

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

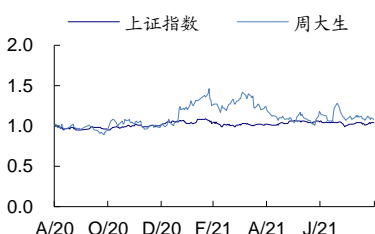
周大生(002867)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,096/1,073
总市值/流通(百万元)	20,127/19,703
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12个月最高/最低(元)	39.38/16.82

相关研究报告:

《周大生-002867-重大事件快评: Q2 业绩预告超预期, 珠宝龙头加速成长》——2021-07-16
 《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

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168

E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

联系人: 柳旭

电话: 0755-81981311

E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

渠道产品持续优化, 延续高速复苏态势
● 营收利润双高增, 盈利能力稳健恢复

公司 21H1 实现营业收入 27.89 亿元, 同比+66.67%, 实现归母净利润 6.1 亿元, 同比+84.52%。业绩增速处于此前业绩预告区间中值。公司业务自疫情趋缓后快速恢复常态; 单 Q2 实现营收 16.32 亿元, 同比+63.93%, 归母净利润 3.75 亿元, 同比+62.96%。

● 线下业务快速复苏, 素金产品增长领先

分渠道来看, 21H1 加盟业务/线下自营/电商自营业务分别实现营收 15.82/6.47/4.35 亿元, 分别同比+84.29%/+94.41%/+12.35%, 营收占比分别为 56.72%/23.18%/15.58%, 加盟业务占比提升 5.43pct, 其中 Q2 线上增长 47.7%, 表现良好; 公司上半年净增门店 68 家至 4257 家, 其中一二线城市加速净增 26 家。分产品来看, 上半年素金类、镶嵌类产品、品牌使用费分别实现营收 12.19/9.08/3.43 亿元, 分别同比+85.5%/+67.3%/+59.9%, 素金高增长受益金价上涨及电商销售增长。

● 结构性调整导致毛利率下降, 备货增加带来现金流承压

21H1 毛利率为 40.46%, 同比-5.26pct, 主要系金价波动以及素金销售占比提高等收入结构变化影响所致。销售费率同比-5.74pct, 主要系营销投放优化下线上推广费及广告费率的降低; 管理费率同比-1.35pct, 体现公司良好内控水平。21H1 存货周转天数 281 天, 恢复正常水平; 经营活动产生的现金流量净额-4154.73 万元, 同比-112.72%, 主要系业务增长备货需求增加使得采购支出同比增长幅度较大所致。

● 风险提示: 疫情恢复不达预期, 展店不达预期, 同店增速不达预期
● 投资建议: 品类持续优化, 渠道运营能力持续提升, 维持“买入”。

公司业绩在疫情恢复后取得快速发展。作为大众时尚珠宝龙头, 产品端不断迭代出新满足年轻消费群体; 渠道端通过线下优异的加盟管理模式稳步扩张, 门店经历淘汰和整合后, 重回快速开店节奏, 同时线上积极布局抖音兴趣电商平台带来渠道新增量。且下半年随着入网费提价实施有望带来一定业绩提振。我们维持公司 21-23 年 EPS 预测 1.18/1.46/1.74 元/股, 对应 PE 为 15/13/11 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

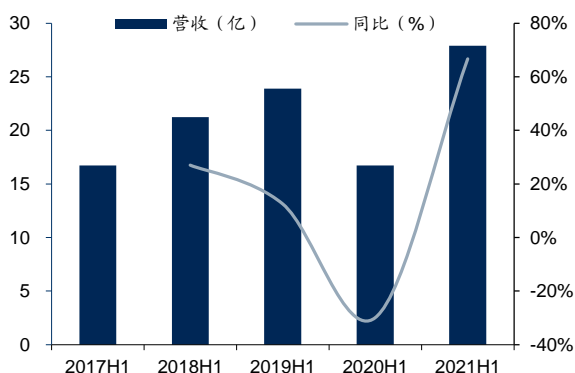
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,084.13	6,451.31	7,868.24	9,317.61
(+/-%)	-6.53%	26.89%	21.96%	18.42%
净利润(百万元)	1,013.31	1,298.98	1,604.79	1,909.88
(+/-%)	2.21%	28.19%	23.54%	19.01%
摊薄每股收益(元)	1.39	1.18	1.46	1.74
EBITMargin	24.59%	24.86%	25.46%	25.62%
净资产收益率(ROE)	18.81%	20.64%	21.63%	21.81%
市盈率(PE)	13.24	15.49	12.54	10.54
EV/EBITDA	11.62	13.19	10.62	9.06
市净率(PB)	2.49	3.20	2.71	2.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩情况：业绩取得良好恢复，净利水平稳步恢复

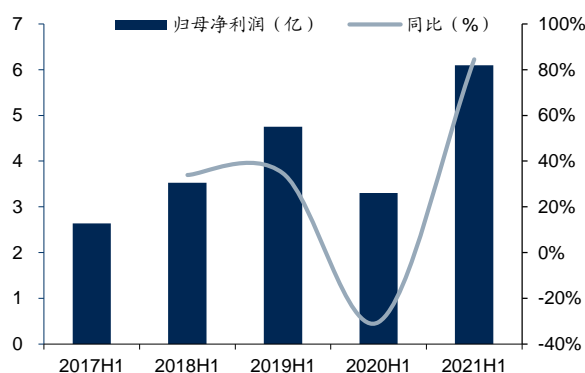
公司 21H1 实现营业收入 27.89 亿元，同比+66.67%，实现归母净利润 6.1 亿元，同比+84.52%。公司业绩自疫情趋缓后逐步恢复常态；单 Q2 实现营收 16.32 亿元，同比+63.93%，归母净利润 3.75 亿元，同比+62.96%，处于此前业绩预告区间中值。

图 1：公司历年营收及增速/%



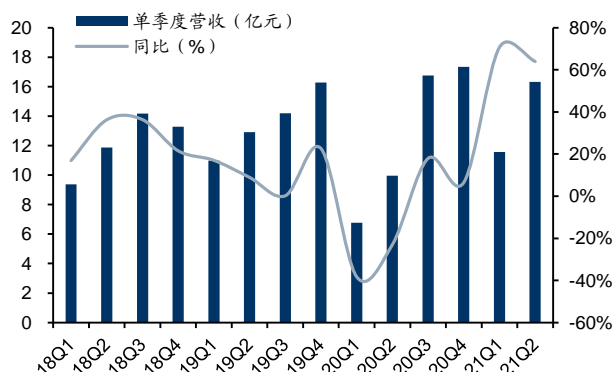
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年归母净利润及增速/%



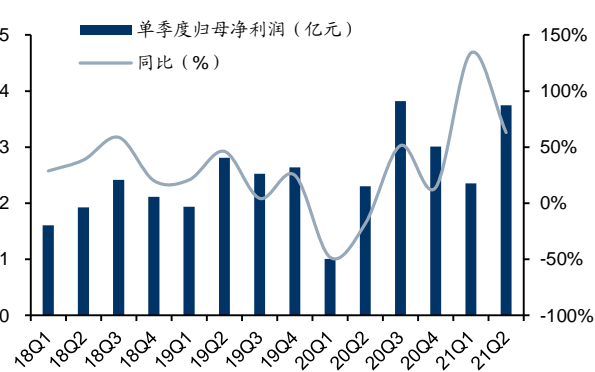
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度营收及增速/%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度归母净利润及增速/%



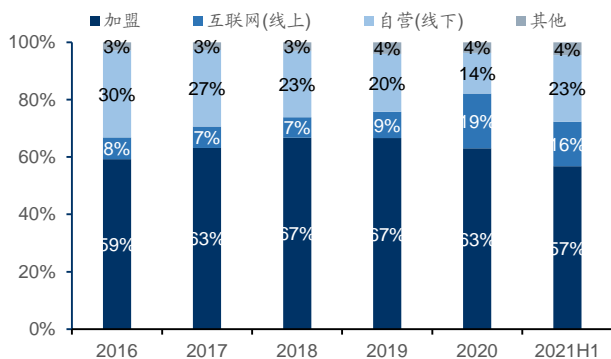
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

营收分拆：加盟和自营线下业务快速成长，素金产品表现亮眼

分渠道来看，21H1 加盟业务实现营收 15.82 亿元，同比+84.29%，营收占比 56.72%，较去年同期+5.43pct；自营线下业务营收 6.47 亿元，较同比+94.41%，营收占比 23.18%，较去年同期-3.31pct；自营线上（电商）业务实现营收 4.35 亿元，同比+12.35%，营收占比 15.58%，同比-7.54pct。整体来看，公司加盟端和线下业务成长迅速，受上年同期较高基数以及受部分渠道业务模式转变影响，电商业务增速趋于平缓，上半年电商业务累计实现销量 171.2 万件，同比+36.37%，总体销量增速较快。

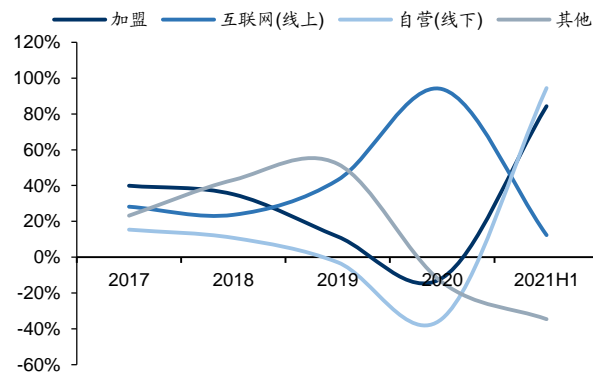
以销售渠道划分，线上销售渠道主要集中在天猫、京东、抖音、中闽在线及唯品会等第三方平台，其中天猫渠道实现营收 2.87 亿元、京东 0.37 亿元、抖音 0.68 亿元，多渠道开拓表现突出。

图 5: 公司分业务占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 其他业务包括供应链服务和小额贷款

图 6: 公司分业务增速情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 其他业务包括供应链服务和小额贷款

从门店数量来看, 目前公司品牌终端门店数量共计 4257 家, 较上年同期末净增加 252 家, 较年初净增加 68 家, 其中加盟门店 4014 家, 自营门店 243 家, 上半年度累计新增门店 226 家, 新增门店数量较上年同期+51.68%, 拓店力度加大, 上半年累计撤减门店 158 家, 基本与上年同期持平。

按门店所在城市线级划分, 分布在一二线城市的终端门店 1242 家, 占比 29.18%, 分布于三四线及以下城市的终端门店 3015 家, 占比 70.82%; 自营门店集中在高线城市, 加盟门店以低线城市为主, 90%的自营终端门店集中在一二线城市, 75%的加盟终端门店分布在三四线及以下线城市。

按门店类型划分, 加盟专卖店为 1887 家, 加盟专柜为 2127 家, 自营专柜为 203 家, 自营专卖店为 40 家; 专卖店合计 1927 家, 占比 45.27%, 专门店数量较年初净增加 26 家, 专柜合计 2330 家, 占比 54.73%, 专柜店数量较年初净增 42 家。

表 1: 公司门店数量情况 (家)

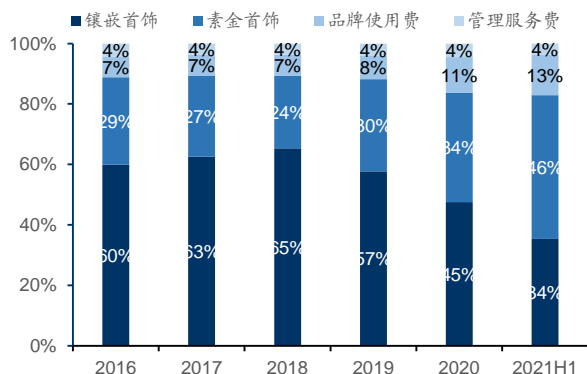
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
门店数量 (家)	2276	2456	2720	3375	4011	4189	4257
其中: 加盟 (家)	1977	2162	2448	3073	3733	3940	4014
其中: 自营 (家)	299	294	272	302	278	249	243

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从产品构成来看, 受益于金价上涨及电商销售增长, 上半年素金类产品实现营收 12.19 亿元, 同比+85.54%, 镶嵌类产品实现营收 9.08 亿元, 同比+67.31%, 品牌使用费收入 3.43 亿元, 同比 59.86%。

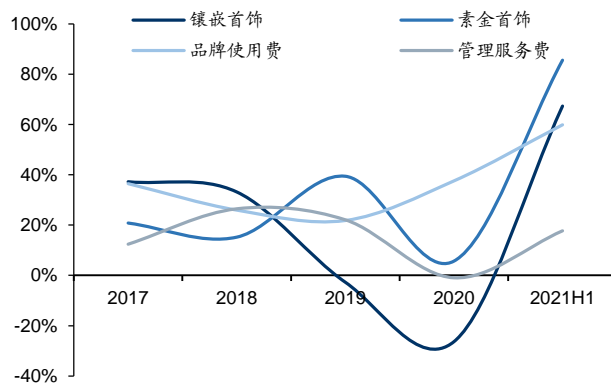
分渠道来看各类产品销售情况, 自营线下端, 镶嵌产品实现销售收入 0.99 亿元, 同比+36.36%, 黄金产品销售收入 5.18 亿元, 同比+117.89%, 黄金类产品增幅明显; 加盟业务端, 镶嵌产品批发销售收入 7.66 亿元, 同比+85.94%, 黄金产品批发销售收入 3.77 亿元, 同比+156.52%, 品牌使用费收入 3.43 亿元, 同比+59.86%。整体来看, 黄金产品增速显著。

图 3: 公司分产品品类占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分产品品类增速 (%)

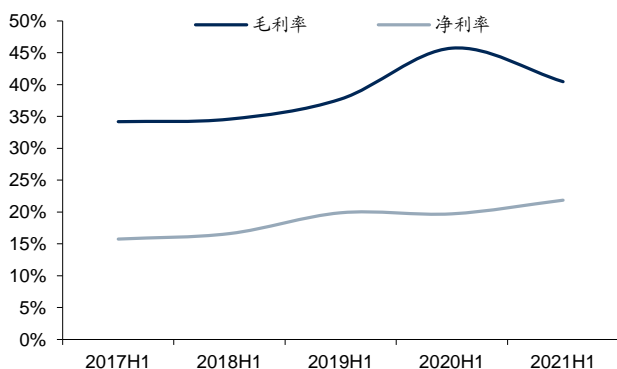


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力: 结构性调整导致毛利率下降, 控费能力提升

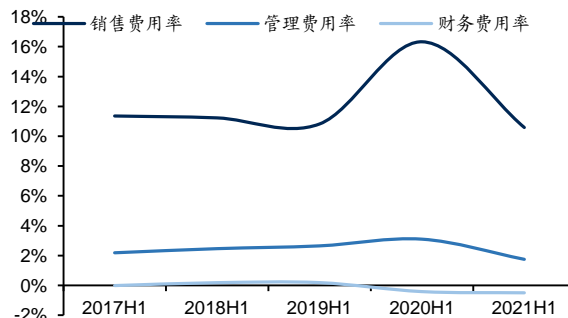
21H1 毛利率为 40.46%, 较上年同期下降 5.26pct, 主要系金价波动以及素金销售占比提高等收入结构变化影响所致。其中销售费率 10.58%, 同比-5.74pct, 公司整体控费能力提升, 管理费率 1.75%, 同比-1.35pct, 主要系股份支付摊销费用同比减少所致。

图 5: 全年毛利率、净利率变化情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 全年三项费用率变化情况 (%)

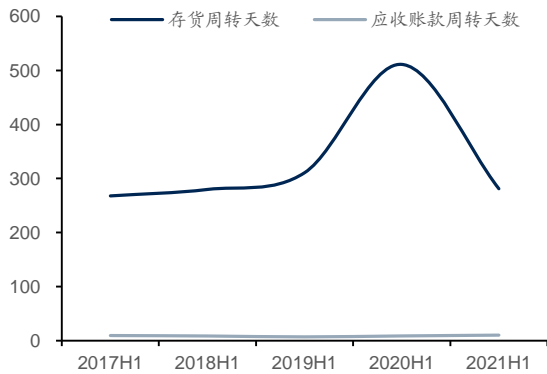


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

运营能力: 存货周转效率恢复, 备货增加带来现金流承压

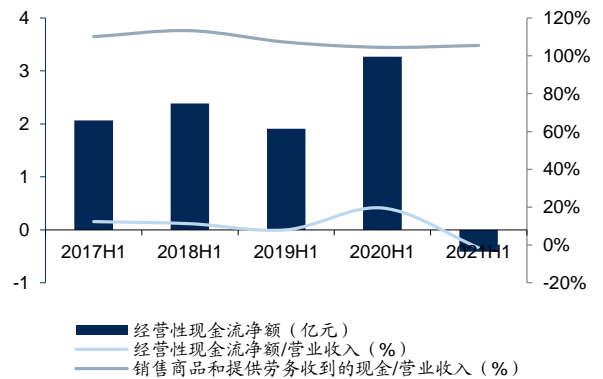
21H1 存货周转天数 281 天, 同比下降 230 天, 恢复至往年正常水平, 应收账款 10 天, 同比+1.45 天; 经营活动产生的现金流量净额-4,154.73 万元, 同比-112.72%, 主要系业务增长备货需求增加使得采购支出同比增长幅度较大所致。

图 11: 公司存货和应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 销售商品收到的现金&经营活动现金流净额/营收



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 品类持续优化, 渠道运营能力持续提升, 维持“买入”

黄金珠宝作为可选属性较强的品类, 伴随疫情缓和业绩快速恢复。公司作为大众时尚珠宝龙头, 产品端, 不断推动系列迭代出新, 满足年轻消费群体的风格偏好, 同时开发情景风格珠宝, 深入细分化购买需求, 塑造品牌代表性; 渠道端, 通过线下优异的加盟管理模式稳步扩张, 门店经历淘汰和整合后, 重回快速开店节奏, 同时, 公司积极拥抱线上, 上半年“618”大促实现全渠道 GMV 突破 2 亿元, 同比+109.2%, 品牌位居天猫店铺自播珠宝排行榜第一名, 同时积极布局抖音兴趣电商平台。且下半年随着入网费提价实施有望带来业绩提振。

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 1.18/1.46/1.74 元/股, 对应 PE 分别为 15/13/11 倍, 维持“买入”评级。

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 2021/08/30	EPS			PE			PB 2020
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
002867	周大生	买入	18.36	1.39	1.18	1.46	13.24	15.49	12.54	2.49
600612	老凤祥	买入	46.49	3.03	3.54	3.90	14.95	13.13	11.91	2.58

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

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)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(140)	(108)	(464)	(465)
每股收益	1.39	1.18	1.46	1.74	其它	(4)	(142)	(38)	(29)
每股红利	0.46	0.36	0.44	0.52	经营活动现金流	866	1219	1185	1497
每股净资产	7.37	5.74	6.77	7.99	资本开支	(155)	(121)	(101)	(101)
ROIC	19%	24%	29%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(156)	(121)	(101)	(101)
毛利率	41%	40%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	25%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(336)	(390)	(481)	(573)
收入增长	-7%	27%	22%	18%	其它融资现金流	348	50	0	0
净利润增长率	2%	28%	24%	19%	融资活动现金流	(323)	(340)	(481)	(573)
资产负债率	19%	19%	18%	19%	现金净变动	387	758	603	823
息率	2.5%	2.9%	3.6%	4.3%	货币资金的期初余额	1294	1680	2438	3041
P/E	13.2	15.5	12.5	10.5	货币资金的期末余额	1680	2438	3041	3864
P/B	2.5	3.2	2.7	2.3	企业自由现金流	675	1030	1005	1303
EV/EBITDA	11.6	13.2	10.6	9.1	权益自由现金流	1023	1118	1055	1367

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 \pm 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 \pm 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。

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，并向客户发布的行为。

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