

省代模式下收入大幅增长，线下开店提速

买入 (维持)

——周大生 (002867) 2021 年三季度报点评

2021 年 11 月 1 日

报告关键要素:

2021 年 10 月 28 日晚间，公司发布 2021 年三季度报。

投资要点:

省代模式下收入大幅增长，利润增速有所放缓。2021 前三季度，公司实现营收 64.73 亿元 (同比+93.30%)，归母净利润 10.06 亿元 (同比+41.20%)。其中，Q3 实现营收 36.84 亿元 (同比+119.90%)，归母净利润 3.96 亿元 (同比+3.68%)。收入大幅增长，但利润增速有所放缓。我们认为，公司 Q3 收入的大幅增长主要由于：1) 在省代模式下黄金产品收入确认模式改变；2) 省代模式下采用赊销制，刺激加盟商的采购积极性；3) 秋季订货会期间推出非凡古法黄金系列，使得对加盟商客户黄金产品批发收入大幅增长。

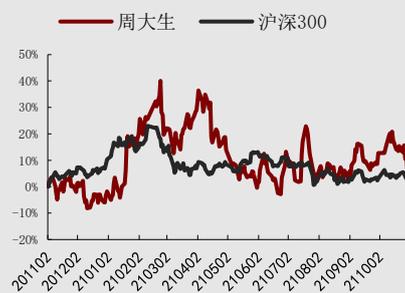
发力黄金产品，推动“大钻赋能项目”。
①黄金类产品：公司在报告期内加强时尚类、文创类黄金的研发推广，在黄金产品上逐步发力，并启动省代模式，向加盟商提供金融政策支持，调动加盟商黄金铺货的积极性，进一步解决了黄金产品本地配货效率的瓶颈问题。2021 年前三季度，公司加盟黄金产品批发销售收入达到 24.56 亿元，同比大幅+848.18%，公司线下自营门店黄金产品销售收入 7.3 亿元，同比大幅+111.97%。
②钻石镶嵌类产品：今年 9 月，公司推出由意大利珠宝设计大师 Loretta 操刀设计的“LOVE100 星座极光钻石大师系列”，产品不断迭代优化，并组织推动“大钻赋能”项目，强化品牌势能。2021 年前三季度，公司加盟镶嵌产品批发销售收入达到 14.92 亿元，同比+26.66%，公司线下自营门店镶嵌产品销售收入 1.38 亿元，同比+16.26%。

加盟店开店提速，未来有望全面推进渠道拓展。
①线下：2021 年 1-9 月，公司线下自营门店实现收入 9.17 亿元 (同比+79.67%)，期末自营门店数为 238 家，单 Q3 净减少 5 家。加盟业务实现收入 46.44 亿元 (同比+132.65%)，期末加盟店数为 4119 家，单 Q3 净增加 105 家，开店加速。我们认为，公司从 2021Q3 启动省代模式，目前该模式仍在适应期，

基础数据

总股本 (百万股)	1,096.22
流通A股 (百万股)	1,078.24
收盘价 (元)	18.90
总市值 (亿元)	207.19
流通A股市值 (亿元)	203.79

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

研究助理:

李滢

电话:

15521202580

邮箱:

liyingsl@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5084.13	9824.74	14654.34	17472.34
增长比率 (%)	-7	93	49	19
净利润 (百万元)	1013.31	1370.54	1649.62	1978.05
增长比率 (%)	2	35	20	20
每股收益 (元)	0.92	1.25	1.50	1.80
市盈率 (倍)	20.45	15.12	12.56	10.47
市净率 (倍)	3.85	3.22	2.85	2.49

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

未来经过一段时间的规划和区域部署，Q4 有望通过省代实现快速开店。

②线上：2021 年 1-9 月，公司线上实现收入 7.39 亿元（同比+5.25%），其中，Q3 线上收入同比-3.46%，主要是由于去年同期直播带货业务较为集中导致基数较高所致。

毛利率大幅下降，资产周转率提升。2021 年前三季度，公司毛利率同比-14.91 个 pct 至 29.41%，其中，Q3 毛利率同比-21.87 个 pct 至 21.04%，我们认为主要是由于省代模式下，低毛利率的黄金产品收入占比提升所致。但同时，这种模式下带来公司资产周转率提升，公司前三季度的总资产周转率为 0.92 次（去年同期为 0.55 次）。

盈利预测与投资建议：公司作为国内黄金珠宝领先企业，近年来积极升级产品和门店形象提升品牌力。今年三季度启动省代模式，利用省代平台激发渠道发展活力的同时快速抢占市场份额。我们预计，公司 2021-2023 年实现营收分别为 98.25/146.54/174.72 亿元，实现 EPS 分别为 1.25/1.50/1.80 元/股，维持“买入”评级。

风险因素：疫情反复风险、渠道拓展不达预期风险、竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5084	9825	14654	17472
%同比增速	-7%	93%	49%	19%
营业成本	2998	7198	11388	13568
毛利	2086	2627	3266	3905
%营业收入	41%	27%	22%	22%
税金及附加	69	79	88	105
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	668	737	953	1118
%营业收入	13%	8%	7%	6%
管理费用	99	98	147	175
%营业收入	2%	1%	1%	1%
研发费用	13	12	15	17
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-23	-21	-13	-12
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-10	-46	-66	-77
信用减值损失	-6	0	0	0
其他收益	50	49	73	87
投资收益	1	15	18	17
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	10	11	12
资产处置收益	2	0	0	0
营业利润	1309	1750	2113	2541
%营业收入	26%	18%	14%	15%
营业外收支	15	35	35	35
利润总额	1324	1785	2148	2576
%营业收入	26%	18%	15%	15%
所得税费用	310	414	498	598
净利润	1013	1371	1650	1978
%营业收入	20%	14%	11%	11%
归属于母公司的净利润	1013	1371	1650	1978
%同比增速	2%	35%	20%	20%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.92	1.25	1.50	1.80

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.92	1.25	1.50	1.80
BVPS	4.91	5.87	6.62	7.60
PE	20.45	15.12	12.56	10.47
PEG	13.06	0.43	0.62	0.53
PB	3.85	3.22	2.85	2.49
EV/EBITDA	13.94	11.35	9.57	7.86
ROE	19%	21%	23%	24%
ROIC	18%	20%	22%	23%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1680	1055	657	879
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	136	1900	2830	3609
存货	2391	2761	3120	3345
预付款项	13	29	46	54
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	538	108	122	129
流动资产合计	4759	5852	6776	8017
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	23	28	33	38
在建工程	305	405	505	605
无形资产	427	412	397	382
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	65	65	65	65
其他非流动资产	1076	1024	972	920
资产总计	6656	7787	8749	10028
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	423	438	502	595
预收账款	48	49	59	70
合同负债	10	0	0	0
应付职工薪酬	64	58	57	54
应交税费	179	216	264	315
其他流动负债	516	559	579	629
流动负债合计	1239	1319	1461	1662
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	11	11	11
其他非流动负债	15	15	15	15
负债合计	1266	1345	1487	1689
归属于母公司的所有者权益	5386	6438	7257	8335
少数股东权益	5	5	5	5
股东权益	5390	6442	7262	8340
负债及股东权益	6656	7787	8749	10028

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	1361	-324	417	1101
投资	-525	50	50	50
资本性支出	-131	-80	-80	-80
其他	18	27	31	31
投资活动现金流净额	-638	-3	0	1
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	361	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-336	-600	-750	-900
其他	0	-60	-65	20
筹资活动现金流净额	-336	-299	-815	-880
现金净流量	387	-626	-398	222

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场