

二季度恢复明显，推进省代模式加速渠道拓展

核心观点

- 上半年公司实现营业收入和净利润 27.89 亿与 6.1 亿，同比增长 66.7%和 84.5%（对比 19 年同期增长 16.7%与 28.4%），其中 21Q2 公司营业收入与净利润同比增长 63.9%和 63%（对比 19 年同期增长 26%和 33%），中报公司拟每 10 股派发现金红利 3 元。
- 上半年公司净开店 68 家（直营净关 6 家，加盟净增 74 家），开店节奏有所加快。分渠道来看，上半年加盟业务收入增长 85.29%（线下消费恢复常态），自营线下收入增长 94.41%，线上收入在去年同期相对较高的基数上实现增长 12.35%，电商收入占比为 15.58%，其中 21Q2 电商收入同比增长 48%。
- 上半年公司综合毛利率下降 5.3pct（素金首饰毛利率下降 5pct），期间费用率下降 7.17pct，控制较好，其中销售费用率下降 5.74pct，管理研发费用率下降 1.35pct。上半年公司经营活动现金净流出 0.4 亿元，主要由于备货支出增加所致，存货周转天数同比下降 230 天，对比 19 年同期下降 30 天，应收账款周转天数同比增加 1 天。
- 去年以来公司试点省代模式，加强线下渠道建设和黄金产品布局，通过公司金融支持推动线下加盟商对公司黄金产品的采购和销售力度，增加品牌在黄金饰品零售的影响力，另一方面借助省代的客户资源、渠道资源、市场经验等优势进一步加快公司加盟开店进度，提升品牌在国内市场的份额。未来在省代模式推广的过程中，预计会对公司报表产生一定的变动（收入加快、毛利率下降、应收账款上升）。
- 随着国内疫情的有效控制以及婚庆消费回补，今年黄金珠宝消费明显好转，有利于公司恢复渠道拓展步伐。电商的强势、品牌的年轻化、产品的差异化和多品牌矩阵的逐步搭建已经成为公司区别于竞争对手的主要优势。作为深耕低线市场的本土龙头品牌之一，公司灵活的运营管理机制、供应链与渠道的不断优化也将为其提供较大的发展空间。

财务预测与投资建议

- 根据中报，我们小幅上调公司未来 3 年收入预测，考虑转股后股本增加，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.20 元、1.43 元和 1.68 元（原预测每股收益为 1.75 元、2.12 元和 2.49 元），参考可比公司平均估值，给予公司 21 年 18 倍 PE，对应目标价 21.6 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格的大幅波动、宏观经济下行压力、产品重大瑕疵等。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	6,425	7,611	8,842
同比增长(%)	11.7%	-6.5%	26.4%	18.5%	16.2%
营业利润(百万元)	1,257	1,309	1,699	2,036	2,396
同比增长(%)	22.5%	4.1%	29.8%	19.8%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	991	1,013	1,312	1,570	1,845
同比增长(%)	23.0%	2.2%	29.5%	19.7%	17.5%
每股收益(元)	0.90	0.92	1.20	1.43	1.68
毛利率(%)	36.0%	41.0%	41.4%	41.9%	42.3%
净利率(%)	18.2%	19.9%	20.4%	20.6%	20.9%
净资产收益率(%)	22.9%	20.1%	22.3%	22.6%	22.7%
市盈率	20.7	20.3	15.7	13.1	11.1
市净率	4.4	3.8	3.2	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年09月01日)	18.74 元
目标价格	21.6 元
52周最高价/最低价	25.69/14.95 元
总股本/流通A股(万股)	109,622/107,316
A股市值(百万元)	20,543
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年09月03日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.12	-0.85	4.08	9.24
相对表现	-0.29	-0.06	15.24	5.62
沪深300	2.41	-0.79	-11.16	3.62



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

证券分析师 朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070006

相关报告

线上高增，线下受疫情冲击今年有望恢复	2021-03-31
Q3业绩超预期，线上继续高增	2020-11-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据中报，我们上调公司未来 3 年收入预测，考虑转股后股本增加，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.20 元、1.43 元和 1.68 元（原预测每股收益为 1.75 元、2.12 元和 2.49 元），参考可比公司平均估值，给予公司 21 年 18 倍 PE，对应目标价 21.6 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 9 月 1 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
老凤祥	600612	3.03	3.58	3.95	4.47	16	13	12	11
飞亚达	000026	0.69	1.01	1.23	1.47	18	12	10	9
赤峰黄金	600988	0.47	0.72	1.08	1.32	32	21	14	11
潮宏基	002345	0.15	0.38	0.44	0.54	34	14	12	10
中金黄金	600916	0.30	0.42	0.56	0.78	48	34	25	18
周大福	1929.HK	0.60	0.66	0.78	0.91	20	25	21	18
调整后平均							18	15	13

数据来源：朝阳永续，wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,294	1,680	2,675	3,304	4,136	营业收入	5,439	5,084	6,425	7,611	8,842
应收票据及应收账款	76	136	186	236	274	营业成本	3,482	2,998	3,765	4,424	5,101
预付账款	26	13	19	23	27	营业税金及附加	56	69	87	104	120
存货	2,597	2,391	3,201	3,760	4,336	营业费用	587	668	826	979	1,132
其他	169	538	549	555	561	管理费用及研发费用	134	111	117	134	176
流动资产合计	4,162	4,759	6,631	7,878	9,334	财务费用	8	(23)	(28)	(28)	(33)
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值损失	12	16	18	22	10
固定资产	32	23	253	378	437	公允价值变动收益	19	11	0	0	0
在建工程	171	305	188	130	101	投资净收益	1	1	10	10	10
无形资产	435	427	410	393	376	其他	77	52	50	50	50
其他	1,121	1,141	341	314	309	营业利润	1,257	1,309	1,699	2,036	2,396
非流动资产合计	1,760	1,897	1,193	1,216	1,223	营业外收入	35	24	25	25	25
资产总计	5,922	6,656	7,824	9,094	10,557	营业外支出	0	9	10	10	10
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,292	1,324	1,714	2,051	2,411
应付票据及应付账款	359	423	557	655	755	所得税	301	310	402	481	565
其他	794	817	879	942	1,009	净利润	991	1,013	1,312	1,570	1,845
流动负债合计	1,153	1,239	1,437	1,596	1,764	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	991	1,013	1,312	1,570	1,845
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.90	0.92	1.20	1.43	1.68
其他	26	26	0	0	0						
非流动负债合计	26	26	0	0	0						
负债合计	1,179	1,266	1,437	1,596	1,764						
少数股东权益	33	5	5	5	5						
股本	731	731	1,096	1,096	1,096						
资本公积	1,551	1,622	1,320	1,320	1,320						
留存收益	2,408	3,092	3,966	5,077	6,373						
其他	21	(60)	0	0	0						
股东权益合计	4,743	5,390	6,387	7,498	8,794						
负债和股东权益总计	5,922	6,656	7,824	9,094	10,557						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	991	1,013	1,312	1,570	1,845
折旧摊销	43	38	75	121	136
财务费用	8	(23)	(28)	(28)	(33)
投资损失	(1)	(1)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	265	(149)	(698)	(481)	(467)
其它	(507)	484	825	22	10
经营活动现金流	798	1,361	1,476	1,194	1,482
资本支出	(158)	(113)	(144)	(144)	(144)
长期投资	702	(0)	0	0	0
其他	(232)	(525)	10	10	10
投资活动现金流	313	(638)	(134)	(134)	(134)
债权融资	(1)	0	0	0	0
股权融资	77	71	64	0	0
其他	(979)	(408)	(410)	(431)	(516)
筹资活动现金流	(903)	(336)	(347)	(431)	(516)
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	208	387	995	629	832

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.7%	-6.5%	26.4%	18.5%	16.2%
营业利润	22.5%	4.1%	29.8%	19.8%	17.7%
归属于母公司净利润	23.0%	2.2%	29.5%	19.7%	17.5%
获利能力					
毛利率	36.0%	41.0%	41.4%	41.9%	42.3%
净利率	18.2%	19.9%	20.4%	20.6%	20.9%
ROE	22.9%	20.1%	22.3%	22.6%	22.7%
ROIC	20.8%	19.4%	21.7%	22.1%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	19.9%	19.0%	18.4%	17.6%	16.7%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.61	3.84	4.62	4.94	5.29
速动比率	1.35	1.90	2.37	2.56	2.81
营运能力					
应收账款周转率	58.7	44.0	37.5	33.9	32.2
存货周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益	0.90	0.92	1.20	1.43	1.68
每股经营现金流	1.09	1.86	1.35	1.09	1.35
每股净资产	4.30	4.91	5.82	6.84	8.02
估值比率					
市盈率	20.7	20.3	15.7	13.1	11.1
市净率	4.4	3.8	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	13.9	13.8	10.4	8.6	7.3
EV/EBIT	14.4	14.2	10.9	9.1	7.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn