

20 年报点评：疫情下收入-6.5%，净利润+2.2%，疫情后看好公司加盟店高速扩张 买入（维持）

2021 年 03 月 30 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,084	6,491	7,598	8,828
同比（%）	-6.5%	27.7%	17.1%	16.2%
归母净利润（百万元）	1,013	1,307	1,573	1,887
同比（%）	2.2%	28.9%	20.4%	19.9%
每股收益（元/股）	1.39	1.79	2.15	2.58
P/E（倍）	25.11	19.47	16.17	13.48

业绩简评

- **公司收入-6.5%，净利润+2.2%，下半年恢复强劲，表现符合预期：**2020 年公司实现收入 50.8 亿元，同比下降 6.5%，实现归母净利润 10.1 亿元，同比+2.2%，实现扣非归母净利润 9.5 亿元，同比+3.5%。公司收入出现下滑主要因 2020 年受疫情影响，门店销售，门店拓展和供应链等主要经营活动均受到较大限制。但下半年以来恢复常态，2020H2 实现收入 34.1 亿元，同比+11.8%。
- **镶嵌类贡献主要收入和毛利润，品牌使用费和管理服务费 100% 贡献利润，疫情下表现亮眼：**1) 镶嵌类业务作为公司的核心，贡献了主要收入和毛利润，其中收入 22.1 亿元，同比-26.35%，毛利润 6 亿元，毛利率 27.1%；2) 品牌使用费和管理服务费 100% 贡献利润，2020 年实现收入 5.5 亿元和 2.1 亿元，同比分别为+37.7%和-1%；3) 素金类产品作为公司的引流产品，主要以扩大终端零售规模为目的，2020 年实现收入 16.8 亿元，同比+5.7%，毛利润 3.8 亿元，毛利率 22.7%。
- **线下门店受疫情影响较大，线上业务表现亮眼：**分渠道来看，2020 年加盟业务收入 32.0 亿元，同比-11.6%，自营业务收入 7.2 亿元，同比-34.3%，电商渠道收入 9.7 亿元，同比+93.9%。虽然疫情对线下门店销售的冲击较大，但线上表现亮眼，一定程度上缓冲了疫情的影响。
- **门店拓展已在逐步恢复中，Q4 加盟店重回高速扩张中：**虽然公司上半年门店拓展受到一定限制，但下半年终端门店拓展已在逐步恢复，截至 2020 年末，公司终端门店数达到 4189 家，其中加盟门店 3940 家，自营门店 249 家，分别同比净增加 207 家和净减少 29 家，其中 Q4 单季度分别净增加了 172 家和减少了 3 家。
- **随着收入结构的变化，公司盈利能力持续改善：**随着收入结构的变化，公司 2020 年毛利率达到 41.03%，同比提升了 5.05pct，销售费用率和管理费用率分别为 13.1%和 1.9%，同比+2.35pct 和-0.28pct，其中销售费用率有所上升主要因电商渠道费用的增长，公司整体仍保持较强的盈利能力，2020 年加权 ROE 达到 20.15%，连续 10 年保持在 20%以上。
- **盈利预测与投资评级：**公司规模优势明显，持续享受渠道下沉的市场红利，保持未来 3-5 年 15%-20% 高增速，未来主要通过不断开新加盟店实现增长，综合考虑 2020 年疫情的影响，我们将公司 21-22 年归母净利润从 13.3/16 亿元下调至 13.1/15.7 亿元，预计 23 年净利润 18.9 亿元，同比+29%/20%/20%，最新收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店拓展不及预期，加盟店标准化管理和品控风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.82
一年最低/最高价	16.45/39.38
市净率(倍)	4.72
流通 A 股市值(百万元)	25174.56

基础数据

每股净资产(元)	7.37
资产负债率(%)	19.01
总股本(百万股)	730.82
流通 A 股(百万股)	722.99

相关研究

- 1、《周大生 (002867)：全渠道，全地域持续进化的珠宝龙头》
2021-03-02
- 2、《周大生 (002867)：Q3 归母净利+51%，婚恋需求释放+电商带动下业绩全面向好》
2020-11-01

周大生三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,759	5,994	8,062	10,153	营业收入	5,084	6,491	7,598	8,828
现金及现金等价物	1,680	1,779	4,165	5,088	减: 营业成本	2,998	3,817	4,482	5,194
应收账款	136	134	168	183	营业税金及附加	69	72	89	107
存货	2,391	3,480	3,159	4,260	营业费用	668	844	912	1,015
其他流动资产	551	600	570	622	管理费用	111	130	141	150
非流动资产	1,897	1,949	1,939	1,891	财务费用	-23	-5	-25	-52
长期股权投资	1	1	1	1	资产减值损失	-10	0	0	0
固定资产	23	94	146	172	加: 投资净收益	1	0	0	0
在线工程	305	324	299	239	其他收益	50	65	81	89
无形资产	427	413	399	385	营业利润	1,309	1,700	2,083	2,505
其他非流动资产	1,141	1,118	1,094	1,094	加: 营业外净收支	15	5	15	12
资产总计	6,656	7,943	10,001	12,044	利润总额	1,324	1,705	2,098	2,516
流动负债	1,239	1,659	2,143	2,298	减: 所得税	310	398	524	629
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	423	668	826	905	归属母公司净利润	1,013	1,307	1,573	1,887
其他流动负债	817	991	1,317	1,393	EBIT	1,290	1,670	2,038	2,424
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	1,330	1,718	2,099	2,472
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	26	26	26					
负债总计	1,266	1,685	2,169	2,324	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	5	5	5	5	每股收益(元)	1.39	1.79	2.15	2.58
归属母公司股东权益	5,386	6,254	7,827	9,715	每股净资产(元)	7.37	8.56	10.71	13.29
负债和股东权益总计	6,656	7,943	10,001	12,044	发行在外股份(百万股)	731	1096	1096	1096
					ROIC(%)	36.6%	36.9%	57.6%	50.2%
					ROE(%)	18.8%	20.9%	20.1%	19.4%
					毛利率(%)	41.0%	41.2%	41.0%	41.2%
					销售净利率(%)	19.9%	20.1%	20.7%	21.4%
					资产负债率(%)	19.0%	21.2%	21.7%	19.3%
					收入增长率(%)	-6.5%	27.7%	17.1%	16.2%
					净利润增长率(%)	2.2%	28.9%	20.4%	19.9%
					P/E	25.11	19.47	16.17	13.48
					P/B	4.72	4.07	3.25	2.62
					EV/EBITDA	27.46	21.19	16.21	13.39

数据来源: 贝格, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>