

周大生(002867)

点评报告

行业公司研究—零售行业

证券研究报告

锐意进取，全面开启全渠道、多品牌新征程

——周大生 20 年报点评

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

事件

公司发布 2020 年报，2020 年实现收入 50.84 亿元，yoy-6.53%；实现归母净利润 10.13 亿元，yoy+2.21%，净利率 19.93%，较 2019 年提升 1.70pct；实现经营性现金流 13.61 亿元，yoy+70.65%。

投资要点

□ **电商渠道发力及精品黄金利润分享比例提升，削弱疫情影响，2020 年实现收入微降，毛利率提升 5pct，净利同增 2.21%。**

收入分渠道看，自营线下/加盟/自营线上分别实现收入 7.20 亿(-34%)/32.02 亿(-12%)/9.71 亿(+94%)，自营线上收入占比达到 19%，得益于公司率先布局电商及直播等新渠道，把握住疫情加速线上化的机遇。

收入分产品看，镶嵌(批发)/素金(自营+批发)/其他(自营线上，银饰为主)/加盟管理服务/品牌使用费分别实现收入 22.09 亿(-26%)/16.75 亿(+6%)/2.48 亿(+1072%)/2.08 亿(-1%)/5.53 亿(+39%)，品牌使用费较 19 年增加 1.52 亿元，主要系：1) 19H2 精品黄金利润分享比例提升，由单克 3 元提升至终端价的 3%，2) 金价上涨，终端价较高。

品类结构调整致毛利率提升 5pct：高毛利电商收入提升、低毛利镶嵌批发收入下降、精品黄金利润分享比例提升致 20 年毛利率较 19 年提升 5.05pct。

电商渠道费用相对刚性，致销售费用增加，整体费用合理：管理及研发费用略降，销售费用增加 8102 万元，主要系电商业务线上渠道费用增长。整体三费增加 5819 万元(+8.07%)。

□ **推进产品标准化和特色化建设，强化品牌特色和竞争区隔。**

配货模型：根据区域特点、商圈特点、投资额度和产品组合，划分为 10 余组店铺配货模型，在满足消费差异化需求的同时，实现产品的标准化管理。

设计款&IP 款：2019 年即与国际国内多位知名设计师签约设计标志产品，预期产品将陆续推出。同时不断引进和强化 IP 主题系列(梵高、皮卡丘、兔斯基、喜羊羊与灰太狼、年娃春妮等艺术 IP 和文化 IP)，给珠宝首饰赋予了更丰富的文化内涵。

□ **立足强大的供应链和渠道资源与效率，赋能新品牌，打造多品牌矩阵。**

BLOVE 高端婚戒定制品牌：创立于 2008 年，瞄准中国婚庆刚需市场，专注婚戒设计定制服务，是中国婚戒定制的开创者与领导品牌。21 年 1 月公司竞得 BLOVE 品牌商标，拟成立控股子公司运营该品牌。

今生金饰婚恋原创珠宝品牌：源自台湾，成立于 1995 年，是一家具备独特品牌基因、专注于婚恋的原创珠宝品牌，其时尚黄金设计深受消费族群喜爱。21 年 3 月成立合资公司，预计将依托公司渠道进一步拓展。

Design Circles(设界)社交珠宝品牌：2019 年创立，DC 的诞生源于对“人”与“社交”的思考，社交珠宝概念则来源于珠宝最原始诉求的升华，传递女性真实自我，给女性带来自信和愉悦，连接人与人的沟通。DC 自诞生以来主要通过线上进行尝试，预计 21 年将推进该品牌的全渠道发展。

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥34.98

单季度业绩

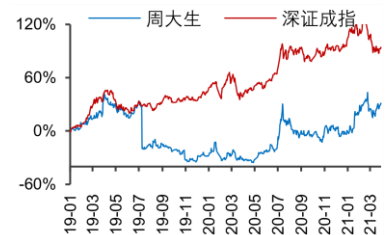
元/股

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) 业绩快报点评：看似有波动，实则稳健前行》2021.03.02
- 2 《周大生 (002867) 深度报告：永远年轻，永远拥抱变化》2021.02.21
- 3 《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

报告撰写人：陈腾曦

- **盈利预测及估值：**线下：产品结构优化&数字化&配货模型提升单店收入盈利空间，2021 年预计加快新开购物中心店，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 21/22/23 年营收 63.33/76.73/92.06 亿元，同比增长 24.6%/21.2%/20.0%，21/22/23 年归母净利润 12.61/15.41/18.51 亿元，同比增长 24.4%/22.2%/20.1%，对应 PE 20/16/14X。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。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5,084	6,333	7,673	9,206
(+/-)	-6.5%	24.6%	21.2%	20.0%
净利润	1,013	1,261	1,541	1,851
(+/-)	2.2%	24.4%	22.2%	20.1%
每股收益 (元)	1.4	1.2	1.4	1.7
P/E	25.1	20.2	16.5	13.8

表 1: 财务三表摘要 (单位: 百万元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2018	2019	2020
利润表											
营业收入	1,097.43	1,292.18	1,420.59	1,629.09	677.64	995.75	1,675.43	1,735.31	4,869.94	5,439.29	5,084.13
YOY	17.04%	8.92%	0.22%	22.63%	-38.25%	-22.94%	17.94%	6.52%	27.97%	11.69%	-6.53%
毛利率	37.35%	38.04%	35.14%	34.16%	43.35%	47.35%	42.91%	34.70%	34.00%	35.98%	41.03%
销售费用	136.46	122.05	116.55	211.96	134.96	138.26	195.11	199.71	521.05	587.02	668.04
销售费用率	12.43%	9.45%	8.20%	13.01%	19.92%	13.89%	11.65%	11.51%	10.70%	10.79%	13.14%
管理费用	27.81	29.65	32.26	31.26	22.16	24.28	22.97	29.42	127.33	120.98	98.83
管理费用率	2.53%	2.29%	2.27%	1.92%	3.27%	2.44%	1.37%	1.70%	2.61%	2.22%	1.94%
研发费用	2.28	3.62	2.23	5.19	3.36	2.1	2.3	4.86	6.15	13.32	12.62
研发费用率	0.21%	0.28%	0.16%	0.32%	0.50%	0.21%	0.14%	0.28%	0.13%	0.24%	0.25%
财务费用	-1.86	6.38	5.46	-2.26	-3.29	-3.61	-5.95	-10.54	26.22	7.72	-23.39
财务费用率	-0.17%	0.49%	0.38%	-0.14%	-0.49%	-0.36%	-0.36%	-0.61%	0.54%	0.14%	-0.46%
其他收益	37.64	12.05	10.77	16.78	11.15	3.16	23.25	12.31	117.97	77.24	49.87
资产减值损失	22.6	21.07	-2.93	-7.85	4.36	0.16	-8.68	-5.7	40.51	32.89	-9.86
归母净利润	193.94	281.18	252.26	264.04	100.56	229.99	381.75	301.01	806.11	991.42	1,013.31
YOY	20.81%	46.16%	4.32%	24.91%	-48.15%	-18.21%	51.33%	14.00%	36.15%	22.99%	2.21%
归母净利率	17.67%	21.76%	17.76%	16.21%	14.84%	23.10%	22.79%	17.35%	16.55%	18.23%	19.93%
扣非归母净利润	184.62	257.98	246.15	225.03	88.85	215.4	358.36	359.36	751.51	913.78	1,021.97
YOY	23.16%	39.40%	6.74%	21.02%	-51.87%	-16.51%	45.59%	59.69%	32.53%	21.59%	11.84%
扣非归母净利率	16.82%	19.96%	17.33%	13.81%	13.11%	21.63%	21.39%	20.71%	15.43%	16.80%	20.10%
资产负债表											
应收账款	170.31	102.29	71.99	75.51	109.79	86.6	101.98	136.5	83.26	75.51	136.5
YOY	17.27%	-3.85%	-29.53%	-9.31%	-35.54%	-15.34%	41.66%	80.77%	-15.88%	-9.31%	80.77%
预付款项	14.31	16.38	22.35	26.02	17.17	17.54	15.5	12.81	22.41	26.02	12.81
其他应收款	18.34	19.21	18.98	19.68	22.06	34.12	21.02	20.54	16.59	19.68	20.54
存货	2827.95	2,549.44	2,735.47	2,597.11	2,552.76	2,561.74	2,323.67	2,391.36	2,589.00	2,597.11	2,391.36
YOY	25.88%	15.18%	16.29%	0.31%	-9.73%	0.48%	-15.05%	-7.92%	22.93%	0.31%	-7.92%
应付账款		414.20	379.49	358.81	172.09	262.89	275.96	422.62		358.81	422.62
预收款项	122.64	119.11	132.44	114.53	67.26	76.78	68.39	48.17	124.64	114.53	48.17
其他应付款	311.03	602.45	295.67	316.19	334.71	298.02	299.14	341.11	279.2	316.19	341.11
现金流量表											
经营性现金流量净额	-328.73	519.53	338.67	268.31	-67.15	393.85	880.41	154.32	366.58	797.78	1,361.43
投资性现金流量净额	171.07	235.51	-207.17	113.18	-351.85	71.12	117.67	-475.16	-865.37	312.59	-638.22
筹资性现金流量净额	-129.39	-204.14	-471.38	-97.65	-1.23	-329.78	-2.63	-2.53	393.80	-902.56	-336.17

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 2: 公司终端门店数量

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2018	2019	2020
自营店	296	295	289	278	267	257	252	249	302	278	249
加盟店	3161	3304	3498	3733	3735	3748	3768	3940	3073	3733	3940
总门店数	3457	3599	3787	4011	4002	4005	4020	4189	3375	4011	4189
新开					49	100	199	285	872	955	633
闭店					58	97	184	116	221	319	455
净增	82	142	188	224	-9	3	15	169	651	636	178

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 3：公司核心收入驱动因素（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020
总营收	2,901.80	3,805.45	4,869.94	5,439.29	5,084.13
yoy	6.33%	31.14%	27.97%	11.69%	-6.53%
毛利率	34.34%	32.38%	34.00%	35.98%	41.03%
自营（线下）	881.14	1,016.64	1,127.02	1,095.15	719.95
yoy	-17.56%	15.38%	10.86%	-2.83%	-34.26%
毛利率	32.64%	29.80%	29.92%	33.68%	41.87%
镶嵌	294.59	324.87	312.68	262.48	163.55
yoy		10.28%	-3.75%	-16.06%	-37.69%
毛利率	56.26%	56.40%	59.12%	61.60%	62.57%
素金	586.56	691.77	814.33	832.67	556.40
yoy		17.94%	17.72%	2.25%	-33.18%
毛利率	20.77%	17.31%	18.71%	24.89%	35.79%
加权平均门店数	294	286	284	291	258
单店收入（万元）	299.71	355.47	396.84	376.34	279.05
yoy		18.60%	11.64%	-5.17%	-25.85%
加盟	1,717.38	2,402.72	3,246.92	3,621.13	3,202.40
yoy	16.89%	39.91%	35.14%	11.53%	-11.56%
毛利率	34.46%	32.35%	33.72%	34.44%	39.22%
镶嵌	1,383.93	1,963.87	2,726.35	2,671.04	1,909.26
yoy		41.90%	38.83%	-2.03%	-28.52%
毛利率	20.08%	19.15%	21.67%	22.89%	22.83%
素金	20.96	41.19	18.99	338.00	531.78
yoy					57.33%
毛利率				6.98%	11.06%
品牌使用费	191.66	261.71	329.89	401.66	553.21
yoy		36.55%	26.05%	21.76%	37.73%
加盟管理服务费	120.83	135.95	171.69	210.42	208.16
yoy		12.51%	26.29%	22.56%	-1.08%
加权平均门店数	2,034	2,262	2,750	3,367	3,771
单店收入（万元）	84.43	106.22	118.07	107.55	84.92
yoy		25.81%	11.16%	-8.91%	-21.04%
自营（线上）	220.70	282.85	349.84	501.03	971.50
yoy	80.03%	28.16%	23.69%	43.22%	93.90%
毛利率	21.08%	22.06%	27.83%	27.52%	36.02%
镶嵌	12.93	25.47	43.51	65.04	136.14
素金	211.90	250.67	304.00	417.00	587.08
其他		6.70	2.33	18.99	248.39
供应链服务		5.86	47.29	62.53	46.76
yoy			706.45%	32.23%	-25.22%
小贷金融			4.98	25.50	30.66
yoy				411.73%	20.23%
其他	82.58	97.37	93.90	133.94	112.86
yoy	20.63%	17.91%	-3.57%	42.64%	-15.74%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,759	5,305	6,597	7,723	营业收入	5,084	6,333	7,673	9,206
现金	1,680	2,257	3,081	3,563	营业成本	2,998	3,776	4,569	5,483
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	69	76	92	110
应收账款	136	154	189	228	营业费用	668	785	936	1,105
其它应收款	19	22	26	31	管理费用	99	120	142	166
预付账款	24	26	35	38	研发费用	14	19	23	28
存货	2,391	2,329	2,748	3,345	财务费用	(23)	(6)	(15)	(17)
其他	551	566	579	587	资产减值损失	(10)	(20)	(24)	(30)
非流动资产	1,897	2,295	2,473	2,683	公允价值变动损益	11	10	10	10
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
长期投资	1	1	1	1	其他经营收益	50	60	60	60
固定资产	23	439	429	416	营业利润	1,309	1,631	1,995	2,400
无形资产	427	405	389	374	营业外收支	15	18	18	18
在建工程	305	300	500	700	利润总额	1,324	1,649	2,013	2,418
其他	1,447	1,452	1,656	1,893	所得税	310	388	471	568
资产总计	6,656	7,601	9,070	10,405	净利润	1,013	1,261	1,541	1,851
流动负债	1,239	1,249	1,637	1,677	少数股东损益	0	(0)	(0)	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,013	1,261	1,541	1,851
应付款项	981	742	1,075	1,068	EBITDA	1,332	1,691	2,067	2,495
预收账款	48	112	137	165	EPS (最新摊薄)	1.39	1.15	1.41	1.69
其他	259	508	562	610	主要财务比率				
非流动负债	26	24	26	25		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	26	24	26	25	营业收入	-6.53%	24.56%	21.16%	19.98%
负债合计	1,266	1,273	1,663	1,703	营业利润	4.09%	24.63%	22.30%	20.33%
少数股东权益	5	5	5	5	归属母公司净利润	2.21%	24.43%	22.25%	20.06%
归属母公司股东权益	5,386	6,328	7,407	8,703	获利能力				
负债和股东权益	6,656	7,601	9,070	10,405	毛利率	41.03%	40.37%	40.45%	40.44%
					净利率	19.93%	19.91%	20.09%	20.10%
					ROE	20.00%	21.51%	22.43%	22.96%
					ROIC	18.75%	19.95%	20.93%	28.18%
					偿债能力				
					资产负债率	19.01%	16.75%	18.34%	16.36%
					净负债比率	23.48%	20.11%	22.46%	19.56%
					流动比率	3.84	4.25	4.03	4.60
					速动比率	1.89	2.36	2.33	2.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.89	0.92	0.95
					应收帐款周转率	35.89	37.00	37.00	37.00
					应付帐款周转率	4.53	6.50	7.00	7.00
					每股指标(元)				
					每股收益	1.39	1.15	1.41	1.69
					每股经营现金	1.86	1.08	1.41	1.21
					每股净资产	7.37	5.77	6.76	7.94
					估值比率				
					P/E	25.11	20.18	16.51	13.75
					P/B	4.72	4.02	3.44	2.92
					EV/EBITDA	17.84	13.72	10.82	8.77

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流				
净利润	1,013	1,261	1,541	1,851
折旧摊销	13	40	41	43
财务费用	7	(6)	(15)	(17)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	278	(146)	(76)	(605)
其它	51	35	50	56
投资活动现金流	(638)	(154)	(188)	(226)
资本支出	137	435	215	215
长期投资	0	0	0	0
其他	775	589	403	441
筹资活动现金流	(336)	(453)	(528)	(619)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(336)	(453)	(528)	(619)
现金净增加额	387	576	825	481

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“本公司”）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>