

2021年08月31日

周大生 (002867.SZ)

动态分析

二季度经营持续向好，线下拓店节奏加快

事件

公司发布 2021 年半年度报告，21H1 实现营收 27.89 亿元/+66.67%，实现归母净利润 6.10 亿元/+84.52%，业绩符合公司此前预告（21H1 归母净利润为 6.0-6.2 亿元，同比增长 81.52%-87.57%），基本每股收益 0.56 元/股，拟每 10 股派现金红利 3 元（含税）。

其中，21Q2，公司实现营收 16.32 亿元/+63.93%，实现归母净利润 3.75 亿元/+62.96%。

投资要点

◆ **上半年业绩靓丽，Q2 营收业绩均环比提速：** 营收端，21H1，公司实现营收 27.89 亿元，同比增长 66.67%；对比疫情前的 19 年同期，上半年营收增长 16.71%，21Q1、21Q2 分别增长 5.39%、26.33%，二季度增速环比提升。净利端，21H1，公司实现归母净利润 6.10 亿元，同比增长 84.52%，较 19 年同期增长 28.38%，21Q1、21Q2 分别较 19 年同期增长 21.25%、33.29%。公司自去年下半年以来，营收净利已经恢复常态，今年上半年营收业绩继续取得优异增长。

◆ **素金首饰表现亮眼，镶嵌首饰仍未完全恢复至疫情前水平：** 分产品看，公司镶嵌首饰、素金首饰、品牌使用费营收分别实现 9.08、12.19、3.43 亿元，同比增长 67.31%、85.54%、59.86%，收入占比分别为 32.56%、43.71%、12.30%。其中，素金首饰，受益于金价上涨及电商销售增长因素，上半年营收较 19 年同期依旧实现 73% 的高速增长；镶嵌首饰，上半年营收恢复至 19 年同期的七成。

◆ **加盟渠道开店节奏加快，线上 Q2 高速增长：** 分渠道看，公司上半年线下自营、加盟、互联网线上营收分别实现 6.47、15.82、4.35 亿元，同比增长 94.41%、84.29%、12.35%，收入占比分别为 23.18%、56.72%、15.58%。公司线下自营渠道受益于单店提升基本恢复至 19 年同期水平，加盟渠道较 19 年同期增长 14.3%，电商业务 Q2 同比实现 47.69% 的高速增长：

(1) 线下方面：公司 Q2 开店节奏加快，Q1、Q2 分别净增 2 家、66 家门店，截至 21H1 末，公司线下门店共 4257 家，其中加盟店净增加 74 家至 4014 家，自营店净减少 6 家至 243 家，公司持续通过轻资产的加盟模式抢占终端市场，加盟店占比 94% 以上且公司 3/4 的加盟店位于三线及以下城市。单店收入方面，上半年年公司自营店单店收入为 266.07 万元，素金首饰销售强劲带动自营单店收入较 19 年同比增长约 20%，镶嵌首饰为 19 年同期 8 成水平。同样的，镶嵌首饰影响公司加盟单店出货尚未恢复至 19 年同期水平，管理服务费率增长较高（+11%）主要系公司去年疫情间扶持加盟商发展对管理服务费率有所减免，形成低基数。

(2) 线上方面：上半年，银饰品和素金首饰销售量和销售额占公司线上渠道的 97%、90%，产品均价较 2020 年进一步降低，线上渠道毛利率同比提升 0.44pct 至 36.05%。公司线上渠道集中在天猫、京东、抖音、中闽在线及唯品会等三方平台，差异化布局设计感更强、单价更低的配饰类产品，从价格、品类、特点上区隔线下门店，力图在线上打造低单价、高频次和高复购的快消模式。

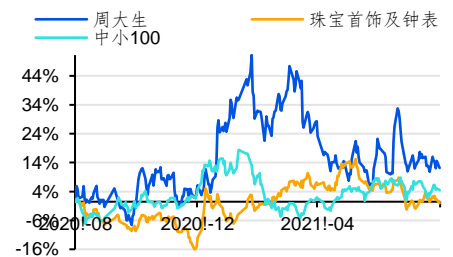
| III

投资评级 **买入-B(维持)**
 股价(2021-08-30) 18.36 元

交易数据

总市值(百万元)	20,126.66
流通市值(百万元)	19,703.20
总股本(百万股)	1,096.22
流通股本(百万股)	1,073.16
12 个月价格区间	16.82/39.38 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.0	-0.47	8.85
绝对收益	0.05	-0.23	11.64

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

孙萌
 sunmeng@huajinsec.cn

相关报告

周大生：线下渠道稳健恢复，电商较 19 年同期快速增长 2021-05-02

周大生：全年业绩正增长，线上渠道增速亮眼 2021-03-31

周大生：加盟拓店规模先行，线上布局觅得先机 2021-01-20

- ◆ **费控良好带动净利率提升，存货周转天数回归常态：**盈利能力方面，21H1，公司毛利率下滑 5.27pct 至 40.46%，较 2019 年提升 2.73pct；公司期间费用率合计下降 7.18pct 至 11.84%，销售、管理、研发、财务费用率分别同比下滑 5.75/1.23/0.13/0.08pct 至 10.58%/1.55%/0.20%/-0.49%，上半年公司净利率同增 2.14pct 至 21.86%。存货方面，公司存货较年初增长 16.82%至 27.94 亿元，存货周转天数同比下降 230 天至 281 天，恢复至疫情前正常水平。现金流方面，上半年公司经营活动现金净流出 4155 万元，系公司备货增加，支付采购款项同比大幅增长。
- ◆ **投资建议：**根据国家统计局，2021 年 1-6 月，限额以上金银珠宝类零售额实现 1526 亿元，较 2019 年同期增长 12.74%。根据中国黄金协会，2021 年上半年全国黄金首饰消费需求较 19 年同期下滑 2.85%。周大生作为国内珠宝行业第一梯队公司，上半年收入增速领先行业，线下加盟渠道拓店加快，线上二季度实现高速增长，费用把控良好带动净利率上行。我们维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.14、1.40 元和 1.66 元，8 月 30 日收盘价对应公司 21、22 年 PE 为 16、13 倍，维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**珠宝行业下沉市场竞争加剧；公司新品牌培育不及预期；一二线城市进驻不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	6,542	7,755	9,178
YoY(%)	11.7	-6.5	28.7	18.5	18.3
净利润(百万元)	991	1,013	1,255	1,530	1,824
YoY(%)	23.0	2.2	23.8	21.9	19.2
毛利率(%)	36.0	41.0	42.5	42.8	42.8
EPS(摊薄/元)	0.90	0.92	1.14	1.40	1.66
ROE(%)	21.0	18.8	18.6	19.6	20.0
P/E(倍)	20.3	19.9	16.0	13.2	11.0
P/B(倍)	4.3	3.7	3.0	2.6	2.2
净利率(%)	18.2	19.9	19.2	19.7	19.9

数据来源：Wind，华金证券研究所

内容目录

一、全年业绩正增长，线上渠道增速亮眼.....	4
(一) 上半年公司业绩靓丽，Q2 营收业绩环比提速.....	4
(二) 素金首饰表现亮眼，镶嵌首饰仍未完全恢复至疫情前水平.....	4
(三) 加盟渠道开店节奏加快，线上 Q2 高速增长.....	5
二、费控良好带动净利率提升，存货周转天数回归常态.....	7
三、盈利预测与投资建议.....	8
四、风险提示.....	8

图表目录

图 1：周大生近 5 年半年度营业收入及同比增速.....	4
图 2：周大生近 5 年半年度归母净利及同比增速.....	4
图 3：周大生季度营业收入及同比增速.....	4
图 4：周大生季度归母净利及同比增速.....	4
图 5：周大生收入结构.....	5
图 6：周大生分产品营收增速.....	5
图 7：周大生各产品毛利率.....	5
图 9：周大生分渠道营收占比.....	6
图 10：周大生分渠道营收增速.....	6
图 11：周大生线下门店数量（家）.....	6
图 12：周大生自营单店收入及毛利率.....	6
图 15：周大生加盟单店收入及毛利率.....	6
图 16：周大生加盟商销售镶嵌首饰毛利率（估算）.....	6
图 17：周大生各产品线上收入占比.....	7
图 18：周大生线上各产品均价变化.....	7
图 19：周大生利润率情况.....	7
图 20：周大生费用率情况.....	7
图 21：周大生存货周转情况.....	8
图 22：周大生经营活动现金流情况.....	8

一、全年业绩正增长，线上渠道增速亮眼

公司发布 2021 年半年度报告，21H1 实现营收 27.89 亿元/+66.67%，实现归母净利 6.10 亿元/+84.52%，业绩符合公司此前预告（21H1 归母净利为 6.0-6.2 亿元，同比增长 81.52%-87.57%），基本每股收益 0.56 元/股，拟每 10 股派现金红利 3 元（含税）。

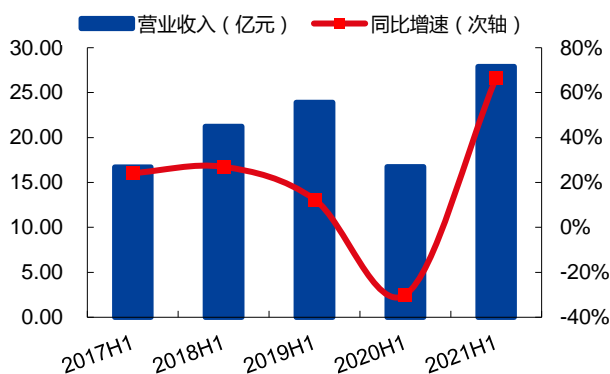
其中，21Q2，公司实现营收 16.32 亿元/+63.93%，实现归母净利 3.75 亿元/+62.96%。

（一）上半年公司业绩靓丽，Q2 营收业绩环比提速

营收端，21H1，公司实现营收 27.89 亿元，同比增长 66.67%；对比疫情前的 19 年同期，上半年营收增长 16.71%，21Q1、21Q2 分别增长 5.39%、26.33%，二季度增速环比提升。

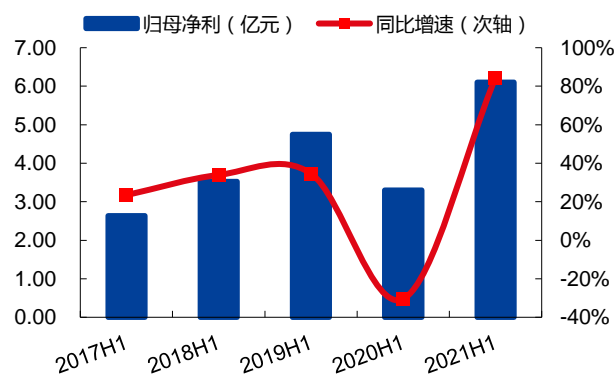
净利端，21H1，公司实现归母净利润 6.10 亿元，同比增长 84.52%，较 19 年同期增长 28.38%，21Q1、21Q2 分别较 19 年同期增长 21.25%、33.29%。公司自去年下半年以来，营收净利已经恢复常态，今年上半年营收业绩继续取得优异增长。

图 1：周大生近 5 年半年度营业收入及同比增速



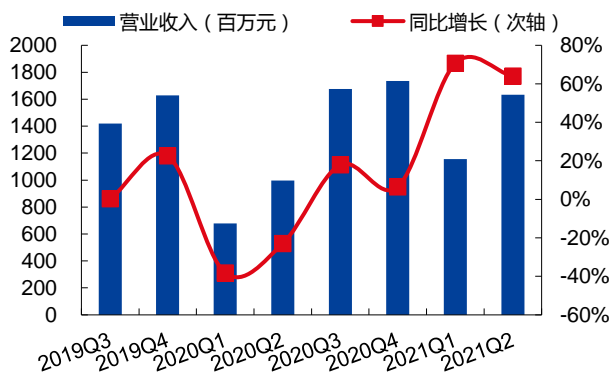
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：周大生近 5 年半年度归母净利及同比增速



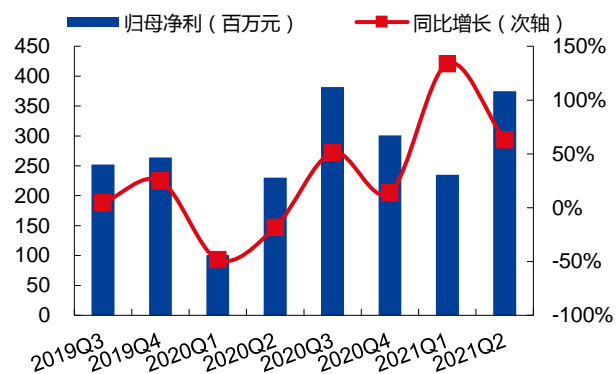
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：周大生季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：周大生季度归母净利及同比增速



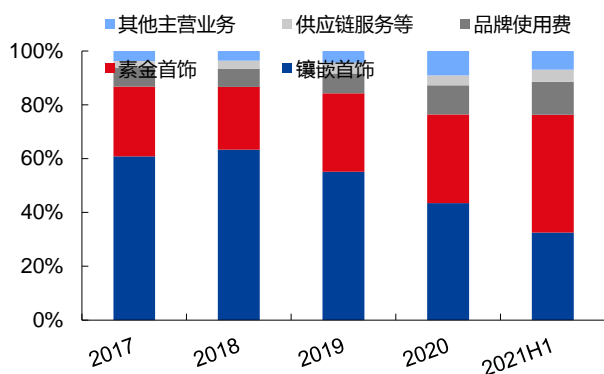
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）素金首饰表现亮眼，镶嵌首饰仍未完全恢复至疫情前水平

分产品看，公司镶嵌首饰、素金首饰、品牌使用费营收分别实现 9.08、12.19、3.43 亿元，同比增长 67.31%、85.54%、59.86%，收入占比分别为 32.56%、43.71%、12.30%。其中，素金首饰，受益于金价上涨及电商销售增长因素，上半年营收较 19 年同期依旧实现 73% 的高速增长；镶嵌首饰，上半年营收恢复至 19 年同期的七成。

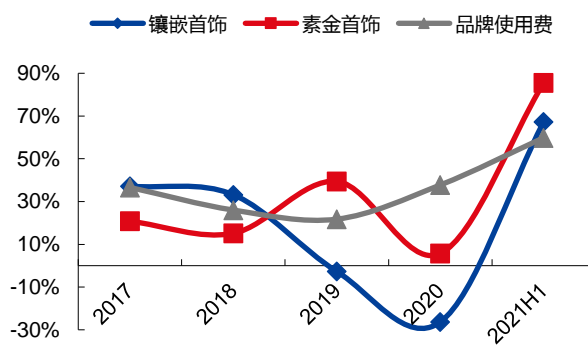
各产品盈利能力方面，上半年公司镶嵌、素金毛利率分别增长 0.9、-5.0pct 至 30.82%、18.87%。

图 5：周大生收入结构



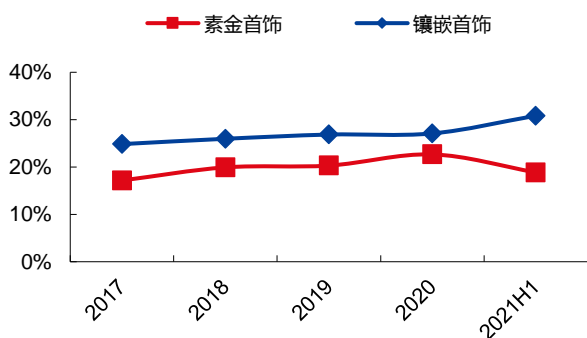
资料来源：公司公告，华金证券研究所（其他主营业务包括管理服务费等、其他首饰和工程管理服务；供应链服务等包括供应链服务、小贷金融、其他业务）

图 6：周大生分产品营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：周大生各产品毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

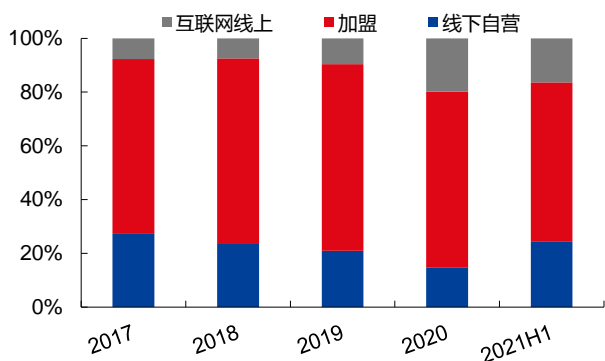
（三）加盟渠道开店节奏加快，线上 Q2 高速增长

分渠道看，公司上半年线下自营、加盟、互联网线上营收分别实现 6.47、15.82、4.35 亿元，同比增长 94.41%、84.29%、12.35%，收入占比分别为 23.18%、56.72%、15.58%。公司线下自营渠道受益于单店提升，整体基本恢复至 19 年同期水平，加盟渠道较 19 年同期增长 14.3%，电商业务 Q2 同比实现 47.69% 的高速增长：

（1）线下方面：公司 Q2 开店节奏加快，Q1、Q2 分别净增 2 家、66 家门店，截至 21H1 末，公司线下门店共 4257 家，其中加盟店净增加 74 家至 4014 家，自营店净减少 6 家至 243 家，公司持续通过轻资产的加盟模式抢占终端市场，加盟店占比 94% 以上且公司 3/4 的加盟店位于三线及以下城市。单店收入方面，上半年年公司自营店单店收入为 266.07 万元，素金首饰销

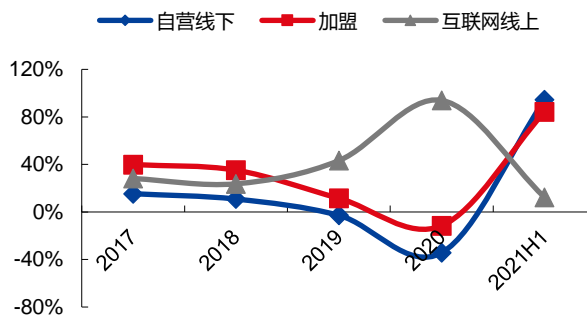
售强劲带动自营单店收入 19 年同比增长约 20%，镶嵌首饰为 19 年同期 8 成水平。同样的，镶嵌首饰影响公司加盟单店出货尚未恢复至 19 年同期水平，公司对加盟商销售镶嵌首饰依旧保持较有吸引力的让利幅度，估算加盟商销售镶嵌首饰的毛利率增长 1.3pct，约 51.5%。管理服务费增长较高 11% 主要系公司去年疫情间扶持加盟商发展对管理服务费有所减免，形成低基数。

图 8：周大生分渠道营收占比



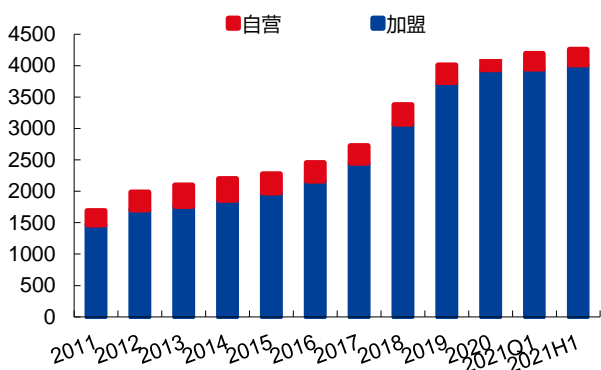
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：周大生分渠道营收增速



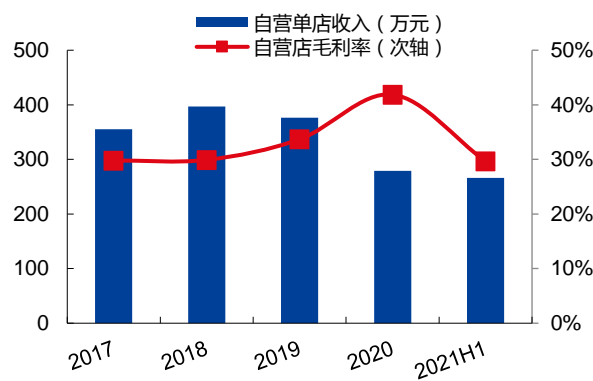
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：周大生线下门店数量（家）



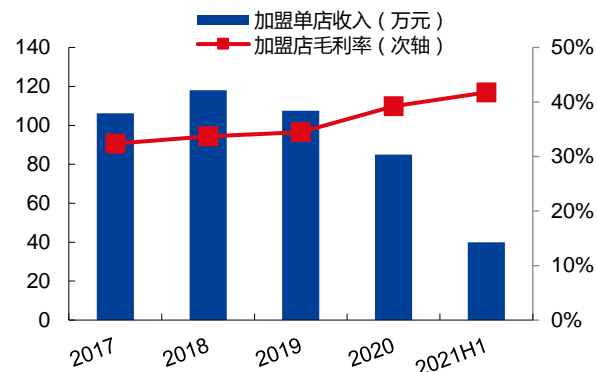
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：周大生自营单店收入及毛利率



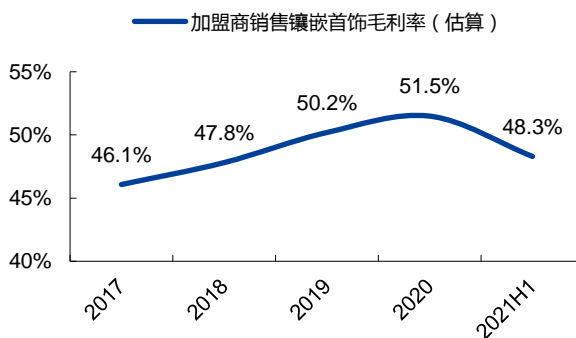
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：周大生加盟单店收入及毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

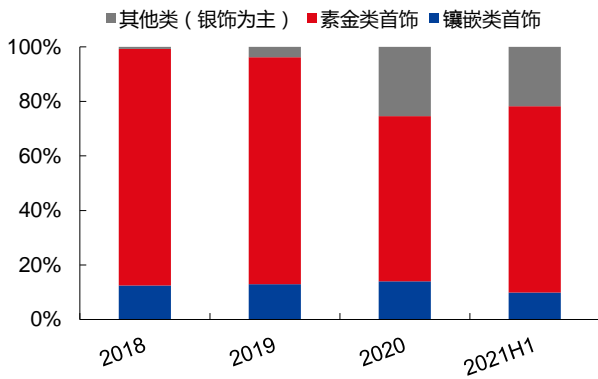
图 13：周大生加盟商销售镶嵌首饰毛利率（估算）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

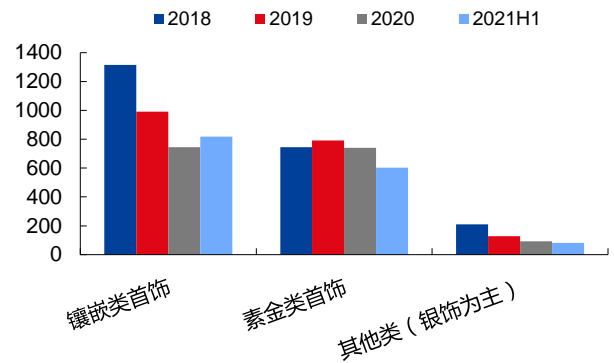
(2) 线上方面：上半年，银饰品和素金首饰销售量和销售额占公司线上渠道的 97%、90%，产品均价较 2020 年进一步降低，毛利率同比提升 0.44pct 至 36.05%。公司线上渠道集中在天猫、京东、抖音、中闽在线及唯品会等三方平台，差异化布局设计感更强、单价更低的配饰类产品，从价格、品类、特点上区隔线下门店，力图在线上打造低单价、高频次和高复购的快消模式。

图 14：周大生各产品线上收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：周大生线上各产品均价变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

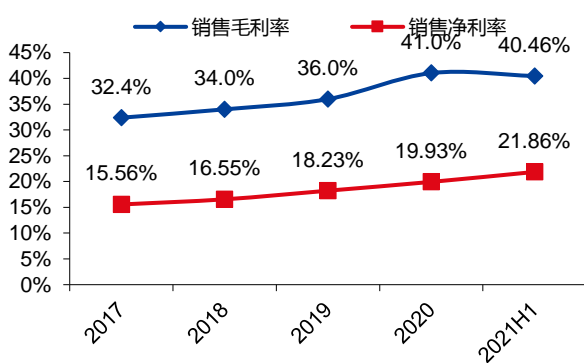
二、费控良好带动净利率提升，存货周转天数回归常态

盈利能力方面，21H1，公司毛利率下滑 5.27pct 至 40.46%，较 2019 年提升 2.73pct；公司期间费用率合计下降 7.18pct 至 11.84%，销售、管理、研发、财务费用率分别同比下滑 5.75/-1.23/-0.13/-0.08pct 至 10.58%/1.55%/0.20%/-0.49%，上半年公司净利率同增 2.14pct 至 21.86%。

存货方面，公司存货较年初增长 16.82%至 27.94 亿元，存货周转天数同比下降 230 天至 281 天，恢复至疫情前正常水平。

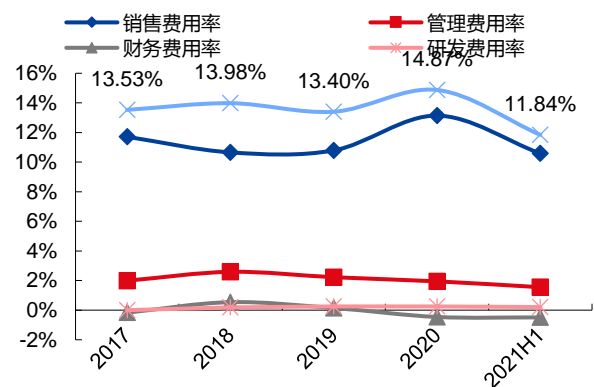
现金流方面，上半年公司经营活动现金净流出 4155 万元，系公司备货增加，支付采购款项同比大幅增长。

图 16：周大生利润率情况



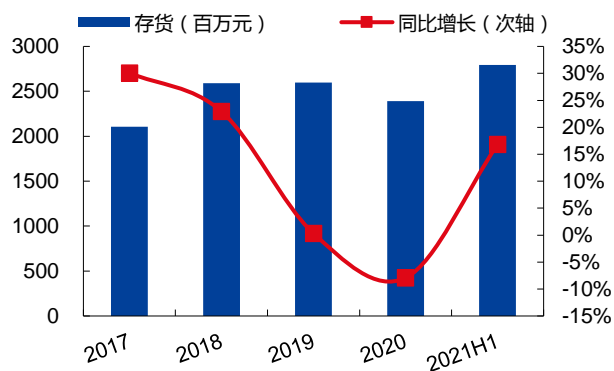
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：周大生费用率情况



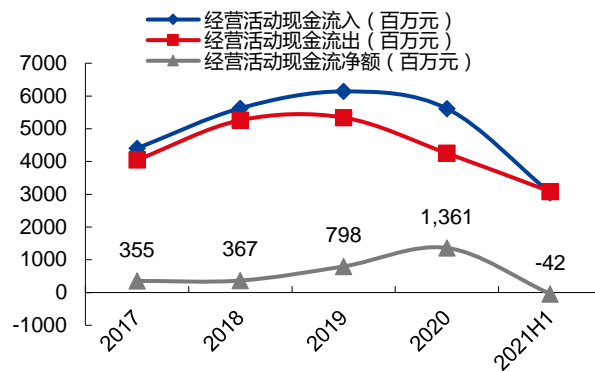
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：周大生存货周转情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：周大生经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

根据国家统计局，2021年1-6月，限额以上金银珠宝类零售额实现1526亿元，较2019年同期增长12.74%。根据中国黄金协会，2021年上半年全国黄金首饰消费需求较19年同期下滑2.85%。周大生作为国内珠宝行业第一梯队公司，上半年收入增速领先行业，线下加盟渠道拓店加快，线上二季度实现高速增长，费用把控良好带动净利率上行。

我们维持盈利预测，预计公司2021-2023年每股收益分别为1.14、1.40元和1.66元，8月30日收盘价对应公司21、22年PE为16、13倍，维持“买入-B”建议。

四、风险提示

珠宝行业下沉市场竞争加剧；公司新品牌培育不及预期；一二线城市进驻不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4162	4759	5872	6677	8737	营业收入	5439	5084	6542	7755	9178
现金	1294	1680	2452	2687	4101	营业成本	3482	2998	3762	4436	5250
应收票据及应收账款	95	157	118	199	176	营业税金及附加	56	69	65	78	92
预付账款	26	13	35	21	46	营业费用	587	668	883	1070	1221
存货	2597	2391	2833	3328	3963	管理费用	121	99	124	155	184
其他流动资产	150	517	433	442	451	研发费用	13	13	29	39	50
非流动资产	1760	1897	2212	2505	2347	财务费用	8	-23	-23	-31	-41
长期投资	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	资产减值损失	-12	-10	10	10	10
固定资产	32	23	250	452	478	公允价值变动收益	19	11	-40	20	0
无形资产	435	427	425	424	422	投资净收益	1	1	1	1	1
其他非流动资产	789	773	797	820	845	营业利润	1257	1309	1652	2019	2414
资产总计	5922	6656	8450	9551	11455	营业外收入	35	24	31	30	28
流动负债	1153	1239	1666	1696	2322	营业外支出	0.1	9.0	9.3	9.6	9.8
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1292	1324	1673	2040	2432
应付票据及应付账款	359	423	670	624	905	所得税	301	310	418	510	608
其他流动负债	212	254	262	270	278	税后利润	991	1013	1255	1530	1824
非流动负债	26	26	27	28	29	少数股东损益	-0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	991	1013	1255	1530	1824
其他非流动负债	26	26	27	28	29	EBITDA	1233	1273	1703	2131	2558
负债合计	1179	1266	1693	1723	2350						
少数股东权益	33	5	5	5	5	主要财务比率					
股本	731	731	1096	1096	1096	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1650	1686	1686	1686	1686	成长能力					
留存收益	2408	3092	3971	5042	6318	营业收入(%)	11.7	-6.5	28.7	18.5	18.3
归属母公司股东权益	4710	5386	6753	7823	9100	营业利润(%)	22.5	4.1	26.2	22.3	19.5
负债和股东权益	5922	6656	8450	9551	11455	归属于母公司净利润(%)	23.0	2.2	23.8	21.9	19.2
						获利能力					
						毛利率(%)	36.0	41.0	42.5	42.8	42.8
						净利率(%)	18.2	19.9	19.2	19.7	19.9
						ROE(%)	21.0	18.8	18.6	19.6	20.0
						ROIC(%)	37.9	42.2	47.5	52.5	48.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.9	19.0	20.0	18.0	20.5
						流动比率	3.6	3.8	3.7	4.2	3.9
						速动比率	1.4	1.9	2.0	2.2	2.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	56.7	40.6	48.0	49.3	49.3
						应付账款周转率	11.3	13.8	12.5	12.6	12.6
						估值比率					
						P/E	20.3	19.9	16.0	13.2	11.0
						P/B	4.3	3.7	3.0	2.6	2.2
						EV/EBITDA	9.4	13.1	9.5	7.5	5.7

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn