

# 周大生 (002867)

证券研究报告

2018 年 09 月 21 日

## 4.04 亿受让 “I Do” 母公司恒信玺利 16.6%股权，错位协同加速向上！

**4.04 亿受让 “I Do” 母公司恒信玺利 16.6%股权。**公告公司及全资子公司“宝通天下”与天津红杉及杨涛签订“风创新能”的转让协议，以自有现金 4.04 亿受让标的公司（风创新能）100%财产份额和所有权益（公司持比 99.59%，宝通天下持比 0.41%），风创新能持恒信玺利 16.6%股权，此外无其他资产。因此，交易完成后公司及宝通天下间接持有恒信玺利 16.6%股权，成其第二大股东。

**恒信玺利：**主要从事钻石珠宝首饰的研发设计和销售，针对不同目标市场打造了“恒信”、“I Do”、“ooh Dear”等品牌，主要产品涵盖钻石镶嵌类戒指、项链、耳饰、手链、吊坠等。17 年深入推进媒介互动，扩大品牌传播与营销，成功植入《春娇救志明》、《人间至味是清欢》等知名影视剧，并强化明星婚戒定制等加强品牌曝光度。目前门店已基本覆盖全国一线、省会等经济发达城市，截至上半年达 641 家。公司 2017 营收 16.44 亿，归母净利 2.80 亿；2018H1 营收 7.16 亿，归母净利 1.27 亿。本次收购价格对应 2017 年 8.69\*PE。

**长期逻辑：**联手恒信玺利强化一二线市场，顺应消费升级丰富产品线打造优质镶嵌珠宝！

①**引入恒信玺利，渠道网点进一步加密，区域错位协同强化增长。**公司自身以三四线为主，渠道下沉充分，截至 18 年 7 月底，总店数 3014 家，2018 年净增门店 290 家；8 月新增自营 5 家，预计 8 月底，门店净增有望突破 300 家。恒信玺利主打高端品牌路线，门店遍布国内一二线城市，600 多家增量门店错位布局联动发展。

②**镶嵌品类为主，迎合消费主力切换下珠宝首饰需求变化。**公司产品结构中具有高盈利能力的镶嵌品类占比 60%左右；并独家引入比利时“LOVE100”百面切工技术，率先提出“情景风格珠宝”概念，不断拓展年轻客群。收购恒信玺利引入“恒信”、“I Do”中高端品牌，产品条线丰富，多样化营销扩大品牌知名度，协同布局满足差异化需求。

③**激励绑定利益谋求持续成长。**公司先后推出限制性股票激励计划和员工持股计划，第一期员工持股计划已于 7 月完成，充分绑定核心管理层和员工利益，为公司长期发展提供稳定动力。

**维持买入评级。**本次交易为公司上市后首起并购，收购资产优质与公司自身形成较好协同，互补增长空间可期，投资收益有所增加，上调盈利预测，预计 18-20 年净利分别为 7.8/9.8/11.7 亿，当前市值对应 18/14/12\*PE，维持买入评级。

**风险提示：**加盟终端销售低迷；门店拓展不达预期等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,901.80	3,805.45	5,068.85	6,640.20	8,300.25
增长率(%)	6.33	31.14	33.20	31.00	25.00
EBITDA(百万元)	534.44	686.36	1,001.98	1,276.70	1,550.62
净利润(百万元)	426.67	592.07	778.00	977.80	1,171.12
增长率(%)	20.84	38.77	31.40	25.68	19.77
EPS(元/股)	0.88	1.22	1.60	2.01	2.41
市盈率(P/E)	33.10	23.86	18.16	14.45	12.06
市净率(P/B)	8.76	4.18	3.65	3.26	2.85
市销率(P/S)	4.87	3.71	2.79	2.13	1.70
EV/EBITDA	0.00	17.13	13.21	9.88	8.83

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.10 元
目标价格	44 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	485.38
流通 A 股股本(百万股)	163.08
A 股总市值(百万元)	14,124.54
流通 A 股市值(百万元)	4,745.52
每股净资产(元)	7.13
资产负债率(%)	33.01
一年内最高/最低(元)	36.89/25.51

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
吴晓楠	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517050001	
wuxiaonan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《周大生-季报点评:18Q1 收入增 16.91%，净利增 28.74%，加盟提速+内部激励带动业绩持续向好！》2018-04-28
- 《周大生-年报点评报告:加盟扩张+消费升级带动归母净利同比增 39%，员工持股落地形成催化！》2018-04-17
- 《周大生-首次覆盖报告:知名镶嵌珠宝品牌，渠道扩张巩固领先地位》2017-05-15

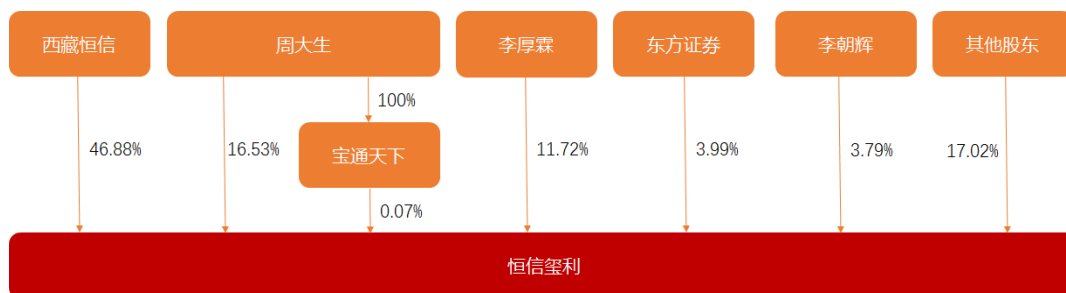
资料来源：wind，天风证券研究所 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

4.04 亿受让 “I Do” 母公司恒信玺利 16.6% 股权。公告公司及全资子公司 “宝通天下” 与天津红杉及杨涛签订 “风创新能” 的转让协议，以自有现金 4.04 亿受让标的公司（风创新能）100% 财产份额和所有权益（公司持比 99.59%，宝通天下持比 0.41%），风创新能持恒信玺利 16.6% 股权，此外无其他资产。因此，交易完成后公司及宝通天下间接持有恒信玺利 16.6% 股权，成其第二大股东。

图 1：转让完成后周大生及其全资子公司持有恒信玺利 16.6% 股权，为第二大股东



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**恒信玺利：**主要从事钻石珠宝首饰的研发设计和销售，针对不同目标市场打造了 “恒信”、“I Do”、“ooh Dear” 等品牌，主要产品涵盖钻石镶嵌类戒指、项链、耳饰、手链、吊坠等。17 年深入推进媒介互动，扩大品牌传播与营销，成功植入《春娇救志明》、《人间至味是清欢》等知名影视剧，并强化明星婚戒定制等加强品牌曝光度。目前门店已基本覆盖全国一线、省会等经济发达城市，截至上半年达 641 家。公司 2017 营收 16.44 亿，归母净利 2.80 亿；2018H1 营收 7.16 亿，归母净利 1.27 亿。本次收购价格对应 2017 年 8.69\*PE。

**长期逻辑：联手恒信玺利强化一二线市场，顺应消费升级丰富产品线打造优质镶嵌珠宝！**

①引入恒信玺利，渠道网点进一步加密，区域错位协同强化增长。公司自身以三四线为主，渠道下沉充分，截至 18 年 7 月底，总店数 3014 家，2018 年净增门店 290 家；8 月新增自营 5 家，预计 8 月底，门店净增有望突破 300 家。恒信玺利主打高端品牌路线，门店遍布国内一二线城市，600 多家增量门店错位布局联动发展。

②镶嵌品类为主，迎合消费主力切换下珠宝首饰需求变化。公司产品结构中具有高盈利能力的镶嵌品类占比 60% 左右；并独家引入比利时 “LOVE100” 百面切工技术，率先提出 “情景风格珠宝” 概念，不断拓展年轻客群。收购恒信玺利引入 “恒信”、“I Do” 中高端品牌，产品条线丰富，多样化营销扩大品牌知名度，协同布局满足差异化需求。

③激励绑定利益谋求持续成长。公司先后推出限制性股票激励计划和员工持股计划，第一期员工持股计划已于 7 月完成，充分绑定核心管理层和员工利益，为公司长期发展提供稳定动力。

**维持买入评级。**本次交易为公司上市后首起并购，收购资产优质与公司自身形成较好协同，互补增长空间可期，投资收益有所增加，上调盈利预测，预计 18-20 年净利分别为 7.8/9.8/11.7 亿，当前市值对应 18/14/12\*PE，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	423.10	1,191.13	608.46	1,212.70	664.02
应收账款	75.87	111.88	180.25	184.36	263.52
预付账款	3.30	11.05	5.00	15.02	12.43
存货	1,619.04	2,106.04	3,154.77	3,610.39	4,959.65
其他	47.50	462.78	206.55	239.75	303.54
<b>流动资产合计</b>	<b>2,168.82</b>	<b>3,882.88</b>	<b>4,155.03</b>	<b>5,262.21</b>	<b>6,203.17</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	15.49	30.85	54.23	97.08	138.60
在建工程	0.00	3.57	38.14	70.88	72.53
无形资产	152.21	152.50	144.89	137.29	129.69
其他	35.46	311.14	297.79	299.64	297.67
<b>非流动资产合计</b>	<b>203.16</b>	<b>498.05</b>	<b>535.06</b>	<b>604.89</b>	<b>638.50</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,371.98</b>	<b>4,380.94</b>	<b>4,690.08</b>	<b>5,867.10</b>	<b>6,841.67</b>
短期借款	120.00	0.00	0.00	0.00	525.76
应付账款	385.28	726.93	515.02	1,180.28	1,006.36
其他	242.45	259.27	297.10	336.80	333.67
<b>流动负债合计</b>	<b>747.73</b>	<b>986.20</b>	<b>812.12</b>	<b>1,517.09</b>	<b>1,865.78</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.24	13.10	12.62	12.65	12.79
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.24</b>	<b>13.10</b>	<b>12.62</b>	<b>12.65</b>	<b>12.79</b>
<b>负债合计</b>	<b>759.97</b>	<b>999.30</b>	<b>824.74</b>	<b>1,529.74</b>	<b>1,878.58</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	401.00	477.85	485.38	485.38	485.38
资本公积	294.16	1,681.58	1,681.58	1,681.58	1,681.58
留存收益	1,211.01	2,903.79	3,379.96	3,851.98	4,477.71
其他	(294.16)	(1,681.58)	(1,681.58)	(1,681.58)	(1,681.58)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,612.01</b>	<b>3,381.64</b>	<b>3,865.34</b>	<b>4,337.36</b>	<b>4,963.09</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,371.98</b>	<b>4,380.94</b>	<b>4,690.08</b>	<b>5,867.10</b>	<b>6,841.67</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	426.67	592.07	778.00	977.80	1,171.12
折旧摊销	29.28	26.36	9.65	12.01	14.43
财务费用	5.90	5.01	(6.56)	(6.64)	0.07
投资损失	11.15	(22.37)	(31.20)	(34.50)	(35.60)
营运资金变动	34.13	(626.41)	(1,077.76)	228.39	(1,662.80)
其它	(89.09)	380.18	39.16	(11.33)	(5.50)
<b>经营活动现金流</b>	<b>418.05</b>	<b>354.86</b>	<b>(288.72)</b>	<b>1,165.74</b>	<b>(518.29)</b>
资本支出	7.33	31.03	60.49	79.96	49.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.56	(674.81)	(93.37)	(124.54)	(63.52)
<b>投资活动现金流</b>	<b>15.89</b>	<b>(643.79)</b>	<b>(32.88)</b>	<b>(44.57)</b>	<b>(13.66)</b>
债权融资	120.00	0.00	26.67	8.89	537.61
股权融资	(9.32)	1,470.62	14.09	6.64	(0.07)
其他	(472.59)	(413.16)	(301.82)	(532.45)	(554.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(361.91)</b>	<b>1,057.47</b>	<b>(261.07)</b>	<b>(516.92)</b>	<b>(16.74)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>72.03</b>	<b>768.54</b>	<b>(582.67)</b>	<b>604.24</b>	<b>(548.68)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,901.80</b>	<b>3,805.45</b>	<b>5,068.85</b>	<b>6,640.20</b>	<b>8,300.25</b>
营业成本	1,905.38	2,573.30	3,406.27	4,429.01	5,561.17
营业税金及附加	25.08	38.11	41.47	59.41	75.10
营业费用	382.18	445.53	593.06	776.90	987.73
管理费用	59.87	75.71	96.31	126.16	158.53
财务费用	9.32	(6.36)	(6.56)	(6.64)	0.07
资产减值损失	(6.12)	17.90	9.78	7.19	11.62
公允价值变动收益	(1.52)	(3.59)	39.16	(11.33)	(5.50)
投资净收益	(11.15)	22.37	31.20	34.50	35.60
其他	25.33	(142.85)	(140.72)	(46.34)	(60.20)
<b>营业利润</b>	<b>513.43</b>	<b>785.33</b>	<b>998.89</b>	<b>1,271.34</b>	<b>1,536.12</b>
营业外收入	54.13	8.56	40.22	34.31	27.70
营业外支出	0.61	3.31	1.78	1.90	2.33
<b>利润总额</b>	<b>566.95</b>	<b>790.58</b>	<b>1,037.33</b>	<b>1,303.74</b>	<b>1,561.49</b>
所得税	140.28	198.51	259.33	325.93	390.37
<b>净利润</b>	<b>426.67</b>	<b>592.07</b>	<b>778.00</b>	<b>977.80</b>	<b>1,171.12</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>426.67</b>	<b>592.07</b>	<b>778.00</b>	<b>977.80</b>	<b>1,171.12</b>
每股收益（元）	0.88	1.22	1.60	2.01	2.41

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.33%	31.14%	33.20%	31.00%	25.00%
营业利润	23.72%	52.96%	27.19%	27.27%	20.83%
归属于母公司净利润	20.84%	38.77%	31.40%	25.68%	19.77%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.34%	32.38%	32.80%	33.30%	33.00%
净利率	14.70%	15.56%	15.35%	14.73%	14.11%
ROE	26.47%	17.51%	20.13%	22.54%	23.60%
ROIC	30.82%	46.01%	39.60%	31.81%	40.70%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.04%	22.81%	17.58%	26.07%	27.46%
净负债率	9.73%	6.41%	-4.96%	4.37%	6.21%
流动比率	2.90	3.94	5.12	3.47	3.32
速动比率	0.74	1.80	1.23	1.09	0.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	34.63	40.54	34.70	36.42	37.06
存货周转率	1.92	2.04	1.93	1.96	1.94
总资产周转率	1.28	1.13	1.12	1.26	1.31
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.88	1.22	1.60	2.01	2.41
每股经营现金流	0.86	0.73	-0.59	2.40	-1.07
每股净资产	3.32	6.97	7.96	8.94	10.23
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.10	23.86	18.16	14.45	12.06
市净率	8.76	4.18	3.65	3.26	2.85
EV/EBITDA	0.00	17.13	13.21	9.88	8.83
EV/EBIT	0.00	17.45	13.34	9.98	8.92

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com