光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

业绩低于预期，业务恢复尚需时日

公司简报

◆公司公布 2017 年一季报，归母净利润同比下降 24.85%

4 月 23 日晚，公司公布 2017 年一季报，1Q2017 公司实现营业收入 11.14 亿元，同比减少了 12.87%，降幅小于 4Q2016 下降的 23.47%。实现归母净利润 2112.36 万元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.04 元，同比减少了 24.85%，而 4Q2016 亏损 770.46 万元。1Q2017 公司实现扣非归母净利润 837.51 万元，同比减少了 54.57%。业绩低于预期。公司预计 2017 年 1-6 月实现归母净利润 0.45-0.55 亿元，同比增长 7.85%至 31.81%。

◆综合毛利率上升 1.20 个百分点，期间费用率上升 1.61 个百分点：

2017 年 1 季度，公司综合毛利率为 9.36%，较上年同期上升了 1.20 个百分点。2017 年 1 季度，公司期间费用率为 7.59%，较上年同期上升了 1.61 个百分点。其中，销售/ 管理/ 财务费用率分别为 4.54%/ 1.04%/ 2.01%，较上年同期分别变化了 1.19/ -0.06/ 0.48 个百分点。

◆积极谋求品牌差异化，不断加大自营渠道的投入

2017 年 3 月，公司公告称由于证券市场环境、政策的变化以及苏州好屋 2016 年业绩与承诺业绩存在差异，终止了通过定增收购苏州好屋 75%股权的重大资产重组。近年来，公司不断谋求品牌差异化，主要方式是通过与高知名度 IP 资源联合，研发迎合流行热点及年轻消费群体的产品。另外，公司提升对自营渠道的投入以扩大影响力。我们看好黄金珠宝行业在 2017 年的表现，主要逻辑是通胀压力大、地产调控力度加强、战争冲突预期等，公司主营业务中黄金饰品销售比重较大，将明显受益。

◆调整盈利预测，维持中性评级

我们调整对公司 2017-2019 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 0.10/ 0.12 / 0.14 元（之前为 0.11 / 0.13 / 0.16 元），考虑到公司各项业务恢复尚需时日，当前估值偏高，维持中性评级。

◆风险提示：

宏观经济增速低于预期，居民消费需求增速低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5240	3350	3175	3515	3897
营业收入增长率	-23.42%	-36.06%	-5.23%	10.70%	10.89%
净利润（百万元）	61	44	53	64	74
净利润增长率	-69.30%	-28.69%	22.33%	19.84%	16.18%
EPS（元）	0.12	0.08	0.10	0.12	0.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.01%	1.42%	1.71%	2.02%	2.31%
P/E	79	111	91	76	65
P/B	2	2	2	2	2

中性（维持）

当前价：9.17 元

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

联系人

邬亮

010-58452047

wuliang16@ebscn.com

孙路

021-22169117

sunlu@ebscn.com

程璐

021-22169328

chenglu@ebscn.com

市场数据

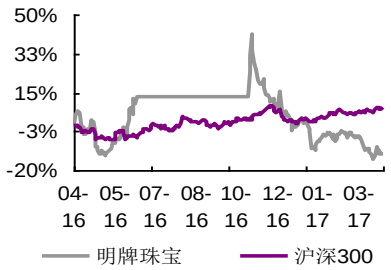
总股本(亿股)： 5.28

总市值(亿元)：56.97

一年最低/最高(元)：8.98/16.36

近 3 月换手率：65.15%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.19	-15.99	-28.69
绝对	-10.71	-12.65	-19.50

相关研报

业绩符合预期，各项业务下滑较大 ……2017-03-21

受地产调控政策影响，调整年度业绩 ……2017-03-15

图表 1：公司 1Q2017 净利润同比减少 24.85%

季度	营业收入（万元）	营收增速（%）	营业成本（万元）	毛利率（%）	归母净利润（万元）	归母净利润增速（%）
1Q2015	201998.91	-28.64	186538.74	7.65	4880.20	-46.05
2Q2015	125265.71	-17.68	117001.02	6.60	1765.93	-70.16
3Q2015	118057.94	-16.18	109080.53	7.60	785.17	-80.56
4Q2015	78643.08	-27.26	71411.96	9.19	-1301.44	-235.36
1Q2016	127906.74	-36.68	117479.07	8.15	2810.82	-42.40
2Q2016	68496.62	-45.32	60491.41	11.69	1361.81	-22.88
3Q2016	78449.99	-33.55	69893.14	10.91	969.22	23.44
4Q2016	60184.06	-23.47	52796.55	12.27	-770.46	NA
1Q2017	111447.30	-12.87	101018.65	9.36	2112.36	-24.85

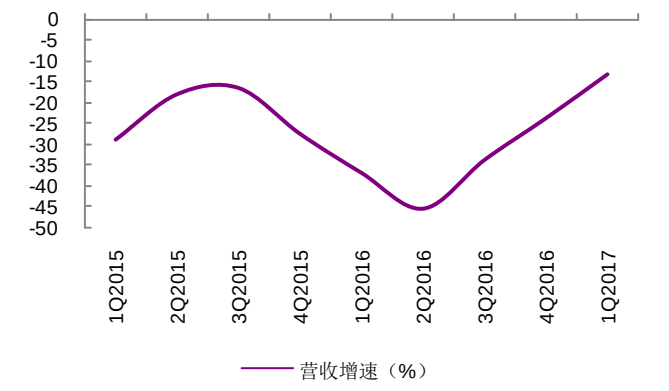
资料来源：公司公告

图表 2：公司 1Q2017 期间费用率较上年同期上升 1.61 个百分点

季度	期间费用（万元）	期间费用率（%）	销售费用（万元）	销售费用率（%）	管理费用（万元）	管理费用率（%）	财务费用（万元）	财务费用率（%）
1Q2015	8190.94	4.05	4686.52	2.32	1410.60	0.70	2093.82	1.04
2Q2015	7999.39	6.39	4700.18	3.75	1653.04	1.32	1646.16	1.31
3Q2015	7471.64	6.33	4199.10	3.56	1420.80	1.20	1851.74	1.57
4Q2015	8741.48	11.12	5548.43	7.06	1262.81	1.61	1930.25	2.45
1Q2016	7642.61	5.98	4285.77	3.35	1401.57	1.10	1955.28	1.53
2Q2016	7647.89	11.17	4230.94	6.18	1575.01	2.30	1841.95	2.69
3Q2016	8144.29	10.38	4608.05	5.87	1290.37	1.64	2245.87	2.86
4Q2016	8749.05	14.54	5302.08	8.81	1244.54	2.07	2202.43	3.66
1Q2017	8456.55	7.59	5062.87	4.54	1155.47	1.04	2238.20	2.01

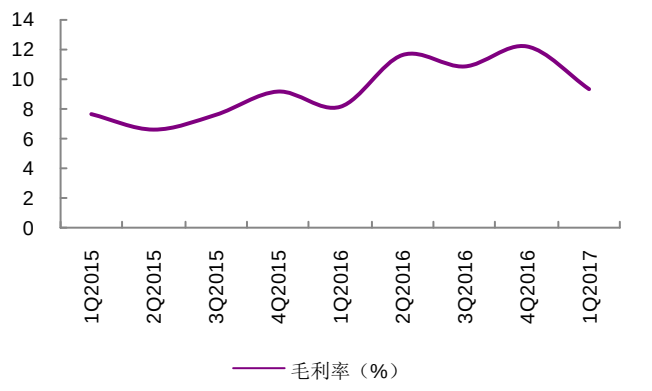
资料来源：公司公告

图表 3：公司的营收增速（1Q2015-1Q2017）



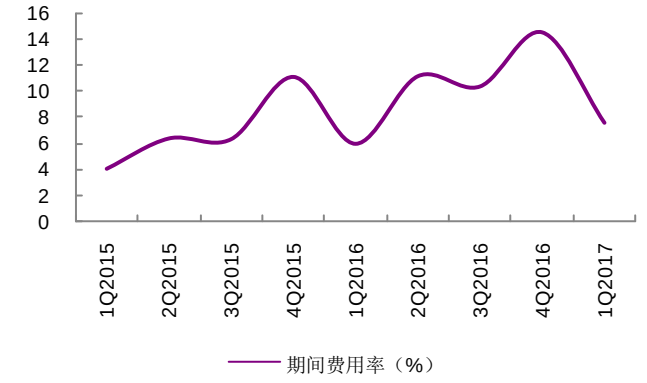
资料来源：公司公告

图表 4：公司的毛利率（1Q2015-1Q2017）



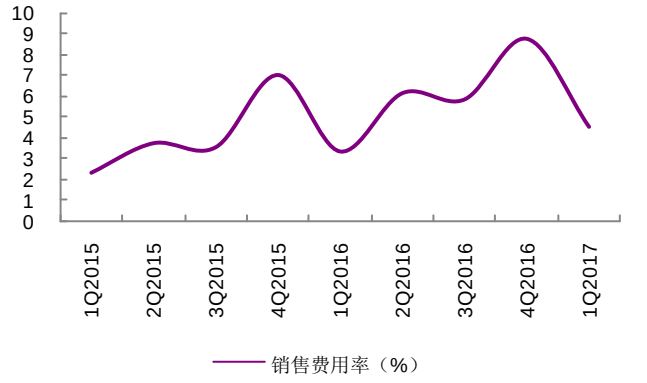
资料来源：公司公告

图表 5：公司的期间费用率（1Q2015-1Q2017）



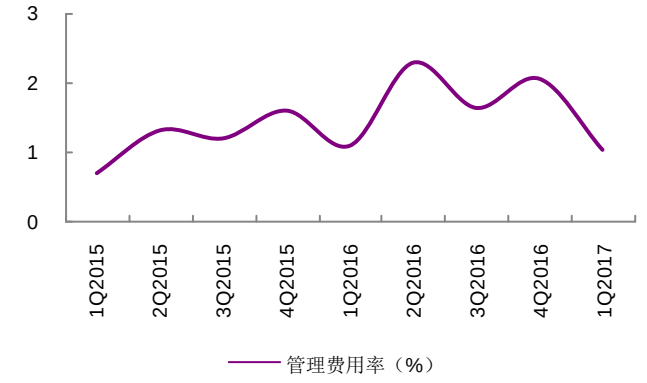
资料来源：公司公告

图表 6：公司的销售费用率（1Q2015-1Q2017）



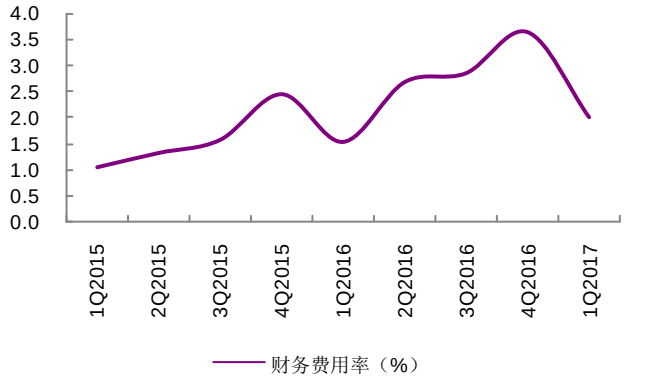
资料来源：公司公告

图表 7：公司的管理费用率（1Q2015-1Q2017）

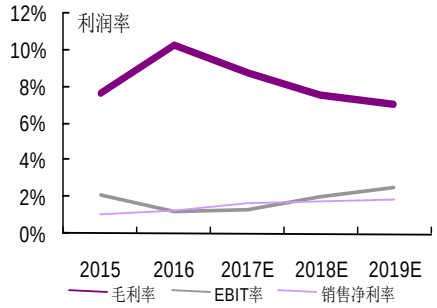


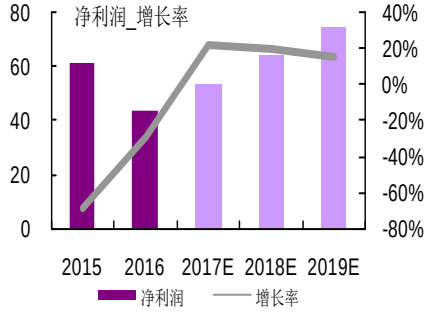
资料来源：公司公告

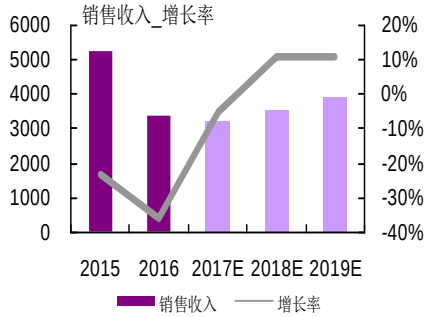
图表 8：公司的财务费用率（1Q2015-1Q2017）

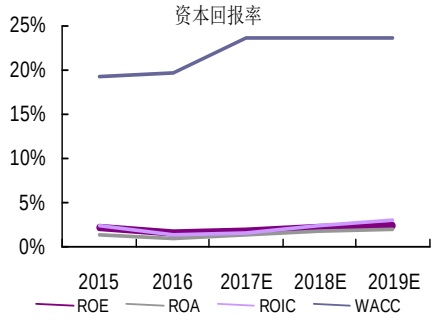


资料来源：公司公告









利润表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**5240**	**3350**	**3175**	**3515**	**3897**
营业成本	4840	3007	2897	3250	3622
折旧和摊销	11	12	4	8	11
营业税费	18	13	13	14	16
销售费用	191	184	159	142	121
管理费用	57	55	51	35	39
财务费用	75	82	11	27	40
公允价值变动损益	-1	1	0	0	0
投资收益	48	77	40	40	40
营业利润	**82**	**36**	**71**	**85**	**99**
利润总额	88	47	71	85	99
少数股东损益	-5	-1	0	0	0
归属母公司净利润	**61.30**	**43.71**	**53.48**	**64.09**	**74.46**

资产负债表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	**4951**	**4921**	**4100**	**4149**	**4203**
流动资产	3692	3580	3076	3103	3140
货币资金	578	304	669	665	564
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	590	326	283	207	229
应收票据	0	3	0	0	0
其他应收款	6	1	2	2	2
存货	1532	1676	859	965	1077
可供出售投资	309	325	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	701	726	730	734	738
固定资产	85	148	182	209	231
无形资产	54	53	50	48	46
总负债	**1897**	**1850**	**975**	**981**	**987**
无息负债	798	850	975	981	987
有息负债	1099	1000	0	0	0
股东权益	**3054**	**3072**	**3125**	**3168**	**3217**
股本	528	528	528	528	528
公积金	1755	1756	1762	1768	1775
未分配利润	771	787	835	871	913
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1

现金流量表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**346**	**259**	**820**	**32**	**-46**
净利润	61	44	53	64	74
折旧摊销	11	12	4	8	11
净营运资金增加	-328	-81	-791	60	169
其他	602	283	1553	-99	-300
投资活动产生现金流	**-327**	**-325**	**556**	**11**	**11**
净资本支出	30	37	25	25	25
长期投资变化	701	726	-4	-4	-4
其他资产变化	-1059	-1087	535	-10	-10
融资活动现金流	**-157**	**-118**	**-1011**	**-48**	**-66**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	9	-99	-1000	0	0
无息负债变化	-65	52	125	6	6
净现金流	**-139**	**-185**	**365**	**-5**	**-101**

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	-23.42%	-36.06%	-5.23%	10.70%	10.89%
净利润增长率	-69.30%	-28.69%	22.33%	19.84%	16.18%
EBITDA 增长率	-61.91%	-56.08%	-11.12%	69.72%	37.55%
EBIT 增长率	-63.95%	-62.97%	4.89%	69.32%	37.42%
估值指标					
PE	79	111	91	76	65
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	40	91	80	47	36
EV/EBIT	44	118	88	52	40
EV/NOPLAT	68	132	117	70	53
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力（%）					
毛利率	7.62%	10.26%	8.75%	7.54%	7.06%
EBITDA 率	2.30%	1.58%	1.48%	2.28%	2.82%
EBIT 率	2.10%	1.21%	1.34%	2.06%	2.55%
税前净利润率	1.67%	1.42%	2.25%	2.43%	2.55%
税后净利润率（归属母公司）	1.17%	1.30%	1.68%	1.82%	1.91%
ROA	1.15%	0.86%	1.30%	1.54%	1.77%
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.01%	1.42%	1.71%	2.02%	2.31%
经营性 ROIC	2.31%	1.19%	1.41%	2.31%	2.95%
偿债能力					
流动比率	4.10	1.94	3.15	3.16	3.18
速动比率	2.40	1.03	2.27	2.18	2.09
归属母公司权益/有息债务	2.78	3.07	-	-	-
有形资产/有息债务	4.44	4.84	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.12	0.08	0.10	0.12	0.14
每股红利	0.05	0.00	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.65	0.49	1.55	0.06	-0.09
每股自由现金流(FCFF)	0.76	0.27	1.54	-0.04	-0.21
每股净资产	5.78	5.82	5.92	6.00	6.09
每股销售收入	9.92	6.35	6.01	6.66	7.38

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

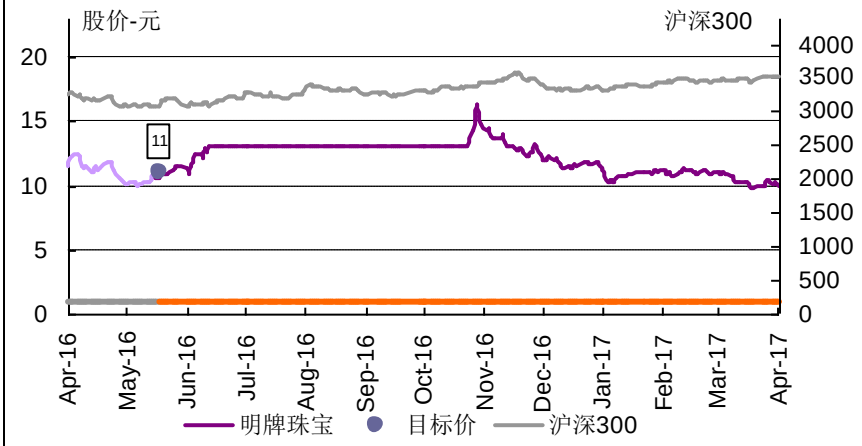
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料工学士，上海外国语大学英语系、日语系双本科、文学士，获得 CFA、CAIA、FRM 证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中银国际证券、中信证券和海富通基金。2010-2016 年新财富最佳分析师零售行业第 10/6/5/5/6/6/6 名，2011-2015 年“水晶球奖”最佳分析师商贸零售行业第 6/1/4/4/5 名，2011 和 2012 年“金牛奖”第 5 名，2011 年证券通-中国金牌分析师排行榜商业零售第 1 名，2012 年证券市场周刊金手指奖零售行业第 1 名，2012/13 年第一财经最佳分析师零售行业第 3/4 名，2013/2015/2016 年“天眼”中国最佳证券分析师商业贸易行业盈利预测最准分析师第 1/3/2 名，2013 年 Starmine，A+H 股零售组最佳盈利预测第 1 名,2015 年 Wind 蚂蚁分析师第 4 名,2014-2016 慧眼识券商行业分析师零售组荐股能力第 1/3/3 名，并获得白金分析师荣誉称号。2016 年每市软件模拟组合零售行业绝对收益/相对收益均为行业第一。2016 东方财富最佳分析师零售行业第三名。2017 年福布斯中国最佳分析师 50 强，最佳预测盈利能力分析师。精通英日德三国语言。优势：专注基本面分析及客观研究，并从买方角度来研判。

投资建议历史表现图

明牌珠宝（002574）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2016-05-29	10.63	11.00	中性
2016-07-14	13.04	11.00	中性
2016-08-25	13.04	15.00	增持
2016-09-26	13.04	15.00	增持
2016-10-22	13.04	15.00	增持
2017-02-27	11.14	12.50	增持
2017-03-15	10.89	12.50	增持
2017-03-21	10.79	11.30	中性

买入—	增持—	中性—
减持—	卖出—	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称"本公司"）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称"光大证券研究所"）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com