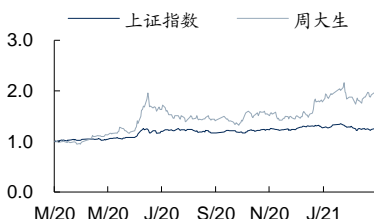


证券研究报告—动态报告
商业贸易
零售
周大生(002867)
买入
2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	731/723
总市值/流通(百万元)	25,155/24,885
上证综指/深圳成指	3,435/13,771
12个月最高/最低(元)	39.38/16.81

相关研究报告:

《周大生-002867-深度报告: 镶嵌时尚, 互联情感》——2021-03-14
 《周大生-002867-2020 年三季报点评: Q3 业绩表现超预期, 电商渠道持续高增长》——2020-11-02
 《周大生-002867-2020 年半年报点评: 电商渠道表现靓丽, 下半年有望加速复苏》——2020-08-31
 《周大生-002867-2019 年年报暨 2020 年一季报点评: Q1 业绩受疫情影响有所承压, 全年有望逐步复苏》——2020-04-29
 《周大生-002867-2019 年三季报点评: 展店维持高速, 基数致业绩略低于预期》——2019-10-30

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

联系人: 柳旭

电话: 13246725957
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
线上渠道高增长, Q4 展店回暖加速
● 疫情下展现经营韧性, 归母净利润实现正增长

公司 20 年实现营收 50.84 亿元, 同比-6.53%, 取得归母净利润 10.13 亿元, 同比+2.21%, 扣非净利润+3.50%, 疫情下展现龙头企业的经营韧性。单季度看, 公司 Q4 营收同比+6.52%, 归母净利润同比+14%。

● 线上渠道取得全年高增长, Q4 展店+门店调整并行

分业务看, 20 年疫情下公司自营及加盟的线下销售分别同比-34.26%/-11.56%, 其中 Q4 加盟线下业务取得同比+0.43%的正增长; 线上渠道营收同比+93.9%至 9.71 亿元, 受益于线上消费习惯加速培育及公司加大线上营销推广, 期末营收占比达到 19.11%, 同比+9.9pct。展店方面, 疫情下公司整体展店节奏有所放缓, 其中加盟店全年净增 207 家至 3940 家, 自营净关店 29 家, 全年门店总数 4189 家, 较 19 年净增 178 家。季度表现看, Q4 展店回暖加速, 共计开店 285 家, 占全年新开店数的 45%, 同时低效门店调整战略下亦关店 116 家。

● 毛利率水平稳步提升, 现金流状况积极向好

公司 20 年毛利率 41.03%, 同比+5.05pct, 主要受益于收入结构优化及部分品类毛利率提高等。费用率方面, 销售费用率受公司加大直播等新媒体营销投放力度, 费用增长 2.35pct 达到 13.14%, 管理费用率同比-0.28pct 至 1.94%, 整体管控良好。营运能力看, 公司 20 年存货周转天数同比上升 31.40 天, 预计系线上业务存货储备增加影响, 同时公司经营性现金流净额 13.61 亿元, 同比+70.65%, 整体积极向好。

● 风险提示: 疫情反复影响终端需求; 线上业务及展店不达预期。
● 投资建议: 黄金珠宝优质龙头, 当前投资性价比凸显, 维持“买入”

公司作为大众时尚珠宝龙头, 产品注重时尚设计符合当前悦己式年轻消费需求, 渠道端线下优异的加盟管理模式支撑稳步扩张, 电商布局多年有望打开发展天花板。全年来看, 黄金珠宝行业 21 年 1-2 月社零增速达 98.7%, 整体修复趋势显著, 而公司在去年疫情推动行业洗牌下凭借优异的经营韧性有望实现加速复苏, 预计公司 21-23 年 EPS 分别 1.78 元/2.20 元/2.61 元/股, 当前股价对应 PE 20/16/13 倍, 低估值优质细分龙头, 当前投资性价比凸显, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

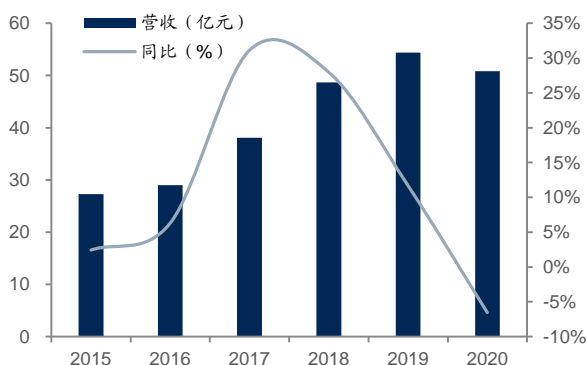
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,084.13	6,451.31	7,868.24	9,317.61
(+/-%)	-6.53%	26.89%	21.96%	18.42%
净利润(百万元)	1,013.31	1,298.98	1,604.79	1,909.88
(+/-%)	2.21%	28.19%	23.54%	19.01%
摊薄每股收益(元)	1.39	1.78	2.20	2.61
EBITMargin	24.59%	24.86%	25.46%	25.62%
净资产收益率(ROE)	18.81%	20.64%	21.63%	21.81%
市盈率(PE)	25.11	19.59	15.86	13.32
EV/EBITDA	21.15	16.44	13.21	11.24
市净率(PB)	4.72	4.04	3.43	2.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩情况：疫情下展现经营韧性，归母净利润实现正增长

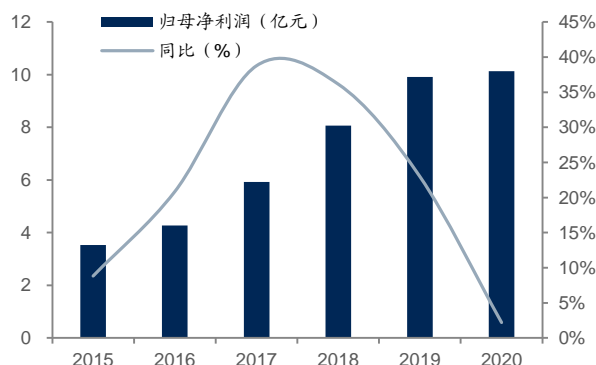
公司 20 年实现营收 50.84 亿元，同比-6.53%，取得归母净利润 10.13 亿元，同比+2.21%，扣非净利润同比+3.50%，疫情下展现龙头企业的经营韧性。单季度看，公司 20 年 Q4 营收同比+6.52%，归母净利润同比+14%，延续 20 年 Q3 以来的正增长成绩。

图 1：周大生年度营收及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

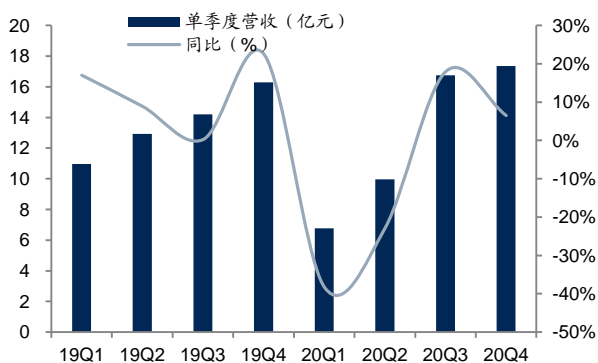
图 2：周大生年度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

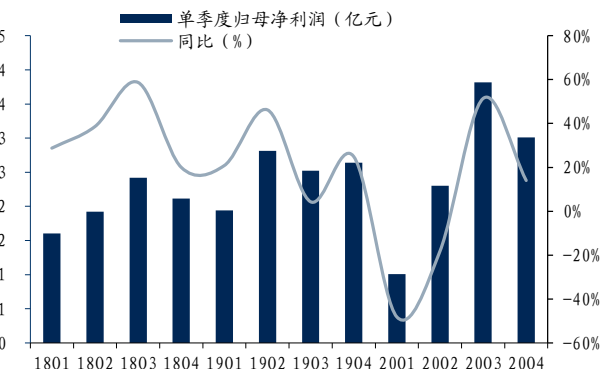
单季度看，公司 20 年 Q4 实现营收 17.35 亿元，同比+6.52%；取得归母净利润 3.01 亿元，同比+14%，延续了 Q3 以来的正增长态势。

图 3：周大生分季度营收及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：周大生分季度归母净利润及增速（亿元、%）



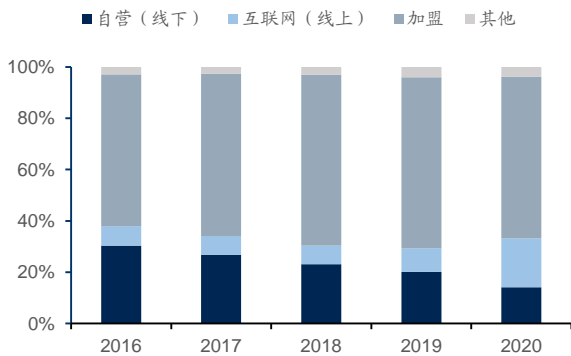
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

营收分拆：线上渠道取得全年高增长，Q4 展店+门店调整并行

分业务看，20 年疫情下公司自营及加盟的线下销售分别同比-34.26%/-11.56%，其中 Q4 加盟线下业务取得同比+0.43%的正增长；线上渠道营收同比+93.9%至 9.71 亿元，受益于线上消费习惯加速培育及公司加大线上营销推广，期末营收占比达到 19.11%，同比+9.9pct。

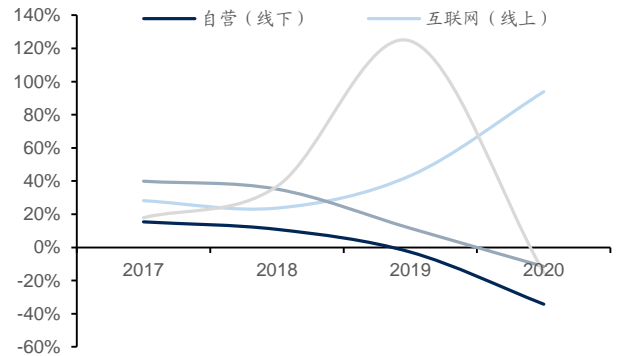
展店方面，疫情下公司整体展店节奏有所放缓，其中加盟店全年净增 207 家至 3940 家，自营净关店 29 家，全年门店总数 4189 家，较 19 年净增 178 家。季度表现看，Q4 展店回暖加速，共计开店 285 家，占全年新开店数的 45%，同时低效门店调整战略下亦关店 116 家。

图 5: 周大生分业务收入占比 (%)



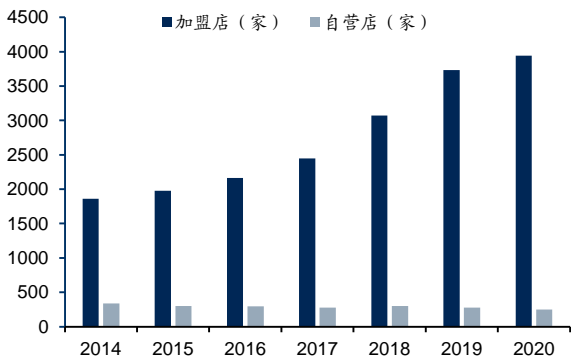
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 周大生分业务收入增速 (%)



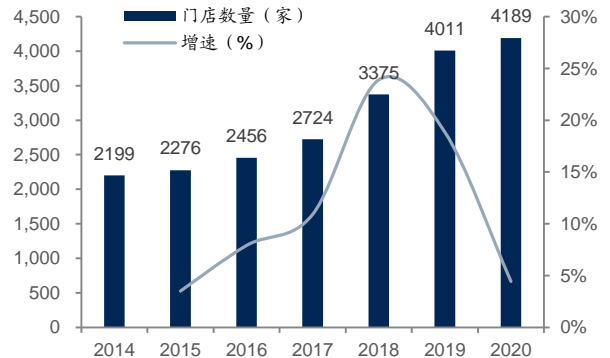
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 周大生加盟店/自营店数量变化(家)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 周大生门店数量变化(家)



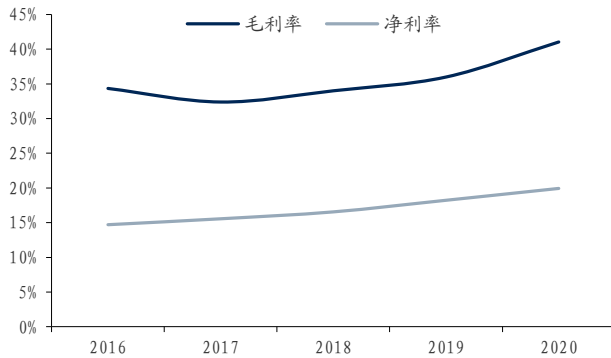
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利营运: 毛利率水平稳步提升, 现金流状况积极向好

公司 20 年毛利率 41.03%, 同比+5.05pct, 受益于收入结构优化及部分品类毛利率提高等。其中公司自营线上(电商)业务 20 年取得销售毛利 3.50 亿元, 较上年同期增长 153.75%, 受益于相对高毛的镶嵌、银饰产品的收入实现高增长, 此外加盟品牌使用费业务收入占比达到 10.88%, 同比提升 3.5pct。费用率方面, 销售费用率受电商业务线上渠道费用增长达到 13.14%, 同比+2.35pct, 管理费用率同比-0.28pct 至 1.94%, 整体管控良好。

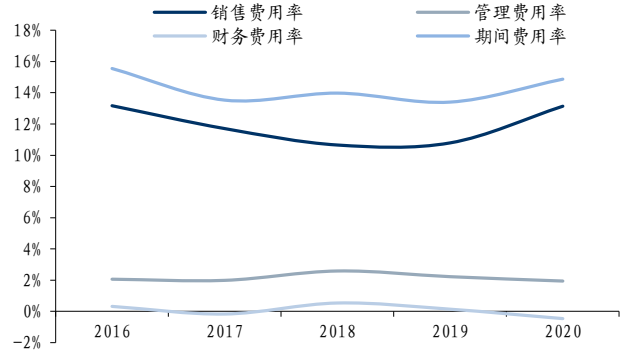
营运能力看, 公司 20 年存货周转天数同比上升 31.40 天, 预计主要系线上业务存货储备增加影响。现金流方面, 公司 20 年经营性现金流净额 13.61 亿元, 同比+70.65%, 整体积极向好, 预计受益于疫情下公司适度控制存货额度, 采购规模同比下降。

图 9: 周大生毛利率及净利率情况 (%)



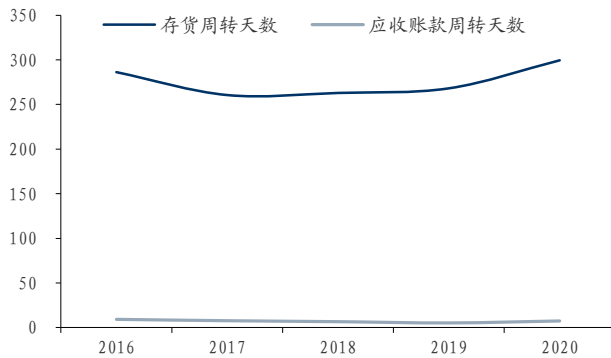
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 周大生期间费用率情况 (%)



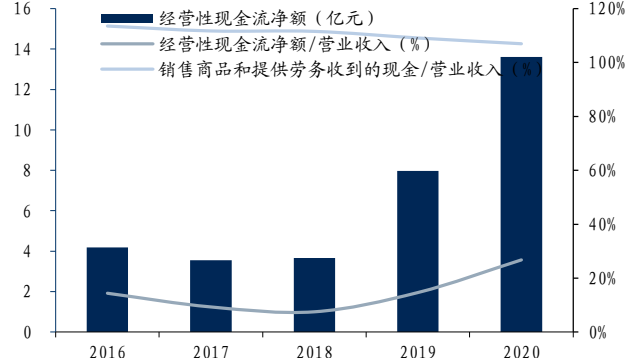
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 周大生存货及应收账款周转天数情况 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 周大生经营性现金流情况 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 黄金珠宝一线龙头, 当前投资性价比凸显, 维持“买入”

整体来看, 公司作为大众时尚珠宝龙头, 产品注重时尚设计符合当前悦己式年轻消费需求, 渠道端线下优异的加盟管理模式支撑稳步扩张, 电商布局多年有望打开发展天花板。全年来看, 黄金珠宝行业 21 年 1-2 月社零增速达 98.7%, 整体修复趋势显著, 而公司在去年疫情推动行业洗牌下凭借优异的经营韧性有望实现加速复苏, 维持公司 21-22 年 EPS 预测分别为 1.78 元/2.20 元/股, 23 年 EPS 为 2.61 元/股, 当前股价对应 21-23 年 PE 20/16/13 倍, 低估值优质细分龙头, 当前投资性价比凸显, 维持“买入”评级。

附表: 可比公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21/03/30	EPS			PE			总市值(亿元) 21/03/30
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
601933	永辉超市	买入	6.67	0.16	0.29	0.37	40.82	22.70	18.09	634.74
603708	家家悦	买入	20.88	0.75	0.86	1.04	27.84	24.28	20.08	127.03
002867	周大生	买入	34.82	1.36	1.39	1.78	25.21	25.11	19.59	254.47
603214	爱婴室	增持	23.03	1.51	1.14	1.82	15.25	20.20	12.65	32.85

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1680	2438	3041	3864	营业收入	5084	6451	7868	9318
应收款项	157	147	187	241	营业成本	2998	3851	4687	5544
存货净额	2391	3005	3608	4318	营业税金及附加	69	65	79	93
其他流动资产	530	323	393	466	销售费用	668	761	897	1058
流动资产合计	4759	5913	7230	8888	管理费用	99	171	203	235
固定资产	328	296	331	367	财务费用	(23)	(50)	(66)	(84)
无形资产及其他	427	411	395	379	投资收益	1	10	10	10
投资性房地产	1141	1141	1141	1141	资产减值及公允价值变动	21	5	5	5
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	13	0	0	0
资产总计	6656	7761	9097	10775	营业利润	1309	1669	2085	2487
短期借款及交易性金融负债	0	50	50	50	营业外净收支	15	30	30	30
应付款项	423	566	607	768	利润总额	1324	1699	2115	2517
其他流动负债	817	818	989	1168	所得税费用	310	400	510	606
流动负债合计	1239	1434	1646	1986	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1013	1299	1605	1910
其他长期负债	26	27	28	29					
长期负债合计	26	27	28	29	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1266	1462	1674	2015	净利润	1013	1299	1605	1910
少数股东权益	5	5	5	5	资产减值准备	4	142	38	29
股东权益	5386	6295	7418	8755	折旧摊销	13	33	49	57
负债和股东权益总计	6656	7761	9097	10775	公允价值变动损失	(21)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	(23)	(50)	(66)	(84)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(140)	(108)	(464)	(465)
每股收益	1.39	1.78	2.20	2.61	其它	(4)	(142)	(38)	(29)
每股红利	0.46	0.53	0.66	0.78	经营活动现金流	866	1219	1185	1497
每股净资产	7.37	8.61	10.15	11.98	资本开支	(155)	(121)	(101)	(101)
ROIC	19%	24%	29%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(156)	(121)	(101)	(101)
毛利率	41%	40%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	25%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(336)	(390)	(481)	(573)
收入增长	-7%	27%	22%	18%	其它融资现金流	348	50	0	0
净利润增长率	2%	28%	24%	19%	融资活动现金流	(323)	(340)	(481)	(573)
资产负债率	19%	19%	18%	19%	现金净变动	387	758	603	823
息率	1.3%	1.5%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	1294	1680	2438	3041
P/E	25.1	19.6	15.9	13.3	货币资金的期末余额	1680	2438	3041	3864
P/B	4.7	4.0	3.4	2.9	企业自由现金流	675	1030	1005	1303
EV/EBITDA	21.1	16.4	13.2	11.2	权益自由现金流	1023	1118	1055	1367

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032