

市场价格 (人民币): 31.65 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	163.08
总市值 (百万元)	15,091.77
年内股价最高最低 (元)	37.46/25.88
沪深 300 指数	3610.74
中小板综	8381.52



## 周大生深度：珠光璀璨，抓住珠宝行业低线城市消费升级的重要红利

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.239	1.661	2.013	2.291	2.586
每股净资产 (元)	7.08	8.12	9.70	11.40	13.40
每股经营性现金流 (元)	0.74	0.76	0.98	1.33	1.64
市盈率 (倍)	22.40	16.64	15.72	13.81	12.24
净利润增长率 (%)	38.77%	36.15%	21.70%	13.82%	12.85%
净资产收益率 (%)	17.51%	20.45%	20.83%	20.17%	19.37%
总股本 (百万股)	477.85	485.38	487.30	487.30	487.30

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- “周大生”是主打钻石镶嵌首饰，以加盟模式为特色的中高端珠宝知名品牌。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。2016-2018 年均营收复合增速 30%，年均净利润复合增速 37%。2019Q1，公司营收 10.97 亿元，同比+17.04%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比+23.16%。截至 2019 年 3 月 31 日，公司门店总数为 3457 家，其中自营店 296 家，加盟店 3161 家，已经形成全国范围内成熟的连锁渠道网络，未来标准化加盟门店的持续拓展输出是重要看点。
- 钻石珠宝在三四线城市渗透空间广阔，原钻开采商和珠宝零售商掌握产业链定价权，全国性品牌商龙头有望强者恒强：我国珠宝市场规模 6,965 亿元，镶嵌饰品占 20%左右。目前一线城市钻石首饰渗透率达 61%，三四线城市仅为 37%，三四线是未来钻石消费的主要增长点。钻石珠宝是一个由原钻开采商和珠宝零售商定价的产业，销售给终端消费者时价格在 1 万元的钻石珠宝，原钻成本大约在 1381 元左右。而珠宝零售商以品牌和渠道为王，奢侈珠宝品牌是核心竞争力，中高端珠宝渠道是核心竞争力。目前品牌端集中度较低，CR10 占比为 18.8%，行业洗牌时期龙头市占率有望提升。
- 公司核心优势和未来看点主要体现在差异化品类、规模化渠道、标准化加盟管理和外延并购四个方面：①公司以钻石镶嵌为主的差异化产品布局，契合新一代消费者需求，成熟配货模型已实现产品标准化管理；②加盟模式占领三四线消费者认知，规模具有先发优势，经测算公司潜在门店数可达 4583 家，仍有 36%增长空间，而伴随品牌力的逐步提升，单店收入亦有提升空间；③多年深耕细作，业内领先的标准化加盟商管理制度是公司持续发展的基石；④财务投资 I Do 16.6%股权，后续与公司业务协同值得期待。
- 公司成长性高，盈利能力强，ROE 连续保持在 20%以上，股权激励计划彰显信心：2014-2018 年，公司净利润从 3.24 亿元增长至 8.06 亿元，年均复合增速为 25.6%；综合毛利率由 30.27%提升至 34%，ROE 近年来保持在 20%以上，高于其他珠宝公司。2018 年 1 月发布第一期股权激励计划，考核目标对应 2018-2021 利润年均复合增速为 14.19%。

## 投资建议

- 公司是全国性珠宝品牌龙头，标准化加盟输出值得期待。预计 19-21 年归母净利润 9.81/11.17/12.60 亿元，同比+21.70%/13.82%/12.85%，当前市值对应 PE 为 15.7x/13.8x/12.2x，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 39 元。

## 风险提示

- 行业景气度下滑、竞争加剧、销售费用上升、开店不及预期、原始股东减持

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人  
jiyunan@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 周大生：主打钻石镶嵌，以加盟为特色的中高端珠宝知名品牌.....	5
2. 珠宝行业：三四线城市渗透空间广阔，全国性龙头有望强者恒强.....	9
2.1 珠宝行业整体规模接近 7000 亿元，钻石镶嵌饰品是未来重要看点.....	9
2.2 钻石产业链：天然原钻开采商和珠宝零售商掌握产品定价权.....	11
2.3 行业洗牌速度加剧，龙头有望强者恒强.....	13
3. 核心优势：规模先行，效率为王，标准化管理体系保驾护航.....	14
3.1 钻石镶嵌为主的差异化产品布局，成熟配货模型实现产品标准化管理..	14
3.2 加盟模式占领三四线消费者认知，测算潜在门店数仍有 36%增长空间..	16
3.3 行业多年深耕细作，标准化加盟商管理制度是持续发展的基石.....	21
3.4 财务投资 I Do 16.6%股权，后续协同发展值得期待.....	22
4. 同行财务对比：公司成长性高，盈利能力强，ROE 稳健.....	24
4.1 成长性高，公司营收及净利润增速领先同业.....	24
4.2 盈利和营运能力处于行业领先，ROE 连续多年保持在 20%以上.....	25
5. 创始人夫妻为公司实际控制人，股权激励+员工持股计划彰显信心.....	27
6. 投资建议.....	29
7. 风险提示.....	30

## 图表目录

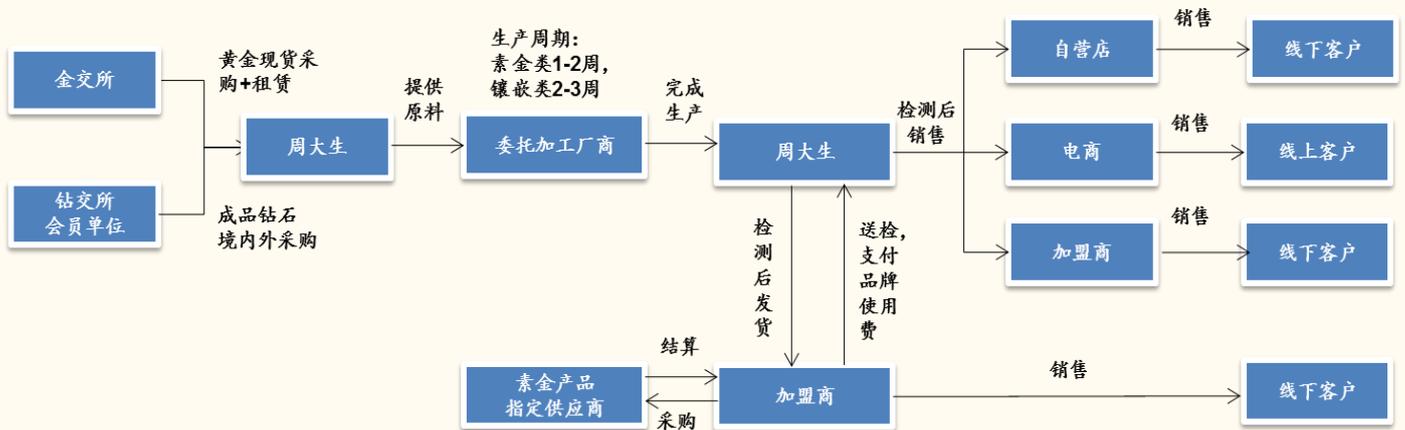
图表 1: 周大生运营模式一览.....	5
图表 2: 2016-2019 Q1 营收 (亿元) 及增速.....	5
图表 3: 2016-2019 Q1 扣非归母净利润 (亿元) 及增速.....	5
图表 4: 2016-2018 公司各主要业务营收 (亿元) .....	6
图表 5: 2016-2018 公司各主要业务毛利率.....	6
图表 6: 2016-2018 公司各主要业务营收增速.....	7
图表 7: 2016-2018 公司各业务营收占比.....	7
图表 8: 2016-2018 公司分渠道收入 (亿元) .....	7
图表 9: 2016-2018 公司各渠道毛利率.....	7
图表 10: 2016-2018 公司分渠道收入增速.....	8
图表 11: 2016-2018 公司分渠道收入占比.....	8
图表 12: 公司全国营销渠道网点.....	8
图表 13: 我国珠宝行业市场规模 (亿元) 及增速.....	9
图表 14: 按产品划分的中国珠宝市场销售额占比.....	9
图表 15: 中国黄金消费量 (吨) 及增速.....	9
图表 16: 中国黄金首饰消费量 (吨) 及增速.....	9
图表 17: 我国各线城市黄金首饰渗透率.....	10
图表 18: 我国各线城市钻石首饰渗透率.....	10
图表 19: 美国&日本&中国结婚时钻石消费渗透率 .....	10
图表 20: 我国购买钻石的女性顾客年龄分布.....	11
图表 21: 我国购买钻石首饰的种类分布.....	11
图表 22: 钻石产业链不同环节利益分配.....	11
图表 23: 钻石产业链各环节毛利率.....	12
图表 24: 钻石产业链各环节营业利润率.....	12
图表 25: 钻石产业价值链.....	12
图表 26: 不同类别珠宝首饰品牌公司的现状及未来机遇.....	13
图表 27: 各公司中国大陆门店数量.....	13
图表 28: 2017 年我国珠宝行业各集团市占率.....	14
图表 29: 公司核心产品类别及市场定位.....	15
图表 30: “LOVE100” 百面切工“星座极光”系列钻石 .....	15
图表 31: 公司独创“情景风格珠宝”产品体系架构.....	15
图表 32: 2014-2018 公司门店数量.....	16
图表 33: 自营店门店数量增速.....	16
图表 34: 加盟店门店数量增速.....	16
图表 35: 2014-2018 公司自营门店数量及单店拆解.....	17
图表 36: 2014-2018 公司加盟门店数量及单店拆解.....	18
图表 37: 新增加盟店首次铺货与后续进货情况 (截至 2016 年底) .....	18

图表 38: 新增加盟店首次铺货占加盟销售收入的比重 (截至 2016 年底) ....	19
图表 39: 自营门店单店收入 (万元/家店) .....	19
图表 40: 加盟门店单店收入 (万元/家店) .....	19
图表 41: 公司门店扩张空间测算.....	20
图表 42: 品牌标准化门店.....	21
图表 43: 公司门店标准化输出.....	22
图表 44: 公司财务投资 I Do 16.6%股权.....	23
图表 45: 恒信玺利收入 (亿元) 及增速.....	23
图表 46: 恒信玺利净利润 (亿元) 及增速.....	23
图表 47: 公司与同行营收 (亿元) 比较.....	24
图表 48: 公司与同行营收增速比较.....	24
图表 49: 公司与同行利润 (亿元) 比较.....	24
图表 50: 公司与同行净利润增速比较.....	24
图表 51: 2014-2018 公司与同行毛利率比较.....	25
图表 52: 2014-2018 公司与同行净利率比较.....	25
图表 53: 2014-2018 公司与同行销售费用率比较.....	25
图表 54: 2014-2018 公司与同行管理费用率比较.....	25
图表 55: 2014-2018 公司与同行存货周转天数比较.....	26
图表 56: 2014-2018 公司与同行 ROE 比较.....	26
图表 57: 公司股权结构图 (截至 2019.3) .....	27
图表 58: 公司第一期股票激励计划首次授予的激励对象及分配情况.....	27
图表 59: 公司第一期股票激励计划预留部分授予的激励对象及分配情况.....	28
图表 60: 公司股权激励计划考核目标.....	28
图表 61: 公司分业务盈利预测.....	29

## 1. 周大生：主打钻石镶嵌，以加盟为特色的中高端珠宝知名品牌

- “周大生”是全国中高端主流市场钻石珠宝的领先品牌，公司 2017 年在 A 股上市，主打钻石镶嵌首饰，以加盟模式为特色。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。截至 2019 年 3 月 31 日，公司门店总数为 3457 家，其中自营店 296 家，加盟店 3161 家，已经形成全国范围内较为强大的连锁渠道网络。
- 根据镶嵌类和素金类首饰在公司内部战略的不同定位，公司采用不同的模式运营：①对于镶嵌类首饰：公司采购成品钻石原料提供给委托加工商，加工后公司通过自营店、电商和加盟店销售；②对于自营渠道的素金类首饰：公司运营模式与自营镶嵌类首饰基本相同；③对于加盟渠道的素金首饰：产品供货一般通过公司指定的供应商完成，指定供应商与加盟商自行结算货款，加盟商按产品种类的重量、成本或件数的一定比例向公司支付品牌使用费。

图表 1：周大生运营模式一览



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016-2018 公司年均营收复合增速 30%，年均净利润复合增速 37%：2016-2018 年，公司实现营收 29.02/38.05/48.70 亿元，同比 +6.33%/+31.14%/+27.97%；归母净利润 4.27/5.92/8.06 亿元，同比 +20.84%/+38.77%/+36.15%；扣非归母净利润 4.14/5.67/7.52 亿元，同比 +23.82%/+36.97%/+32.53%。2019Q1，公司营收 10.97 亿元，同比 +17.04%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比 +23.16%。

图表 2：2016-2019Q1 营收（亿元）及增速



图表 3：2016-2019Q1 扣非归母净利润（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- **从产品结构来看：**公司收入来源包括镶嵌及素金首饰的销售，指定供应商模式下的品牌使用费，加盟模式下的管理服务费和向上下游企业提供的供应链服务和小额贷款收入等。

图表 4：2016-2018 公司各主要业务营收（亿元）



图表 5：2016-2018 公司各主要业务毛利率

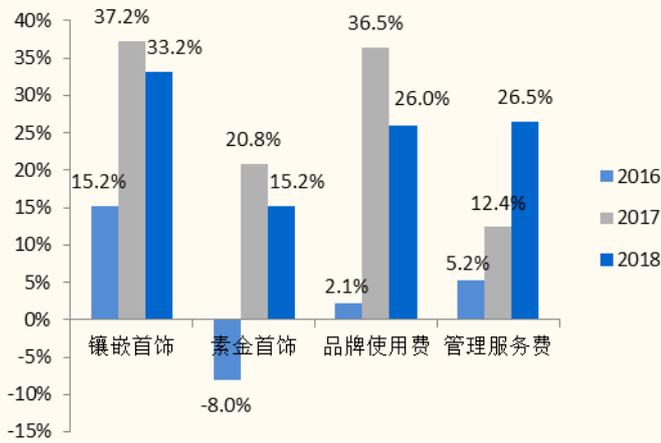


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

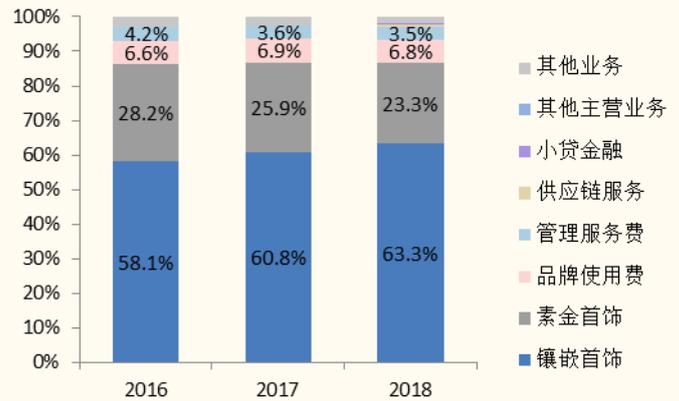
- ① **镶嵌首饰：**是公司的主力产品，2016-2018 年，镶嵌首饰分别实现收入 16.87/23.15/30.83 亿元，增速为 15.2%/37.2%/33.2%，营收占比分别为 58.1%/60.8%/63.3%。公司看好钻石品类在国内的广阔前景，近几年集中资源重点发展镶嵌业务。
- ② **素金首饰：**是公司的人气产品，2016-2018 年，素金首饰分别实现收入 8.17/9.87/11.37 亿元，增速为-8.0%/20.8%/15.2%，营收占比分别为 28.2%/25.9%/23.3%。
- ③ **品牌使用费：**公司指定供应商模式供货的商品为素金产品和其他配套产品，素金产品品牌使用费平均单价在 3 元/g 左右，其他配套产品平均每件品牌使用费单价均在 50 元左右，品牌使用费收入与通过指定供应商向公司加盟商销售的产品数量密切相关。2016-2018 年，品牌使用费分别实现收入 1.92/2.62/3.30 亿元，增速为 2.1%/36.5%/26.0%，营收占比分别为 6.6%/6.9%/6.8%。
- ④ **管理服务费：**主要包括加盟费及加盟管理费，与加盟店数量直接相关。**加盟费**根据公司确定的地区分类标准制定，按店按年收取。其中，一类地区（北京、天津、上海、广州、深圳）和二类地区（重庆、省会城市、计划单列市）为 5 万元/年；三类地区（地级市、百强县、百强镇）为 4 万元/年；四类地区（前述地区外）为 3 万元/年。**加盟管理费**按店按月收取。其中，一类地区和二类地区为 3,000 元/月；三类地区为 2,500 元/月；四类地区为 2,000 元/月。2016-2018 年，公司管理服务费分别实现收入 1.21/1.36/1.72 亿元，增速为 2.1%/36.5%/26.0%，营收占比分别为 4.2%/3.6%/3.5%。
- ⑤ **供应链服务：**由全资子公司深圳宝通天下供应链有限公司提供，为珠宝行业客户提供订单管理执行、信息管理、商品物流服务等一系列供应链管理服务。服务费基于信息流产生，比如为上游提供订单等。该服务未来不仅面向公司客户，更会面向整个珠宝行业。2017-2018 年，供应链服务分别实现收入 586 万元和 4729 万元，营收占比分别为 0.2%和 1%。
- ⑥ **小额贷款：**由全资子公司深圳市宝通天下小额贷款有限公司提供，主要提供小额贷款、保理及相关咨询服务。2018 年公司小额贷款实现收入 498 万元，营收占比 0.1%。

图表 6：2016-2018 公司各主要业务营收增速



产品来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2016-2018 公司各业务营收占比

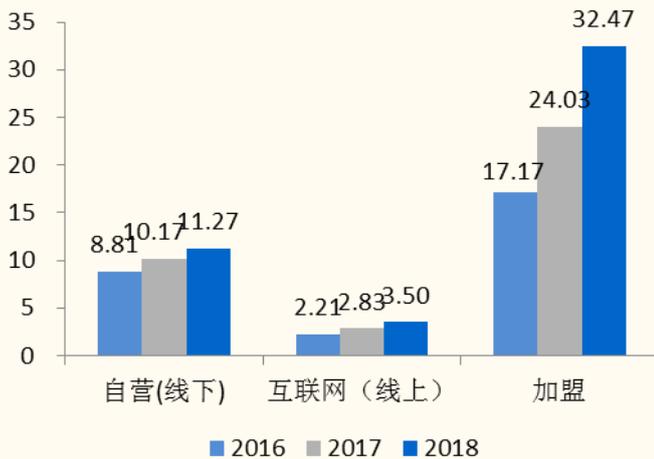


来源：Wind，国金证券研究所；备注：其他主营业务指其他首饰销售收入；其他业务指包装等物料收入和其他服务收入

- **从渠道结构来看，目前加盟渠道是公司收入体量最大的渠道：**公司主要渠道包括线下自营渠道、电商渠道和线下加盟渠道。自营店和加盟店所负责的销售区域相互区分，自营店的经营区域主要为直辖市、部分省会城市等中大型城市的主城区，其他区域主要由加盟商经营。

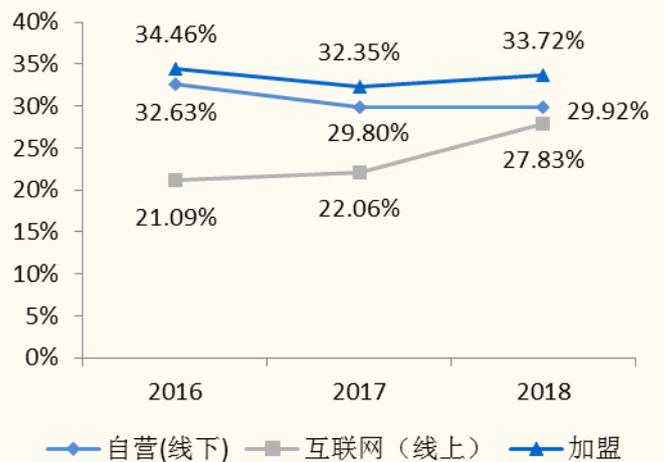
  - ① **线下自营：**2016-2018 年，公司线下自营店分别实现营业收入 8.81/10.17/11.27 亿元，增速分别为 -17.6%/15.4%/10.9%，营收占比分别为 30.4%/26.7%/23.1%。
  - ② **电商：**2016-2018 年，电商实现收入 2.21/2.83/3.50 亿元，增速分别为 80%/28.2%/23.7%，营收占比分别为 7.6%/7.4%/7.2%。电商在公司整个品牌市场份额中占比较小。珠宝产品体验性要求高，电商目前主要以黄金为主，产品特征标准化程度高、单价较低。
  - ③ **加盟：**2016-2018 年，加盟渠道实现收入 17.17/24.03/32.47 亿元，增速分别为 16.9%/39.9%/35.1%，营收占比分别为 59.2%/63.1%/66.7%。

图表 8：2016-2018 公司分渠道收入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：2016-2018 公司各渠道毛利率



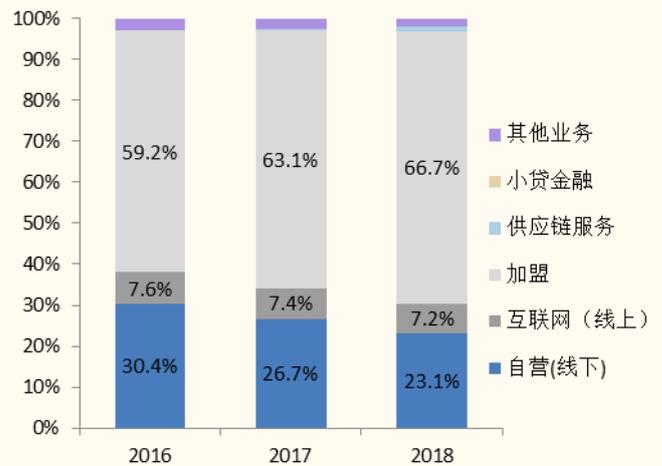
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10: 2016-2018 公司分渠道收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所

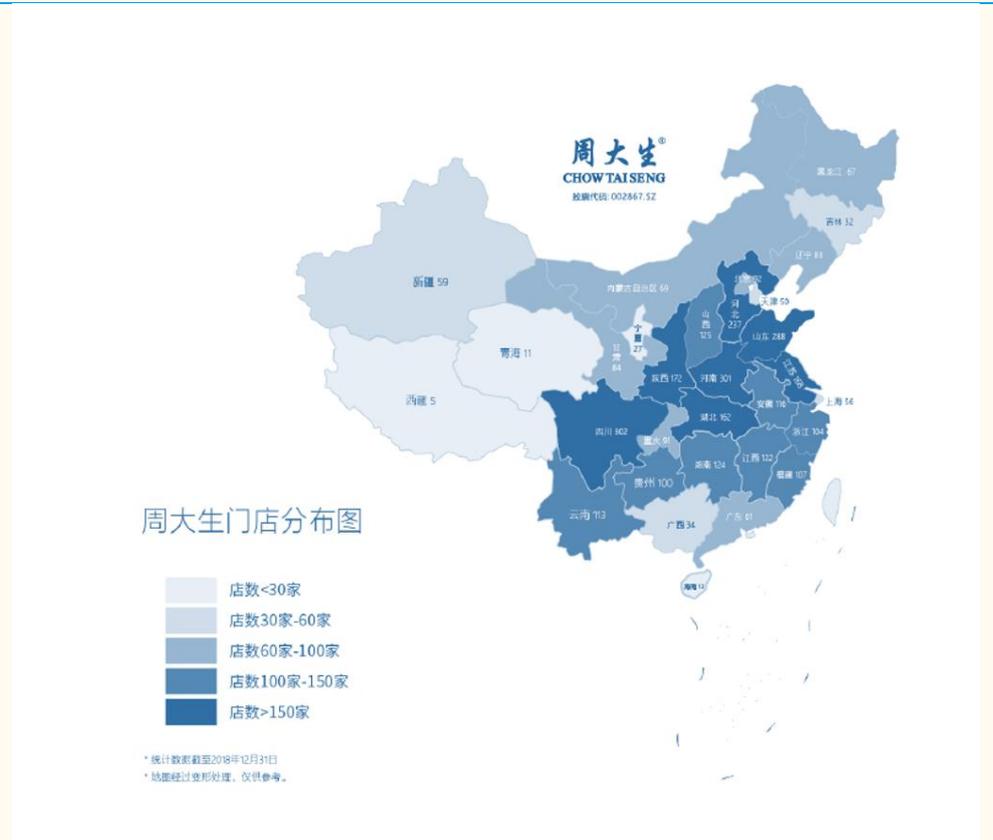
图表 11: 2016-2018 公司分渠道收入占比



来源: Wind, 国金证券研究所; 备注: 其他业务指包装等物料和其他服务收入

- 公司已经形成全国化的成熟连锁体系，未来标准化加盟门店的持续拓展输出是重要看点：华东地区是近三年公司销售收入排名第一的区域，2016-2018 年公司华东区域分别实现收入 5.58/7.67/10.57 亿元，占公司收入的比重分别为 20.2%/20.2%/21.7%。公司主要根据区域的经济，人口，商业分布，竞争对手，消费习惯，商业环境等综合指标来确定该区域的门店承载空间，并制定开店的策略。目前以长江及黄河流域周边省市较为密集，华南和东北地区相对薄弱。

图表 12: 公司全国营销渠道网点



## 2. 珠宝行业：三四线城市渗透空间广阔，全国性龙头有望强者恒强

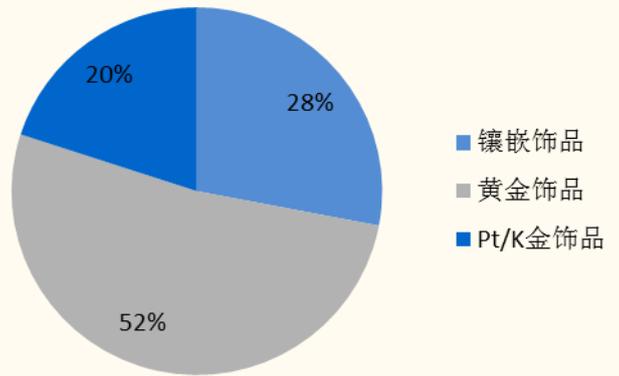
### 2.1 珠宝行业整体规模接近 7000 亿元，钻石镶嵌饰品是未来重要看点

- 我国珠宝行业整体市场规模约为 6,965 亿元，目前黄金饰品占据半壁江山，而镶嵌饰品是未来发展的主要方向：根据 Euromonitor 数据，2018 年，我国珠宝行业市场规模为 6965 亿元，同比+6.7%。珠宝首饰主要可分为镶嵌饰品、黄金饰品和 Pt/K 金饰品等，在中国崇尚黄金珠宝的文化传统以及黄金兼具投资属性的背景下，黄金饰品在国内珠宝首饰市场的销售占比比较高，达 52%；但是随着珠宝首饰市场的成熟和消费者选择的多元化，钻石饰品和 Pt/K 金饰品也正在成为我国珠宝首饰市场的主要品类，目前销售额占比分别约为 28%和 20%，是行业未来发展的重要看点。

图表 13：我国珠宝行业市场规模（亿元）及增速



图表 14：按产品划分的中国珠宝市场销售额占比

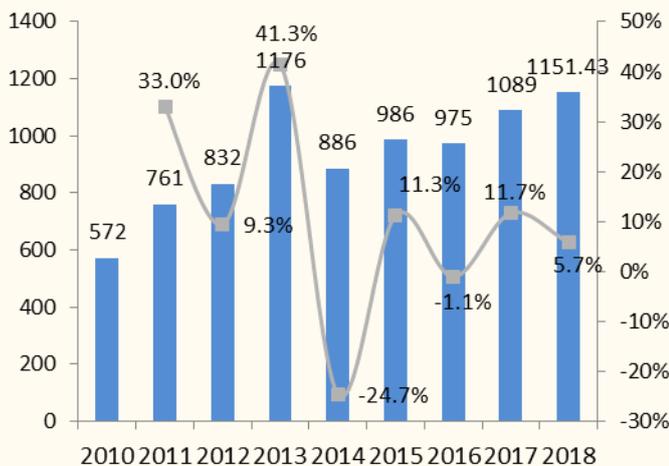


来源：Euromonitor，国金证券研究所

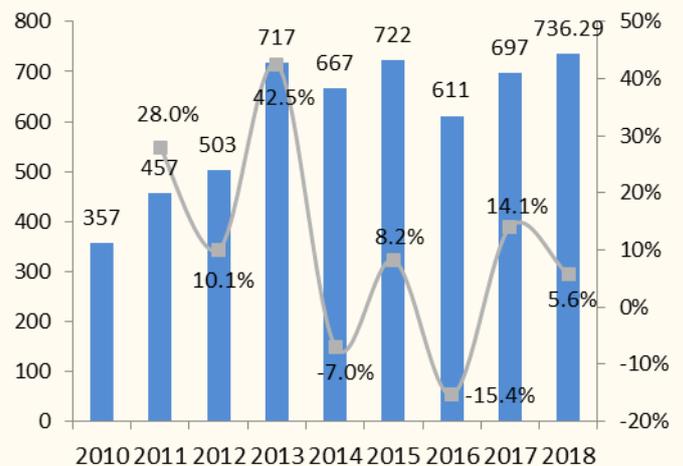
来源：中国玉石珠宝首饰协会，国金证券研究所

- 黄金在我国文化中的基础较为深厚，兼具投资避险+消费的双重属性：我国黄金协会统计数据显示，2018 年全国黄金实际消费量为 1,151.43 吨，同比+5.7%；黄金首饰消费量为 736.29 吨，同比+5.6%。2018 年，我国黄金消费量已经连续 6 年保持世界第一。

图表 15：中国黄金消费量（吨）及增速



图表 16：中国黄金首饰消费量（吨）及增速



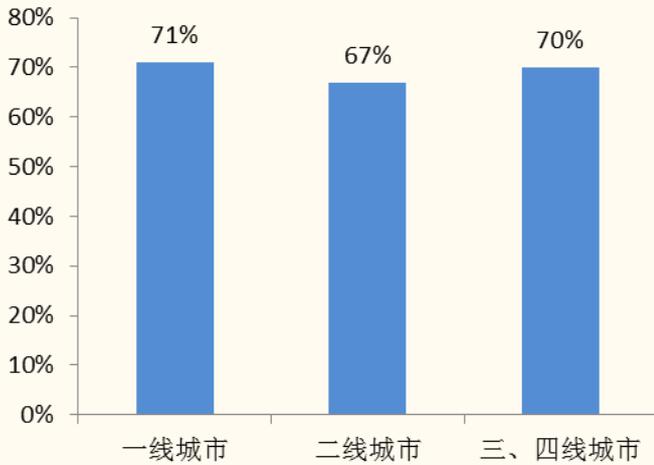
来源：中国黄金协会，国金证券研究所

来源：中国黄金协会，国金证券研究所

- 钻石首饰目前在我国一线城市的渗透率为 61%，而三四线城市渗透率仅为 37%：根据世界黄金协会 2016 年针对中国消费者的调查，在被抽样的消费者中，一线/二线/三四线城市的黄金首饰渗透率已经达到 71%、67%和 70%，而钻石首饰渗透率分别为 61%、48%和 37%。考虑到我国三四线城

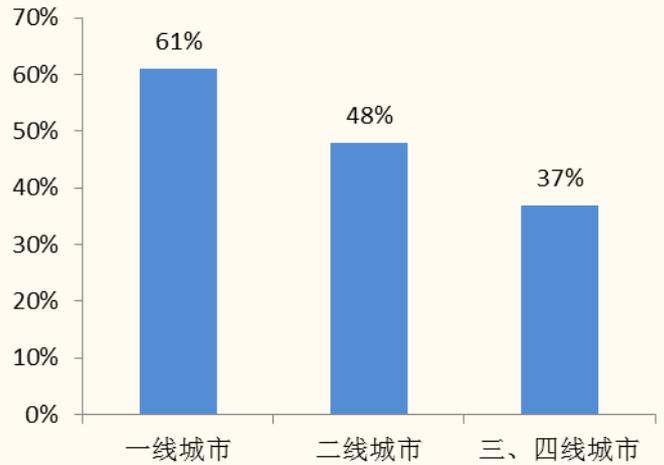
市庞大的人群基数和正在崛起的消费能力，钻石首饰渗透率在我国三四线城市仍有广阔的提升空间，三四线城市成为钻石消费新的增长点。

图表 17：我国各线城市黄金首饰渗透率



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

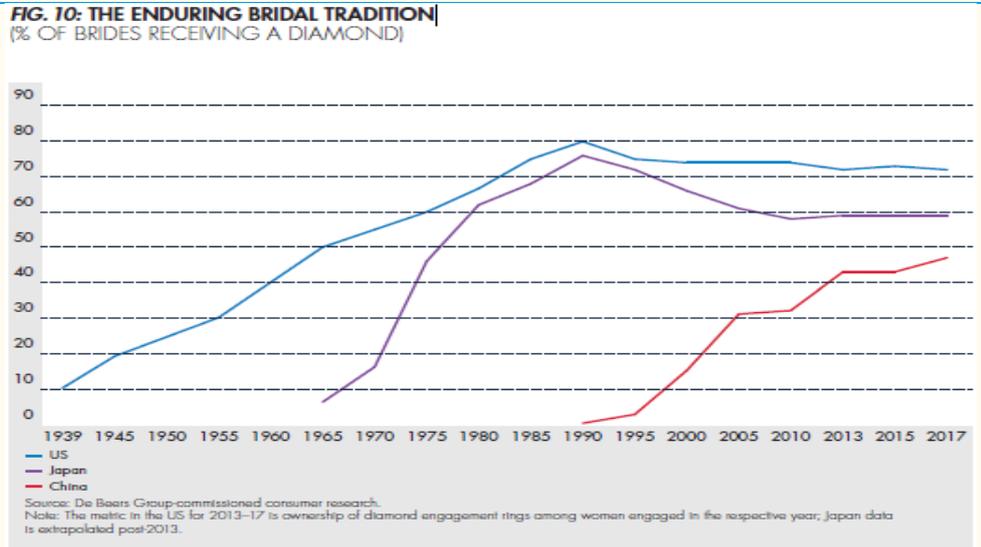
图表 18：我国各线城市钻石首饰渗透率



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

- ①我国婚庆钻石消费渗透率相较美国和日本仍有较大提升空间：根据 De Beers Group 发布的《2018 年钻石行业分析报告》，在结婚习俗中，中国夫妻结婚时的钻石渗透率从 1990 年开始呈现逐年上升趋势，2005 年达 30%，2012 年突破 40%，2017 年达 47%并持续保持上升趋势。同期美国和日本均在二十世纪九十年代初分别突破 80%和 70%，虽然随后略有下降，但均保持稳定在 60%以上。相比发达国家，中国夫妻结婚时的钻石渗透率仍存在较大增长空间和上升动力。

图表 19：美国&日本&中国结婚时钻石消费渗透率



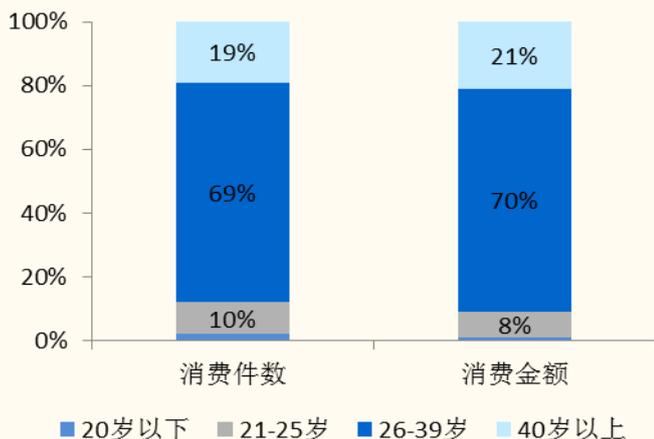
来源：De BeersGroup，国金证券研究所

- ②日常悦己型消费崛起：近年来，随着消费者个性化消费意识的觉醒，珠宝首饰不再仅仅是婚庆时佩戴的“必需品”，更是满足消费者自我装饰需求和自我庆祝的重要载体。其中，消费者的自我装饰需求将致使装饰性和设计感更强的珠宝品类，如镶嵌珠宝、彩色珠宝和智能珠宝等需求量的逐步增加。
- 年轻女性已成为我国女性钻石消费的主力：根据 De Beers Group 发布的《2018 年钻石行业分析报告》，从中国 2016 年钻石消费金额年龄段分布来看，21-25 岁女性占 8%，26-39 岁女性占 70%，说明年轻女性已成为我

国女性钻石消费的主力。而当前处于 21-25 年龄段的人群将逐步达到其消费能力的高点，对珠宝首饰的消费也将随之提升。经济地位的提高、庞大的消费基数、旺盛的消费需求及较强的消费能力，正促成此类主体慢慢成为新经济增长点。

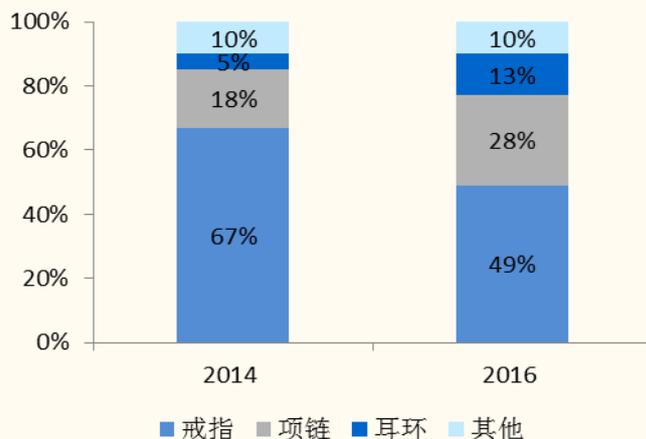
- 钻戒占比下降，钻石项链和耳环占比上升，说明越来越多的消费者购买钻石首饰作为日常配饰，而非单一出于婚庆需求：根据 De Beers Group 《2017 年钻石行业分析报告》统计的数据，人们购买钻石首饰的品类在增多，2014 年中国消费者购买的钻石首饰中 67%是戒指（主要用于求婚），而 2016 年戒指以外的首饰占比已经超过了 51%，说明越来越多的消费者购买钻石首饰作为日常配饰，而非单一出于婚庆需求。

图表 20：我国购买钻石的女性顾客年龄分布



来源：De BeersGroup，国金证券研究所

图表 21：我国购买钻石首饰的种类分布



来源：De BeersGroup，国金证券研究所

## 2.2 钻石产业链：天然原钻开采商和珠宝零售商掌握产品定价权

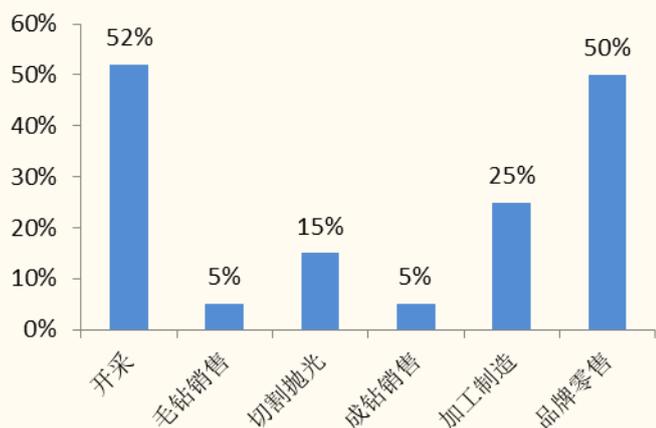
- 钻石行业的产业链包括天然原钻开采、原钻交易、钻石切割和抛光、抛光钻石交易、珠宝制造、珠宝零售等环节，各环节的增值率呈哑铃型分布。销售给终端消费者时价格在 1 万元的钻石珠宝，原钻成本大约在 1381 元左右。因此，钻石珠宝行业是一个由天然原钻开采商和珠宝零售商定价，而非由制造和生产定价的行业。天然原钻开采商和珠宝零售商拥有非常高的毛利率，各环节产业附加值呈现明显的微笑曲线。

图表 22：钻石产业链不同环节利益分配



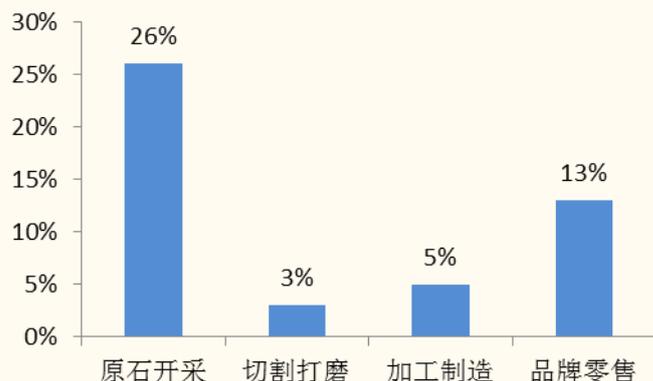
来源：贝恩，国金证券研究所测算

图表 23: 钻石产业链各环节毛利率



来源: 贝恩, 国金证券研究所

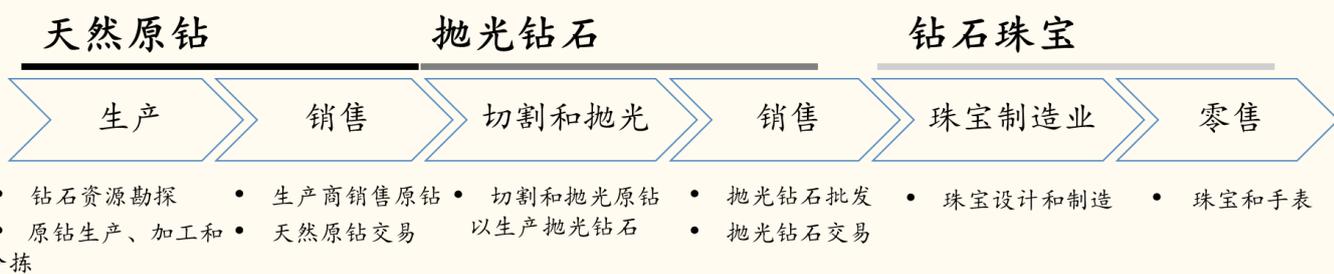
图表 24: 钻石产业链各环节营业利润率



来源: 贝恩, 国金证券研究所

- **钻石开采环节被国际寡头高度垄断:** 由于钻石资源具有稀缺性和垄断性的特点, 钻石行业上游进入壁垒极高, 被少数国际寡头高度垄断。其中原钻被国际大型毛坯钻开采商 Alrosa/ RioTinto/De Beers/Dominion Diamond Mines/Petra Diamonds 垄断, 这五大开采商合计占有 70% 的原钻开采市场, 开采商毛利率可达 50% 以上。原钻交易环节主要采用看货商制度, 全球范围内仅有 100 多家企业有看货资格。
- **原钻加工、交易和珠宝制造环节同质化高:** 钻石切割、抛光和交易环节进入壁垒和议价能力较低, 毛利率大约在 5%-15%, 全球约有 5000 余家企业。而将切割抛光好的钻石加工为珠宝首饰的制造环节进入壁垒和议价能力也不高, 并且竞争激烈, 在全球范围有大于 1 万多家企业, 承接品牌公司的委托加工业务, 同质化程度较高, 毛利率大约在 25% 左右。
- **珠宝零售行业品牌商众多, 头部优势明显, 营业利润率和企业规模高度相关, 大规模品牌商营业利润率是一般企业的近两倍。** 根据贝恩 2018 年钻石行业报告, 大规模零售商 (合计占有 35% 的市场份额) 的营业利润率在 9-11%, 而小规模零售商 (合计占有 65% 的市场份额) 营业利润率为 3-5%。零售品牌商头部优势明显, 产品设计、品牌建设、广告营销、渠道管理是核心竞争力。

图表 25: 钻石产业价值链



参与者数量	前5名控制 70% 市场	约100家参与者	约5000家参与者		>10000家参与者	大型零售商控制约 35% 市场
进入壁垒	高	高	低	低	中	中
议价能力	高	中	低	低	低	中

来源: 贝恩, 国金证券研究所

### 2.3 行业洗牌速度加剧，龙头有望强者恒强

- 珠宝零售行业是以品牌和渠道为王的行业，奢侈珠宝市场品牌是核心竞争力，中高端珠宝市场渠道是核心竞争力：①对于国际知名品牌所在的奢侈珠宝市场，品牌是最核心的竞争力，品牌所传递的价值和故事是吸引消费者最重要的因素；②对于港资+内资品牌所在的中高端市场，渠道能力尤为关键，在中国复杂的城市层级中能够广泛的覆盖到目标消费者，是核心能力的体现。
- 根据品牌市场定位和零售终端渠道覆盖率，我们可以将国内现有的珠宝首饰企业分为四类：一是知名度高，但地域覆盖度低，如 De Beers、Cartier、Tiffany 等国外高端奢侈品牌；二是知名度较高，但目前渠道下沉相对有限的周大福、周生生、六福等港资品牌；三是有一定知名度，依靠加盟体系实现较广地域覆盖的老凤祥、周大生、豫园商城等内资全国性品牌；四是知名度较低，同时覆盖度较为局限的区域品牌如北京菜百、上海金伯利、深圳爱迪尔、沈阳萃华珠宝、杭州曼卡龙等。

图表 26：不同类别珠宝首饰品牌公司的现状及未来机遇

属性	典型代表	现状	未来机遇
国际品牌	De Beers、Cartier、Tiffany、BVLGARI	定位于奢侈珠宝市场，具有悠久的历史和丰富的品牌内涵。是钻石珠宝类产品的消费引领者，具有较高的品牌溢价。目前主力覆盖一二线城市，但是渠道数量依然十分有限。	面对中国三四线城市消费升级的机遇，应加强在三四线城市的拓店速度，不过也会面临本土品牌在渠道先发优势的强力阻击。
港资品牌	周大福、周生生、六福、谢瑞麟	定位于高端市场，产品在设计感上具有一定领先优势，渠道下沉速度需要加快。	在三四线城市面临新的大力拓店机遇，但是产品设计和层次上需要更符合年轻人审美。
内资全国性品牌	周大生、老凤祥、豫园商城	定位于中高端市场，核心优势是依靠快速的加盟体系在一线到四线广大城市都有布局。	未来面临将品牌再继续升级的机会，尤其是在消费升级的新环境之下，如何相比外资和港资品牌有更快响应用户的能力。
内资区域龙头	北京菜百、上海金伯利、深圳爱迪尔、沈阳萃华珠宝、杭州曼卡龙	定位于区域市场的中端消费者，在当地市场具有一定的知名度。	盘踞区域，想要走向全国需要借助资本力量，同时面临全国性品牌渠道下沉的压力。

来源：新消费内参，国金证券研究所

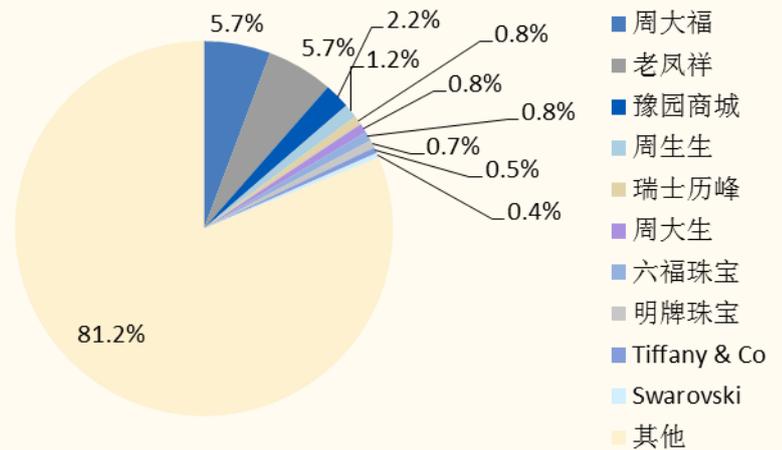
图表 27：各公司中国大陆门店数量

	DE BEERS	Tiffany	Cartier	BVLGARI	周大福	周生生	谢瑞麟	六福集团
品类	钻石珠宝	钻石珠宝	钻石珠宝	钻石+彩色宝石	钻石珠宝+黄金首饰	钻石珠宝+黄金首饰	钻石珠宝+黄金首饰	黄金首饰为主
直营店	6	33	36	36	/	/	193	157
加盟店	/	/	/	12	/	/	187	1404
总门店数	6	33	36	48	2839	521	380	1561
	周大生	老凤祥	豫园股份	周六福	明牌珠宝	莱绅通灵	潮宏基	恒信玺利 (IDo)
品类	钻石珠宝+素金首饰	黄金首饰为主	黄金首饰为主	钻石珠宝+素金首饰	黄金首饰为主	钻石珠宝	黄金首饰为主	钻石珠宝
直营店	302	164	181	9	/	290	570	/
加盟店	3073	3338	1909	2781	/	447	337	/
总门店数	3375	3502	2090	2790	900+	737	907	713

来源：各公司官网，各公司公告，国金证券研究所，备注：门店数量为中国大陆门店数量，DE BEERS、Tiffany、Cartier、BVLGARI、周大福、周生生来自官网搜索，截至日期为 2019.05.30；谢瑞麟和六福数据来自截至 2018.3.31 的年报；其余公司数据来自截至 2018.12.31 的年报

- 目前行业集中度较低，CR10 占比为 18.8%，行业洗牌加剧时期龙头公司强者恒强：珠宝首饰行业过去几年处于高景气时期，吸引了众多企业进入，竞争非常激烈，在珠宝消费品牌意识的初期阶段，区域型品牌或者市场杂牌分流了近半的购买力。根据 Euromonitor 数据，2017 年我国珠宝行业 CR10 合计市占率仅为 18.8%，市场较为分散。但是随着整体市场的逐渐成熟和消费者品牌意识的升级，资金实力薄弱、终端渠道数量少、品牌形象模糊、产品缺乏特色的小珠宝企业将面临淘汰，行业的整合速度将进一步加快，使市场向更具品牌、渠道优势及产品设计能力的企业集中。

图表 28：2017 年我国珠宝行业各集团市占率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

### 3. 核心优势：规模先行，效率为王，标准化管理体系保驾护航

#### 3.1 钻石镶嵌为主的差异化产品布局，成熟配货模型实现产品标准化管理

- 以钻石镶嵌为主的差异化产品层次布局：公司坚持以钻石为主力产品，黄金为人气产品，铂金、K 金、翡翠、珍珠、彩宝为配套产品，不断丰富产品线。公司选择钻石作为核心产品的主要原因为：①80 后 90 后成为新一代消费主体后将会带动钻石需求，钻石在国内的普及率有望不断提升；②钻石的自身特点导致了钻石可以标准化批量生产，钻石 4C 标准建立了相对标准的定价体系；③钻石相对稀缺，供应和需求较稳定，价格波动小。

图表 29：公司核心产品类别及市场定位

产品类别	类别描述	产品图示	市场定位
镶嵌首饰	将宝石类材料镶入另一种贵金属材料所形成的首饰，种类包括钻石镶嵌等，品类包括戒指、项链、耳环、挂坠、手链等。2018 年营收占比 63%，毛利率为 25.96%。		针对待婚人群的婚恋系列； 针对年轻人群的时尚系列。
素金首饰	主要原料为黄金类贵金属的非镶嵌首饰，种类包括黄金、K 金、铂金等，品类包括戒指、项链、耳环、挂坠、手链等。2018 年营收占比 23%，毛利率为 19.92%。		针对待婚人群的婚恋系列； 针对年轻人群的时尚系列； 针对商务人群的礼品系列。
其他首饰	主要原料为珍珠、玉石的非镶嵌首饰，包括戒指、挂坠、手链等。2018 年营收占比 0.06%，毛利率为 39.36%。		针对珠宝爱好者，具备较高收藏价值的首饰； 针对宴会、典礼等特定场合的名贵首饰

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，珠宝行业的差异化除了品类和样式本身，更重要的是品牌故事和价值的传递，因此差异化的大单品对于品牌而言是必不可少的。2013 年公司独家引入比利时 EXELCO 公司“LOVE100”百面切工钻石（通常所见的钻石为 57 个或者 58 个切面）作为核心产品系列，拥有其在大中华区（包括港澳台地区）的独家经营权。百面切工钻石亮度较一般钻石可提升 20% 左右，产品推出后获得了较高的市场美誉和消费者认可度。

图表 30：“LOVE100”百面切工“星座极光”系列钻石



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 31：公司独创“情景风格珠宝”产品体系架构

五大人群	系列名称	系列定位
活力女孩	《Special》	与众不同的个性表达
	《Shining girl》	畅享青春的活力美搭
	《甜蜜星人》	超甜有趣的恋爱表白
怡然佳人	《百魅》	焕发光彩的魅力美搭
	《百姿》	幸福温馨的美好婚恋
知性丽人	《都市独白》	都市白领的心声代言
	《挚》	执手相伴的知心婚恋
	《幸福时刻》	亲密爱人的时尚对戒
魅力精英	《时光》	时光沉淀的隽永情感
	《缪斯女神》	超越时代的现代女神
星光女神	《梵高》艺术珠宝	永世珍藏的高级珠宝

来源：公司公告，国金证券研究所

- 此外，2016 年公司首创“情景风格珠宝”，进一步推进产品差异化战略。“情景风格珠宝”把场景应用、风格划分和消费者日常生活进行有效缔结，打造“优雅、迷人、浪漫、摩登、自然”5 大风格，在多变的风格间找到恰合时宜与场景的珠宝配饰，精准锁定各品类主力市场，建立了多维度产品款式库，不断丰富完善产品线，精准锁定各品类主力市场，针对不同消费者，优化产品结构，满足市场多样化需求。
- 为了适应品牌的定位、地域消费需求的差异性，公司根据不同的设计风格和主题，制订标志款、人气款、配套款相结合的款式风格组合，建立了多维度的产品款式库。公司产品款式库由核心款（包括标志款）、畅销款、配

套款、区域特色款和新秀款构成。公司制定了《选款配货规范》，以规范款式的开发和选款流程。此外，公司根据区域特点、商圈特点、投资额度和产品组合，划分十余组店铺配货模型，在满足消费群体差异化需求的同时，实现产品的标准化管理。

### 3.2 加盟模式占领三四线城市消费者认知，测算潜在门店数仍有 36% 增长空间

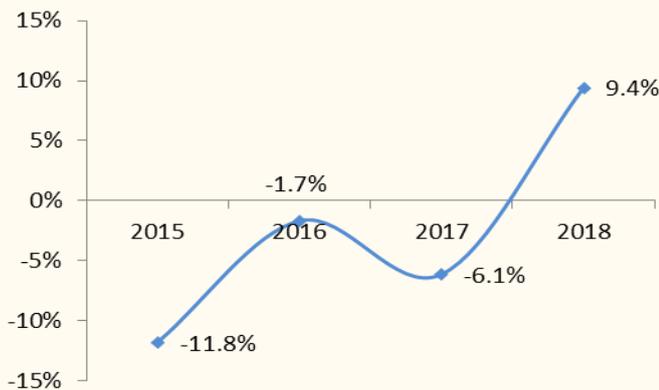
- 从商业价值链来看，无论是一二三四城市，核心商圈的优质渠道资源都是有限的，拥有优质的渠道资源可以持续提升品牌的核心竞争力。近年来，越来越多的国内珠宝首饰企业开始通过建立核心商圈旗舰店、增加高端商铺专柜以及扩大加盟门店规模等手段来加强对终端销售的控制力。我们认为，渠道资源作为品牌珠宝首饰企业竞争能力的重要构成因素，应当持续被珠宝首饰公司重点关注和投入。
- 加盟店快速拓展是公司的崛起之源，公司是行业中前瞻性采用规模先行渠道建设战略、建立全国性连锁网络的企业，进而奠定了龙头地位。截至 2018 年 12 月 31 日，公司已在全国拥有 302 家自营店、3073 家加盟店（统一形象、产品、价格体系和服务），形成行业领先的连锁渠道网络。自营店使公司在全国最发达的地区立稳脚跟，初步建立品牌地位与产品形象；加盟店可快速在城市周边及三、四线城市拓展布局，且无需占用大量资金。面对一、二线城市中国际、港资品牌的强势地位，公司看准低线城市婚庆刚需与消费升级潜力，运用轻资产加盟店抢先占领三、四线市场，依靠差异化路线获取大量市场份额，奠定公司龙头地位。

图表 32：2014-2018 公司门店数量



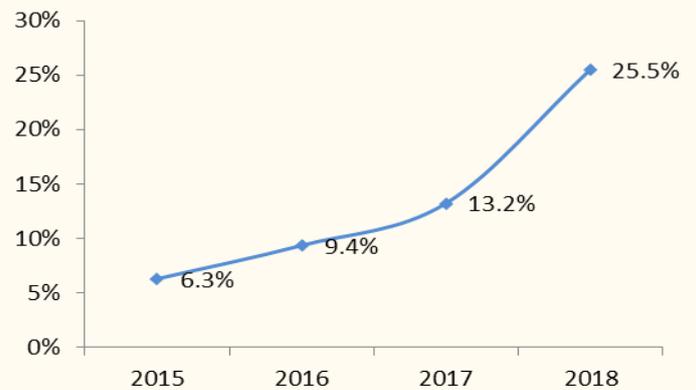
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：自营店门店数量增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：加盟店门店数量增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司自营店定位于全国一、二线城市的**核心商圈**，2018年门店调整逐步结束，净开店26家。2015-2017年公司**对自营门店进行大幅度调整**，三年内分别净关店40家、5家、18家。大幅调整主要由于公司**直营早期合作的部分百货店受到电商与购物中心分流影响**，部分商场进行停业整顿；同时公司主动提升了考核指标，对部分业绩不达标的店面进行关店调整。2018年门店调整逐步结束，公司自营店净开店26家。
- **自营同店增速在调整产品品类后企稳上升**。2015-2016年，公司自营业务在门店调整的同时也面临同店下滑的压力，主要原因为2015年黄金价格整体震荡下行，公司自营黄金首饰销售受到较大影响。而在公司积极调整产品品类后，2017和2018年公司直营单店收入分别为355万元和397万元，分别同比+18.6%和+11.6%。

**图表 35：2014-2018 公司自营门店数量及单店拆解**

单位：万元（门店数除外）	2014	2015	2016	2017	2018
<b>自营店</b>					
收入	126,143	106,877	88,114	101,664	112,702
增速	/	-15.27%	-17.56%	15.38%	10.86%
期初门店数	339	339	299	294	276
新开门店数	56	30	37	27	52
关闭门店数	56	70	42	45	26
期末门店数	339	299	294	276	302
净增门店数	0	-40	-5	-18	26
年底加权平均店数	339	299	294	286	284
平均单店收入	372.10	357.45	299.71	355.47	396.84
增速	/	-3.94%	-16.15%	18.60%	11.64%
其中：单店镶嵌首饰收入	95.64	104.32	100.2	113.59	110.1
单店素金首饰收入	275.71	251.73	198.84	241.88	286.74
其他	0.76	1.4	0.66		
平均单店毛利	89.83	91.63	97.8	105.94	118.73
增速	/	2.00%	6.73%	8.32%	12.07%
其中：单店镶嵌首饰毛利	50.58	56.84	56.37	64.07	65.09
单店素金首饰毛利	38.87	34.43	41.13	41.87	53.64
其他毛利	0.38	0.36	0.31		

来源：公司公告，国金证券研究所，备注：年底加权平均店数为每年月末店数累计平均（Σ月末店数/计算月份数）

- 公司加盟店重点定位**三、四线市场**，2014-2018年，公司持续加大加盟店拓店力度，门店数量由**1860家增长至3073家**。加盟模式下公司不承担开店的高额成本与经营风险，同时可减少大量资金占用，因而系公司开拓期的占领全国市场的核心渠道。近年公司持续加大加盟店拓店力度，加速渗透空白、薄弱市场，2014-2017年加盟店分别净增117、185、286家。2018年加盟拓店继续提速，年内净增625家。
- 扩店有序开展的同时，随着品牌知名度的提升及加盟体系的优化完善，公司加盟店实现的单店收入亦稳步提升。2015-2018年，公司加盟店实现的单店收入分别为74万元、84万元、106万元和118万元，分别同比+3.2%、+13.6%、+25.8%和+11.2%。公司加盟店同店收入增速亮眼的主要原因为：①公司加盟展店主要来源三、四线，三四线受贸易战、金融资产下行影响小；②三四线珠宝消费进入黄金时期。公司在三四线布局最完整，是该区域消费者珠宝消费最好的选择之一；③新开设加盟店的铺货需求推动。根据我们测算，公司加盟门店的单店平均零售额可达1000万左右，高于公司直营门店。

图表 36：2014-2018 公司加盟门店数量及单店拆解

单位：万元（门店数除外）	2014	2015	2016	2017	2018
<b>加盟店</b>					
收入	133,938	146,924	171,738	240,272	324,692
增速	/	9.70%	16.89%	39.91%	35.14%
期初门店数	1760	1860	1977	2162	2448
新开门店数	318	346	428	532	820
关闭门店数	218	229	243	246	195
期末门店数	1860	1977	2162	2448	3073
净增门店数	100	117	185	286	625
年底加权平均店数	1860	1977	2034	2262	2750
平均单店收入	72.01	74.32	84.43	106.22	118.07
增速	/	3.20%	13.61%	25.80%	11.15%
其中：单店素金首饰收入	0.74	0.95	0.96	1.82	0.69
单店镶嵌首饰收入	54.60	58.03	68.04	86.82	99.14
单店品牌使用费收入	10.76	9.49	9.42	11.57	12.00
单店加盟管理服务费收入	5.78	5.83	5.94	6.01	6.24
平均单店毛利	25.20	26.29	29.10	34.37	39.81
增速	/	4.33%	10.69%	18.11%	15.83%
其中：单店素金首饰毛利	0.01	0.09	0.08	0.16	0.09
单店镶嵌首饰毛利	8.64	10.87	13.66	16.63	21.48
单店品牌使用费毛利	10.76	9.49	9.42	11.57	12.00
单店加盟管理服务费毛利	5.78	5.83	5.94	6.01	6.24

来源：公司公告，国金证券研究所，备注：年底加权平均店数为每年月末店数累计平均（Σ月末店数/计算月份数）

- 加盟商首次铺货收入占比有限，单店零售的增长维持公司增长的可持续性。2014-2016 年新增加盟店首次铺货金额在当年新增加盟店的总进货金额中占比为 50%左右，后续进货金额也占有较大比重。新增加盟店首次铺货金额在当年所有加盟收入金额中占比仅为 16%-18%。新增门店首次铺货的贡献有限，单店零售的稳定增长为公司带来了收入增长的持续性。

图表 37：新增加盟店首次铺货与后续进货情况（截至 2016 年底）

单位：万元	新增加盟店数	新增门店合计首次铺货金额	新增门店店均首次铺货金额	新增门店报告期后续累计进货金额	新增门店后续累计进货期数	新增门店年均后续累计进货金额	新增门店店均后续进货金额	首次铺货金额占比
计算公式	A	B	C=B/A	D	E	F=D/E	G=F/A	C/(F+C)
2014	318	16,862.85	53.03	36,112.24	2.5	14,444.90	45.42	53.86%
2015	346	20,418.76	59.01	29,362.80	1.5	19,575.20	56.58	51.05%
2016	428	25,296.75	65.75	6,299.29	0.5	12,598.58	53.84	54.98%

来源：公司公告，国金证券研究所

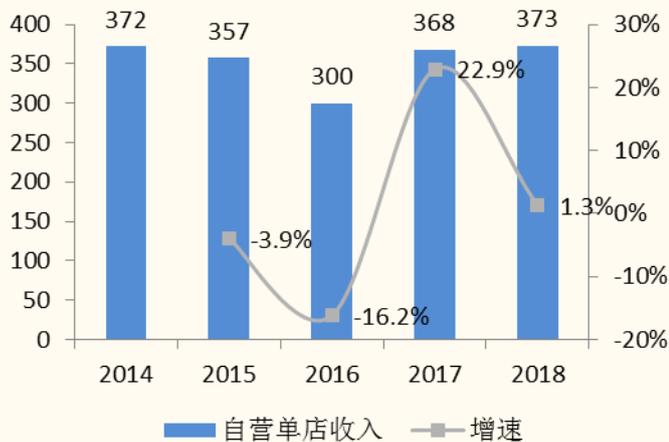
图表 38: 新增加盟店首次铺货占加盟销售收入的比重 (截至 2016 年底)

单位: 万元	加盟产品销售收入	年度新增门店首次铺货金额	年度所有门店后续进货金额	首次铺货金额占比	后续进货金额占比
计算公式	A=B+C	B	C	B/A	C/A
2014	103,168.84	16,862.85	86,305.99	16.34%	83.66%
2015	116,636.77	20,418.76	96,218.01	17.51%	82.49%
2016	140,489.51	25,296.75	115,192.76	18.01%	81.99%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

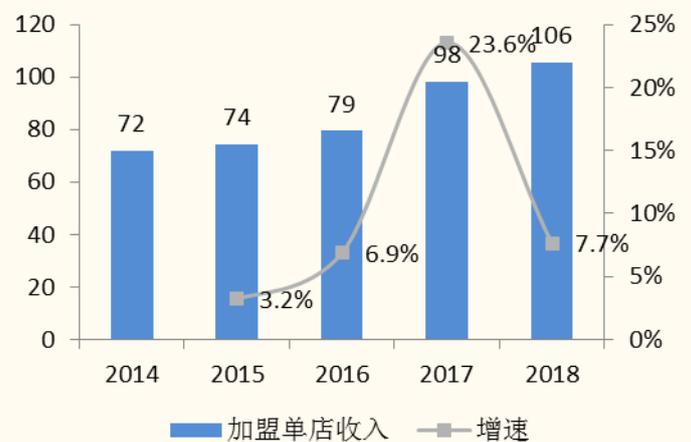
- **展望未来, 公司单店收入仍有望提升:** 公司直营门店收入自 2016 年积极调整产品品类以来逐年上升, 目前达到 373 万/店, 考虑到钻石镶嵌品类未来向上的发展趋势和公司品牌力的提升, 自营门店收入有望进一步提升。对于加盟门店, 公司体系化的管理标准建立和输出, 是支撑未来持续成长的基础, 而良好的加盟商优胜劣汰机制, 以及产品和品牌的持续升级, 也将有助于提升整体门店质量。

图表 39: 自营门店单店收入 (万元/家店)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 加盟门店单店收入 (万元/家店)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **未来开店空间仍然广阔, 测算可达 4583 家, 相较 2018 年末门店数有 36% 的增长空间。** 以公司 2018 年年末在各地区的门店数和各地区常住人口数为基准, 我们可以算出公司在各地区平均每百万人拥有的门店数量。考虑到珠宝消费与各地区经济水平密切相关, 我们将人均 GDP 作为划分未来各地区每百万人拥有潜在门店数量的指标。根据人均 GDP 的大小, 我们将各地区分为人均 GDP 在 12 万以上, 11 万~12 万, 10 万~11 万, 9 万~10 万, 8 万~9 万, 7 万~8 万, 6 万~7 万, 5 万~6 万, 4 万~5 万和 4 万以下 10 档, 每一档中取目前每万人拥有门店数的最大值为未来预测的潜在每百万人拥有门店数, 进而计算出在各地区未来潜在的门店数。根据我们的测算, 公司在全国范围内的潜在门店数可达 4583 家, 相较 2018 年末的 3375 家仍有 36% 的门店数量增长空间。

**图表 41：公司门店扩张空间测算**

地区	公司门店数 (截至 2018.12.31)	地区常住人口 (万人, 2017 年)	每百万人拥 有门店数	人均 GDP (万 元/人)	预测每百万人 拥有门店数	潜在门店数
北京市	92	2171	4.24	12.90	4.24	92
上海市	56	2418	2.32	12.66	4.24	102
天津市	50	1557	3.21	11.89	3.21	50
江苏省	168	8029	2.09	10.72	2.09	168
浙江省	104	5657	1.84	9.21	1.84	104
福建省	107	3911	2.74	8.27	2.74	107
广东省	61	11169	0.55	8.09	2.74	306
山东省	288	10006	2.88	7.28	2.88	288
内蒙古自治区	69	2529	2.73	6.38	2.96	75
重庆市	91	3075	2.96	6.34	2.96	91
湖北省	162	5902	2.74	6.02	2.96	175
陕西省	172	3835	4.49	5.73	4.49	172
吉林省	32	2717	1.18	5.48	4.49	122
辽宁省	83	4369	1.90	5.35	4.49	196
宁夏回族自治区	27	682	3.96	5.08	4.49	31
湖南省	124	6860	1.81	4.96	3.64	250
海南省	13	926	1.40	4.84	3.64	34
河南省	301	9559	3.15	4.67	3.64	348
河北省	237	7520	3.15	4.54	3.64	274
新疆维吾尔自治区	59	2445	2.41	4.49	3.64	89
四川省	302	8302	3.64	4.47	3.64	302
青海省	11	598	1.84	4.40	3.64	22
江西省	122	4622	2.64	4.34	3.64	168
安徽省	116	6255	1.85	4.34	3.64	228
山西省	125	3702	3.38	4.21	3.64	135
黑龙江省	67	3789	1.77	4.19	3.64	138
西藏自治区	5	337	1.48	3.93	3.20	11
广西壮族自治区	34	4885	0.70	3.81	3.20	156
贵州省	100	3580	2.79	3.80	3.20	115
云南省	113	4801	2.35	3.42	3.20	154
甘肃省	84	2626	3.20	2.85	3.20	84
<b>合计</b>	<b>3375</b>					<b>4583</b>

来源：国家统计局，国金证券研究所

- 此外，我国复杂的城市层级分布也为擅长渠道运营的品牌提供了机遇：我国共有 34 个省级行政区、334 个地级行政区、2851 个县级行政区和 39888 个乡级行政区，复杂的城市层级是中国地缘的一大特色，也为擅长渠道建设运营的品牌企业提供了崛起的机遇。

### 3.3 行业多年深耕细作，标准化加盟商管理制度是持续发展的基石

- 周大生外延式、规模先行的渠道战略能够取得较大成效，得益于经过多年在行业内的深耕细作，公司建立的标准化加盟商管理体系：
  - ① 门店经营的标准化：公司通过精心打造充分表达品牌概念的标准化样板店，建立了标准化门店经营管理体系，对加盟店和自营店的资质评估、经营标准、开店流程、店铺形象、培训、管理、销售、价格体系、广告投放、考核等方面进行标准化管理，在推动公司建立专业性、高品质的品牌形象的同时，使得公司销售网络具有较强的复制能力和协同能力，为进一步拓展营销渠道奠定了坚实基础。

图表 42：品牌标准化门店



来源：公司官网，国金证券研究所

- ② 运营管理的标准化：公司建立总部加盟、自营事业部和区域办事处两级总部、区域管理体系，对自营店、加盟店的管理模块和工作建立了全面的规范和细致的标准化流程。通过科学管理将运营管理流程化、标准化，有效提高服务效率和品质，为业务量的增长提供重要保证。
- ③ 加盟商的考核与评价标准化：加盟商的考核评价主要以资金实力、品牌意识、管理水平、配合度，经营方面：规范运作、折扣，进货量、活动的营销综合来看。对于加盟店的管理一开始就比较严，所有的产品都有自己的身份证，公司督导队伍定期、不定期去店里巡店，加盟商的违规成本非常高，因此加盟商持有私货的情况比较少，加盟商促销方面公司统一规范化治理，也不会出现乱打折等情况，针对节日的促销活动公司会以设置下线的形式进行管控。

**图表 43：公司门店标准化输出**

加盟商标准化管理体系	具体内容
①加盟商资质评估	公司通过材料审核、面谈、调研等方式对意向加盟商的资金实力、商业背景、管理团队等基本信息进行考察和评估，评估达标者方可获得特许经营权的资格。
②加盟店开店评估	公司进行商圈调研、市场竞争与消费者购买能力调研、门店基础经营条件评估、门店经营计划分析，对意向加盟店开店计划进行分析。新加盟店柜面积要求：专柜 $\geq 25\text{m}^2$ ，专卖店 $\geq 60\text{m}^2$ ；公司同时根据年度市场运营情况确定最低投资额度。
③加盟店经营标准	公司从形象、产品、销售、服务、价格、促销等方面均建立了标准规范，形象、服务、销售实现全国范围标准统一，价格、促销在统一原则下由各省实施规范统一，并通过开店运营辅导和培训、日常培训与督导进行执行和落实。
④加盟店营运管控	加盟店与公司之间的业务往来，实行专管员负责制，并向加盟商开放业务信息数据库。公司通过举办加盟商大会和建立聆听热线，与全体加盟商共同探讨行业发展趋势、公司发展规划和终端经营策略，以改进和提升加盟管理工作。
⑤加盟店整合营销	公司充分发挥加盟店地域优势，联合加盟商开展区域营销活动，包括品牌形象广告、系列产品联合推广、克拉钻巡回推广、精品钻石巡回推广、终端联合促销以及会员服务等方式。其中，同城或省内的品牌推广推广活动，经公司总部批准，由区域加盟商营销委员会和加盟店共同实施；全国性推广活动由公司组织统一实施。
⑥加盟店经营辅导	公司为加盟店提供专项经营辅导服务，诊断门店经营过程中出现的问题，提出有针对性的解决方案，提升加盟店的经营水平和经济效益。
⑦加盟店员工培训	公司建立了系列化的培训体系，组建了总部培训讲师和区域培训讲师的专职培训队伍，通过开店培训、日常提升培训、专项培训、省级大型集训、城市级中型集训等不同方式对门店店长和店员进行培训。培训课程主要包括消费者需求、产品知识、品牌知识、服务规范、销售规范、团队建设等方面，全面提升店长和店员的专业素质和销售能力。公司还借鉴 MBA 模式，创建了珠宝 MBA（简称 J-MBA）系列高端培训。
⑧加盟店规范督导	公司建立了专职督导队伍，对全国加盟店的形象规范、产品规范、销售规范进行定期和不定期的检查与督导，纠正违反各项规范的行为，对于违反加盟协议书约定的，公司会敦促加盟店整改，情节严重的会依据加盟协议取消加盟店的特许经营权。
⑨加盟店经营考核	公司通过多年经验积累和分析，初步建立了一套加盟店经营考核分级指标体系，从经营业绩、会员发展、经营规范、日常管理等方面对加盟店进行考核评价，根据评价结果可以为门店的续约审批、经营辅导、店员培训、规范督导等业务管理工作提供决策依据，相关成果也被合作银行采纳为给加盟店实施贷款授信的评估依据之一。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 较为完备的选址策略和经营培训也对加盟商形成了较大的吸引力，使得公司的渠道下沉效果显著。公司对加盟商的吸引力，一方面在于品类上选择更丰富，负责引流的黄金和毛利更高的钻石饰品都可以在周大生旗下得到；另一方面，公司提供了较为完备的选址策略和经营培训。总体而言，公司多年经营形成的一套标准化加盟模式是公司的重要优势。

### 3.4 财务投资 I Do 16.6%股权，后续协同发展值得期待

- 2018年9月，公司收购 I Do 母公司恒信玺利 16.6%股权：公司及全资子公司宝通天下与天津红杉签订了份额转让协议，拟以自有资金 4.04 亿元收购其旗下风创新能 100%财产份额和所有权益，并间接持有恒信玺利 16.6%股份，其中周大生受让 99.59%，子公司宝通天下受让 0.41%。公司看好恒信玺利的市场发展前景，预计在实现良好投资回报的基础上，实现互利双赢。此次收购交易价格对应恒信玺利 2017 年 PE 仅 8.7 倍，低于上市公司 PE。

图表 44：公司财务投资 I Do 16.6% 股权

公告发布日期	交易标的	交易对价	对应恒信玺利股价及估值	交易完成后风创新能股权结构
2018.9.20	通过受让风创新能 100% 的股权，间接持有了恒信玺利 16.6% 的股份，公司看好恒信玺利的市场发展前景，可实现良好的投资回报，实现互利双赢。恒信玺利主要从事钻石珠宝首饰产品的设计研发和销售，以“恒信”、“I Do”等不同的品牌面向不同的目标市场进行销售。恒信玺利主要产品涵盖钻石镶嵌类戒指、项链、耳饰、手链、吊坠等。	4.04 亿元	对应股价 11.51 元/股； 交易价格对应 2017 年 PE 为 8.66 倍。	周大生 99.5865% 宝通天下 0.4135%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 恒信玺利致力于设计、销售各种高品质的珠宝产品，是国内最早进入钻石行业的企业之一。旗下已拥有 HIERSUN、I DO、ooh Dear 三个钻石品牌，主要产品涵盖钻石镶嵌类戒指、项链、耳饰、手链、吊坠等。“恒信”品牌自创立以来在北京、上海设立较大规模的自营店，经过十几年的发展已成为国内知名高端珠宝品牌。2017 年实现营收 16.44 亿元，净利润 2.80 亿元，同比+15.5%/27.26%。2018 年实现营收 16.6 亿元，净利润 2.81 亿元。截至 2018，公司门店总数为 713 家，多分布于一、二线城市，期待后续与公司业务有进一步的协同发展。

图表 45：恒信玺利收入（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：恒信玺利净利润（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4. 同行财务对比：公司成长性高，盈利能力强，ROE 稳健

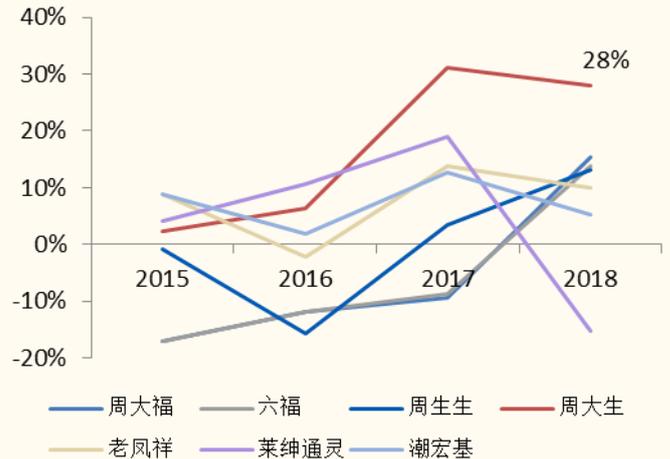
##### 4.1 成长性高，公司营收及净利润增速领先同业

- **2014-2018 年，公司营收从 26.6 亿元增长至 48.7 亿元，年均复合增速为 16.3%，处于行业内领先水平：**从营收规模来看，周大福和老凤祥为行业龙头，周生生和六福的营收规模也在百亿元以上，公司营收规模较小与公司对于加盟店素金产品采用指定供应商模式，只收取品牌使用费有关。而从营收增速角度来看，公司在行业中近年表现最为亮眼，2014-2018 年，周大福、六福、周生生的年均复合增速分别为-6.5%、-6.7%、-0.6%，老凤祥、莱绅通灵、潮宏基的年均复合增速分别为 7.5%、3.8%、7.1%，公司年均复合增速为 16.3%，位于行业领先水平。
- **2014-2018 年，凭借较强的盈利能力，公司净利润从 3.24 亿元增长至 8.06 亿元，年均复合增速为 25.6%：**从净利润规模来看，2018 年周大福以 40.95 亿元的净利润位于行业第一梯队，六福、老凤祥、周生生、周大生以 10 亿元左右的净利润位于行业第二梯队，莱绅通灵和潮宏基净利润规模较小。从利润增速角度来看，2014-2018 年，周大生年均复合增速为 25.6%，老凤祥和莱绅通灵年均复合增速为 6.4%和 5.1%，而周生生、六福、周大福和潮宏基年均复合增速分别为-1.7%、-7.4%、-13.4%和-24.7%。

图表 47：公司与同行营收（亿元）比较



图表 48：公司与同行营收增速比较



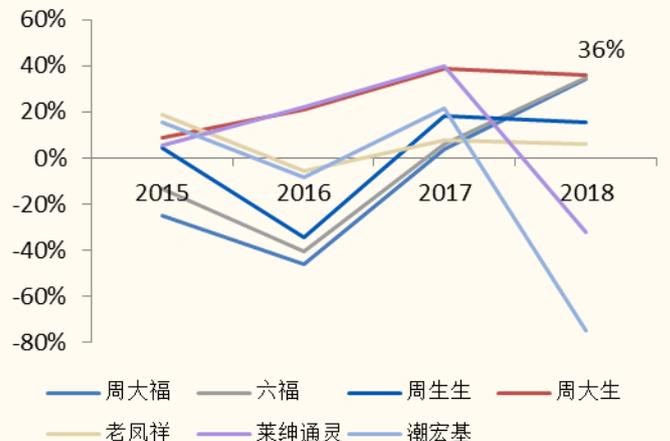
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表 49：公司与同行利润（亿元）比较



图表 50：公司与同行净利润增速比较



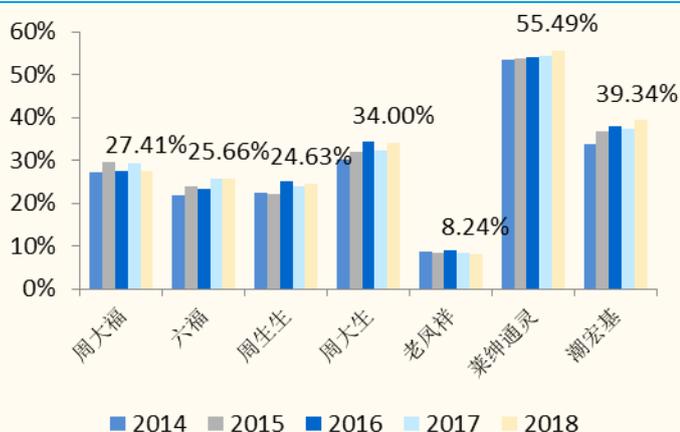
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2 盈利和营运能力处于行业领先，ROE 连续多年保持在 20%以上

- **2014-2018 年，公司综合毛利率由 30.27%提升至 34%，毛利率提升主要来源于：**①公司高毛利的钻石镶嵌首饰的营收占比在提升，由 2014 年的 51.1%提升至 2018 年的 63.3%。②随着品牌价值提高，溢价能力的不断提升，首饰产品毛利率不断提升。公司钻石镶嵌和素金首饰 2014 年毛利率分别为 24.83%和 14.14%，2018 年分别提升至 25.96%和 19.92%。
- **公司综合毛利率位于同行中上水平：**从品类角度来看，镶嵌首饰由于在设计、品牌等方面溢价较大，毛利率相对较高；素金首饰由于原料市价较为透明，毛利率相对较低。从经营模式来看，销售商品直营模式毛利率大于加盟模式，但是加盟模式下如果收取管理服务费和品牌使用费，则这部分收入无直接成本，毛利率为 100%。老凤祥主要以黄金品类、批发模式为主，因而毛利率最低；周大福、六福素金类产品占比较大，因而毛利率低于公司；莱绅通灵主要以钻石品类、自营模式为主，因而毛利率高于公司。

图表 51：2014-2018 公司与同行毛利率比较



图表 52：2014-2018 公司与同行净利率比较

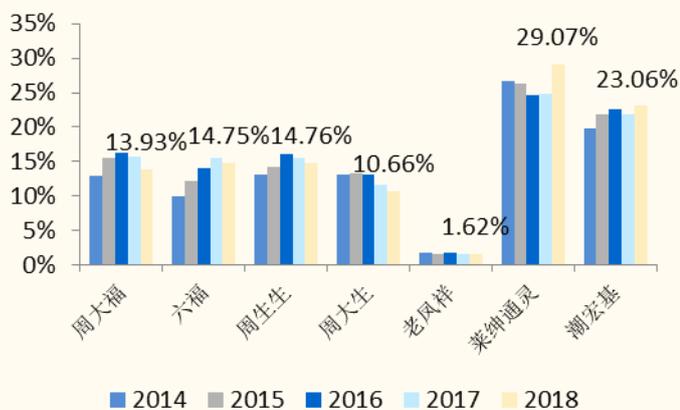


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- **费用管控合理，盈利能力出色：**2014-2018 年，公司销售费用率分别为 13.07%、13.3%、13.17%、11.71%和 10.66%，管理费用率分别为 1.87%、2.17%、2.06%、1.99%和 2.79%。从品类角度来看，钻石首饰相对黄金首饰是更为非标的产品，需要更多营销投入去赋予产品价值，因此销售费用率和管理费用率更高；从经营模式来看，直营模式的销售费用率亦高于加盟模式。因此，可以看到老凤祥作为以黄金品类和批发模式为主的公司，销售费用率和管理费用率均非常低；而莱绅通灵作为以钻石品类和直营模式为主的公司，销售费用率和管理费用率处于行业内较高水平。

图表 53：2014-2018 公司与同行销售费用率比较



图表 54：2014-2018 公司与同行管理费用率比较

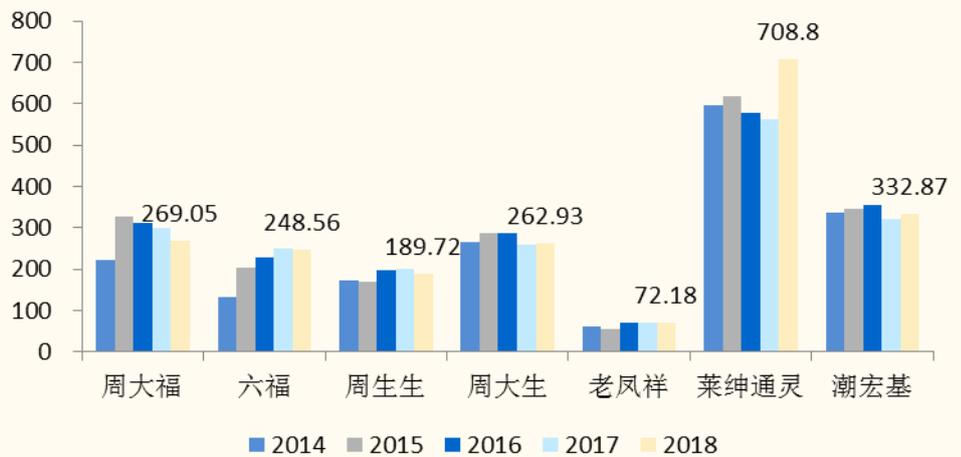


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- **存货周转天数位于行业平均水平：**2014-2018年，公司存货周转天数分别为265、287、286、261和263天。从品类角度来看，素金产品由于具有保值投资功能，市场需求量较大，周转速度较快；而镶嵌产品价值相对较大，受产品款式设计、婚恋等特定需求的影响，周转速度相对较慢。从经营模式来看，自营的销售模式为零售，会面对不同客户的购买需求，单个门店的存货周转率大体相当于所有自营门店的平均周转率；而加盟/经销的销售模式为批发，单笔销售数额较大，不同加盟店之间的产品需求虽然会有一些差异，但也会有相当程度的重合，因此加盟模式的存货周转率会明显高于自营模式。因此，可以看到老凤祥以黄金品类和批发模式为主，存货周转天数非常短；而莱绅通灵以钻石品类和直营模式为主，存货周转天数较长。

图表 55：2014-2018 公司与同行存货周转天数比较



来源：Wind，国金证券研究所

- **公司 ROE 近年来保持在 20%以上，高于其他珠宝公司：**2018年，公司销售净利率、资产周转率和权益乘数分别为 16.55%、0.95 和 1.4，ROE 高达 22.18%。对比同行业收入规模较大的公司，2018 年周大福的销售净利率、资产周转率和权益乘数分别为 7.11%、1.11 和 1.64，净资产收益率为 12.56%；老凤祥的销售净利率、资产周转率和权益乘数分别为 3.57%、3.03 和 2.44，净资产收益率为 20.26%。公司稳健的 ROE 主要来自于领先行业的净利率水平和相对较高的资产周转率。

图表 56：2014-2018 公司与同行 ROE 比较

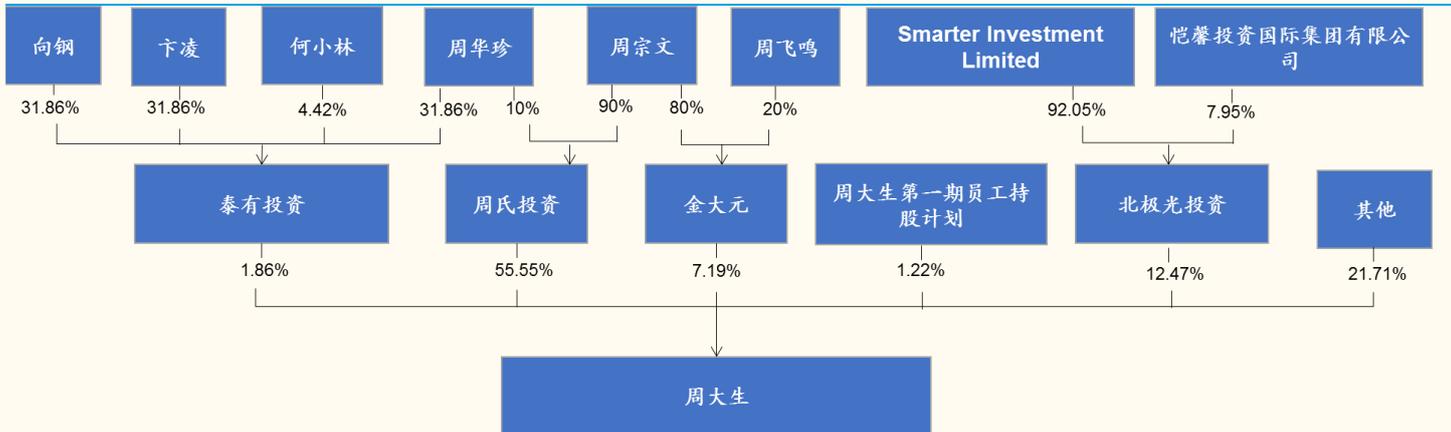


来源：Wind，国金证券研究所

## 5. 创始人夫妻为公司实际控制人，股权激励+员工持股计划彰显信心

- 创始人夫妻为公司实际控制人，公司股权结构稳定：截至 2019 年 3 月底，创始人周宗文、周华珍夫妻为实际控制人，周飞鸣是实际控制人周宗文及周华珍之子，三人合计持有公司 63.33% 的股权。其中通过第一大股东周氏投资持有公司 55.55% 的股权，通过金大元投资持有公司 7.19% 的股权，通过泰有投资持有 0.59% 的股权，处于绝对控股地位，股权结构稳定。

图表 57：公司股权结构图（截至 2019.3）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2018 年 1 月，公司发布第一期限限制性股权激励计划，考核目标对应 2018-2021 年利润年均复合增速为 14.19%：向包括董事、财务总监及核心业务骨干在内的 177 名激励对象授予 7,529,500 股限制性股票，授予价格为 14.27 元/股，股票来源为公司向激励对象定向增发的 A 股普通股。股权激励计划考核目标为 2018 /2019 /2020 /2021 各年度实现的净利润与 2017 年相比增长率分别不低于 15% /30% /50% /70%，四年复合增长率为 14.19%，对应 2018-2021 年每年的净利润增长率依次为 15.00% /13.04% /15.38%/13.33%，体现公司对于未来业绩稳定增长的信心。预计此次股权激励为公司 2018-2022 年分别增加费用摊销 4243 万、2819 万、1553 万、741 万、140 万，影响逐年递减且相较公司各年利润影响较小。

图表 58：公司第一期股票激励计划首次授予的激励对象及分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占拟授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
1	赵时久	董事	10.00	1.06%	0.02%
2	许金卓	财务总监	30.00	3.17%	0.06%
中层管理人员、核心技术 (业务) 骨干及重点培养人才 (含全资子公司) (共计 175 人)			712.95	75.38%	1.49%
预留限制性股票			192.86	20.39%	0.41%
合计			945.81	100%	1.98%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 年 1 月，公司第一期限限制性股权激励计划预留部分授予完成：公司向包括董事、中层管理人员及核心技术 (业务) 骨干 (含控股子公司) 在内的 113 名激励对象授予 192.35 万股限制性股票，授予价格为 14.24 元/股，股票来源为公司向激励对象定向增发的 A 股普通股。股权激励计划考核目标为 2019 /2020 /2021 各年度实现的净利润与 2017 年相比增长率分别不低于 30% /50% /70%。预计此次股权激励为公司 2019-2021 年分别增加费用摊销 1437 万、698 万、328 万，对公司各年利润影响较小。

**图表 59：公司第一期股票激励计划预留部分授予的激励对象及分配情况**

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	获授限制性股票占本次 授予总量的比例	获授限制性股票占当 前总股本比例
夏洪川	董事	14.00	7.28%	0.03%
中层管理人员及核心技术（业务）骨干（含控股子公司） （共计 112 人）		178.35	92.72%	0.37%
合计		192.35	100%	0.40%

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 60：公司股权激励计划考核目标**

解除限售期	业绩考核目标
第一次解除限售	以 2017 年业绩为基准，2018 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 15%。
第二次解除限售	以 2017 年业绩为基准，2019 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 30%。
第三次解除限售	以 2017 年业绩为基准，2020 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 50%。
第四次解除限售	以 2017 年业绩为基准，2021 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 70%。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 第一期员工持股计划顺利推进完成：**公司 2018 年 4 月 17 日公告第一期员工持股计划，截至 2018 年 7 月 9 日，公司第一期员工持股计划已通过大宗交易方式受让公司持股 5% 以上股东北极光投资持有的公司股票 5,952,300 股，占公司总股本的 1.23%，成交金额合计为 1.4 亿元，成交均价为 24.95 元/股，锁定期 1 年。此次员工持股计划参与对象包括董监高 8 人及其他员工不超 100 人，其中董监高认购占比超 50%。
- 股权激励计划和员工持股计划彰显信心：**公司股权激励计划及员工持股计划均以董监高、中层管理人员、核心技术骨干以及重点培养人才为主要覆盖对象，既体现了公司对核心经营人员的重视，有利于调动员工积极性并留住优秀人才，也为公司经营计划的实现奠定良好基础。

## 6. 投资建议

- “周大生”是主打钻石镶嵌首饰，以加盟模式为特色的中高端珠宝知名品牌。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。2016-2018 年均营收复合增速 30%，年均净利润复合增速 37%。2019Q1，公司营收 10.97 亿元，同比+17.04%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比+23.16%。截至 2019 年 3 月 31 日，公司门店总数为 3457 家，其中自营店 296 家，加盟店 3161 家，已经形成全国范围内成熟的连锁渠道网络，未来标准化加盟门店的持续拓展输出是重要看点。
- 钻石珠宝在三四线城市渗透空间广阔，原钻开采商和珠宝零售商掌握产业链定价权，全国性品牌商龙头有望强者恒强：我国珠宝市场规模 6,965 亿元，镶嵌饰品占 20%左右。目前一线城市钻石首饰渗透率达 61%，三四线城市仅为 37%，三四线是未来钻石消费的主要增长点。钻石珠宝是一个由原钻开采商和珠宝零售商定价的产业，销售给终端消费者时价格在 1 万元的钻石珠宝，原钻成本大约在 1381 元左右。而珠宝零售商以品牌和渠道为王，奢侈珠宝品牌是核心竞争力，中高端珠宝渠道是核心竞争力。目前品牌端集中度较低，CR10 占比为 18.8%，行业洗牌时期龙头市占率有望提升。
- 公司核心优势和未来看点主要体现在差异化品类、规模化渠道、标准化加盟管理和外延并购四个方面：①公司以钻石镶嵌为主的差异化产品布局，契合新一代消费者需求，成熟配货模型已实现产品标准化管理；②加盟模式占领三四线消费者认知，规模具有先发优势，经测算公司潜在门店数可达 4583 家，仍有 36%增长空间，而伴随品牌力的逐步提升，单店收入亦有提升空间；③行业内多年深耕细作，业内领先的标准化加盟商管理制度是公司持续发展的基石；④财务投资 I Do 16.6%股权，后续与公司业务协同值得期待。
- 公司成长性高，盈利能力强，ROE 连续保持在 20%以上，股权激励计划彰显信心：2014-2018 年，公司净利润从 3.24 亿元增长至 8.06 亿元，年均复合增速为 25.6%；综合毛利率由 30.27%提升至 34%，ROE 近年来保持在 20%以上，高于其他珠宝公司。2018 年 1 月发布第一期股权激励计划，考核目标对应 2018-2021 利润年均复合增速为 14.19%。
- 预计 2019-2021 年公司营业收入为 57.54/66.37/75.17 亿元，分别同比 +18.2%/15.3%/13.3%；归母净利润为 9.81/11.17/12.60 亿元，分别同比 +21.70%/13.82%/12.85%，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 61：公司分业务盈利预测

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>自营店</b>								
收入	1261	1069	881	1017	1127	1260	1394	1526
增速	-	-15.27%	-17.56%	15.38%	10.86%	11.80%	10.64%	9.49%
净增门店数	0	-40	-5	-18	26	10	10	10
加权平均店数	339	299	294	286	284	294	304	314
平均单店收入	3.72	3.57	3.00	3.55	3.97	4.29	4.59	4.86
增速	-	-3.94%	-16.15%	18.60%	11.64%	8%	7%	6%
平均单店毛利	0.90	0.92	0.98	1.06	1.19	1.29	1.38	1.46
增速	-	2.00%	6.73%	8.32%	12.07%	8.29%	7.00%	6.00%
毛利率	24.14%	25.63%	32.63%	29.80%	29.92%	30%	30%	30%
<b>加盟店</b>								

收入	1339	1469	1717	2403	3247	3889	4503	5084
增速	-	9.70%	16.89%	39.91%	35.14%	19.78%	15.77%	12.91%
净增门店数	100	117	185	286	625	300	250	150
加权平均店数	1860	1977	2034	2262	2750	3050	3300	3450
平均单店收入	0.72	0.74	0.84	1.06	1.18	1.28	1.36	1.47
增速	-	3.20%	13.61%	25.80%	11.15%	8%	7%	8%
平均单店毛利	0.25	0.26	0.29	0.34	0.40	0.43	0.46	0.50
增速	-	4.33%	10.69%	18.11%	15.83%	8.91%	7.00%	8.00%
毛利率	35.00%	35.38%	34.46%	32.36%	33.72%	34%	34%	34%
<b>电商</b>								
收入	22.42	122.59	220.70	282.85	349.84	437.30	546.62	683.28
增速	-	446.90%	80.03%	28.16%	23.69%	25%	25%	25%
毛利率				22.06%	27.83%	28%	28%	28%
<b>供应链服务</b>								
收入	0	0	0	5.86	47.29	59.11	73.89	92.36
增速					706.45%	25%	25%	25%
毛利率				98%	100%	100%	100%	100%
<b>小贷金融</b>								
收入					4.98	5.48	6.03	6.63
增速						10%	10%	10%
毛利率					100%	100%	100%	100%
<b>其他</b>								
收入	40.60	68.46	82.58	97.37	93.90	103.29	113.61	124.98
增速		68.63%	20.63%	17.91%	-3.57%	10%	10%	10%
毛利率				85.81%	78.99%	80%	80%	80%
<b>合计</b>								
总营业收入	<b>2663.83</b>	<b>2729.06</b>	<b>2901.80</b>	<b>3805.45</b>	<b>4869.94</b>	<b>5754.43</b>	<b>6636.82</b>	<b>7517.41</b>
增速	-	<b>2.45%</b>	<b>6.33%</b>	<b>31.14%</b>	<b>27.97%</b>	<b>18.16%</b>	<b>15.33%</b>	<b>13.27%</b>
总毛利	806.31	873.39	996.42	1232.15	1655.77	1970.01	2272.97	2576.69
综合毛利率	30.27%	32.00%	34.34%	32.38%	34.00%	34.23%	34.25%	34.28%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 7. 风险提示

- 行业景气度受到宏观经济波动影响：**珠宝行业是典型的可选消费，需求容易受到宏观经济波动的影响。国内黄金珠宝行业经 2013 年之前的黄金 10 年高速增长之后，2013-16 年开始下滑，2017 年有所回暖，未来行业景气度存在不确定性，由此带来行业需求的不确定性。

- **行业竞争加剧：**伴随着消费升级的浪潮,日常消费将成为珠宝消费的重要突破口。行业内公司在品牌打造、价格策略、宣传推广、销售渠道等诸多方面激烈竞争,多个品牌意识到三四线城市的发展机遇,纷纷开始布局。行业趋于向品牌价值高、资金雄厚、发展潜力高的公司集中。
- **未来销售费用率可能上升：**随着行业步入洗牌阶段,内部竞争加剧,公司在品牌建设和渠道布局方面可能会投入更多的费用去抢占市场份额,因而未来公司销售费用率可能存在上升风险。
- **开店速度不及预期,品牌使用费及加盟管理费收入增速不及预期：**公司通过加盟模式迅速开店,未来预计也将保持每年 200-300 家的净开店速度,但因开店面临消费需求、经济波动、选址、竞争、培育期等因素扰动,开店速度存在一定的不确定性,公司收取的品牌使用费和加盟管理费的增长也存在一定的不确定性。
- **原始股东减持：**北极光投资于 2018 年 12 月计划 6 个月内减持不超过 6%,截至 2019 年 4 月 2 日已减持 0.9957%,减持后持股 12.1828%,未来可能存在减持的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,902</b>	<b>3,805</b>	<b>4,870</b>	<b>5,754</b>	<b>6,637</b>	<b>7,517</b>	货币资金	423	1,191	1,086	1,447	1,773	2,050
增长率		31.1%	28.0%	18.2%	15.3%	13.3%	应收账款	76	115	98	121	140	169
主营业务成本	-1,905	-2,573	-3,214	-3,784	-4,364	-4,941	存货	1,619	2,106	2,589	3,110	3,766	4,399
%销售收入	65.7%	67.6%	66.0%	65.8%	65.8%	65.7%	其他流动资产	50	471	655	619	622	625
毛利	996	1,232	1,656	1,970	2,273	2,577	流动资产	2,169	3,883	4,428	5,298	6,301	7,243
%销售收入	34.3%	32.4%	34.0%	34.2%	34.2%	34.3%	%总资产	91.4%	88.6%	75.2%	78.3%	80.9%	83.1%
营业税金及附加	-25	-38	-46	-58	-66	-75	长期投资	2	284	703	703	703	703
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	15	34	80	108	138	146
营业费用	-382	-446	-519	-616	-710	-804	%总资产	0.7%	0.8%	1.4%	1.6%	1.8%	1.7%
%销售收入	13.2%	11.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	无形资产	162	166	472	453	436	421
管理费用	-60	-76	-136	-167	-192	-218	非流动资产	203	498	1,459	1,472	1,485	1,477
%销售收入	2.1%	2.0%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	%总资产	8.6%	11.4%	24.8%	21.7%	19.1%	16.9%
息税前利润 (EBIT)	529	673	955	1,130	1,304	1,479	<b>资产总计</b>	<b>2,372</b>	<b>4,381</b>	<b>5,887</b>	<b>6,770</b>	<b>7,786</b>	<b>8,720</b>
%销售收入	18.2%	17.7%	19.6%	19.6%	19.6%	19.7%	短期借款	120	0	600	686	686	461
财务费用	-9	6	-26	-16	-12	2	应付款项	454	811	1,040	1,059	1,221	1,383
%销售收入	0.3%	-0.2%	0.5%	0.3%	0.2%	0.0%	其他流动负债	174	175	263	273	301	331
资产减值损失	6	-18	-41	0	0	0	流动负债	748	986	1,904	2,018	2,209	2,174
公允价值变动收益	-2	-4	-4	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	-11	22	24	25	25	25	其他长期负债	12	13	15	15	15	15
%税前利润	n.a	2.8%	2.3%	1.9%	1.7%	1.5%	<b>负债</b>	<b>760</b>	<b>999</b>	<b>1,919</b>	<b>2,033</b>	<b>2,223</b>	<b>2,189</b>
营业利润	513	785	1,026	1,257	1,435	1,624	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,612</b>	<b>3,382</b>	<b>3,941</b>	<b>4,710</b>	<b>5,535</b>	<b>6,504</b>
营业利润率	17.7%	20.6%	21.1%	21.8%	21.6%	21.6%	少数股东权益	0	0	27	27	27	27
营业外收支	54	5	33	34	34	34	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,372</b>	<b>4,381</b>	<b>5,887</b>	<b>6,770</b>	<b>7,786</b>	<b>8,720</b>
税前利润	567	791	1,059	1,291	1,469	1,658	<b>比率分析</b>						
利润率	19.5%	20.8%	21.8%	22.4%	22.1%	22.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-140	-199	-253	-310	-353	-398	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.7%	25.1%	23.9%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	1.064	1.239	1.661	2.013	2.291	2.586
净利润	427	592	806	981	1,117	1,260	每股净资产	4.020	7.077	8.120	9.703	11.404	13.400
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.043	0.743	0.755	0.978	1.325	1.637
归属于母公司的净利润	427	592	806	981	1,117	1,260	每股股利	0.000	0.600	0.600	0.650	0.600	0.600
净利率	14.7%	15.6%	16.6%	17.0%	16.8%	16.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	26.47%	17.51%	20.45%	20.83%	20.17%	19.37%
净利润	427	592	806	981	1,117	1,260	总资产收益率	17.99%	13.51%	13.69%	14.49%	14.34%	14.45%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	22.98%	14.90%	15.89%	15.83%	15.85%	16.07%
非现金支出	23	44	77	26	27	30	<b>增长率</b>						
非经营收益	18	-16	-9	-22	-14	-21	主营业务收入增长率	6.33%	31.14%	27.97%	18.16%	15.33%	13.27%
营运资金变动	-50	-265	-508	-510	-487	-474	EBIT增长率	21.64%	27.11%	41.93%	18.32%	15.41%	13.43%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>418</b>	<b>355</b>	<b>367</b>	<b>475</b>	<b>643</b>	<b>794</b>	净利润增长率	20.84%	38.77%	36.15%	21.70%	13.82%	12.85%
资本开支	-39	-34	-381	0	-6	12	总资产增长率	9.76%	84.70%	34.39%	14.99%	15.01%	12.00%
投资	50	-632	-508	30	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	4	23	24	25	25	25	应收账款周转天数	9.4	7.8	6.7	6.5	6.5	7.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>-644</b>	<b>-865</b>	<b>55</b>	<b>19</b>	<b>37</b>	存货周转天数	290.2	264.2	266.6	300.0	315.0	325.0
股权募资	0	1,481	107	103	0	0	应付账款周转天数	41.6	59.8	69.2	69.0	69.0	69.0
债权募资	-110	-120	600	86	0	-226	固定资产周转天数	1.9	3.0	2.2	2.4	2.6	2.6
其他	-249	-306	-313	-358	-336	-329	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-359</b>	<b>1,055</b>	<b>395</b>	<b>-169</b>	<b>-336</b>	<b>-554</b>	净负债/股东权益	-18.80%	-35.22%	-12.24%	-16.06%	-19.54%	-24.33%
<b>现金净流量</b>	<b>75</b>	<b>766</b>	<b>-104</b>	<b>361</b>	<b>326</b>	<b>277</b>	EBIT利息保障倍数	56.8	-105.8	36.4	70.5	110.9	-784.5
							资产负债率	32.04%	22.81%	32.59%	30.03%	28.56%	25.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	26	31	40
增持	0	0	11	12	16
中性	0	0	2	2	5
减持	0	0	0	0	1
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.38</b>	<b>1.36</b>	<b>1.47</b>

来源：贝格数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH