

周大生 (002867.SZ)

短期恢复迅速，引入省代模式赋予长期动能

公司收入/业绩同比增长 **67%/85%**，表现亮眼。2021年 H1 公司实现营收 27.9 亿元，同比+67%，较 2019 年+17%，毛利率-5.3PCTs 至 40.5%，销售/管理费用率分别-5.7/-1.2PCTs 至 10.6%/1.5%，净利率+2.1PCTs 至 21.9%，归母净利润 6.1 亿元，同比+85%，较 2019 年+28%，疫情后恢复迅速，表现亮眼。

“量价”齐升带动线下渠道高增长，金价波动及产品结构变动使得毛利率承压。

➤ **收入端：“量价”齐升带动线下渠道高增长，线上增速受限于高基数及平台业务调整有所放缓。**公司自营线下/自营线上/加盟业务实现营收 6.47/4.35/15.82 亿元，同比+94%/+12%/+84%。我们判断主要系：**1) 门店数量方面**，截至 H1 公司加盟/自营门店数量为 4014/243 家，较同期+266/-14 家，较年初+74/-6 家。新开店中公司逐步提升一二线城市以及购物中心门店占比。**2) 店效方面**，受益于 H1 终端需求复苏以及金价上行，自营店/加盟店单店收入同比增长 112%/74%。**3) 电商业务整体增速放缓**主要由于同期基数较高，以及 Q1 部分渠道业务模式转变影响，后随着业务调整逐步完成，增速恢复，单 Q2 公司线上收入同比增长 48%。

➤ **毛利率：金价波动及产品结构变动使得毛利率承压。**上半年公司素金首饰毛利率下降 5PCTs 至 19%，素金首饰收入占比提升 4PCTs 至 44%，品牌使用费和管理服务费占比下降 2PCTs 至 16%。

存货管理效率提升。2021H1 公司存货周转天数同比缩短 230 天至 281 天，较 2019 年缩短 30 天，应收账款周转天数同比略有延长 1 天至 10 天，经营性现金流净流出 0.4 亿元，主要系期内备货支出增加所致。

引进省代模式，赋予长期增长动能。Q3 以来公司引进省代模式以促进渠道建设和产品布局，一方面省代有望凭借自己的客户和渠道资源优势进行渠道拓展以及品牌推广，另一方面通过省代建立的黄金区域展销配货中心，以及公司为核心加盟商提供的金融支持有助于推动黄金产品的布局和销售，提升周大生品牌在黄金首饰市场的份额占比。

全年来看，收入/业绩增长 26%/29%。下半年局部地区疫情反复，然而我们认为随着线上业务的增长势头恢复，省代模式下黄金业务的快速发展与公司线下渠道的稳定扩张，全年收入/业绩增长态势不变，我们预计收入/业绩增长 26%/29%。

投资建议：公司定位中高端镶嵌珠宝品牌，拥有行业领先的渠道数量和下沉力度，伴随着省代模式的引入，公司有望进入新的增长阶段。我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 13.08/15.56/18.55 亿元，对应 2021/22 PE 为 15/13 倍。维持“增持”评级。

风险提示：门店拓展速度质量不及预期；终端需求恢复不及预期；原材料价格波动。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	6,427	7,547	8,801
增长率 yoy (%)	11.7	-6.5	26.4	17.4	16.6
归母净利润(百万元)	991	1,013	1,308	1,556	1,855
增长率 yoy (%)	23.0	2.2	29.1	18.9	19.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.90	0.92	1.19	1.42	1.69
净资产收益率(%)	20.9	18.8	20.9	21.7	22.2
P/E(倍)	20.0	19.6	15.2	12.7	10.7
P/B(倍)	4.2	3.7	3.2	2.8	2.4

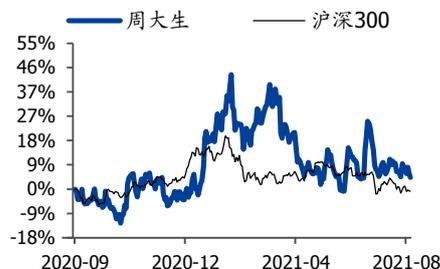
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 31 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	增持
8月31日收盘价(元)	18.09
总市值(百万元)	19,830.68
总股本(百万股)	1,096.22
其中自由流通股(%)	97.90
30日日均成交量(百万股)	10.39

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

邮箱: houziye@gszq.com

相关研究

- 《周大生(002867.SZ): 终端需求复苏, Q1 业绩恢复迅速》2021-04-30
- 《周大生(002867.SZ): 以电商突围, 全年业绩正增长》2021-04-03
- 《周大生(002867.SZ): 直播带货助力, 电商业务爆发》2020-10-31



财务报表和主要财务比率

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	6804	7281	8925	营业收入	5439	5084	6427	7547	8801
现金	1294	1680	2661	3125	3644	营业成本	3482	2998	3901	4564	5286
应收票据及应收账款	76	136	84	200	116	营业税金及附加	56	69	70	84	101
其他应收款	20	21	30	29	40	营业费用	587	668	720	838	959
预付账款	26	13	36	21	46	管理费用	121	99	103	117	130
存货	2597	2391	3475	3388	4561	研发费用	13	13	17	20	23
其他流动资产	150	517	517	517	517	财务费用	8	-23	0	-4	-17
非流动资产	1760	1897	1909	1919	1944	资产减值损失	-12	-10	-12	-15	-17
长期投资	1	1	1	1	1	其他收益	77	50	50	50	50
固定资产	32	23	93	147	187	公允价值变动收益	19	11	6	8	11
无形资产	435	427	417	407	397	投资净收益	1	1	12	10	6
其他非流动资产	1292	1446	1398	1364	1360	资产处置收益	0	2	0	0	0
资产总计	5922	6656	8713	9200	10869	营业利润	1257	1309	1697	2011	2402
流动负债	1153	1239	2427	2016	2489	营业外收入	35	24	25	29	28
短期借款	0	0	745	445	422	营业外支出	0	9	3	3	4
应付票据及应付账款	359	423	751	534	947	利润总额	1292	1324	1719	2037	2427
其他流动负债	794	817	932	1037	1120	所得税	301	310	412	482	572
非流动负债	26	26	26	26	26	净利润	991	1013	1308	1556	1855
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26	26	归属母公司净利润	991	1013	1308	1556	1855
负债合计	1179	1266	2454	2042	2515	EBITDA	1297	1313	1728	2053	2412
少数股东权益	33	5	4	4	4	EPS (元)	0.90	0.92	1.19	1.42	1.69
股本	731	731	1096	1096	1096						
资本公积	1650	1686	1320	1320	1320						
留存收益	2408	3092	3864	4811	5939						
归属母公司股东权益	4710	5386	6255	7153	8350						
负债和股东权益	5922	6656	8713	9200	10869						

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	-6.5	26.4	17.4	16.6
营业利润(%)	22.5	4.1	29.7	18.5	19.4
归属于母公司净利润(%)	23.0	2.2	29.1	18.9	19.2
获利能力					
毛利率(%)	36.0	41.0	39.3	39.5	39.9
净利率(%)	18.2	19.9	20.4	20.6	21.1
ROE(%)	20.9	18.8	20.9	21.7	22.2
ROIC(%)	20.4	18.1	18.2	19.9	20.5
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	19.0	28.2	22.2	23.1
净负债比率(%)	-27.0	-31.0	-30.4	-37.3	-38.4
流动比率	3.6	3.8	2.8	3.6	3.6
速动比率	1.2	1.5	1.1	1.7	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	68.5	48.0	58.2	53.1	55.7
应付账款周转率	7.0	7.7	6.6	7.1	7.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.92	1.19	1.42	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.24	0.68	1.34	1.14
每股净资产(最新摊薄)	4.30	4.91	5.71	6.53	7.62
估值比率					
P/E	20.0	19.6	15.2	12.7	10.7
P/B	4.2	3.7	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	14.3	13.8	10.4	8.4	6.9

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	798	1361	745	1471	1248
净利润	991	1013	1308	1556	1855
折旧摊销	44	39	51	67	61
财务费用	8	-23	0	-4	-17
投资损失	-1	-1	-12	-10	-6
营运资金变动	-292	278	-621	-125	-629
其他经营现金流	48	55	19	-13	-16
投资活动现金流	313	-638	-71	-53	-64
资本支出	181	137	37	4	21
长期投资	476	-525	0	0	0
其他投资现金流	969	-1026	-34	-49	-44
筹资活动现金流	-903	-336	-438	-654	-641
短期借款	-600	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	246	0	365	0	0
资本公积增加	-172	35	-365	0	0
其他筹资现金流	-377	-372	-438	-654	-641
现金净增加额	208	387	236	763	542

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com