

周大生 (002867.SZ)

业绩逐季恢复，线上直播是增长驱动力

核心观点：

- **事件：**公司 2020 年前三季度实现营业收入 33.49 亿元，同比降低 12.11%，归母净利润 7.12 亿元，同比降低 2.07%，扣非归母净利润 6.63 亿元，同比降低 3.8%。其中单三季度实现收入 16.75 亿元，同比增长 17.94%；归母净利润 3.82 亿元，同比增长 51.33%。
- **毛利率、期间费用率均出现上升。**（1）公司前三季度毛利率同比增长 7.56pp 至 44.32%，其中 Q3 单季毛利率同比增长 7.77pp 至 42.91%；（2）期间费用率同比增长 3.24pp 至 15.9%：其中销售费用率同比增长 4.14pp 至 13.98%；管理费用率同比降低 0.28pp 至 2.07%；财务费用率同比降低 0.64pp 至 -0.38%，主要由于报告期银行存款利息收入同比增加以及银行借款利息支出同比减少所致；研发费用增长 0.02pp 至 0.23%；（3）三季报实现经营性现金流 12.07 亿元，同比增长 127.98%。
- **分渠道看，**前三季度自营线下、电商、加盟业务分别实现营业收入 5.1 亿元、7 亿元、20 亿元。其中，单三季度自营线下业务实现营业收入 1.78 亿元，同比下降 18.4%，主要受自营门店减少和疫情拖累；电商业务实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 160%，主要得益于直播带货拉动电商销售；加盟业务实现营业收入 11.4 亿元，同比增长 9.9%。
- **门店方面，**截至九月末，公司共有终端门店数量 4020 家，较上年同期末增加 233 家。前三季度累计新增门店 348 家，累计撤减门店 339 家，净增加门店 9 家。
- **盈利预测：**疫情影响逐步消退，业绩降幅逐季收窄，直播带货叠加婚庆需求延迟爆发，预计公司 20-22 年归母净利润分别为 10.5、12.5、15.1 亿元，给予 21 年 20XPE，合理价值为 34.2 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济低迷，抑制可选消费的需求释放；市场竞争加剧，品牌加速开店抢夺市场；中小品牌出清速度低于预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,870	5,439	5,573	6,634	7,931
增长率（%）	28.0	11.7	2.5	19.0	19.6
EBITDA（百万元）	992	1,224	1,374	1,635	1,978
归母净利润（百万元）	806	991	1,047	1,250	1,514
增长率（%）	36.2	23.0	5.6	19.5	21.1
EPS（元/股）	1.66	1.36	1.43	1.71	2.07
市盈率（P/E）	16.64	14.04	17.22	14.41	11.91
ROE（%）	20.5	21.0	19.2	19.5	19.9
EV/EBITDA	13.03	10.31	11.99	9.87	7.95

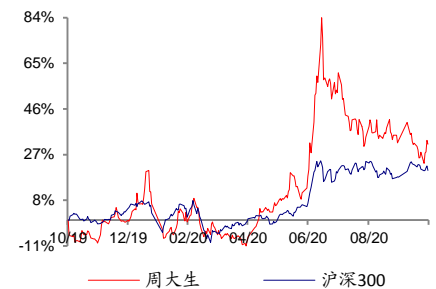
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	24.66 元
合理价值	34.2 元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-01

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654

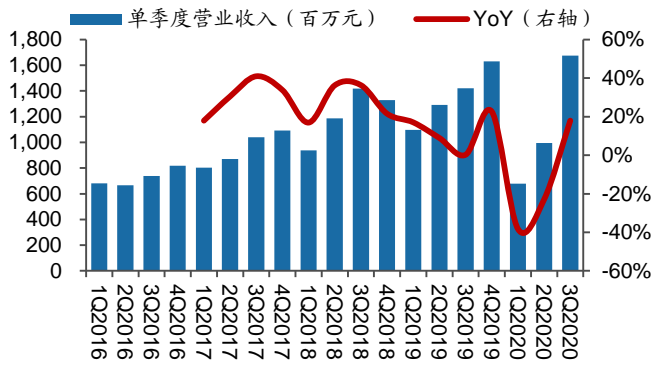


hongtao@gf.com.cn

相关研究：

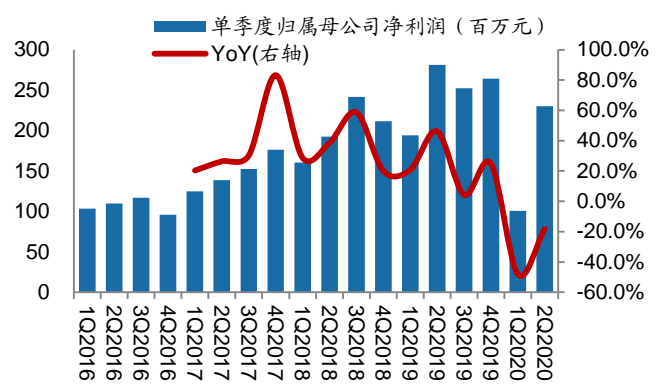
- 周大生 (002867.SZ)：线上 2020-08-30
实现高增长，看好后续经营拐点
- 周大生 (002867.SZ)：线下 2020-07-19
回暖趋势明确，电商打开估值空间
- 周大生 (002867.SZ)：积极 2020-06-24
试水直播电商，合作辛巴效果显著

图1: 单季度营业收入与YoY



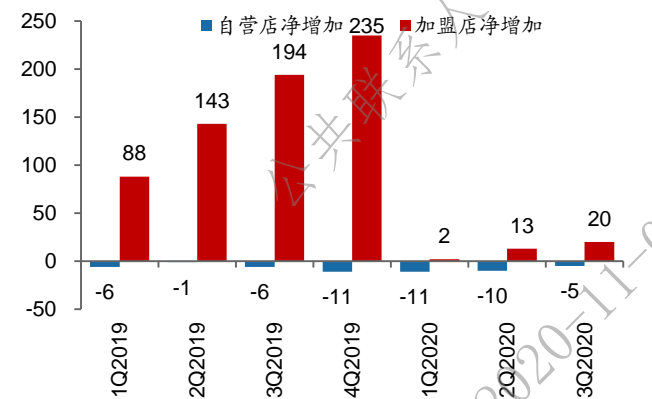
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 单季度归母净利润与YoY



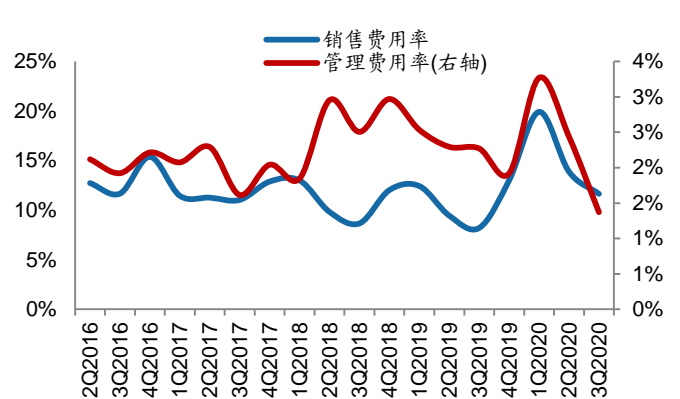
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 门店季度净增加情况



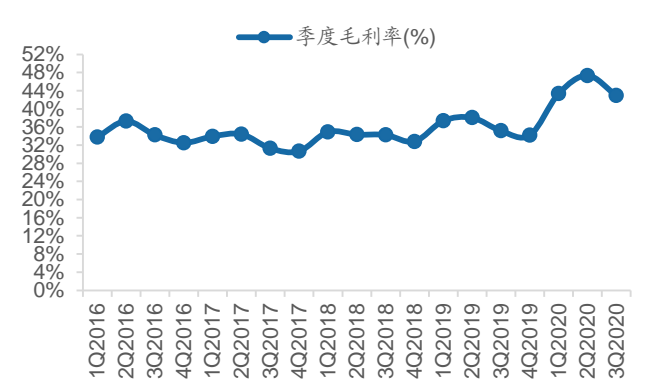
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 销售和管理费用率



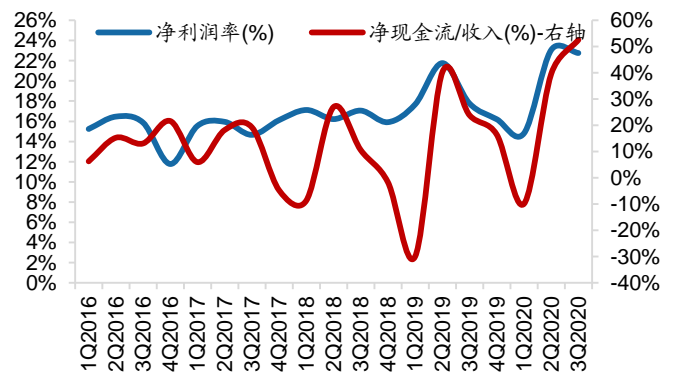
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 单季度毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 净利率和现金流情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,428	4,162	4,453	5,393	6,619	经营活动现金流	367	798	1,223	869	946
货币资金	1,086	1,294	1,547	1,877	2,295	净利润	806	991	1,047	1,250	1,514
应收及预付	106	102	146	302	469	折旧摊销	37	44	32	26	27
存货	2,589	2,597	2,591	3,041	3,676	营运资金变动	-508	-250	137	-422	-616
其他流动资产	648	169	169	173	178	其它	32	12	8	15	21
非流动资产	1,459	1,760	2,390	2,589	2,768	投资活动现金流	-865	313	-669	-240	-227
长期股权投资	1	1	405	405	405	资本支出	-381	-181	-265	-240	-227
固定资产	29	32	43	47	54	投资变动	-508	476	-404	0	0
在建工程	51	171	270	362	448	其他	24	18	0	0	0
无形资产	453	435	551	653	740	筹资活动现金流	394	-903	-300	-300	-300
其他长期资产	925	1,121	1,121	1,121	1,121	银行借款	800	150	0	0	0
资产总计	5,887	5,922	6,844	7,982	9,386	股权融资	107	31	0	0	0
流动负债	1,904	1,153	1,327	1,516	1,706	其他	-514	-1,084	-300	-300	-300
短期借款	600	0	0	0	0	现金净增加额	-104	208	254	329	419
应付及预收	762	473	703	771	847	期初现金余额	1,190	1,086	1,294	1,547	1,877
其他流动负债	542	679	624	744	859	期末现金余额	1,086	1,294	1,547	1,877	2,295
非流动负债	15	26	26	26	26						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	15	26	26	26	26						
负债合计	1,919	1,179	1,354	1,542	1,732						
股本	485	731	731	731	731						
资本公积	1,822	1,650	1,650	1,650	1,650						
留存收益	1,737	2,408	3,154	4,105	5,319						
归属母公司股东权益	3,941	4,710	5,457	6,407	7,621						
少数股东权益	27	33	33	33	33						
负债和股东权益	5,887	5,922	6,844	7,982	9,386						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,870	5,439	5,573	6,634	7,931
营业成本	3,214	3,482	3,340	3,998	4,785
营业税金及附加	46	56	57	68	81
销售费用	519	587	697	809	952
管理费用	126	121	123	133	143
研发费用	10	13	14	17	20
财务费用	26	8	-43	-51	-63
资产减值损失	41	-12	-21	-28	-34
公允价值变动收益	-4	19	0	0	0
投资净收益	24	1	0	0	0
营业利润	1,026	1,257	1,364	1,632	1,979
营业外收支	33	35	13	13	13
利润总额	1,059	1,292	1,377	1,645	1,992
所得税	253	301	331	395	478
净利润	806	991	1,047	1,250	1,514
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	806	991	1,047	1,250	1,514
EBITDA	992	1,224	1,374	1,635	1,978
EPS (元)	1.66	1.36	1.43	1.71	2.07

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	28.0%	11.7%	2.5%	19.0%	19.6%
营业利润增长	30.7%	22.5%	8.5%	19.7%	21.2%
归母净利润增长	36.2%	23.0%	5.6%	19.5%	21.1%
获利能力					
毛利率	34.0%	36.0%	40.1%	39.7%	39.7%
净利率	16.6%	18.2%	18.8%	18.9%	19.1%
ROE	20.5%	21.0%	19.2%	19.5%	19.9%
ROIC	15.9%	19.1%	18.6%	19.0%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	32.6%	19.9%	19.8%	19.3%	18.5%
净负债比率	48.3%	24.8%	24.7%	23.9%	22.6%
流动比率	2.33	3.61	3.35	3.56	3.88
速动比率	0.95	1.33	1.39	1.53	1.70
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.92	0.81	0.83	0.84
应收账款周转率	58.70	73.14	45.63	24.33	18.25
存货周转率	1.88	2.09	2.15	2.18	2.16
每股指标 (元)					
每股收益	1.66	1.36	1.43	1.71	2.07
每股经营现金流	0.76	1.09	1.67	1.19	1.29
每股净资产	8.12	6.44	7.47	8.77	10.43
估值比率					
P/E	16.64	14.04	17.22	14.41	11.91
P/B	3.40	2.95	3.30	2.81	2.36
EV/EBITDA	13.03	10.31	11.99	9.87	7.95

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。