

## 黄金类产品增长明显，线下开店提速

买入 (维持)

——周大生 (002867) 21 年报 & 22 年一季报点评

2022 年 05 月 05 日

### 报告关键要素:

2022 年 4 月 29 日，公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。

### 投资要点:

**公司全年业绩快速增长，22Q1 表现亮眼:** 2021 年度，公司实现营收 91.55 亿元 (同比+80.07%)，归母净利润 12.25 亿元 (同比+20.85%)，收入利润实现快速增长。2022Q1，公司实现营收 27.54 亿元 (同比+138.15%)，归母净利润 2.90 亿元 (同比+23.26%)。2021 年度，公司整体毛利率为 27.31%，较上年同期下降 13.72 个 pct，主要由于黄金类销售收入快速增长使得收入结构发生了较大变化所致；销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.61%/1.06%/0.15%/-0.23%，分别同比 -5.53/-0.88/-0.10/+0.23 个 pct。

**省代模式下黄金类产品增长明显，镶嵌产品销售受到抑制:** (1) **镶嵌:** 2021 年度，公司继续加大对钻石产品的研发，产品系列迭代出新，向系列化、年轻化方向发展。2021 年度，公司镶嵌首饰实现收入 22.29 亿元 (同比+0.90%)，占比 24.34%，毛利率提升 2.65 个 pct 至 29.74%；

(2) **素金:** 公司黄金板块以爆款带动爆系的推广策略，陆续开发特色 IP 板块、时尚板块、儿童板块、婚恋板块及文化送礼板块，致力于为公司打造具有品牌代表性的高附加值产品系列。2021 年度，公司素金首饰实现收入 55.65 亿元 (同比+232.22%，主要受益于新引入的省代模式，通过展销方式直接向加盟商批发供货使得黄金销售收入大幅增长)，占比 60.79%，毛利率下降 12.07 个 pct 至 10.59%。

**线上业务增长稳健，线下加盟店开店提速:** (1) **线上:** 2021 年度，公司线上业务实现收入 11.48 亿元 (同比+18.17%)，毛利率为 28.44% (同比-7.58 个 pct)。(2) **线下:** 省代模式下拓店提速，2021 年度，公司自营 (线下) 实现收入 12.60 亿元 (同比+74.97%)，加盟业务实现收入 65.22 亿元 (同比+103.66%)。截至 2021 年末，终端门店数为 4502 家 (净增加 313 家，下半年拓店力度有所加快)，其中自营门店 238 家 (净减少 11 家)，加盟店 4264 家 (净增加 324 家)。

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9155.20	12991.69	15547.43	18303.96
增长比率 (%)	80	42	20	18
净利润 (百万元)	1224.61	1467.32	1812.09	2184.40
增长比率 (%)	21	20	23	21
每股收益 (元)	1.12	1.34	1.65	1.99
市盈率 (倍)	11.26	9.40	7.61	6.31
市净率 (倍)	2.38	2.07	1.77	1.48

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

### 基础数据

总股本 (百万股)	1,096.08
流通 A 股 (百万股)	1,078.23
收盘价 (元)	12.58
总市值 (亿元)	137.89
流通 A 股市值 (亿元)	135.64

### 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

#### 分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

**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。2021 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 2022-2024 年实现归母净利润同比增速分别为 20%/23%/21%，实现 EPS 分别为 1.34/1.65/1.99 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)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>9155</b>	<b>12992</b>	<b>15547</b>	<b>18304</b>
%同比增速	80%	42%	20%	18%
营业成本	6655	10155	12132	14291
毛利	2500	2837	3415	4013
%营业收入	27%	22%	22%	22%
税金及附加	89	127	152	178
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	697	741	871	970
%营业收入	8%	6%	6%	5%
管理费用	97	104	109	110
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	14	16	16	18
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-21	-18	-22	-37
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-59	-46	-66	-77
信用减值损失	-53	0	0	0
其他收益	49	65	78	92
投资收益	17	19	19	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-10	21	22
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1579</b>	<b>1897</b>	<b>2342</b>	<b>2829</b>
%营业收入	17%	15%	15%	15%
营业外收支	12	15	15	15
<b>利润总额</b>	<b>1591</b>	<b>1911</b>	<b>2357</b>	<b>2843</b>
%营业收入	17%	15%	15%	16%
所得税费用	369	446	548	662
净利润	1222	1466	1809	2182
%营业收入	13%	11%	12%	12%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1225</b>	<b>1467</b>	<b>1812</b>	<b>2184</b>
%同比增速	21%	20%	23%	21%
少数股东损益	-3	-2	-3	-3
EPS (元/股)	1.12	1.34	1.65	1.99

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.12	1.34	1.65	1.99
BVPS	5.28	6.09	7.12	8.47
PE	11.26	9.40	7.61	6.31
PEG	0.76	0.47	0.32	0.31
PB	2.38	2.07	1.77	1.48
EV/EBITDA	10.96	6.83	5.16	3.87
ROE	21%	22%	23%	24%
ROIC	21%	21%	22%	22%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1289	1054	2043	3186
交易性金融资产	0	400	410	420
应收票据及应收账款	683	1069	1194	1305
存货	2748	3339	3324	3524
预付款项	10	12	15	17
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	527	429	429	429
流动资产合计	5257	6302	7415	8880
长期股权投资	2	122	122	122
固定资产	23	28	33	38
在建工程	375	395	495	595
无形资产	427	412	397	382
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	70	70	70	70
其他非流动资产	862	810	758	706
<b>资产总计</b>	<b>7016</b>	<b>8138</b>	<b>9289</b>	<b>10793</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	345	376	379	364
预收账款	36	39	35	37
合同负债	17	20	18	20
应付职工薪酬	76	81	85	86
应交税费	170	182	187	192
其他流动负债	463	649	666	693
流动负债合计	1107	1347	1369	1392
长期借款	18	18	18	18
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	5	5	5
其他非流动负债	89	89	89	89
<b>负债合计</b>	<b>1219</b>	<b>1459</b>	<b>1481</b>	<b>1503</b>
归属于母公司的所有者权益	5787	6670	7803	9287
少数股东权益	10	9	6	3
<b>股东权益</b>	<b>5797</b>	<b>6679</b>	<b>7808</b>	<b>9290</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>7016</b>	<b>8138</b>	<b>9289</b>	<b>10793</b>

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>197</b>	<b>698</b>	<b>1674</b>	<b>1841</b>
投资	431	-470	40	40
资本性支出	-153	-20	-100	-100
其他	12	11	42	42
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>290</b>	<b>-479</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	8	-4	0	0
银行贷款增加(减少)	18	0	0	0
筹资成本	-769	-501	-601	-701
其他	-135	50	-65	20
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-878</b>	<b>-455</b>	<b>-666</b>	<b>-681</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-391</b>	<b>-236</b>	<b>989</b>	<b>1143</b>

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