

公司研究

业绩符合预告，继续推进连锁网络布局

——周大生（002867.SZ）2021 年一季度点评

要点

公司 1Q2021 营收同比增长 70.68%，归母净利润同比增长 133.85%

公司公布 2021 年一季度：1Q2021 实现营业收入 11.57 亿元，同比增长 70.68%；实现归母净利润 2.35 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.32 元，同比增长 133.85%；实现扣非归母净利润 2.23 亿元，同比增长 150.91%。

公司 1Q2021 综合毛利率下降 2.93 个百分点，期间费用率下降 9.89 个百分点

1Q2021 公司综合毛利率为 40.42%，同比下降 2.93 个百分点。

1Q2021 公司期间费用率为 13.31%，同比下降 9.89 个百分点，其中，销售/ 管理/ 财务/ 研发费用率分别为 11.60%/1.84%/-0.40%/0.26%，同比分别变化 -8.32/ -1.43/+0.09/-0.24 个百分点。

线下渠道有序扩张，继续推进连锁网络布局

报告期公司终端门店新增 75 家，净增门店 2 家，报告期末终端门店数量为 4191 家，其中加盟门店 3948 家、自营门店 243 家。公司 2021 年一季度实现营业收入 11.57 亿元，其中自营线下实现营业收入 3.44 亿元，较上年同期增长 96.58%，加盟业务实现营业收入 6.27 亿元，较上年同期增长 122.35%，线下业务恢复情况良好。

公司连锁网络由营运管理网络、业务拓展网络、培训辅导网络、督导监察网络、整合营销网络、物流配送网络、ERP 应用网络等 7 大网络构成，采用外延式、规模先行的渠道建设战略，建立“自营+加盟”连锁网络，提升集群效应和资源整合优势。

维持盈利预测，维持“增持”评级

公司业绩符合 4 月 14 日发布的业绩预告（预计实现归母净利润 23,128.80 万元 -24,134.40 万元）我们维持对公司 2021/2022/ 2023 年 EPS 的预测 1.66/1.98/2.34 元。公司不断推进渠道布局，有利于提升公司品牌影响力和知名度，维持“增持”评级。

风险提示

新开店速度低于预期，低线城市消费恢复情况低于预期，黄金珠宝消费低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,439	5,084	5,787	6,427	7,120
营业收入增长率	11.69%	-6.53%	13.83%	11.05%	10.79%
净利润（百万元）	991	1,013	1,213	1,446	1,711
净利润增长率	22.99%	2.21%	19.67%	19.27%	18.28%
EPS（元）	1.36	1.39	1.66	1.98	2.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.05%	18.81%	19.80%	20.41%	20.82%
P/E	23	22	19	16	13
P/B	4.8	4.2	3.7	3.2	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

增持（维持）

当前价：30.91 元

作者

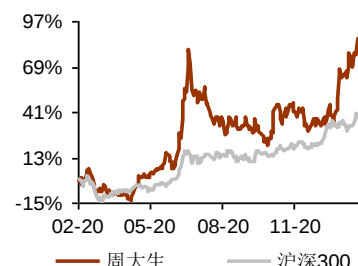
分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.31
总市值(亿元):	225.90
一年最低/最高(元):	16.84/39.38
近 3 月换手率:	47.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.54	-5.80	70.32
绝对	-11.63	-4.88	71.23

资料来源：Wind

相关研报

业绩基本符合预期，受益于低基数效应同比增长明显——周大生（002867.SZ）2021 年一季度业绩预告点评（2021-04-14）

业绩符合公告，公司发力线上业务效果明显——周大生（002867.SZ）2020 年年报点评（2021-03-30）

业绩超预期，全渠道成长带来单季显著恢复——周大生（002867.SZ）2020 年三季报点评（2020-11-01）

图表 1: 公司 1Q2021 归母净利润同比增长 133.85%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
4Q2018	21139.31	20.01	0.29	18594.04	18.10	0.25	2545.27
1Q2019	19393.67	20.81	0.27	18462.27	23.16	0.25	931.40
2Q2019	28118.16	46.16	0.38	25798.36	39.40	0.35	2319.80
3Q2019	25225.86	4.32	0.35	24615.23	6.75	0.34	610.63
4Q2019	26404.40	24.91	0.36	22502.64	21.02	0.31	3901.76
1Q2020	10056.00	-48.15	0.14	8885.11	-51.87	0.12	1170.89
2Q2020	22998.79	-18.21	0.31	21539.66	-16.51	0.29	1459.13
3Q2020	38175.16	51.33	0.52	35836.01	45.58	0.49	2339.16
4Q2020	30101.31	14.00	0.41	28319.33	25.85	0.39	1781.98
1Q2021	23515.68	133.85	0.32	22293.42	150.91	0.31	1222.26
TTM	114790.95	27.82	1.57	107988.42	32.01	1.48	6802.53

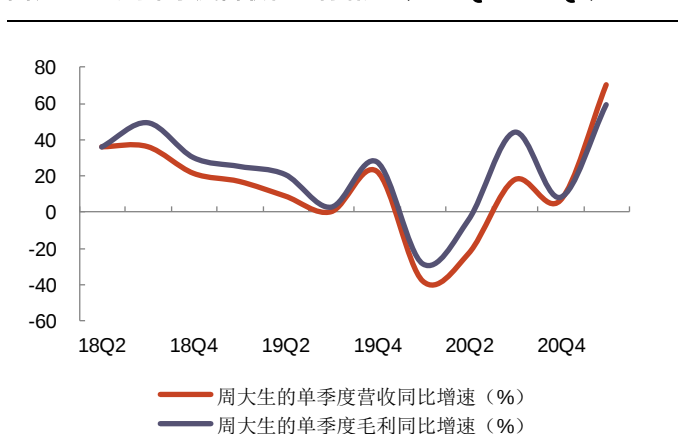
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 1Q2021 净利率较上年同期上升 5.49 个百分点 (收入及毛利率未做追溯调整)

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
4Q2018	132845.91	21.53	32.80	2.15	15.59	15.91	-0.20
1Q2019	109742.53	17.04	37.35	2.44	15.01	17.67	0.55
2Q2019	129218.47	8.92	38.04	3.73	12.51	21.76	5.54
3Q2019	142059.14	0.22	35.14	0.89	11.02	17.76	0.70
4Q2019	162908.77	22.63	34.16	1.36	15.11	16.21	0.30
1Q2020	67764.02	-38.25	43.35	5.99	23.20	14.84	-2.83
2Q2020	99574.97	-22.94	47.35	9.30	16.17	23.10	1.34
3Q2020	167542.55	17.94	42.91	7.76	12.80	22.79	5.03
4Q2020	173531.30	6.52	34.70	0.54	12.88	17.35	1.14
1Q2021	115660.72	70.68	40.42	-2.93	13.31	20.33	5.49
TTM	556309.54	10.83	40.62	3.95	13.53	20.63	2.74

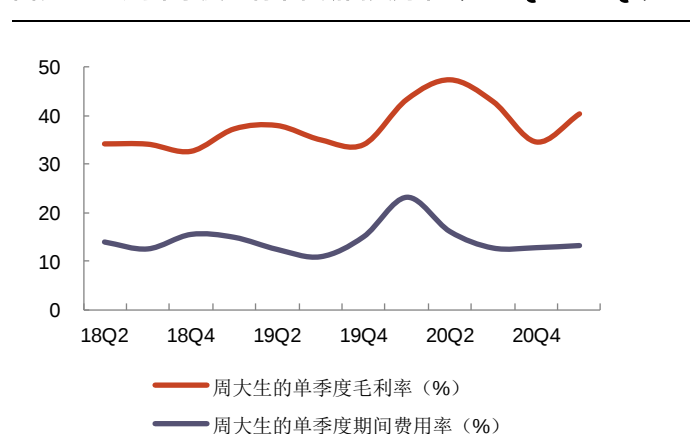
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,439	5,084	5,787	6,427	7,120
营业成本	3,482	2,998	3,446	3,672	3,969
折旧和摊销	20	13	27	31	35
税金及附加	56	69	64	71	71
销售费用	587	668	752	843	882
管理费用	121	99	104	129	142
研发费用	13	13	14	16	18
财务费用	8	-23	-28	-36	-47
投资收益	1	1	15	15	10
营业利润	1,257	1,309	1,557	1,878	2,236
利润总额	1,292	1,324	1,617	1,928	2,281
所得税	301	310	404	482	570
净利润	991	1,013	1,213	1,446	1,711
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	991	1,013	1,213	1,446	1,711
EPS(元)	1.36	1.39	1.66	1.98	2.34

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	798	1,361	994	1,357	1,530
净利润	991	1,013	1,213	1,446	1,711
折旧摊销	20	13	27	31	35
净营运资金增加	-132	74	382	197	297
其他	-82	261	-629	-318	-512
投资活动产生现金流	313	-638	116	-40	-20
净资本支出	-181	-131	-30	-30	-30
长期投资变化	1	1	0	0	0
其他资产变化	493	-508	146	-10	10
融资活动现金流	-903	-336	-447	-449	-532
股本变化	246	0	0	0	0
债务净变化	-600	0	0	0	0
无息负债变化	-140	87	-200	126	83
净现金流	208	387	664	868	978

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.0%	41.0%	40.5%	42.9%	44.3%
EBITDA 率	24.2%	26.3%	26.9%	28.9%	31.1%
EBIT 率	23.3%	25.5%	26.4%	28.4%	30.6%
税前净利润率	23.8%	26.0%	27.9%	30.0%	32.0%
归母净利润率	18.2%	19.9%	21.0%	22.5%	24.0%
ROA	16.7%	15.2%	16.9%	17.5%	18.0%
ROE (摊薄)	21.0%	18.8%	19.8%	20.4%	20.8%
经营性 ROIC	24.7%	23.7%	25.2%	28.9%	32.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	20%	19%	15%	14%	13%
流动比率	3.61	3.84	5.39	5.72	6.31
速动比率	1.36	1.91	2.94	3.35	3.92
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,922	6,656	7,193	8,281	9,496
货币资金	1,294	1,680	2,344	3,212	4,190
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	74	136	130	116	128
应收票据	1	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	20	21	21	24	27
存货	2,597	2,391	2,575	2,781	3,007
其他流动资产	150	517	517	517	517
流动资产合计	4,162	4,759	5,657	6,720	7,940
其他权益工具	454	393	393	393	393
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	32	23	44	59	67
在建工程	171	305	274	247	222
无形资产	435	427	434	446	458
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	273	310	310	310	310
非流动资产合计	1,760	1,897	1,537	1,561	1,556
总负债	1,179	1,266	1,066	1,191	1,274
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	323	412	448	477	516
应付票据	36	11	0	0	0
预收账款	115	48	116	129	142
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,153	1,239	1,049	1,175	1,258
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	15	15	15	15
非流动负债合计	26	26	17	17	17
股东权益	4,743	5,390	6,128	7,089	8,221
股本	731	731	731	731	731
公积金	2,020	2,055	2,055	2,055	2,055
未分配利润	2,038	2,723	3,497	4,458	5,590
归属母公司权益	4,710	5,386	6,123	7,085	8,217
少数股东权益	33	5	5	5	5

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.79%	13.14%	13.00%	13.11%	12.38%
管理费用率	2.22%	1.94%	1.80%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.14%	-0.46%	-0.49%	-0.57%	-0.66%
研发费用率	0.24%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
所得税率	23%	23%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.45	0.60	0.66	0.79	0.94
每股经营现金流	1.09	1.86	1.36	1.86	2.09
每股净资产	6.44	7.37	8.38	9.69	11.24
每股销售收入	7.44	6.96	7.92	8.79	9.74

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	23	22	19	16	13
PB	4.8	4.2	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	17.4	16.7	13.8	11.1	8.9
股息率	1.5%	1.9%	2.1%	2.6%	3.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE