

周大生 (002867.SZ)

以电商突围，全年业绩正增长

公司 2020 年收入/业绩分别-7%/+2%。全年公司营收/归母净利润同比分别-6.5%/+2.2%至 50.8/10.13 亿元，业务结构变化拉动毛利率+5PCTs 至 41.0%，电商业务扩张导致销售费用率+2.3PCTs 至 13.1%，管理费用率持平在 2%左右，净利率+1.7PCTs 至 19.9%。单 Q4 营收/归母净利润同比+6.5%/+14.0%至 17.4/3.0 亿元，增速较 Q3 放缓，主要系同比拓店较少及春节延后影响渠道订货所致。

疫情催生收入结构改变，电商渠道占比提升。分渠道：疫情影响终端销售导致店效下降叠加拓店节奏受阻，线下自营/加盟收入同比均有下滑，自营门店数量同比净减少 29 至 249 家，收入下滑 34.3%至 7.2 亿元，占比下降 6PCTs 至 14%，加盟端门店数量净增加 207 至 3940 家，同比拓店放缓，收入下滑 11.6%至 32.0 亿元，占比小幅下降至 63%，表现优于自营渠道；电商业务在等多种营销方式的带动下，营收翻番达 9.7 亿元，占比提升 10PCTs 至 19%，毛利率为 36%，略低于自营和加盟渠道。**分品类：**金价提升和电商渠道销售助力素金首饰收入逆势增长 5.7%至 16.75 亿元，占比 33%，毛利率提升 2.4PCTs 至 22.7%；镶嵌首饰收入同比减少 26.4%至 22.09 亿元，占比下滑 8PCTs 至 43%，毛利率持平为 27%。

现金流充裕，运营质量稳步改善。公司 2020 年资产负债率为 19%，为行业较低水平。经营活动现金流净额为 13.61 亿元，同比增长 70.7%，为公司进一步业务扩张奠定基础。应收账款周转天数/存货周转天数同比延长 2.2/31.4 天至 7.4/299.5 天，较上半年大幅降低，总体来看，公司运营质量在疫情后已逐步改善。

产品+渠道结构优化，长期增长空间明显。2021 年 1-2 月黄金珠宝类零售额同比增长 98.7%，比 2019 年同期增长 7.9%，我们判断终端消费已基本恢复，全年随着产品结构的优化和电商渠道的进一步挖掘，收入/净利润预计同比均增长 15-25%。公司将针对差异化的市场需求和渠道布局，加快多品牌建设，渠道终端自营门店以提质增效为主，加盟门店在三四线城市加密的同时，逐步向一二线城市拓展，公司整体推进数字化管理，齐头并进下长期增长空间明显。

投资建议。公司定位中高端镶嵌珠宝品牌，拥有行业领先的渠道数量和下沉力度，伴随电商渠道的大力拓展以及营销资源的持续投入。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 12.30/14.96/17.14 亿元，对应 2021 年 PE 20 倍。维持“增持”评级。

风险提示：疫情持续时间超预期；金价波动带来的影响；门店拓展不及预期；新产品销售不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	6,098	7,272	8,242
增长率 yoy (%)	11.7	-6.5	19.9	19.3	13.3
归母净利润(百万元)	991	1,013	1,230	1,496	1,714
增长率 yoy (%)	23.0	2.2	21.4	21.6	14.6
EPS 最新摊薄(元/股)	1.36	1.39	1.68	2.05	2.35
净资产收益率(%)	20.9	18.8	21.1	22.5	22.2
P/E(倍)	25.4	24.8	20.4	16.8	14.7
P/B(倍)	5.3	4.7	4.3	3.8	3.3

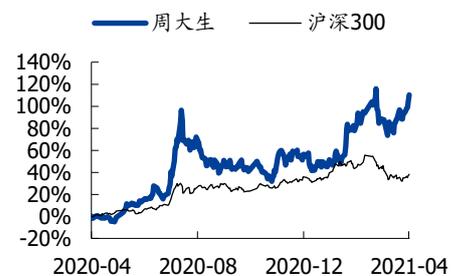
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(维持)

股票信息

行业	纺织服装
前次评级	增持
最新收盘价	37.03
总市值(百万元)	27,062.10
总股本(百万股)	730.82
其中自由流通股(%)	98.93
30 日日均成交量(百万股)	4.86

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《周大生(002867.SZ)：消费升级，渠道扩张，珠宝龙头行以致远》2020-01-20
- 《周大生(002867.SZ)：年报点评报告，19A 业绩增长稳健，20Q1 疫情抑制需求》2020-04-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4162	4759	5871	6717	8026
现金	1294	1680	2105	2545	3416
应收票据及应收账款	76	136	73	201	95
其他应收款	20	21	28	30	35
预付账款	26	13	34	22	41
存货	2597	2391	3114	3402	3922
其他流动资产	150	517	517	517	517
非流动资产	1760	1897	1893	1906	1918
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	32	23	89	142	177
无形资产	435	427	417	407	397
其他非流动资产	1292	1446	1386	1357	1343
资产总计	5922	6656	7764	8623	9944
流动负债	1153	1239	1556	1577	1842
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	359	423	679	541	823
其他流动负债	794	817	877	1036	1019
非流动负债	26	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26	26
负债合计	1179	1266	1582	1603	1868
少数股东权益	33	5	4	4	4
股本	731	731	1096	1096	1096
资本公积	1650	1686	1320	1320	1320
留存收益	2408	3092	3665	4503	5560
归属母公司股东权益	4710	5386	6177	7015	8072
负债和股东权益	5922	6656	7764	8623	9944

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	798	1361	900	1130	1544
净利润	991	1013	1230	1496	1714
折旧摊销	44	39	51	66	59
财务费用	8	-23	-17	-24	-34
投资损失	-1	-1	-12	-10	-6
营运资金变动	-292	278	-371	-385	-174
其他经营现金流	48	55	19	-13	-16
投资活动现金流	313	-638	-54	-57	-49
资本支出	181	137	21	8	7
长期投资	476	-525	0	0	0
其他投资现金流	969	-1026	-33	-48	-42
筹资活动现金流	-903	-336	-422	-633	-623
短期借款	-600	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	246	-0	365	0	0
资本公积增加	-172	35	-365	0	0
其他筹资现金流	-377	-372	-422	-633	-623
现金净增加额	208	387	425	440	871

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5439	5084	6098	7272	8242
营业成本	3482	2998	3661	4334	4870
营业税金及附加	56	69	66	80	94
营业费用	587	668	751	901	1028
管理费用	121	99	104	111	126
研发费用	13	13	16	19	21
财务费用	8	-23	-17	-24	-34
资产减值损失	-12	-10	-12	-14	-16
其他收益	77	50	50	50	50
公允价值变动收益	19	11	6	8	11
投资净收益	1	1	12	10	6
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	1257	1309	1595	1933	2219
营业外收入	35	24	25	29	28
营业外支出	0	9	3	3	4
利润总额	1292	1324	1617	1959	2243
所得税	301	310	387	463	529
净利润	991	1013	1230	1496	1714
少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	991	1013	1230	1496	1714
EBITDA	1297	1313	1612	1955	2213
EPS (元)	1.36	1.39	1.68	2.05	2.35

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	-6.5	19.9	19.3	13.3
营业利润(%)	22.5	4.1	21.9	21.2	14.8
归属于母公司净利润(%)	23.0	2.2	21.4	21.6	14.6
获利能力					
毛利率(%)	36.0	41.0	40.0	40.4	40.9
净利率(%)	18.2	19.9	20.2	20.6	20.8
ROE(%)	20.9	18.8	21.1	22.5	22.2
ROIC(%)	20.4	18.1	20.4	21.7	21.3
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	19.0	20.4	18.6	18.8
净负债比率(%)	-27.0	-31.0	-36.0	-38.1	-44.2
流动比率	3.6	3.8	3.8	4.3	4.4
速动比率	1.2	1.5	1.4	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	68.5	48.0	58.2	53.1	55.7
应付账款周转率	7.0	7.7	6.6	7.1	7.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.39	1.68	2.05	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.86	1.23	1.55	2.11
每股净资产(最新摊薄)	6.45	7.37	7.95	9.10	10.55
估值比率					
P/E	25.4	24.8	20.4	16.8	14.7
P/B	5.3	4.7	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	28.1	27.5	22.1	18.0	15.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com