

周大生

002867

审慎增持 (维持)

加盟及电商业务增长双引擎得到验证

2018年08月27日

市场数据

市场数据日期	2018/8/27
收盘价(元)	26.56
总股本(百万股)	485.38
流通股本(百万股)	163.08
总市值(百万元)	12,891.68
流通市值(百万元)	4,331.30
净资产(百万元)	3,381.64
总资产(百万元)	4,380.94
每股净资产	6.70

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3805	4792	5757	6842
同比增长	31.1%	25.9%	20.1%	18.8%
净利润(百万元)	592	770	967	1185
同比增长	38.8%	30.0%	25.6%	22.5%
毛利率	32.4%	34.0%	35.3%	36.2%
净利润率	15.6%	16.1%	16.8%	17.3%
净资产收益率(%)	17.5%	26.2%	26.0%	24.8%
每股收益(元)	1.22	1.59	1.99	2.44
每股经营现金流(元)	0.73	1.80	2.19	2.48

投资要点

- **事件:** 公布2018半年报,实现营收21.24亿元,同比增26.98%;归母净利3.53亿元,同比增33.92%。销售毛利率和净利率分别为34.58%/16.62%,同比分别+0.40pct/+0.86pct。单看18Q2,实现营收11.86亿元,同比增36.26%;归母净利1.92亿元,同比增38.57%。18年前7个月,公司门店数净增290家至3014家。
- **18H1实现营收21.24亿元,同比增26.98%;归母净利3.53亿元,同比增33.92%,加盟和线上业务高增长带动营收增长。**自营收入占比29.5%,加盟收入占比51.0%,线上渠道收入占比8.0%,主要来自天猫。自营线下业务营业收入表现稳定,同比增9.49%,以素金类产品的增长为主,其中镶嵌类产品收入同比小增2.21%,素金类产品收入同比增12.79%;电商业务营收继续保持较快增长,同比增48.53%。加盟业务营收同比增34.12%,其中加盟镶嵌批发收入同比增39.87%,品牌使用费收入同比增21.91%,加盟及管理服务类收入同比增17.9%。
- **门店拓展超预期,18年前七个月净增门店290家。**公司计划每年净增200-300家门店,现已超预期达成目标。上半年净增加251家门店至2975家,同比增18.76%,其中加盟2696家,自营279家。截至2018年7月31日,公司共有门店3014家,其中加盟2731家,自营283家。加盟店数高增长彰显加盟商对于兼具黄金导流产品和镶嵌类高盈利性产品的珠宝品牌周大生的喜爱。
- **自营单店增速快于加盟,但加盟单店镶嵌类业务有更高增长。**自营单店营收222.24万元、毛利65.24万元,分别同比增15.47%、14.38%,其中自营单店镶嵌销售收入66.25万元、毛利37.7万元,分别同比增8.56%、9.68%。加盟单店实现营收49.05万元、毛利17.03万元,分别同比增12.58%、12.4%,其中单店镶嵌首饰收入40.39万元、毛利8.66万元,分别同比增17.4%、26.45%。在百货渠道销售下滑、上半年珠宝行业增速仅7.5%的情况下,周大生同店增速表现实属亮眼。
- **半年报验证公司增长逻辑,我们维持原有判断。**公司短期股价承压来自股票解禁和上半年珠宝行业数据表现不佳。但从短期看,公司依然享受渠道下沉三四线城市、门店拓展带来业绩提升:一是门店空间布局天花板仍远,全国超3000个行政区县,公司覆盖不到50%;二是周大生对加盟商吸引力较高:(1)有更丰富产品,素金类产品引流,镶嵌类产品提升盈利;(2)给加盟商让利较多,加盟商镶嵌类产品的毛利率超过30%。从中期看,公司受益于产品结构向盈利能力更高的镶嵌类珠宝倾斜以及规模效应带动的费用率下降,提升公司整体盈利能力。从长期看,周大生深耕渠道与品牌,目前产品单价约2300元,未来客单价提升、产品结构调整、消费升级等因素将拉动同店增速增长。
- **盈利预测及投资评级:** 预期公司持续受惠三、四线红利以及国内消费升级利好品牌化趋势,搭配激励以及持股计划有望持续推升业绩释放。微幅调升18-20年归母净利润分别为7.7亿、9.7亿、11.9亿,同比增长30%、26%、23%;对应2018年8月27日收盘价的PE分别为17/13/11x。给予“审慎增持”评级。

风险提示: 三四线消费能力提升不达预期,品牌提升不达预期,国内可选消费增速回落。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

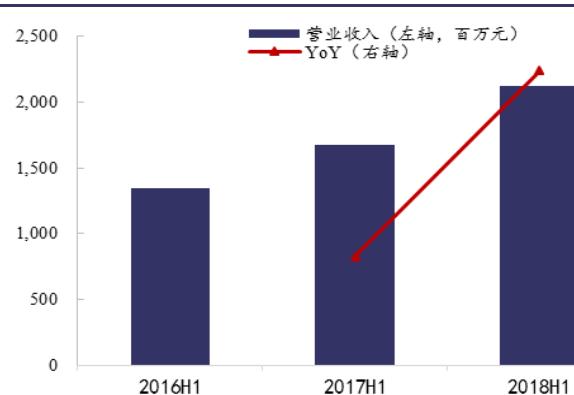
事件

公布 2018 年半年报，实现营收 21.24 亿元，同比增 26.98%；归母净利 3.53 亿元，同比增 33.92%。销售毛利率和净利率分别为 34.58%/ 16.62%，同比分别 +0.40pct/+0.86pct。单看 18Q2，实现营收 11.86 亿元，同比增 36.26%；归母净利 1.92 亿元，同比增 38.57%。18 年前 7 个月，公司门店数净增 290 家至 3014 家。

点评

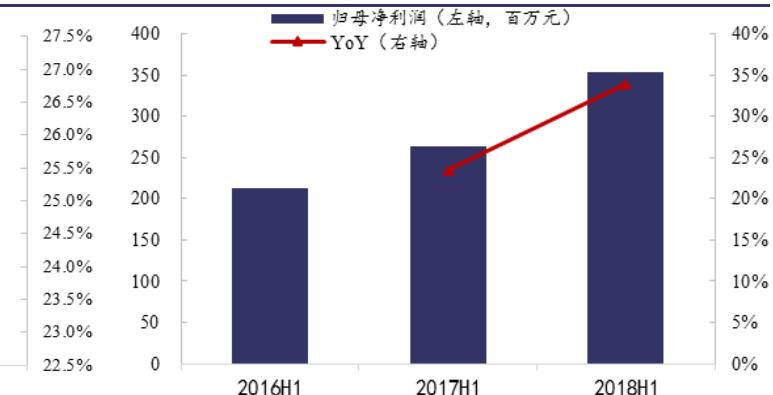
18H1 实现营收 21.24 亿元，同比增 26.98%；归母净利 3.53 亿元，同比增 33.92%，加盟和线上业务高增长带动营收增长。自营收入占比 29.5%，加盟收入占比 51.0%，线上渠道收入占比 8.0%，主要来自天猫。自营线下业务营业收入表现稳定，同比增 9.49%，以素金类产品的增长为主，其中镶嵌类产品收入同比小增 2.21%，素金类产品收入同比增 12.79%；电商业务营收继续保持较快增长，同比增 48.53%。加盟业务营收同比增 34.12%，其中加盟镶嵌批发收入同比增 39.87%，品牌使用费收入同比增 21.91%，加盟及管理服务类收入同比增 17.9%。

图 1、18H1 营收增速 26.98%



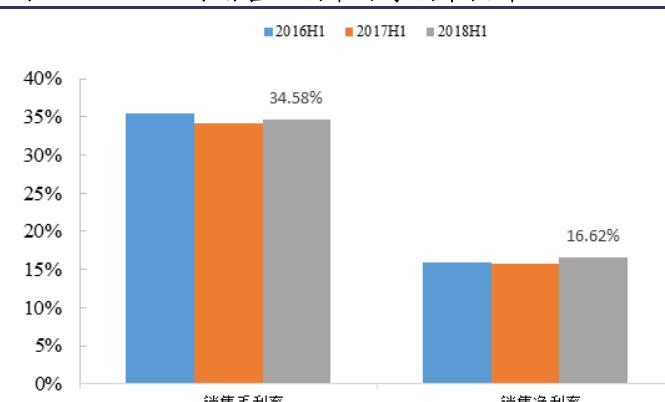
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、18H1 归母净利增速 33.92%



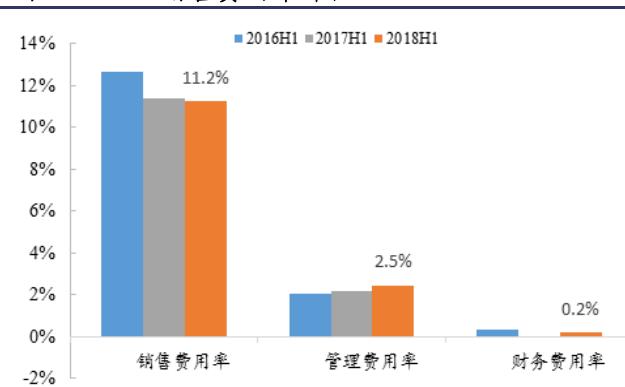
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、18H1 公司销售毛利率与净利率提升



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

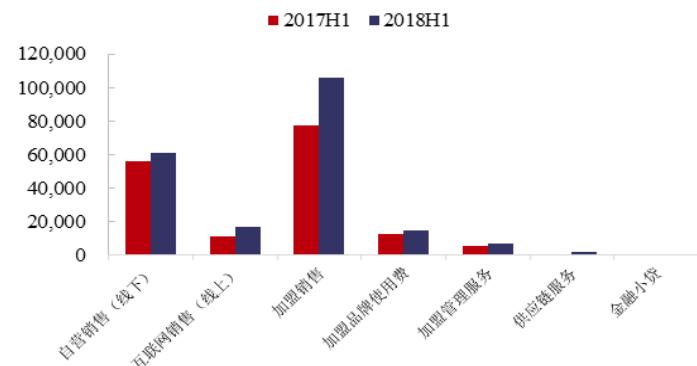
图 4、18H1 销售费用率降低



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

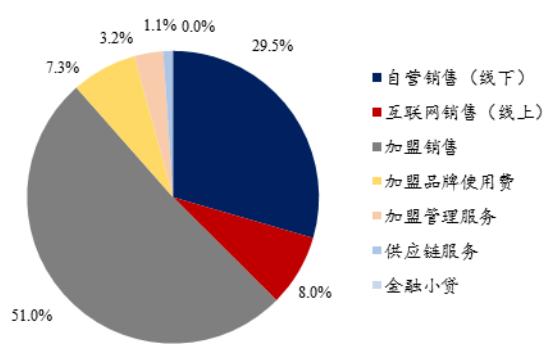
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 5、公司营收分布 (单位: 万元)



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

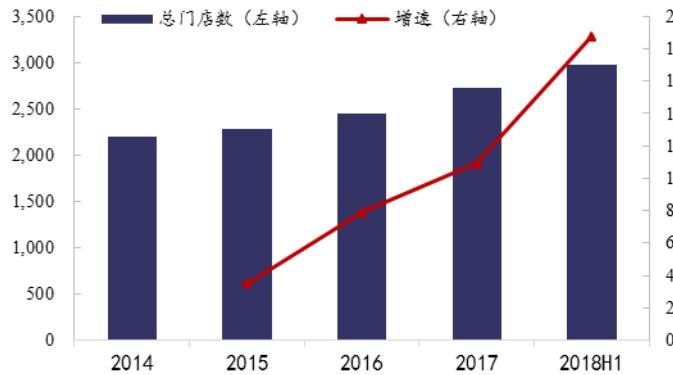
图 6、18H1 公司营收构成



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

门店拓展超预期，18 年前七个月净增门店 290 家。公司计划每年净增 200-300 家门店，现已超预期达成目标。上半年净增加 251 家门店至 2975 家，同比增 18.76%，其中加盟 2696 家，自营 279 家。截至 2018 年 7 月 31 日，公司共有门店 3014 家，其中加盟 2731 家，自营 283 家。加盟店数高增长彰显加盟商对于兼具黄金导流产品和镶嵌类高盈利性产品的珠宝品牌周大生的喜爱。

图 7、公司加大展店力度，18H1 达 2975 家



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

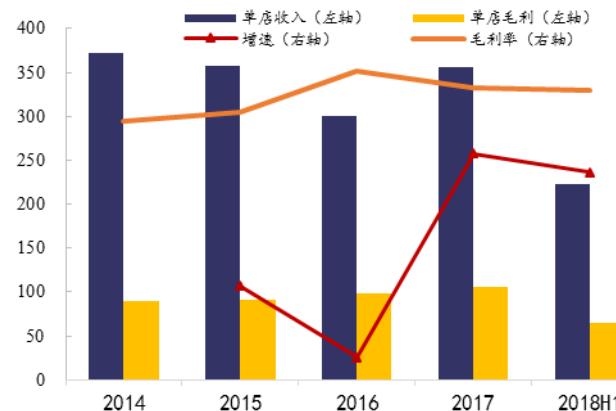
图 8、公司加盟店逐年增加



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

自营单店增速快于加盟，但加盟单店镶嵌类业务有更高增长。自营单店营收 222.24 万元、毛利 65.24 万元，分别同比增 15.47%、14.38%，其中自营单店镶嵌销售收入 66.25 万元、毛利 37.7 万元，分别同比增 8.56%、9.68%。加盟单店实现营收 49.05 万元、毛利 17.03 万元，分别同比增 12.58%、12.4%，其中单店镶嵌首饰收入 40.39 万元、毛利 8.66 万元，分别同比增 17.4%、26.45%。在百货渠道销售下滑、上半年珠宝行业增速仅 7.5% 的情况下，周大生同店增速表现实属亮眼。

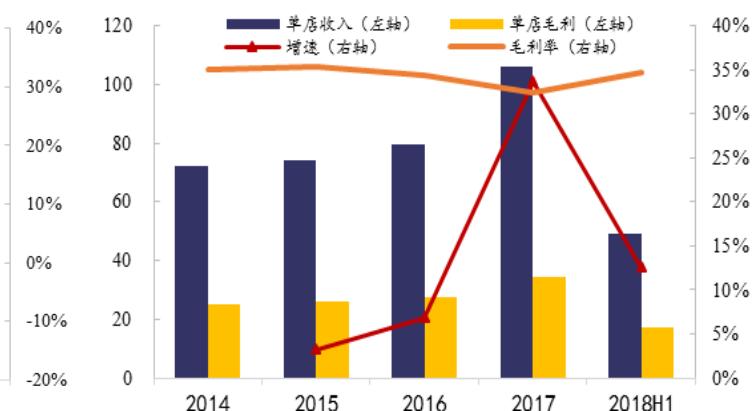
图 9、自营店单店营收与毛利(万元)



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

注：(1) 17 年店数调整为年度加权平均数，计算单店营收数据的口径发生变化；(2) 18H1 门店数按月末数量加权平均。

图 10、加盟店单店营收与毛利(万元)



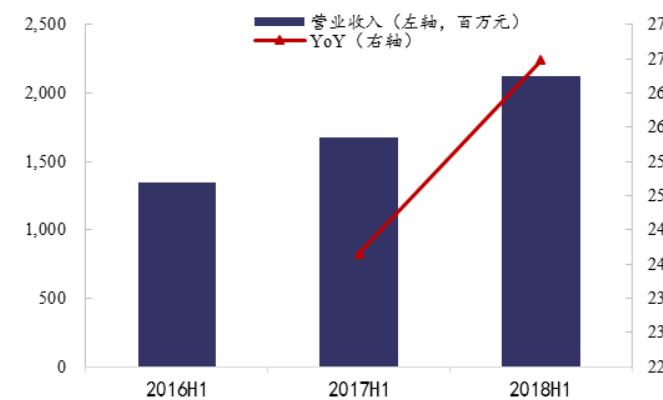
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

注：(1) 17 年店数调整为年度加权平均数，计算单店营收数据的口径发生变化；(2) 18H1 门店数按月末数量加权平均。

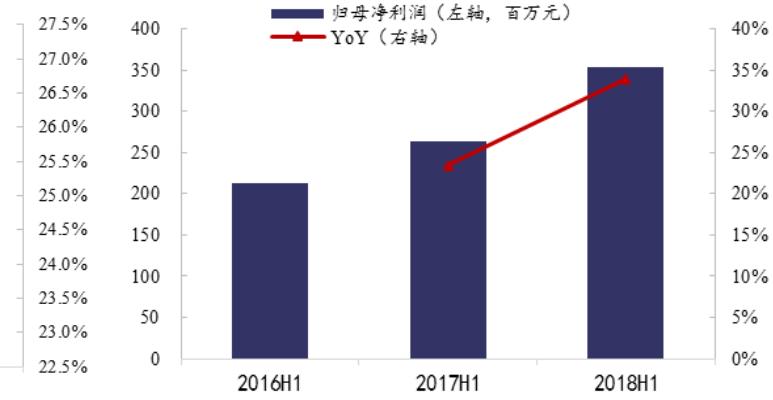
半年报验证公司增长逻辑，我们维持原有判断。公司短期股价承压来自股票解禁和上半年珠宝行业数据表现不佳。但从短期看，公司依然享受渠道下沉三四线城市、门店拓展带来业绩提升：一是门店空间布局天花板仍远，全国超 3000 个行政县，公司覆盖不到 50%；二是周大生对加盟商吸引力较高：(1) 有更丰富产品，素金类产品引流，镶嵌类产品提升盈利；(2) 给加盟商让利较多，加盟商镶嵌类产品的毛利率超过 30%。从中期看，公司受益于产品结构向盈利性更高的镶嵌类珠宝倾斜以及规模效应带动的费用率下降，提升公司整体盈利能力。从长期看，周大生深耕渠道与品牌，目前产品单价约 2300 元，未来客单价提升、产品结构调整、消费升级等因素将拉动同店增速增长。

盈利预测及投资评级：预期公司持续受惠三、四线红利以及国内消费升级利好品牌化趋势，搭配激励以及持股计划有望持续推升业绩释放。微幅调升 18-20 年归母净利润分别为 7.7 亿、9.7 亿、11.9 亿，同比增长 30%、26%、23%；对应 2018 年 8 月 27 日收盘价的 PE 分别为 17/13/11x。给予“审慎增持”评级。

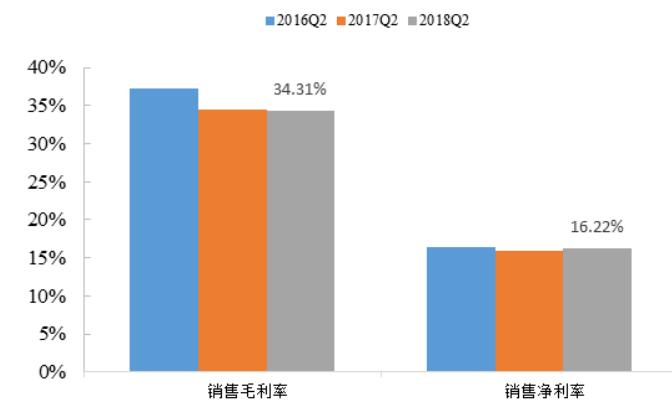
风险提示：三四线消费能力提升不达预期，品牌提升不达预期，国内可选消费增速回落。

图 11、18Q2 营收增速 36.26%

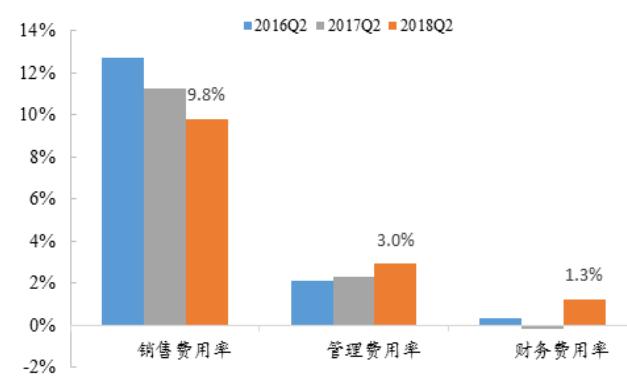
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、18Q2 归母净利增速 38.57%

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、18Q2 销售毛利率降低，净利率提升

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、18Q2 销售费用率降低

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

会计年度	单位:百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3883	3704	4587	5574
货币资金	1191	1269	2061	2996
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	96	113	139	164
其他应收款	16	18	23	27
存货	2106	1834	1891	1912
非流动资产	498	387	437	510
可供出售金融资产	284	96	128	169
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	31	63	95	118
在建工程	4	4	6	9
油气资产	0	0	0	0
无形资产	152	198	207	222
资产总计	4381	4091	5024	6084
流动负债	986	1174	1290	1288
短期借款	0	328	300	200
应付票据	0	0	0	0
应付账款	581	474	596	655
其他	405	372	394	434
非流动负债	13	-18	9	23
长期借款	0	-20	0	15
其他	13	2	9	8
负债合计	999	1156	1299	1311
股本	478	485	485	485
资本公积	1682	753	753	753
未分配利润	1005	1423	2152	3128
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3382	2936	3725	4773
负债及权益合计	4381	4091	5024	6084

利润表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3805	4792	5757	6842
营业成本	2573	3163	3725	4365
营业税金及附加	38	47	56	66
销售费用	446	575	672	791
管理费用	76	98	111	129
财务费用	-6	1	7	8
资产减值损失	18	10	15	12
公允价值变动	-4	-3	-3	-2
投资收益	22	16	19	17
营业利润	785	979	1246	1539
营业外收入	9	50	46	42
营业外支出	3	2	2	1
利润总额	791	1027	1290	1580
所得税	199	257	322	395
净利润	592	770	967	1185
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	592	770	967	1185
EPS(元)	1.22	1.59	1.99	2.44

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	31.1%	25.9%	20.1%	18.8%
营业利润增长率	52.9%	24.6%	27.2%	23.5%
净利润增长率	38.8%	30.0%	25.6%	22.5%
盈利能力				
毛利率	32.4%	34.0%	35.3%	36.2%
净利率	15.6%	16.1%	16.8%	17.3%
ROE	17.5%	26.2%	26.0%	24.8%

现金流量表

会计年度	单位:百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	592	770	967	1185
折旧和摊销	26	18	25	25
资产减值准备	18	-5	4	0
无形资产摊销	21	15	20	19
公允价值变动损失	4	-3	-3	-2
财务费用	5	1	7	8
投资损失	-22	-16	-19	-17
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-265	133	64	8

偿债能力

资产负债率	22.8%	28.2%	25.9%	21.6%
流动比率	3.94	3.15	3.55	4.33
速动比率	1.79	1.59	2.08	2.84

营运能力

资产周转率	1.13	1.13	1.26	1.23
应收帐款周转率	43.23	40.28	40.17	39.71

每股资料(元)

每股收益	1.22	1.59	1.99	2.44
------	------	------	------	------

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司点评报告(带市场行情)

经营活动产生现金流量	355	875	1062	1204	每股经营现金	0.73	1.80	2.19	2.48
投资活动产生现金流量	-644	109	-79	-91	每股净资产	6.97	6.05	7.68	9.84
融资活动产生现金流量	1057	-906	-191	-178	估值比率(倍)				
现金净变动	766	77	792	935	PE	21.76	16.73	13.32	10.87
现金的期初余额	423	1191	1269	2061	PB	3.81	4.39	3.46	2.70
现金的期末余额	1190	1269	2061	2996					

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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資目的、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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推測仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场 第一座701 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn