

# 周大生 (002867)

证券研究报告

2021年11月03日

## 21Q3 营业收入同比增长 119.9%，省代模式扩张成效凸显，高基数下保持归母净利润强势增长

**事件：**公司发布 2021 年第三季度报告。前三季度公司实现营业收入 64.73 亿元，同比增长 93.3%；实现归母净利润 10.06 亿元，同比增长 41.2%。单三季度，公司实现营收 36.84 亿元，同比增长 119.9%，归母净利润为 3.96 亿元，同比增长 3.68%。

**收入端：**公司 2021 年前三季度实现营业收入 64.73 亿元，同比增长 93.3%，其中，21Q1/Q2/Q3 的营业收入分别为 11.57/16.32/36.84 亿元，分别同比增长 70.68%/63.93%/119.90%。①分行业：2021 前三季度自营线下业务实现营业收入 9.17 亿元，同比增长 79.67%，占比 14.17%；电商业务实现营业收入 7.39 亿元，同比增长 5.25%，占比 11.42%；加盟业务实现营业收入 46.44 亿元，同比增长 132.65%，占比 71.74%。②分产品，自营线下镶嵌产品销售收入 1.38 亿元，黄金产品销售收入 7.3 亿元，分别同比增长 16.26%、111.97%，加盟镶嵌产品批发销售收入 14.92 亿元，同比增长 26.66%，黄金产品批发销售收入 24.56 亿元，同比增长 848.18%。

**毛利率：**公司 2021 年前三季度销售毛利率为 29.41%，同比减少 14.90pct，其中，21Q1/Q2/Q3 的销售毛利率分别为 40.42%/40.49%/21.04%，分别同比减少 2.93pct/6.85pct/21.86pct。

**费用端：**2021 年 Q1-Q3 期间费用率为 8.66%，同比减少 7.25pct，单三季度期间费用率为 6.25%，同比减少 6.55pct。其中，①2021Q3 销售费用率为 5.66%，同比减少 5.98pct；②管理费用率为 0.63%，同比减少 0.74pct；③财务费用率为-0.12%，同比增加 0.24pct④研发费用率为 0.08%，同比减少 0.06pct。

**利润端：**2021 前三季度公司实现归母净利润 10.06 亿元，同比增长 41.2%；归母净利率为 15.54%，同比减少 5.73pct。其中，21Q1/Q2/Q3 的归母净利润分别为 2.35/3.75/3.96 亿元，分别同比变动 133.85%/62.96%/3.68%。

**渠道端：**公司省代模式成效凸显，一二线城市门店拓展顺利。截止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。第三季度终端门店增加 210 家，减少 110 家，净增 100 家；加盟店增加 204 家，减少 99 家，净增 105 家；自营门店增加 6 家，减少 11 家，净减 5 家。按城市线级分，2021 前三季度一二线城市门店增加 148 家，减少 84 家，净增 64 家，三四线及以下城市增加 288 家，减少 184 家，净增 104 家。

**投资建议：**周大生渠道拓展快，品牌影响力强。启动省代业务后，营收增长迅速，预计 21-22 年利润 14/18 亿元，对应 PE 分别为 14x/11x。维持买入评级。

**风险提示：**渠道拓展效果不及预期、业务扩张不及预期、经营不及预期、新增门店业绩下调

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.19 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,096.22
流通 A 股股本(百万股)	1,078.24
A 股总市值(百万元)	19,940.30
流通 A 股市值(百万元)	19,613.11
每股净资产(元)	5.38
资产负债率(%)	19.86
一年内最高/最低(元)	39.38/16.82

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《周大生-半年报点评:21H1 归母净利润同增 84.52%，多渠道全增长，一二线城市拓店成果显著未来可期》2021-09-05
- 《周大生-公司点评:21H1 业绩超预期，渠道运营提升品牌力显成效，黄金按克计入网费提升下半年值得期待》2021-07-16
- 《周大生-季报点评:21Q1 营收增长超 7 成，净利增长超 1 倍，行业龙头优势凸显》2021-05-03

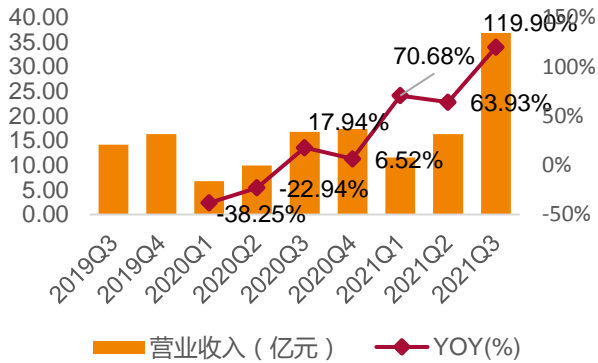
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439.29	5,084.13	6,355.16	7,597.50	9,012.28
增长率(%)	11.69	(6.53)	25.00	19.55	18.62
EBITDA(百万元)	1,245.85	1,285.41	1,844.89	2,344.89	2,922.55
净利润(百万元)	991.42	1,013.31	1,432.06	1,772.65	2,205.34
增长率(%)	22.99	2.21	41.32	23.78	24.41
EPS(元/股)	0.90	0.92	1.31	1.62	2.01
市盈率(P/E)	20.11	19.68	13.92	11.25	9.04
市净率(P/B)	4.23	3.70	2.86	2.38	1.94
市销率(P/S)	3.67	3.92	3.14	2.62	2.21
EV/EBITDA	9.26	12.96	8.63	6.41	4.59

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件

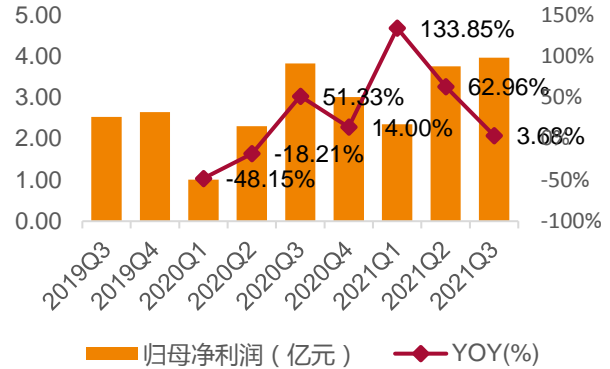
公司发布 2021 年第三季度报告。前三季度公司实现营业收入 64.73 亿元，同比增长 93.3%；实现归母净利润 10.06 亿元，同比增长 41.2%。单三季度，公司实现营收 36.84 亿元，同比增长 119.9%，归母净利润为 3.96 亿元，同比增长 3.68%。

图 1：公司各季度营收及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司各季度归母净利润及同比

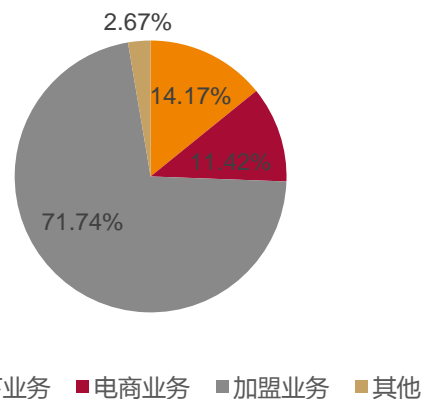


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 收入端

公司 2021 年前三季度实现营业收入 64.73 亿元，同比增长 93.3%，主要因为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。其中，21Q1/Q2/Q3 的营业收入分别为 11.57/16.32/36.84 亿元，分别同比增长 70.68%/63.93%/119.90%。①分行业：2021 前三季度自营线下业务实现营业收入 9.17 亿元，同比增长 79.67%，占比 14.17%；电商业务实现营业收入 7.39 亿元，同比增长 5.25%，占比 11.42%；加盟业务实现营业收入 46.44 亿元，同比增长 132.65%，占比 71.74%。②分产品，自营线下镶嵌产品销售收入 1.38 亿元，黄金产品销售收入 7.3 亿元，分别同比增长 16.26%、111.97%，加盟镶嵌产品批发销售收入 14.92 亿元，同比增长 26.66%，黄金产品批发销售收入 24.56 亿元，同比增长 848.18%。

图 3：公司前三季度各商业模式营收占比

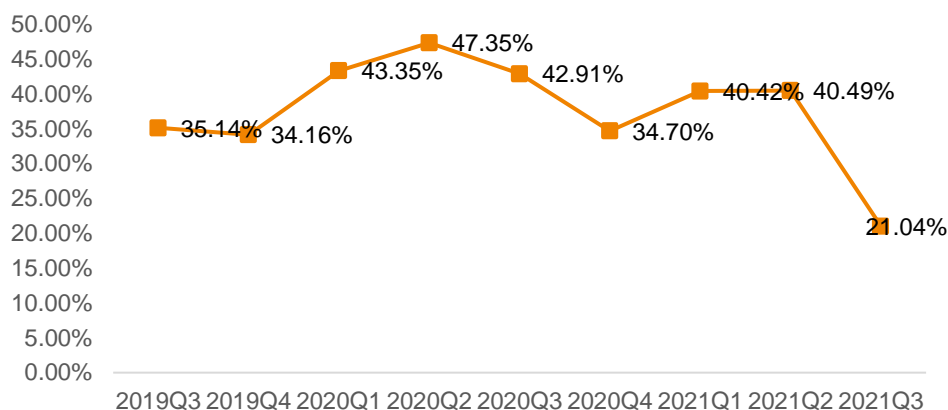


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 3. 毛利率

公司 2021 年前三季度销售毛利率为 29.41%，同比减少 14.90pct。其中，21Q1/Q2/Q3 的销售毛利率分别为 40.42%/40.49%/21.04%，分别同比减少 2.93pct/6.85pct/21.86pct。

图 4：公司各季度毛利率情况

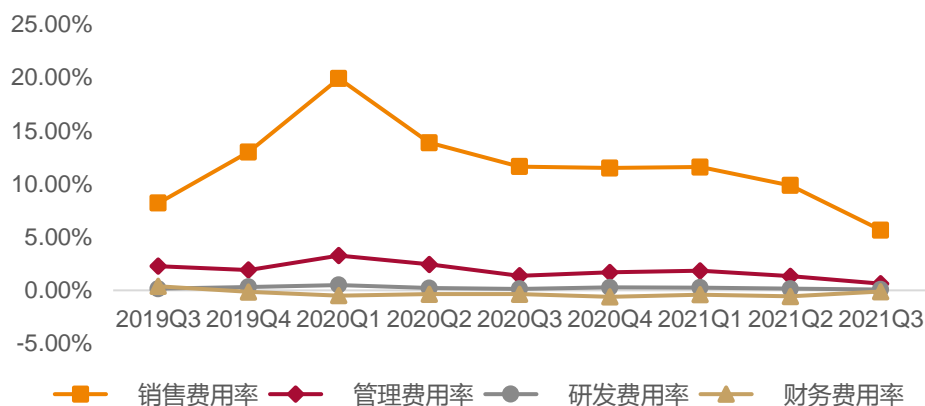


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 4. 费用端

2021 年 Q1-Q3 期间费用率为 8.66%，同比减少 7.25pct，单三季度期间费用率为 6.25%，同比减少 6.55pct。其中，①2021Q3 销售费用率为 5.66%，同比减少 5.98pct；②管理费用率为 0.63%，同比减少 0.74pct；③财务费用率为-0.12%，同比增加 0.24pct④研发费用率为 0.08%，同比减少 0.06pct。

图 5：公司各季度费用率情况

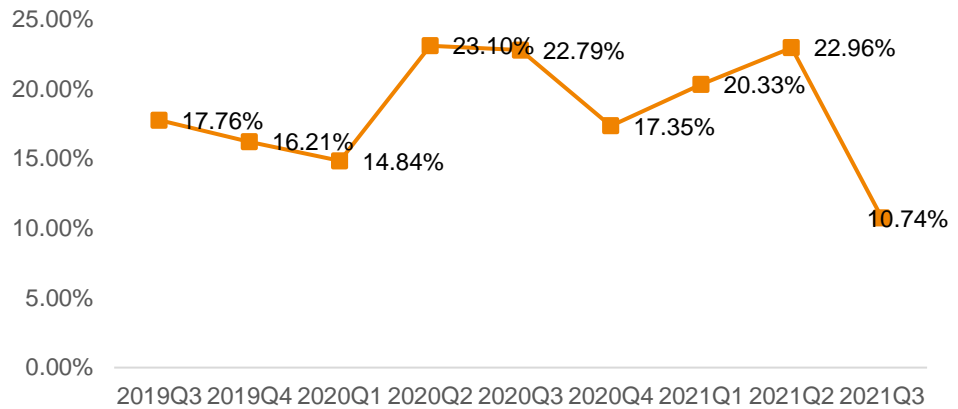


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 5. 利润端

2021 前三季度公司实现归母净利润 10.06 亿元，同比增长 41.2%；归母净利率为 15.54%，同比减少 5.73pct。其中，21Q1/Q2/Q3 的归母净利润分别为 2.35/3.75/3.96 亿元，分别同比变动 133.85%/62.96%/3.68%。

图 6：公司各季度净利率情况

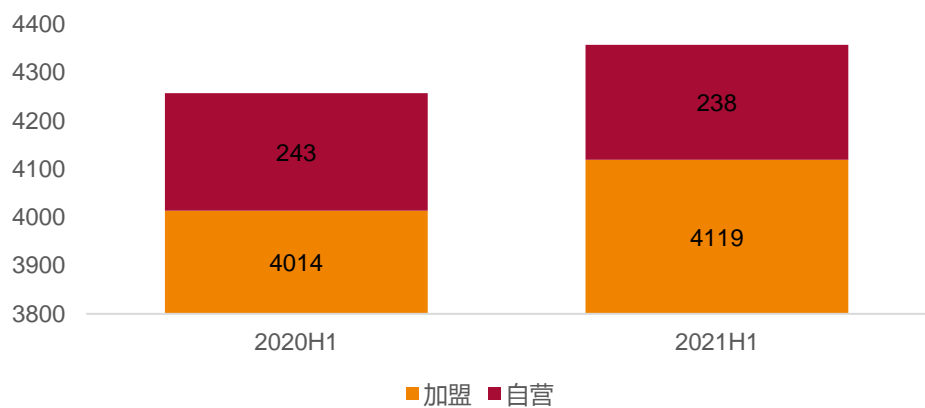


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 6. 渠道端

公司省代模式成效凸显，一二线门店拓展顺利。截止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。第三季度终端门店增加 210 家，减少 110 家，净增 100 家；加盟店增加 204 家，减少 99 家，净增 105 家；自营门店增加 6 家，减少 11 家，净减 5 家。按城市线级分，2021 前三季度一二线城市门店增加 148 家，减少 84 家，净增 64 家，三四线及以下城市增加 288 家，减少 184 家，净增 104 家。

图 7：2020H1 与 2021H1 公司门店结构对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：公司前三季度门店变化情况（家）

城市线级	类型	2021 年 1-9 月				2020 年 1-9 月			
		增加	减少	净增减	期末数量	增加	减少	净增减	期末数量
一二线	加盟	136	66	70	1,062	92	98	-6	926
	自营	12	18	-6	218	7	27	-20	228
	小计	148	84	64	1280	99	125	-26	1,154
三四线及以下	加盟	287	178	109	3,057	249	208	41	2,842
	自营	1	6	-5	20	0	6	-6	24
	小计	288	184	104	3077	249	214	35	2,866
合计	加盟	423	244	179	4119	341	306	35	3,768
	自营	13	24	-11	238	7	33	-26	252
	小计	436	268	168	4,357	348	339	9	4,020

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 7. 投资建议

周大生渠道拓展快，品牌影响力强。启动省代业务后，营收增长迅速，预计 21-22 年利润 14/18 亿元，对应 PE 分别为 14x/11x。维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,293.50	1,680.44	3,311.04	4,046.25	5,709.06
应收票据及应收账款	75.51	136.50	133.74	187.96	214.87
预付账款	26.02	12.81	30.78	24.05	39.52
存货	2,597.11	2,391.36	3,004.09	3,542.25	4,106.87
其他	169.48	537.76	457.78	397.16	475.45
<b>流动资产合计</b>	<b>4,161.63</b>	<b>4,758.86</b>	<b>6,937.43</b>	<b>8,197.66</b>	<b>10,545.79</b>
长期股权投资	0.79	0.98	0.98	0.98	0.98
固定资产	32.46	23.37	160.41	265.09	337.35
在建工程	171.19	304.91	218.94	179.37	137.62
无形资产	435.16	426.76	419.37	411.98	404.59
其他	855.61	832.14	564.29	707.27	666.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,495.21</b>	<b>1,588.16</b>	<b>1,363.99</b>	<b>1,564.69</b>	<b>1,547.46</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,922.03</b>	<b>6,655.74</b>	<b>8,551.58</b>	<b>10,037.04</b>	<b>12,371.11</b>
短期借款	0.00	0.00	80.00	85.00	88.00
应付票据及应付账款	358.81	422.62	630.03	515.93	837.38
其他	793.75	816.86	824.23	987.45	1,095.14
<b>流动负债合计</b>	<b>1,152.56</b>	<b>1,239.48</b>	<b>1,534.26</b>	<b>1,588.38</b>	<b>2,020.52</b>
长期借款	0.00	0.00	30.00	25.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.10	26.09	22.39	24.86	24.44
<b>非流动负债合计</b>	<b>26.10</b>	<b>26.09</b>	<b>52.39</b>	<b>49.86</b>	<b>64.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,178.65</b>	<b>1,265.56</b>	<b>1,586.65</b>	<b>1,638.23</b>	<b>2,084.96</b>
少数股东权益	33.11	4.50	4.50	4.49	4.55
股本	730.91	730.82	1,096.22	1,096.22	1,096.22
资本公积	1,650.25	1,685.72	1,685.72	1,685.72	1,685.72
留存收益	4,058.08	4,778.07	5,864.21	7,298.10	9,185.38
其他	(1,728.96)	(1,808.93)	(1,685.72)	(1,685.72)	(1,685.72)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,743.38</b>	<b>5,390.18</b>	<b>6,964.93</b>	<b>8,398.81</b>	<b>10,286.15</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,922.03</b>	<b>6,655.74</b>	<b>8,551.58</b>	<b>10,037.04</b>	<b>12,371.11</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	991.33	1,013.40	1,432.06	1,772.65	2,205.34
折旧摊销	44.19	39.28	16.31	22.29	26.88
财务费用	16.83	6.85	(4.00)	(3.00)	(3.00)
投资损失	(1.17)	(0.96)	(0.67)	(0.35)	(0.24)
营运资金变动	(538.07)	(31.46)	(28.55)	(636.10)	(216.61)
其它	284.67	334.32	(40.48)	19.66	0.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>797.79</b>	<b>1,361.43</b>	<b>1,374.67</b>	<b>1,175.15</b>	<b>2,012.81</b>
资本支出	114.54	129.59	63.70	77.53	50.41
长期投资	(0.01)	0.19	0.00	0.00	0.00
其他	198.06	(768.00)	(64.46)	(181.71)	(103.34)
<b>投资活动现金流</b>	<b>312.59</b>	<b>(638.22)</b>	<b>(0.76)</b>	<b>(104.18)</b>	<b>(52.93)</b>
债权融资	0.00	0.00	110.00	110.00	128.00
股权融资	90.47	14.28	492.62	3.00	3.00
其他	(993.02)	(350.45)	(345.93)	(448.76)	(428.06)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(902.55)</b>	<b>(336.17)</b>	<b>256.69</b>	<b>(335.76)</b>	<b>(297.06)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>207.82</b>	<b>387.04</b>	<b>1,630.60</b>	<b>735.21</b>	<b>1,662.82</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5,439.29</b>	<b>5,084.13</b>	<b>6,355.16</b>	<b>7,597.50</b>	<b>9,012.28</b>
营业成本	3,482.07	2,997.96	3,508.05	4,186.22	4,956.75
营业税金及附加	55.89	69.23	70.77	88.71	109.43
营业费用	587.01	668.03	786.77	920.79	962.65
管理费用	120.97	98.84	102.36	96.95	91.42
研发费用	13.31	12.62	12.71	7.60	0.00
财务费用	7.72	(23.39)	(4.00)	(3.00)	(3.00)
资产减值损失	(12.31)	(9.86)	6.12	(5.35)	(3.03)
公允价值变动收益	18.61	11.35	(40.48)	19.67	0.38
投资净收益	1.17	0.96	0.67	0.35	0.24
其他	(92.51)	(50.44)	37.69	(40.04)	(1.24)
<b>营业利润</b>	<b>1,257.37</b>	<b>1,308.82</b>	<b>1,874.50</b>	<b>2,325.60</b>	<b>2,898.68</b>
营业外收入	34.82	24.07	37.99	41.99	47.24
营业外支出	0.11	9.01	3.08	4.07	5.39
<b>利润总额</b>	<b>1,292.08</b>	<b>1,323.88</b>	<b>1,909.41</b>	<b>2,363.53</b>	<b>2,940.53</b>
所得税	300.75	310.48	477.35	590.88	735.13
<b>净利润</b>	<b>991.33</b>	<b>1,013.40</b>	<b>1,432.06</b>	<b>1,772.64</b>	<b>2,205.40</b>
少数股东损益	(0.09)	0.09	(0.01)	(0.01)	0.06
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>991.42</b>	<b>1,013.31</b>	<b>1,432.06</b>	<b>1,772.65</b>	<b>2,205.34</b>
每股收益(元)	0.90	0.92	1.31	1.62	2.01

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.69%	-6.53%	25.00%	19.55%	18.62%
营业利润	22.53%	4.09%	43.22%	24.06%	24.64%
归属于母公司净利润	22.99%	2.21%	41.32%	23.78%	24.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.98%	41.03%	44.80%	44.90%	45.00%
净利率	18.23%	19.93%	22.53%	23.33%	24.47%
ROE	21.05%	18.81%	20.57%	21.12%	21.45%
ROIC	37.94%	42.25%	54.61%	59.06%	62.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.90%	19.01%	18.55%	16.32%	16.85%
净负债率	-27.27%	-31.18%	-45.96%	-46.87%	-54.26%
流动比率	3.61	3.84	4.52	5.16	5.22
速动比率	1.36	1.91	2.56	2.93	3.19
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	68.52	47.96	47.03	47.23	44.74
存货周转率	2.10	2.04	2.36	2.32	2.36
总资产周转率	0.92	0.81	0.84	0.82	0.80
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.90	0.92	1.31	1.62	2.01
每股经营现金流	0.73	1.24	1.25	1.07	1.84
每股净资产	4.30	4.91	6.35	7.66	9.38
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.11	19.68	13.92	11.25	9.04
市净率	4.23	3.70	2.86	2.38	1.94
EV/EBITDA	9.26	12.96	8.63	6.41	4.59
EV/EBIT	9.41	13.09	8.71	6.47	4.63

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com