国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

批零贸易业/可选消费品

周大生(002867)

业绩超预期，线上高速增长，线下逐步恢复

——周大生 2020 三季报点评

	刘越男(分析师)	张睿(分析师)
	021-38677706	021-38031656
	liuyuenan@gtjas.com	zhangrui020842@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880520080010

本报告导读:

公司线上布局完善、收入高速增长，同时拓展新品类，打开增量空间。线下逐步恢复，线上线下协同互补，有望共同推动公司业绩持续增长。

投资要点:

- **投资建议:** 公司线上布局完善、收入高速增长，同时拓展新品类，打开增量空间。线下逐步恢复，线上线下协同互补，有望共同推动公司业绩持续增长。上调 2020-2022 年 EPS 预测为 1.49（+0.03）\1.91\2.35（+0.07）元，维持目标价 30.56 元和“增持”评级。
- **业绩超预期，Q3 业绩快速增长。**公司 2020 前三季度收入 33.49 亿元，同比-12.11%，归母净利润 7.12 亿元，同比-2.07%。单季度来看：2020Q3 收入 16.75 亿元，同比增加 17.94%，归母净利润 3.81 亿元，同比增加 51.33%。
- **线上高速增长，营收占比大幅提升。**2020 前三季度线上收入 7.02 亿元，同比增长 104.33%，收入占比由 2019 年同期 9.02%快速上升至 20.97%。2020Q3 仍保持高速增长，线上业务实现营收 3.15 亿元，同比增长 159.95%。公司持续加大力度布局直播带货，与淘宝、快手、抖音等主流平台以及头部 KOL 薇娅、李佳琦、辛巴等紧密合作，店铺直播累计引导销售数千万，实现品牌和销售的双丰收。
- **线下逐步恢复，线上线下协同。**2020 年 9 月末终端门店数量 4020 家（1-9 月净增加 9 家）。加盟业务恢复良好，2020Q3 实现营收 11.38 亿元，同比增长 9.88%。公司在发力线上同时，通过快递包裹附带门店优惠券、加微信好友构建私域流量池、主播线上发放门店代金券等方式，将线上流量引流至线下门店，实现线上线下融合发展。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险、金价波动风险等。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,870	5,439	5,215	6,971	8,096
(+/-)%	*28%*	*12%*	*-4%*	*34%*	*16%*
经营利润（EBIT）	955	1,180	1,278	1,655	2,019
(+/-)%	*42%*	*24%*	*8%*	*29%*	*22%*
净利润（归母）	806	991	1,087	1,392	1,721
(+/-)%	*36%*	*23%*	*10%*	*28%*	*24%*
每股净收益（元）	1.10	1.36	1.49	1.91	2.35
每股股利（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	19.6%	21.7%	24.5%	23.7%	24.9%
净资产收益率(%)	20.5%	21.0%	18.8%	19.4%	19.3%
投入资本回报率(%)	15.9%	19.1%	10.7%	10.6%	11.3%
EV/EBITDA	13.03	10.31	16.68	13.60	11.05
市盈率	22.36	18.18	16.57	12.94	10.47
股息率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	**30.56**
上次预测:	30.56
当前价格:	24.66

2020.11.01

交易数据

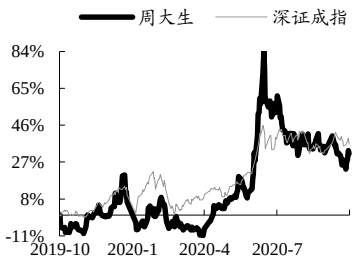
52 周内股价区间（元）	17.09-34.56
总市值（百万元）	18,022
总股本/流通 A 股（百万股）	731/723
流通 B 股/H 股（百万）	0/0
流通股比例	99%
日均成交量（百万股）	4.77
日均成交值（百万元）	124.48

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	5,086
每股净资产	6.96
市净率	3.5
净负债率	-34.04%

EPS（元）	2019A	2020E
Q1	0.27	0.14
Q2	0.38	0.31
Q3	0.35	0.53
Q4	0.36	0.51
全年	1.36	1.49

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-14%	32%
相对指数	-4%	-12%	-5%

相关报告

增速逐步回升，线上快速发展 2020.08.31

开店新高、线上加速，收入盈利反弹 2020.04.29

开店新高、线上加速，收入盈利反弹 2020.02.29

渠道持续高速扩张，同店底部待反弹 2019.10.30

真实收入增速不慢，黄金饰品提振利润 2019.08.25

模型更新时间：2020.11.01

股票研究

可选消费品

批零贸易业

周大生(002867)

评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**30.56**
上次预测:	30.56
当前价格:	24.66

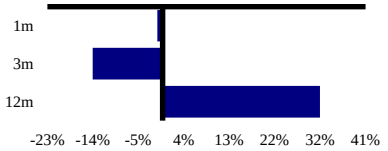
公司网址

www.chowtaiseng.com

公司简介

公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。“周大生”是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。

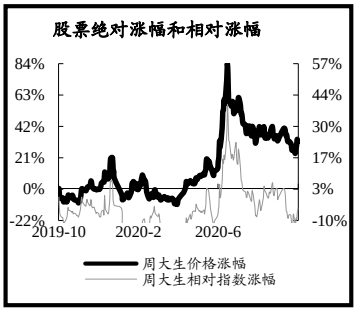
绝对价格回报（%）

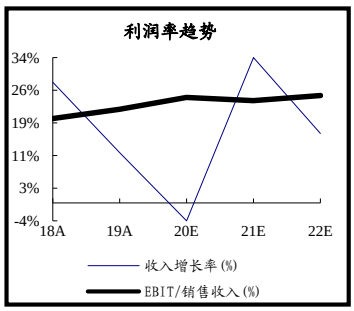


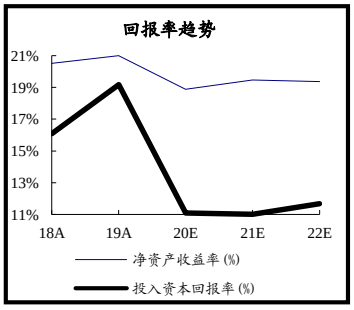
52 周内价格范围	17.09-34.56
市值（百万）	18,022

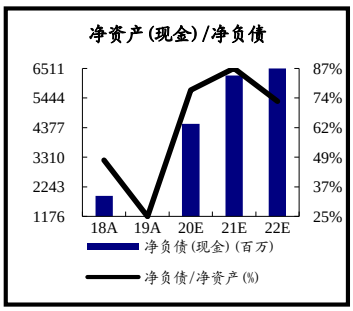
财务预测（单位：百万元）

损益表	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业总收入	**4,870**	**5,439**	**5,215**	**6,971**	**8,096**
营业成本	3,214	3,482	3,057	4,182	4,761
税金及附加	46	56	58	71	81
销售费用	519	587	704	906	1,052
管理费用	126	121	104	139	162
EBIT	**955**	**1,180**	**1,278**	**1,655**	**2,019**
公允价值变动收益	-4	19	0	0	0
投资收益	24	1	19	21	35
财务费用	26	8	0	0	0
营业利润	**1,026**	**1,257**	**1,387**	**1,788**	**2,193**
所得税	253	301	319	416	502
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	**806**	**991**	**1,087**	**1,392**	**1,721**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,086	1,294	75	300	551
其他流动资产	631	150	150	150	150
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产合计	29	32	32	32	32
无形及其他资产	1,335	708	708	708	708
资产合计	**5,887**	**5,922**	**10,344**	**13,471**	**15,453**
流动负债	1,904	1,153	4,487	6,221	6,482
非流动负债	15	26	27	27	28
股东权益	3,969	4,743	5,831	7,223	8,943
投入资本(IC)	**4,569**	**4,743**	**9,199**	**12,009**	**13,777**
现金流量表					
NOPLAT	727	905	988	1,274	1,562
折旧与摊销	37	44	0	0	0
流动资金增量	212	236	5,684	2,589	1,524
资本支出	-381	-181	20	20	30
自由现金流	**594**	**1,004**	**6,692**	**3,884**	**3,116**
经营现金流	367	798	-4,625	-1,234	138
投资现金流	-865	313	39	41	65
融资现金流	394	-903	3,368	1,418	47
现金流净增加额	**-105**	**208**	**-1,218**	**225**	**251**
财务指标					
成长性					
收入增长率	28.0%	11.7%	-4.1%	33.7%	16.1%
EBIT 增长率	41.9%	23.6%	8.3%	29.5%	22.0%
净利润增长率	36.2%	23.0%	9.7%	28.0%	23.6%
利润率					
毛利率	34.0%	36.0%	41.4%	40.0%	41.2%
EBIT 率	19.6%	21.7%	24.5%	23.7%	24.9%
净利润率	16.6%	18.2%	20.9%	20.0%	21.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.5%	21.0%	18.8%	19.4%	19.3%
总资产收益率(ROA)	13.7%	16.7%	10.5%	10.3%	11.1%
投入资本回报率(ROIC)	15.9%	19.1%	10.7%	10.6%	11.3%
运营能力					
存货周转天数	294.0	272.2	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	6.2	5.0	6.0	5.6	5.8
总资产周转周转天数	441.3	397.4	723.9	705.4	696.7
净利润现金含量	0.5	0.8	-4.3	-0.9	0.1
资本支出/收入	7.8%	3.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
偿债能力					
资产负债率	32.6%	19.9%	43.6%	46.4%	42.1%
净负债率	48.3%	24.8%	77.4%	86.5%	72.8%
估值比率					
PE	22.36	18.18	16.57	12.94	10.47
PB	5.12	2.95	3.11	2.51	2.02
EV/EBITDA	13.03	10.31	16.68	13.60	11.05
P/S	2.46	3.31	3.46	2.59	2.23
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测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、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com