

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

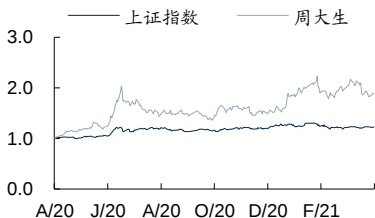
周大生(002867)
买入

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 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)	23,561/23,309
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12 个月最高/最低(元)	39.38/16.81

相关研究报告:

《周大生-002867-2020 年年报点评: 线上渠道高增长, Q4 展店回暖加速》——2021-03-31
 《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

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码: S0980517070001

联系人: 柳旭

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

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

整体经营稳健向好, 线下复苏表现强劲
● 经营延续复苏态势, 利润实现高增长

公司 21 年 Q1 实现营收 11.57 亿元, 同比+70.68%, 取得归母净利润 2.35 亿元, 同比+133.85%, 扣非净利润同比+150.91%, 总体延续 20 年下半年以来的良好复苏态势, 经营业绩同比实现了较为强劲的增长。

● 线下渠道复苏强劲, 展店+门店调整并行

分业务看, 21 年 Q1 自营线下业务实现营收 3.44 亿元, 同比+96.58%, 加盟业务实现营收 6.27 亿元, 同比+122.35%, 整体线下业务恢复情况良好, 在去年疫情低基数基础上实现高增长。线上业务营收 1.47 亿元, 同比-23.13%, 预计系去年电商直播促销经营形成高基数所致。门店数量方面, 公司保持展店节奏, 同时对线下低效门店进行调整, 整体保持净开店节奏, 预计低效门店调整出清后有助于公司整体门店经营效率提升。其中加盟店 21 年 Q1 净增 8 家至 3948 家, 自营店 21 年 Q1 净关店 6 家至 243 家, 期末门店总数达到 4191 家。

● 产品结构变化影响毛利率水平, 积极备货影响现金流

公司 21 年 Q1 毛利率同比-2.93pct 至 40.42%, 预计主要系随着线下加盟销售恢复, 品类结构变化影响, 而较 19 年一季度 37.35% 的毛利率实现提升。费用率方面, 销售费用率同比-8.32pct 至 11.60%, 预计与电商投放较去年高基数有所下降及精细化费用管控能力提升有关。管理费用率同比-1.43pct 至 1.84%, 管控良好。经营性现金净流出 3.97 亿元, 20Q1 为净流出 0.67 亿元, 预计与 21 年疫情缓和后公司积极为二季度订货大会进行备货有关, 较 19Q1 净流出 3.29 亿元总体稳健。

● 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: 黄金珠宝一线龙头, 中长期具备优势, 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 21Q1 社零增速 93.4%, 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 21-23 年盈利预测, 预计归母净利润分别为 12.99 亿元/16.05 亿元/19.10 亿元, EPS 分别 1.78 元/2.20 元/2.61 元/股, 对应 PE 18/15/12 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

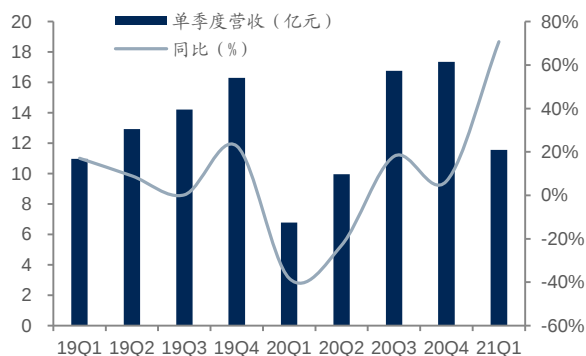
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,084.13	6,451.31	7,868.24	9,317.61
(+/-%)	-6.53%	26.89%	21.96%	18.42%
净利润(百万元)	1,013.31	1,298.98	1,604.79	1,909.88
(+/-%)	2.21%	28.19%	23.54%	19.01%
摊薄每股收益(元)	1.39	1.78	2.20	2.61
EBITMargin	24.59%	24.86%	25.46%	25.62%
净资产收益率(ROE)	18.81%	20.64%	21.63%	21.81%
市盈率(PE)	23.25	18.14	14.68	12.34
EV/EBITDA	19.65	15.29	12.30	10.46
市净率(PB)	4.37	3.74	3.18	2.69

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：经营延续复苏态势，利润实现高增长

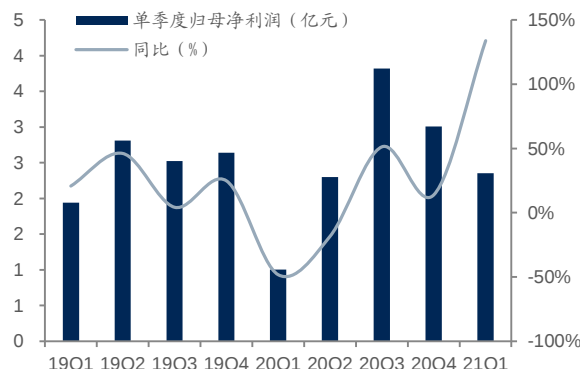
公司 21 年 Q1 实现营收 11.57 亿元，同比+70.68%，取得归母净利润 2.35 亿元，同比+133.85%，扣非净利润+150.91%，总体延续 20 年下半年以来的良好复苏态势，经营业绩同比实现了较为强劲的增长。

图 1：周大生单季度营收及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：周大生单季度归母净利润及增速（亿元、%）

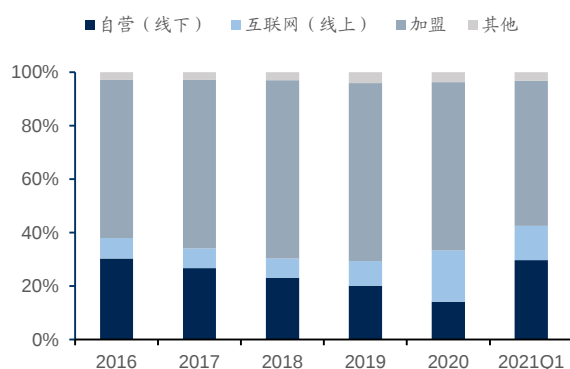


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

营收分拆：线下渠道复苏强劲，展店+门店调整并行

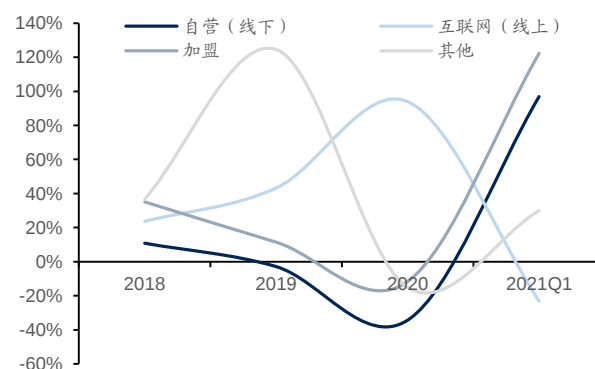
分业务看，21 年 Q1 自营线下业务实现营收 3.44 亿元，同比+96.58%，加盟业务实现营收 6.27 亿元，同比+122.35%，整体线下业务恢复情况良好，在去年疫情低基数基础上实现高增长。线上业务营收 1.47 亿元，同比-23.13%，预计系去年电商直播促销经营形成高基数所致。门店数量方面，公司保持展店节奏，同时对线下低效门店进行相应调整，整体保持净开店节奏，预计低效门店调整出清后有助于公司整体门店经营效率提升。其中加盟店 21 年 Q1 净增 8 家至 3948 家，自营店 21 年 Q1 净关店 6 家至 243 家，期末门店总数达到 4191 家，较 20 年期末净增 2 家。

图 3：周大生分业务收入占比（%）



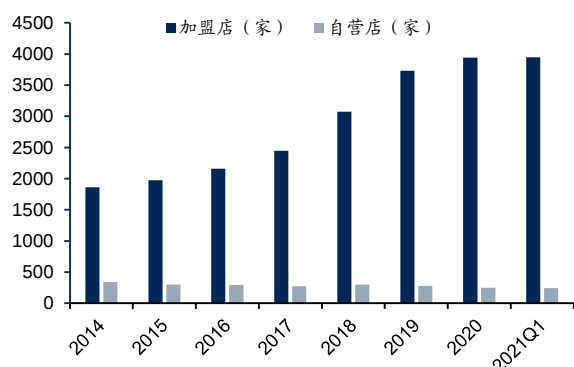
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：周大生分业务收入增速（%）



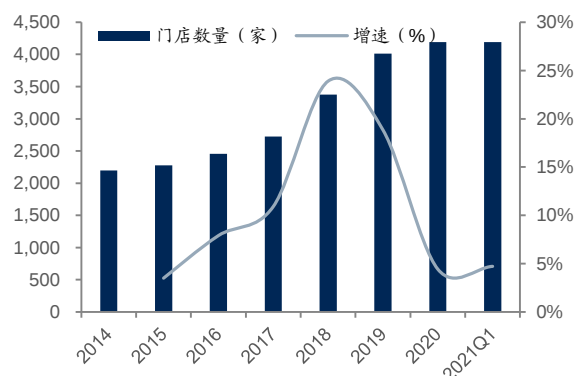
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理
 注：其他包括供应链服务、小贷金融及其他业务

图 5: 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 6: 周大生门店数量变化 (家)

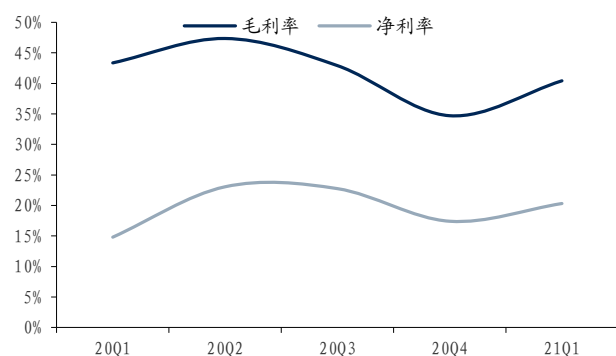


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利营运: 产品结构变化影响毛利率水平, 积极备货影响现金流

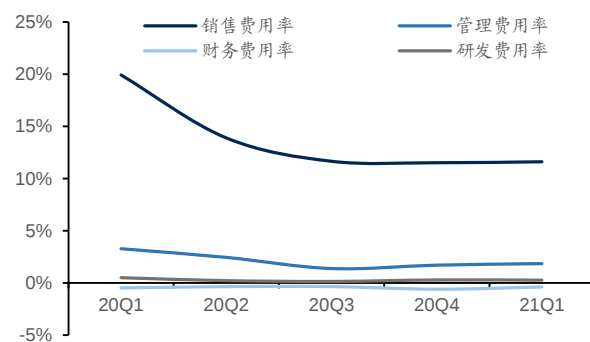
公司 21 年 Q1 毛利率同比-2.93pct 至 40.42%，预计主要系随着线下加盟销售恢复，品类结构变化影响，而较 19 年一季度 37.35% 的毛利率实现提升。费用率方面，销售费用率同比-8.32pct 至 11.60%，预计与电商投放较去年高基数有所下降及精细化费用管控能力提升有关。管理费用率同比-1.43pct 至 1.84%，管控良好。经营性现金净流出 3.97 亿元，20Q1 为净流出 0.67 亿元，预计与 21 年疫情缓和后公司积极为二季度订货大会进行备货有关，较 19Q1 净流出 3.29 亿元总体稳健。

图 7: 周大生毛利率及净利率情况 (%)



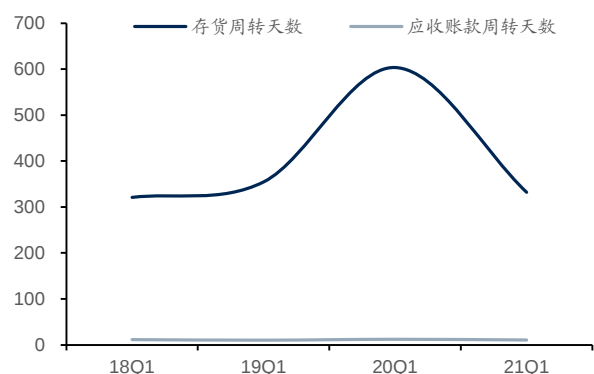
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 周大生期间费用率情况 (%)



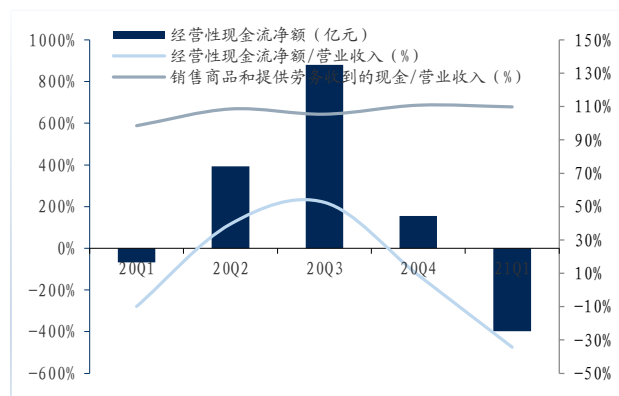
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 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 10: 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, 中长期具备优势, 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 21Q1 社零增速 93.4%, 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 21-23 年盈利预测, 预计归母净利润分别为 12.99 亿元/16.05 亿元/19.10 亿元, EPS 分别 1.78 元/2.20 元/2.61 元/股, 对应 PE 18/15/12 倍, 维持“买入”评级。

附表: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值(亿元/港元)
代码	名称	评级	21/04/29	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	21/04/29
600612	老凤祥	买入	58.85	3.03	3.47	3.85	19.42	16.96	15.29	226.75
002867	周大生	买入	32.24	1.39	1.78	2.20	23.19	18.11	14.65	235.61

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	2020	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	5	5	5	5	净利润	1013	1299	1605	1910
股东权益	5386	6295	7418	8755	资产减值准备	4	142	38	29
负债和股东权益总计	6656	7761	9097	10775	折旧摊销	13	33	49	57
					公允价值变动损失	(21)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	(23)	(50)	(66)	(84)
					营运资本变动	(140)	(108)	(464)	(465)
					其它	(4)	(142)	(38)	(29)
					经营活动现金流	866	1219	1185	1497
					资本开支	(155)	(121)	(101)	(101)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(156)	(121)	(101)	(101)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(336)	(390)	(481)	(573)
					其它融资现金流	348	50	0	0
					融资活动现金流	(323)	(340)	(481)	(573)
					现金净变动	387	758	603	823
					货币资金的期初余额	1294	1680	2438	3041
					货币资金的期末余额	1680	2438	3041	3864
					企业自由现金流	675	1030	1005	1303
					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