万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2021 年 04 月 02 日 星期五

概览

核心观点

周四 A 股缩量上涨迎二季度开门红，上证指数涨 0.71%报 3466.33 点，深证成指涨 1.46%，创业板指涨 2.06%，沪深 300 涨 1.24%，科创 50 涨 1.48%；两市成交额不到 6600 亿元，创 5 个月新低；北向资金昨日因香港假期暂停交易。海外方面，美国三大股指集体收涨。道指涨 0.52%，纳指涨 1.76%，标普 500 指数涨 1.18%；欧洲、亚太股市多数上涨。

以沙特和俄罗斯为首的“欧佩克+”产油国联盟昨日决定 5 月至 7 月将累计增加逾 200 万桶/日的石油供给，相当于目前减产规模的 25%。沙特能源大臣表示，面对疫情对经济的冲击，全球石油需求复苏不均衡，在经济复苏出现无可争议的迹象之前，欧佩克和非欧佩克产油国在决定未来石油产量水平时仍应保持谨慎态度，因此此次联盟增产方式较为“克制”，未来原油需求改善或足以将这小幅度的产量增加抵消，国际油价短期内有概率仍处于上升通道区间。进入二季度，可持续关注 A 股疫情后业绩复苏逻辑，包括餐饮、旅游、酒店、航空等板块。

研报精选

飞亚达：Q1 扭亏为盈增长靓丽，关注公司核心竞争力及长期成长性

神州信息：金融科技业务在手订单充足，信创及数字货币业务取得突破

金风科技：风机业务高增，盈利能力提升

兴业银行：中收快速增长 转型战略持续推进

广电运通：金融科技及 AI 业务持续向好，数字货币业务研发力度加强

长城汽车：业绩符合预期，三大技术品牌打造强产品矩阵

吉比特：业绩符合预期，聚焦核心赛道打造差异化精品、持续高分红回馈股东

周大生：线上高速增长，发力黄金产品未来盈利能力提升可期

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,466.33	0.71%
深证成指	13,979.69	1.46%
沪深 300	5,110.78	1.24%
中小板指	9,035.63	1.63%
创业板指	2,815.41	2.06%
上证 50	3,582.65	1.22%
上证 180	10,539.12	1.04%
上证基金	7,239.63	0.82%
国债指数	185.33	0.04%
科创 50	1,266.75	1.48%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,153.21	0.52%
S&P500	4,019.87	1.18%
纳斯达克	13,480.11	1.76%
日经 225	29,388.87	0.72%
恒生指数	28,938.74	1.97%
美元指数	92.90	-0.32%

主持人： 赵达
Email： zhaoda@wlzq.com.cn

核心观点

周四 A 股缩量上涨迎二季度开门红，上证指数涨 0.71%报 3466.33 点，深证成指涨 1.46%，创业板指涨 2.06%，沪深 300 涨 1.24%，科创 50 涨 1.48%；两市成交额不到 6600 亿元，创 5 个月新低；北向资金昨日因香港假期暂停交易。海外方面，美国三大股指集体收涨。道指涨 0.52%，纳指涨 1.76%，标普 500 指数涨 1.18%；欧洲、亚太股市多数上涨。
以沙特和俄罗斯为首的“欧佩克+”产油国联盟昨日决定 5 月至 7 月将累计增加逾 200 万桶/日的石油供给，相当于目前减产规模的 25%。沙特能源大臣表示，面对疫情对经济的冲击，全球石油需求复苏不均衡，在经济复苏出现无可争议的迹象之前，欧佩克和非欧佩克产油国在决定未来石油产量水平时仍应保持谨慎态度，因此此次联盟增产方式较为“克制”，未来原油需求改善或足以将这小幅度的产量增加抵消，国际油价短期内有概率仍处于上升通道区间。进入二季度，可持续关注 A 股疫情后业绩复苏逻辑，包括餐饮、旅游、酒店、航空等板块。

分析师　徐飞　执业证书编号　S0270520010001

研报精选

飞亚达：Q1 扭亏为盈增长靓丽，关注公司核心竞争力及长期成长性

报告关键要素:公司发布 2021 年 Q1 业绩预告，公告显示业绩预告期间公司预计实现归母净利润 1.1-1.3 亿元，基本每股收益 0.2574 元/股-0.3043 元/股，实现扭亏为盈，基本符合我们预期。投资要点:低基数下靓丽增长，归母净利较 19 年仍预计录得亮眼增长，全年高增是大概率事件。20Q1 手表消费场景受 COVID-19 疫情冲击较大，尤其是 2 月几近冻结，21Q1 我国疫情对消费场景的影响基本消散，公司也顺利完成扭亏为盈，对比正常年份 19Q1 仍预计录得 71%-102%的高速增长，亨吉利预计延续了 20 年下半年高速增长的势头，是主要驱动因素。市场部分投资者或担忧公司往年（以 19 年为例）Q1 利润占比最高，但我们从以下三点出发认为 21 年 Q1 利润在全年利润结构中占比有望下降，全年利润高增的概率较大：①今年春节与情人节相遇，双高峰变单高峰，部分需求或受到影响，此外，近年来七夕在腕表消费场景中的重要程度逐渐攀升，已成全年重要销售高峰；②1 月疫情有所反弹，自有品牌受到一定影响，随后步入复苏通道；③此前 Q4 利润占比较低，与费用集中计提有关，而今年费用计提的平滑度有望得到优化。亨吉利：淡化疫情因素，重视名表消费回流的长期确定性以及公司的核心竞争力。我们再次提出要淡化疫情因素，疫情下的消费回流带给公司的并非仅是短期的业绩高增，更多的是带给公司与国内消费者对话交流的机会，名表消费回流的长期确定性与公司的竞争壁垒更值得关注。名表消费回流的长期确定性体现在：①消费升级提高国人奢侈品消费潜力；②供给端境外名表消费环境恶化（如香港名表店关店等）；③政策引导消费回流；④品牌方缩小境内外价差的趋势明显，对境内的资源投放力度也有加大趋势。亨吉利的核心竞争力则体现在：①优质的终端服务能力；②成熟的销售管理体系；③强大的数字零售系统等。我们认为，公司前期提质增效的积累将在后续加速拓店的过程中持续释放，并仍有望通过关低端低效店、开高端高效店的方式提高销售均价、加快周转，进而稳步提高盈利能力。中长期均有看点：中期自有品牌有望发力，飞亚达当前已是国表的绝对龙头，未来依托强大的设计团队以及不断提升的品牌形象增长可期。飞亚达、艾米龙等自有品牌已与国内免税渠道建立良好的合作关系，随着免税政策的不断推进，免税渠道有望带来增量收入。看长期维度，精密科技或成重要看点，20 年 12 月

为更好地推进公司向高端精密科技转型战略，结合智能穿戴和精密科技业务发展的需要投资设立全资子公司。公司精密科技业务当前在深耕光通讯、激光器的基础上，加速医疗、航空航天市场拓展，启动了与相关领域核心客户的合作，预计 2021 年继续保持较快的增长势头，在政策以及航空工业的支持下，加速相关投入。智能可穿戴业务完成自有研发团队组建，智能“小红表”、“黑骑士”新品顺利上市，有望构建新的增长曲线。盈利预测与投资建议：我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，预计 21-23 年公司归母净利润分别为 4.17/5.13/6.14 亿元，同比增长 42%/23%/20%，对应 EPS 为 0.96/1.18/1.41 元/股，03 月 31 日股价对应 PE 为 16/13/11 倍，考虑到公司顶级奢侈品零售商的标的稀缺性以及国产腕表的龙头地位，估值仍具性价比；考虑到亨吉利与免税牌照方相关业务合作的深化，估值仍有向上空间，维持“买入”评级。风险因素：疫情风险、回流不及预期、自有品牌恢复不及预期、免税相关合作推进不及预期

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

神州信息：金融科技业务在手订单充足，信创及数字货币业务取得突破

报告关键要素:事件：公司发布 2020 年度报告，实现营收 106.86 亿元，同比增长 5.32%;实现归母净利润 4.76 亿元，同比增长 26.64%;实现扣非归母净利润 2.15 亿元，同比减少 33.93%。投资要点:费用管理水平提升，研发力度进一步加大：公司 2020 年研发费用累计 5.11 亿，同比增长 36.24%，研发投入占比提升了 1.08pct，保证了研发力度维持较高水平。公司费用管理水平有所提升，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降了 0.76pct、0.19pct 和 0.44pct，使得全年的销售净利率在销售毛利率下降、研发投入增长、且实施了股权激励的情况下仍然同比提升了 0.6pct，彰显了公司经营能力的提升。金融科技战略推进成效显著，在手订单充足：2020 年公司受到疫情影响，导致金融科技板块部分收入确认延缓，但整体订单签约情况提振明显，具体的金融科技板块共签约 53.67 亿元，同比增长 19.35%。其中分布式应用平台、分布式核心业务系统中标、签约了中国银行、摩根士丹利银行、长安汽车金融等 15 家客户；企业级微服务平台中标、签约了贵州银行、华兴银行等 10 余家银行。公司在手订单充足，金融科技板块已签未销订单 31.33 亿元，同比大幅增长 39.02%，强力支撑后续业绩的稳健增长。公司还深耕农村数字化、普惠金融等领域，均取得优异成果，其中银农业务年签约总额 1.93 亿，同比增幅高达 837%。信创领域取得突破，数字货币产品落地大行：公司 2020 年在党政信创软硬件领域中标总金额超过 10 亿元，取得了重大突破。数字货币领域公司领先市场发布了区块链平台 Sm@rtGAS 和数字钱包解决方案，并在建设银行等大行落地。公司围绕区块链等方向研发拓展的试点工作也取得了阶段性成果，未来有望在数字货币的加速落地下进一步提振业绩。盈利预测与投资建议：预计公司在 2021-2023 年的营收分别为 139.45/172.11/206.01 亿元，EPS 分别为 0.60/0.80/0.92 元，对应的 PE 分别为 24.62/18.45/15.92 倍，维持“买入”评级。风险因素：行业竞争加剧，金融信创、数字货币业务推进不及预期。

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001

金风科技：风机业务高增，盈利能力提升

报告关键要素:公司发布 20 年年度报告，全年实现营收 562.65 亿元，同增 47.12%；归母净利润 29.64 亿元，同增 34.1%；扣非归母净利润 27.63 亿元，同增 70.42%。综合毛利率 17.7%，同比-1.3pct。投资要点:受益抢装潮，风机业绩大幅提升：20 年风电迎来抢装行情，全年新增装机 71.7GW，为 19 年的 2.79 倍。公司业绩大幅提升，全年对外销售风机容量 12.93GW，同比+58.3%，风机及零部件销售实现收入 466.59 亿元，同比+61.6%。公司大兆瓦机组占比大幅提升，3/4S 平台销售 1.43GW，同

比+104.6%，6/8S 平台销售 0.48GW，同比+90.2%，风机销售结构优化，叠加订单价格上扬，公司 20 年风机毛利率 14.4%，同比+1.9pct。目前公司在手订单量 16.1GW，同比-23.2%，在国内招标量同比下滑 52%的情况下，公司订单保持稳定。风电场规模扩大，盈利能力持续提升：公司发电业务保持稳定，20 年权益并网装机容量 5.49GW，同比+800MW，全年国内合并报表范围上网电量 74.88 亿度，风电场投资和开发收入 40.2 亿元，发电量和收入较 19 年小幅下滑，主要原因系公司转让 437MW 风电场，而新增风电场并网集中在下半年。剔除出让风场影响，公司发电业务盈利能力提升，风电场平均利用小时数达到 2223 小时，同比+11 小时，比行业平均高 126 小时，通过数字化运维提升盈利能力，20 年毛利率大幅提升 5.3pct 至 67.5%。运维服务高增长，发力未来业务增量：公司近年来在运维市场上持续扩张，2020 年风电服务容量达 14.12GW，同比+3.13GW;实现营业收入 44.34 亿元，同比+23.9%，公司后运维服务收入和工程施工收入均实现增长。风电服务 20 年毛利率-2.7%，同比下降 9.1pct，目前运维服务毛利率仍处于较低水平，随着未来规模逐步扩大，毛利率有望持续提升。盈利预测与投资建议：预计公司 21-23 年营业收入分别为 527.83/566.11/661.96 亿元，归母净利润 31.66/37.27/44.94 亿元，对应 EPS0.75/0.88/1.06 元/股，今年风电整体景气度下行，但公司龙头地位稳定，维持买入评级。风险因素：风机价格持续下行；原材料和零部件价格上涨；行业政策不及预期；公司后续订单量不及预期；技术变革风险。

分析师　江维　执业证书编号　S0270520090001

兴业银行：中收快速增长 转型战略持续推进

报告关键要素:2021 年 3 月 31 日，兴业银行发布 2020 年年度业绩报告。 投资要点:1 拨备前利润同比增长 14.7%，加权风险资产同比增长 10.5%：2020 年实现营业收入 2031.37 亿元，同比增长 12%，实现拨备前利润 1520.64 亿元，同比增长 14.7%，实现归母净利润 666.26 亿元，同比增长 1.2%。存款余额较年初增长 1.2%，贷款总额较年初增长 15.23%，加权风险资产同比增长 10.5%。1 2020 年四季度负债端成本率继续下行：受结构性存款持续规范等因素的影响，去年下半年以来，存款成本持续下行。而从四季度的数据看，负债端成本继续下行，付息率环比下降 2BP，拆分结构看，预计同业负债以及存款的共同作用。不过，展望 2021 年，整体负债端成本受整体市场成本的上升影响，对业绩的释放作用或下降。1 零售信贷增速强劲：当前零售贷款占总贷款的比重已经超过 40%，主要是按揭贷款的快速增长。对公贷款方面，新增的主要行业是基建类和商务服务业相关贷款。1 不良率 1.25%，较三季度末下降 22BP：关注类贷款的占比环比下行了 32BP 至 1.37%。拨备覆盖率环比提升 7BP 至 218.8%。资管新规过渡期里，公司主动加大了非信贷资产拨备计提力度，应对 2021 年表外非标资产回表的压力。1 盈利预测与投资建议：兴业银行整体业绩保持稳健增长，资产质量持续改善。展望 2021 年，在整体融资利率上行的大环境下，负债端需要进一步夯实，加大低成本存款的吸收。新的五年中，公司持续推动轻资本、轻资产和高效率的转型中，带动负债端以及中间业务收入的快速增长。当前股价对应的 2021-2022 年的 PB 估值为 0.65 倍，0.60 倍，维持“增持”评级。1 风险因素：受新冠疫情影响，全球经济恢复不及预期，导致银行资产大幅波动。

分析师　郭懿　执业证书编号　S0270518040001

广电运通：金融科技及 AI 业务持续向好，数字货币业务研发力度加强

报告关键要素:事件：公司发布 2020 年度报告，实现营收 64.11 亿元，同比减少 1.32%；实现归母净利润 7.00 亿元，同比减少 7.59%;实现扣非归母净利润 5.84 亿元，同比减少 8.75%。投资要点:盈利略有下滑，现金流管理优化，资产加速增加：公司业务

受到疫情冲击的影响下，2020 全年业绩略有下滑，但从 Q3 起已经开始加速恢复，目前疫情影响已基本消除。2020 年公司经营活动现金流净额为 12.22 亿元，同比大涨 31.54%，显示了公司现金流管理能力的提升。此外，公司总资产及净资产保持稳健增长，同比分别提升了 10.76%和 9.99%，增幅较上年分别提升了 5.17pct 和 5.78pct，体现了公司在业务规模加速扩张的同时保持了较好的资产负债率。巩固金融科技优势，强化 AI 四要素竞争力：公司金融科技业务毛利率达到 43.25%，同比提升了 2.36pct。其中智能金融设备的营收虽受疫情影响同比下滑了 9.40%，但毛利率同比提升了 2.22pct，并入围了工行、中行、建行以及邮储等国有大行；金融信创领域广电鲲鹏服务器在银行实现了首单突破；财政领域中标了财政部国库支付管理系统智能化升级改造及多个省份的财政预算管理一体化项目；公司的 AI+业务围绕城市智能，重点发力安防、交通、政务、教育、民生 5 个赛道，持续斩获新订单，并成功在算法、算力、数据和应用场景四要素上取得突破。持续加大研发力度，积极参与数字货币研发：公司高度重视技术研发，持续加大研发投入，截至 2020 年底研发人员超 2000 人，占比提升 1.23pct，研发投入占比超过营业收入的 11%。此外，公司智能金融研究院积极参与央行数字人民币应用研发工作，如在银行智能自助终端上支持数字人民币与银行账户资金互换业务、数字货币商户收款钱包和个人使用硬钱包等产品业务的研发。盈利预测与投资建议：预计公司在 2021-2023 年的营收分别为 77.41/92.48/109.78 亿元，EPS 分别为 0.39/0.46/0.53 元，对应的 PE 分别为 29.23/24.98/21.60 倍，维持“增持”评级。风险因素：AI+战略及数字货币推进不及预期，行业竞争加剧。

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001

长城汽车：业绩符合预期，三大技术品牌打造强产品矩阵

报告关键要素:公司发布 2020 年年度报告，报告期公司实现营业总收入 1,033.08 亿元，同比增长 7.38%，归属于上市公司股东的净利润 53.62 亿元，同比增长 19.25%，扣非后归属于上市公司股东的净利润 38.36 亿元，同比增长-3.77%。投资要点:Q4 大幅改善，业绩符合预期：2020 年公司业绩基本符合市场预期，全年销量 111.16 万辆，同比 4.84%，好于行业整体水平，就单 Q4 季度来看，2020Q4 实现营业总收入 411.64 亿元，同比/环比+22.39%/+57.03%,归属于上市公司股东的净利润 27.75 亿元，同比/环比+75.71%/+92.58%,表现大幅增长，预计主要原因在于：1）Q4 实现批发销量 43.09 万辆，同比/环比+27.37%/+50.88%从而带动收入高增长；2）Q4 毛利率 18.26%，同比上升 0.34pct，环比下降 0.71pct，主要是第三代哈弗 H6 及大狗等新品带动；3）Q4 期间费用率 9.22%，同比下降 0.61pct，环比下降 1.96pct，期间费用的降低进一步增厚利润。平台技术创新，新款车型有望持续放量：2020 年 7 月，长城发布柠檬、坦克、咖啡智能三大技术品牌，其中柠檬混动 DHT 是全球领先高效、高性能混动方案，打破合资垄断，坦克平台拥有强悍动力、极致越野能力，国内明显领先，咖啡智能涵盖智能座舱、智能驾驶以及智能电子电气架构，面向未来智能出行，三大技术品牌引领国内汽车新技术生态，2020 年公司推出了第三代哈弗 H6、坦克 300、哈弗大狗、长城炮（越野版）等多爆款车型，2021 年在柠檬、坦克、咖啡智能新平台基础上，公司将推出哈弗初恋、哈弗赤兔、WEY 摩卡等 10 多款全新车型，预计在多爆款车型带动叠加行业回暖趋势下，公司销量依然有望维持高增长。盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021-2023 年营业总收入分别为 1,434.94 亿元、1,612.88 亿元和 1,733.84 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 93.65 亿元、118.43 亿元和 134.96 亿元，EPS 分别为 1.02 元、1.29 元和 1.47 元，对应的 PE 分别为 29.5 倍、23.3 倍和 20.5 倍，考虑到公司技术品台领先优势及产品周期向上，给予“买入”评级。风险因素：汽车销量不及预期，海外销量不及预期。

分析师　周春林　执业证书编号　S0270518070001

吉比特：业绩符合预期，聚焦核心赛道打造差异化精品、持续高分红回馈股东

报告关键要素:公司披露 20 年年度报告。20 年公司实现营业收入 27.42 亿元（YoY+26.53%），净利润 10.46 亿元（YoY+29.32%），扣非归母净利润 9.00 亿元（YoY+19.65%），拟每 10 股派 120 元，分红预案公布日股息率 3.41%。投资要点:老游作为压舱石，新游不断推出带来业绩持续增长；改变代理产品计提规则导致成本计提幅度有所增加。收入端，从主营业务构成来看：自主运营比重提升 3.12pct 至 43.69%，联运及授权运营比重下降；分市场来看，20 年境外（含港澳台）营收及毛利率均提升，主要系报告期内《最强蜗牛》（港澳台版）上线。长线运营游戏《问道手游》凭借多年积累的用户群体和 IP 价值，收入及用户规模不断增长，截至 20 年底累计注册用户数量超过 4500 万。据七麦数据 iOS 畅销榜排名，20 年排名较 19 年日平均排名从 28.44 升至 25.85 名；9 月以来《魔渊之刃》《不朽之旅》等多款新游戏贡献收入。成本端，2020 年度成本同比增长 53%，主要系新上线游戏多为外部代理产品，相应分成及授权金摊销增加；同时，为提供更加真实、可靠的会计信息，报告期内对外部研发商的游戏分成支出一次计提，不再进行摊销。费用端，销售费用率 10.91%（YoY+0.54pct）：①上线多款新游戏，增加营销推广支出；②《问道手游》等存量产品加大营销推广力度，营销推广支出增加；管理费用率 8.57%（YoY+0.04pct）：①投资业务对应的奖金增加；②增加厦门两处办公楼相应的折旧；研发费用率 15.70%（YoY+0.39pct）：研发部门薪酬增加；财务费用 1.25%（YoY+2.03pct）：汇率变动，汇兑损失增加。现金流方面，2020 年度经营活动产生的现金流量净额同比增长 18%，主要系本期营业收入增长及回款增加。研发稳扎稳打，不做激进扩张。截至 20 年底，公司研发人员 439 人，占比约 58%，预计未来研发人员会保持温和增长。公司研发人员薪酬高于行业平均，以具有竞争力的薪酬、股权激励、较大的成长空间、企业文化等维持人才队伍的稳定，提升竞争力。聚焦核心赛道，打造差异化爆款：应对游戏市场头部效应和精品化趋势，公司在战略上坚持“精品化”路线，充分结合已有优势积累与制作人兴趣，实施差异化策略，聚焦“MMO+SLG+放置挂机”赛道。自研游戏《一念逍遥》于 2021 年 2 月 1 日上线，上线首月在 AppStore 游戏畅销榜平均排名为第 10 名，最高至该榜单第 5 名，累计获得超过 12 万条五星好评。代理游戏《鬼谷八荒》PC 版于 2021 年 1 月 27 日在 Steam 国际平台上线，上线后多次登顶 Steam 全球热销榜榜首，上线首月全球销量超过 180 万份，位列 Steam 全球热销榜前 2 名及全球热门游戏榜前 10 名，最高至 Steam 全球热门游戏榜第 3 名，全球最高同时在线人数超过 18 万。产品储备丰富多元，后续形成接力：雷霆游戏坚持“精品化”路线，已取得多款产品的代理发行权，涵盖放置养成类、模拟经营类、Roguelike、RPG、策略类等多元化游戏品类。其中，《摩尔庄园》手游改编自同名页游，该 IP 承载了许多人快乐童年，手游版本还原了页游原汁原味的摩尔世界，设置了大量的细节交互彩蛋，让玩家置身游戏时回忆和惊喜满满。《摩尔庄园》手游在 3 月 26 日开启稻香测试，本次测试共计 8 天，为安卓全渠道删档付费测试，测试规模为 20 万人，最迟预计 6 月 1 日上线，截至目前全平台预约用户数超过 750 万，其中 AppStore 预约用户数超过 120 万。《地下城堡 3：魂之诗》（有版号）是一款文字地牢探险手游，在传承前作核心玩法，大幅提升游戏美术品质。《剑开仙门》（有版号）有望扩大修仙放置类赛道优势，现已开放预约，获得了 AppStoreToday 预订合集推荐、预订 icon 推荐。《世界弹射物语》（暂未取得版号）为日本人气弹珠养成手游《WorldFlipper》的国内代理版。《WorldFlipper》于 2019 年 11 月推出，上线当日位列 GooglePlay 日本地区免费榜前十，上线次日起连续一周登顶 GooglePlay 免费榜，具有极大潜力。此外还有魔女养成 RPG《复苏的魔女》（有版号）、修真养成《了不起的飞剑》（有版号）、《鬼吹灯》IP 探险寻宝手游《摸金校尉之九幽将军》（有版号）等。盈利预测与投资建议：预计公司 21-23 年实现营收分别为 36.77/44.42/50.56 亿元，实现归母净利润分别为

14.17/16.91/19.68 亿元，对应 EPS 分别为 19.72/23.53/27.39 元，3 月 31 日 372.19 元收盘价对应 PE 分别为 18.87/15.81/13.59X，维持“增持”评级。风险因素：市场竞争加剧、产品上线推迟或表现不及预期、老游流水下降、市场风险偏好波动。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

周大生：线上高速增长，发力黄金产品未来盈利能力提升可期

报告关键要素:公司于 2021 年 3 月 29 日晚间发布 2020 年年度报告，2020 年，公司实现营收 50.84 亿元（同比-6.53%），归母净利润 10.13 亿元（同比+2.21%）。其中，Q4 实现营收同比+6.5%，归母净利润同比+14.0%。同时，公司公告了 2021 年财务预算，目标实现 2021 年收入与净利润同比+15%～+25%。投资要点:线上业务高增，线下优化门店提质增效。2020 年，公司线下/线上/加盟/其它业务收入（包括供应链服务、小贷金融等）同比-34.26%/93.90%/-11.56%/-15.11%。（1）线上：线上业务实现收入 9.71 亿元（同比+93.9%），其中 Q4 线上收入同比+70.8%，线上业务高增主要得益于公司积极推动线上业务的发展，在原有阿里系平台的基础上，发力抖音、快手等新型社交平台，并积极与第三方运营平台合作。（2）线下：截至 2020 年 12 月 31 日，终端门店数为 4189 家（净增加 178 家），其中自营门店 249 家（净减少 29 家），加盟店 3940 家（净增加 207 家），公司在去年继续拓展门店数量的同时，关闭低效店提升质量。发力素金首饰，镶嵌增速有望随婚嫁刚需释放修复。2020 年公司素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现收入同比+5.7%/-26.4%/+37.7%，占营收比例分别为 33.0%/43.5%/10.9%（2019 年分别为 29.1%/55.1%/7.4%），素金与品牌使用费实现较好的增长，主要是因为公司加大了硬金、IP、5G 类等精品黄金产品的开发及营销力度，以及品牌使用费收费模式的改变。镶嵌首饰的表现欠佳，未来有望随着婚嫁刚需的释放得以修复。得益于金价上涨以及收入结构的改变，公司盈利水平大幅提升。2020 年，公司毛利率为 41.0%（+5.1pct），净利率 19.9%（+1.7pct），均获得了较大提升，主要是得益于收入结构的变化以及黄金品类毛利率的提高。销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.1%/1.9%/0.3%/-0.5%（+2.4pct/-0.3pct/+0.01pct/-0.6pct）。加强品牌建设，多品牌协同发展。公司在 2020 年不断加强品牌建设，包括六代店的升级、在高端购物中心开设门店、长期有效的宣传等。在品牌矩阵扩充方面，2021 年 1 月，公司竞得 BLOVE（彼爱）品牌商标，拟成立控股子公司运营 BLOVE 品牌，BLOVE 成立于 2008 年，专注中国婚庆市场中的婚戒设计定制服务。2021 年 3 月，公司成立合资公司运营今生今饰品牌，今生今饰品牌源于台湾，成立于 1995 年，是专注于婚恋的原创珠宝品牌，其时尚黄金设计深受消费者喜爱。公司与彼爱、今生金饰的品牌运营合作规划，将对公司进一步拓宽在珠宝行业领域的布局、强化婚恋市场细分领域的核心能力、打好品牌运营的组合拳、打造品牌矩阵具有战略意义。盈利预测与投资建议：随着此前被压制的延后性婚假刚需在 2021 年逐步释放，我们判断，公司业绩有望在今年尤其是 Q1 实现快速增长。中长期来看，门店有质量地稳步扩张、高毛利产品占比提升以及品牌使用费收取方式的部分改变均有望推动公司收入利润提升，而线上直播等新型方式的推进有望开启第二增长曲线。我们预计，公司 2021-2023 年实现归母净利润同比+32%/+21%/+19%，对应 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。风险因素：疫情反复风险、金价大幅波动风险、行业竞争加剧风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联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。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场