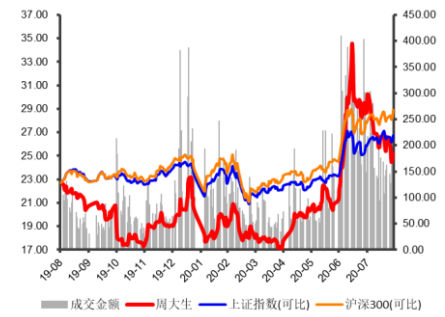
零售　周大生（002867.SZ）　维持评级

报告原因：中报点评　**线上业务高速增长，产品结构优化贡献毛利提升**　**买入**

2020 年 8 月 31 日　**公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 28 日

收盘价(元)：	25.21
年内最高/最低（元）：	35.04/16.45
流通 A 股/总股本（亿）：	7.23/7.31
流通 A 股市值（亿）：	182
总市值（亿）：	184

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.45
每股净资产(元)：	6.42
净资产收益率：	7.03%

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 8 月 31 日发布 2020 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 16.73 亿元，同比下降 29.97%；归属母公司股东的净利润 3.31 亿元，同比下降 30.43%。

事件点评

- **Q2 经营情况环比改善，结构因素毛利率大幅提升。**由于珠宝首饰行业受疫情影响较为明显，疫情防控形势下公司门店销售、市场拓展和供应链等主要经营活动基本停滞或延后，上半年公司经营情况同比下滑，但环比有所改善。分季度看，Q1/Q2 营收端同比分别下降 38.25%/22.94%，归母净利润方面同比分别下降 48.15%/18.21%，同时 6 月份单月销售实现正增长，二季度环比改善态势向好。上半年整体毛利率为 45.73%，同比提升 8pct，主要受到自营线上业务收入占比上升较快，同时由于金价稳步上涨以及素金类产品结构变化，带动素金产品毛利及品牌使用费对毛利额贡献上升明显，整体毛利率水平较上年大幅提升。
- **收入下降致期间费用率、经营现金流同比提升。**公司上半年销售/管理/财务费用率分别是 16.33%/2.78%/-0.41%，其中销售费率同比提升 5.5pct，受到广告宣传、平台佣金等费用增长较多，同时收入同比下降导致费率上涨；管理费用同比下降 19.17%，主要由于上半年第一期股权激励股份支付分摊费用同比减少所致，但收入下降影响管理费率同比提升 0.37pct；财务费率同比下降 0.6pct，主要系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。上半年公司经营活动现金流同比增长 71.22%，主要由于销售及备货量下降使得采购支出同比下降幅度较大所致。
- **门店拓展增速放缓，撤店数量同比上升。**受疫情及市场环境变化等因素影响，公司上半年市场拓展及开店筹备工作节奏有所放缓。上半年末终端门店数量 4005 家，较年初减少 6 家，其中新增门店 149 家，同比出现较大降幅，主要由于上半年部分新开店计划受疫情防控影响延后所致；还有撤减门店 155 家，撤店数量同比有所上升，关闭门店营收水平影响额占比为 3.58%，影响较小。按门店分类看，上半年自营线下业务营收同比下降 49.69%，主要由于公司自营门店主要分布于一二线中心城市，疫情防控工作使得自营门店销售业务一度停滞，影响尤为明显；加盟业务营收同比下降 38%，公司加盟门店相对分散于全国

各非重点疫情防控地域，部分地区正常的商业活动相对恢复较快，受到的影响整体上相对较小。

- **线上业务高速增长，素金产品占比提升。**新冠疫情使得消费行为加速转变，公司对线上渠道更加重视，不断创新营销手段，积极推进新零售，加强线上业务，上半年公司自营线上业务营业收入同比增长73.98%，保持较快发展速度。直播带货等新销售形式快速升温，得益于近年来对直播带货的重视和提前布局，公司在上半年直播带货风口上取得了较大的先发优势。上半年公司自营线上营收同比增长 73.98%，线上营收占比提升 12.45pct 至 23.12%。上半年线上业务累计销量为125.54 万件，其中镶嵌类销量件数同比增长 243.79%，销售收入 5,799.9 万元，但产品占比同比有所下降；素金类首饰销售件数同比增长29.75%，销售收入 2.47 亿元，素金类产品收入占比同比提高；其他类（以银饰等为主）产品销售件数 83.88 万件，实现销售收入 8,153.37 万元，同比分别大幅增长 2,784.31%、1,782.59%。以销售渠道划分，线上销售主要集中在天猫旗舰店、周大生集市店、周大生饰品旗舰店等渠道，上半年销售收入渠道占比分别为 74.18%、10.11%、9.11%。

投资建议

- 公司采取轻资产、整合运营型经营策略，专注于品牌运营、渠道管理、产品研发和供应链整合，稳步扩大市场份额，在品牌集中度提升的同时更加强调拓店质量。上半年疫情影响公司营收下降明显，但受益于收入结构变化、盈利水平提升、成本费用合理控制等因素，公司核心业务加速恢复。我们看好公司持续强化渠道+产品+供应链管理的核心竞争能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.42/1.75/2.08 元，对应公司 8 月 28 日收盘价 25.21 元，2020-2022 年 PE 分别为 17.76X/14.44X/12.31X，维持“买入”评级。

存在风险

- 疫情影响宏观经济增速承压；连锁经营及加盟管理风险；委外生产及产品质量控制风险。

表 1 公司盈利能力变化情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2
营业总收入（亿元）	**16.73**	**6.78**	**54.39**	**38.10**	**23.90**
同比（%）	**-29.97%**	**-38.25%**	**11.69%**	**7.59%**	**12.51%**
营业成本	9.08	3.84	34.82	24.09	14.88
毛利率（%）	**45.73%**	**43.35%**	**35.98%**	**36.76%**	**37.73%**
销售费用	2.73	1.35	5.87	3.75	2.59
管理费用	0.46	0.22	1.21	0.90	0.57
研发费用	0.05	0.03	0.13	0.08	0.06
财务费用	-0.07	-0.03	0.08	0.10	0.05
期间费用率	**19.02%**	**23.20%**	**13.40%**	**12.67%**	**13.66%**
净利润	3.30	1.00	9.91	7.27	4.75
归母净利润	**3.31**	**1.01**	**9.91**	**7.27**	**4.75**
同比（%）	**-30.43%**	**-48.15%**	**22.99%**	**22.31%**	**34.63%**
扣非后归母净利润	**3.04**	**0.89**	**9.14**	**6.89**	**4.43**
同比（%）	-31.26	-51.87	21.59	21.78	32.13
每股收益：					
基本每股收益	0.4500	0.1400	1.3700	1.0100	0.6500
稀释每股收益	0.4600	0.1400	1.3700	1.0100	0.6600

数据来源：Wind,山西证券研究所

表 2 公司主营业务构成

	金额（亿元）	营收占比	同比增减	毛利率	毛利率同比增减
营业总收入	16.73	100%	-29.97%		
分产品					
素金首饰	6.57	39.28%	-6.73%	23.88%	0.98%
镶嵌首饰	5.43	32.42%	-58.15%	29.90%	2.02%
其他首饰	0.82	4.91%	1606.38%		
加盟管理服务	0.81	4.87%	-5.33%		
品牌使用费	2.14	12.81%	21.75%	100.00%	0.00%
供应链服务	0.20	1.18%	-38.13%		
小贷金融	0.16	0.94%	27.99%		
其他业务收入	0.60	3.60%	-22.35%		
分地区					
东北	0.62	3.71%	-51.08%		
华北	2.42	14.48%	-41.40%	44.44%	7.06%
华东	3.31	19.80%	-41.90%	43.28%	9.10%
华南	5.10	30.45%	28.76%	41.45%	-0.08%
华中	2.31	13.81%	-44.59%	50.37%	12.25%
西北	1.14	6.80%	-33.41%		
西南	1.83	10.94%	-37.95%	56.99%	16.00%
分渠道模式					

自营（线下）	3.33	19.87%	-49.69%	37.79%	6.23%
互联网（线上）	3.87	23.12%	73.98%	35.62%	7.04%
加盟	8.58	51.29%	-38.00%	47.73%	10.45%

数据来源：公司中报，山西证券研究所

表 3 公司可比店店效分析

2020Q2	平均店数	单店收入（万元）	单店收入同比	单店毛利（万元）	单店毛利同比
自营店	265	125.50	-43.62%	47.43	-32.50%
其中：镶嵌首饰		27.44	-47.97%	17.00	-46.47%
素金首饰		97.97	-42.26%	30.36	-20.94%
加盟店	3,740	22.95	-46.76%	10.95	-31.83%
其中：镶嵌首饰		11.01	-68.17%	2.44	-68.83%
品牌使用费		5.73	4.56%	5.73	4.56%
加盟管理服务费		2.18	-18.70%	2.18	-18.70%

数据来源：公司中报，山西证券研究所

表 4 门店变动情况

2020Q2	增加	减少	期末数量
加盟店	45	130	3748
直营店	4	25	257
合计	49	155	4005

数据来源：公司中报，山西证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,162	5,017	5,338	5,461
现金	1,294	1,794	1,886	1,908
应收账款	94	133	141	166
其他应收款	20	22	24	30
预付账款	26	35	46	56
存货	2,607	2,962	3,459	4,037
其他流动资产	121	72	(219)	(737)
非流动资产	1,760	1,872	2,538	3,534
长期投资	1	1	1	1
固定资产	32	30	28	26
无形资产	435	406	379	354
其他非流动资产	1,292	1,435	2,130	3,154
资产总计	5,922	6,889	7,876	8,995
流动负债	1,153	1,415	1,579	1,718
短期借款	0	0	0	0
应付账款	323	642	680	727
其他流动负债	829	774	899	990

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,439	5,958	7,083	8,389
营业成本	3,482	3,724	4,404	5,199
营业税金及附加	56	60	71	84
销售费用	587	661	776	918
管理费用	121	125	145	179
财务费用	8	(6)	(7)	(7)
资产减值损失	(12)	9	2	1
公允价值变动收益	19	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	1,257	1,386	1,693	2,017
营业外收入	35	9	9	9
营业外支出	0	11	0	0
利润总额	1,292	1,384	1,701	2,025
所得税	301	346	425	506
净利润	991	1,038	1,276	1,519
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	991	1,038	1,276	1,519

非流动负债	26	17	19	20
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	17	19	20
负债合计	1,179	1,433	1,598	1,737
少数股东权益	33	33	33	33
股本	731	731	731	731
资本公积	1,650	1,650	1,650	1,650
留存收益	2,408	3,043	3,864	4,844
归属母公司股东权益	4,710	5,424	6,245	7,225
负债和股东权益	5,922	6,889	7,876	8,995

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	798	774	561	542
净利润	991	1,038	1,276	1,519
折旧摊销	44	31	29	27
财务费用	17	(6)	(7)	(7)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(565)	(297)	(738)	(997)
其他经营现金流	311	9	2	1
投资活动现金流	313	1	1	1
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	313	1	1	1
筹资活动现金流	(903)	(397)	(448)	(532)
短期借款	(600)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	246	(0)	0	0
资本公积增加	(172)	0	0	0
其他筹资现金流	(377)	(397)	(448)	(532)
现金净增加额	208	378	114	11

EBITDA	1,246	1,411	1,715	2,037
EPS（元）	1.36	1.42	1.75	2.08

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	11.69%	9.54%	18.87%	18.45%
营业利润	22.53%	10.19%	22.17%	19.14%
归属于母公司净利润	22.99%	4.66%	22.96%	19.05%
获利能力				
毛利率(%)	35.98%	37.50%	37.82%	38.03%
净利率(%)	18.23%	17.42%	18.01%	18.11%
ROE(%)	20.90%	19.02%	20.32%	20.93%
ROIC(%)	38.67%	43.81%	35.17%	39.06%
偿债能力				
资产负债率(%)	19.90%	20.80%	20.29%	19.31%
净负债比率(%)	0.53%	-11.28%	-7.22%	-4.27%
流动比率	3.61	3.55	3.38	3.18
速动比率	1.35	1.45	1.19	0.83
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.93	0.96	0.99
应收账款周转率	69.14	64.26	62.24	66.35
应付账款周转率	11.32	12.35	10.72	11.92
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.42	1.75	2.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.06	0.77	0.74
每股净资产(最新摊薄)	6.45	7.42	8.55	9.89
估值比率				
P/E	18.6	17.8	14.4	12.1
P/B	3.9	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	9.28	11.77	9.36	7.50

数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336