

周大生 (002867.SZ)

省代模式持续推进，品类结构变化等影响短期利润表现

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师： 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
联系人： 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

事项：

公司公告：公布 2021 年度业绩快报，全年实现营业收入 91.55 亿元，同比增长 80.07%，实现归母净利润 12.28 亿元，同比增长 21.21%，实现扣非净利润 11.93 亿元，同比增长 26.17%。

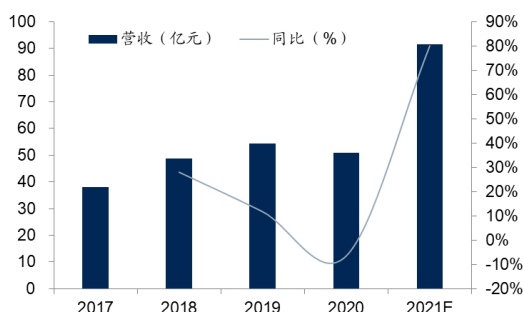
国信零售观点：1) 2021 年单四季度看，公司预计实现营业收入 26.82 亿元，同比增长 54.55%，受益省代模式下黄金产品销售增长显著等，取得归母净利润 2.23 亿元，同比下降 26.08%，扣非净利润同比下降 18.93%，预计受到部分区域疫情反复、相对低毛利的黄金品类占比提升及坏账计提数千万等多因素影响。2) 门店数量看，公司 2021 年净增 313 家门店至 4502 家，其中单四季度净开店 145 家，占全年净开店的 46%，总体上受益公司在 2021 年 Q3 推行省级代理模式，整合各方的渠道、资金和零售经验，助力加盟商日常运营和开店。3) 总体上，公司作为黄金珠宝一线龙头，渠道端引入省代模式后整合优势资源而加速开店，品类端夯实镶嵌产品优势的同时，加大对于黄金产品的重视以把握零售端机遇，同时线上渠道积极布局饰品赛道，从而进一步做大公司市场份额。综合考虑低毛利率的黄金产品销售占比提升及疫情反复影响，我们下调公司 2021-2023 年归母净利润预测至 12.28 亿元/15.53 亿元/18.98 亿元（前值分别为 13.45 亿元/16.51 亿元/19.50 亿元），对应 PE 分别为 14.9x/11.8x/9.6x 倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公布 2021 年业绩快报，预计全年实现归母净利润 12.28 亿元

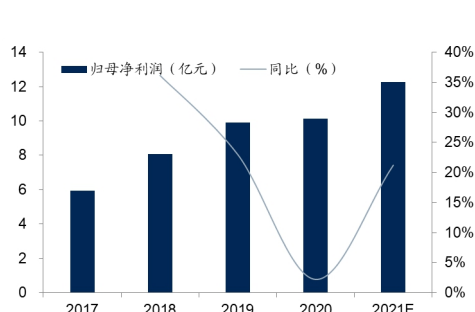
根据公司公告，2021 年全年实现营业收入 91.55 亿元，同比增长 80.07%，实现归母净利润 12.28 亿元，同比增长 21.21%。具体来看，公司于 2021 年正式引入省级代理模式，通过省级服务中心开展黄金展销业务，在黄金产品上逐步发力，下半年度黄金产品销售增长明显，带动收入端取得稳健高增长。利润端看，公司 2021 年 Q4 归母净利润同比下降 26% 左右，预计受到部分区域疫情反复、相对低毛利的黄金品类占比提升及坏账计提数千万等多因素影响。

图1：周大生营业收入及增速（亿元、%）



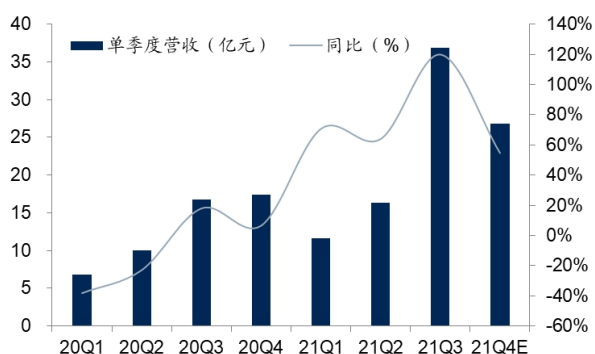
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2021 年为业绩快报数据

图2：周大生归母净利润及增速（亿元、%）



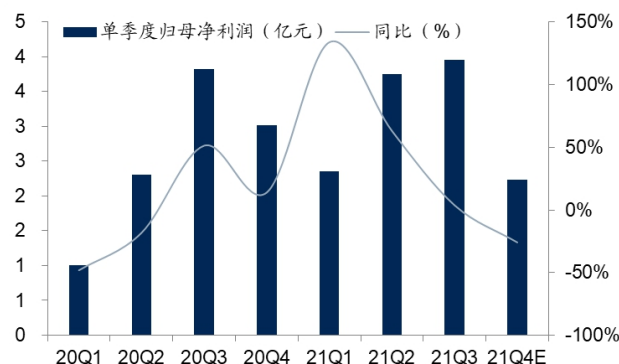
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2021 年为业绩快报数据

图3：周大生单季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2021 年 Q4 为业绩快报数据

图4：周大生单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2021 年 Q4 为业绩快报数据

门店开拓方面，公司 2021 年净增 313 家门店至 4502 家，其中单四季度净开店 145 家，占全年净开店的 46%，总体上受益公司在 2021Q3 推行省级代理模式。具体到省代模式看，将有助于加速公司与加盟客户的进一步融合发展，充分提升供应链运营及公司资金周转效率，解决黄金产品本地配货效率的瓶颈问题，有利于整合市场优质客户资源，激发渠道发展活力，加大拓店力度，优化门店布局，快速抢占当地市场份额。

◆ 投资建议：黄金珠宝一线龙头，维持“买入”评级

公司作为黄金珠宝一线龙头，渠道端引入省代模式后整合优势资源而加速开店，品类端夯实镶嵌产品优势的同时，加大对于黄金产品的重视以把握零售端机遇，同时线上渠道积极布局饰品赛道，从而进一步做大公司市场份额。综合考虑低毛利率的黄金销售占比提升及疫情反复影响，我们下调公司 2021-2023 年归母净利润预测至 12.28 亿元/15.53 亿元/18.98 亿元（前值分别为 13.45 亿元/16.51 亿元/19.50 亿元），对应 PE 分别为 14.9x/11.8x/9.6x 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值(亿元、亿港元)
代码	名称	评级	2022/3/11	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2022/3/11
002867	周大生	买入	16.69	1.39	1.12	1.42	12.04	14.89	11.78	182.94
1929.HK	周大福	买入	14.94	0.60	0.70	0.85	24.90	21.34	17.58	1494
600612	老凤祥	买入	46.50	3.03	--	3.90	14.95	12.78	11.93	192.12

资料来源：Wind 一致预测、国信证券经济研究所 注：老凤祥为 wind 一致预测，周大福货币单位为港元

◆ 风险提示

疫情反复影响终端消费景气度；省级代理业务推进不及预期；展店不及预期；产品设计及产品推新未跟上终端消费需求变迁。

相关研究报告：

《周大生-002867-2021 年三季报点评：省代模式驱动收入加速增长，黄金品类占比提升》——2021-10-30
《周大生-002867-2021 年半年报点评：渠道产品持续优化，延续高速复苏态势》——2021-09-02
《周大生-002867-重大事件快评：Q2 业绩预告超预期，珠宝龙头加速成长》——2021-07-16
《周大生-002867-重大事件快评：回购方案彰显发展信心，电商业务表现亮眼》——2021-06-29
《周大生-002867-2021 年一季报点评：整体经营稳健向好，线下复苏表现强劲》——2021-04-30

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1294	1680	2520	3493	4337	营业收入	5439	5084	9155	13067	16678
应收款项	95	157	209	310	431	营业成本	3482	2998	6559	9554	12262
存货净额	2597	2391	3276	3974	4762	营业税金及附加	56	69	102	153	203
其他流动资产	176	530	827	989	1503	销售费用	587	668	762	1142	1485
流动资产合计	4162	4759	6833	8766	11032	管理费用	121	99	211	297	378
固定资产	204	328	320	406	499	财务费用	8	(23)	(52)	(75)	(98)
无形资产及其他	435	427	410	393	376	投资收益	1	1	2	2	2
投资性房地产	1121	1141	1141	1141	1141	资产减值及公允价值变动	31	21	3	2	2
长期股权投资	1	1	3	5	15	其他收入	40	13	0	0	0
资产总计	5922	6656	8706	10711	13062	营业利润	1257	1309	1579	2001	2452
短期借款及交易性金融负债	0	0	5	5	5	营业外净收支	35	15	28	28	28
应付款项	359	423	964	1240	1703	利润总额	1292	1324	1607	2029	2480
其他流动负债	794	817	1520	2218	2852	所得税费用	301	310	378	475	582
流动负债合计	1153	1239	2489	3464	4560	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	991	1013	1228	1553	1898
其他长期负债	26	26	31	36	41						
长期负债合计	26	26	31	36	41	现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	1179	1266	2520	3500	4601	净利润	991	1013	1228	1553	1898
少数股东权益	33	5	5	5	5	资产减值准备	(29)	4	154	59	60
股东权益	4710	5386	6181	7206	8457	折旧摊销	20	13	34	53	66
负债和股东权益总计	5922	6656	8706	10711	13062	公允价值变动损失	(31)	(21)	(3)	(2)	(2)
						财务费用	8	(23)	(52)	(75)	(98)
关键财务与估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	营运资本变动	110	(140)	169	79	(261)
每股收益	1.36	1.39	1.12	1.42	1.73	其它	28	(4)	(154)	(59)	(60)
每股红利	0.46	0.46	0.39	0.48	0.59	经营活动现金流	1091	866	1429	1684	1701
每股净资产	6.44	7.37	5.64	6.58	7.72	资本开支	0	(155)	(160)	(180)	(200)
ROIC	20%	19%	23%	29%	34%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	21%	19%	20%	22%	22%	投资活动现金流	0	(156)	(162)	(182)	(210)
毛利率	36%	41%	28%	27%	26%	权益性融资	31	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	25%	17%	15%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	25%	17%	15%	14%	支付股利、利息	(334)	(336)	(433)	(528)	(648)
收入增长	12%	-7%	80%	43%	28%	其它融资现金流	(246)	348	5	0	0
净利润增长率	23%	2%	21%	26%	22%	融资活动现金流	(883)	(323)	(428)	(528)	(648)
资产负债率	20%	19%	29%	33%	35%	现金净变动	208	387	839	973	844
息率	2.7%	2.8%	3.5%	4.3%	5.3%	货币资金的期初余额	1086	1294	1680	2520	3493
P/E	12.3	12.0	14.9	11.8	9.6	货币资金的期末余额	1294	1680	2520	3493	4337
P/B	2.6	2.3	3.0	2.5	2.2	企业自由现金流	1046	675	1207	1424	1404
EV/EBITDA	11.0	10.7	13.4	11.0	9.5	权益自由现金流	800	1023	1252	1482	1479

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032