

周大生 (002867)

证券研究报告

2019年11月06日

19Q3 门店持续逆势扩张，行业景气度触底未来有望逐渐企稳

1. 事件

公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营收 38.10 亿元，同比增长 7.59%；归母净利润 7.27 亿元，同比增长 22.31%。其中，Q3 单季度实现营收 14.21 亿元，同比增长 0.22%；归母净利润 2.52 亿元，同比增长 4.32%。

本季度公司在整体经济环境收紧，港资内资品牌珠宝店同店承压的大环境下，依然在渠道端保持较高的拓展速度：公司加盟渠道仍然在持续扩张，截止三季度末，加盟店较二季度净开店 194 家，加盟店共计 3498 家，直营门店数有个位数的调整。门店开店数量持续领跑行业（老凤祥 19Q3 净增门店 133 家，六福 19Q3 净增 94 家（内地），周大福 19Q3 净增 237 家）。

2. 点评

营业收入：公司 2019 前三季度实现营收 38.10 亿元，同比增长 7.59%。其中，Q3 单季度实现营收 14.21 亿元，同比增长 0.22%，增长完全由开店贡献，但由于去年同期基数较高且行业终端销售压力较大使得销售收入同比增长较低。

毛利率：金价上涨，自营门店黄金业务毛利受益。公司 2019Q3 综合毛利率 35.14%，同比增加 0.89pct。公司毛利率提高，主要系金价在报告期内上涨，自营门店黄金首饰业务毛利受益。

期间费用：加盟占比持续提升，费用率普遍下降。

净利润：公司 2019Q3 实现归属于上市公司股东的净利润 2.52 亿元，同比增长 4.32%，公司 2019Q3 归母净利率为 17.76%，同比增加 0.7pct，主要由于公司费用管控优秀。

经营数据：开店持续领跑行业，市占率持续提升。截至 2019 年 9 月 30 日，公司门店总数为 3787 家，其中自营店 289 家，加盟店 3498 家。加盟店较二季度净开店 194 家，加盟店共计 3498 家，直营门店数有个位数的调整。门店开店数量持续领跑行业（老凤祥 19Q3 净增门店 133 家，六福 19Q3 净增 94 家（内地），周大福 19Q3 净增 237 家（内地））。

3. 盈利预测与估值

公司是中国中高端钻石珠宝领先品牌，品牌价值攀升至 500.18 亿，“自营+加盟”模式加速渠道拓张，中国黄金珠宝行业进入市场集中度提升的阶段，公司市场份额将持续扩张。综合预计 19-20 年归母净利分别为 10.42/13.04 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13X、10X，维持买入评级。

风险提示：金价、钻石价格波动，渠道拓展不顺利

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.93 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	730.91
流通 A 股股本(百万股)	247.41
A 股总市值(百万元)	13,105.13
流通 A 股市值(百万元)	4,435.99
每股净资产(元)	6.06
资产负债率(%)	22.93
一年内最高/最低(元)	38.55/17.60

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《周大生-半年报点评：“自营+加盟”加速渠道拓张，市场份额持续增加》 2019-09-11
- 《周大生-公司点评：业绩增长符合预期，跑马圈地实现门店快速扩张》 2019-02-19
- 《周大生-公司点评：4.04 亿受让“i Do”母公司恒信玺利 16.6%股权，错位协同加速向上！》 2018-09-21

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,805.45	4,869.94	5,600.44	6,720.52	7,930.22
增长率(%)	31.14	27.97	15.00	20.00	18.00
EBITDA(百万元)	691.71	968.01	1,433.33	1,777.41	2,067.41
净利润(百万元)	592.07	806.12	1,041.78	1,304.46	1,525.82
增长率(%)	38.77	36.15	29.23	25.21	16.97
EPS(元/股)	0.81	1.10	1.43	1.78	2.09
市盈率(P/E)	22.13	16.26	12.58	10.05	8.59
市净率(P/B)	3.88	3.33	2.74	2.39	2.08
市销率(P/S)	3.44	2.69	2.34	1.95	1.65
EV/EBITDA	17.00	12.43	7.76	5.98	5.09

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营收 38.10 亿元，同比增长 7.59%；归母净利润 7.27 亿元，同比增长 22.31%。其中，Q3 单季度实现营收 14.21 亿元，同比增长 0.22%；归母净利润 2.52 亿元，同比增长 4.32%。

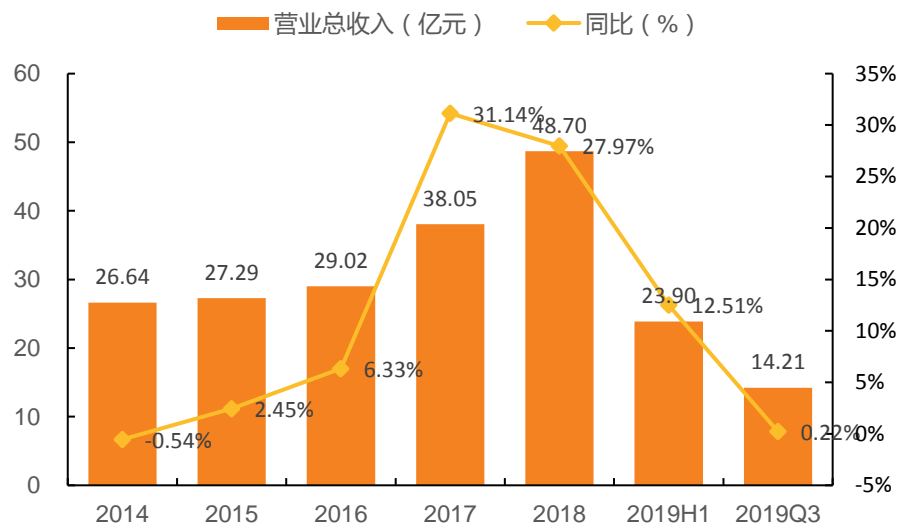
本季度公司在整体经济环境收紧，港资内资品牌珠宝店同店承压的大环境下，依然在渠道端保持较高的拓展速度：公司加盟渠道仍然在持续扩张，截止三季度末，加盟店较二季度净开店 194 家，加盟店共计 3498 家，直营门店数有个位数的调整。门店开店数量持续领跑行业（老凤祥 19Q3 净增门店 133 家，六福 19Q3 净增 94 家（内地），周大福 19Q3 净增 237 家）。

2. 点评

2.1. 营业收入

公司 2019 前三季度实现营收 38.10 亿元，同比增长 7.59%。其中，Q3 单季度实现营收 14.21 亿元，同比增长 0.22%，增长完全由开店贡献，但由于去年同期基数较高且行业终端销售压力较大使得销售收入同比增长较低。

图 1：公司 2014-2019Q3 营收及同比增速



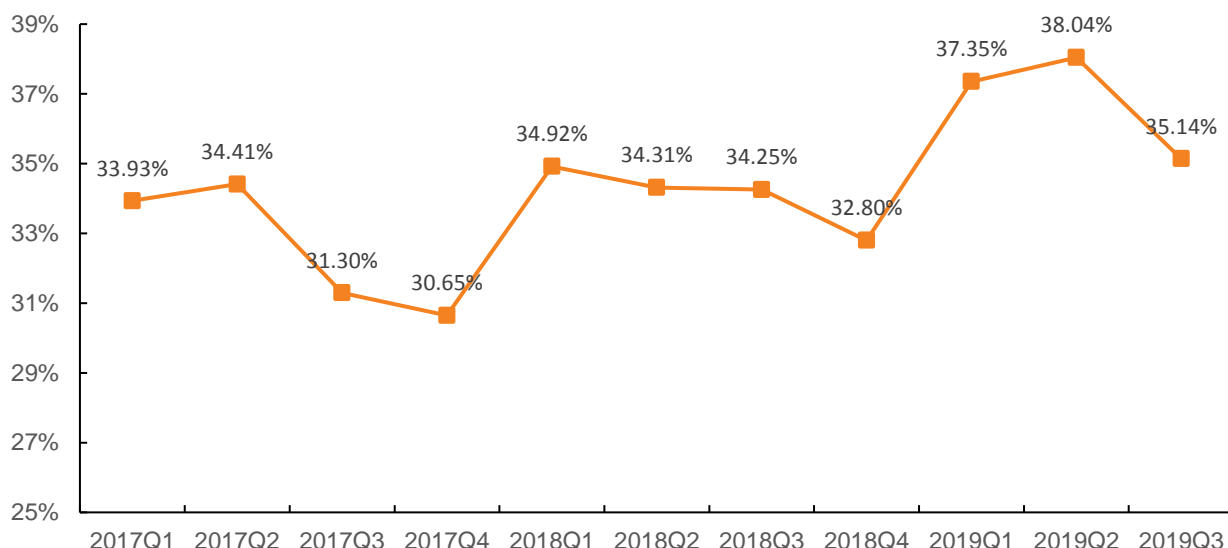
资料来源：公司公告，天风证券研究所

分行业：公司前三季度加盟业务收入 24.20 亿元，同比增长 4.02%，占比 63.51%，公司加盟业务占收入主要部分，且仍在拓展；自营(线下) 业务收入 8.79 亿元，同比增长 1.93%，占比 23.07%；互联网（线上）业务收入 3.44 亿元，同比增长 40.82%，占比 9.02%，

2.2. 毛利率： 金价上涨，自营门店黄金业务毛利受益

公司 2019Q3 综合毛利率 35.14%，同比增加 0.89pct。公司毛利率提高，主要系金价在报告期内上涨，自营门店黄金首饰业务毛利受益。

图 2：公司季度毛利率变化情况

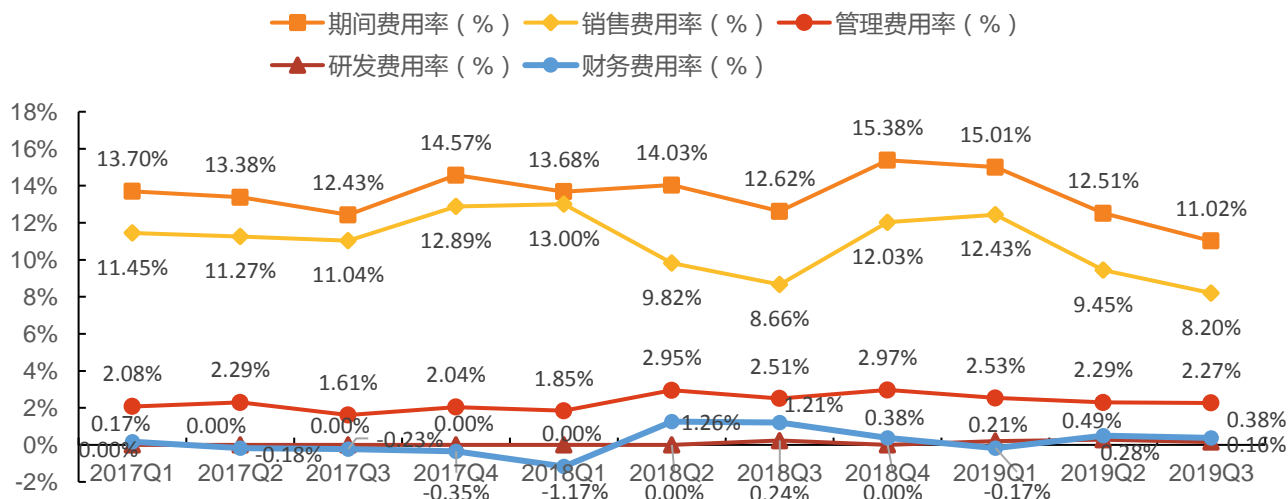


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用：加盟占比持续提升，费用率普遍下降

公司 2019Q3 期间费用率 11.02%，较同期减少 1.6pct，主要系公司销售/管理/财务费用率的减少。①销售费用率：2019Q3 销售费用率 8.20%，同比减少 0.46pct；②管理费用率：2019Q3 管理费用率为 2.27%，同比减少 0.23pct；③研发费用率：2019Q3 研发费用率为 0.16%，同比减少 0.08pct；④财务费用率：2019Q3 财务费用率为 0.38%，同比减少 0.83pct。

图 3：公司期间费用率情况



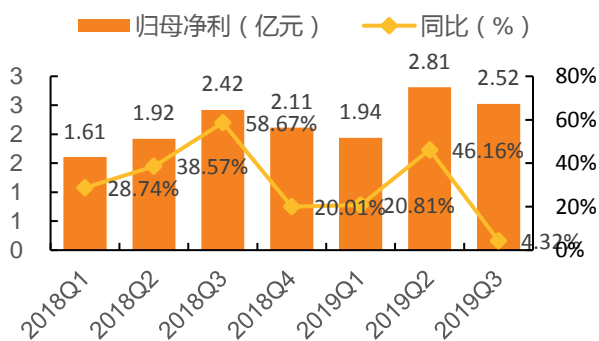
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润

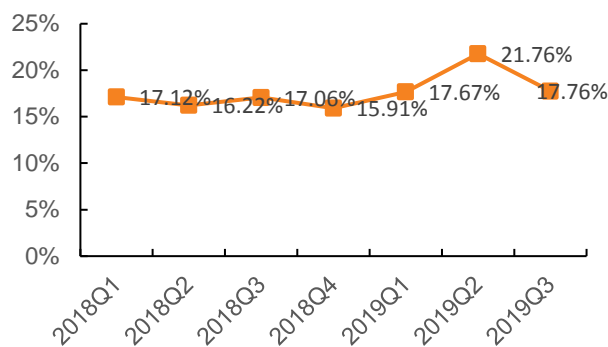
公司 2019Q3 实现归属于上市公司股东的净利润 2.52 亿元，同比增长 4.32%，公司 2019Q3 归母净利率为 17.76%，同比增加 0.7pct，主要由于公司费用管控优秀。

图 4：公司各季度归母净利润及同比增速

图 5：公司各季度归母净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 经营数据：开店持续领跑行业，市占率持续提升

从渠道看，门店拓展速度继续领跑行业，加盟门店加速增长，品牌仍处于快速扩张期。截至2019年9月30日，公司门店总数为3787家，其中自营店289家，加盟店3498家。加盟店较二季度净开店194家，加盟店共计3498家，直营门店数有个位数的调整。门店开店数量持续领跑行业（老凤祥19Q3净增门店133家，六福19Q3净增94家（内地），周大福19Q3净增237家（内地））。

表 1：周大生终端渠道数（家）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3
终端渠道数	1987	2099	2199	2276	2456	2724	3375	3457	3599	3787
合计										
净变化	296	112	100	77	180	268	651	82	142	188
自营店	283	339	339	299	294	276	302	296	295	289
净变化	58	56	0	-40	-5	-18	26	-6	-1	-6
加盟店	1704	1760	1860	1977	2162	2448	3073	3161	3304	3498
净变化		238	56	100	117	185	286	625	88	194

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.6. 黄金珠宝行业或已到底部，未来行业企稳可期

本季度从各家珠宝品牌公布同店数据看行业压力较大，本季度国际平均金价较去年同期高21%，目前看金价二季度至三季度的快速上涨使得终端消费者产生观望情绪：（1）本季度周大福内地同店销售额下降7%，销售量下降21%；（2）本季度六福中国内地黄金同店销售额同比下降28%，重量下降44%，珠宝首饰同店销售额下降18%，其中八月份为表现最差月份。

展望未来，短暂抑制的消费有望在后续月份逐渐释放，同时在整体行业承压（三季度其中两个月黄金珠宝社零负增长）的情况下，头部品牌凭借多年积累的优质经销商资源和渠道管理能力依然能保持较快速度扩张，抢占市场。

3. 盈利预测与估值

公司是中国中高端钻石珠宝领先品牌，品牌价值攀升至500.18亿，“自营+加盟”模式加速渠道拓张，中国黄金珠宝行业进入市场集中度提升的阶段，公司市场份额将持续扩张。综合预计19-20年归母净利润分别为10.42/13.04亿元，当前股价对应PE分别为13X、10X，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,191.13	1,085.68	1,815.97	2,302.84	2,368.24
应收票据及应收账款	98.98	83.26	126.32	125.18	171.59
预付账款	11.05	22.41	11.14	19.73	20.10
存货	2,106.04	2,589.00	2,617.87	3,454.89	3,769.23
其他	475.68	647.75	397.85	513.69	527.77
流动资产合计	3,882.88	4,428.11	4,969.16	6,416.33	6,856.93
长期股权投资	0.00	0.80	0.80	0.80	0.80
固定资产	30.85	29.01	69.69	121.66	167.40
在建工程	3.57	51.11	66.67	88.00	82.80
无形资产	152.50	453.44	425.74	398.04	370.35
其他	311.14	748.30	727.50	723.09	725.56
非流动资产合计	498.05	1,282.67	1,290.40	1,331.59	1,346.91
资产总计	4,380.94	5,887.34	6,320.21	7,826.99	8,309.27
短期借款	0.00	600.00	600.00	600.00	600.00
应付票据及应付账款	580.79	637.49	444.74	958.45	729.97
其他	405.41	666.31	443.84	742.42	628.87
流动负债合计	986.20	1,903.80	1,488.58	2,300.87	1,958.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.10	14.98	13.44	13.84	14.09
非流动负债合计	13.10	14.98	13.44	13.84	14.09
负债合计	999.30	1,918.78	1,502.02	2,314.72	1,972.93
少数股东权益	0.00	27.20	27.20	27.19	27.19
股本	477.85	485.38	730.91	730.91	730.91
资本公积	1,681.58	1,821.81	1,821.81	1,821.81	1,821.81
留存收益	2,903.79	3,558.92	4,060.09	4,754.18	5,578.24
其他	(1,681.58)	(1,924.74)	(1,821.81)	(1,821.81)	(1,821.81)
股东权益合计	3,381.64	3,968.56	4,818.19	5,512.28	6,336.33
负债和股东权益总	4,380.94	5,887.34	6,320.21	7,826.99	8,309.27

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	592.07	806.11	1,041.78	1,304.46	1,525.82
折旧摊销	26.36	36.77	31.46	34.40	37.16
财务费用	5.01	21.60	25.93	19.55	16.65
投资损失	(22.37)	(24.26)	(31.20)	(34.50)	(35.60)
营运资金变动	(625.94)	(695.41)	(187.98)	(138.93)	(728.54)
其它	379.72	221.78	(18.74)	(4.27)	9.09
经营活动现金流	354.86	366.58	861.26	1,180.70	824.57
资本支出	31.03	369.67	61.54	79.60	49.75
长期投资	0.00	0.80	0.00	0.00	0.00
其他	(674.81)	(1,235.85)	25.57	(143.52)	(90.51)
投资活动现金流	(643.79)	(865.38)	87.11	(63.92)	(40.76)
债权融资	0.00	600.00	600.00	600.00	600.00
股权融资	1,470.62	18.61	322.53	(19.55)	(16.65)
其他	(413.16)	(224.81)	(1,140.61)	(1,210.37)	(1,301.76)
筹资活动现金流	1,057.47	393.80	(218.08)	(629.91)	(718.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	768.54	(105.00)	730.30	486.87	65.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,805.45	4,869.94	5,600.44	6,720.52	7,930.22
营业成本	2,573.30	3,214.18	3,472.27	4,133.12	4,916.73
营业税金及附加	38.11	46.34	52.60	64.79	75.46
营业费用	445.53	518.91	571.24	682.13	804.92
管理费用	70.35	126.04	89.61	100.81	118.95
研发费用	5.35	9.59	7.88	9.46	11.16
财务费用	(6.36)	26.21	25.93	19.55	16.65
资产减值损失	17.90	40.51	17.43	17.43	17.43
公允价值变动收益	(3.59)	(4.31)	(18.74)	(4.27)	9.09
投资净收益	22.37	24.26	31.20	34.50	35.60
其他	(142.85)	(157.98)	(24.93)	(60.47)	(89.38)
营业利润	785.33	1,026.18	1,375.94	1,723.47	2,013.60
营业外收入	8.56	33.27	13.10	15.80	20.82
营业外支出	3.31	0.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	790.58	1,059.32	1,389.04	1,739.27	2,034.42
所得税	198.51	253.20	347.26	434.82	508.61
净利润	592.07	806.11	1,041.78	1,304.45	1,525.82
少数股东损益	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
归属于母公司净利润	592.07	806.12	1,041.78	1,304.46	1,525.82
每股收益(元)	0.81	1.10	1.43	1.78	2.09

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	31.14%	27.97%	15.00%	20.00%	18.00%
营业利润	52.96%	30.67%	34.08%	25.26%	16.83%
归属于母公司净利润	38.77%	36.15%	29.23%	25.21%	16.97%
获利能力					
毛利率	32.38%	34.00%	38.00%	38.50%	38.00%
净利率	15.56%	16.55%	18.60%	19.41%	19.24%
ROE	17.51%	20.45%	21.74%	23.78%	24.18%
ROIC	46.01%	42.61%	41.10%	46.45%	50.63%
偿债能力					
资产负债率	22.81%	32.59%	23.77%	29.57%	23.74%
净负债率	-35.22%	-12.24%	-25.24%	-30.89%	-27.91%
流动比率	3.94	2.33	3.34	2.79	3.50
速动比率	1.80	0.97	1.58	1.29	1.58
营运能力					
应收账款周转率	45.83	53.44	53.44	53.44	53.44
存货周转率	2.04	2.07	2.15	2.21	2.20
总资产周转率	1.13	0.95	0.92	0.95	0.98
每股指标(元)					
每股收益	0.81	1.10	1.43	1.78	2.09
每股经营现金流	0.49	0.50	1.18	1.62	1.13
每股净资产	4.63	5.39	6.55	7.50	8.63
估值比率					
市盈率	22.13	16.26	12.58	10.05	8.59
市净率	3.88	3.33	2.74	2.39	2.08
EV/EBITDA	17.00	12.43	7.76	5.98	5.09
EV/EBIT	17.32	12.74	7.94	6.10	5.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com