

2021年10月30日

## 2021Q3 业绩点评: Q3 营收同比+120%, 省代模式推进拉动收入高增

买入 (维持)

证券分析师 吴劲草

执业证号: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

研究助理 谭志千

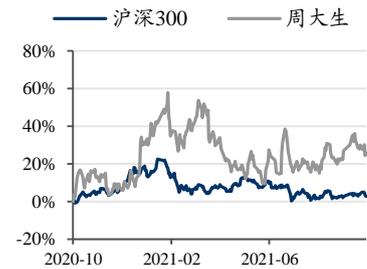
tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,084	9,873	12,250	15,137
同比 (%)	-6.53%	94.20%	24.08%	23.56%
归母净利润 (百万元)	1,013	1,352	1,628	1,965
同比 (%)	2.21%	33.40%	20.43%	20.73%
每股收益 (元/股)	1.40	1.23	1.49	1.79
P/E (倍)	19	15	13	11

### 业绩简评

- **2021Q3 营收同比+119.9%，归母净利润同比+3.68%**：2021年10月28日晚，公司发布2021年三季报，前三季度公司实现营业收入64.73亿元，同比+93.30%；归母净利润10.06亿元，同比+41.20%。Q3单季度来看，公司实现营收36.8亿元，同比+119.9%；归母净利润3.96亿元，同比+3.68%。
- **省代模式下黄金收入确认大幅增加，使得报表层面收入大幅增长**。分业务来看，2021前三季度自营线下业务收入9.2亿元，同比+79.7%，其中黄金产品收入7.3亿元，同比+112.0%。加盟业务收入46.4亿元，同比+132.7%，其中黄金产品批发销售收入24.6亿元，同比+848.2%。单看Q3，自营收入2.7亿元，同比+52.1%，电商业务3.04亿元，同比-3.46%，加盟业务30.6亿元，同比+169.1%。
- **由于收入确认变化，2021Q3 毛利率和费用率等均有较大变化**。其中2021Q3毛利率21.0%，同比-21.9pct，销售费用率5.7%，同比-6pct，管理费用率0.6%，同比-0.7pct，归母净利率10.7%，同比-12pct。
- **省代模式解决黄金产品本地配货效率瓶颈，激发渠道活力**：2021年8月公司创新省代模式，计划在重点区域市场中选择20余个具有客户及渠道资源优势的第三方作为省级代理商，协助公司完成开店目标，并通过区域黄金展销配货服务中心，为加盟商黄金采购提供资金支持。目前模式推进良好，供应链运营及资金周转效率提升明显，市场优质客户资源进一步整合，叠加秋季订货会期间推出非凡古法黄金系列，整体加盟业务有明显增长。
- **省代模式下拓店力度有所加大**：2021年三季度末周大生品牌终端门店数量4357家，其中加盟门店4119家，自营门店238家，门店数量较2020年同期末净增加337家，较2021年初净增加168家，2021年前三季度累计新增门店436家，拓店力度有所加大，省代模式下，我们预计未来公司线下门店有望加速拓展。
- **盈利预测与投资评级**：公司是我国黄金珠宝行业头部企业，规模优势明显，品牌整体较为年轻化，符合新时代消费者定位。时尚子品牌，电商，直播等多渠道协同发展同样值得期待。省代模式下更是进一步激发扩张动力，鉴于省代模式下收入确认有所调整，我们收入端上调公司2021-23年收入从65/76/88亿元至99/123/151亿元，上调2021-23年归母净利润从13.1/15.7/18.9亿元至13.5/16.3/19.7亿元，同比+33%/20%/21%，最新收盘价对应2021-23年PE为15/13/11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：门店拓展不及预期，加盟店标准化管理和品控风险等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.90
一年最低/最高价	15.53/25.69
市净率(倍)	3.51
流通 A 股市值(亿元)	203

### 基础数据

每股净资产(元)	5.38
资产负债率(%)	19.86
总股本(百万股)	1096.22
流通 A 股(百万股)	1073.16

### 相关研究

- 1、《周大生 (002867): 2021H1 点评: 归母净利同比+85%，门店稳步扩张》2021-08-31
- 2、《周大生 (002867): 2021H1 业绩预告点评: 归母净利同比+82%-88%，时尚类&黄金产品逐步发力》2021-07-15
- 3、《周大生 (002867): 2021Q1 点评: 收入+71%，疫情后线下门店恢复强劲》2021-04-30

周大生三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,759</b>	<b>6,046</b>	<b>7,987</b>	<b>10,346</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,084</b>	<b>9,873</b>	<b>12,250</b>	<b>15,137</b>
现金及现金等价物	1,680	1,218	1,971	2,858	减: 营业成本	2,998	7,271	9,132	11,449
应收账款	136	1,082	1,343	1,659	营业税金及附加	69	110	143	184
存货	2,391	3,586	4,503	5,646	营业费用	668	691	796	908
其他流动资产	551	160	170	183	管理费用	99	109	129	151
<b>非流动资产</b>	<b>1,897</b>	<b>1,904</b>	<b>1,904</b>	<b>1,897</b>	财务费用	-23	21	17	12
长期股权投资	1	1	1	1	资产减值损失	10	0	0	0
固定资产	23	35	45	56	加: 投资净收益	1	0	0	0
无形资产	427	416	401	379	其他收益	50	65	81	89
其他非流动资产	1,446	1,452	1,457	1,461	<b>营业利润</b>	<b>1,309</b>	<b>1,728</b>	<b>2,104</b>	<b>2,508</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,656</b>	<b>7,950</b>	<b>9,891</b>	<b>12,243</b>	加: 营业外净收支	15	5	15	12
<b>流动负债</b>	<b>1,239</b>	<b>1,316</b>	<b>1,629</b>	<b>2,016</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,324</b>	<b>1,733</b>	<b>2,120</b>	<b>2,520</b>
短期借款	0	0	0	0	减: 所得税	310	381	492	554
应付账款	412	398	500	627	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	827	918	1,129	1,389	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,013</b>	<b>1,352</b>	<b>1,628</b>	<b>1,965</b>
<b>非流动负债</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	EBIT	1,277	1,682	2,038	2,429
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,317	1,739	2,101	2,499
其他非流动负债	26	26	26	26					
<b>负债总计</b>	<b>1,266</b>	<b>1,342</b>	<b>1,655</b>	<b>2,042</b>					
少数股东权益	5	5	5	5	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
归属母公司股东权益	5,386	6,603	8,231	10,196	每股收益(元)	1.40	1.23	1.49	1.79
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,656</b>	<b>7,950</b>	<b>9,891</b>	<b>12,243</b>	每股净资产(元)	7.37	6.02	7.51	9.30
					发行在外股份(百万股)	731	1,096	1,096	1,096
					ROIC(%)	18.1%	19.9%	19.0%	18.6%
					ROE(%)	18.8%	20.5%	19.8%	19.3%
					毛利率(%)	41.0%	26.4%	25.5%	24.4%
					销售净利率(%)	19.9%	13.7%	13.3%	13.0%
					资产负债率(%)	19.0%	16.9%	16.7%	16.7%
					收入增长率(%)	-6.5%	94.2%	24.1%	23.6%
					净利润增长率(%)	2.2%	33.4%	20.4%	20.7%
					P/E	19.04	15.33	12.73	10.54
					P/B	3.62	3.14	2.52	2.03
					EV/EBITDA	13.51	11.22	8.92	7.15

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>