96	1.09
非流动负债	73	73	73	73	EBIT	1,435	1,204	1,367	1,522
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,583	1,262	1,425	1,580
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.35	34.10	32.73	32.15
租赁负债	58	58	58	58	归母净利率(%)	12.52	12.18	12.27	12.49
其他非流动负债	15	14	14	14	收入增长率(%)	(36.54)	(14.78)	13.52	11.55
负债合计	1,835	1,336	1,564	1,638	归母净利润增长率(%)	9.22	(17.09)	14.42	13.55
归属母公司股东权益	6,482	6,743	7,005	7,302					
少数股东权益	(6)	(6)	(6)	(6)					
所有者权益合计	6,476	6,737	6,999	7,296					
负债和股东权益	8,312	8,073	8,563	8,934					

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	475	915	884	每股净资产(元)	5.97	6.21	6.45	6.73
投资活动现金流	(183)	(69)	(150)	(157)	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)	(760)	(833)	(939)	ROIC(%)	17.26	12.80	14.22	15.55
现金净增加额	(266)	(361)	(67)	(212)	ROE-摊薄(%)	17.02	13.57	14.94	16.28
折旧和摊销	149	58	58	58	资产负债率(%)	22.08	16.55	18.27	18.33
资本开支	(109)	(77)	(86)	(86)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.07	12.14	10.61	9.34
营运资本变动	(907)	(646)	(332)	(512)	P/B (现价)	1.71	1.65	1.59	1.52

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>