

零售

周大生 (002867.SZ)

维持评级

报告原因：年报点评

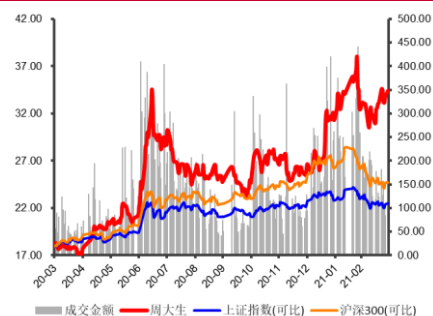
全年净利实现转正，线上业务快速增长

买入

2021年3月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年3月29日

收盘价(元):	32.42
年内最高/最低(元):	39.38/16.45
流通 A 股/总股本(亿):	7.23/7.31
流通 A 股市值(亿):	249
总市值(亿):	252

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益	1.40
每股净资产(元):	7.37
净资产收益率:	20.07%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于近日发布2020年年度报告，2020年公司实现营业收入50.84亿元，同比下降6.53%；归属上市公司的净利润10.13亿元，较上年同期增长2.21%。

事件点评

- 全年营收下降但净利转正，结构因素毛利率有所提升。由于珠宝首饰行业受疫情影响较为明显，公司自营及加盟渠道的线下门店销售业务同比均有所下降，对以一二线城市百货商场门店为主的自营门店销售影响尤为明显，但下半年以来公司营收增速实现转正。分季度看，单Q3/Q4营收端同比分别提升17.94%/6.53%，归母净利润同比分别提升51.33%/14%，Q3环比改善明显，Q4受去年同期基数较高影响增速放缓，下半年盈利改善主要由于公司收入结构变化、盈利水平提升等因素影响。前三季度整体毛利率为41.03%，同比提高5.05pct，主要受到收入结构变化及部分品类毛利率提高，以及自营线上业务同比提升加快影响，整体毛利水平较上年同期有所提升。
- 线上渠道费用增长，经营现金流同比提升。公司2020年期间费率同比增长1.47pct至14.87%，其中销售/管理/财务费用率分别是13.14%/1.94%/-0.46%，其中销售费率同比提升2.35pct，主要由于线上渠道费用随电商销售规模增长所致；管理费用率同比下降0.28pct，主要由于第一期股权激励股份支付分摊费用较上年同期下降所致；财务费率同比下降0.6pct，主要由于20年银行存款利息收入同比增加以及银行借款利息支出同比减少所致。20年全年公司经营活动产生的现金流量净额13.61亿元，同比增长70.65%，主要由于20年公司经营业务受新冠疫情影响明显，上半年镶嵌产品销售下降明显，公司结合市场环境变化情况适度控制存货规模及钻石供应商采购款项结算节奏，存货和采购规模同比下降、采购应付款项增加所致。
- 线上销售加快发展，门店拓展节奏放缓。消费者行为习惯的变化促使电商业务快速发展，疫情因素在一定程度上促进了收入结构的改变。分渠道来看，加盟/自营线下/自营线上业务的营业收入分别为32.02/7.2/9.71亿元，较上年同期分别变动-11.56%/-34.26%/+93.9%，20年公司通过直播带货等新营销模式促进电商业务继续保持较快增长，是唯一实现同比正增长的渠道，同时电商业务在收入结构占比中同比提升了9.9pct。受疫情及市场环境变化因素影响，公司全年市场拓展及



开店筹备工作节奏放缓，撤店数量有所增加，年末终端门店数量 4189 家。2020 年度累计新增门店 633 家，累计撤减门店 455 家，终端门店数量较年初增长 4.44%，关闭门店对全年营收影响额为 2.93 亿元，占营收比重为 5.75%。20 年公司加盟业务收入下降主要由于在疫情防控下，终端门店镶嵌销售下降使得加盟客户补货需求下降所致。

- **单店收入均有下降，结构优化带动品牌使用费收入增长。**在新冠疫情影响及消费经济需求不振大环境下，公司线下单店收入均有所下降，其中镶嵌首饰相对黄金类产品下降较为明显。从店效来看，20 年公司自营平均单店营收/毛利分别为 279.05/116.84 万元，同比分别下降 25.85%/7.84%，自营门店所在的一、二线城市受新冠疫情影响相对明显；加盟业务单店公司对其形成的主营业务收入/毛利分别为 84.92/33.31 万元，同比分别下降 21.04%/10.08%，主要由于疫情影响终端门店镶嵌销售下降使得加盟客户补货需求下降所致；但平均加盟单店品牌使用费收入 14.67 万元，同比增长 22.98%，主要由于指定供应渠道供货产品品类结构优化、公司品牌价值提升以及黄金价格上升等因素所致。分产品看，受益金价上涨及电商销售增长，20 年素金类产品营收 16.75 亿元，同比增长 5.7%，营收占比也有所提升；疫情因素对镶嵌产品门店销售冲击较为明显，20 年镶嵌类营收 22.09 亿元，同比下降 26.35%。

投资建议

- 公司拥有行业领先的连锁渠道网络、品牌影响力和资源整合优势，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，电商渠道差异化布局低价配饰类产品，20 年线上业务实现快速增长。同时，公司持续优化产品结构，推动产品迭代升级，稳步扩大市场份额。我们看好公司持续强化品牌+供应链整合+渠道的产业协同模式，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.78/2.18/2.62 元，对应公司 3 月 29 日收盘价 34.42 元，2021-2023 年 PE 分别为 19.31X/15.77X/13.12X，维持“买入”评级。

存在风险

- 疫情影响居民消费需求下降；连锁经营及加盟管理风险；委外生产及产品质量控制风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020
营业总收入（亿元）	54.39	6.78	16.73	33.49	50.84
同比（%）	11.69%	-38.25%	-29.97%	-12.11%	-6.53%
营业成本	34.82	3.84	9.08	18.65	29.98
毛利率（%）	35.98%	43.35%	45.73%	44.32%	41.03%
销售费用	5.87	1.35	2.73	4.68	6.68
管理费用	1.21	0.22	0.46	0.69	0.99
研发费用	0.13	0.03	0.05	0.08	0.13
财务费用	0.08	-0.03	-0.07	-0.13	-0.23
期间费用率	13.40%	23.20%	19.02%	15.91%	14.87%
净利润	9.91	1.00	3.30	7.11	10.13
归母净利润	9.91	1.01	3.31	7.12	10.13
同比（%）	22.99%	-48.15%	-30.43%	-2.07%	2.21%
扣非后归母净利润	9.14	0.89	3.04	6.63	9.46
同比（%）	21.59%	-51.87%	-31.26%	-3.80%	3.50%
每股收益：					
基本每股收益	1.3700	0.1400	0.4500	0.9800	1.4000
稀释每股收益	1.3700	0.1400	0.4600	0.9800	1.4000

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	金额（亿元）	营收占比	同比增减	毛利率	毛利率同比增减
营业总收入	50.84	100%	-6.53%	41.03%	5.05%
分产品					
素金首饰	16.75	32.95%	5.07%	22.66%	2.36%
镶嵌首饰	22.09	43.45%	-26.35%	27.09%	0.24%
其他首饰	2.48	4.89%	1071.91%		
加盟管理服务	2.08	4.09%	-1.14%		
加盟品牌使用费	5.53	10.88%	37.74%	100.00%	0.00%
供应链服务	0.47	0.92%	-25.23%		
小贷金融	0.31	0.60%	20.23%		
其他业务收入	1.11	2.18%	-17.11%		
分地区					
东北	2.27	4.47%	-20.66%		
华北	8.08	15.89%	-10.47%	38.79%	2.67%
华东	10.30	20.26%	-17.49%	38.17%	4.13%
华南	12.94	25.46%	43.26%	41.29%	3.18%
华中	7.59	14.92%	-22.58%	-22.58%	7.21%
西北	3.75	7.38%	-9.08%		
西南	5.91	11.62%	-16.35%	47.51%	8.98%
分渠道模式					

自营（线下）	7.20	14.16%	-34.26%	41.87%	8.18%
互联网（线上）	9.72	19.11%	93.90%	36.02%	8.50%
加盟	32.02	62.99%	-11.56%	39.22%	4.78%

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 3 单店收入及毛利概况

2020	平均店数	单店收入 (万元)	单店收入 同比	单店毛利 (万元)	单店毛利 同比
自营店	258	279.05	-24.85%	116.84	-7.83%
其中：镶嵌首饰		63.39	-29.72%	39.66	-28.62%
加盟店	3,771	84.92	-21.04%	33.31	-10.07%
其中：镶嵌首饰		50.63	-36.17%	11.56	-36.34%
品牌使用费		14.67	22.98%	14.67	22.97%
加盟管理服务费		5.52	-11.73%	5.52	-11.68%

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

表 4 门店变动情况

2020	增加	减少	期末数量
加盟店	624	417	3940
直营店	9	28	249
合计	633	445	4189

数据来源：公司年报, 山西证券研究所

图 1 周大生门店分布图



资料来源：公司年报, 山西证券研究所

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,759	5,229	5,450	6,284
现金	1,680	2,423	3,172	4,464
应收账款	156	148	187	242
其他应收款	21	23	30	36
预付账款	13	13	8	(2)
存货	2,391	2,950	3,550	4,261
其他流动资产	497	(329)	(1,496)	(2,717)
非流动资产	1,897	2,505	3,433	4,049
长期投资	1	1	1	1
固定资产	23	22	20	19
无形资产	427	398	372	347
其他非流动资产	1,446	2,083	3,040	3,682
资产总计	6,656	7,733	8,883	10,332
流动负债	1,239	1,335	1,414	1,587
短期借款	0	0	0	0
应付账款	412	536	568	730
其他流动负债	827	799	847	856
非流动负债	26	19	15	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	19	15	5
负债合计	1,266	1,354	1,429	1,592
少数股东权益	5	4	4	5
股本	731	731	731	731
资本公积	1,686	1,686	1,686	1,686
留存收益	3,092	3,958	5,033	6,320
归属母公司股东权益	5,386	6,375	7,449	8,736
负债和股东权益	6,656	7,733	8,883	10,332

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,361	1,018	1,267	1,898
净利润	1,013	1,302	1,595	1,917
折旧摊销	39	30	28	26
财务费用	7	(7)	(10)	(14)
投资损失	(1)	(9)	(4)	(4)
营运资金变动	(24)	(310)	(340)	(27)
其他经营现金流	327	12	(3)	0
投资活动现金流	(638)	9	4	4
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(0)	0	0	0
其他投资现金流	(638)	9	4	4
筹资活动现金流	(336)	(429)	(510)	(616)

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,084	6,499	7,921	9,422
营业成本	2,998	3,752	4,565	5,413
营业税金及附加	69	79	100	121
销售费用	668	844	1,019	1,191
管理费用	99	120	152	183
财务费用	(23)	(7)	(10)	(14)
资产减值损失	(10)	12	(3)	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资净收益	1	9	4	4
营业利润	1,309	1,709	2,101	2,533
营业外收入	24	31	30	28
营业外支出	9	3	4	5
利润总额	1,324	1,736	2,127	2,556
所得税	310	434	532	639
净利润	1,013	1,302	1,595	1,917
少数股东损益	0	(0)	(0)	0
归属母公司净利润	1,013	1,302	1,595	1,917
EBITDA	1,285	1,731	2,119	2,545
EPS (元)	1.39	1.78	2.18	2.62

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-6.53%	27.83%	21.88%	18.95%
营业利润	4.09%	30.55%	22.97%	20.54%
归属于母公司净利润	2.21%	28.51%	22.50%	20.15%
获利能力				
毛利率(%)	41.03%	42.27%	42.37%	42.55%
净利率(%)	19.93%	20.04%	20.14%	20.34%
ROE(%)	18.80%	20.41%	21.40%	21.93%
ROIC(%)	41.97%	49.24%	45.14%	60.04%
偿债能力				
资产负债率(%)	19.01%	17.51%	16.09%	15.40%
净负债比率(%)	-9.31%	-18.15%	-24.39%	-34.72%
流动比率	3.84	3.92	3.85	3.96
速动比率	1.91	1.71	1.34	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.90	0.95	0.98
应收账款周转率	48.40	49.98	56.29	51.87
应付账款周转率	13.83	13.71	14.35	14.52
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.78	2.18	2.62



短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	1.39	1.73	2.60
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.37	8.72	10.19	11.95
普通股增加	(0)	(0)	0	0	估值比率				
资本公积增加	35	0	0	0	P/E	24.8	19.3	15.8	13.1
其他筹资现金流	(372)	(429)	(510)	(616)	P/B	4.7	3.9	3.4	2.9
现金净增加额	387	598	760	1,286	EV/EBITDA	13.01	12.88	9.85	7.56

数据来源：Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

