

周大生 (002867)

证券研究报告

2021年02月28日

20年业绩稳增，门店拓展稳步推进，推进新零售渠道发展带来全新增量

事件：公司发布业绩快报，2020年实现营业收入50.84亿元，同减6.53%，其中2020年下半年疫情趋缓后实现营业收入34.11亿元，同增11.84%，实现归属上市公司的净利润10.12亿元，同增2.06%。基本每股收益1.40元/股，同增2.19%。

下半年来持续改善，Q4营收净利增速上升。2020年Q1-Q4季度公司的营业收入分别为6.78/9.96/16.75/17.35亿，同比分别变动幅度为-38.25%/-22.94%/+17.94%/+6.52%。2020Q1-Q4公司的归母净利润1.01/2.30/3.82/3.00亿元，同比分别变动幅度为-48.15%/-18.21%/+51.33%/+13.44%。公司第四季度增速有所放缓，主要原因或在于春节日期较晚导致加盟商拿货推迟，2020年除夕为1月24日，大部分经销商补货在19年12月，而2021年春节在2月11日，相关补货延期至21年1月，20年12月较19年12月可补货时间少了半月左右。

产品端，公司持续优化产品结构，推动产品迭代升级。“情景风格珠宝”、“shining girl”、“幸福花嫁”等系列产品受到市场广泛认可。未来公司直播电商、线上品牌、线下饰品类等有望突破，传统线下周大生有望向一二线城市核心商圈持续布局，逐步提升品牌力。

渠道端，四季度线下渠道拓店速度快，净增门店多，行业龙头规模优势明显。截至2020年底，公司终端门店数量4189家，全年增加门店633家，关门门店455家，净增加终端门店178家，其中第四季度新增门店285家，减少门店116家，净增门店169家。四季度以来拓店速度快，渠道扩张成效显著。

线上业务快速发展，直播电商带来全新增量。2020年公司线上业务实现营业收入9.7亿元，同增93.9%，占总营收比例为19.1%，较2019年公司线上业务营收占比提升近10个百分点，线上业务快速发展，营收结构持续优化。其中，Q4季度公司电商（线上）业务实现营业收入2.7亿元，同增71%。公司积极通过内容电商提升线上销售占比，一方面未来可以通过线上推广电商子品牌（定位定价更适合电商销售）；一方面借助直播模式来推进新品推广，向线下引流，协同性增强。

行业集中度正在向龙头加速集中。现阶段黄金珠宝行业品牌的建设和渠道的管理显得尤为重要，渠道数量和品牌影响力互为促进，头部品牌凭借多年积累的优质经销商资源和渠道管理能力在经济环境收紧，行业震荡的时期仍然可以保持较快扩张，抢占市场，提升市占率。周大生在国内珠宝行业中渠道管理能力优秀，品牌影响力强，逆市开店，稳步提升市占率。

投资建议：

21年春节假期，金价有所下行叠加需求复苏引爆市场需求，商务部重点监测零售企业珠宝首饰销售额同比去年增长160.8%，公司作为行业龙头首先受益。预计今年一季度公司能实现营收、净利润同比较高增长，值得期待。预计公司21-22年实现归母净利润14/16亿元，对应PE为17×/15×。维持买入评级。

风险提示：疫情恢复不及预期、经营不及预期、黄金等价格波动

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,869.94	5,439.29	5,084.13	7,060.20	8,331.04
增长率(%)	27.97	11.69	(6.53)	38.87	18.00
EBITDA(百万元)	1,023.70	1,245.84	1,329.55	1,810.76	2,146.83
净利润(百万元)	806.12	991.42	1,011.82	1,375.58	1,627.73
增长率(%)	36.15	22.99	2.06	35.95	18.33
EPS(元/股)	1.10	1.36	1.38	1.88	2.23
市盈率(P/E)	29.43	23.93	23.45	17.25	14.57
市净率(P/B)	6.02	5.04	3.93	3.50	3.07
市销率(P/S)	4.87	4.36	4.67	3.36	2.85
EV/EBITDA	11.75	9.26	15.00	11.64	8.85

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.46元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	730.82
流通A股股本(百万股)	722.99
A股总市值(百万元)	23,722.27
流通A股市值(百万元)	23,468.30
每股净资产(元)	6.96
资产负债率(%)	19.05
一年内最高/最低(元)	39.38/16.81

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《周大生-季报点评:Q3业绩+51%环比大幅改善，“自营+加盟”模式加速渠道拓张》2020-11-02
- 《周大生-半年报点评:电商模式助力线上业务加速发展，疫情加速行业龙头市占率提升》2020-08-31
- 《周大生-公司点评:珠宝龙头业绩稳健增长，持续快速拓店显示强劲竞争力》2020-02-29

图 1：2019-2020 公司各季度营收(单位：百万元)



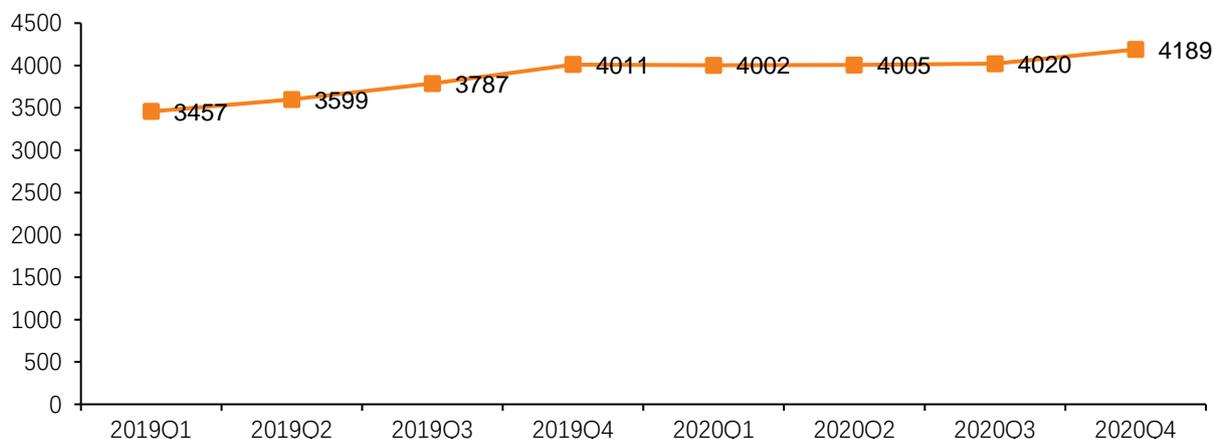
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2019-2020 公司各季度归母净利润 (单位：百万元)



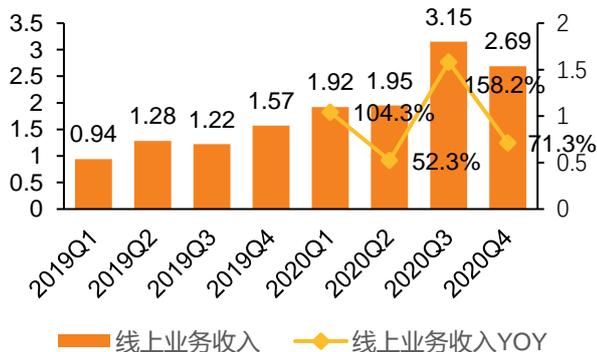
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：各期末公司门店数量 (单位：家)



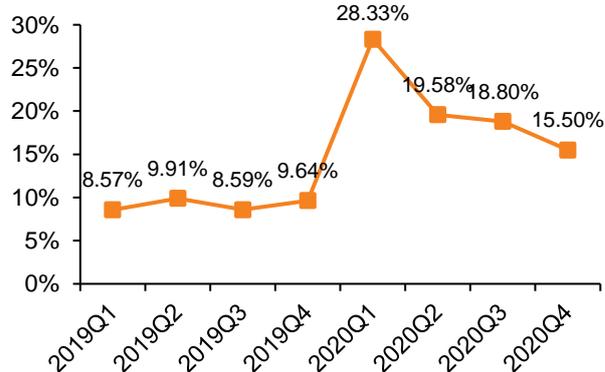
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：线上业务各季度收入 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：线上业务各季度收入占总营收比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,085.68	1,293.50	2,981.01	1,845.29	3,629.53
应收票据及应收账款	83.26	75.51	114.75	149.46	162.31
预付账款	22.41	26.02	11.77	23.68	27.07
存货	2,589.00	2,597.11	2,034.33	4,397.24	3,192.01
其他	647.75	169.48	503.49	532.20	402.08
流动资产合计	4,428.11	4,161.63	5,645.36	6,947.87	7,413.01
长期股权投资	0.80	0.79	0.79	0.79	0.79
固定资产	29.01	32.46	118.86	195.89	254.31
在建工程	51.11	171.19	138.71	131.23	108.74
无形资产	453.44	435.16	420.64	406.12	391.60
其他	748.30	855.61	752.38	725.56	980.04
非流动资产合计	1,282.67	1,495.21	1,431.38	1,459.59	1,735.48
资产总计	5,887.34	5,922.03	7,155.81	8,512.89	9,298.39
短期借款	600.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	637.49	358.81	711.34	791.84	876.58
其他	666.31	793.75	367.85	901.28	653.87
流动负债合计	1,903.80	1,152.56	1,079.20	1,693.12	1,530.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.98	26.10	13.84	14.09	18.01
非流动负债合计	14.98	26.10	13.84	14.09	18.01
负债合计	1,918.78	1,178.65	1,093.04	1,707.21	1,548.45
少数股东权益	27.20	33.11	33.11	33.10	33.05
股本	485.38	730.82	730.82	730.82	730.82
资本公积	1,821.81	1,650.25	2,352.62	2,352.62	2,352.62
留存收益	3,558.92	4,058.08	5,298.84	6,041.76	6,986.06
其他	(1,924.74)	(1,728.88)	(2,352.62)	(2,352.62)	(2,352.62)
股东权益合计	3,968.56	4,743.38	6,062.77	6,805.68	7,749.94
负债和股东权益总计	5,887.34	5,922.03	7,155.81	8,512.89	9,298.39

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	806.11	991.33	1,011.82	1,375.58	1,627.73
折旧摊销	36.77	44.19	20.60	24.97	28.59
财务费用	21.60	16.83	(24.34)	(27.48)	(31.18)
投资损失	(24.26)	(1.17)	(34.50)	(35.60)	(35.60)
营运资金变动	(695.41)	(538.07)	1,024.31	(1,806.34)	878.42
其它	221.78	284.67	(4.27)	9.09	27.40
经营活动现金流	366.58	797.79	1,993.62	(459.79)	2,495.36
资本支出	369.67	114.54	72.25	79.75	46.08
长期投资	0.80	(0.01)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,235.85)	198.06	(710.27)	(150.51)	(104.95)
投资活动现金流	(865.38)	312.59	(638.02)	(70.76)	(58.87)
债权融资	600.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	18.61	90.47	805.35	27.48	31.18
其他	(224.81)	(993.02)	(473.44)	(632.66)	(683.42)
筹资活动现金流	393.80	(902.55)	331.91	(605.17)	(652.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(105.00)	207.82	1,687.51	(1,135.72)	1,784.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,869.94	5,439.29	5,084.13	7,060.20	8,331.04
营业成本	3,214.18	3,482.07	3,152.16	4,377.32	5,165.24
营业税金及附加	46.34	55.89	49.01	67.18	81.73
营业费用	518.91	587.01	488.14	720.14	849.77
管理费用	70.35	120.97	91.51	127.08	149.96
研发费用	5.35	13.31	7.15	9.93	11.72
财务费用	26.21	7.72	(24.34)	(27.48)	(31.18)
资产减值损失	40.51	(12.31)	17.43	17.43	17.43
公允价值变动收益	(4.31)	18.61	(4.27)	9.09	27.45
投资净收益	24.26	1.17	34.50	35.60	35.60
其他	(98.05)	(92.51)	(60.47)	(89.38)	(126.10)
营业利润	1,026.18	1,257.37	1,333.29	1,813.28	2,149.41
营业外收入	33.27	34.82	15.80	20.82	20.82
营业外支出	0.13	0.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,059.32	1,292.08	1,349.09	1,834.10	2,170.23
所得税	253.20	300.75	337.27	458.52	542.56
净利润	806.11	991.33	1,011.82	1,375.57	1,627.67
少数股东损益	(0.00)	(0.09)	(0.00)	(0.00)	(0.05)
归属于母公司净利润	806.12	991.42	1,011.82	1,375.58	1,627.73
每股收益(元)	1.10	1.36	1.38	1.88	2.23

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	27.97%	11.69%	-6.53%	38.87%	18.00%
营业利润	30.67%	22.53%	6.04%	36.00%	18.54%
归属于母公司净利润	36.15%	22.99%	2.06%	35.95%	18.33%
获利能力					
毛利率	34.00%	35.98%	38.00%	38.00%	38.00%
净利率	16.55%	18.23%	19.90%	19.48%	19.54%
ROE	20.45%	21.05%	16.78%	20.31%	21.09%
ROIC	42.61%	37.94%	42.15%	59.52%	38.47%
偿债能力					
资产负债率	32.59%	19.90%	15.27%	20.05%	16.65%
净负债率	-12.24%	-27.27%	-49.17%	-27.11%	-46.83%
流动比率	2.33	3.61	5.23	4.10	4.84
速动比率	0.97	1.36	3.35	1.51	2.76
营运能力					
应收账款周转率	53.44	68.52	53.44	53.44	53.44
存货周转率	2.07	2.10	2.20	2.20	2.20
总资产周转率	0.95	0.92	0.78	0.90	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.10	1.36	1.38	1.88	2.23
每股经营现金流	0.50	1.09	2.73	-0.63	3.41
每股净资产	5.39	6.45	8.25	9.27	10.56
估值比率					
市盈率	29.43	23.93	23.45	17.25	14.57
市净率	6.02	5.04	3.93	3.50	3.07
EV/EBITDA	11.75	9.26	15.00	11.64	8.85
EV/EBIT	12.03	9.41	15.24	11.80	8.97

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com