

周大生(002867)

点评报告

行业公司研究—零售行业—

证券研究报告

经营环比改善、同比高增，迈入高质量新发展阶段

——周大生 2021 年中报点评

✍️：陈腾曦 执业证书编号：S1230520080010
☎️：021-80105934
✉️：chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2021 年中报，电商稳健，线下营收业绩环比改善、同比高增，业务高质量发展！

投资要点

□ 公司发布 2021 半年报，营收业绩环比改善、同比高增，盈利水平提升：

公司发布 2021 半年报，2021 年上半年实现收入 27.89 亿，yoy+66.67%；实现归母净利润 6.1 亿，yoy+84.52%，净利率 21.87%，较 20H1 提升 2.14pct，拆解来看，毛利率下降 5.26pct，销售费用率下降 7.18pct。

单 Q2 营收 16.32 亿，yoy+63.93%，较 19Q2 增长 26.33%；实现归母净利润 3.75 亿，yoy+62.95%，较 19Q2 增长 33.29%，营收/净利同比 19Q2 增速环比 21Q1 来看分别提升 20.93pct 和 12.03pct。

□ 分品类看，镶嵌尚未恢复到 19H1 水平，素金高增，较 19H1 增长 73%：

镶嵌（批发）/素金（自营+批发）/其他（自营线上，银饰为主）/加盟管理服务/品牌使用费分别实现收入 9.07 亿（+67%）/12.19 亿（+86%）/0.97 亿（+18%）/0.96 亿（+19%）/3.43 亿（+60%），其中

品类结构调整致 Q2 毛利率同比下降 6.85pct：20Q2 疫情影响订货情况下，低毛利镶嵌批发收入低、高毛利电商及精品黄金销售比例相对提升带来高毛利基数，而 21Q2 金价波动、素金销售占比提高等收入结构因素致毛利率较 20Q2 下降 6.85pct。

□ 分渠道看，线下加快恢复，电商渠道多元化拓展，保持稳健增长：

21H1 自营线下/加盟/自营线上分别实现收入 6.47 亿（yoy+94.41%）/15.82 亿（yoy+84.29%）/4.35 亿（yoy+12.34%），自营线上收入占比 19%。线上布局 3（淘系、京东+唯品会、达人直播&抖音自播&淘系自播）+1（私域）等新渠道，天猫（占比 66%）、京东（8%）、抖音（16%）等渠道规模已具，Q2 电商继续高增长，同比增长 47.69%。

□ 从终端门店来看，线下门店继续稳步提质，一二线通过加盟加快拓展：

净开店最差时点已过，继 Q1 新增 75 家、闭店 73 家，Q2 恢复良好开店速度，Q2 新开 151 家，闭店 85 家，净增 66 家。同比和环比开店均有显著改善，进入相对正常状态。其中，21H1 新增门店分线城市来看，一二线城市共净增 26 家（其中，加盟净增 30 家，直营净减少 4 家），三四线及以下净增 42 家，一二线净增速（增长 2.14%）快于三四线（增长 1.41%）。

□ 盈利预测及估值：线下：产品结构优化&数字化&配货模型提升单店收入盈利空间，强低线渠道力+一二线放开加盟，驱动拓店提速。电商：布局领先，随着新品牌建设推进和线上线下产品供应链体系的进一步完善，多渠道持续放量。此外，计克类黄金入网费单克提升至 12 元，提高公司利润分享比例，将增加业绩弹性。7-8 月水灾+疫情由于相对淡季且仅涉及部分区域，预计对全年影响有限。预计 21/22/23 年营收 61.57/75.39/90.10 亿，同增 21.1%/22.5%/19.5%，归母净利 13.18/16.95/20.43 亿，同增

评级

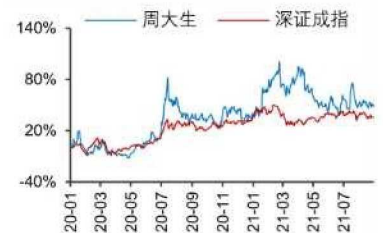
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥18.36

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.34
1Q/2021 0.32
4Q/2020 0.41
3Q/2020 0.52



公司简介

公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。

相关报告

- 《周大生 (002867) 点评报告：线上多渠道数据靓丽，印证公司革新能力》2021.06.24
- 《周大生 (002867) 点评报告：线上多渠道数据靓丽，印证公司革新能力》2021.06.23
- 《周大生 (002867) 一季报点评：线下回归常态，继续优化业务提升盈利质量》2021.04.30
- 《周大生 (002867) 深度报告：永远年轻，永远拥抱变化》2021.02.21

报告撰写人：陈腾曦

30.1%/28.6%/20.5%，对应 PE 15.3/11.9/9.9X。周大生是最具进取心的珠宝品牌龙头，业绩确定性稳定增长，维持“买入评级”。

□ **风险提示：**竞争加剧；新品牌拓展不及预期；门店扩张不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5,084	6,157	7,539	9,010
(+/-)	-6.5%	21.1%	22.5%	19.5%
净利润	1,013	1,318	1,695	2,043
(+/-)	2.2%	30.1%	28.6%	20.5%
每股收益 (元)	1.4	1.2	1.5	1.9
P/E	19.9	15.3	11.9	9.9

表 1: 财务三表摘要 (单位: 百万元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
利润表										
营业收入	1,097.43	1,292.18	1,420.59	1,629.09	677.64	995.75	1,675.43	1,735.31	1,156.61	1,632.36
YOY	17.04%	8.92%	0.22%	22.63%	-38.25%	-22.94%	17.94%	6.52%	70.68%	63.93%
毛利率	37.35%	38.04%	35.14%	34.16%	43.35%	47.35%	42.91%	34.70%	40.42%	40.49%
销售费用	136.46	122.05	116.55	211.96	134.96	138.26	195.11	199.71	134.18	161.03
销售费用率	12.43%	9.45%	8.20%	13.01%	19.92%	13.89%	11.65%	11.51%	11.60%	9.86%
管理费用	27.81	29.65	32.26	31.26	22.16	24.28	22.97	29.42	21.31	21.82
管理费用率	2.53%	2.29%	2.27%	1.92%	3.27%	2.44%	1.37%	1.70%	1.84%	1.34%
研发费用	2.28	3.62	2.23	5.19	3.36	2.1	2.3	4.86	3	2.66
研发费用率	0.21%	0.28%	0.16%	0.32%	0.50%	0.21%	0.14%	0.28%	0.26%	0.16%
财务费用	-1.86	6.38	5.46	-2.26	-3.29	-3.61	-5.95	-10.54	-4.57	-9.19
财务费用率	-0.17%	0.49%	0.38%	-0.14%	-0.49%	-0.36%	-0.36%	-0.61%	-0.40%	-0.56%
其他收益	37.64	12.05	10.77	16.78	11.15	3.16	23.25	12.31	9.51	13.43
资产减值损失	22.6	21.07	-2.93	-7.85	4.36	0.16	-8.68	-5.7	-22.38	-3.39
归母净利润	193.94	281.18	252.26	264.04	100.56	229.99	381.75	301.01	235.16	374.78
YOY	20.81%	46.16%	4.32%	24.91%	-48.15%	-18.21%	51.33%	14.00%	133.85%	62.95%
归母净利率	17.67%	21.76%	17.76%	16.21%	14.84%	23.10%	22.79%	17.35%	20.33%	22.96%
扣非归母净利润	184.62	257.98	246.15	225.03	88.85	215.4	358.36	359.36	222.93	358.14
YOY	23.16%	39.40%	6.74%	21.02%	-51.87%	-16.51%	45.59%	59.69%	150.91%	66.27%
扣非归母净利率	16.82%	19.96%	17.33%	13.81%	13.11%	21.63%	21.39%	20.71%	19.27%	21.94%
资产负债表										
应收账款	170.31	102.29	71.99	75.51	109.79	86.6	101.98	136.5	138.56	186.84
YOY	17.27%	-3.85%	-29.53%	-9.31%	-35.54%	-15.34%	41.66%	80.77%	26.20%	115.75%
存货	2827.95	2,549.44	2,735.47	2,597.11	2,552.76	2,561.74	2,323.67	2,391.36	2,694.84	2,793.56
YOY	25.88%	15.18%	16.29%	0.31%	-9.73%	0.48%	-15.05%	-7.92%	5.57%	9.05%
应付账款		414.20	379.49	358.81	172.09	262.89	275.96	422.62	281.68	384.82
预收款项	122.64	119.11	132.44	114.53	67.26	76.78	68.39	48.17	59.53	52.23
其他应付款	311.03	602.45	295.67	316.19	334.71	298.02	299.14	341.11	346.52	349.36
现金流量表										
经营性现金流量净额	-328.73	519.53	338.67	268.31	-67.15	393.85	880.41	154.32	-397.15	355.61
投资性现金流量净额	171.07	235.51	-207.17	113.18	-351.85	71.12	117.67	-475.16	-206.21	82.60
筹资性现金流量净额	-129.39	-204.14	-471.38	-97.65	-1.23	-329.78	-2.63	-2.53	-8.67	-446.90

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 2: 公司终端门店数量

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
自营店	296	295	289	278	267	257	252	249	243	243
加盟店	3161	3304	3498	3733	3735	3748	3768	3940	3948	4014
总门店数	3457	3599	3787	4011	4002	4005	4020	4189	4191	4257
新开					49	100	199	285	75	151
闭店					58	97	184	116	73	85
净增	82	142	188	224	-9	3	15	169	2	66

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 3: 公司收入拆分 (单位: 百万元)

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
按渠道拆分					
加盟					
收入	1,384.49	2,236.64	858.33	2,344.07	1,581.82
yoy	8.72%	13.33%	-38.00%	4.80%	84.29%
毛利率(%)	37.28%	32.68%	47.73%	36.10%	41.75%
互联网(线上)					
收入	222.32	278.71	386.81	584.69	434.56
yoy	34.71%	50.81%	73.99%	109.78%	12.34%
毛利率(%)			35.62%	36.28%	36.05%
自营(线下)					
收入	661.06	434.10	332.57	387.38	646.55
yoy	8.17%	-15.85%	-49.69%	-10.76%	94.41%
毛利率(%)	31.57%	36.91%	37.79%	45.37%	29.64%
按产品拆分					
镶嵌首饰					
收入	1,296.29	1,702.81	542.53	1,666.42	907.72
yoy	3.55%	-6.99%	-58.15%	-2.14%	67.31%
毛利率(%)	27.89%	26.06%	29.90%	26.17%	30.82%
素金首饰					
收入	704.64	880.29	657.25	1,018.01	1,219.49
yoy	21.39%	58.25%	-6.73%	15.64%	85.54%
毛利率(%)	22.90%	18.22%	23.88%	21.87%	18.87%
品牌使用费					
收入	176.11	225.55	214.40	338.83	342.74
yoy	17.14%	25.62%	21.74%	50.22%	59.86%
按地区拆分					
华南					
收入	395.80	507.66	509.61	784.71	625.66
yoy	31.86%	37.04%	28.75%	54.57%	22.77%
毛利率(%)	41.53%	35.44%	41.45%	41.19%	42.49%
华东					
收入	570.22	678.18	331.28	698.81	651.05
yoy	23.90%	13.57%	-41.90%	3.04%	96.53%
毛利率(%)	34.19%	33.92%	43.28%	35.74%	35.33%
华北					
收入	413.51	488.76	242.33	565.50	495.99
yoy	4.64%	5.68%	-41.40%	15.70%	104.68%
毛利率(%)	37.37%	35.07%	44.44%	36.37%	38.00%
华中					
收入	417.09	562.74	231.13	527.49	363.90
yoy	15.13%	11.44%	-44.59%	-6.26%	57.44%
毛利率(%)	38.12%	33.88%	50.37%	39.63%	46.75%
西南					
收入	295.03	411.10	183.07	407.63	311.00
yoy	-12.32%	-8.94%	-37.95%	-0.84%	69.88%
毛利率(%)	40.99%	36.76%	56.99%	43.25%	46.05%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,759	5,278	6,722	7,908	营业收入	5,084	6,157	7,539	9,010
现金	1,680	2,510	3,283	4,143	营业成本	2,998	3,556	4,258	5,073
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	69	74	90	108
应收账款	136	152	185	224	营业费用	668	763	920	1,081
其它应收款	19	21	25	30	管理费用	99	117	139	162
预付账款	24	23	34	34	研发费用	14	18	23	27
存货	2,391	2,054	2,677	2,959	财务费用	(23)	(8)	(16)	(22)
其他	551	562	577	582	资产减值损失	(10)	(19)	(24)	(27)
非流动资产	1,897	2,291	2,470	2,678	公允价值变动损益	11	10	10	10
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
长期投资	1	1	1	1	其他经营收益	50	60	60	60
固定资产	23	439	429	416	营业利润	1,309	1,706	2,195	2,651
无形资产	427	405	389	374	营业外收支	15	18	18	18
在建工程	305	300	500	700	利润总额	1,324	1,724	2,213	2,669
其他	1,447	1,447	1,652	1,888	所得税	310	406	518	627
资产总计	6,656	7,569	9,192	10,585	净利润	1,013	1,318	1,695	2,043
流动负债	1,239	1,177	1,612	1,575	少数股东损益	0	(0)	(0)	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,013	1,318	1,695	2,043
应付款项	981	674	1,054	972	EBITDA	1,332	1,760	2,264	2,737
预收账款	48	110	134	162	EPS (最新摊薄)	1.39	1.20	1.55	1.86
其他	259	504	558	604	主要财务比率				
非流动负债	26	24	26	25		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	26	24	26	25	营业收入	-6.53%	21.09%	22.46%	19.51%
负债合计	1,266	1,201	1,638	1,601	营业利润	4.09%	30.35%	28.66%	20.79%
少数股东权益	5	5	5	5	归属母公司净利润	2.21%	30.09%	28.56%	20.54%
归属母公司股东权益	5,386	6,368	7,554	8,985	获利能力				
负债和股东权益	6,656	7,569	9,192	10,585	毛利率	41.03%	42.24%	43.52%	43.70%
					净利率	19.93%	21.41%	22.48%	22.67%
					ROE	20.00%	22.41%	24.33%	24.69%
					ROIC	18.75%	20.65%	22.51%	29.98%
					偿债能力				
					资产负债率	19.01%	15.87%	17.82%	15.12%
					净负债比率	23.48%	18.86%	21.68%	17.82%
					流动比率	3.84	4.48	4.17	5.02
					速动比率	1.89	2.72	2.49	3.12
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.87	0.90	0.91
					应收帐款周转率	35.89	37.00	37.00	37.00
					应付帐款周转率	4.53	6.50	7.00	7.00
					每股指标(元)				
					每股收益	1.39	1.20	1.55	1.86
					每股经营现金	1.86	1.32	1.40	1.60
					每股净资产	7.37	5.81	6.89	8.20
					估值比率				
					P/E	19.86	15.27	11.88	9.85
					P/B	3.74	3.16	2.66	2.24
					EV/EBITDA	13.84	10.01	7.44	5.84

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>