

2022年05月04日

周大生 (002867.SZ)

公司快报

省代力量带动黄金产品表现靓丽，22Q1 业绩增长稳健

事件

公司发布 2021 年年报和 2022 年 1 季度报。2021 年，公司实现营收 91.55 亿元，同比增长 80.07%，实现归母净利 12.25 亿元，同比增长 20.85%，实现扣非净利 11.93 亿元，同比增长 26.16%。拟每 10 股派发现金红利 5 元（含税）

2022 年 1 季度，公司实现营收 27.54 亿元，同比增长 138.15%，实现归母净利 2.90 亿元，同比增长 23.26%，实现扣非净利 2.82 亿元，同比增长 26.29%。

投资要点

◆ **黄金品类推动营收规模快速增长，疫情致 3 月业绩承压：**营收端，2021 年，公司实现营收 91.55 亿元，同比增长 80.07%，其中 21Q4 实现营收 26.82 亿元，同比增长 54.6%。收入端高增系公司 21H2 开始通过引入省级服务中心合作的方式，开展黄金展销业务，黄金产品销售规模快速增加。22Q1 公司实现营收 27.54 亿元，同比增长 138.15%，根据公司 1-2 月主要经营数据公告，估算 1-2 月、3 月营收分别为 23.19、4.35 亿元，同比增长 203%、11%。**净利端，**2021 年，公司实现归母净利 12.25 亿元，同比增长 20.85%，其中 21Q4 实现归母净利 2.19 亿元，同比下滑 27.3%，净利润同比下滑，我们判断一方面为疫情影响下加盟商订货不及预期，另一方面为当季信用减值损失增加，21Q4 信用减值损失 4539 万元，21 年为 5292 万元。22Q1 公司实现归母净利 2.90 亿元，同比增长 23.26%，估算 1-2 月、3 月归母净利分别为 2.18、0.72 亿元，同比增长 36%、-4%。3 月受国内疫情影响，公司营收增速放缓，业绩小幅下滑。

◆ **22Q1 线下拓店节奏放缓，电商渠道大幅增长：**分渠道看，2021 年，1) 公司自营门店较期初净减 11 家至 238 家（占比 5%），实现收入 12.6 亿元，同比增长 75.0%，其中黄金和镶嵌产品收入分别增长 106.0%、11.6%，销售量分别增长 64.5%、7.9%，公司黄金销售实现量价齐升。22Q1，自营门店较期初净减 7 家至 231 家，自营渠道黄金、镶嵌产品收入分别增长 12%、-26%。2) 2021 年电商渠道收入 11.5 亿元，同比增长 18.2%，天猫/京东/抖音/快手平台占电商业务比重分别为 65.0%/11.8%/11.4%/4.7%，受上年同期疫情爆发初期快速增长形成的较高基数以及受部分渠道业务模式转变影响，电商业务增长速度趋于平缓，其中黄金产品销售增长 54.4%，镶嵌、银饰销售下降 32%、15.5%。22Q1 电商收入同比增长 90.5%，黄金、镶嵌分别增长 110%、14%。3) 加盟门店较期初净增 324 家至 4264 家（占比 95%），其中一二线城市加盟店较期初净增 143 家，公司通过省代模式在市场下沉同时，不断提高高线市场渗透率，加盟渠道实现收入 65.2 亿元，同比增长 103.7%，其中镶嵌、黄金、品牌使用费分别增长 2.3%、591.4%、25.4%，公司加强硬金、古法、5G 类等精品黄金产品的开发，通过黄金展销方式加大营销力度，使得黄金产品销售快速增长。22Q1，加盟门店较期初净增 9 家至 4273 家，加盟渠道黄金、镶嵌产品收入分别增长 679%、-29%。

投资评级

买入-B(维持)

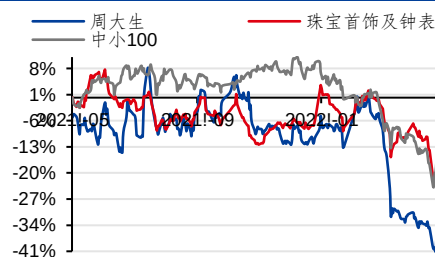
股价(2022-04-29)

12.58 元

交易数据

总市值(百万元)	13,788.68
流通市值(百万元)	13,564.20
总股本(百万股)	1,096.08
流通股本(百万股)	1,078.23
12 个月价格区间	11.29/31.10 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.66	-10.94	-21.37
绝对收益	-4.7	-27.07	-39.2

分析师

刘荆
SAC 执业证书编号：S0910520020001
liujing1@huajinsc.cn

报告联系人

孙萌
sunmeng@huajinsc.cn

相关报告

周大生：省代助力 21Q4 开店提速，2022 年 1-2 月净利增速表现靓丽 2022-03-14
周大生：省代模式发展强劲，黄金批发销售推升营收规模 2021-10-31
周大生：二季度经营持续向好，线下拓店节奏加快 2021-08-31
周大生：线下渠道稳健恢复，电商较 19 年同期快速增长 2021-05-02
周大生：全年业绩正增长，线上渠道增速亮眼 2021-03-31

- ◆ **黄金品类多维度发力，21 年自营单店镶嵌品类稳健增长。**分产品看，2021 年，公司重新梳理黄金产品体系，打造六大黄金产品线，持续加大黄金产品的 IP 合作力度，推出非凡古法金系列工艺产品，在黄金产品上逐步发力，公司素金产品实现收入 55.7 亿元，同比增长 232.2%，收入占比 60.8%。21 年公司镶嵌产品营收实现 22.3 亿元，同比增长 0.9%，收入占比 24.3%，公司推出“LOVE100 星座极光”钻石大师款，组织推动“大钻赋能”项目，通过持续的迭代优化，使得“情境风格”产品体系不断完善，镶嵌产品竞争力进一步提升，其中自营单店镶嵌产品销售同比增长 19.45%。
- ◆ **毛利率下滑主要为产品结构变化，公司费用管控良好：**盈利能力方面，2021 年，由于低毛利的黄金产品占比快速提升，公司毛利率同比下降 13.7pct 至 27.3%，其中，镶嵌、素金产品毛利率为 29.7%/+2.7pct、10.6%/-12.1pct，22Q1 毛利率同比下降 20.3pct 至 20.2%。费用率方面，2021 年公司期间费用率合计下降 6.3pct 至 8.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 7.6%/1.1%/0.2%/-0.2%，同比 -5.5%/-0.9%/-0.1%/+0.2pct，综合影响下，2021 年公司销售净利率为 13.4%，同比下滑 6.6pct，22Q1 净利率同比下降 9.8pct 至 10.5%。存货方面，截至 21 年末，公司存货 27.5 亿元/+14.9%，存货周转天数 139 天，同比减少 160 天；22Q1 存货为 27.9 亿元，较期初增加 1.7%，存货周转天数 115 天，同比减少 217 天。现金流方面，2021 年公司经营活动现金流净额为 2.0 亿元，同比下降 85.6%，主要系公司为加盟客户提供应收账款尚未到期收回以及备货库存增加，22Q1 经营活动现金流净额 6.6 亿元，较上年同期净流出 4.0 亿元大幅改善。
- ◆ **投资建议：**2021 年，公司通过与省代合作，加快渠道扩展，发力黄金品类，运营效率大幅改善。在今年疫情下业绩表现较为稳健，龙头经营韧性凸显。我们预计公司 2022-2024 年每股收益为 1.31、1.57 元和 1.97 元，对应公司 22 年 PE 为 10 倍，维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**珠宝行业下沉市场竞争加剧；公司新品牌培育不及预期；一二线城市进驻不及预期；国内疫情散发影响终端零售。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,084	9,155	13,251	16,441	19,713
YoY(%)	-6.5	80.1	44.7	24.1	19.9
净利润(百万元)	1,013	1,225	1,434	1,724	2,161
YoY(%)	2.2	20.9	17.1	20.2	25.4
毛利率(%)	41.0	27.3	22.5	22.6	22.8
EPS(摊薄/元)	0.92	1.12	1.31	1.57	1.97
ROE(%)	18.8	21.2	20.5	21.0	22.3
P/E(倍)	13.6	11.3	9.6	8.0	6.4
P/B(倍)	2.6	2.4	2.0	1.7	1.4
净利率(%)	19.9	13.4	10.8	10.5	11.0

数据来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4759	5257	8729	9997	12751	营业收入	5084	9155	13251	16441	19713
现金	1680	1289	3346	4110	5293	营业成本	2998	6655	10275	12731	15226
应收票据及应收账款	157	706	770	1062	1134	营业税金及附加	69	89	133	164	197
预付账款	13	10	121	42	153	营业费用	668	697	928	1069	1183
存货	2391	2748	4102	4385	5765	管理费用	99	97	159	181	217
其他流动资产	517	504	390	398	406	研发费用	13	14	60	82	108
非流动资产	1897	1759	2300	2756	2497	财务费用	-23	-21	-25	14	3
长期投资	1	2	2	2	2	资产减值损失	-10	-59	-30	-30	-30
固定资产	23	23	260	532	568	公允价值变动收益	11	-1	86	-11	-22
无形资产	427	427	425	423	420	投资净收益	1	17	1	1	1
其他非流动资产	773	884	910	938	966	营业利润	1309	1579	1839	2220	2789
资产总计	6656	7016	11029	12753	15248	营业外收入	24	13	24	20	19
流动负债	1239	1107	3938	3018	5431	营业外支出	9.0	0.9	0.9	0.9	1.0
短期借款	0	0	0	530	0	利润总额	1324	1591	1862	2239	2807
应付票据及应付账款	423	345	1466	782	1878	所得税	310	369	428	515	646
其他流动负债	254	272	280	289	298	税后利润	1013	1222	1434	1724	2161
非流动负债	26	112	97	1534	103	少数股东损益	0	-3	0	0	0
长期借款	0	18	0	1434	0	归属母公司净利润	1013	1225	1434	1724	2161
其他非流动负债	26	94	97	100	103	EBITDA	1273	1691	1897	2414	3032
负债合计	1266	1219	4035	4552	5534	主要财务比率					
少数股东权益	5	10	10	10	10	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	731	1096	1096	1096	1096	成长能力					
资本公积	1686	1333	1333	1333	1333	营业收入(%)	-6.5	80.1	44.7	24.1	19.9
留存收益	3092	3551	4555	5762	7275	营业利润(%)	4.1	20.6	16.5	20.7	25.6
归属母公司股东权益	5386	5787	6984	8191	9704	归属于母公司净利润(%)	2.2	20.9	17.1	20.2	25.4
负债和股东权益	6656	7016	11029	12753	15248	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	41.0	27.3	22.5	22.6	22.8
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	19.9	13.4	10.8	10.5	11.0
经营活动现金流	1361	197	2883	-47	3758	ROE(%)	18.8	21.2	20.5	21.0	22.3
净利润	1013	1222	1434	1724	2161	ROIC(%)	42.2	46.6	38.4	67.7	43.3
折旧摊销	39	35	82	181	240	偿债能力					
财务费用	-23	-21	-25	14	3	资产负债率(%)	19.0	17.4	36.6	35.7	36.3
投资损失	-1	-17	-1	-1	-1	流动比率	3.8	4.7	2.2	3.3	2.3
营运资金变动	-31	-1200	1307	-1955	1376	速动比率	1.9	2.3	1.2	1.9	1.3
其他经营现金流	365	178	86	-11	-22	营运能力					
投资活动现金流	-638	290	-598	-622	40	总资产周转率	0.8	1.3	1.2	1.3	1.3
筹资活动现金流	-336	-878	-229	1434	-2615	应收账款周转率	40.6	21.2	18.0	18.0	18.0
每股指标(元)						应付账款周转率	13.8	24.6	15.5	15.5	15.5
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.12	1.31	1.57	1.97	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.18	2.63	-0.04	3.43	P/E	13.6	11.3	9.6	8.0	6.4
每股净资产(最新摊薄)	4.91	5.28	6.37	7.47	8.85	P/B	2.6	2.4	2.0	1.7	1.4
						EV/EBITDA	13.1	10.3	4.9	4.4	2.5

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn