

周大生 (002867)

证券研究报告

2021年09月05日

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

事件：公司发布 21H1 半年报，实现营收 27.89 亿元，同增 66.67%；归母净利润 6.10 亿元，同增 84.52%。主要由于疫情趋缓经营恢复常态，经营情况保持去年下半年良好发展态势，以及金价上涨、电商销售增长；其中 Q2 实现营收 16.32 亿元，同增 63.93%；归母净利润 3.75 亿元，同增 62.96%。

点评：

收入端：公司 21H1 实现营收 27.89 亿元，同增 66.67%，主要由于疫情趋缓经营恢复常态，经营情况保持去年下半年良好发展态势；其中，21 Q2 实现营收 16.32 亿元，同增 63.93%，分行业：21H1 公司加盟业务收入 15.82 亿元，同增 84.29%，占比 56.72%；自营线下业务收入 6.47 亿元，同增 94.41%，占比 23.18%；互联网线上业务收入 4.35 亿元，同增 12.35%，占比 15.58%。其中互联网线上收入以销售渠道划分，线上销售渠道主要集中在天猫、京东、抖音、中闽在线及唯品会等第三方平台，报告期天猫渠道营业收入 2.87 亿元，占线上渠道比例 65.98%；京东渠道营业收入 3,675.2 万元，占线上比例 8.45%；抖音渠道营业收入 6,818.59 万元，占线上比例 15.67%② 分产品：21H1 镶嵌首饰收入 0.91 亿元，同增 67.31%，占比 32.55%；素金首饰收入 12.19 亿元，同增 85.54%，占比 43.73%；加盟品牌使用费收入 3.43 亿元，同增 59.86%，占比 12.29%。

毛利率：公司 21H1 毛利率 40.46%，同减 5.26 pct，较上年同期有所下降，主要由于报告期金价波动以及素金销售占比提高等收入结构变化影响所致；21Q2 毛利率 40.49%，同减 6.85 pct。按产品分，公司基础业务镶嵌首饰毛利率为 30.82%，同增 0.91 pct；素金首饰毛利率 18.87%，同减 5.02 pct。

利润端：公司 21H1 实现净利润 6.10 亿元，同增 84.77%；主要由于疫情趋缓，公司业务回归正常，以及金价上涨及电商销售增长因素，实现净利率 21.86%，同增 2.14 pct；公司 21Q2 净利润 3.75 亿元，同增 63.14%；实现净利率 22.95%，同减 0.11pct。

渠道端：门店拓展速度继续领跑行业，一二线城市拓店成果显著。截至 21Q2，公司门店总数为 4257 家，其中自营店 243 家，加盟店 4014 家；按城市线级分，一二线城市门店增加 82 家，减少 56 家，净增 26 家，三四线及以下城市增加 144 家，减少 102 家，净增 42 家。

投资建议：周大生渠道运营细致，品牌影响力强。公司今年全年主品牌预计净开店 300-500 个，三个品牌（含 Blove 和金生金饰）开店 400-600 个，下半年按克计入网费提价后预计 21-22 年利润 14/18 亿元，对应 PE 分别为 15x/12x。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

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	19.15 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)	1,073.16
A 股总市值(百万元)	20,992.68
流通 A 股市值(百万元)	20,551.00
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	17.01
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-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
- 《周大生-年报点评报告:20 年补货节奏延迟导致 Q4 增速略缓，门店拓展稳步推进，推进新零售渠道发展带来全新增量》 2021-04-04

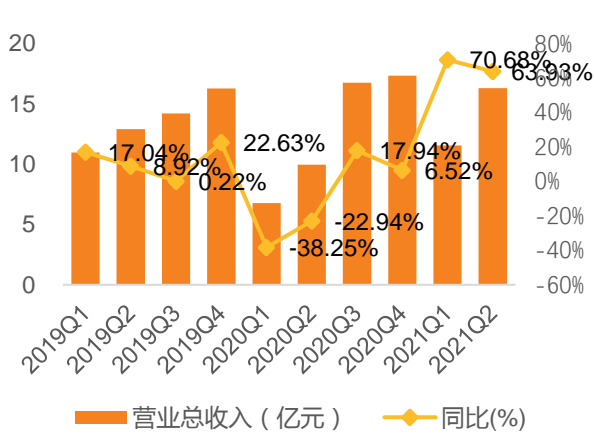
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439.29	5,084.13	6,355.16	7,597.50	9,012.28
增长率(%)	11.69	(6.53)	25.00	19.55	18.62
EBITDA(百万元)	1,245.85	1,285.41	1,844.89	2,344.89	2,922.55
净利润(百万元)	991.42	1,013.31	1,432.06	1,772.65	2,205.34
增长率(%)	22.99	2.21	41.32	23.78	24.41
EPS(元/股)	0.90	0.92	1.31	1.62	2.01
市盈率(P/E)	21.17	20.72	14.66	11.84	9.52
市净率(P/B)	4.46	3.90	3.02	2.50	2.04
市销率(P/S)	3.86	4.13	3.30	2.76	2.33
EV/EBITDA	9.26	12.96	9.20	6.86	4.95

资料来源：wind，天风证券研究所

事件

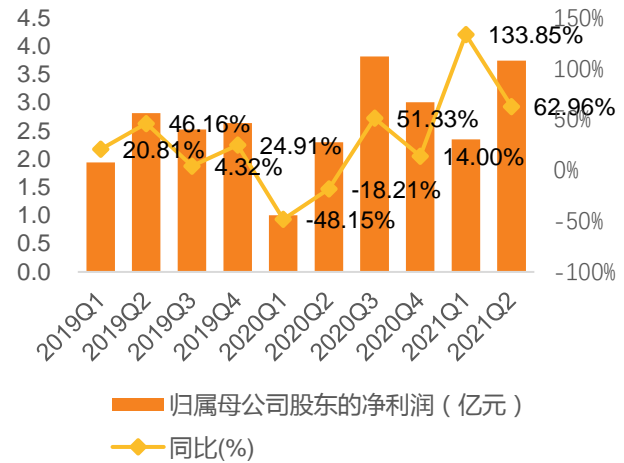
公司发布 21H1 半年报，实现营收 27.89 亿元，同增 66.67%；归母净利润 6.10 亿元，同增 84.52%。主要由于疫情趋缓经营恢复常态，经营情况保持去年下半年良好发展态势，以及金价上涨、电商销售增长；其中 Q2 实现营收 16.32 亿元，同增 63.93%；归母净利润 3.75 亿元，同增 62.96%。

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

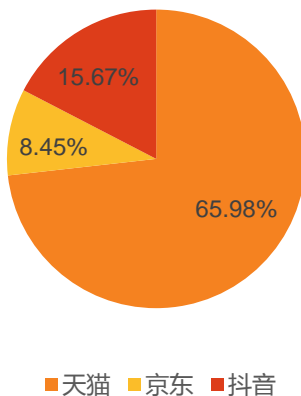


资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入端

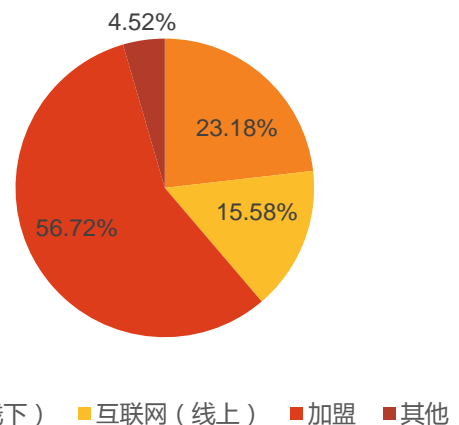
公司 21H1 实现营收 27.89 亿元，同增 66.67%，主要由于疫情趋缓经营恢复常态，经营情况保持去年下半年良好发展态势；其中，21 Q2 实现营收 16.32 亿元，同增 63.93%，① 分行业：21H1 公司加盟业务收入 15.82 亿元，同增 84.29%，占比 56.72%；自营线下业务收入 6.47 亿元，同增 94.41%，占比 23.18%；互联网线上业务收入 4.35 亿元，同增 12.35%，占比 15.58%。其中互联网线上收入以销售渠道划分，线上销售渠道主要集中在天猫、京东、抖音、中闽在线及唯品会等第三方平台，报告期天猫渠道营业收入 2.87 亿元，占线上渠道比例 65.98%；京东渠道营业收入 3,675.2 万元，占线上比例 8.45%；抖音渠道营业收入 6,818.59 万元，占线上比例 15.67%② 分产品：21H1 镶嵌首饰收入 0.91 亿元，同增 67.31%，占比 32.55%；素金首饰收入 12.19 亿元，同增 85.54%，占比 43.73%；加盟品牌使用费收入 3.43 亿元，同增 59.86%，占比 12.29%。

图 3：线上营收中主要渠道占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：公司 21H1 各商业模式营收占比

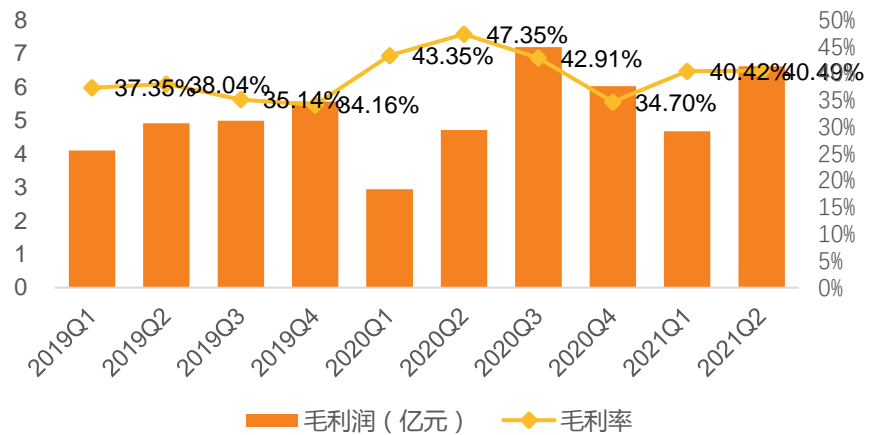


资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率

公司 21H1 毛利率 40.46%，同减 5.26 pct，较上年同期有所下降，主要由于报告期金价波动以及素金销售占比提高等收入结构变化影响所致；21Q2 毛利率 40.49%，同减 6.85 pct。按产品分，公司基础业务镶嵌首饰毛利率为 30.82%，同增 0.91 pct；素金首饰毛利率 18.87%，同减 5.02 pct。

图 5：此公司各季度毛利润与毛利率变化

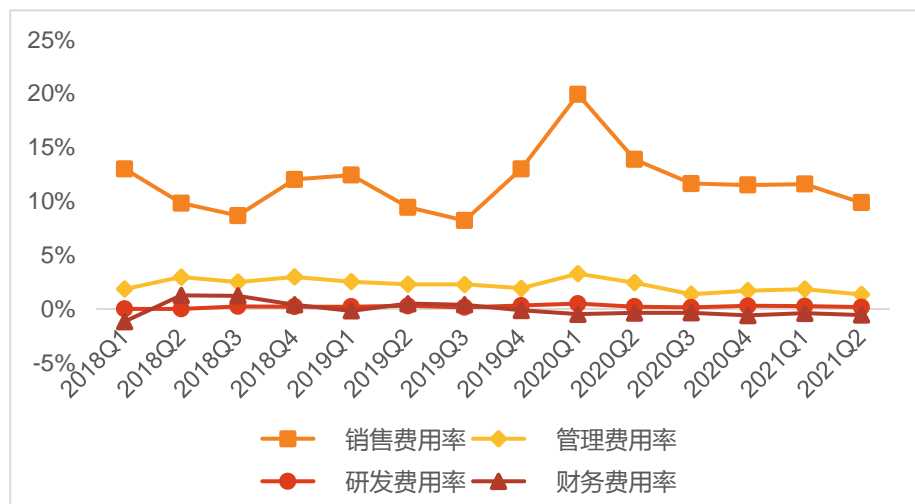


资料来源：Wind、天风证券研究所

费用端

公司 21H1 期间营业成本为 16.60 亿元，同增 82.83%，费用率 11.84%，同减 7.18 pct，21Q2 公司期间费用率为 10.80%，同减 5.37 pct。① 销售费用率：21H1 销售费用 2.95 亿元，同增 8.05%，销售费用率 10.58%，同减 5.74 pct；21Q2 销售费用率 9.86%，同减 4.02 pct。② 管理费用率：21H1 管理费用 0.43 亿元，同减 7.13%，管理费用率为 1.55%，同减 1.23 pct，主要由于报告期股份支付摊销费用同比减少所致；21Q2 管理费用率 1.34%，同减 1.10 pct。③ 研发费用率：21H1 研发费用 565.81 万元，同增 3.73%，研发费用率为 0.20%，同减 0.12 pct；21Q2 研发费用率 0.16%，同减 0.05 pct。④ 财务费用率：21H1 财务费用为 -0.14 亿元，同减 99.39%，财务费用率为 -0.49%，同减 0.08 pct，主要由于报告期银行存款利息收入同比增加所致。21Q2 财务费用率 -0.56%，同减 0.20 pct。

图 6：公司各季度费用率变化

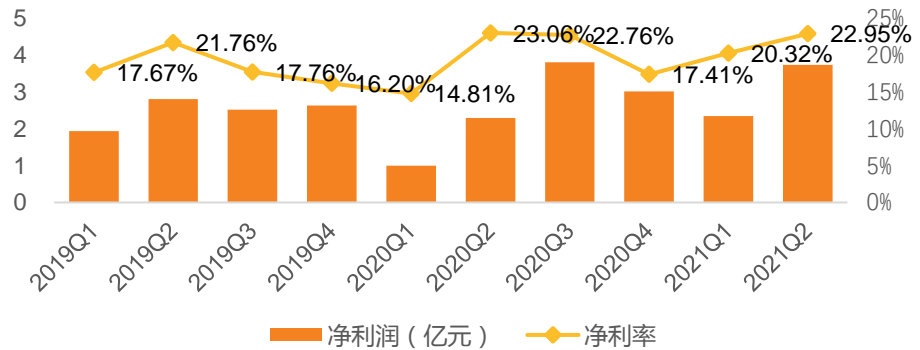


资料来源：Wind、天风证券研究所

利润端

公司 21H1 实现净利润 6.10 亿元，同增 84.77%；主要由于疫情趋缓，公司业务回归正常，以及金价上涨及电商销售增长因素，实现净利率 21.86%，同增 2.14 pct；公司 21Q2 净利润 3.75 亿元，同增 63.14%；实现净利率 22.95%，同减 0.11pct。

图 7：公司各季度净利润及净利率

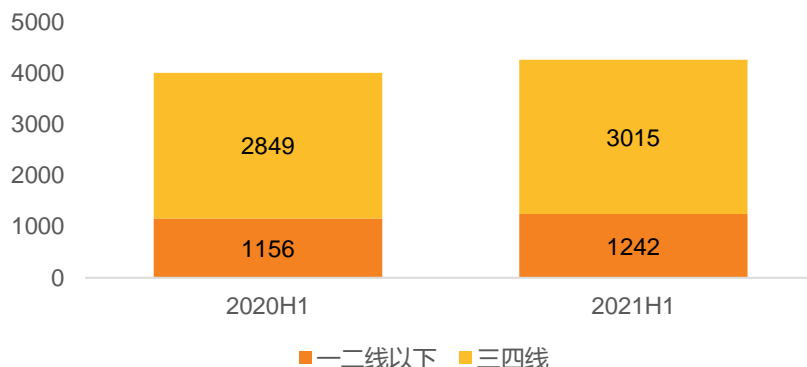


资料来源：Wind、天风证券研究所

渠道端

一二线城市拓店成果显著，单店营收毛利增长迅猛。截至 21Q2，公司门店总数为 4257 家，其中自营店 243 家，加盟店 4014 家；按城市线级分，一二线城市门店增加 82 家，减少 56 家，净增 26 家，三四线及以下城市增加 144 家，减少 102 家，净增 42 家。单店平均收入方面，自营店达 266.07 万元，同增 112.01%，加盟店达 39.85 万元，同增 73.66%；毛利方面，自营店单点毛利达 78.85 万元，同增 66.25%，加盟店单点毛利达 16.64 万元，同增 51.91%。

图 8：公司店数及在城市线级分布对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

投资建议

周大生渠道运营细致，品牌影响力强。公司今年全年主品牌预计净开店 300-500 个，三个

品牌（含 Blove 和金生金饰）开店 400-600 个，下半年按克计入网费提价后预计 21-22 年利润 14/18 亿元，对应 PE 分别为 15x/12x。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
流动资产合计	4,161.63	4,758.86	6,937.43	8,197.66	10,545.79
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
非流动资产合计	1,495.21	1,588.16	1,363.99	1,564.69	1,547.46
资产总计	5,922.03	6,655.74	8,551.58	10,037.04	12,371.11
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
流动负债合计	1,152.56	1,239.48	1,534.26	1,588.38	2,020.52
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
非流动负债合计	26.10	26.09	52.39	49.86	64.44
负债合计	1,178.65	1,265.56	1,586.65	1,638.23	2,084.96
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)
股东权益合计	4,743.38	5,390.18	6,964.93	8,398.81	10,286.15
负债和股东权益总计	5,922.03	6,655.74	8,551.58	10,037.04	12,371.11

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
经营活动现金流	797.79	1,361.43	1,374.67	1,175.15	2,012.81
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)
投资活动现金流	312.59	(638.22)	(0.76)	(104.18)	(52.93)
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)
筹资活动现金流	(902.55)	(336.17)	256.69	(335.76)	(297.06)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	207.82	387.04	1,630.60	735.21	1,662.82

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,439.29	5,084.13	6,355.16	7,597.50	9,012.28
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)
营业利润	1,257.37	1,308.82	1,874.50	2,325.60	2,898.68
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
利润总额	1,292.08	1,323.88	1,909.41	2,363.53	2,940.53
所得税	300.75	310.48	477.35	590.88	735.13
净利润	991.33	1,013.40	1,432.06	1,772.64	2,205.40
少数股东损益	(0.09)	0.09	(0.01)	(0.01)	0.06
归属于母公司净利润	991.42	1,013.31	1,432.06	1,772.65	2,205.34
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	21.17	20.72	14.66	11.84	9.52
市净率	4.46	3.90	3.02	2.50	2.04
EV/EBITDA	9.26	12.96	9.20	6.86	4.95
EV/EBIT	9.41	13.09	9.29	6.92	5.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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