

## 业绩低于预期，收入增速下滑较大

### ——周大生 (002867.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

#### ◆1-3Q2019 营业收入同比增长 7.59%，归母净利润同增 22.31%

1-3Q2019 实现营业收入 38.10 亿元，同比增长 7.59%；实现归母净利润 7.27 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 1.00 元，同比增长 22.31%；实现扣非归母净利润 6.89 亿元，同比增长 21.78%，业绩低于预期。

单季度拆分来看，3Q2019 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，折合成全面摊薄 EPS 为 0.35 元，同比增长 4.32%；实现扣非归母净利润 2.46 亿元，同比增长 6.75%。

#### ◆综合毛利率上升 2.31 个百分点，期间费用率下降 0.70 个百分点

1-3Q2019 公司综合毛利率为 36.76%，同比上升 2.31 个百分点。

1-3Q2019 公司期间费用率为 12.67%，同比下降 0.70 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 9.84%/2.35%/0.26%，同比分别变化-0.30/-0.09/-0.34 个百分点。

#### ◆门店拓展仍维持高速，收入增速下滑较大

报告期公司净增门店 412 家，其中加盟/自营门店分别变化 425/-13 家，期末公司门店数量达到 3787 家，其中加盟/自营门店分别为 3498/289 家。3Q2019 公司虽然仍有较多新开门店，但黄金珠宝行业零售端整体受冲击较大，单三季度公司收入、利润同比增速较本年度前两季度有较大幅度下滑，也反映了近期行业整体经营情况的严峻。受单三季度拖累，1-3Q2019 公司自营/加盟业务营收增速出现下滑，分别为 1.93%/4.02%，线上业务、供应链服务和小额贷款业务相对呈现较好增长势头。

#### ◆维持盈利预测，维持“增持”评级

考虑到黄金珠宝零售端不景气对公司收入的负面影响，我们下调对公司 19-21 年全面摊薄 EPS 的预测至 1.31/1.50/1.68 元(之前为 1.34/1.59/1.81 元) 公司仍保持了较强的渠道拓展能力，素金业务受益于避险需求提升，维持“增持”评级。

#### ◆风险提示：

新开店速度低于预期，黄金珠宝消费低于预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,805	4,870	5,569	6,323	6,969
营业收入增长率	31.14%	27.97%	14.36%	13.54%	10.21%
净利润(百万元)	592	806	960	1,096	1,230
净利润增长率	38.77%	36.15%	19.06%	14.14%	12.26%
EPS(元)	0.81	1.10	1.31	1.50	1.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.51%	20.45%	20.35%	20.18%	19.77%
P/E	26	19	16	14	12
P/B	4.5	3.9	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 29 日

#### 增持(维持)

当前价：20.78 元

#### 分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

[tangjiarui@ebsec.com](mailto:tangjiarui@ebsec.com)

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

[sunlu@ebsec.com](mailto:sunlu@ebsec.com)

#### 市场数据

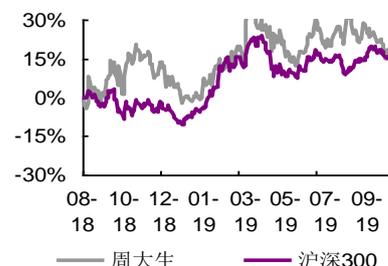
总股本(亿股)：7.31

总市值(亿元)：151.88

一年最低/最高(元)：17.00/25.20

近 3 月换手率：32.08%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.08	-7.87	-22.72
绝对	1.41	-6.53	0.49

资料来源：Wind

#### 相关研报

业绩符合预期，高速展店与素金销量提升带动业绩增长——周大生 (002867.SZ) 2019 年中报点评

.....2019-08-24  
业绩符合预期，渠道下沉逐步深化——周大生 (002867.SZ) 2019 年一季报点评  
.....2019-04-28

图表 1: 公司 2019Q3 归母净利润同增 4.32%，扣非归母净利润同增 6.75%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
2Q2017	13883.53	26.40	0.19	13743.28	26.70	0.19	140.25
3Q2017	15239.49	30.20	0.21	14794.17	NA	0.20	445.32
4Q2017	17614.80	83.21	0.24	15744.76	-61.97	0.22	1870.03
1Q2018	16053.39	28.74	0.22	14990.24	20.67	0.21	1063.14
2Q2018	19238.28	38.57	0.26	18507.09	34.66	0.25	731.19
3Q2018	24180.67	58.67	0.33	23059.80	55.87	0.32	1120.87
4Q2018	21139.31	20.01	0.29	18594.04	18.10	0.25	2545.27
1Q2019	19393.67	20.81	0.27	18462.27	23.16	0.25	931.40
2Q2019	28118.16	46.16	0.38	25798.36	39.40	0.35	2319.80
3Q2019	25225.86	4.32	0.35	24615.23	6.75	0.34	610.63
TTM	93877.00	21.78	1.28	87469.89	20.98	1.20	6407.11

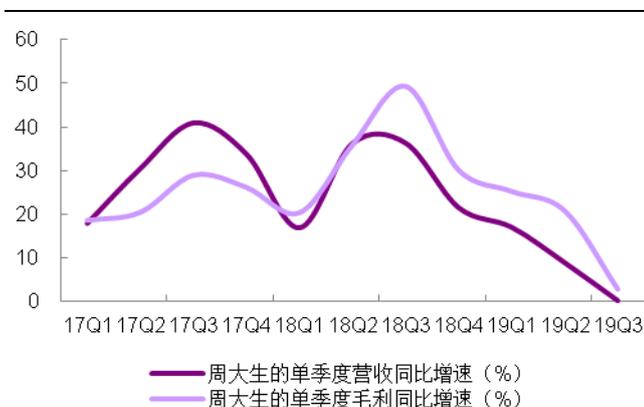
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2019Q3 毛利率较上年同期上升 0.89 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率较上年同 期变动 (百分点)
2Q2017	87064.67	30.50	34.41	-2.89	13.38	15.95	-0.52
3Q2017	103967.41	40.95	31.30	-2.93	12.73	14.66	-1.21
4Q2017	109309.68	33.80	30.65	-1.87	14.57	16.11	4.35
1Q2018	93767.16	16.91	34.92	0.99	13.68	17.12	1.57
2Q2018	118631.96	36.26	34.31	-0.10	14.03	16.22	0.27
3Q2018	141749.42	36.34	34.25	2.96	12.62	17.06	2.40
4Q2018	132845.91	21.53	32.80	2.15	15.59	15.91	-0.20
1Q2019	109742.53	17.04	37.35	2.44	15.01	17.67	0.55
2Q2019	129218.47	8.92	38.04	3.73	12.51	21.76	5.54
3Q2019	142059.14	0.22	35.14	0.89	11.02	17.76	0.70
TTM	513866.05	10.88	35.74	2.18	13.43	18.27	1.64

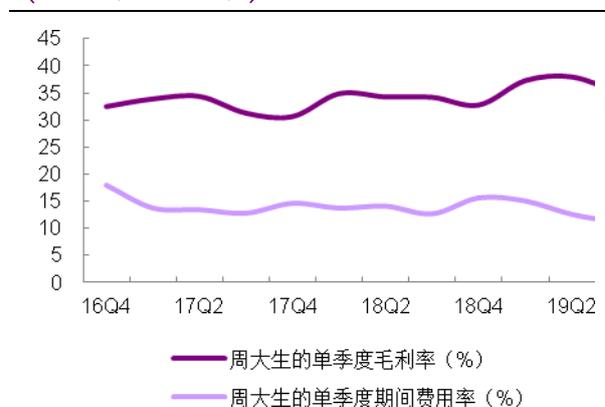
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利增速 (2017Q1-2019Q3)

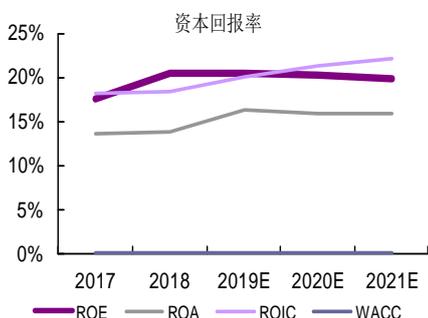
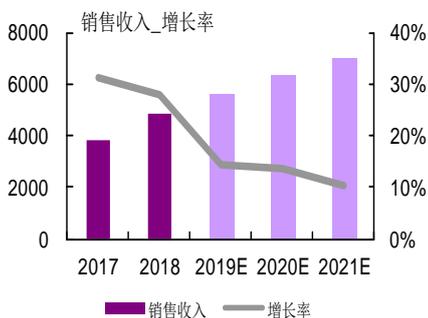
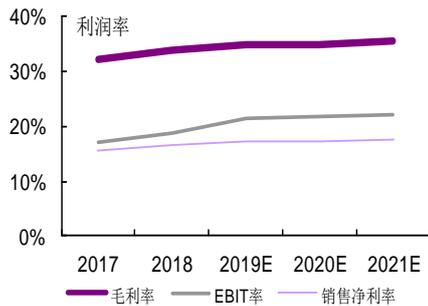


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2016Q4-2019Q3)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,805</b>	<b>4,870</b>	<b>5,569</b>	<b>6,323</b>	<b>6,969</b>
营业成本	2,573	3,214	3,621	4,110	4,493
折旧和摊销	26	37	31	34	36
营业税费	38	46	56	63	70
销售费用	446	519	557	632	697
管理费用	76	126	128	144	157
财务费用	-6	26	0	-23	-30
公允价值变动损益	-4	-4	0	0	0
投资收益	22	24	30	20	20
<b>营业利润</b>	<b>785</b>	<b>1,026</b>	<b>1,229</b>	<b>1,416</b>	<b>1,601</b>
<b>利润总额</b>	<b>791</b>	<b>1,059</b>	<b>1,280</b>	<b>1,461</b>	<b>1,640</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>592</b>	<b>806</b>	<b>960</b>	<b>1,096</b>	<b>1,230</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>4,381</b>	<b>5,887</b>	<b>5,944</b>	<b>6,883</b>	<b>7,774</b>
流动资产	3,883	4,428	5,173	6,095	6,972
货币资金	1,191	1,086	1,367	1,857	2,395
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	96	83	102	116	128
应收票据	3	0	0	0	0
其他应收款	16	15	19	23	23
存货	2,106	2,589	3,053	3,468	3,794
可供出售投资	284	702	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产	31	29	51	69	82
无形资产	152	453	480	485	490
<b>总负债</b>	<b>999</b>	<b>1,919</b>	<b>1,201</b>	<b>1,428</b>	<b>1,528</b>
无息负债	999	1,319	1,201	1,428	1,528
有息负债	0	600	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>3,382</b>	<b>3,969</b>	<b>4,743</b>	<b>5,455</b>	<b>6,246</b>
股本	478	485	731	731	731
公积金	1,899	2,105	1,969	1,969	1,969
未分配利润	1,005	1,454	2,016	2,728	3,519
少数股东权益	0	27	27	27	27

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>355</b>	<b>367</b>	<b>478</b>	<b>882</b>	<b>976</b>
净利润	592	806	960	1,096	1,230
折旧摊销	26	37	31	34	36
净营运资金增加	724	596	645	356	369
其他	-988	-1,073	-1,157	-603	-658
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-644</b>	<b>-865</b>	<b>589</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>
净资本支出	-34	-381	-70	-50	-50
长期投资变化	0	1	0	0	0
其他资产变化	-609	-485	659	20	20
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,057</b>	<b>394</b>	<b>-785</b>	<b>-361</b>	<b>-408</b>
股本变化	77	8	246	0	0
债务净变化	-120	600	-600	0	0
无息负债变化	359	319	-118	227	100
<b>净现金流</b>	<b>766</b>	<b>-104</b>	<b>281</b>	<b>490</b>	<b>538</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	31.14%	27.97%	14.36%	13.54%	10.21%
净利润增长率	38.77%	36.15%	19.06%	14.14%	12.26%
EBITDA 增长率	20.64%	41.02%	28.02%	14.40%	12.77%
EBIT 增长率	22.32%	41.08%	29.81%	14.52%	12.92%
<b>估值指标</b>					
PE	26	19	16	14	12
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	14	10	12	10	9
EV/EBIT	14	11	12	11	9
EV/NOPLAT	19	14	17	14	12
EV/Sales	2	2	3	2	2
EV/IC	3	3	3	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	32.38%	34.00%	34.98%	35.01%	35.52%
EBITDA 率	17.90%	19.73%	22.08%	22.25%	22.77%
EBIT 率	17.21%	18.97%	21.54%	21.72%	22.26%
税前净利润率	20.78%	21.75%	22.98%	23.10%	23.53%
税后净利润率 (归属母公司)	15.56%	16.55%	17.23%	17.33%	17.65%
ROA	13.51%	13.69%	16.15%	15.92%	15.82%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.51%	20.45%	20.35%	20.18%	19.77%
经营性 ROIC	18.23%	18.37%	20.04%	21.19%	22.18%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	3.94	2.33	4.35	4.30	4.60
速动比率	1.80	0.97	1.78	1.85	2.10
归属母公司权益/有息债务	-	6.57	-	-	-
有形资产/有息债务	-	8.98	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.81	1.10	1.31	1.50	1.68
每股红利	0.39	0.43	0.53	0.60	0.67
每股经营现金流	0.49	0.50	0.65	1.21	1.34
每股自由现金流(FCFF)	-0.31	-0.27	0.31	0.90	1.07
每股净资产	4.63	5.39	6.45	7.43	8.51
每股销售收入	5.21	6.66	7.62	8.65	9.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 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。

## 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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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, 本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且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼