

业绩基本符合预期，收入端表现平淡

——明牌珠宝 (002574.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

◆1H2019 公司营收同比减少 11.31%，归母净利润同比增长 20.66%

公司发布 2019 年中报：1H2019 实现营业收入 21.13 亿元，同比减少 11.31%；实现归母净利润 7262 万元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.14 元，同比增长 20.66%；实现扣非归母净利润 6348 万元，同比增长 282.18%，业绩基本符合预期。

单季度拆分来看，2Q2019 实现营业收入 8.81 亿元，同比减少 22.16%；实现归母净利润 3040 万元，同比增长 28.16%；实现扣非归母净利润 2594 万元，而 2Q2018 扣非归母净利润为-1416 万元。

◆综合毛利率上升 2.74 个百分点，期间费用率上升 1.69 个百分点

1H2019 公司综合毛利率为 11.00%，较上年同期上升 2.74 个百分点，主要原因为高毛利制品营收比例提升及黄金制品毛利率提升。

1H2019 公司期间费用率为 7.46%，较上年同期上升 1.69 个百分点，其中，销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 5.96%/1.26%/0.24%，较上年同期分别变化 1.44/0.21/0.03 个百分点。

◆主要品类营收均出现同降，力争通过产品和营销强化品牌形象

报告期内公司面临竞争情况有所加剧，上半年公司净关店 16 家，主要品类收入端均出现同比降低情况。上半年公司黄金/铂金/镶嵌/银制品收入同比分别降低 10.6%/28.89%/4.86%/66.09%。为改善收入端表现，公司持续在产品端投入资源，研发多种主题产品，面向不同情境，全面满足消费者需求。同时开展以线下为核心的营销活动，结合节庆推广新品，展示优质服务，实现提升品牌形象的目的。

◆下调盈利预测，维持“中性”评级

公司收入端表现平淡，费用端也承受一定压力。暂不考虑苏州好屋业绩补偿款前提下，我们下调对公司 19-21 年全面摊薄 EPS 的预测分别至 0.19/0.21/0.24 元（之前为 0.20/0.23/0.26 元），维持“中性”评级。

◆风险提示：

新款产品市场认可度未达预期，铂金制品销售持续不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,686	4,094	4,014	4,060	4,142
营业收入增长率	10.03%	11.04%	-1.93%	1.14%	2.01%
净利润（百万元）	87	91	100	112	128
净利润增长率	99.60%	4.79%	9.66%	12.18%	13.94%
EPS（元）	0.17	0.17	0.19	0.21	0.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.79%	2.86%	3.06%	3.36%	3.74%
P/E	35	34	31	28	24
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 08 月 16 日

中性（维持）

当前价：5.86 元

分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsecn.com

市场数据 总股本(亿股)：5.28

总市值(亿元)：30.94

一年最低/最高(元)：4.41/6.51

近 3 月换手率：101.84%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.70	5.30	-2.78
绝对	6.16	7.00	12.11

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预告，素金制品增长较好——明牌珠宝 (002574.SZ) 2018 年年报及 2019 年一季报点评

.....2019-04-21

业绩符合预期，黄金制品营收恢复明显——明牌珠宝 (002574.SZ) 2018 年半年报点评

.....2018-08-21

图表 1: 公司 2019Q2 归母净利润同增 28.16%，扣非归母净利润实现 2594 万元

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2017	2112.36	-24.85	0.04	837.51	-54.57	0.02	1274.85
2Q2017	3470.69	154.86	0.07	3665.31	680.06	0.07	-194.62
3Q2017	2642.82	172.67	0.05	-1695.61	NA	-0.03	4338.43
4Q2017	499.50	NA	0.01	445.14	NA	0.01	54.36
1Q2018	3646.23	72.61	0.07	3076.69	267.36	0.06	569.54
2Q2018	2371.92	-31.66	0.04	-1415.59	NA	-0.03	3787.51
3Q2018	2481.88	-6.09	0.05	879.78	NA	0.02	1602.10
4Q2018	643.32	28.79	0.01	-2129.22	NA	-0.04	2772.54
1Q2019	4221.99	15.79	0.08	3754.30	22.02	0.07	467.69
2Q2019	3039.74	28.16	0.06	2594.11	NA	0.05	445.63
TTM	10386.93	13.39	0.20	5098.97	1141.76	0.10	5287.96

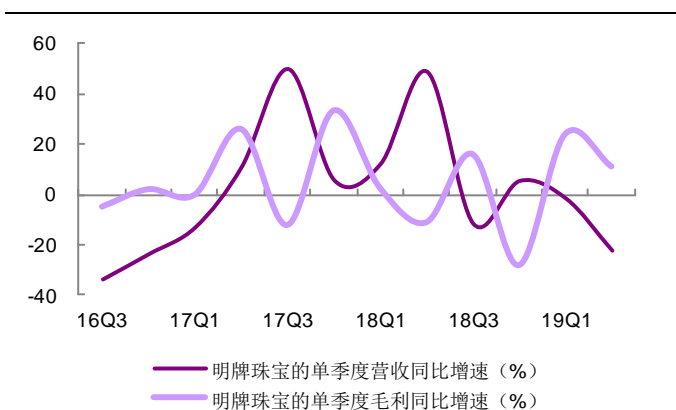
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2019Q2 毛利率较上年同期上升 3.39 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	净利率 (%)	净利率 较上年同期变动 (百分点)	毛利率 (%)	毛利率较上年同期 变动 (百分点)	期间费用率 (%)
1Q2017	111447.30	-12.87	1.90	-0.30	9.36	1.20	7.59
2Q2017	76099.70	11.10	4.56	2.57	13.24	1.56	8.94
3Q2017	117511.77	49.79	2.25	1.01	6.41	-4.49	5.20
4Q2017	63589.63	5.66	0.79	2.07	15.47	3.19	11.63
1Q2018	125115.47	12.26	2.91	1.02	8.56	-0.79	5.93
2Q2018	113188.49	48.74	2.10	-2.47	7.93	-5.31	5.58
3Q2018	103985.63	-11.51	2.39	0.14	8.41	1.99	7.34
4Q2018	67064.70	5.46	0.96	0.17	10.59	-4.88	12.37
1Q2019	123238.96	-1.50	3.43	0.51	10.77	2.20	6.87
2Q2019	88107.73	-22.16	3.45	1.35	11.32	3.39	8.27
TTM	382397.03	-8.82	2.72	0.53	10.22	1.39	8.29

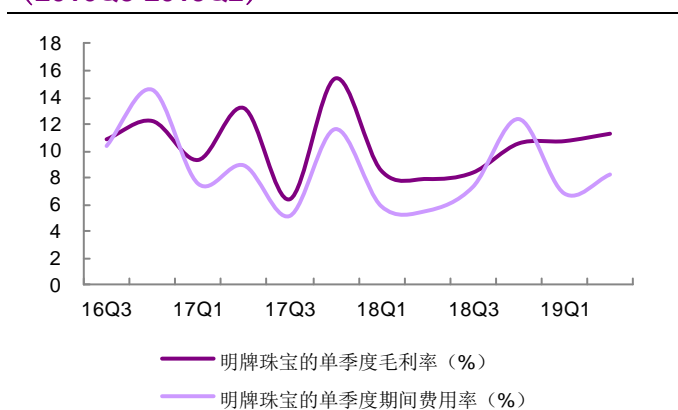
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度营收和毛利增速 (2016Q3-2019Q2)

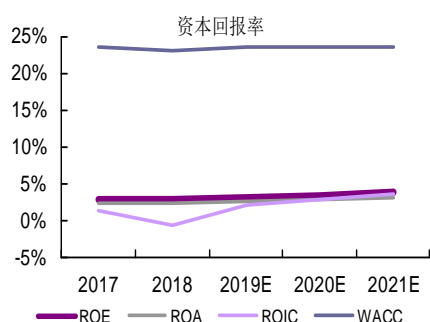
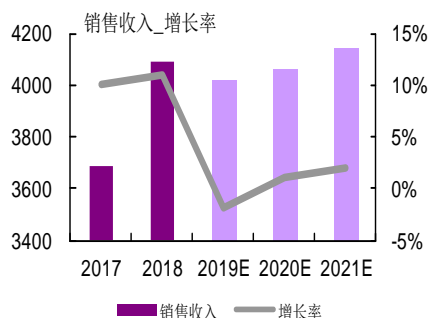
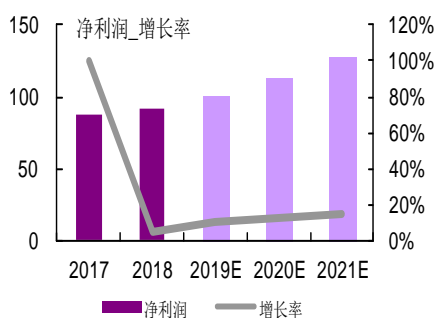
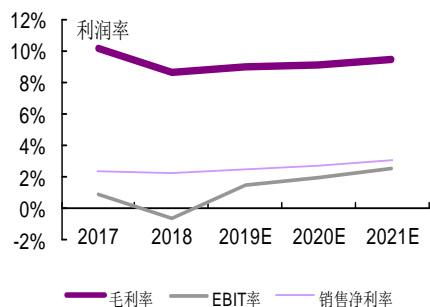


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2016Q3-2019Q2)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,686	4,094	4,014	4,060	4,142
营业成本	3,308	3,738	3,652	3,687	3,750
折旧和摊销	20	28	32	34	36
营业税费	18	21	20	18	17
销售费用	207	228	220	224	216
管理费用	51	53	51	52	52
财务费用	28	13	13	12	13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	108	163	86	83	76
营业利润	124	130	134	150	171
利润总额	125	129	134	150	171
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	87	91	100	112	128

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,883	4,067	3,967	4,041	4,126
流动资产	2,533	2,751	2,664	2,738	2,826
货币资金	413	474	461	500	557
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	267	232	191	193	197
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	4	2	2	2
存货	1,596	1,586	1,552	1,585	1,612
可供出售投资	325	325	325	325	325
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	720	682	690	698	706
固定资产	217	208	198	188	175
无形资产	52	52	49	47	44
总负债	745	866	692	693	694
无息负债	745	796	692	693	694
有息负债	0	70	0	0	0
股东权益	3,138	3,202	3,276	3,348	3,431
股本	528	528	528	528	528
公积金	1,764	1,770	1,780	1,791	1,804
未分配利润	840	899	963	1,024	1,094
少数股东权益	5	3	3	3	3

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	188	25	44	42	71
净利润	87	91	100	112	128
折旧摊销	20	28	32	34	36
净营运资金增加	-1,016	182	-14	39	38
其他	1,096	-276	-74	-144	-131
投资活动产生现金流	1,025	-87	52	50	43
净资本支出	26	32	25	25	25
长期投资变化	720	682	-9	-8	-8
其他资产变化	279	-800	36	33	26
融资活动现金流	-1,117	20	-110	-52	-58
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,000	70	-70	0	0
无息负债变化	-106	51	-104	1	2
净现金流	98	-42	-13	39	57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.03%	11.04%	-1.93%	1.14%	2.01%
净利润增长率	99.60%	4.79%	9.66%	12.18%	13.94%
EBITDA 增长率	1.19%	-96.68%	5134.64%	21.84%	26.83%
EBIT 增长率	-17.85%	-178.36%	-332.42%	30.24%	35.92%
估值指标					
PE	35	34	31	28	24
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	38	1,178	22	17	13
EV/EBIT	60	-80	33	25	18
EV/NOPLAT	87	-112	44	33	24
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	10.27%	8.68%	9.03%	9.21%	9.48%
EBITDA 率	1.46%	0.04%	2.32%	2.80%	3.48%
EBIT 率	0.91%	-0.64%	1.52%	1.95%	2.60%
税前净利润率	3.39%	3.15%	3.33%	3.69%	4.13%
税后净利润率 (归属母公司)	2.37%	2.23%	2.50%	2.77%	3.09%
ROA	2.24%	2.26%	2.53%	2.78%	3.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.79%	2.86%	3.06%	3.36%	3.74%
经营性 ROIC	1.14%	-0.85%	2.07%	2.67%	3.58%
偿债能力					
流动比率	3.40	3.31	3.85	3.95	4.07
速动比率	1.26	1.40	1.61	1.66	1.75
归属母公司权益/有息债务	-	45.69	-	-	-
有形资产/有息债务	-	56.64	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.17	0.17	0.19	0.21	0.24
每股红利	0.05	0.05	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流	0.36	0.05	0.08	0.08	0.14
每股自由现金流(FCFF)	2.09	-0.23	0.15	0.06	0.10
每股净资产	5.93	6.06	6.20	6.33	6.49
每股销售收入	6.98	7.75	7.60	7.69	7.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼