万联证券 WANLIAN SECURITIES

二股东减持后促公司股权趋稳，继续看好公司未来业绩增长

——周大生（002867）事项点评报告

买入（维持）

日期：2020 年 11 月 09 日

事件：2020 年 11 月 6 日，公司发布公告称，在 2020 年 9 月 28 日-2020 年 11 月 5 日期间，北极光投资通过集中竞价和大宗交易的方式共计减持 10,962,264 股，减持比例达到 1.50%。减持后，北极光投资持有 24,031,273 股，占公司总股本的 3.29%。

投资要点：

- **二股东即将减持完毕，公司股权回归集中稳定。**自公司上市起，北极光投资以大宗交易和集合竞价的方式逐步减持，截至2020年11月6日，已经过五个减持期间，累计减持超过14个百分点到3.29%，对股价的影响再度弱化。**2020年9月5日，公司公告北极光计划在未来3个月内减持3%，我们预计北极光有望在明年内减持完毕，未来公司股权结构将有望维持集中稳定**（截止2020Q3，实控人周氏家族持股62.75%）。
- **未来线下的增长看门店的全国密铺以及单店收入的提升。①门店数量**方面：截止2020Q3，公司门店数量达到4020家，已实现全国性的门店布局，未来密铺以及一二线城市的进一步渗透可期。**②单店收入方面：a）门店优化：**未来随着公司对品牌的加强宣传、升级终端店面形象、营销网络运行效率的提高等举措，单店销售收入有望提高。**b）品牌使用费&折扣率：**2020H1，公司品牌使用费收入占比达到12.81%（2019年为7.9%），对加盟商的折扣率也相对周大福较低，未来随着公司品牌力的提高，折扣率和品牌使用费有望上调。
- **线上直播带货为公司开启第二增长曲线。**公司加大力度布局直播带货，积极与辛巴、薇娅等网红和明星合作，并且收效显著。我们认为主打低客单价的电商直播将为公司的黄金珠宝销售打开新的增量。
- **盈利预测与投资建议：①短期来看，**二股东减持接近尾声，利空即将出尽。随着延后性婚假刚需的逐步释放，我们判断，公司业绩有望在2020Q4及2021年继续实现快速增长。**②中长期来看，**公司门店数量和单店收入仍将进一步提升，叠加线上直播有望开启第二增长曲线。我们预计，公司2020-2022年实现归母净利润同比增速8.6%/24.8%/16.4%，EPS为1.47/1.84/2.14，对应PE分别为19/15/13，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。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,439	5,804	7,341	8,448
增长比率（%）	11.7%	6.7%	26.5%	15.1%
净利润(百万元)	991	1,076	1,343	1,564
增长比率(%)	23.0%	8.6%	24.8%	16.4%
每股收益(元)	1.36	1.47	1.84	2.14
市盈率(倍)	20.7	19.1	15.3	13.1

数据来源：Wind、万联证券研究所

基础数据

行业	轻工制造
公司网址	
大股东/持股	中国工商银行—广发稳健增长证券投资基金/0.27%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	730.82
流通A股（百万股）	722.99
收盘价（元）	28.13
总市值（亿元）	205.58
流通A股市值（亿元）	203.38

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 11 月 06 日

相关研究

万联证券研究所 20201102_周大生（002867）季报点评报告_AAA_Q3 业绩超预期，线上收入高增长

万联证券研究所 20200908_周大生（002867）首次覆盖报告_AAA_直播带货开辟新成长路径，渠道扩张缔造珠宝王国

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,162	5,070	6,143	7,354
货币资金	1,294	1,770	1,988	2,650
应收票据及应收账款	76	89	103	118
其他应收款	20	21	26	28
预付账款	26	26	33	38
存货	2,597	2,845	3,594	4,040
其他流动资产	150	320	400	480
非流动资产	1,760	1,779	1,829	1,880
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	32	61	91	122
在建工程	171	181	191	201
无形资产	435	430	425	420
其他长期资产	1,121	1,106	1,121	1,136
资产总计	5,922	6,849	7,972	9,234
流动负债	1,153	1,325	1,523	1,694
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	359	436	449	485
预收账款	115	116	154	177
其他流动负债	679	772	919	1,032
非流动负债	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26
负债合计	1,179	1,351	1,549	1,720
股本	731	731	731	731
资本公积	1,650	1,650	1,650	1,650
留存收益	2,408	3,163	4,088	5,178
归属母公司股东权益	4,710	5,465	6,390	7,480
少数股东权益	33	33	33	33
负债和股东权益	5,922	6,849	7,972	9,234

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,596	993	671	1,170
净利润	991	1,076	1,343	1,564
折旧摊销	44	15	15	15
营运资金变动	548	-77	-651	-370
其它	12	-22	-36	-39
投资活动现金流	313	-221	-20	-18
资本支出	-181	5	10	10
投资变动	476	-245	-40	-40
其他	18	19	10	12
筹资活动现金流	-903	-290	-430	-490
银行借款	150	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	31	0	0	0
其他	-1,084	-290	-430	-490
现金净增加额	208	481	221	663
期初现金余额	1,086	1,294	1,770	1,988
期末现金余额	1,294	1,770	1,988	2,650

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,439	5,804	7,341	8,448
营业成本	3,482	3,644	4,685	5,363
营业税金及附加	56	64	81	93
销售费用	587	667	793	912
管理费用	121	136	169	194
研发费用	13	16	18	19
财务费用	8	10	10	10
资产减值损失	-12	-17	-14	-13
公允价值变动收益	19	7	8	9
投资净收益	1	2	7	8
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1,257	1,372	1,714	2,002
营业外收入	35	35	35	35
营业外支出	0	5	0	0
利润总额	1,292	1,402	1,749	2,037
所得税	301	325	406	473
净利润	991	1,076	1,343	1,564
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	991	1,076	1,343	1,564
EBITDA	1,224	1,292	1,610	1,881
EPS（元）	1.36	1.47	1.84	2.14

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入（%）	11.7%	6.7%	26.5%	15.1%
营业利润（%）	22.5%	9.1%	24.9%	16.8%
归属于母公司净利润（%）	23.0%	8.6%	24.8%	16.4%
获利能力				
毛利率（%）	36.0%	37.2%	36.2%	36.5%
净利率（%）	18.2%	18.5%	18.3%	18.5%
ROE（%）	21.0%	19.7%	21.0%	20.9%
ROIC（%）	19.1%	17.8%	19.1%	19.1%
偿债能力				
资产负债率（%）	19.9%	19.7%	19.4%	18.6%
净负债比率（%）	-27.3%	-32.2%	-30.9%	-35.3%
流动比率	3.61	3.83	4.03	4.34
速动比率	1.33	1.66	1.65	1.93
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.85	0.92	0.91
应收账款周转率	73.14	66.36	73.00	73.00
存货周转率	1.34	1.28	1.30	1.33
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.47	1.84	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.36	0.92	1.60
每股净资产(最新摊薄)	6.45	7.48	8.74	10.24
估值比率				
P/E	20.74	19.10	15.30	13.14
P/B	4.36	3.76	3.22	2.75
EV/EBITDA	10.31	14.54	11.54	9.52

资料来源：Wind、万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

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。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，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
电话：021-60883482 传真：021-60883484
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