

周大生 (002867.SZ)

疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长

2021年03月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

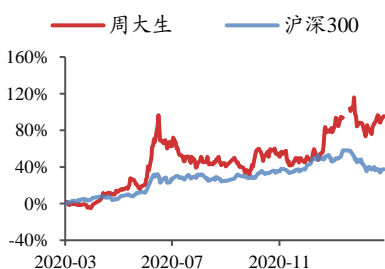
黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

日期	2021/3/29
当前股价(元)	34.42
一年最高最低(元)	39.38/16.81
总市值(亿元)	251.55
流通市值(亿元)	248.85
总股本(亿股)	7.31
流通股本(亿股)	7.23
近3个月换手率(%)	55.21

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-三季报业绩超预期，婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长》-2020.10.30

《公司信息更新报告-疫情影响上半年业绩，线上电商渠道“收之桑榆”》-2020.8.31

《公司首次覆盖报告-珠宝龙头拥抱直播电商，新渠道新营销驱动新成长》-2020.7.19

● 事件：公司发布2020年年报，业绩小幅增长展现较强韧性

公司发布年报：2020年实现营收50.84亿元（-6.5%），归母净利润10.13亿元（+2%）；其中Q4单季营收17.35亿元（+6.5%），归母净利润3.00亿元（+14%），四季度增速放缓预计与2021年春节后移导致加盟商部分备货滞后至1月有关。我们认为，黄金珠宝行业终端需求持续回暖，公司在时尚珠宝和线上电商新零售领域先发布局，竞争优势突出。考虑到公司新品类、新渠道的增长潜力，我们上调盈利预测（并新增2023年预测），预计公司2021-2023年归母净利润为13.50（+0.49）/16.71（+1.26）/20.26亿元，对应EPS为1.85（+0.08）/2.29（+0.21）/2.77元，当前股价对应PE为18.6/15.1/12.4倍，维持“买入”评级。

● 自营线上（电商）收入同比增长94%，全年毛利率显著提升

分渠道看：2020年公司自营线下/自营线上/加盟分别实现收入7.2亿元（-34%）/9.7亿元（+94%）/32.02亿元（-12%），其中线上收入实现接近翻倍增长，收入占比达到19%，公司在电商新零售领域先发布局成效显著。盈利能力方面，公司2020年毛利率为41.0%（+5.0pct），毛利率提升主要与金价上涨及高毛利镶嵌产品销售增加有关；费用方面，2020年公司销售/管理/财务费用率分别为11.6%（+3.4pct）/1.4%（-0.9pct）/-0.4%（-0.7pct）。

● 婚庆需求释放驱动行业回暖，时尚珠宝和线上电商先发布局优势突出

2020年公司新开/净开门店633家/178家，其中Q4净开店169家重回较快展店节奏，报告期末门店总数达到4189家。随着疫情缓和、婚庆需求释放，2020Q3以来黄金珠宝行业持续呈现高景气。2021年，公司一方面完善产品矩阵（黄金类产品）和品牌建设（发力时尚社交子品牌DC等），另一方面推进线上线下渠道升级：线下较快开店拓展区域布局，线上巩固电商渠道先发优势，以低单价高毛利高消费频率的时尚珠宝品类，配合直播电商等新兴营销方式，实现更加精准的下沉和消费者触达，珠宝龙头持续高成长在望。

● 风险提示：金价波动；疫情反复；新门店拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	6,687	8,133	9,727
YOY(%)	11.7	-6.5	31.5	21.6	19.6
归母净利润(百万元)	991	1,013	1,350	1,671	2,026
YOY(%)	23.0	2.2	33.3	23.7	21.3
毛利率(%)	36.0	41.0	40.2	40.5	40.9
净利率(%)	18.2	19.9	20.2	20.5	20.8
ROE(%)	20.9	18.8	20.0	20.5	20.3
EPS(摊薄/元)	1.36	1.39	1.85	2.29	2.77
P/E(倍)	25.4	24.8	18.6	15.1	12.4
P/B(倍)	5.3	4.7	3.7	3.1	2.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4162	4759	7766	7916	10633
现金	1294	1680	2769	3368	4028
应收票据及应收账款	76	136	142	197	209
其他应收款	20	21	32	32	45
预付账款	26	13	38	24	50
存货	2597	2391	4267	3779	5784
其他流动资产	150	517	517	517	517
非流动资产	1760	1897	1934	2003	2082
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	32	23	90	138	173
无形资产	435	427	465	513	571
其他非流动资产	1292	1446	1378	1351	1338
资产总计	5922	6656	9701	9920	12715
流动负债	1153	1239	2934	1750	2718
短期借款	0	0	1181	66	478
应付票据及应付账款	359	423	620	640	858
其他流动负债	794	817	1133	1045	1382
非流动负债	26	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26	26
负债合计	1179	1266	2960	1777	2745
少数股东权益	33	5	5	5	5
股本	731	731	731	731	731
资本公积	1650	1686	1686	1686	1686
留存收益	2408	3092	4035	5278	6853
归属母公司股东权益	4710	5386	6736	8139	9966
负债和股东权益	5922	6656	9701	9920	12715

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	798	1361	-3	2087	577
净利润	991	1013	1350	1671	2026
折旧摊销	44	39	68	53	69
财务费用	8	-23	0	0	0
投资损失	-1	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-292	278	-1405	380	-1501
其他经营现金流	48	55	-15	-15	-15
投资活动现金流	313	-638	-89	-105	-131
资本支出	181	137	106	122	148
长期投资	476	-525	0	0	0
其他投资现金流	969	-1026	17	17	17
筹资活动现金流	-903	-336	-0	-268	-199
短期借款	-600	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	246	-0	0	0	0
资本公积增加	-172	35	0	0	0
其他筹资现金流	-377	-372	-0	-268	-199
现金净增加额	208	387	-92	1714	247

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5439	5084	6687	8133	9727
营业成本	3482	2998	4002	4835	5747
营业税金及附加	56	69	64	77	93
营业费用	587	668	802	952	1119
管理费用	121	99	134	163	195
研发费用	13	13	17	20	24
财务费用	8	-23	0	0	0
资产减值损失	-12	-10	-10	-10	-10
其他收益	77	50	80	90	100
公允价值变动收益	19	11	15	15	15
投资净收益	1	1	2	2	2
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	1257	1309	1775	2202	2677
营业外收入	35	24	30	30	30
营业外支出	0	9	5	5	5
利润总额	1292	1324	1800	2227	2702
所得税	301	310	450	557	675
净利润	991	1013	1350	1671	2026
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归母净利润	991	1013	1350	1671	2026
EBITDA	1297	1313	1838	2226	2676
EPS(元)	1.36	1.39	1.85	2.29	2.77

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	-6.5	31.5	21.6	19.6
营业利润(%)	22.5	4.1	35.7	24.0	21.5
归属于母公司净利润(%)	23.0	2.2	33.3	23.7	21.3
获利能力					
毛利率(%)	36.0	41.0	40.2	40.5	40.9
净利率(%)	18.2	19.9	20.2	20.5	20.8
ROE(%)	20.9	18.8	20.0	20.5	20.3
ROIC(%)	20.4	18.1	16.7	19.8	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	19.0	30.5	17.9	21.6
净负债比率(%)	-27.0	-31.0	-23.4	-40.4	-35.5
流动比率	3.6	3.8	2.6	4.5	3.9
速动比率	1.2	1.5	1.0	2.1	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	68.5	48.0	48.0	48.0	48.0
应付账款周转率	7.0	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.39	1.85	2.29	2.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.86	-0.00	2.86	0.79
每股净资产(最新摊薄)	6.45	7.37	9.22	11.14	13.64
估值比率					
P/E	25.4	24.8	18.6	15.1	12.4
P/B	5.3	4.7	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	18.4	17.9	12.8	9.8	8.1

数据来源：贝格数据、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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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的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	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	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”）的机构或个人客户（以下简称“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，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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10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16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