

周大生(002867)

报告日期: 2020年9月1日

# 门店稳定显示根基扎实, 6月销售回正预示底部确认

## ——周大生半年报点评报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S123052007002  
☎️ : 陈腾曦、于健、辛泽熙  
✉️ : mali@stocke.com.cn

### 报告导读

公司中报显示业绩逐步企稳, Q2 营收利润降幅环比 Q1 大幅改善, 6 月单月销售已实现正增长!

详细数据: 20H1 实现营收 16.73 亿元, 同比下降 29.97%, 归母净利润 3.31 亿元, 同比下降 30.43%。单 Q2 实现营收 9.96 亿元, 同比下降 22.94%, 单 Q2 实现归母净利润 2.30 亿元, 同比下降 18.21%。

### 投资要点

#### □ 疫情影响逐步减弱, 线下终端销售恢复, 业绩降幅环比收窄

公司单 Q2 实现营收 9.96 亿元, 同比下降 22.94%, 降幅环比缩窄 15.31pct。核心业务分渠道来看, 线下销售恢复显著, 线上依旧处在高速增长状态。线下 20H1 加盟业务营收 8.58 亿元, 同比下降 38.00%; 自营(线下)营业收入 3.33 亿元, 同比下降 49.69%; 自营线上(互联网)业务营收继续保持较快增长, 20H1 营业收入 3.87 亿元, 同比增长 73.98%, 其中单 Q2 线上营收 1.85 亿, 同比增长 51.77%。难能可贵的是, 公司门店数量疫情期间基本保持稳定, 显示了公司作为行业龙头扎实的经营根基。结合公司 6 月单月销售增长回正的强劲表现, 公司业绩底部已确认, 在新一轮的复苏周期中, 向上动力值得期待。

#### □ 金价、渠道与产品结构的变化, 推动公司毛利率大幅提升

分类别来看, 20H1 素金类营收 6.57 亿, 镶嵌类营收 5.43 亿元, 品牌使用费收入 2.14 亿元, 分别占整体营业收入的 39.28%、32.42%、12.81%, 素金类产品收入、品牌使用费收入占比较 19H1 分别提高 9.79pct 和 5.44pct, 受疫情影响, 上半年大型订货会取消, 镶嵌类产品收入占比大幅下滑, 营收占比较 19H1 降低 21.83pct。从自营渠道来看, 金价上涨对素金类产品的毛利率有一定正面影响, 但一口价黄金销售比例的下降是拉自营线下业务毛利率提升的主因, 也说明了消费趋势的变化。线上来看我们预计是银饰品类的大幅增长带动了线上毛利率的拉升; 从加盟渠道来看, 金价上涨使得品牌使用费的计费基数提升, 品牌使用费占比的上涨使得加盟毛利率大幅上升(品牌使用费毛利率为 100%); 当然, 除上述因素以外, 公司产品力、品牌价值的提升是综合毛利率提升的最大基础。综合下来, 20H1 毛利率为 45.73%, 较 19H1 提高 8pct。公司销售收入下降导致销售费用率刚性上行, 但基于毛利率的提升, 公司整体净利润率基本保持稳定, Q2 单季度同比甚至有所提升。

#### □ 盈利预测及估值

公司属于品牌珠宝行业管理提升最为显著的企业, 黄金珠宝具备婚庆市场刚需属性, 下半年有望形成一定的消费回补, 6 月单月销售回正后, 我们认为季度业绩底部已现。我们看好公司接下来逐季好转过程中, 逐步展现行业白马龙头在复苏周期的竞争优势。预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 55.54/67.20/81.78 亿元, yoy+2.10%/+21.00%/+21.70%。2020-2022 年归母净利润分别为 10.03/12.27/14.93 亿元, yoy+1.21%/+22.26%/+21.73%。维持“买入”评级。

### 评级

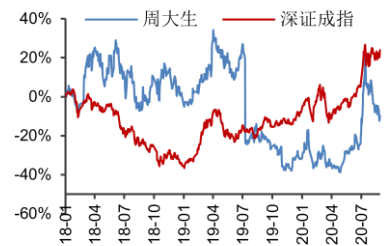
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥26.06

### 单季度业绩

### 元/股

2Q/2020	0.31
1Q/2020	0.14
4Q/2019	0.36
3Q/2019	0.35



### 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。

### 相关报告

- 《拓店望超预期, 将迎婚庆旺季》2020.05.25
- 《周大生(002867)19 年业绩快报点评: 19Q4 业绩超预期, “后疫情”婚庆刚需有望爆发》2020.03.01
- 《周大生(002867)深度报告: 加盟盈利能力持续提升, 驱动拓店速度有望超预期》2020.02.17

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈腾曦、于健、辛泽熙

**□ 风险提示:**

疫情反复，线下消费恢复不及预期；金价向下波动；门店扩张不及预期。

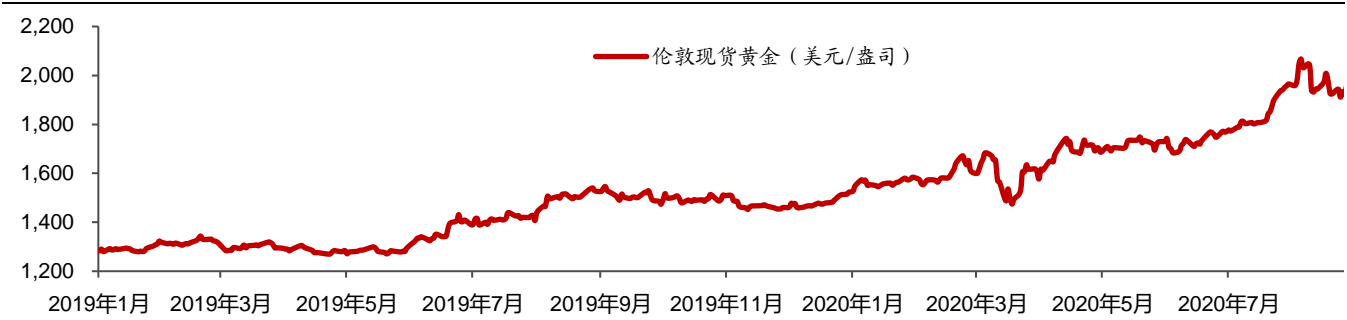
**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	5439	5554	6720	8178
(+/-)	11.69%	2.10%	21.00%	21.70%
净利润	991	1003	1227	1493
(+/-)	22.99%	1.21%	22.26%	21.73%
每股收益 (元)	1.36	1.37	1.68	2.04
P/E	18.59	18.36	15.02	12.34

**表 1: 社零数据金银珠宝类当月同比增速**

年度 月份	2019年												2020年						
	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月		
社零-金银珠宝类: 当月同比 (%)	4.4	-1.2	0.4	4.7	7.8	-1.6	-7.0	-6.6	-4.5	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.5		

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**图 1: 伦敦现货黄金金价上行**


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**表 2: 周大生三表摘要(单位: 百万元)**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019H1	2020H1
<b>利润表摘要</b>								
营业收入	1,097.43	1,292.18	1,420.59	1,629.09	677.64	995.75	2,389.61	1,673.39
YOY	17.04%	8.92%	0.22%	22.63%	-38.25%	-22.94%	12.51%	-29.97%
毛利率	37.35%	38.04%	35.14%	34.16%	43.35%	47.35%	37.73%	45.73%
毛利	409.94	491.57	499.21	556.50	293.74	471.44	901.51	765.18
YOY	25.20%	20.76%	2.81%	27.72%	-28.35%	-4.10%	22.74%	-15.12%
期间费用率	15.01%	12.51%	11.02%	15.11%	23.20%	16.17%	13.66%	19.02%
销售费用	136.46	122.05	116.55	211.96	134.96	138.26	258.51	273.22
销售费用率	12.43%	9.45%	8.20%	13.01%	19.92%	13.89%	10.82%	16.33%
管理费用	27.81	29.65	32.26	31.26	22.16	24.28	57.46	46.44
管理费用率	2.53%	2.29%	2.27%	1.92%	3.27%	2.44%	2.40%	2.78%
研发费用	2.28	3.62	2.23	5.19	3.36	2.10	5.90	5.46
研发费用率	0.21%	0.28%	0.16%	0.32%	0.50%	0.21%	0.25%	0.33%
财务费用	-1.86	6.38	5.46	-2.26	-3.29	-3.61	4.52	-6.90
财务费用率	-0.17%	0.49%	0.38%	-0.14%	-0.49%	-0.36%	0.19%	-0.41%
归母净利润	193.94	281.18	252.26	264.04	100.56	229.99	475.12	330.55
YOY	20.81%	46.16%	4.32%	24.91%	-48.15%	-18.21%	34.63%	-30.43%
归母净利率	17.67%	21.76%	17.76%	16.21%	14.84%	23.10%	19.88%	19.75%
扣非归母净利润	184.62	257.98	246.15	225.03	88.85	215.40	442.60	304.25
YOY	23.16%	39.40%	6.74%	21.02%	-51.87%	-16.51%	32.13%	-31.26%
扣非归母净利率	16.82%	19.96%	17.33%	13.81%	13.11%	21.63%	18.52%	18.18%
<b>资产负债表摘要</b>								
货币资金	798.30	1,349.43	1,009.69	1,293.50	873.62	1,008.78	1,349.43	1,008.78
应收票据及应收账款	170.31	102.29	71.99	75.51	109.79	86.60	102.29	86.60
YOY	17.27%	-3.85%	-29.53%	-9.31%	-35.54%	-15.34%	-3.85%	-15.34%
应付票据及应付账款	541.38	414.20	379.49	358.81	172.09	262.89	414.20	262.89
YOY	15.46%	-21.96%	-35.98%	-43.72%	-68.21%	-36.53%	-21.96%	-36.53%
预付账款	14.31	16.38	22.35	26.02	17.17	17.54	16.38	17.54
YOY	10.33%	64.62%	54.03%	16.11%	19.99%	7.08%	64.62%	7.08%
其他应付账款	311.03	602.45	295.67	316.19	334.71	298.02	602.45	298.02
存货	2,827.95	2,549.44	2,735.47	2,597.11	2,552.76	2,561.74	2,549.44	2,561.74
<b>现金流量表摘要</b>								
经营性现金流净额	-328.73	519.53	338.67	268.31	-67.15	393.85	190.80	326.70
投资性现金流净额	171.07	235.51	-207.17	113.18	-351.85	71.12	406.58	-280.73
筹资性现金流净额	-129.39	-204.14	-471.38	-97.65	-1.23	-329.78	-333.53	-331.01

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**表 3：经营数据拆分（单位：百万元）**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019H1	2020H1
<b>门店</b>								
自营门店期末数量	296	295	289	278	267	257	295	257
加盟门店期末数量	3161	3304	3498	3733	3735	3748	3304	3748
自营门店数量(报告期平均数)							297	265
单店收入(万元)							222.58	125.50
yoy							0.15%	-43.62%
<b>分业务营收拆分</b>								
自营（线下）			217.80	216.30			661.06	332.57
yoy			-13.25%	-18.32%			8.17%	-49.69%
互联网（线上）	93.97	128.35	121.30	157.41	192.00	194.80	222.32	386.80
yoy			53.58%	48.74%	104.32%	51.77%	34.71%	73.98%
加盟业务			-1,142.50	3,379.14			1,384.49	858.33
yoy			-208.51%	267.06%			8.72%	-38.00%
供应链服务			13.93	16.76			31.85	19.71
yoy			22.19%	22.51%			43.42%	-38.13%
小贷金融			6.29	6.92			12.29	15.73
yoy			563.08%	79.27%			7069.20%	27.99%
其他业务			25.89	30.46			77.59	60.25
yoy			16.57%	54.54%			49.27%	-22.35%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 4：营收分产品拆分(单位：百万元)**

	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
素金首饰类	502.69	484.45	580.46	556.25	704.64	880.29	657.25
yoy	19.98%		15.47%	14.82%	21.39%	58.25%	-6.73%
/营收	30.05%	22.72%	27.33%	20.26%	29.49%	28.85%	39.28%
镶嵌首饰类	935.70	1,379.05	1,251.81	1,830.76	1,296.29	1,702.81	542.53
yoy	26.74%		33.78%	32.76%	3.55%	-6.99%	-58.15%
/营收	55.94%	64.67%	58.94%	66.67%	54.25%	55.84%	32.42%
其他首饰类	1.05	1.44	1.01	1.91	4.81	16.39	82.08
yoy	38.96%		-3.81%	32.64%	376.24%	758.12%	1606.38%
/营收	0.06%	0.07%	0.05%	0.07%	0.20%	0.54%	4.90%
品牌使用费	123.32	138.48	150.34	179.55	176.11	225.56	214.40
yoy	34.75%		21.91%	29.66%	17.14%	25.63%	21.75%
/营收	7.37%	6.49%	7.08%	6.54%	7.37%	7.41%	12.81%
加盟管理服务费	55.99	80.04	66.01	105.68	86.03	124.39	81.44
yoy	10.33%		17.90%	32.03%	30.33%	17.70%	-5.33%
/营收	3.35%	3.75%	3.11%	3.85%	3.60%	4.07%	4.87%
供应链服务		5.86	22.21	25.08	31.85	30.69	19.71
yoy				327.99%	43.40%	22.37%	-38.13%
/营收		0.27%	2.45%	0.91%	1.33%	1.01%	1.18%
小贷金融			0.17	4.81	12.29	13.21	15.73
yoy					7069.20%	174.64%	27.99%
/营收			0.01%	0.18%	0.51%	0.43%	0.94%
其他业务服务	53.93	43.44	51.98	41.92	77.59	56.35	60.25
yoy	14.78%		-3.62%	-3.50%	49.27%	34.42%	-22.35%
/营收	3.22%	2.04%	2.45%	1.53%	3.25%	1.85%	3.60%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4162	5087	6397	8041
现金	1294	2292	3054	4078
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	76	69	68	72
其它应收款	20	20	24	30
预付账款	26	28	32	39
存货	2597	2527	3053	3652
其他	150	151	166	170
<b>非流动资产</b>	1760	1971	2114	2194
金额资产类	0	30	35	45
长期投资	1	1	1	1
固定资产	32	166	211	250
无形资产	435	516	626	678
在建工程	171	161	149	135
其他	1121	1097	1092	1085
<b>资产总计</b>	5922	7058	8510	10235
<b>流动负债</b>	1153	1194	1418	1648
短期借款	0	50	20	0
应付款项	359	457	552	670
预收账款	115	127	156	183
其他	679	560	690	795
<b>非流动负债</b>	26	18	20	21
长期借款	0	0	0	0
其他	26	18	20	21
<b>负债合计</b>	1179	1212	1437	1669
少数股东权益	33	33	33	33
归属母公司股东权	4710	5813	7040	8533
<b>负债和股东权益</b>	5922	7058	8510	10235
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	798	1165	929	1118
净利润	991	1003	1227	1493
折旧摊销	44	37	46	50
财务费用	8	(16)	(29)	(43)
投资损失	(1)	(7)	(9)	(9)
营运资金变动	252	54	196	203
其它	(497)	94	(502)	(576)
<b>投资活动现金流</b>	313	(264)	(185)	(127)
资本支出	(124)	(130)	(45)	(40)
长期投资	702	(30)	(5)	(10)
其他	(266)	(105)	(135)	(77)
<b>筹资活动现金流</b>	(903)	98	18	32
短期借款	(600)	50	(30)	(20)
长期借款	0	0	0	0
其他	(303)	48	48	52
<b>现金净增加额</b>	208	998	762	1023

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	5439	5554	6720	8178
营业成本	3482	3510	4240	5144
营业税金及附加	56	55	67	82
营业费用	587	666	786	949
管理费用	121	142	161	196
研发费用	13	14	16	20
财务费用	8	-16	-29	-43
资产减值损失	12	28	35	34
公允价值变动损益	19	19	19	19
投资净收益	1	7	9	9
其他经营收益	77	97	99	94
<b>营业利润</b>	1257	1278	1569	1918
营业外收支	35	30	30	28
<b>利润总额</b>	1292	1308	1599	1946
所得税	301	304	372	453
<b>净利润</b>	991	1003	1227	1493
少数股东损益	-0.09	-0.10	-0.12	-0.14
<b>归属母公司净利润</b>	991	1003	1227	1493
<b>EBITDA</b>	1317	1319	1606	1943
<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.36	1.37	1.68	2.04
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.69%	2.10%	21.00%	21.70%
营业利润	22.53%	1.61%	22.79%	22.24%
归属母公司净利润	22.99%	1.21%	22.26%	21.73%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.98%	36.80%	36.90%	37.10%
净利率	18.23%	18.07%	18.25%	18.26%
ROE	22.76%	18.95%	18.99%	19.10%
ROIC	20.09%	16.54%	16.72%	16.80%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.90%	17.17%	16.89%	16.31%
净负债比率	0.00%	4.13%	1.39%	0.00%
流动比率	3.61	4.26	4.51	4.88
速动比率	1.36	2.14	2.36	2.66
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.92	0.86	0.86	0.87
应收帐款周转率	69.14	73.02	79.14	80.14
应付帐款周转率	7.25	9.43	9.12	9.14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.36	1.37	1.68	2.04
每股经营现金	1.09	1.59	1.27	1.53
每股净资产	6.44	7.95	9.63	11.67
<b>估值比率</b>				
P/E	18.59	18.36	15.02	12.34
P/B	3.91	3.17	2.62	2.16
EV/EBITDA	9.73	12.36	9.67	7.46

资料来源: 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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资目的、财务状况和特定需求。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、自营部门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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>