

业绩符合预期，线下加盟与线上业务加速增长

——周大生(002867.SZ)2018年半年报点评

公司简报

◆1H2018公司营收同比增长26.98%，归母净利润同比增长33.92%

8月27日晚，公司公布2018年半年报：1H2018实现营业收入21.24亿元，同比增长26.98%，实现归母净利润3.53亿元，折合全面摊薄EPS 0.73元，同比增长33.92%；实现扣非归母净利润3.35亿元，同比增长28.02%，业绩符合预期。

单季度拆分来看，公司2Q2018实现营业收入11.86亿元，同比增长36.26%；实现归母净利润1.92亿元，同比增长38.57%。

◆综合毛利率上升0.40个百分点，期间费用率上升0.34个百分点

1H2018公司综合毛利率为34.58%，同比上升0.40个百分点。

1H2018公司期间费用率为13.88%，同比上升0.34个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为11.23%/2.47%/0.19%，同比分别变化-0.13/-0.28/0.19个百分点。

◆渠道拓展维持高增长，加盟店与线上业务增长较快

报告期内公司渠道延续以加盟模式为主导的高速增长趋势，新开门店324家，其中自营16家，加盟308家，关闭门店73家。截至报告期末公司拥有门店2975家，其中自营279家，加盟2975家。随着加盟渠道的拓展，公司加盟模式收入也有较高增长，1H2018公司加盟销售/加盟品牌使用费同比分别增长37.26%/21.91%。

此外公司线上业务也有不俗表现，公司线上渠道目前以天猫为主，报告期内实现营收1.65亿元，占报告期营收7.77%，其中1.42亿元为素金类首饰销售。

◆维持盈利预测，维持“增持”评级

公司产品线丰富，渠道扩张能力强，以公司最新股本4.85亿为基准，我们维持对公司2018-2020年全面摊薄EPS分别为1.48/1.68/1.86元的预测，维持“增持”评级。

◆风险提示：三四线市场空间拓展不达预期，黄金珠宝消费低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,902	3,805	4,821	5,689	6,420
营业收入增长率	6.33%	31.14%	26.69%	18.00%	12.85%
净利润(百万元)	427	592	721	814	901
净利润增长率	20.84%	38.77%	21.72%	13.01%	10.65%
EPS(元)	0.88	1.22	1.48	1.68	1.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.47%	17.51%	18.37%	18.30%	17.93%
P/E	30	22	18	16	14
P/B	8.0	3.8	3.3	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年08月27日

增持(维持)

当前价：26.56元

分析师

唐佳睿 CFA,CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)
021-22169161
tangjiarui@ebscn.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)
021-22169117
sunlu@ebscn.com

邬亮 (执业证书编号：S0930518040003)
010-58452047
wuliang16@ebscn.com

市场数据

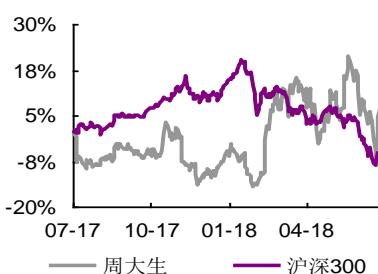
总股本(亿股)：4.85

总市值(亿元)：128.92

一年最低/最高(元)：25.51/36.89

近3月换手率：24.12%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.04	-3.03	5.82
绝对	-12.71	-13.77	-4.43

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，行业增长大势下业绩亮眼
——周大生(002867.SZ)2018一季报点评

..... 2018-04-30

业绩符合预告，渠道拓展能力确保未来发展
——周大生(002867.SZ)2017年报点评

..... 2018-04-16

图表1：公司2Q2018归母净利润同比增长38.57%

	营业收入(万元)	营收增速(%)	营业成本(万元)	毛利率(%)	归母净利润(万元)	归母净利润增速(%)	全面摊薄EPS(元)	全面摊薄扣非EPS(元)
1Q2016	68008.96	NA	45059.32	33.75	10363.79	NA	0.21	0.21
2Q2016	66716.15	NA	41831.26	37.30	10983.97	NA	0.23	0.43
3Q2016	73760.75	NA	48516.98	34.22	11704.66	NA	0.24	0.00
4Q2016	81694.27	NA	55130.20	32.52	9614.71	NA	0.20	0.85
1Q2017	80202.77	17.93	52987.11	33.93	12469.66	20.32	0.26	0.26
2Q2017	87064.67	30.50	57103.08	34.41	13883.53	26.40	0.29	0.54
3Q2017	103967.41	40.95	71430.61	31.30	15239.49	30.20	0.31	0.84
4Q2017	109309.68	33.80	75808.71	30.65	17614.80	83.21	0.36	1.17
1Q2018	93767.16	16.91	61024.42	34.92	16053.39	28.74	0.33	0.31
2Q2018	118631.96	36.26	77924.90	34.31	19238.28	38.57	0.40	0.38

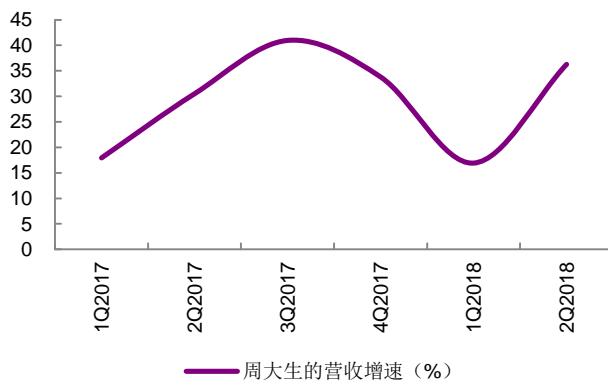
资料来源：公司公告

图表2：公司2Q2018期间费用率较上年同期上升0.65个百分点

	期间费用(万元)	期间费用率(%)	销售费用(万元)	销售费用率(%)	管理费用(万元)	管理费用率(%)	财务费用(万元)	财务费用率(%)
1Q2016	10152.01	14.93	8546.40	12.57	1372.69	2.02	232.92	0.34
2Q2016	10125.18	15.18	8497.27	12.74	1413.71	2.12	214.20	0.32
3Q2016	10227.40	13.87	8607.25	11.67	1418.16	1.92	201.99	0.27
4Q2016	14658.89	17.94	12566.79	15.38	1809.54	2.22	282.55	0.35
1Q2017	10987.87	13.70	9185.41	11.45	1664.74	2.08	137.71	0.17
2Q2017	11650.45	13.38	9808.17	11.27	1995.37	2.29	-153.09	-0.18
3Q2017	12918.98	12.43	11474.47	11.04	1678.70	1.61	-234.19	-0.23
4Q2017	15930.38	14.57	14084.98	12.89	2231.84	2.04	-386.44	-0.35
1Q2018	12828.46	13.68	12194.33	13.00	1730.93	1.85	-1096.80	-1.17
2Q2018	16649.68	14.03	11654.31	9.82	3504.77	2.95	1490.60	1.26

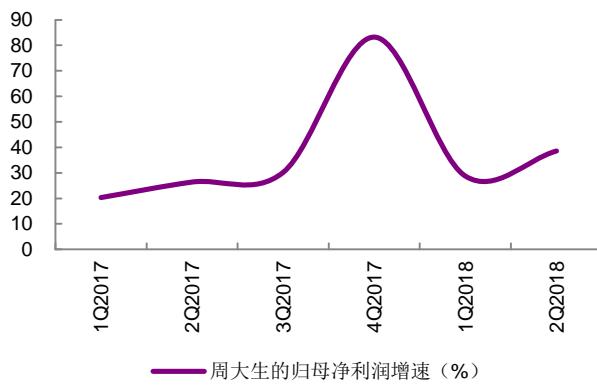
资料来源：公司公告

图表3：公司的单季度营业收入增速(1Q2017-2Q2018)

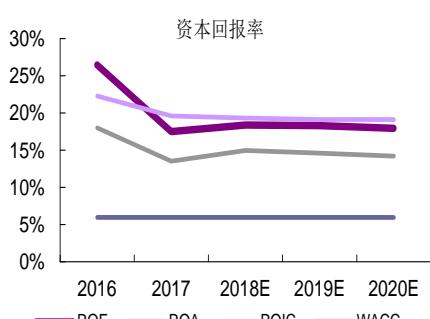
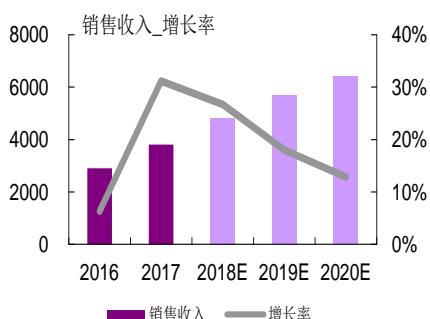
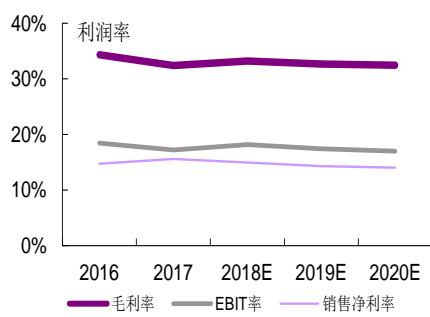


资料来源：公司公告

图表4：公司单季度归母净利润增速(1Q2017-2Q2018)



资料来源：公司公告



	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,902	3,805	4,821	5,689	6,420
营业成本	1,905	2,573	3,220	3,832	4,337
折旧和摊销	29	26	14	16	17
营业税费	25	38	48	57	64
销售费用	382	446	579	694	796
管理费用	60	76	96	114	132
财务费用	9	-6	-24	-37	-44
公允价值变动损益	-2	-4	0	0	0
投资收益	-11	22	30	20	20
营业利润	513	785	930	1,047	1,154
利润总额	567	791	961	1,086	1,201
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	427	592	721	814	901

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	2,372	4,381	4,819	5,581	6,339
流动资产	2,169	3,883	4,581	5,308	6,054
货币资金	423	1,191	1,243	1,423	1,716
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	67	96	133	157	177
应收票据	0	3	0	0	0
其他应收款	9	16	17	21	25
存货	1,619	2,106	2,727	3,247	3,676
可供出售投资	2	284	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15	31	66	100	117
无形资产	152	152	145	138	131
总负债	760	999	896	1,132	1,315
无息负债	640	999	896	1,132	1,315
有息负债	120	0	0	0	0
股东权益	1,612	3,382	3,923	4,449	5,025
股本	401	478	485	485	485
公积金	458	1,899	2,024	2,024	2,024
未分配利润	753	1,005	1,413	1,940	2,515
少数股东权益	0	0	0	0	0

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	418	355	-34	461	585
净利润	427	592	721	814	901
折旧摊销	29	26	14	16	17
净营运资金增加	-8	679	878	442	379
其他	-30	-942	-1,646	-811	-713
投资活动产生现金流	16	-644	241	-30	-10
净资本支出	-39	-34	-50	-50	-30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	54	-609	291	20	20
融资活动现金流	-362	1,057	-155	-251	-281
股本变化	0	77	8	0	0
债务净变化	-110	-120	0	0	0
无息负债变化	135	359	-103	236	183
净现金流	75	766	52	180	293

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.33%	31.14%	26.69%	18.00%	12.85%
净利润增长率	20.84%	38.77%	21.72%	13.01%	10.65%
EBITDA 增长率	24.68%	20.64%	30.65%	12.98%	10.11%
EBIT 增长率	28.22%	22.32%	33.84%	12.93%	10.10%
估值指标					
PE	30	22	18	16	14
PB	8	4	3	3	3
EV/EBITDA	19	17	14	12	11
EV/EBIT	20	18	14	12	11
EV/NOPLAT	27	24	19	17	15
EV/Sales	4	3	3	2	2
EV/IC	6	5	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	34.34%	32.38%	33.20%	32.64%	32.45%
EBITDA 率	19.46%	17.90%	18.46%	17.68%	17.25%
EBIT 率	18.45%	17.21%	18.18%	17.40%	16.98%
税前净利润率	19.54%	20.78%	19.93%	19.09%	18.71%
税后净利润率 (归属母公司)	14.70%	15.56%	14.95%	14.32%	14.04%
ROA	17.99%	13.51%	14.95%	14.59%	14.22%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.47%	17.51%	18.37%	18.30%	17.93%
经营性 ROIC	22.26%	19.62%	19.32%	19.14%	19.14%
偿债能力					
流动比率	2.90	3.94	5.19	4.74	4.65
速动比率	0.74	1.80	2.10	1.84	1.83
归属母公司权益/有息债务	13.43	-	-	-	-
有形资产/有息债务	18.33	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.88	1.22	1.48	1.68	1.86
每股红利	0.50	0.59	0.59	0.67	0.74
每股经营现金流	0.86	0.73	-0.07	0.95	1.20
每股自由现金流(FCFF)	0.82	-0.37	-0.53	0.55	0.88
每股净资产	3.32	6.97	8.08	9.17	10.35
每股销售收入	5.98	7.84	9.93	11.72	13.23

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;
评级	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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，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，光大证券股份有限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，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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuning@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
金融同业与战略客户	郑锐	021-22169080	18616663030	zhhrui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈璐	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com