

# 线上高速增长, 发力黄金产品未来盈利能力提升可期

买入(维持)

——周大生(002867)点评报告

2021年03月31日

## 报告关键要素:

公司于2021年3月29日晚间发布2020年年度报告,2020年,公司实现营收50.84亿元(同比-6.53%),归母净利润10.13亿元(同比+2.21%)。其中,Q4实现营收同比+6.5%,归母净利润同比+14.0%。同时,公司公告了2021年财务预算,目标实现2021年收入与净利润同比+15%~+25%。

## 投资要点:

**线上业务高增, 线下优化门店提质增效。**2020年,公司线下/线上/加盟/其它业务收入(包括供应链服务、小贷金融等)同比-34.26%/93.90%/-11.56%/-15.11%。(1)**线上:**线上业务实现收入9.71亿元(同比+93.9%),其中Q4线上收入同比+70.8%,线上业务高增主要得益于公司积极推动线上业务的发展,在原有阿里系平台的基础上,发力抖音、快手等新型社交平台,并积极与第三方运营平台合作。(2)**线下:**截至2020年12月31日,终端门店数为4189家(净增加178家),其中自营门店249家(净减少29家),加盟店3940家(净增加207家),公司在去年继续拓展门店数量的同时,关闭低效店提升质量。

**发力素金首饰, 镶嵌增速有望随婚嫁刚需释放修复。**2020年公司素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现收入同比+5.7%/-26.4%/+37.7%,占营收比例分别为33.0%/43.5%/10.9%(2019年分别为29.1%/55.1%/7.4%),素金与品牌使用费实现较好的增长,主要是因为公司加大了硬金、IP、5G类等精品黄金产品的开发及营销力度,以及品牌使用费收费模式的改变。镶嵌首饰的表现欠佳,未来有望随着婚嫁刚需的释放得以修复。

**得益于金价上涨以及收入结构的改变, 公司盈利水平大幅提升。**2020年,公司毛利率为41.0%(+5.1pct),净利率19.9%(+1.7pct),均获得了较大提升,主要是得益于收入结构的变化以及黄金品类毛利率的提高。销售/管理/研发/财务费用率分别为13.1%/1.9%/0.3%/-0.5%(+2.4pct/-0.3pct/+0.01pct/-0.6pct)。

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5084.13	6576.20	7677.45	9025.83
增长比率(%)	-7	29	17	18
净利润(百万元)	1013.31	1338.16	1614.13	1920.69
增长比率(%)	2	32	21	19
每股收益(元)	1.39	1.83	2.21	2.63
市盈率(倍)	19.22	19.02	15.77	13.25
市净率(倍)	3.62	4.16	3.64	3.18

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 基础数据

总股本(百万股)	730.82
流通A股(百万股)	722.99
收盘价(元)	34.82
总市值(亿元)	254.47
流通A股市值(亿元)	251.75

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

万联证券研究所 20210301-公司调研简报-AAA-周大生(002867)2020业绩快报电话交流

万联证券研究所 20210228-公司事项点评-AAA-周大生(002867)2020年业绩快报点评

## 分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

## 研究助理:

李滢

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

**加强品牌建设，多品牌协同发展。**公司在 2020 年不断加强品牌建设，包括六代店的升级、在高端购物中心开设门店、长期有效的宣传等。在品牌矩阵扩充方面，2021 年 1 月，公司竞得 BLOVE（彼爱）品牌商标，拟成立控股子公司运营 BLOVE 品牌，BLOVE 成立于 2008 年，专注中国婚庆市场中的婚戒设计定制服务。2021 年 3 月，公司成立合资公司运营今生今饰品牌，今生今饰品牌源于台湾，成立于 1995 年，是专注于婚恋的原创珠宝品牌，其时尚黄金设计深受消费者喜爱。公司与彼爱、今生金饰的品牌运营合作规划，将对公司进一步拓宽在珠宝行业领域的布局、强化婚恋市场细分领域的核心能力、打好品牌运营的组合拳、打造品牌矩阵具有战略意义。

**盈利预测与投资建议：**随着此前被压制的延后性婚假刚需在 2021 年逐步释放，我们判断，公司业绩有望在今年尤其是 Q1 实现快速增长。中长期来看，门店有质量地稳步扩张、高毛利产品占比提升以及品牌使用费收取方式的部分改变均有望推动公司收入利润提升，而线上直播等新型方式的推进有望开启第二增长曲线。我们预计，公司 2021-2023 年实现归母净利润同比+32%/+21%/+19%，对应 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。

**风险因素：**疫情反复风险、金价大幅波动风险、行业竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5084</b>	<b>6576</b>	<b>7677</b>	<b>9026</b>
%同比增速	-7%	29%	17%	18%
营业成本	2998	3937	4563	5329
毛利	2086	2639	3114	3697
%营业收入	41%	40%	41%	41%
税金及附加	69	72	84	99
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	668	789	883	1038
%营业收入	13%	12%	12%	12%
管理费用	99	151	177	208
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	13	20	23	27
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-23	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-10	-14	-14	-15
信用减值损失	-6	0	0	0
其他收益	50	99	115	135
投资收益	1	7	8	9
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	10	11	12
资产处置收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1309</b>	<b>1708</b>	<b>2067</b>	<b>2466</b>
%营业收入	26%	26%	27%	27%
营业外收支	15	35	35	35
<b>利润总额</b>	<b>1324</b>	<b>1742</b>	<b>2102</b>	<b>2501</b>
%营业收入	26%	26%	27%	28%
所得税费用	310	404	488	580
净利润	1013	1338	1614	1921
%营业收入	20%	20%	21%	21%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1013</b>	<b>1338</b>	<b>1614</b>	<b>1921</b>
%同比增速	2%	32%	21%	19%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.39	1.83	2.21	2.63

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.39	1.83	2.21	2.63
BVPS	7.37	8.38	9.56	10.96
PE	19.22	19.02	15.77	13.25
PEG	8.70	0.59	0.76	0.70
PB	3.62	4.16	3.64	3.18
EV/EBITDA	13.94	14.52	11.83	9.79
ROE	19%	22%	23%	24%
ROIC	18%	20%	21%	22%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1680	1760	2118	2452
交易性金融资产	0	20	40	60
应收票据及应收账款	136	146	149	151
存货	2391	3236	3876	4672
预付款项	13	16	18	21
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	538	594	649	704
流动资产合计	4759	5772	6850	8061
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	23	28	33	38
在建工程	305	405	505	605
无形资产	427	412	397	382
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	65	65	65	65
其他非流动资产	1076	1031	986	1091
<b>资产总计</b>	<b>6656</b>	<b>7714</b>	<b>8837</b>	<b>10243</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	423	502	581	752
预收账款	48	79	92	99
合同负债	10	0	0	0
应付职工薪酬	64	87	100	117
应交税费	179	230	269	316
其他流动负债	516	663	776	919
流动负债合计	1239	1560	1819	2203
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	11	11	11
其他非流动负债	15	15	15	15
<b>负债合计</b>	<b>1266</b>	<b>1586</b>	<b>1845</b>	<b>2229</b>
归属于母公司的所有者权益	5386	6124	6988	8009
少数股东权益	5	5	5	5
<b>股东权益</b>	<b>5390</b>	<b>6128</b>	<b>6992</b>	<b>8013</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>6656</b>	<b>7714</b>	<b>8837</b>	<b>10243</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1361</b>	<b>703</b>	<b>1129</b>	<b>1398</b>
投资	-525	30	30	-120
资本性支出	-131	-80	-80	-80
其他	18	12	14	16
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-638</b>	<b>-39</b>	<b>-37</b>	<b>-184</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-336	-600	-750	-900
其他	0	15	15	20
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-336</b>	<b>-585</b>	<b>-735</b>	<b>-880</b>
<b>现金净流量</b>	<b>387</b>	<b>80</b>	<b>358</b>	<b>334</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场