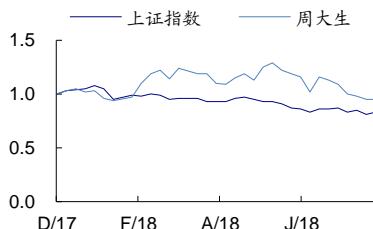


证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 485/163 |
| 总市值/流通(百万元) | 12,892/4,331 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,781/8,729 |
| 12个月最高/最低(元) | 36.89/25.08 |

相关研究报告：

- 《周大生-002867-2018年一季报点评：业绩符合预期，盈利能力持续优化》——2018-05-02
 《周大生-002867-2017年报点评：营收利润高增长，展店维持高速》——2018-04-17
 《周大生-002867-加盟模式业内领先，渠道下沉高速扩张》——2018-03-27

证券分析师：王念春

电话：0755-82130407
 E-MAIL：wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027
 联系人：刘馨竹
 E-MAIL：liuxinz@gusen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

周大生(002867)

2018年中报点评

买入

(维持评级)

2018年08月28日

财报点评

业绩靓丽，展店超预期

● 营收业绩增速略超预期

2018H1，公司实现营业收入 21.24 亿元，同比增长 26.98%；归母净利润 3.52 亿元，同比增长 33.92%；扣非后归母净利润 3.35 亿元，同比增长 28.02%，EPS 为 0.73 元，业绩略超预期。其中，2018Q2 收入 11.86 亿元，同比增长 36.26%，净利润 1.92 亿元，同比大幅增长 38.57%。

分产品构成来看，上半年公司镶嵌品类销售收入 12.31 亿元，同比大幅增长 32.83%，其中加盟渠道/自营渠道镶嵌产品收入同比分别增长 39.88%/2.94%，素金及其他品类收入为 4.37 亿元，同比增长 8.73%，主要来自自营渠道。

● 毛利率提升，扣非后净利率稳中有升

盈利能力方面，18H1，公司毛利率为 34.58%，同比提升 0.40pct。分产品来看，镶嵌首饰毛利率为 26.69%，同比降低 0.18pct，素金首饰毛利率 17.55%，同比提升 0.81pct。期间费用方面，18H1 公司总费用率为 13.88%，同比增加 0.33pct。由于投资收益和其他收益的增加，公司净利率上升 0.86pct 至 16.62%，扣非后净利率为 15.77%，同比小幅增长 0.12pct.。

● 展店加速，门店总数超 3000 家

截止 18H1，公司拥有门店 2975 家，其中自营店 279 家，加盟店 2696 家，上半年净开店 251 家，其中加盟店/自营店分别净开 248 家/3 家。7 月净开店 39 家，截止 7 月底门店总数达到 3014 家。单店绩效来看，18H1，加盟店平均单店收入 49.05 万元，自营渠道单店收入 222.24 万元，同比增长 15.47%。

● 风险提示

自营门店改善状况不及预期；股票解禁压力。

● “品牌+供应链整合+渠道”加速整合，维持“买入”评级

17 年上市以来，公司展店提速明显，预计未来每年展店数量 300 家；叠加门店产品结构调整，同店增长良好。公司于 17 年年底和 18 年 4 月先后推出股权激励计划和员工持股计划，未来业绩成长可期。公司采取积极的竞争策略，有望攫取更高市场份额。预计 18/19/20 年 EPS 分别为 1.54/1.94/2.36 元，同比增长 27.2%/26.2%/22.2%，当前股价对应 18 年市盈率仅为 17.2 倍，维持“买入”评级，建议积极关注。

盈利预测和财务指标

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2902 | 3,805 | 4,805 | 5,903 | 7,035 |
| (+/-%) | 6.3 % | 31.1% | 26.3% | 22.9% | 19.2% |
| 净利润(百万元) | 427 | 592 | 747.49 | 939.62 | 1142.49 |
| (+/-%) | 20.8% | 38.8% | 26.2% | 25.7% | 21.6% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.88 | 1.22 | 1.54 | 1.94 | 2.36 |
| EBIT Margin | 18.2% | 17.7% | 18.4% | 18.9% | 19.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 26.5% | 17.5% | 19.9% | 22.2% | 23.7% |
| 市盈率(P/E) | 30.19 | 21.8 | 17.2 | 13.7 | 11.3 |
| EV/EBITDA | 23.72 | 20.2 | 15.9 | 13.0 | 10.9 |
| 市净率(P/B) | 7.99 | 3.81 | 3.42 | 3.04 | 2.67 |

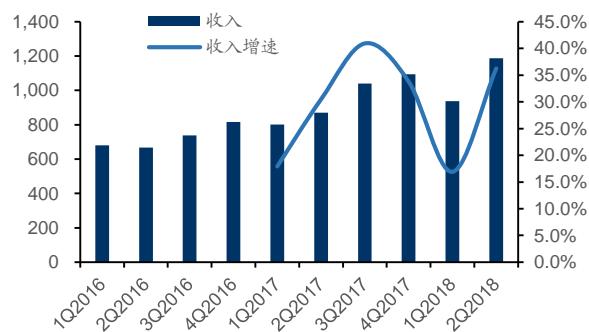
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

营收业绩增速略超预期

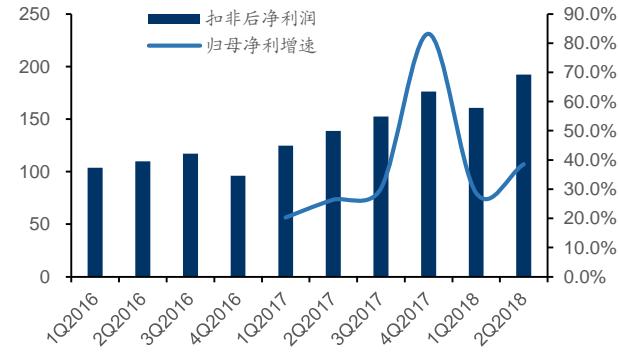
2018H1，公司实现营业收入 21.24 亿元，同比增长 26.98%；归母净利润 3.52 亿元，同比增长 33.92%；扣非后归母净利润 3.35 亿元，同比增长 28.02%，EPS 为 0.73 元，业绩略超预期。其中，2018Q2 收入 11.86 亿元，同比增长 36.26%，净利润 1.92 亿元，同比大幅增长 38.57%。上半年公司其他收益为 5445.68 亿元，同比增 133.53%，主要系主要增值税返增加以及政府补助增加。

图 1：公司分季度收入及收入增速（百万元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度归母净利及净利增速（百万元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分产品构成来看，上半年公司镶嵌品类销售收入 12.31 亿元，同比大幅增长 32.83%，其中加盟渠道/自营渠道镶嵌产品收入同比分别增长 39.88%/2.94%，虽然不同渠道的镶嵌品类毛利率都有所增长，但是由于加盟渠道占比提升，镶嵌产品整体毛利率呈现小幅下滑。素金及其他品类收入为 4.37 亿元，同比增长 8.73%，主要来自自营渠道。

此外，公司互联网销售收入上半年为 1.65 亿元，同比大幅增长 48.53%。

表 1：2018H1 公司分渠道、分产品收入毛利、毛利率构成（万元、%）

| 分渠道收入合计 | 18H1 | | | 17H1 | | | 同比变化 (%) | | |
|-----------------------|----------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | 收入 | 毛利 | 毛利率 | 收入 | 毛利 | 毛利率 | 收入 | 毛利 | 毛利率 |
| 自营渠道 | | | | | | | | | |
| 镶嵌首饰 | 18218.75 | 10367.50 | 56.91% | 17698.7 | 9970.2 | 56.33% | 2.94% | 3.98% | 0.57% |
| 素金及其他 | 42897.25 | 7573.50 | 17.65% | 38117.6 | 6571.4 | 17.24% | 12.54% | 15.25% | 0.42% |
| 合计 | 61116.00 | 17941.00 | 29.36% | 55816.3 | 16541.6 | 29.64% | 9.49% | 8.46% | -0.28% |
| 加盟渠道 | | | | | | | | | |
| 镶嵌首饰 | 104852.44 | 22481.36 | 21.44% | 74957.6 | 14926.15 | 19.91% | 39.88% | 50.62% | 1.53% |
| 品牌使用费 | 15030.84 | 15030.84 | 100.00% | 12333.14 | 12333.14 | 100.00% | 21.87% | 21.87% | 0.00% |
| 管理服务费 | 6593.84 | 6593.84 | 100.00% | 5600.03 | 5600.03 | 100.00% | 17.75% | 17.75% | 0.00% |
| 素金及其他 | 856.68 | 103.84 | 12.12% | 2048.26 | 152.53 | 7.45% | -58.18% | -31.92% | 4.67% |
| 合计 | 127333.80 | 44209.88 | 34.72% | 94939.03 | 33011.85 | 34.77% | 34.12% | 33.92% | -0.05% |

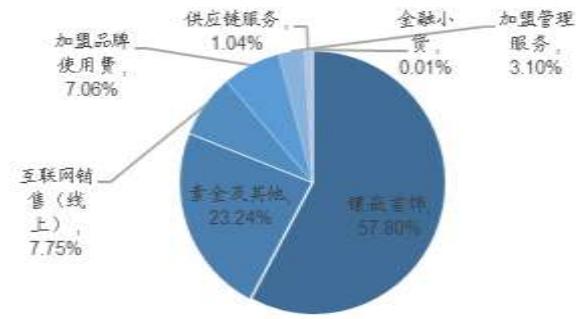
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司分渠道营业收入构成（亿元、%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分产品营业收入构成（亿元、%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

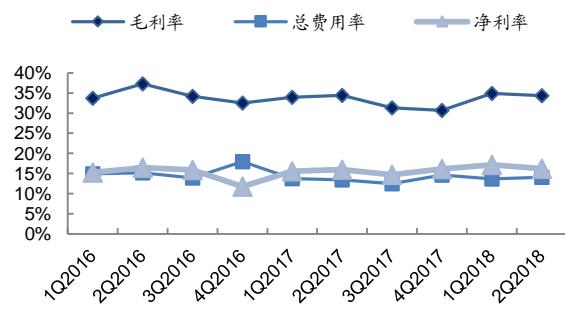
毛利率提升，扣非后净利率稳中有升

盈利能力方面，18H1，公司毛利率为 34.58%，同比提升 0.40pct。分产品来看，镶嵌首饰毛利率为 26.69%，同比降低 0.18pct，素金首饰毛利率 17.55%，同比提升 0.81pct。

期间费用方面，18H1 公司总费用率为 13.88%，同比增加 0.33pct。其中销售费用率 11.23%，同比下降 0.13pct，管理费用率 2.46%，同比略微提升 0.27pct，财务费用率为 0.19%，同比增加 0.2pct。

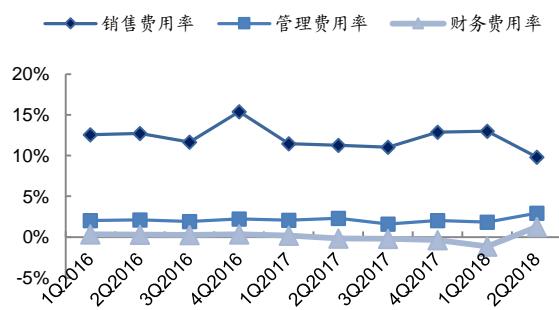
由于投资收益和其他收益的增加，公司净利率上升 0.86pct 至 16.62%，扣非后净利率为 15.77%，同比小幅增长 0.12pct。

图 5：公司分季度毛利率、费用率和净利率（%）



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司分季度销售、管理、财务费用率（%）



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

展店加速，门店总数超 3000 家

截止 18H1，公司拥有门店 2975 家，其中自营店 279 家，加盟店 2696 家，上半年净开店 251 家，其中加盟店/自营店分别净开 248 家/3 家。7 月净开店 39 家，截止 7 月底门店总数达到 3014 家。上半年，公司加盟店自营店分别新开 308 家/16 家，关店数量为 60 家/13 家。

单店绩效来看，公司自营、加盟店收入都有所增长。18H1，加盟店平均单店收入 49.05 万元，同比增长 12.58%，镶嵌品类增长高达 17.40%。单店毛利为 17.03 万元，同比增长 12.40%。自营渠道单店收入 222.24 万元，同比增长 15.47%，呈现明显复苏趋势，单店毛利为 65.24 万元，同比增长 14.38%。

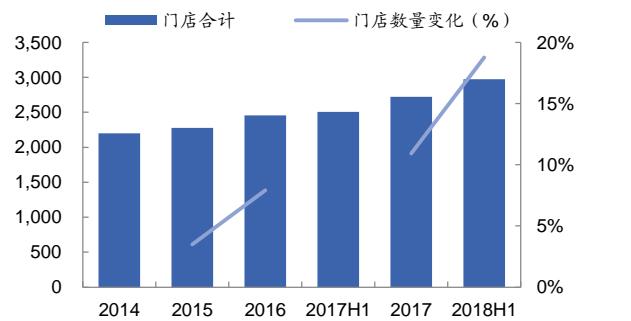
从销售数量分析，上半年公司产品销量 111.46 万件，同比增 14.75%，其中镶嵌首饰 61.22 万件，同比增长幅度为 26.1%，素金类首饰 49.41 万件同比增长幅度为 4.37%。

表 2：公司分业态单店收入、毛利、毛利率分析（万元、%）

| | 18H1 | | | 17H1 | | | 同比变化 (%) | | |
|------------|--------|-------|---------|--------|-------|---------|----------|---------|--------|
| | 单店收入 | 单店毛利 | 毛利率 | 单店收入 | 单店毛利 | 毛利率 | 单店收入 | 单店毛利 | 毛利率 |
| 自营店 | | | | | | | | | |
| 平均店数 | 275 | | | 290 | | | | | |
| 收入合计 | 222.24 | 65.24 | 29.36% | 192.47 | 57.04 | 29.64% | 15.47% | 14.38% | -0.28% |
| 镶嵌首饰 | 66.25 | 37.7 | 56.91% | 61.03 | 34.38 | 56.33% | 8.56% | 9.68% | 0.57% |
| 素金及其他 | 155.99 | 27.54 | 17.65% | 131.44 | 22.66 | 17.24% | 18.68% | 21.54% | 0.42% |
| 加盟店 | | | | | | | | | |
| 平均店数 | 2596 | | | 2179 | | | | | |
| 收入合计 | 49.05 | 17.03 | 34.72% | 43.57 | 15.15 | 34.77% | 12.58% | 12.40% | -0.05% |
| 镶嵌首饰 | 40.39 | 8.66 | 21.44% | 34.4 | 6.85 | 19.91% | 17.40% | 26.45% | 1.53% |
| 素金及其他 | 0.33 | 0.04 | 12.12% | 0.94 | 0.07 | 7.45% | -64.89% | -42.86% | 4.67% |
| 品牌使用费 | 5.79 | 5.79 | 100.00% | 5.66 | 5.66 | 100.00% | 2.33% | 2.33% | 0.00% |
| 加盟管理服务费 | 2.54 | 2.54 | 100.00% | 2.57 | 2.57 | 100.00% | -1.04% | -1.04% | 0.00% |

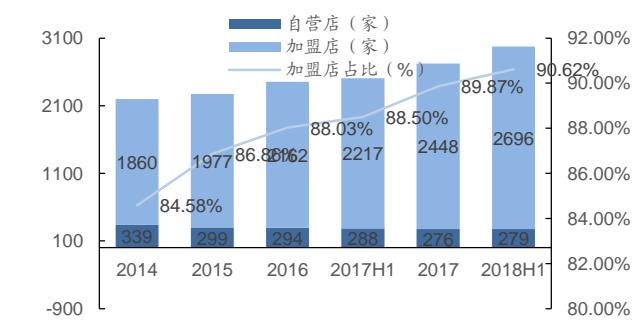
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司历年门店数量及同比变化情况（家、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司分业态门店数量变化（家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

“品牌+供应链整合+渠道” 加速整合，维持“买入”评级

17 年上市以来，公司展店提速明显，预计未来每年展店数量 300 家；叠加门店产品结构调整，同店增长良好。公司于 17 年底和 18 年 4 月先后推出股权激励计划和员工持股计划，未来业绩成长可期。公司采取积极的竞争策略，有望攫取更高市场份额。预计 18/19/20 年 EPS 分别为 1.54/1.94/2.36 元元，同比增长 27.2%/26.2%/22.2%，当前股价对应 18 年市盈率仅为 17.2 倍，维持“买入”评级，建议积极关注。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 利润表（百万元） | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1191 | 1442 | 1728 | 2191 | 营业收入 | 3805 | 4805 | 5903 | 7035 |
| 应收款项 | 115 | 132 | 146 | 164 | 营业成本 | 2573 | 3255 | 3993 | 4749 |
| 存货净额 | 2106 | 2529 | 2991 | 3425 | 营业税金及附加 | 38 | 48 | 59 | 70 |
| 其他流动资产 | 471 | 480 | 590 | 704 | 销售费用 | 446 | 529 | 632 | 732 |
| 流动资产合计 | 3883 | 4583 | 5455 | 6484 | 管理费用 | 76 | 90 | 106 | 122 |
| 固定资产 | 34 | 57 | 78 | 93 | 财务费用 | (6) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产及其他 | 152 | 146 | 140 | 134 | 投资收益 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 311 | 311 | 311 | 311 | 资产减值及公允价值变动 | (21) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | 105 | 110 | 130 | 150 |
| 资产总计 | 4381 | 5097 | 5984 | 7022 | 营业利润 | 785 | 993 | 1243 | 1512 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外收支 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 应付款项 | 581 | 813 | 1108 | 1449 | 利润总额 | 791 | 998 | 1248 | 1517 |
| 其他流动负债 | 405 | 508 | 621 | 735 | 所得税费用 | 199 | 251 | 308 | 375 |
| 流动负债合计 | 986 | 1321 | 1729 | 2184 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 592 | 747 | 940 | 1142 |
| 其他长期负债 | 13 | 13 | 13 | 13 | | | | | |
| 长期负债合计 | 13 | 13 | 13 | 13 | | | | | |
| 负债合计 | 999 | 1334 | 1742 | 2197 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股东权益 | 3382 | 3763 | 4242 | 4825 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 4381 | 5097 | 5984 | 7022 | | | | | |
| 关键财务与估值指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表（百万元） | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 每股收益 | 1.22 | 1.54 | 1.94 | 2.36 | 净利润 | 592 | 747 | 940 | 1142 |
| 每股红利 | 0.60 | 0.76 | 0.95 | 1.15 | 资产减值准备 | 24 | 11 | 9 | 9 |
| 每股净资产 | 6.97 | 7.76 | 8.75 | 9.95 | 折旧摊销 | 13 | 12 | 15 | 17 |
| ROIC | 20% | 20% | 27% | 33% | 公允价值变动损失 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 18% | 20% | 22% | 24% | 财务费用 | (6) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 32% | 32% | 32% | 33% | 营运资本变动 | (844) | (103) | (170) | (101) |
| EBIT Margin | 18% | 18% | 19% | 19% | 其它 | (24) | (11) | (9) | (9) |
| EBITDA Margin | 18% | 19% | 19% | 20% | 经营活动现金流 | (218) | 657 | 785 | 1058 |
| 收入增长 | 31% | 26% | 23% | 19% | 资本开支 | (27) | (40) | (38) | (35) |
| 净利润增长率 | 39% | 26% | 26% | 22% | 其它投资现金流 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 23% | 26% | 29% | 31% | 投资活动现金流 | (21) | (40) | (38) | (35) |
| 息率 | 2.3% | 2.8% | 3.6% | 4.3% | 权益性融资 | 1481 | 0 | 0 | 0 |
| P/E | 21.8 | 17.2 | 13.7 | 11.3 | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P/B | 3.8 | 3.4 | 3.0 | 2.7 | 支付股利、利息 | (290) | (366) | (460) | (560) |
| EV/EBITDA | 20.2 | 15.9 | 13.0 | 10.9 | 其它融资现金流 | 106 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 融资活动现金流 | 1007 | (366) | (460) | (560) |
| | | | | | 现金净变动 | 768 | 250 | 286 | 463 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 423 | 1191 | 1442 | 1728 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 1191 | 1442 | 1728 | 2191 |
| | | | | | 企业自由现金流 | (354) | 531 | 645 | 906 |
| | | | | | 权益自由现金流 | (248) | 565 | 687 | 958 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032