



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

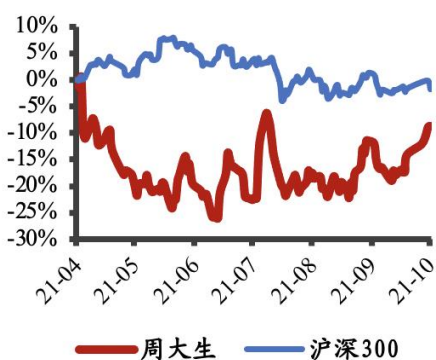
行业: 商贸零售行业
日期: 2021年10月31日

分析师: 彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
研究助理: 张洪乐
Tel: 021-53686159
E-mail: zhanghongle@shzq.com
SAC 编号: S0870121040018

基本数据 (2021Q3)

报告日股价 (元)	18.90
12mth A 股价格区 (元)	14.95-25.69
总股本 (亿股)	10.96
无限售 A 股/总股本	97.87%
流通市值 (亿元)	203

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

首次覆盖《周大生 002867.SZ: 省代模式推行+共同富裕背景, 公司发展迎新动能》

省代驱动收入高增, 黄金产品快速放量

■ 业绩符合预期, 省代驱动收入高增

公司 2021 年前三季度实现总营收 64.73 亿元 (同比+93%), 归母净利润 10.06 亿元 (同比+41%), 扣非净利润 9.64 亿元 (同比+45.45%)。其中第三季度公司实现营收 36.84 亿元 (同比+120%), 归母净利润 3.96 亿元 (同比+3.68%), 扣非净利润 3.83 亿元 (同比+6.79%)。

收入高增主要系省代模式初见成效, 加盟业务销售模式有所调整, 因而黄金批发销售收入快速增长; 第三季度净利增速较缓主要系公司产品结构变化, 低毛利率的黄金品类占比提升。此外, 公司产品研发设计不断迭代优化, 在情境风格产品体系下, 推出“LOVE100 星座极光钻石大师款”、“周大生非凡古法黄金”等系列特色产品, 提升产品竞争力, 强化品牌势能。

■ 渠道端加盟业务贡献主要收入, 产品端黄金超预期放量

加盟业务贡献主要收入, 占比达 71.74%, 前三季度实现营收 46.44 亿元 (同比+133%); 单三季度实现营收 30.62 亿元 (同比+169%)。主要系省代发力, 黄金批发收入贡献增量, 金融支持助力加盟商提高黄金产品配货效率。分品类来看,

- 1) 黄金品类超预期放量, 实现批发销售收入 24.56 亿元 (同比+848%);
- 2) 镶嵌类产品批发销售收入 15 亿元 (同比+26.66%);
- 3) 品牌使用费 5.38 亿元 (同比+29.5%)。

自营线下门店收入占比为 14%, 前三季度实现营收 9 亿元 (同比+79.67%); 单三季度实现营收 2.7 亿元 (同比+52%)。分品类来看,

- 1) 黄金产品销售增速大幅增加, 实现销售收入为 7.3 亿元 (同比+112%);
- 2) 镶嵌类产品销售收入为 1.38 亿元 (同比+16.26%)。

电商业务营收占比从前半年 16% 下降至前三季度 11.42%, 实现营收 7.4 亿元 (同比+5.25%); 单三季度实现营收 3 亿元 (同比-3.46%), 主要系去年同期直播带货业务较为集中导致基数较高, 预计今年四季度公司电商业务实现稳步增长, 双十一放量可期。

■ 省代模式下, 预计今年四季度将加速拓店

公司期末门店数量达 4357 家 (较年初净增 168 家), 其中加盟门店 4119 家 (较年初净增 179 家), 占比 94.5%; 自营门店 238 家 (较年初净增-11 家)。其中第三季度合计净开店 100 家, 加盟店净开 105 家、直营店净关 5 家。前半年开店力量不足, 第三季度推出的省代模式助

力公司恢复开店节奏，预计在省代丰富的渠道、客户、金融等资源的赋能下四季度将加速拓店。

■ ROE 维稳，产品结构改变导致毛利率有所下降

公司前三季度 ROE 为 17.51%，同比+3.04pct，毛利率为 29.41%，同比-14.90pct，净利率为 15.52%，同比-5.72pct。毛利率下降主要系产品销售结构变化，毛利率相对较低的黄金产品销售收入大幅增长拉低整体毛利率，但毛利额仍有所提升，因此 ROE 维稳。预计公司未来将推出更多相对较高毛利率的黄金产品系列，如 3D 黄金、5D 黄金、古法黄金等，毛利率或将有所改善。

■ 展销模式下应收账款规模大幅提升，现金流有所减少

省代模式给予加盟商 28 天赊账期，帮助其解决因资金短缺致黄金产品周转较慢的痛点，因此短期公司应收账款规模大幅提升，经营性现金流减少。截止三季度末公司应收账款规模为 16.48 亿元，第三季度增加了 14.71 亿元，主要系黄金展销业务以及秋季订货会期间形成的应收账款尚未到期回笼。截止三季度末公司货币资金规模为 6.45 亿元，第三季度减少了 4.15 亿，公司经营现金流净额为-8.69 亿元，同比减少 172.03%，主要系展销模式下公司为加盟商垫付资金所致。公司及省代经联合评估后授信赊销额度给加盟商，且省代作为加盟商兜底担保，因此应收账款预计在第四季度逐渐收回，现金流或将有所好转。

■ 盈利预测及投资建议

公司前三季度业绩实现较快增长，未来在省代模式助力下，产品端黄金有望继续放量，渠道端拓店动力充足。我们上调公司营业收入 21-23 年从 67/84/96 亿元至 91/122/150 亿元，同比+79%/34%/24%；归母净利润基本持平，预计 21-23 年为 14.08/17.44/20.33 亿元，同比+39%/24%/17%，对应 EPS 为 1.28/1.59/1.85 元，当前股价对应 PE 为 14.7/12/10 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

疫情反复风险；门店扩张不及预期风险；省代模式开展不及预期风险；行业竞争加剧风险；金价波动风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5084.13	9096.78	12170.57	15033.82
年增长率	-6.53%	78.93%	33.79%	23.53%
归属于母公司的净利润	1013.31	1408.33	1743.76	2032.82
年增长率	2.21%	38.98%	23.82%	16.58%
每股收益（元）	1.40	1.28	1.59	1.85
市盈率（X）	13.50	14.71	11.88	10.19

数据来源：Wind，上海证券研究所（2021 年 10 月 29 日收盘价）

■ 附表
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1680	1351	2159	3334
应收票据及应收账款	136	1009	1017	1256
存货	2391	2946	3923	4404
其他流动资产	517	517	518	518
长期股权投资	1	1	2	2
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	328	427	462	494
无形资产和开发支出	427	430	434	436
其他非流动资产	310	324	230	214
资产总计	6656	7719	9477	11411
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	423	469	623	711
长期借款	0	0	0	0
其他负债	843	780	989	1208
负债合计	1266	1248	1612	1919
股本	731	1096	1096	1096
资本公积	1686	1323	1323	1323
留存收益	3092	4173	5568	7194
归属母公司股东权益	5386	6466	7861	9487
少数股东权益	5	5	5	5
股东权益合计	5390	6470	7865	9492
负债和股东权益合计	6656	7719	9477	11411

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	1361	65	1093	1609
投资活动产生现金流量	-638	73	63	-27
筹资活动产生现金流量	-336	-468	-349	-407
现金流量净额	387	-330	808	1176

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5084	9097	12171	15034
营业成本	2998	6455	8744	10815
营业税金及附加	69	100	130	160
销售费用	668	600	852	1128
管理费用	99	91	183	271
研发费用	13	9	17	30
财务费用	-23	-33	-40	-57
资产减值损失	-10	-61	-30	-40
投资收益	1	9	2	3
公允价值变动损益	11	1	0	0
营业利润	1309	1826	2259	2652
营业外收支净额	15	15	20	5
利润总额	1324	1841	2279	2657
所得税	310	433	536	624
净利润	1013	1408	1744	2033
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1013	1408	1744	2033

比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	41.03%	29.04%	28.16%	28.07%
净利率	19.93%	15.48%	14.33%	13.52%
ROE	18.81%	21.78%	22.18%	21.43%
资产负债率	19.01%	16.17%	17.01%	16.82%
流动比率	3.84	4.81	4.85	5.08
速动比率	1.90	2.37	2.35	2.72
总资产周转率	0.76	1.18	1.28	1.32
应收账款周转率	37.46	9.13	12.17	12.17
存货周转率	1.25	2.19	2.23	2.46

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

彭毅 张洪乐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。