

省代模式带动收入大幅增长，黄金产品占比进一步提高



核心观点

- 21 年前三季度公司实现营业收入和归母净利润 64.73 亿与 10.06 亿，同比增长 93.3%和 41.2%，其中 21Q3 公司营业收入与归母净利润分别同比增长 119.9%和 3.68%。三季度随着公司省代模式的引入，公司报表结构变动较大，加盟黄金销售收入提升，单季度公司销售收入大幅增长。
- 前三季度公司净开店 168 家（直营净关 11 家，加盟净增 179 家），单季度开店节奏有所加快。分渠道来看，前三季度加盟业务收入增长 132.65%（黄金饰品批发占比提升），自营线下收入增长 79.67%，线上收入在去年同期相对较高的基数上增长 5.25%，电商收入占比为 11.42%。
- 业务模式变动导致财务数据变化较大。前三季度公司综合毛利率下降 14.9pct（主要是黄金产品批发收入大幅增加），期间费用率下降 7.25pct，其中销售费用率下降 6.2pct，管理研发费用率下降 1.15pct。前三季度公司经营活动现金净流出 8.69 亿元，给予加盟商授信增加，存货周转天数同比下降 201 天，应收账款周转天数同比增加 30 天。
- 借力省代模式的推广，下半年公司加强了线下渠道建设和黄金产品布局，通过公司金融支持推动线下加盟商对公司黄金产品的采购和销售力度，增加品牌在黄金饰品零售的影响力，另一方面借助省代客户资源、渠道资源、市场经验等优势进一步加快公司加盟开店进度，提升周大生国内市场份额的占比。
- 随着婚庆需求回补与金价下跌过程中消费的改善，今年黄金珠宝零售明显好转，有利于公司恢复渠道拓展步伐。电商的强势、品牌的年轻化、产品的差异化和多品牌矩阵的逐步搭建已经成为公司区别于竞争对手的主要优势。作为深耕低线市场的本土龙头品牌之一，近几年公司渠道端保持逆市扩张策略，不断提升品牌影响力，灵活的运营管理机制、供应链与渠道的不断优化是公司未来能够在行业竞争中赢得更大的渠道与市场空间的最大优势。

财务预测与投资建议

- 根据三季报，我们上调公司未来 3 年收入预测，下调毛利率和期间费用率预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.22 元、1.46 元和 1.73 元（原预测每股收益为 1.20 元、1.43 元和 1.68 元），参考可比公司平均估值，给予公司 21 年 19 倍 PE，对应目标价 23.18 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格的大幅波动、宏观经济下行压力、产品重大瑕疵等。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	9,667	12,599	15,978
同比增长(%)	11.7%	-6.5%	90.1%	30.3%	26.8%
营业利润(百万元)	1,257	1,309	1,736	2,083	2,463
同比增长(%)	22.5%	4.1%	32.6%	20.0%	18.2%
归属母公司净利润(百万元)	991	1,013	1,340	1,606	1,897
同比增长(%)	23.0%	2.2%	32.3%	19.8%	18.1%
每股收益(元)	0.90	0.92	1.22	1.46	1.73
毛利率(%)	36.0%	41.0%	29.7%	27.7%	26.1%
净利率(%)	18.2%	19.9%	13.9%	12.7%	11.9%
净资产收益率(%)	22.9%	20.1%	22.7%	23.0%	23.1%
市盈率	20.3	19.9	15.0	12.5	10.6
市净率	4.3	3.7	3.1	2.7	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月05日)	18.48 元
目标价格	23.18 元
52周最高价/最低价	25.69/15.92 元
总股本/流通A股(万股)	109,622/107,824
A股市值(百万元)	20,258
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年11月07日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.23	-7.36	-0.11	0.7
相对表现	-0.23	-8.04	4.89	3.98
沪深300	-2	0.68	-5	-3.28



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

证券分析师 朱炎
021-63325888*6107
zhuyan3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070006

相关报告

二季度恢复明显，推进省代模式加速渠道拓展 2021-09-03

线上高增，线下受疫情冲击今年有望恢复 2021-03-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据三季报，我们上调公司未来 3 年收入预测，下调毛利率和期间费用率预测，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.22 元、1.46 元和 1.73 元（原预测每股收益为 1.20 元、1.43 元和 1.68 元），参考可比公司平均估值，给予公司 21 年 19 倍 PE，对应目标价 23.18 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 11 月 5 日）

公司名称	公司代码	每股收益（元）				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
老凤祥	600612	3.03	3.53	3.91	4.42	15	13	12	10
飞亚达	000026	0.69	1.02	1.23	1.45	16	11	9	8
赤峰黄金	600988	0.47	0.58	1.13	1.24	35	28	14	13
潮宏基	002345	0.15	0.39	0.46	0.54	31	12	10	9
中金黄金	600916	0.30	0.45	0.59	0.78	47	31	24	18
周大福	1929.HK	0.60	0.68	0.80	0.94	20	24	20	17
调整后平均							19	14	12

数据来源：朝阳永续，wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,294	1,680	2,417	3,150	3,994	营业收入	5,439	5,084	9,667	12,599	15,978
应收票据及应收账款	76	136	1,460	1,902	2,413	营业成本	3,482	2,998	6,798	9,103	11,804
预付账款	26	13	29	38	48	营业税金及附加	56	69	132	172	218
存货	2,597	2,391	5,779	7,738	10,034	营业费用	587	668	780	938	1,119
其他	169	538	566	580	597	管理费用及研发费用	134	111	116	135	178
流动资产合计	4,162	4,759	10,250	13,408	17,086	财务费用	8	(23)	16	113	176
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值损失	12	16	149	116	80
固定资产	32	23	253	378	437	公允价值变动收益	19	11	0	0	0
在建工程	171	305	188	130	101	投资净收益	1	1	10	10	10
无形资产	435	427	410	393	376	其他	77	52	50	50	50
其他	1,121	1,141	341	314	309	营业利润	1,257	1,309	1,736	2,083	2,463
非流动资产合计	1,760	1,897	1,193	1,216	1,223	营业外收入	35	24	25	25	25
资产总计	5,922	6,656	11,442	14,623	18,309	营业外支出	0	9	10	10	10
短期借款	0	0	3,109	4,733	6,595	利润总额	1,292	1,324	1,751	2,098	2,478
应付票据及应付账款	359	423	1,006	1,347	1,747	所得税	301	310	411	492	581
其他	794	817	912	991	1,080	净利润	991	1,013	1,340	1,606	1,897
流动负债合计	1,153	1,239	5,027	7,071	9,422	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	991	1,013	1,340	1,606	1,897
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.90	0.92	1.22	1.46	1.73
其他	26	26	0	0	0						
非流动负债合计	26	26	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	1,179	1,266	5,027	7,071	9,422						
少数股东权益	33	5	5	5	5	成长能力					
股本	731	731	1,096	1,096	1,096	营业收入	11.7%	-6.5%	90.1%	30.3%	26.8%
资本公积	1,551	1,622	1,320	1,320	1,320	营业利润	22.5%	4.1%	32.6%	20.0%	18.2%
留存收益	2,408	3,092	3,994	5,131	6,466	归属于母公司净利润	23.0%	2.2%	32.3%	19.8%	18.1%
其他	21	(60)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,743	5,390	6,415	7,552	8,887	毛利率	36.0%	41.0%	29.7%	27.7%	26.1%
负债和股东权益总计	5,922	6,656	11,442	14,623	18,309	净利率	18.2%	19.9%	13.9%	12.7%	11.9%
						ROE	22.9%	20.1%	22.7%	23.0%	23.1%
						ROIC	20.8%	19.4%	18.0%	15.4%	14.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
净利润	991	1,013	1,340	1,606	1,897	资产负债率	19.9%	19.0%	43.9%	48.4%	51.5%
折旧摊销	43	38	75	121	136	净负债率	0.0%	0.0%	10.8%	21.0%	29.3%
财务费用	8	(23)	16	113	176	流动比率	3.61	3.84	2.04	1.90	1.81
投资损失	(1)	(1)	(10)	(10)	(10)	速动比率	1.35	1.90	0.88	0.79	0.74
营运资金变动	265	(149)	(4,225)	(2,120)	(2,425)	营运能力					
其它	(507)	484	956	116	80	应收账款周转率	58.7	44.0	11.2	6.9	6.7
经营活动现金流	798	1,361	(1,848)	(175)	(146)	存货周转率	1.3	1.2	1.7	1.3	1.3
资本支出	(158)	(113)	(144)	(144)	(144)	总资产周转率	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0
长期投资	702	(0)	0	0	0	每股指标(元)					
其他	(232)	(525)	10	10	10	每股收益	0.90	0.92	1.22	1.46	1.73
投资活动现金流	313	(638)	(134)	(134)	(134)	每股经营现金流	1.09	1.86	-1.69	-0.16	-0.13
债权融资	(1)	0	0	0	0	每股净资产	4.30	4.91	5.85	6.89	8.10
股权融资	77	71	64	0	0	估值比率					
其他	(979)	(408)	2,654	1,042	1,125	市盈率	20.3	19.9	15.0	12.5	10.6
筹资活动现金流	(903)	(336)	2,718	1,042	1,125	市净率	4.3	3.7	3.1	2.7	2.3
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	13.6	13.5	9.7	7.7	6.4
现金净增加额	208	387	736	733	845	EV/EBIT	14.1	13.9	10.2	8.1	6.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn