

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07月15日

Q2 业绩预告超预期，珠宝龙头加速成长

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

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

事项：

7月14日晚间，周大生发布《2021年半年度业绩预告》，预计21H1实现归母净利润6亿元-6.2亿元，同比20H1增长81.52%-87.57%，其中单Q2预计实现归母净利润3.65亿元-3.85亿元，同比20年Q2增长58.64%-67.33%，较19年Q2亦取得29.75%-36.87%的增长，整体表现超预期。

国信零售观点：公司上半年在多地疫情散发背景下仍取得较高增长，预计受益于线上渠道仍实现快速增长，且抖音等新兴渠道快速发展带来渠道结构优化下的利润率提升；同时预计Q2开店环比Q1有所加速，线下加盟渠道亦取得快速的恢复性增长，这也与上半年黄金珠宝终端社零消费的强劲表现相符。**展望下半年看，我们认为：**

1) 线下渠道经历落后门店淘汰和整合后，重回快速开店节奏，且强化三四线优势同时，以开放加盟的形式强势进军一二线市场，预计全年可实现周大生主品牌净开店350-500家；**2) 线上业务看**，公司作为主打镶嵌首饰的龙头企业，积极打造线上品牌矩阵，注重时尚设计，已在电商渠道深耕多年，在珠宝行业消费升级及线上化趋势下有望率先受益，同时分享新兴电商渠道的流量红利；**3) 品牌使用费提价看**，公司近期对加盟模式的品牌使用费进行了提价，展现了品牌影响力，同时预计有望对盈利能力带来显著提振。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，对应PE分别为15/12/10倍，维持“买入”评级。

评论：

■ 公布半年度业绩预告，Q2表现超预期

从公司21年半年度业绩预告可以看出，单Q2取得归母净利润3.65亿元-3.85亿元，同比增长58.64%-67.33%，而剔除疫情可能带来的低基数影响后，较19年Q2仍取得29.75%-36.87%的增长，预计同时受益于线上渠道发展的提质增效和线下加速开店及加盟渠道的快速恢复性增长。**具体来看：**

线上渠道方面，公司Q2直播回归有效增长，以21年“6·18”大促看，周大生全渠道GMV总额突破2亿元，同比+109.2%，天猫店铺直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。同时京东、唯品会等电商平台预计贡献增量，抖音等新兴电商渠道实现快速发展，且公司抖音平台的运营是主要通过代理模式，涉及到流量投放和主播的费用由代理商承担，公司给代理商提供产品，以批发模式跟代理商做结算，整体毛利率相对稳定、费用率较低。

线下渠道方面，一是随着终端黄金珠宝零售的恢复，预计公司的加盟渠道实现快速的恢复性增长，如国家统计局数据显示，21年1-5月，金银珠宝的社零消费取得同比68.4%的高增长。此外，除受益于行业恢复性增长外，公司自身预计Q2开店较Q1有所加速，同时公司积极在产品、门店形象、营销策略等多方面进行升级调整，其中第六代门店的空间形象设计完成进一步的优化提升，主打时尚年轻化；营销方式上从网络发起吸引顾客，终端门店实现销

售，同时加入不同产品系列做展演、快闪店等。

表 1: 周大生单季度归母净利润及增速 (亿元、%)

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
单季度归母净利润 (亿元)	1.94	2.81	2.52	2.64	1.01	2.30	3.82	3.01	2.35	3.65-3.85
同比 (%)	20.81%	46.16%	4.32%	24.91%	-48.15%	-18.21%	51.33%	14.00%	133.85%	58.64%-67.33%

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

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。展望下半年看，我们认为：

1) 线下渠道经历落后门店淘汰和整合后，重回快速开店节奏，且强化三四线优势同时，以开放加盟的形式强势进军一二线市场，预计全年可实现周大生主品牌净开店 350-500 家；2) 线上业务看，公司作为主打镶嵌首饰的龙头企业，积极打造线上品牌矩阵，注重时尚设计，已在电商渠道深耕多年，在珠宝行业消费升级及线上化趋势下有望率先受益，同时分享新兴电商渠道的流量红利；3) 品牌使用费提价看，公司近期对加盟模式的品牌使用费进行了提价，展现了品牌影响力，同时预计有望对盈利能力带来显著提振。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，对应 PE 分别为 15/12/10 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
			2021/7/14	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600612	老凤祥	买入	51.62	3.03	3.51	3.89	17.04	14.71	13.27	215.09
002867	周大生	买入	18.06	1.39	1.18	1.46	13.03	15.24	12.34	197.98

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	2.5%	3.0%	3.6%	4.3%	企业自由现金流	675	1030	1005	1303
P/E	13.0	15.2	12.3	10.4	权益自由现金流	1023	1118	1055	1367
P/B	2.5	3.1	2.7	2.3					
EV/EBITDA	11.4	13.0	10.5	8.9					

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-重大事件快评：回购方案彰显发展信心，电商业务表现亮眼》 ——2021-06-29
- 《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

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。

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