

周大生 (002867) 2019年三季度报点评

线下业务承压，门店稳步扩张，经营效率提升

事项:

❖ 公司于2019年10月30日发布三季报。2019Q1~Q3实现营业收入38.1亿元，同比增长7.59%；实现归母净利润7.27亿元，同比增长22.31%；实现扣非后归母净利润6.89亿元，同比增长21.78%。2019Q3实现营业收入14.21亿元，同比增长0.22%；实现归母净利润2.52亿元，同比增长4.32%；实现扣非后归母净利润2.46亿元，同比增长6.75%。

评论:

- ❖ **Q3单季回落，线上渠道崛起，线下门店稳步扩张。**2019Q1~Q3公司实现营收38.1亿元（同比+7.59%），其中Q3单季营收14.21亿元（同比+0.22%），增速有所回落。我们认为报告期内收入增速下滑主要受行业环境影响。前三季度加盟业务实现收入24.2亿元（同比+4.02%）；自营线下业务收入8.8亿元（同比+1.93%）；互联网线上业务收入3.4亿元（同比+40.82%）；除此之外，供应链服务/小贷金融/其他业务分别实现收入0.46/0.19/1.03亿元（同比+36.23%/1554.37%/39.48%）。公司继续以加盟形式拓展市场，前三季度新开门店618家，净增门店412家，报告期末门店达到3787家，其中加盟/自营门店数量为3498/289家；单季度来看，Q3公司合计净增门店数量188家，其中加盟店/自营店净增194/-6家。Q3分业务角度来看，加盟/自营同比下降1.7%/13.3%至10.4/2.2亿元。Q3加盟店店效平均30.4万元，比去年同期37.6万元下降19.1%；Q3自营店效平均74.6万元，比去年同期87.9万元下降15.2%。
- ❖ **毛利率水平提升，费用管控良好。**2019Q1~Q3毛利率水平36.76%（同比+2.31pct），Q3单季毛利率35.14%（同比+0.89pct，环比-2.9pct）；期间费用率方面，2019Q1~Q3期间费用率为12.52%（同比-0.66pct），其中销售/管理/财务费用为9.84%/2.35%/0.26%（分别同比-0.3pct/-0.09pct/-0.34pct），其中财务费用下降明显主要系报告期汇率变化致美元负债汇兑损失同比减少以及银行存款利息收入同比增加所致。Q3单季度期间费用率10.86%（同比-1.52pct，环比-1.37pct）。整体来看报告期内毛利率表现良好，主要系收入结构改善及黄金价格上升所致，但是Q3单季度毛利率环比下降2.9pct。综合影响下公司2019Q1~Q3净利率同比+2.3pct至19.09%，但Q3单季度净利率为17.76%（同比+0.7pct，环比-4pct）。
- ❖ **领先模式+先发渠道+品牌营销三驾马车拉动公司增长。**公司采用独特的委外加工+指定供应商生产模式和自营+加盟销售模式，深耕价值更高的供应链整合、研发设计、品牌推广环节，同时以加盟的形式抢先布局三四线城市，成功实现弯道超车。目前公司品牌价值约500.18亿元，仅次于周大福。我们维持预测公司2019-2021年归母净利润9.80/11.5/13.38亿元，对应当前股价PE分别为13、11、10倍，维持“强推”评级。看好公司在三四线城市的渠道进一步下沉和门店竞争力，以及公司大力推进的品牌建设成果，参考国内珠宝行业估值水平，维持公司2019年目标价38.70元，对应23倍PE。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行导致消费需求不振，渠道下沉不达预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,870	5,844	6,850	7,936
同比增速(%)	28.0%	20.0%	17.2%	15.9%
归母净利润(百万)	806	980	1,151	1,339
同比增速(%)	36.2%	21.6%	17.4%	16.3%
每股盈利(元)	1.10	1.34	1.57	1.83
市盈率(倍)	11	13	11	10
市净率(倍)	2	3	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年10月31日收盘价

强推 (维持)

目标价：38.7元

当前价：17.98元

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	73,091
已上市流通股(万股)	24,741
总市值(亿元)	131.42
流通市值(亿元)	44.48
资产负债率(%)	22.9
每股净资产(元)	6.1
12个月内最高/最低价	25.2/17.0

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《周大生 (002867) 2018 年报点评：业绩符合预期，加盟&镶嵌高增，毛利率稳步增长》

2019-04-23

《周大生 (002867) 2019 年一季报点评：业绩符合预期，门店数目增速放缓，收入利润增长稳健》

2019-04-30

《周大生 (002867) 2019 年中报点评：线上/黄金业务表现良好，经营效率持续提升》

2019-08-26

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,086	1,551	1,601	1,722
应收票据	0	0	0	0
应收账款	83	82	96	111
预付账款	22	27	31	37
存货	2,589	3,099	3,634	4,275
其他流动资产	648	778	912	1,056
流动资产合计	4,428	5,537	6,274	7,201
其他长期投资	702	702	702	702
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	29	164	273	362
在建工程	51	301	551	801
无形资产	453	408	367	331
其他非流动资产	223	42	40	37
非流动资产合计	1,459	1,618	1,934	2,234
资产合计	5,887	7,155	8,208	9,435
短期借款	600	670	740	810
应付票据	0	0	0	0
应付账款	637	763	895	1,053
预收款项	125	150	175	203
其他应付款	278	278	278	278
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	263	376	489	587
流动负债合计	1,903	2,237	2,577	2,931
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15	15	15	15
非流动负债合计	15	15	15	15
负债合计	1,918	2,252	2,592	2,946
归属母公司所有者权益	3,941	4,876	5,589	6,462
少数股东权益	27	27	27	27
所有者权益合计	3,969	4,903	5,616	6,489
负债和股东权益	5,887	7,155	8,208	9,435

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	366	567	700	814
现金收益	869	1,053	1,244	1,450
存货影响	-483	-510	-535	-641
经营性应收影响	-36	-44	-59	-61
经营性应付影响	229	150	158	186
其他影响	-213	-83	-107	-120
投资活动现金流	-865	-390	-390	-390
资本支出	-383	-394	-393	-392
股权投资	24	0	0	0
其他长期资产变化	-506	4	3	2
融资活动现金流	394	288	-260	-303
借款增加	600	70	70	70
股利及利息支付	-313	-463	-465	-541
股东融资	107	107	107	107
其他影响	0	574	28	61

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,870	5,844	6,850	7,936
营业成本	3,214	3,847	4,512	5,307
税金及附加	46	56	65	76
销售费用	519	602	682	714
管理费用	126	151	177	175
财务费用	26	19	19	22
资产减值损失	41	41	41	41
公允价值变动收益	-4	-4	-4	-3
投资收益	24	24	24	24
其他收益	118	118	118	118
营业利润	1,026	1,255	1,479	1,726
营业外收入	33	33	33	33
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1,059	1,288	1,512	1,759
所得税	253	308	361	420
净利润	806	980	1,151	1,339
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	806	980	1,151	1,339
NOPLAT	826	995	1,165	1,355
EPS(摊薄) (元)	1.10	1.34	1.57	1.83

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	28.0%	20.0%	17.2%	15.9%
EBIT 增长率	38.4%	20.4%	17.2%	16.3%
归母净利润增长率	36.2%	21.6%	17.4%	16.3%
获利能力				
毛利率	34.0%	34.2%	34.1%	33.1%
净利率	16.6%	16.8%	16.8%	16.9%
ROE	20.3%	20.0%	20.5%	20.6%
ROIC	25.0%	23.2%	23.5%	23.6%
偿债能力				
资产负债率	32.6%	31.5%	31.6%	31.2%
债务权益比	15.5%	14.0%	13.4%	12.7%
流动比率	232.7%	247.5%	243.5%	245.7%
速动比率	96.6%	109.0%	102.4%	99.8%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转天数	7	5	5	5
应付帐款周转天数	68	66	66	66
存货周转天数	263	266	269	268
每股指标(元)				
每股收益	1.10	1.34	1.57	1.83
每股经营现金流	0.50	0.78	0.96	1.11
每股净资产	5.39	6.67	7.65	8.84
估值比率				
P/E	11	13	11	10
P/B	2	3	2	2
EV/EBITDA	10	8	7	6

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588
张佳妮		高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
潘亚琪		高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
沈颖		销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
汪子阳		销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
柯任		销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
何逸云		销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
蒋瑜		销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮		销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
吴俊		销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
董昕竹		销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500