

证券研究报告/公司点评报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 渠道持续扩张, 业绩稳步增长

**事件:** 公司发布 2018 年年报及 2019 年一季报。(1) 2018 年实现营收 437.84 亿元, 同比增长 9.98%; 归母净利润 12.05 亿元, 同比增长 6.02%; 扣除非经常性损益的归母净利润 10.83 亿元, 同比增长 5.78%; 基本每股收益 2.30 元, 拟每股派发现金红利 1.10 元。(2) 2019 年一季度实现营收 150.05 亿元, 同比增长 6.23%; 归母净利润 3.74 亿元, 同比增长 11.94%; 扣除非经常性损益的归母净利润 3.48 亿元, 同比增长 8.98%。

**点评:**

**营业收入稳步增长。**2018 年全年营收增速为 9.98%, 较上年下降 3.88pct。分季度来看, 2018Q1-Q4 营收同比增速分别为 8.97%/12.03%/11.72%/6.38%; 分经营地区来看, 国内/国外销售增速分别为 11.34%/-1.92%; 分产品来看, 珠宝首饰实现营收 338.03 亿元, 同比增长 14.20%。其中, 直营零售业务(含专柜和海外零售)实现营收 35.25 亿元, 同比增长 10.91%。批发业务实现销售 302.78 亿元, 同比增长 14.59%。黄金交易实现营收 57.50 亿元, 同比下降 2.49%。

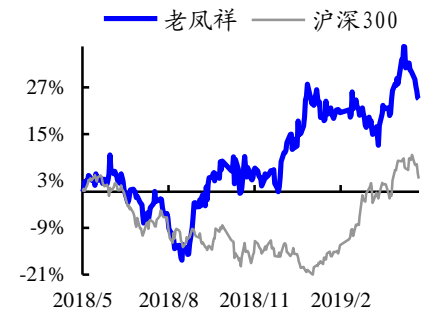
**2018 年毛利率下降 0.10pct, 达到 8.24%。**从产品来看, 珠宝首饰/黄金交易的毛利率分别为 10.16%/-1.01%, 较上年分别下降 0.44pct/0.16pct。**期间费用率为 3.17%, 下降 0.03pct,**其中销售费用率下降 0.04pct, 管理费用率下降 0.05pct, 财务费用率上升 0.05pct。公司净利率为 3.57%, 同比下降 0.12pct。**2019 年 Q1 盈利能力略有改善。**毛利率为 7.46%, 同比上升 0.28pct; 期间费用率为 2.89%, 同比上升 0.05pct。公司净利率为 3.34%, 同比提升 0.18pct。

**优化市场布局, 加速营销网络建设, 提高市场占有率。**截至年末, 公司共计拥有网点 3521 家(海外 19 家), 全年净增 347 家。其中自营网点 182 家(海外 18 家), 净增 5 家, 连锁加盟店 3339 家, 净增 342 家, 年内新增加盟店数为近 5 年来最多。2019 年, 公司计划新增专卖店、经销网点(专柜)120 家, 海外市场预计新开网点 5-10 家。

财务摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	39,810	43,784	47,095	51,107	55,630
(+/-)%	13.86%	9.98%	7.56%	8.52%	8.85%
归属母公司净利润	1,136	1,205	1,319	1,438	1,567
(+/-)%	7.44%	6.02%	9.53%	8.97%	9.02%
每股收益(元)	2.17	2.30	2.52	2.75	3.00
市盈率	18.95	19.54	17.31	15.88	14.57
市净率	3.84	3.80	3.32	2.99	2.69
净资产收益率(%)	20.26%	19.46%	19.16%	18.80%	18.48%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	523	523	523	523	523

股票数据	2019/4/26
6个月目标价(元)	50.40
收盘价(元)	43.65
12个月股价区间(元)	28.38~49.15
总市值(百万元)	22,834
总股本(百万股)	523
A股(百万股)	317
B股/H股(百万股)	206.0
日均成交量(百万股)	1

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	4%	4%	24%
相对收益	-2%	-18%	20%

### 相关报告

《周大生(002867): 渠道持续下沉, 业绩高速增长》-20190423

### 证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003  
(021)20361142 lihui@nesc.cn

### 研究助理: 刘青松

执业证书编号: S0550119010017  
(010)63210892 liuqs@nesc.cn

以“双百行动”为契机，聚焦未来发展，加强顶层设计，推进深化改革。2018年8月，公司被纳入中央国企改革“双百行动”企业名单。公司引进了以央企国新为核心的战略投资者，由其受让了上海老凤祥有限公司职工持股会及自然人经营者的股权。同时，公司实施了上海西冷印社有限公司的股权结构调整。公司通过上述股权改革，不仅彻底有效解决了下属有关子公司股权僵化的问题，有利于今后建立更加科学、合理、规范的资产架构；也在战略合作层面实现了强强联合，为未来公司实现全球资源配置、扩大国际市场份额，推动老凤祥品牌逐步由民族品牌向国际品牌转型打下了坚实的基础。

投资建议：预计2019-2021年公司实现归母净利润13.19亿元、14.38亿元、15.67亿元，EPS为2.52元、2.75元、3.00元，对应当前股价的PE分别为17倍、16倍、15倍，给予“买入”评级。

风险提示：展店不及预期；黄金珠宝消费增速下行。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,750	5,050	5,450	5,850
交易性金融资产	110	120	130	140
应收款项	788	877	910	1,006
存货	8,901	9,700	10,523	11,453
其他流动资产	68	93	99	108
<b>流动资产合计</b>	<b>14,617</b>	<b>15,840</b>	<b>17,112</b>	<b>18,557</b>
可供出售金融资产	5	5	5	5
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	346	346	351	335
无形资产	98	98	98	98
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>869</b>	<b>879</b>	<b>895</b>	<b>890</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,486</b>	<b>16,719</b>	<b>18,007</b>	<b>19,447</b>
短期借款	4,678	4,805	4,888	4,994
应付款项	629	682	740	805
预收款项	174	282	271	308
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>6,990</b>	<b>7,137</b>	<b>7,238</b>	<b>7,382</b>
长期借款	1,029	1,029	1,029	1,029
其他长期负债	82	82	82	82
<b>长期负债合计</b>	<b>1,112</b>	<b>1,112</b>	<b>1,112</b>	<b>1,112</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,102</b>	<b>8,249</b>	<b>8,350</b>	<b>8,494</b>
归属于母公司股东权益合计	6,191	6,887	7,648	8,479
少数股东权益	1,193	1,583	2,009	2,474
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,486</b>	<b>16,719</b>	<b>18,007</b>	<b>19,447</b>

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>43,784</b>	<b>47,095</b>	<b>51,107</b>	<b>55,630</b>
营业成本	40,175	43,176	46,840	50,979
营业税金及附加	191	212	227	248
资产减值损失	-1	0	0	0
销售费用	710	754	813	879
管理费用	470	494	532	573
财务费用	210	190	193	196
公允价值变动净收益	-115	-90	-90	-90
投资净收益	94	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,109</b>	<b>2,275</b>	<b>2,488</b>	<b>2,717</b>
营业外收支净额	41	42	44	46
<b>利润总额</b>	<b>2,150</b>	<b>2,316</b>	<b>2,531</b>	<b>2,763</b>
所得税	586	607	668	731
净利润	1,564	1,709	1,864	2,032
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,205</b>	<b>1,319</b>	<b>1,438</b>	<b>1,567</b>
少数股东损益	359	390	426	465

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>1,564</b>	<b>1,709</b>	<b>1,864</b>	<b>2,032</b>
资产减值准备	-1	0	0	0
折旧及摊销	85	90	95	116
公允价值变动损失	115	90	90	90
财务费用	234	190	193	196
投资损失	-94	0	0	0
运营资本变动	-2,275	-792	-745	-896
其他	1	-42	-44	-46
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-371</b>	<b>1,245</b>	<b>1,453</b>	<b>1,492</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-10</b>	<b>-158</b>	<b>-168</b>	<b>-165</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>767</b>	<b>-787</b>	<b>-885</b>	<b>-927</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>3,424</b>	<b>2,620</b>	<b>2,738</b>	<b>3,096</b>

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	2.30	2.52	2.75	3.00
每股净资产 (元)	11.84	13.16	14.62	16.21
每股经营性现金流量 (元)	-0.71	2.38	2.78	2.85
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	9.98%	7.56%	8.52%	8.85%
净利润增长率	6.02%	9.53%	8.97%	9.02%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	8.24%	8.32%	8.35%	8.36%
净利率	2.75%	2.80%	2.81%	2.82%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	6.13	6.80	6.50	6.60
存货周转率 (次)	73.19	82.00	82.00	82.00
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	52.31%	49.34%	46.37%	43.68%
流动比率	2.09	2.22	2.36	2.51
速动比率	0.81	0.85	0.90	0.96
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	1.62%	1.60%	1.59%	1.58%
管理费用率	1.07%	1.05%	1.04%	1.03%
财务费用率	0.48%	0.40%	0.38%	0.35%
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	19.54	17.31	15.88	14.57
P/B (倍)	3.80	3.32	2.99	2.69
P/S (倍)	0.52	0.48	0.45	0.41
净资产收益率	19.46%	19.16%	18.80%	18.48%

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

李慧, 美国伊利诺伊大学金融硕士, 厦门大学经济学学士、广告学双学士, 通过CFA三级, 曾就职于美国Zacks量化研究部。2015年加入东北证券, 现任社会服务行业分析师。

刘青松, 中国人民大学会计硕士, 中央财经大学工商管理学士, 2018年加入东北证券, 现任商贸零售行业助理分析师。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

**东北证券股份有限公司**

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn