

零售

周大生 (002867.SZ)

维持评级

报告原因：季报点评

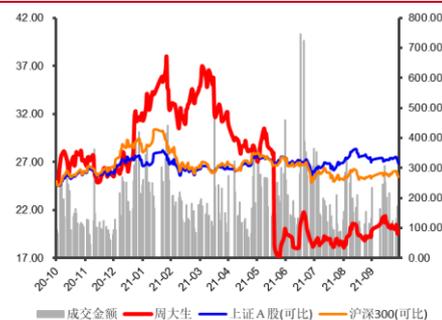
引入省代模式大幅增收，线下自营加盟展店提速

买入

2021年10月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月28日

收盘价(元):	19.76
年内最高/最低(元):	25.69/15.53
流通A股/总股本(亿):	10.73/10.96
流通A股市值(亿):	212
总市值(亿):	217

基础数据：2021年9月30日

基本每股收益	0.92
每股净资产(元):	5.38
净资产收益率:	17.82%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于近日发布2021年三季度报告，前三季度实现营业收入64.73亿元，同比增长93.30%；归属于上市公司股东的净利润10.06亿元，同比增长41.20%。

事件点评

- 引入省代模式大幅增收，期间费率持续下降。**前三季度公司启动省级代理业务，供应链运营及资金周转效率提升明显，有效解决了黄金产品本地配货效率的瓶颈问题，推出“LOVE100 星座极光钻石大师款”、“周大生非凡古法黄金”系列特色产品，组织推动“大钻赋能”项目，强化品牌势能，营业收入实现较大幅度的增长。分季度看，Q1-Q3 营收同比分别增长70.68%/63.93%/119.90%，归母净利润同比分别提升133.85%/62.96%/3.68%，省代模式及秋季订货会的非凡古法黄金系列带动三季度收入大幅增长，但去年同期电商渠道高基数影响利润端增速收窄。前三季度公司毛利率为29.41%，较上年同期下降14.90pct，主要由于金价波动以及黄金类产品销售占比提高等收入结构变化影响所致。公司期间费率为8.66%，同比下降7.25pct，费用同营收增长相匹配。其中销售费用同比增长7.6%，但销售费率同比下降6.2pct，管理费用率同比下降1.05pct主要受到股份支付摊销费用同比减少的影响。
- 线下自营加盟录得高增，线上销售有所下降。**分渠道来看，前三季度加盟/自营线下/自营线上业务的营业收入分别为46.44/9.17/7.39亿元，同比分别增长132.65%/79.67%/5.25%。加盟业务是公司主要业绩来源，收入占比为71.73%，三季度公司引入省代模式以及秋季订货会期间推出非凡古法黄金系列，使得对加盟客户黄金产品批发销售收入同比大幅增长；自营线下业务也高速增长，渠道占比提升至14.17pct，其中黄金类产品销售收入同比增长111.97%，增幅较为明显；由于去年同期直播带货业务较为集中导致基数较高以及部分渠道业务模式转变影响，单Q3 电商业务下降3.46%，渠道占比降至11.42%。
- 线下门店拓展提速，低线城市门店较多。**门店方面，前三季度公司品牌终端门店数量4357家，其中加盟店数量占比94.5%；单Q3 新开门店210家，前三季度累计新增门店436家，新增门店数量较上年同期

增长 25.29%，拓店力度有所加大；前三季累计撤减门店 268 家，较上年同期撤减店数量下降 20.94%。按门店所在城市线级划分，70.6%的终端门店分布于三四线及以下城市，91.6%的自营终端门店集中在一二线城市。

投资建议

- 公司聚焦经营战略目标，持续深耕优势市场，积极探索融合发展新模式，优化渠道布局，加速线上线下融合，通过网络社交、直播平台等渠道多维度提升品牌影响力，精准赋能门店，持续提升产品竞争力，迭代优化情境风格产品系列，组织推动“大钻赋能”项目，强化品牌势能，加强时尚类、文创类黄金的研发推广，在黄金产品上逐步发力。我们看好公司引入省代模式下品牌+供应链整合+渠道的产业协同价值，上调盈利预测，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.25/1.53/2.29 元，对应公司 10 月 28 日收盘价 19.76 元，2021-2023 年 PE 分别为 15.78X/12.95X/8.61X，维持“买入”评级。

存在风险

- 疫情影响居民消费需求下降；连锁经营及加盟管理风险；委外生产及产品质量控制风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020-9-30	2020-12-31	2021-3-31	2021-6-30	2021-9-30
营业总收入（亿元）	33.49	50.84	11.57	27.89	64.73
同比（%）	-12.11%	-6.53%	70.68%	66.67%	93.30%
营业成本	18.65	29.98	6.89	16.60	45.69
毛利率（%）	44.32%	41.03%	40.42%	40.46%	29.41%
销售费用	4.68	6.68	1.34	2.95	5.04
管理费用	0.69	0.99	0.21	0.43	0.66
研发费用	0.08	0.13	0.03	0.06	0.08
财务费用	-0.13	-0.23	-0.05	-0.14	-0.18
期间费用率	15.91%	14.87%	13.31%	11.84%	8.66%
净利润	7.11	10.13	2.35	6.10	10.04
归母净利润	7.12	10.13	2.35	6.10	10.06
同比（%）	-2.07%	2.21%	133.85%	84.52%	41.20%
扣非后归母净利润	6.63	9.46	2.23	5.81	9.64
同比（%）	-3.80	3.50	150.91	90.99	45.45
每股收益：					
基本每股收益	0.9800	1.4000	0.3300	0.5600	0.9200
稀释每股收益	0.9800	1.4000	0.3200	0.5600	0.9200

数据来源：Wind, 山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	金额（亿元）	营收占比	同比增减
营业总收入	64.73	100%	93.90%
分渠道模式			
自营（线下）	9.17	14.17%	79.67%
互联网（线上）	7.39	11.42%	5.25%
加盟	46.44	71.73%	132.65%

数据来源：公司三季报, 山西证券研究所

表 3 单店收入及毛利概况

2021H1	平均店数	单店收入 （万元）	单店收入 同比	单店毛利 （万元）	单店毛利 同比
自营店	243	266.07	112.01%	78.85	66.25%
其中：镶嵌首饰		40.80	48.69%	25.14	47.86%
素金首饰		224.44	129.10%	53.35	75.70%
加盟店	3,969	39.85	73.66%	16.64	51.96%
其中：镶嵌首饰		19.29	75.21%	4.97	103.69%
品牌使用费		8.64	50.64%	8.64	50.64%
加盟管理服务 费		2.42	10.92%	2.42	10.92%

数据来源：公司中报, 山西证券研究所

表 4 门店变动情况

2021Q3	类型	增加	减少	期末数量
一二线	加盟	136	66	1062
	直营	12	18	218
	小计	148	84	1280
三四线及以下	加盟	287	178	3057
	直营	1	6	20
	小计	288	184	3077
合计	加盟	423	244	4119
	直营	13	24	238
	小计	436	268	4357

数据来源：公司三季报, 山西证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,759	5,055	5,146	6,114	营业收入	5,084	8,668	10,320	12,172
现金	1,680	1,790	2,557	4,608	营业成本	2,998	5,863	6,743	7,115
应收账款	156	197	243	312	营业税金及附加	69	117	134	147
其他应收款	21	31	39	46	销售费用	668	769	1,060	1,362
预付账款	13	13	6	(7)	管理费用	99	135	191	231
存货	2,404	4,619	5,256	5,619	财务费用	(23)	(24)	(8)	(13)
其他流动资产	484	(1,595)	(2,954)	(4,464)	资产减值损失	(10)	14	(1)	4
非流动资产	1,897	3,570	4,649	5,416	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	1	9	4	4
固定资产	23	22	20	19	营业利润	1,309	1,803	2,204	3,330
无形资产	427	398	372	347	营业外收入	24	31	30	28
其他非流动资产	1,446	3,149	4,256	5,049	营业外支出	9	3	4	5
资产总计	6,656	8,625	9,796	11,530	利润总额	1,324	1,830	2,230	3,353
流动负债	1,239	1,823	1,872	1,929	所得税	310	458	557	838
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,013	1,373	1,672	2,515
应付账款	412	838	839	960	少数股东损益	0	(0)	(0)	0
其他流动负债	827	985	1,033	969	归属母公司净利润	1,013	1,373	1,672	2,515
非流动负债	26	11	6	(6)	EBITDA	1,285	1,808	2,224	3,344
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	1.25	1.53	2.29
其他非流动负债	26	11	6	(6)					
负债合计	1,266	1,834	1,878	1,923	主要财务比率				
少数股东权益	5	4	4	5	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	731	1,096	1,096	1,096	成长能力				
资本公积	1,686	1,686	1,686	1,686	营业收入	-6.53%	70.50%	19.05%	17.95%
留存收益	3,092	4,005	5,132	6,820	营业利润	4.09%	37.72%	22.27%	51.10%
归属母公司股东权	5,386	6,787	7,914	9,602	归属于母公司净利润	2.21%	35.46%	21.84%	50.37%

益

负债和股东权益 6,656 8,625 9,796 11,530

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,361	27	1,312	2,854
净利润	1,013	1,373	1,672	2,515
折旧摊销	39	30	28	26
财务费用	7	(24)	(8)	(13)
投资损失	(1)	(9)	(4)	(4)
营运资金变动	(24)	(1,357)	(377)	327
其他经营现金				
流	327	14	(1)	4
投资活动现金流	(638)	9	4	4
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(0)	0	0	0
其他投资现金				
流	(638)	9	4	4
筹资活动现金流	(336)	(70)	(538)	(814)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	(0)	365	0	0
资本公积增加	35	0	0	0
其他筹资现金				
流	(372)	(436)	(538)	(814)
现金净增加额	387	(35)	777	2,045

获利能力

毛利率(%)	41.03%	32.36%	34.66%	41.55%
净利率(%)	19.93%	15.84%	16.21%	20.66%
ROE(%)	18.80%	20.21%	21.12%	26.18%
ROIC(%)	41.97%	51.43%	42.40%	71.20%

偿债能力

资产负债率(%)	19.01%	21.26%	19.17%	16.68%
净负债比率(%)	-9.31%	-7.73%	-9.13%	-28.42%
流动比率	3.84	2.77	2.75	3.17
速动比率	1.90	0.24	(0.06)	0.26

营运能力

总资产周转率	0.81	1.13	1.12	1.14
应收账款周转率	48.40	57.49	55.70	51.68
应付账款周转率	13.83	13.87	12.31	13.54

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.92	1.25	1.53	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.02	1.20	2.60
每股净资产(最新摊薄)	4.91	6.19	7.22	8.76

估值比率

P/E	21.4	15.8	13.0	8.6
P/B	4.0	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	13.01	10.40	7.76	4.43

数据来源: Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

