

周大生(002867)

点评报告

行业公司研究—零售行业—

证券研究报告

# 看似有波动，实则稳健前行

——周大生业绩快报点评

✍️ : 陈腾曦 执业证书编号: S1230520080010  
☎️ : 刘雪瑞  
✉️ : chentengxi@stocke.com.cn

## 报告导读

公司业绩快报显示，20H2 终端恢复良好，全年净利 10.12 亿元，同比增长 2.06%，符合市场预期。

## 投资要点

- ❑ **2020 全年归母净利润 10.12 亿元，同比增长 2.06%：**2020 年实现收入 50.84 亿元，yoy-6.53%，实现净利润 10.12 亿元，yoy+2.06%，净利率 19.90%，较 2019 年提升 1.67%。单 Q4 实现总营收 17.35 亿元 (+6.52%，19Q4 高基数，19Q4yoy+22.63%)，实现归母净利 3.0 亿元 (+13.44%)。
- ❑ **2020 年 Q2、Q3、Q4 终端逐季修复，批发业务的收入确认方式致报表端 Q4 增速 13.44%，低于 Q3 同比增速：**公司镶嵌品类批发及黄金产品品牌授权模式为主，发货确认收入：1) Q3 存在 20H1 延迟补货需求：20H1 疫情严重、加盟商延迟提货，20Q3 对疫情普遍乐观，叠加 8-10 月整体为珠宝销售旺季，Q3 加盟商提货量剧增。2) 春节后移半个月：公司春节长假期间无法发货，故加盟商需提前补货。20 年春节在 1 月 25 日，而 21 年春节在 2 月 12 日。春节后移致 12 月补货大幅减少。3) Q4 疫情出现反弹影响加盟商备货：Q4 多地出现散发病例、东北部分区域疫情形势严峻，影响部分加盟商对于春节前后的销售预期，影响备货。
- ❑ **2020 年底共有 4189 家门店，全年新开店 633 家，净增 178 家，符合预期：**2020 年公司加快门店调整，部分门店调至更好的位置，并淘汰部分经营不善门店。随疫情影响消退，逐步恢复开店节奏：20 年底 4189 家，全年新开 633 家，闭店 455 家，净增门店 178 家，逐季来看，Q1-Q4 分别新增门店：49/100/199/285，分别净增门店：-9/3/15/169。
- ❑ **全年电商收入 9.71 亿，同比增长 93.9%：**公司在稳固既有市场的同时，不断创新营销手段，积极推进新零售渠道发展，更加重视新型数字化营销模式业务，线上业务快速发展。电商业务实现营业收入 9.71 亿元，同比增长 93.9%，逐季来看，Q1-Q4 分别实现营收 1.92/1.95/3.15/2.69，同比增长 104.32%/51.77%/159.95%/70.82%。
- ❑ **盈利预测及估值：线下渠道：**产品结构优化&数字化&配货模型提升单店收入盈利空间，2021 年新开购物中心数增多，强低线渠道力+一二线放开加盟，驱动拓店提速。电商：布局领先，随着新品牌建设推进和线上线下产品和供应链体系的进一步完善，电商将持续放量。预计 20/21/22 年营收 50.84/66.07/77.87 亿元，同比增长-6.5%/30.0%/17.9%，20/21/22 年归母净利 10.12/13.16/15.68 亿元，同比增长 2.1%/30.1%/19.1%，对应 PE 24/18/15X。我们认为周大生最有可能成为珠宝细分赛道的新龙头，业绩确定性稳定增长，各行业消费龙头估值多在 25-30X 区间以上，维持“买入评级”。
- ❑ **风险提示：**竞争加剧；金价向下波动；门店扩张不及预期。

## 评级

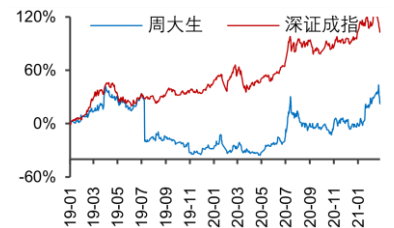
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥33.06

## 单季度业绩

## 元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2020	0.41
3Q/2020	0.52
2Q/2020	0.31
1Q/2020	0.14



## 公司简介

公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。

## 相关报告

- 1 《周大生 (002867) 深度报告：看似有波动，实则稳健前行》2021.02.21
- 2 《周大生 (002867) 中报点评：门店稳定显示根基扎实，6 月销售回正预示底部确认》2020.09.01
- 2 《拓店望超预期，将迎婚庆旺季》2020.05.25
- 3 《周大生(002867)19 年业绩快报点评：19Q4 业绩超预期，“后疫情”婚庆刚有望爆发》2020.03.01

报告撰写人：陈腾曦

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	5,439	5,084	6,607	7,787
(+/-)	11.7%	-6.5%	30.0%	17.9%
净利润	991	1,012	1,316	1,568
(+/-)	23.0%	2.1%	30.1%	19.1%
每股收益 (元)	1.4	1.4	1.8	2.1
P/E	24.4	23.9	18.4	15.4

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>4,162</b>	<b>4,845</b>	<b>5,765</b>	<b>7,014</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,439</b>	<b>5,084</b>	<b>6,607</b>	<b>7,787</b>
现金	1,294	2,393	2,779	4,267	营业成本	3,482	3,010	3,961	4,657
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	56	61	66	78
应收账款	76	142	158	195	营业费用	587	636	793	919
其它应收款	18	16	23	28	管理费用	121	112	139	164
预付账款	23	27	26	36	研发费用	13	20	23	27
存货	2,597	2,219	2,732	2,442	财务费用	8	(15)	(17)	(35)
其他	196	90	96	111	资产减值损失	(12)	(19)	(23)	(23)
<b>非流动资产</b>	<b>1,760</b>	<b>1,814</b>	<b>1,876</b>	<b>1,930</b>	公允价值变动损益	19	(20)	(20)	(20)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
长期投资	1	0	0	0	其他经营收益	77	65	70	60
固定资产	30	34	33	31	<b>营业利润</b>	<b>1,257</b>	<b>1,307</b>	<b>1,693</b>	<b>2,022</b>
无形资产	435	420	405	389	营业外收支	35	15	29	27
在建工程	171	250	300	350	<b>利润总额</b>	<b>1,292</b>	<b>1,322</b>	<b>1,722</b>	<b>2,049</b>
其他	1,295	1,360	1,438	1,509	所得税	301	310	406	481
<b>资产总计</b>	<b>5,922</b>	<b>6,659</b>	<b>7,641</b>	<b>8,945</b>	<b>净利润</b>	<b>991</b>	<b>1,012</b>	<b>1,316</b>	<b>1,568</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,153</b>	<b>1,249</b>	<b>1,237</b>	<b>1,442</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>991</b>	<b>1,012</b>	<b>1,316</b>	<b>1,568</b>
应付款项	955	802	729	885	EBITDA	1,270	1,415	1,821	2,172
预收账款	115	96	115	141	EPS (最新摊薄)	1.36	1.38	1.80	2.14
其他	198	447	508	557	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>26</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>23</b>		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	26	19	22	23	营业收入	11.69%	-6.53%	29.95%	17.85%
<b>负债合计</b>	<b>1,179</b>	<b>1,269</b>	<b>1,258</b>	<b>1,464</b>	营业利润	22.53%	3.92%	29.53%	19.43%
少数股东权益	33	0	0	0	归属母公司净利润	22.99%	2.06%	30.09%	19.12%
归属母公司股东权益	4,710	5,390	6,383	7,480	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,922</b>	<b>6,659</b>	<b>7,641</b>	<b>8,945</b>	毛利率	35.98%	40.80%	40.05%	40.19%
					净利率	18.23%	19.90%	19.92%	20.14%
					ROE	22.76%	19.97%	22.36%	22.62%
					ROIC	20.35%	18.84%	20.53%	27.37%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	19.90%	19.05%	16.47%	16.37%
					净负债比率	24.85%	23.53%	19.71%	19.58%
					流动比率	3.61	3.88	4.66	4.87
					速动比率	1.34	2.08	2.43	3.15
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.92	0.81	0.92	0.94
					应收帐款周转率	36.64	37.00	37.00	37.00
					应付帐款周转率	5.31	4.80	6.50	7.00
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.36	1.38	1.80	2.14
					每股经营现金	1.09	1.56	1.13	2.82
					每股净资产	6.44	7.37	8.73	10.22
					<b>估值比率</b>				
					P/E	24.37	23.88	18.35	15.41
					P/B	5.13	4.48	3.79	3.23
					EV/EBITDA	18.01	15.39	11.74	9.16

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>798</b>	<b>1140</b>	<b>824</b>	<b>2068</b>
净利润	991	1012	1316	1568
折旧摊销	20	88	107	125
财务费用	17	(15)	(17)	(35)
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	(292)	86	(545)	445
其它	62	(29)	(36)	(35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>313</b>	<b>327</b>	<b>19</b>	<b>(64)</b>
资本支出	181	92	64	64
长期投资	0	0	0	0
其他	(132)	(236)	45	128
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(903)</b>	<b>(368)</b>	<b>(457)</b>	<b>(515)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(903)	(368)	(457)	(515)
<b>现金净增加额</b>	<b>208</b>	<b>1100</b>	<b>386</b>	<b>1488</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>