

周大生(002867)

点评报告

行业公司研究—零售行业—

证券研究报告

线下回归常态，继续优化业务提升盈利质量

——周大生 21 年一季报点评

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

事件

公司发布 2021 一季报，电商稳健，线下业务回归常态，门店仍在部分优化调整，业务高质量发展！

投资要点

- ❑ **公司发布 2020 年一季报，盈利水平提升：**公司 21Q1 营收 11.57 亿元，同比增长 70.68%，较 19Q1 增长 5.39%；实现归母净利 2.35 亿，同比增长 133.85%，较 19Q1 增长 21.25%；实现扣非归母净利 2.23 亿，同比增长 150.91%，较 19Q1 增长 20.75%。
- ❑ **为剔除订货收入确认时间差，将 20Q4 与 21Q1 合并来看，扣非归母净利增长亮眼：**剔除订货会发货及春节补货（19 年春节 2 月 5 日，21 年春节 2 月 12 日）的时间差异带来的收入确认差异问题，（20Q4+21Q1）营收相较（18Q4+19Q1）增长 19.21%；（20Q4+21Q1）归母净利相较（18Q4+19Q1）增长 32.28%；（20Q4+21Q1）扣非归母净利相较（18Q4+19Q1）增长 57.14%。
- ❑ **电商业务量维持高位，线下业务基本回归常态：**电商业务发展势头不减，21Q1 营收 1.47 亿元，由于 20Q1 高基数，同比减少 23.24%，较 19Q1 增长 56.83%。**扣除电商业务来看，**线下业务恢复情况良好，整体上比疫情前同期有所增长。21Q1 除电商外营收 10.09 亿元，同比增长 107.82%，较 19Q1 增长 0.58%。结合调研，假设电商净利率约 10%，则扣除电商业务，21Q1 净利润约 2.2 亿，同比增长约 108%，较 19Q1 增长约 19%；（20Q4+21Q1）营收相较（18Q4+19Q1）增长 11.21%，（20Q4+21Q1）归母净利相较（18Q4+19Q1）增长约 28%。**分模式来看，**自营线下实现营收 3.44 亿元，同比增长 96.58%，加盟业务实现营收 6.27 亿元，同比增长 122.35%。从终端门店变化来看，公司继续优化门店质量，一季度整体行业新开店较少，开店旺季为下半年。公司 21Q1 新增 75 家，闭店 73 家，其中加盟店净增 8 家，期末门店数合计 4191 家。
- ❑ **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 12.61/15.41/18.51 亿元，同比增长 24.4%/22.2%/20.1%，对应 PE 18.7/15.3/12.7X。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；新品牌拓展不及预期；门店扩张不及预期。

评级

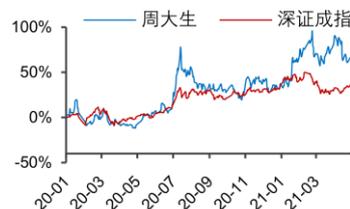
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥32.24

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.32
4Q/2020	0.52
3Q/2020	0.31
2Q/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）年报点评：锐意进取，全面开启全渠道、多品牌新征程》2021.03.31
- 2 《周大生（002867）业绩快报点评：看似有波动，实则稳健前行》2021.03.02
- 3 《周大生（002867）深度报告：永远年轻，永远拥抱变化》2021.02.21
- 4 《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

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	23.3	18.7	15.3	12.7

表 1: 财务三表摘要 (单位: 百万元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2018	2019	2020
利润表								
营业收入	677.64	995.75	1,675.43	1,735.31	1,156.61	4,869.94	5,439.29	5,084.13
YoY	-38.25%	-22.94%	17.94%	6.52%	70.68%	27.97%	11.69%	-6.53%
毛利率	43.35%	47.35%	42.91%	34.70%	40.42%	34.00%	35.98%	41.03%
期间费用	157.19	161.03	214.43	223.45	153.92	680.75	729.04	756.10
期间费用率	23.20%	16.17%	12.80%	12.88%	13.31%	13.98%	13.40%	14.87%
销售费用	134.96	138.26	195.11	199.71	134.18	521.05	587.02	668.04
销售费用率	19.92%	13.89%	11.65%	11.51%	11.60%	10.70%	10.79%	13.14%
管理费用	22.16	24.28	22.97	29.42	21.31	127.33	120.98	
管理费用率	3.27%	2.44%	1.37%	1.70%	1.84%	2.61%	2.22%	1.94%
研发费用	3.36	2.1	2.3	4.86	3.00			
研发费用率	0.50%	0.21%	0.14%	0.28%	0.26%	0.13%	0.24%	0.25%
财务费用	-3.29	-3.61	-5.95	-10.54	-4.57			-
财务费用率	-0.49%	-0.36%	-0.36%	-0.61%	-0.40%	0.54%	0.14%	-0.46%
其他收益	11.15	3.16	23.25	12.31	9.51	117.97	77.24	49.87
资产减值损失	4.36	0.16	-8.68	-5.7	-22.38	40.51	32.89	-9.86
归母净利润	100.56	229.99	381.75	301.01	235.16	806.11	991.42	1,013.31
YoY	-48.15%	-18.21%	51.33%	14.00%	133.85%	36.15%	22.99%	2.21%
归母净利率	14.84%	23.10%	22.79%	17.35%	20.33%	16.55%	18.23%	19.93%
扣非归母净利润	88.85	215.4	358.36	359.36	222.93	751.51	913.78	1,021.97
YoY	-51.87%	-16.51%	45.59%	59.69%	150.91%	32.53%	21.59%	11.84%
扣非归母净利率	13.11%	21.63%	21.39%	20.71%	19.27%	15.43%	16.80%	20.10%
资产负债表								
应收账款	109.79	86.6	101.98	136.5	138.56	83.26	75.51	136.5
YoY	-35.54%	-15.34%	41.66%	80.77%	26.20%	-15.88%	-9.31%	80.77%
预付款项	17.17	17.54	15.5	12.81	11.11	22.41	26.02	12.81
其他应收款	22.06	34.12	21.02	20.54	23.4	16.59	19.68	20.54
存货	2,552.76	2,561.74	2,323.67	2,391.36	2,694.84	2,589.00	2,597.11	2,391.36
YoY	-9.73%	0.48%	-15.05%	-7.92%	5.57%	22.93%	0.31%	-7.92%
应付账款	172.09	262.89	275.96	422.62	281.68	0	358.81	422.62
预收款项	67.26	76.78	68.39	48.17	59.53	124.64	114.53	48.17
合同负债	10.72	17.18	10.10	9.83	35.22	0	0	9.83
其他应付款	334.71	298.02	299.14	341.11	346.52	279.2	316.19	341.11
现金流量表								
经营性现金流量净额	-67.15	393.85	880.41	154.32	-397.15	366.58	797.78	1,361.43
投资性现金流量净额	-351.85	71.12	117.67	-475.16	-206.21	-865.37	312.59	-638.22
筹资性现金流量净额	-1.23	-329.78	-2.63	-2.53	-8.67	393.80	-902.56	-336.17
现金及等价物净增加额	-419.88	135.16	995.38	-323.73	-612.01	-103.97	207.97	386.93

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 2: 公司电商及除电商外收入情况 (单位: 百万元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2018	2019	2020
自营 (线上) 收入	192.00	194.80	315.31	268.89	147.37	349.83	501.03	971.50
YoY	104.32%	51.77%	159.95%	70.82%	-23.24%	23.68%	43.22%	93.90%
除电商外收入	485.64	800.95	1360.12	1466.42	1009.24	4,520.11	4,938.26	4,112.63
YoY	-51.60%	-31.18%	4.68%	-0.36%	107.82%	28.32%	9.25%	-16.72%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 3：公司终端门店数量

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2018	2019	2020
自营店	267	257	252	249	243	302	278	249
加盟店	3735	3748	3768	3940	3948	3073	3733	3940
总门店数	4002	4005	4020	4189	4191	3375	4011	4189
新开	49	100	199	285	75	872	955	633
闭店	58	97	184	116	73	221	319	455
净增	-9	3	15	169	2	651	636	178

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				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,759	5,305	6,597	7,723
现金	1,680	2,257	3,081	3,563
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	136	154	189	228
其它应收款	19	22	26	31
预付账款	24	26	35	38
存货	2,391	2,329	2,748	3,345
其他	551	566	579	587
非流动资产	1,897	2,295	2,473	2,683
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1
固定资产	23	439	429	416
无形资产	427	405	389	374
在建工程	305	300	500	700
其他	1,447	1,452	1,656	1,893
资产总计	6,656	7,601	9,070	10,405
流动负债	1,239	1,249	1,637	1,677
短期借款	0	0	0	0
应付款项	981	742	1,075	1,068
预收账款	48	112	137	165
其他	259	508	562	610
非流动负债	26	24	26	25
长期借款	0	0	0	0
其他	26	24	26	25
负债合计	1,266	1,273	1,663	1,703
少数股东权益	5	5	5	5
归属母公司股东权	5,386	6,328	7,407	8,703
负债和股东权益	6,656	7,601	9,070	10,405
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,361	1,183	1,541	1,326
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

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,084	6,333	7,673	9,206
营业成本	2,998	3,776	4,569	5,483
营业税金及附加	69	76	92	110
营业费用	668	785	936	1,105
管理费用	99	120	142	166
研发费用	14	19	23	28
财务费用	(23)	(6)	(15)	(17)
资产减值损失	(10)	(20)	(24)	(30)
公允价值变动损益	11	10	10	10
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	50	60	60	60
营业利润	1,309	1,631	1,995	2,400
营业外收支	15	18	18	18
利润总额	1,324	1,649	2,013	2,418
所得税	310	388	471	568
净利润	1,013	1,261	1,541	1,851
少数股东损益	0	(0)	(0)	0
归属母公司净利润	1,013	1,261	1,541	1,851
EBITDA	1,332	1,691	2,067	2,495
EPS (最新摊薄)	1.39	1.15	1.41	1.69
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-6.53%	24.56%	21.16%	19.98%
营业利润	4.09%	24.63%	22.30%	20.33%
归属母公司净利润	2.21%	24.43%	22.25%	20.06%
获利能力				
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	23.25	18.69	15.29	12.73
P/B	4.37	3.72	3.18	2.71
EV/EBITDA	16.42	12.60	9.91	8.01

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>