

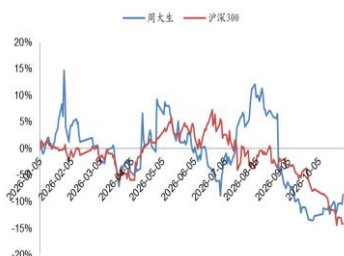
渠道结构调整，26Q3 业绩承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-29

收盘价（元）	10.45
近 12 个月最高/最低（元）	13.11/9.88
总股本（百万股）	1085
流通股本（百万股）	1079
流通股比例（%）	99.42
总市值（亿元）	113
流通市值（亿元）	113

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 深耕黄金珠宝赛道，多品牌矩阵引领渠道转型 2026-09-11

主要观点：

● 事件：公司发布 2026 年第三季度报告

公司发布 2026 年第三季度报告，2026 年前三季度实现营业收入 55.84 亿元，同比下降 17.54%；实现归母净利润 6.51 亿元，同比下降 26.15%。单季度来看，2026 年第三季度实现营业收入 19.43 亿元，同比下降 10.66%；实现归母净利润 2.01 亿元，同比下降 30.1%。公司三季度业绩承压，主要受 25 年同期高基数及本期毛利结构变化影响所致。

● 自营业务稳定增长，主动调整供货结构致加盟业务承压

2026 年前三季度，按渠道划分，①自营线下业务实现营业收入 17.64 亿元，同比增长 31.46%，其中镶嵌类产品收入 1.33 亿元，同比增长 24.46%，黄金类产品收入 15.85 亿元，同比增长 32.18%。②电商业务实现营业收入 25.95 亿元，同比增长 33.42%。其中电商镶嵌类产品收入 1.05 亿元，同比下降 8.01%，电商黄金类产品收入 20.79 亿元，同比增长 52.75%，时尚银饰等其他辅类产品收入 3.41 亿元，同比下降 13.33%。公司持续深耕天猫、京东、抖音等主流平台，加大轻量化产品供给。③加盟业务实现营业收入 10.76 亿元，同比下降 67.84%，其中品牌使用费收入 5.42 亿元，同比下滑 1.96%（其中第三季度加盟业务品牌使用费收入 2.01 亿元，同比增长 9.08%），黄金产品批发销售收入 3.62 亿元，同比下降 84.32%，镶嵌产品批发销售收入 4,046.01 万元，同比下降 87.97%，公司主动调整供货结构，品牌使用费收入占比提升而产品批发收入占比大幅降低，是加盟业务收入大幅下滑的主要因素。

● 产品收入结构优化，前三季度毛利率提升

2026 年前三季度公司毛利率为 33.92%，同比+4.18pct；销售/管理/研发/财务费用率为 12.82%/1.75%/0.16%/0.36%，同比+1.91/+0.55/+0.03/+0.26pct；归母净利率为 11.66%，同比-1.36pct。2026 年第三季度公司毛利率为 28.25%，同比-0.22pct；销售/管理/研发/财务费用率为 11.97%/1.77%/0.13%/0.37%，同比+0.83/+0.35/+0.01/+0.19pct；归母净利率为 10.35%，同比-2.88pct。公司前三季度毛利率的提升主要得益于产品结构优化、高毛利的自营及品牌使用费收入占比提升，以及金价上行红利释放；财务费用率提升主要系汇兑损失扩大及利息收入减少。

● 投资建议

公司是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一，坚定推进渠道结构优化与产品升级战略，持续强化自营与电商渠道建设，深化品牌矩阵布局。随着公司大力推进“周大生×国家宝藏”“周大生经典”等子品牌门店的开设，通过多品类、差异化的产品策略推进线上业务发展，自营和电商渠道有望延续较好发展趋势；随着门店结构优化调整，加盟压力有望减弱、品牌使用费提价有望贡献业绩增量，公司业绩有望稳定增长。基于加盟业务致使公司业绩承压，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 76.34/85.74/93.89 亿元（前值为 79.04/ 88.22/96.6 亿元），分别同比变

化-13.4%/+12.3%/+9.5%; 归母净利润分别为 9.11/12.03/13.68 亿元 (前值为 11.18/12.48/14.08 亿元), 分别同比变化-17.4%/+32%/+13.7%; EPS 分别为 0.84/1.11/1.26 元, 对应 PE 分别为 12.45/9.43/8.29 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

金价大幅波动的风险, 市场竞争加剧的风险, 加盟商管理不善的风险, 消费需求不及预期的风险, 渠道调整不及预期的风险, 品牌使用费提价影响加盟商积极性的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8815	7634	8574	9389
收入同比 (%)	-36.5%	-13.4%	12.3%	9.5%
归属母公司净利润	1103	911	1203	1368
净利润同比 (%)	9.2%	-17.4%	32.0%	13.7%
毛利率 (%)	31.4%	33.9%	33.6%	33.8%
ROE (%)	17.0%	12.6%	14.7%	14.7%
每股收益 (元)	1.02	0.84	1.11	1.26
P/E	11.94	12.45	9.43	8.29
P/B	2.04	1.57	1.39	1.22
EV/EBITDA	8.27	6.10	4.53	3.87

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2026 年 10 月 28 日收盘价计算)

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6530	6973	8108	9219	营业收入	8815	7634	8574	9389
现金	808	3852	4317	4680	营业成本	6051	5045	5695	6217
应收账款	266	364	282	346	营业税金及附加	116	107	111	122
其他应收款	50	34	39	46	销售费用	1075	985	1089	1174
预付账款	13	7	9	11	管理费用	120	122	129	131
存货	5000	2322	3067	3742	财务费用	13	27	28	24
其他流动资产	394	394	394	394	资产减值损失	-39	-180	0	0
非流动资产	1782	1791	1725	1804	公允价值变动收益	-47	0	0	0
长期投资	178	178	178	178	投资净收益	-28	-23	-26	-28
固定资产	490	570	569	660	营业利润	1347	1146	1504	1700
无形资产	371	359	348	336	营业外收入	7	11	10	9
其他非流动资产	743	684	631	631	营业外支出	12	6	7	8
资产总计	8312	8765	9833	11023	利润总额	1343	1151	1507	1702
流动负债	1762	1495	1595	1683	所得税	241	244	309	338
短期借款	550	550	550	550	净利润	1102	908	1198	1364
应付账款	114	77	95	105	少数股东损益	-1	-4	-5	-4
其他流动负债	1098	868	950	1027	归属母公司净利润	1103	911	1203	1368
非流动负债	73	73	73	73	EBITDA	1583	1340	1702	1896
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.02	0.84	1.11	1.26
其他非流动负债	73	73	73	73	主要财务比率				
负债合计	1835	1568	1667	1755	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	-6	-10	-15	-19	成长能力				
股本	1085	1085	1085	1085	营业收入	-36.5%	-13.4%	12.3%	9.5%
资本公积	1168	1168	1168	1168	营业利润	5.0%	-15.0%	31.2%	13.1%
留存收益	4229	4953	5927	7034	归属于母公司净利润	9.2%	-17.4%	32.0%	13.7%
归属母公司股东权益	6482	7206	8180	9287	获利能力				
负债和股东权益	8312	8765	9833	11023	毛利率 (%)	31.4%	33.9%	33.6%	33.8%
现金流量表					净利率 (%)	12.5%	11.9%	14.0%	14.6%
单位:百万元					ROE (%)	17.0%	12.6%	14.7%	14.7%
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	ROIC (%)	16.4%	11.8%	13.8%	13.9%
经营活动现金流	464	3432	877	961	偿债能力				
净利润	1102	908	1198	1364	资产负债率 (%)	22.1%	17.9%	17.0%	15.9%
折旧摊销	149	162	167	170	净负债比率 (%)	28.3%	21.8%	20.4%	18.9%
财务费用	22	33	61	61	流动比率	3.71	4.66	5.08	5.48
投资损失	28	23	26	28	速动比率	0.64	2.84	2.91	3.01
营运资金变动	-907	2153	-571	-660	营运能力				
其他经营现金流	2078	-1093	1765	2021	总资产周转率	1.09	0.89	0.92	0.90
投资活动现金流	-183	-167	-122	-276	应收账款周转率	31.70	24.26	26.55	29.88
资本支出	-109	-144	-96	-248	应付账款周转率	42.02	52.82	66.31	62.20
长期投资	-95	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	20	-23	-26	-28	每股收益	1.02	0.84	1.11	1.26
筹资活动现金流	-543	-213	-290	-322	每股经营现金流	0.43	3.16	0.81	0.89
短期借款	550	0	0	0	每股净资产	5.97	6.64	7.54	8.56
长期借款	-17	0	0	0	估值比率				
普通股增加	-10	0	0	0	P/E	11.94	12.45	9.43	8.29
资本公积增加	-160	0	0	0	P/B	2.04	1.57	1.39	1.22
其他筹资现金流	-907	-213	-290	-322	EV/EBITDA	8.27	6.10	4.53	3.87
现金净增加额	-266	3045	465	364					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2026 年 10 月 28 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。