开源证券

周大生（002867.SZ）

2022 年 03 月 14 日

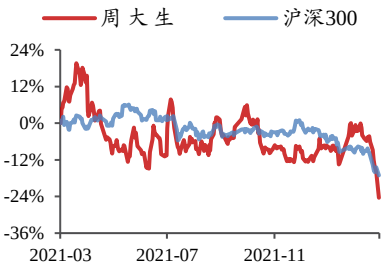
持续推进省代模式，2022 年 1-2 月营收同比+203%

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/3/14
当前股价(元)	15.02
一年最高最低(元)	37.03/15.02
总市值(亿元)	164.63
流通市值(亿元)	161.95
总股本(亿股)	10.96
流通股本(亿股)	10.78
近 3 个月换手率(%)	54.1

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-黄金批发收入高增长，省代模式打开未来成长空间》-2021.10.30

《公司信息更新报告-上半年业绩+85%，渠道、产品、品牌建设持续推进》-2021.8.31

《公司信息更新报告-预计 2021H1 归母净利润+82%~+88%，业绩超预期》-2021.7.15

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

● **事件：2021 年营收同比增长 80.1%，2022 年 1 至 2 月营收同比增长 203.1%**

公司发布 2021 年度业绩快报与 2022 年 1 至 2 月主要经营数据公告：2021 年实现营收 91.55 亿元（+80.1%）、归母净利润 12.28 亿元（+21.2%）；2022 年 1 至 2 月，公司实现营收约 23.19 亿元（+203.1%）、归母净利润约 2.18 亿元（+36.0%）。我们认为，黄金珠宝行业呈现高景气，公司渠道端进一步推进省代模式，叠加产品矩阵完善和品牌力提升，有望推动收入、利润稳健增长。考虑疫情等因素影响，我们下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 12.28（-1.22）/15.11（-1.60）/18.65（-1.62）亿元，对应 EPS 为 1.12（-0.11）/1.38（-0.15）/1.70（-0.15）元，当前股价对应 PE 为 13.4/10.9/8.8 倍，估值合理，维持“买入”评级。

● **2021 年正式启动省级服务中心（省代）业务，多方位激发企业成长动力**

面对复杂外部环境，2021 年公司正式启动省级服务中心（省代）业务。通过省代，公司开展黄金展销业务，为加盟商提供资金支持，调整黄金产品收入结构，促成 2021 年下半年黄金品类销售显著增长；此外，省代还在渠道扩张、制高点突破、管理运营等多方面提供赋能。但短期看，省代业务也存在一定磨合问题，2021Q4 单季度公司实现营收 26.82 亿元（+54.6%）、归母净利润 2.23 亿元（-26.1%），部分非经营性损益和疫情对短期业绩造成影响。2022 年 1 至 2 月，公司实现营收同比增长 203.1%、归母净利润同比增长 36.0%，重回高增长。

● **渠道扩张提速明显，产品研发不断完善，品牌势能持续强化**

渠道方面：报告期内公司净增门店 313 家，期末门店总数达 4502 家，相较 2020 年（178 家）提速明显。公司稳步推进省代模式，提升供应链运营和资金周转效率，激发渠道发展活力。**产品方面：**不断完善情景风格珠宝体系、推动大钻赋能项目、开发“周大生非凡古法金系列”、构建“一童二花三生”的黄金产品体系。**品牌方面：**公司不断创新营销手段，推出社区营销、私域营销、SCRM、云店等方式，加速线上线下融合，促进终端门店精细化运营，持续强化品牌势能。

● **风险提示：**疫情反复、行业竞争加剧、省代模式推广效果不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	9,155	11,993	14,752
YOY(%)	11.7	-6.5	80.1	31.0	23.0
归母净利润(百万元)	991	1,013	1,228	1,511	1,865
YOY(%)	23.0	2.2	21.2	23.1	23.4
毛利率(%)	36.0	41.0	27.8	25.5	25.0
净利率(%)	18.2	19.9	13.4	12.6	12.6
ROE(%)	20.9	18.8	19.9	21.4	22.3
EPS(摊薄/元)	0.90	0.92	1.12	1.38	1.70
P/E(倍)	16.6	16.2	13.4	10.9	8.8
P/B(倍)	3.5	3.1	2.7	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4162	4759	8881	9720	13292
现金	1294	1680	3791	4966	6108
应收票据及应收账款	76	136	245	255	360
其他应收款	20	21	52	43	74
预付账款	26	13	57	34	78
存货	2597	2391	4219	3904	6154
其他流动资产	150	517	517	517	517
非流动资产	1760	1897	1998	2104	2214
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	32	23	113	179	229
无形资产	435	427	465	513	571
其他非流动资产	1292	1446	1419	1411	1413
资产总计	5922	6656	10879	11824	15506
流动负债	1153	1239	4674	4728	7137
短期借款	0	0	1527	2247	2853
应付票据及应付账款	359	423	1300	1029	1855
其他流动负债	794	817	1846	1453	2429
非流动负债	26	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26	26
负债合计	1179	1266	4700	4755	7163
少数股东权益	33	5	5	5	5
股本	731	731	1096	1096	1096
资本公积	1650	1686	1320	1320	1320
留存收益	2408	3092	3817	4736	5871
归属母公司股东权益	4710	5386	6175	7065	8338
负债和股东权益	5922	6656	10879	11824	15506

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	798	1361	1125	1161	1232
净利润	991	1013	1228	1511	1865
折旧摊销	44	39	70	59	79
财务费用	8	-23	-27	-30	-30
投资损失	-1	-1	-6	-10	-10
营运资金变动	-292	278	-105	-329	-627
其他经营现金流	48	55	-35	-40	-45
投资活动现金流	313	-638	-130	-115	-134
资本支出	181	137	171	165	189
长期投资	476	-525	0	0	0
其他投资现金流	969	-1026	41	50	55
筹资活动现金流	-903	-336	-411	-591	-561
短期借款	-600	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	246	-0	365	0	0
资本公积增加	-172	35	-365	0	0
其他筹资现金流	-377	-372	-411	-591	-561
现金净增加额	208	387	584	455	536

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5439	5084	9155	11993	14752
营业成本	3482	2998	6610	8935	11064
营业税金及附加	56	69	92	120	148
营业费用	587	668	778	911	1047
管理费用	121	99	101	120	140
研发费用	13	13	18	24	30
财务费用	8	-23	-27	-30	-30
资产减值损失	-12	-10	60	35	25
其他收益	77	50	55	60	65
公允价值变动收益	19	11	35	40	45
投资净收益	1	1	6	10	10
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	1257	1309	1585	1953	2413
营业外收入	35	24	20	20	20
营业外支出	0	9	8	8	8
利润总额	1292	1324	1597	1965	2425
所得税	301	310	369	454	560
净利润	991	1013	1228	1511	1865
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归母净利润	991	1013	1228	1511	1865
EBITDA	1297	1313	1631	2007	2492
EPS(元)	0.90	0.92	1.12	1.38	1.70

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	-6.5	80.1	31.0	23.0
营业利润(%)	22.5	4.1	21.1	23.2	23.6
归属于母公司净利润(%)	23.0	2.2	21.2	23.1	23.4
获利能力					
毛利率(%)	36.0	41.0	27.8	25.5	25.0
净利率(%)	18.2	19.9	13.4	12.6	12.6
ROE(%)	20.9	18.8	19.9	21.4	22.3
ROIC(%)	20.4	18.1	15.6	16.1	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	19.0	43.2	40.2	46.2
净负债比率(%)	-27.0	-31.0	-36.5	-38.3	-38.9
流动比率	3.6	3.8	1.9	2.1	1.9
速动比率	1.2	1.5	0.9	1.1	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	68.5	48.0	48.0	48.0	48.0
应付账款周转率	7.0	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.92	1.12	1.38	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.24	1.03	1.06	1.12
每股净资产(最新摊薄)	4.30	4.91	5.63	6.45	7.61
估值比率					
P/E	16.6	16.2	13.4	10.9	8.8
P/B	3.5	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.7	11.3	8.7	6.9	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn