

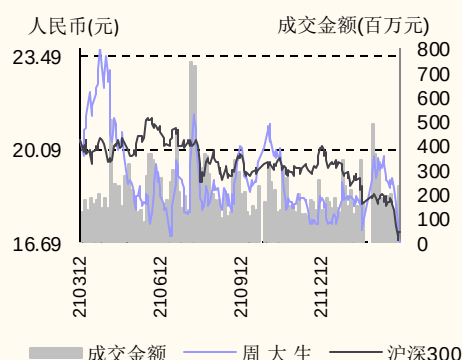
周大生 (002867.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.69 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	10.96
已上市流通 A 股(亿股)	10.78
总市值(亿元)	182.94
年内股价最高最低(元)	23.77/16.69
沪深 300 指数	4307
深证成指	12447

**相关报告**

1. 《省代拓店加速, 品类升级助推成长-周大生深度报告》, 2022.2.9

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

Q4 加盟开店提速, 坏账计提拖累利润增速**公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	9,161	12,357	15,367
营业收入增长率	11.69%	-6.53%	80.18%	34.89%	24.35%
归母净利润(百万元)	991	1,013	1,231	1,537	1,857
归母净利润增长率	22.99%	2.21%	21.53%	24.85%	20.78%
摊薄每股收益(元)	1.356	1.387	1.123	1.403	1.694
每股经营性现金流净额	1.06	1.83	-0.23	0.35	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.05%	18.81%	18.70%	20.30%	21.30%
P/E	14.04	19.22	17.09	13.69	11.33
P/B	2.95	3.62	3.20	2.78	2.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3.12 公司发布 21 年业绩快报, 21 全年实现营收 91.55 亿元、同比增长 80%, 实现归母净利润 12.28 亿元、同增 21%, 扣非归母净利润 11.93 亿元、同增 26%。基本 EPS 为 1.13 元, 加权平均 ROE 为 21.39%。

经营分析

- **Q4 多地疫情+坏账计提拖累公司业绩。**1-4Q21 各季度营收 +71%/+62%/+120%/+55%, 归母净利+134%/+63%/+4%/-26%, 扣非归母净利+151%/+66%/+7%/-19%, 4Q21 营收增速环比放缓主要因为多地疫情影响公司冬季订货会效果; 净利同比下滑由于低毛利黄金增长较快、高毛利镶嵌业务受订货会影响承压、计提坏账 6-7 千万元 (主要包括加盟赊销、高新投损失、电商代理及苏宁渠道)。不考虑坏账计提, Q4 净利同比基本持平。1-4Q21 净利率 20%/23%/11%/8%, 扣非净利率 19%/22%/10%/9%。
- **省代模式下门店扩张环比提速。**2021 年末门店 4502 家, Q1-4 净开 2/68/100/145 家, 其中 Q1-3 自营店净关 6/0/5 家, 加盟店净开 8/68/105 家, 预计 Q4 自营持续调整, 净新开为加盟店, 省代整合地方加盟资源、缓解加盟资金压力, 拓店初见成效。拆分单店, Q1-4 单店同比 +55%/51%/105%/46%, 较 19 年-10%/0%/47%/18%, Q3-4 省代模式下店均增长显著。
- **钻石镶嵌、黄金品类持续推新, 黄金品类实现较快增长。**2021 年钻石镶嵌类推出“LOVE100 星座极光钻石大师系列”、黄金品类推出“非凡古法黄金系列”, 积极拓展时尚文创类饰品、望获益悦己需求拉动增长; 渠道方面引入省级服务商开展黄金展销模式、鼓励加盟商配货古法金饰品。1H21 公司素金饰品营收 12 亿元、同增 86%, 预计全年仍有较快增长。

投资建议

- 省代模式推进+毛利率低于镶嵌的黄金品类销售增长, 净利增长或承压。下调盈利预测, 预计 21-23 年营收 91.6/123.6/153.7 亿元, +80%/35%/24%; 归母净利润 12.3/15.4/18.6 亿元, +22%/25%/21%; EPS 分别下调 10%/7%/6%至 1.12/1.40/1.69 元, 22 年 PE 11.9, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧、终端零售疲软、应收账款/存货周转放缓。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,870	5,439	5,084	9,161	12,357	15,367	货币资金	1,086	1,294	1,680	1,312	1,153	1,173
增长率		11.7%	-6.5%	80.2%	34.9%	24.4%	应收款项	100	95	157	1,026	1,350	1,636
主营业务成本	-3,214	-3,482	-2,998	-6,602	-8,965	-11,180	存货	2,589	2,597	2,391	3,256	4,224	5,146
%销售收入	66.0%	64.0%	59.0%	72.1%	72.5%	72.8%	其他流动资产	830	441	839	403	418	472
毛利	1,656	1,957	2,086	2,559	3,393	4,187	流动资产	4,605	4,427	5,068	5,996	7,145	8,427
%销售收入	34.0%	36.0%	41.0%	27.9%	27.5%	27.2%	%总资产	78.2%	74.8%	76.1%	78.3%	80.9%	83.2%
营业税金及附加	-46	-56	-69	-110	-148	-184	长期投资	703	752	708	708	708	708
%销售收入	1.0%	1.0%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	80	204	328	398	440	465
销售费用	-519	-587	-668	-705	-1,026	-1,306	%总资产	1.4%	3.4%	4.9%	5.2%	5.0%	4.6%
%销售收入	10.7%	10.8%	13.1%	7.7%	8.3%	8.5%	无形资产	472	502	486	465	453	443
管理费用	-126	-121	-99	-165	-222	-277	非流动资产	1,283	1,495	1,588	1,661	1,691	1,706
%销售收入	2.6%	2.2%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	21.8%	25.2%	23.9%	21.7%	19.1%	16.8%
研发费用	-10	-13	-13	-16	-21	-25	资产总计	5,887	5,922	6,656	7,658	8,836	10,134
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	600	0	0	0	54	155
息税前利润 (EBIT)	955	1,180	1,237	1,562	1,975	2,395	应付款项	917	675	764	674	767	768
%销售收入	19.6%	21.7%	24.3%	17.1%	16.0%	15.6%	其他流动负债	387	478	476	384	428	478
财务费用	-26	-8	23	31	25	21	流动负债	1,904	1,153	1,239	1,059	1,248	1,401
%销售收入	0.5%	0.1%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-41	12	16	8	0	0	其他长期负债	15	26	26	10	10	10
公允价值变动收益	-4	19	11	0	0	0	负债	1,919	1,179	1,266	1,069	1,258	1,411
投资收益	24	1	1	2	2	2	普通股股东权益	3,941	4,710	5,386	6,584	7,574	8,718
%税前利润	2.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	485	731	731	1,096	1,096	1,096
营业利润	1,026	1,257	1,309	1,603	2,002	2,418	未分配利润	1,454	2,038	2,723	3,625	4,615	5,759
营业利润率	21.1%	23.1%	25.7%	17.5%	16.2%	15.7%	少数股东权益	27	33	5	5	5	5
营业外收支	33	35	15	0	0	0	负债股东权益合计	5,887	5,922	6,656	7,658	8,836	10,134
税前利润	1,059	1,292	1,324	1,603	2,002	2,418	比率分析						
利润率	21.8%	23.8%	26.0%	17.5%	16.2%	15.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-253	-301	-310	-372	-464	-561	每股指标						
所得税率	23.9%	23.3%	23.5%	23.2%	23.2%	23.2%	每股收益	1.661	1.356	1.387	1.123	1.403	1.694
净利润	806	991	1,013	1,231	1,537	1,857	每股净资产	8.120	6.444	7.369	6.006	6.909	7.953
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.755	1.058	1.828	-0.234	0.352	0.611
归属于母公司的净利润	806	991	1,013	1,231	1,537	1,857	每股股利	0.650	0.450	0.600	0.300	0.500	0.650
净利率	16.6%	18.2%	19.9%	13.4%	12.4%	12.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.45%	21.05%	18.81%	18.70%	20.30%	21.30%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	13.69%	16.74%	15.22%	16.08%	17.40%	18.33%
净利润	806	991	1,013	1,231	1,537	1,857	投入资本收益率	15.89%	19.03%	17.54%	18.21%	19.88%	20.72%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	77	32	29	22	22	22	主营业务收入增长率	27.97%	11.69%	-6.53%	80.18%	34.89%	24.35%
非经营收益	-9	0	-7	-29	-1	1	EBIT增长率	41.93%	23.58%	4.87%	26.26%	26.42%	21.26%
营运资金变动	-508	-250	300	-1,481	-1,172	-1,211	净利润增长率	36.15%	22.99%	2.21%	21.53%	24.85%	20.78%
经营活动现金净流	367	774	1,336	-257	386	669	总资产增长率	34.39%	0.59%	12.39%	15.05%	15.39%	14.68%
资本开支	-381	-181	-131	-80	-52	-37	资产管理能力						
投资	-508	476	-525	0	0	0	应收账款周转天数	6.7	5.3	7.5	39.0	38.0	37.0
其他	24	18	18	2	2	2	存货周转天数	266.6	271.8	303.7	180.0	172.0	168.0
投资活动现金净流	-865	313	-638	-78	-50	-35	应付账款周转天数	69.2	50.4	44.8	20.0	18.0	16.0
股权募资	107	31	0	296	0	0	固定资产周转天数	2.2	2.2	1.7	1.1	0.9	0.7
债权募资	600	-600	0	-1	54	101	偿债能力						
其他	-313	-334	-336	-329	-549	-716	净负债/股东权益	-12.24%	-27.27%	-31.18%	-19.91%	-14.51%	-11.67%
筹资活动现金净流	395	-902	-336	-34	-495	-614	EBIT利息保障倍数	36.4	152.9	-52.9	-50.4	-79.9	-114.3
现金净流量	-104	184	361	-368	-159	20	资产负债率	32.59%	19.90%	19.01%	13.96%	14.24%	13.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	11	26	38	104
增持	0	1	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.07	1.12	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-02-09	买入	19.20	22.62 ~ 22.62

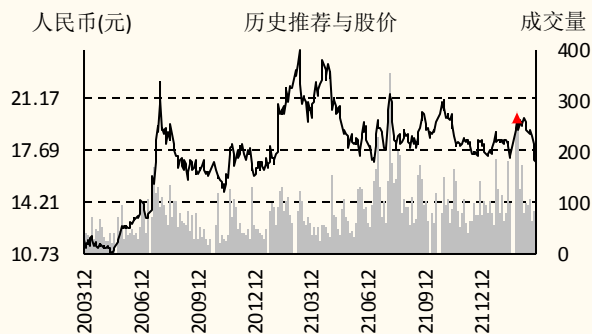
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402