

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售

周大生 (002867.SZ)

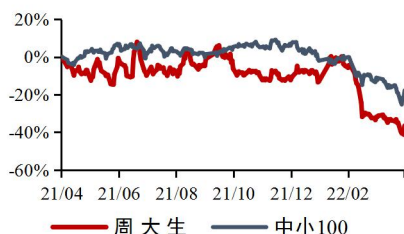
买入-B(维持)

引入省代模式黄金销售增长明显，调整收入结构毛利率下降

2022 年 4 月 30 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 4 月 29 日

收盘价（元）：	12.58
年内最高/最低（元）：	29.75/11.98
流通 A 股/总股本（亿）：	10.78/10.96
流通 A 股市值（亿）：	135.64
总市值（亿）：	137.89

基础数据：2022 年 3 月 31 日

基本每股收益：	0.27
摊薄每股收益：	0.26
每股净资产（元）：	5.48
净资产收益率：	4.83

分析师：

谷茜

执业登记编码：S0760518060001

电话：0351-8686775

邮箱：guqian@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2021 年年度报告及 2021 年一季度报告，2021 年实现营业收入 91.55 亿元/+80.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.25 亿元/+20.85%。21Q4 实现营收 26.82 亿元/+54.55%，归母净利润 2.19 亿元/-27.29%；22Q1 实现营收 27.54 亿元/+138.15%，归母净利润 2.90 亿元/+23.26%。

事件点评

➢ 引入省代模式大幅增收，疫情影响业绩增长承压。营收方面，2021 年公司实现营收同比+80%，主要系黄金类收入大幅增长，尤其是线下门店的黄金类产品增幅明显，同时下半年引入省级服务中心业务模式，使得黄金产品销售快速增长。分季度看，21Q4 公司营收同比+55%，增速环比下降；22Q1 公司营收+138%，主要受到黄金类产品消费延续高景气，加盟业务和线上业务同比高增长的影响。净利润方面，21 年公司净利润同比+21%，利润增速不及收入，主要系非经营性因素导致 Q4 净利润同比负增长，Q3 开发省代模式透支部分 Q4 拿货量，而疫情影响 Q4 订货会未能正常开展，以及部分优势区域受疫情冲击影响加盟商进货。22Q1 净利润同比+23%，利润增速不及收入，主要受疫情反复及消费者信心因素影响，镶嵌产品销售同比下滑，以及去年同期业绩基数较高的影响。

➢ 加盟业务+黄金产品销售增长明显。分产品看，21 年公司素金/镶嵌/其他类首饰营收分别为 55.66/22.29/2.14 亿元，同比分别+232.22%/+0.90%/-13.88%，营收占比分别为 60.79%/24.34%/2.34%，其中黄金类产品销售占比最大、收入增长明显且占比提升，而镶嵌产品销售因疫情以及经济环境变化因素影响受到明显抑制，收入占比-19.11pct。21 年品牌使用费收入 6.94 亿元，同比+25.43%，占比 7.58%。分业务模式看，21 年公司加盟/自营线下/电商业务营收分别为 65.22/12.6/11.48 亿元，同比分别+103.66%/+74.97%/+18.1%，营收占比分别为 71.24%/13.76%/12.54%，其中加盟业务收入占比最多且同比提升 8.25pct，通过引入省代模式开展黄金展销业务带动销售增长；而电商业务增速趋缓，受到上年同期疫情爆发初期快速增长形成的较高基数以及部分渠道业务模式转变带来的影响。22Q1 公司加盟/自营线下/电商业务营收分别为 20.63/3.59/2.81 亿元，同比分别+228.79%/+4.33%/+90.48%，营收占比分别为 74.90%/13.04%/10.19%，其中加盟业务收入占比最多且同比提升 20.65pct，而自营线下业务收入占比下降了 16.73pct，电商业务受到黄金类产品营收同比+110%的影响实现大幅增长。

➢ 下半年拓店提速，自营门店绩效明显提升。门店数量方面，21 年公司品牌终端门店数量 4502 家，其中加盟店数量占比 94.7%，商场店数量占比 55.7%。21 年公司累计新增门店 734 家，累计撤减门店 421 家，其中 Q4 新开门店 298 家，下半年拓店力度有所加快，21 年净增店数同比+75.84%，期末终端门店数量同比+7.47%。而 22Q1 新开门店 74 家，较上年同期基本持

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

平。从门店店效来看,21年公司自营门店平均单店收入 522.70 万元/+87.31%,平均单店毛利 158.16 万元/+35.37%,受上年同期基数较低影响,自营线下门店绩效提升相对明显;加盟业务平均单店收入 161.44 万元/+90.11%,平均单店毛利 39.15 万元/+17.55%,主要受到业务模式调整带来收入结构变化影响。

➤ **收入结构调整毛利率下降,费用管控效率较高。**毛利率方面,21年公司整体毛利率为 27.31%/-13.72pct,22Q1 毛利率 20.17%/-20.25pct,主要由于黄金类销售收入快速增长带来收入结构变化影响。**费用率方面**,21年公司期间费用率 8.59%/-6.29pct,主要受到销售费率同比-5.53pct 的影响;22Q1 期间费用率 6.52%/-6.79pct,主要受到销售/管理费费率同比-5.89pct/-1.04pct 的影响。21年公司经营性现金流 96.69 亿元/+72.24%,主要受到公司创新业务模式,运营效率提升,黄金类销售同比增长显著带来收入大幅增长影响;22Q1 公司经营性现金流 6.64 亿元/+267.25%,上年同期为负值。

投资建议

➤ 公司拥有行业领先的连锁渠道网络,集群效应和资源整合优势明显。21年公司发力黄金产品,销售提升明显,同时引入省代模式推动终端渠道拓展提速,不断完善产品配货模型精准赋能门店销售,持续提升品牌影响力和供应链运营效率。22年公司持续推进省代模式和子品牌建设,预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.37/1.66/2.11 元,对应公司 4 月 29 日收盘价 12.58 元,2022-2024 年 PE 分别为 9.2X/7.6X/6.0X,维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 疫情影响门店正常经营活动和居民消费需求;连锁经营及加盟管理风险;委外生产及产品质量控制风险。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,084	9,155	13,051	15,554	19,637
YoY(%)	-6.5	80.1	42.6	19.2	26.3
净利润(百万元)	1,013	1,225	1,501	1,814	2,307
YoY(%)	2.2	20.9	22.6	20.9	27.2
毛利率(%)	41.0	27.3	26.9	27.5	27.9
EPS(摊薄/元)	0.92	1.12	1.37	1.66	2.11
ROE(%)	18.8	21.1	22.2	22.8	23.8
P/E(倍)	13.6	11.3	9.2	7.6	6.0
P/B(倍)	2.6	2.4	2.0	1.7	1.4
净利率(%)	19.9	13.4	11.5	11.7	11.8

数据来源:聚源数据,山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4759	5257	10080	10797	14898
现金	1680	1289	4399	5243	6619
应收票据及应收账款	136	683	485	907	851
预付账款	13	10	23	17	33
存货	2391	2748	4616	4098	6830
其他流动资产	538	527	556	533	566
非流动资产	1897	1759	1877	1991	2105
长期投资	1	2	2	3	3
固定资产	23	0	32	58	99
无形资产	427	427	469	520	524
其他非流动资产	1446	1330	1373	1410	1479
资产总计	6656	7016	11956	12788	17003
流动负债	1239	1107	5098	4723	7211
短期借款	0	0	3080	3339	4679
应付票据及应付账款	423	345	755	546	1085
其他流动负债	817	762	1263	838	1447
非流动负债	26	112	108	105	102
长期借款	0	18	15	11	8
其他非流动负债	26	94	94	94	94
负债合计	1266	1219	5207	4828	7313
少数股东权益	5	10	9	8	6
股本	731	1096	1096	1096	1096
资本公积	1686	1333	1333	1333	1333
留存收益	3092	3551	4450	5532	6867
归属母公司股东权益	5386	5787	6740	7952	9683
负债和股东权益	6656	7016	11956	12788	17003

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1361	197	810	1413	874
净利润	1013	1222	1500	1813	2306
折旧摊销	39	35	45	33	43
财务费用	-23	-21	47	90	118
投资损失	-1	-17	-11	-7	-9
营运资金变动	278	-1188	-765	-507	-1577
其他经营现金流	55	166	-6	-9	-6
投资活动现金流	-638	290	-146	-131	-141
筹资活动现金流	-336	-878	-635	-696	-697
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.12	1.37	1.66	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.18	0.74	1.29	0.80
每股净资产(最新摊薄)	4.91	5.28	6.15	7.25	8.83

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5084	9155	13051	15554	19637
营业成本	2998	6655	9536	11284	14150
营业税金及附加	69	89	143	172	217
营业费用	668	697	1137	1378	1763
管理费用	99	97	241	271	375
研发费用	13	14	26	31	38
财务费用	-23	-21	47	90	118
资产减值损失	-10	-59	0	0	0
公允价值变动收益	11	-1	6	9	6
投资净收益	1	17	11	7	9
营业利润	1309	1579	1936	2344	2990
营业外收入	24	13	26	25	22
营业外支出	9	1	3	3	4
利润总额	1324	1591	1960	2365	3008
所得税	310	369	460	552	702
税后利润	1013	1222	1500	1813	2306
少数股东损益	0	-3	-1	-1	-2
归属母公司净利润	1013	1225	1501	1814	2307
EBITDA	1313	1588	2014	2448	3116

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-6.5	80.1	42.6	19.2	26.3
营业利润(%)	4.1	20.6	22.7	21.0	27.6
归属于母公司净利润(%)	2.2	20.9	22.6	20.9	27.2
获利能力					
毛利率(%)	41.0	27.3	26.9	27.5	27.9
净利率(%)	19.9	13.4	11.5	11.7	11.8
ROE(%)	18.8	21.1	22.2	22.8	23.8
ROIC(%)	18.1	20.1	15.2	16.3	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	17.4	43.5	37.8	43.0
流动比率	3.8	4.7	2.0	2.3	2.1
速动比率	1.5	1.8	1.0	1.3	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.3	1.4	1.3	1.3
应收账款周转率	48.0	22.3	22.3	22.3	22.3
应付账款周转率	7.7	17.3	17.3	17.3	17.3
估值比率					
P/E	13.6	11.3	9.2	7.6	6.0
P/B	2.6	2.4	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.2	8.0	6.2	4.9	3.8

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

