

证券研究报告—动态报告/公司快评

商业贸易

零售

周大生 (002867)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年06月28日

回购方案彰显发展信心，电商业务表现亮眼

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

联系人：柳旭

13246725957

liuxu1@guosen.com.cn

事项：

近日，周大生发布《关于公司回购部分社会公众股份方案的公告》，拟使用 1.5 亿元-3 亿元自有资金回购公司部分社会公众股份，回购价格不超过 27.68 元/股，预计回购 541.91 万股-1083.82 万股，约占总股本的 0.49%-0.99%。同时，618 落下帷幕，公司 618 期间电商销售表现突出，有望推动 Q2 电商渠道的快速增长。

国信零售观点：1) 首先，根据回购方案，此次回购股份将全部用于股权激励计划或员工持股计划，有利于进一步完善公司的长效积极机制，调动员工积极性，推动整体业务发展，同时回购的背后也彰显了公司管理层对于未来发展的信心。2) 其次，从公司今年“6·18”促销情况来看，公司 6 月 1 日-20 日全渠道 GMV 总额突破 2 亿元，同比实现翻倍增长，全渠道直播业务 GMV 实现 7000 万+，创历史新高。我们认为，公司作为主打镶嵌首饰的龙头企业，注重时尚设计，同时电商渠道深耕多年，在珠宝行业消费升级及线上化趋势下有望率先受益。3) 最后，公司加盟模式下素金类产品供货通过指定供应商完成，公司一般按克收取相应的品牌使用费，毛利率水平为 100%。而公司品牌使用费此前处于行业相对较低水平，具备有较大提价空间，随着未来潜在的入网费提升，以及本身入网费更高的 K 金、硬金（一口价产品较多）品类的占比提升，将对公司品牌使用费收入和业绩的提振带来积极影响。我们维持预计公司 21-23 年分别实现归母净利润 12.99 亿元/16.05 亿元/19.10 亿元，对应 EPS 分别为 1.18 元/1.46 元/1.74 元/股（20 年转增股本后总股本由 7.31 亿股变为 10.96 亿股），对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持“买入”评级。

评论：

■ 公布股份回购方案彰显发展信心，电商大促期间表现亮眼

公司注重对于员工的激励和绑定，2018 年 1 月曾实施第一期限制性股票激励计划：以 2018 年 1 月 31 日为授予日，授予价格为每股 14.27 元，激励对象包括公司董事、财务总监以及 175 名中层管理人员、核心技术（业务）骨干及重点培养人才，其中首次授予部分的股份数为 752.95 万股，占授予前上市公司总股本的 1.57%，以充分有效地绑定了公司核心骨干利益，有利于公司中长期发展目标的达成。

此次 21 年 6 月公司公布回购部分社会公众股份方案，拟使用 1.5 亿元-3 亿元自有资金回购 541.91 万股-1083.82 万股，约占总股本的 0.49%-0.99%，且将全部用于股权激励计划或员工持股计划。我们认为，此次方案的施行将有利于进一步完善公司的长效积极机制，调动员工积极性，推动整体业务发展，也彰显了公司管理层对于未来发展的信心。

而公司发展信心背后也体现了珠宝零售业务的有效推进，以今年 618 大促为例：据公司官方战报，21 年 6 月 1 日-20 日，周大生全渠道 GMV 总额突破 2 亿元，同比+109.2%，其中周大生天猫旗舰店 GMV 总额同比+50.2%，稳居行业前三。直播表现看，天猫店铺自播珠宝商家累计成交排行中，周大生位居排行榜第一位，全渠道直播业务 GMV 实现 7000 万+的水平。

图 1: 周大生 21 年 618 战报



资料来源: 周大生在线官方微博、国信证券经济研究所整理

图 2: 周大生 21 年 618 战报 (直播表现)



资料来源: 周大生在线官方微博、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”评级

总体来看, 公司作为主打镶嵌首饰的龙头企业, 注重时尚设计, 同时电商渠道深耕多年, 在珠宝行业消费升级及线上化趋势下有望率先受益, 21 年 618 期间的优异表现也从数据上进行了佐证。此外, 在渠道拓展逐步完善背景下, 相较于行业 20 元/克左右的水平, 公司素金品类按克收取的品牌使用费仍有提升空间, 入网费更高的 K 金、硬金 (一口价产品较多) 品类的占比提升, 也对品牌使用费的长期提升带来积极影响, 从而带来整理利润水平提升, 我们维持预计公司 21-23 年分别实现归母净利润 12.99 亿元/16.05 亿元/19.10 亿元, 对应 EPS 分别为 1.18 元/1.46 元/1.74 元/股 (20 年转增股本后总股本由 7.31 亿股变为 10.96 亿股), 对应 PE 分别为 16/13/11 倍, 维持“买入”评级。

■ 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; 回购方案未按计划实施。

附表: 可比公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价		EPS		PE			总市值(亿元)
			2021/6/28	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600612	老凤祥	买入	53.29	3.03	3.51	3.89	17.59	15.18	13.70	212.06
002867	周大生	买入	19.11	1.39	1.18	1.46	13.78	16.13	13.05	209.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

注: 老凤祥为 Wind 一致预测

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	净利润	1013	1299	1605	1910
少数股东权益	5	5	5	5	资产减值准备	4	142	38	29
股东权益	5386	6295	7418	8755	折旧摊销	13	33	49	57
负债和股东权益总计	6656	7761	9097	10775	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)
关键财务与估值指标					经营活动现金流	866	1219	1185	1497
每股收益	1.39	1.18	1.46	1.74	资本开支	(155)	(121)	(101)	(101)
每股红利	0.46	0.36	0.44	0.52	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	7.37	5.74	6.77	7.99	投资活动现金流	(156)	(121)	(101)	(101)
ROIC	19%	24%	29%	31%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	19%	21%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	41%	40%	40%	40%	支付股利、利息	(336)	(390)	(481)	(573)
EBIT Margin	25%	25%	25%	26%	其它融资现金流	348	50	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	26%	26%	融资活动现金流	(323)	(340)	(481)	(573)
收入增长	-7%	27%	22%	18%	现金净变动	387	758	603	823
净利润增长率	2%	28%	24%	19%	货币资金的期初余额	1294	1680	2438	3041
资产负债率	19%	19%	18%	19%	货币资金的期末余额	1680	2438	3041	3864
息率	2.4%	2.8%	3.4%	4.1%	企业自由现金流	675	1030	1005	1303
P/E	13.8	16.1	13.1	11.0	权益自由现金流	1023	1118	1055	1367
P/B	2.6	3.3	2.8	2.4					
EV/EBITDA	12.1	13.7	11.0	9.4					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《周大生-002867-2021 年一季报点评：整体经营稳健向好，线下复苏表现强劲》 ——2021-04-30
- 《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

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

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