东兴证券 DONGXING SECURITIES

周大生（002867）：多品牌布局品牌力增强，全渠道推进为增长赋能

2021 年 04 月 01 日

强烈推荐/维持

周大生 | 公司报告

事件：公司发布 2020 年财报，实现营业收入 50.84 亿元，同比下降 6.53%，归母净利 13.09 亿元，同比增长 2.21%。

完善品牌矩阵布局，品牌力持续增强，长期增长可期。公司持续发挥周大生品牌在钻石类产品方面的核心竞争力，在优化情景风格珠宝的同时重点推出针对婚恋市场的星座极光产品，主品牌影响力持续提高。与此同时，产品结构的优化和品牌价值的提升带来了品牌使用费率的提升，品牌使用费同比增长 37.7%。公司新获 BLOVE 和今生金饰两大品牌，其中 BLOVE 品牌主要针对婚恋市场做原创定制，今生金饰为台湾知名黄金品牌，两大品牌是对周大生品类细分赛道的补充，将完善品牌矩阵布局，同时有望依托公司在渠道、供应链和加盟商方面的资源实现拓展，业绩增量空间广阔。随着疫情缓解和疫苗的推广，黄金珠宝消费需求有望在今年恢复至正常水平，公司具有强品牌影响力，在钻石品类上具备领先竞争优势，同时加大推广黄金产品、线上饰品等产品品类，将充分受益于行业复苏，长期业绩增长可期。

线上渠道持续发力，线下渠道复苏在即，为业绩增长持续赋能。积极推进全渠道建设，线下渠道方面，受疫情影响展店步伐放缓撤店增加，全年净增门店 178 家，较 19 年的 636 家大幅放缓，终端门店数达 4189 家。但在优胜劣汰的影响下，整体门店质量有所提升。随着疫情缓解，公司对区域布局把控能力的增强以及对加盟商开店制定贴合实际的激励政策，公司 21 年拓店速度有望恢复甚至超越 19 年水平，将增强对消费者的触达，渠道下沉优势有望进一步显现。线上方面，疫情培养线上消费习惯，20 年实现营收 9.7 亿元，同比+93.9%，占比已提升至 19.1%。公司将持续推动线上布局，计划与第三方运营平台合作，加强对淘系外平台的运营，持续在直播和私域流量领域发力，将共同助推数字化转型的商业价值成果的实现，拉动线上渠道销售持续增长。公司推动多平台布局和全渠道融合发展，渠道优势将为业绩增长持续赋能。

结构优化毛利提升，盈利能力有望稳中有升。以高毛利产品销售为主的线上业务占比提升、金价整体上行、品牌使用费占比提高以及素金类产品结构优化，共同带来毛利率的提升，20 年同比+5.05pct.至 41.03%，未来有望保持相对稳定。线上渠道的拓展带来销售费用增长，但管理费用率和财务费用率有所降低，期间费用率整体保持平稳。公司优化配置生产要素，积极整合供应链资源，推进门店高效运营和店销的提高，整体盈利能力有望稳中有升。

盈利预测：看好公司作为黄金珠宝龙头公司的品牌渠道优势，预计 20-22 年净利润至 10.12/13.1/15.9 亿元，对应 EPS 为 1.38/1.8/ 2.17 元，对应 PE 为 24/18.5/15.3 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：国内疫情反复，展店和线上业务发展不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,439.29	5,084.20	6,413.27	7,783.88	9,078.81
增长率（%）	11.69%	-6.53%	26.14%	21.37%	16.64%
归母净利润（百万元）	991.42	1,011.81	1,289.62	1,543.80	1,809.44
增长率（%）	22.99%	2.06%	27.27%	19.71%	17.21%

公司简介：

公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。“周大生”是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。提出“引领情景风格珠宝新潮流”的全新产品定位，塑造周大生非凡的产品价值，为消费者带来驾驭多变情景的风格珠宝首饰。

资料来源：wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

暂无

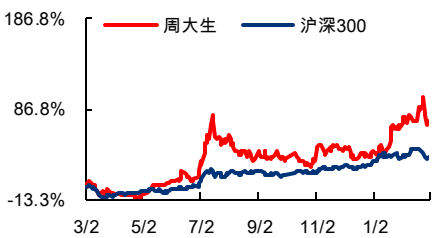
发债及交叉持股介绍：

暂无

交易数据

52 周股价区间（元）	34.56-16.72
总市值（亿元）	202.36
流通市值（亿元）	200.2
总股本/流通 A 股（万股）	73,082/72,299
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.41

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵莹

010-66555446 zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520070001

研究助理：魏宇萌

010-66555446 weiym@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120070031

净资产收益率（%）	21.05%	17.73%	19.85%	19.94%	19.60%
每股收益(元)	1.37	1.38	1.76	2.11	2.48
PE	19.80	23.95	19.73	16.48	14.06
PB	4.21	4.25	3.92	3.29	2.76

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	4162	4759	5695	7115	8695	**营业收入**	5439	5084	6413	7784	9079
货币资金	1294	1680	3356	5409	7677	**营业成本**	3482	2998	3760	4555	5292
应收账款	74	136	129	182	198	营业税金及附加	56	69	87	106	124
其他应收款	20	21	26	31	37	营业费用	587	668	866	1074	1271
预付款项	26	13	13	3	-3	管理费用	121	99	122	148	168
存货	2597	2391	2902	3574	4119	财务费用	8	-23	-25	-44	-65
其他流动资产	150	517	-732	-2085	-3333	研发费用	13	13	14	15	17
非流动资产合计	1760	1897	1902	1869	1844	资产减值损失	-12.31	-9.86	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	1	1	1	1	公允价值变动收益	18.61	11.35	14.98	13.16	14.07
固定资产	32	23	22	21	20	投资净收益	1.17	0.96	1.06	1.01	1.04
无形资产	435	427	414	402	389	加：其他收益	77.24	49.87	63.55	56.71	60.13
其他非流动资产	8	1	0	0	0	**营业利润**	1257	1309	1670	2002	2349
资产总计	5922	6656	7596	8984	10539	营业外收入	34.82	24.07	24.07	24.07	24.07
流动负债合计	1153	1239	1083	1226	1291	营业外支出	0.11	9.01	9.01	9.01	9.01
短期借款	0	0	0	0	0	**利润总额**	1292	1324	1685	2017	2364
应付账款	323	412	427	567	630	所得税	301	310	395	473	554
预收款项	115	48	48	48	48	**净利润**	991	1013	1290	1544	1810
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	26	26	11	11	11	归属母公司净利润	991	1013	1290	1544	1809
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1179	1266	1094	1237	1302	**成长能力**					
少数股东权益	33	5	5	5	5	营业收入增长	11.69%	-6.53%	26.14%	21.37%	16.64%
实收资本（或股本）	731	731	731	731	731	营业利润增长	22.53%	4.09%	27.58%	19.89%	17.34%
资本公积	1650	1686	1686	1686	1686	归属于母公司净利润增长	22.99%	2.21%	27.27%	19.71%	17.21%
未分配利润	2038	2723	3798	5091	6603	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	4710	5386	6498	7743	9232	毛利率(%)	35.98%	41.03%	41.37%	41.49%	41.71%
负债和所有者权益	5922	6656	7596	8984	10539	净利率(%)	18.23%	19.93%	20.11%	19.83%	19.93%
现金流量表				单位:百万元	总	总资产净利率（%）	16.74%	15.22%	16.98%	17.18%	17.17%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	21.05%	18.81%	19.85%	19.94%	19.60%
经营活动现金流	798	1361	2027	2302	2516	**偿债能力**					
净利润	991	1013	1290	1544	1810	资产负债率(%)	20%	19%	14%	14%	12%
折旧摊销	440.76	432.47	1.29	1.29	1.29	流动比率	3.61	3.84	5.26	5.81	6.73
财务费用	8	-23	-25	-44	-65	速动比率	1.36	1.91	2.58	2.89	3.54
应收账款减少	0	0	6	-53	-16	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.92	0.81	0.90	0.94	0.93
投资活动现金流	313	-638	-105	-76	-75	应收账款周转率	69	48	48	50	48
公允价值变动收益	19	11	15	13	14	应付账款周转率	11.32	13.83	15.29	15.66	15.17
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	1	1	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	1.37	1.40	1.76	2.11	2.48
筹资活动现金流	-903	-336	-247	-173	-173	每股净现金流(最新摊薄)	0.28	0.53	2.29	2.81	3.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.44	7.37	8.89	10.59	12.63
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	246	0	0	0	0	P/E	19.80	24.87	19.73	16.48	14.06
资本公积增加	-172	35	0	0	0	P/B	4.21	4.72	3.92	3.29	2.76
现金净增加额	208	387	1675	2053	2268	EV/EBITDA	10.87	13.83	13.32	10.16	7.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	周大生（002867）：线上渠道表现亮眼，Q3 业绩显著复苏	2020-11-04
行业深度报告	电商行业一季报总结：如何看三大平台的用户、物流与直播	2020-07-17
行业深度报告	【东兴商贸零售】电商代运营产业专题报告：电商流量筑基，品牌需求共振	2020-05-10
行业深度报告	商贸零售行业：日本零售行业牛股启示之一:“百元店”十倍股往事，消费终将回归低价和实用	2020-04-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526