

评级：增持（首次覆盖）

市场价格：17.52

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

研究助理：康璐

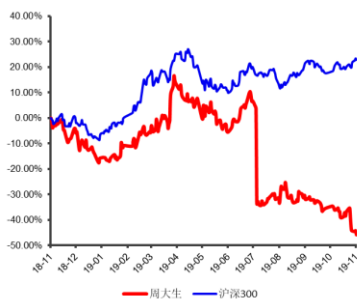
电话：18817502392

Email: kanglu@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	731
流通股本(百万股)	247
市价(元)	17.52
市值(百万元)	12800
流通市值(百万元)	4335

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,805	4,870	5,294	6,310	7,425
增长率 yoy%	31.14%	27.97%	8.70%	19.20%	17.68%
净利润	592	806	981	1,190	1,440
增长率 yoy%	38.77%	36.15%	21.68%	21.35%	20.98%
每股收益(元)	0.81	1.10	1.34	1.63	1.97
每股现金流量	0.49	0.50	0.88	0.86	1.32
净资产收益率	17.51%	20.45%	21.67%	23.00%	24.08%
P/E	21.50	15.79	12.98	10.70	8.84
PEG	0.82	0.74	0.41	0.41	0.41
P/B	3.77	3.23	2.81	2.46	2.13

投资要点

■ 从我国珠宝行业规模空间来看：我国目前是黄金消费第一大国和钻石消费第二大国，但人均珠宝消费较发达国家仍有提升空间。2003-2013年是我国黄金珠宝行业高速发展的时期，但2013年因全球黄金价格大幅下跌，随后两年金价持续走低，叠加经济增速下行、反腐、房价高企等因素，黄金珠宝行业迎来近三年的调整期。而后随着经济和金价的逐渐启，珠宝行业从2016年开始回升，并于当年成为全球第一大珠宝消费市场。根据 Euromonitor 的预测，到2018年我国珠宝首饰行业整体规模已经达到7000亿，且未来5年预计维持在3%-5%的稳定增长区间。但从人均珠宝消费来看，国内市场仍有提升空间。

■ 从我国珠宝行业竞争格局来看：我国珠宝首饰行业已经形成了差异化竞争的格局。高端市场主要被老牌欧美品牌 Tiffany、Cartier、Bvlgari 等垄断，这些品牌主要局限在一、二线城市布局；占据中高端市场主要市场份额的是港资品牌周大福、周生生等以及内资品牌周大生、老凤祥、明牌珠宝等。港资和内资品牌原先集中布局在一、二线城市；后随着市场竞争的加剧，三四线城市的消费升级提速，这些品牌也开始积极布局下沉市场，抢占市场份额。

需求分化及竞争的加剧造成我国珠宝首饰行业集中度下滑，未来龙头企业市占率提升空间较大。2013-2016年之间，我国珠宝行业 CR10 下降了 5.6%，CR5 下降了 4.5%。集中度下降的原因主要是随着消费理念的升级，消费者对于珠宝的需求变得更加多元化，日常非婚嫁的首饰需求增强；加之互联网消费的崛起带动了很多独立设计品牌商的发展，而国内珠宝行业龙头仍然以足金首饰经营为主，主要迎合婚嫁需求，未能及时获取时尚类珠宝的发展红利；2017年开始，随着龙头企业产品线的丰富和产品组合的调整，集中度又有回升的趋势。总体来说，龙头企业的资本雄厚且产品研发和分销的能力更强，未来品牌整合、提升市占率的空间较大。

■ 周大生的核心竞争力主要体现在：行业领先的品牌价值、较强的产品研发能力和完善的产品组合以及加盟模式下渠道高速扩张的优势。(1)从产品方面来看：公司确立了以钻石首饰为主力产品，百面切工钻石首饰为核心产品，黄金首饰为人气产品，彩宝首饰/金镶玉首饰/铂金首饰/K金首饰为配套产品的产品组合策略。公司实行整合研发与自主研发相结合的模式，不断丰富产品线，满足市场多样化的消费需求。目前核心和主力产品外聘专业的设计团队，塑造品牌的独特性；中端产品 ODM 较多，买断代工厂商的设计；流量 OEM 产品只作为辅助销售。2016-2018年公司研发投入占收入比明显高于同行业的老凤祥、周大福等，居于行业领先水平。

(2)从渠道方面来看：规模先行的渠道建设战略形成了强大的集群效应和资源整合优势。截至2019Q3，公司自营+加盟门店共3787家。门店网络主要布局在长江流域，西北、东北、华南市场较为薄弱。快速的门店扩张使得公司形成了行业领先的连锁渠道网络，极大地提升了品牌影响力和知名度，带来了强大的集群效应和资源整合优势。此外，轻资产运营的形式有利于公司抓住三四线城市消费升级进程中的发展红利，快速提高终端市场占有率。

(3)从品牌价值和认同来看：周大生品牌连续八年入选中国最具价值品牌榜单中珠宝品牌类前三，2018年周大生品牌价值达376.85亿元，排名提高到106位，仅次于周大福，领先于老凤祥等其他国内珠宝品牌。此外，由于公司时尚和年轻化的品牌定位，虽然品牌奢侈品的调性稍弱，但是有助于提高在较年轻的消费群体中的品牌认知度，伴随着消费者的成长而不断提高用户忠诚度。

■ 投资建议：产品组合丰富，渠道高速扩张，珠宝行业龙头前景广阔。我们认为：

周大生无论在品牌认同、产品设计能力以及产品组合完善度方面，都处在行业领先水平；此外，公司在渠道拓展尤其是三四线下沉市场的渠道优势非常显著。中长期来看，虽然整体珠宝行业增速会放缓，但公司会受益于其偏年轻化、中高端的品牌定位，以及三四线城市珠宝消费渗透率的提升以及消费升级的红利。产品设计不断提升推高同店收入增长，渠道扩张仍然动力十足，在同店增长和门店高速扩张的双轮驱动下，预计未来收入和盈利仍将保持较为高速增长。预计 2019-2021 年公司实现营收约 52.94/63.10/74.25 亿元，同比增长 8.7%/19.20%/17.68%。实现归母净利润约 9.81/11.90/14.40 亿元，同比增长 21.68%/21.35%/20.98%。摊薄每股收益 1.34/1.63/1.97 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 13/11/9 倍。参考珠宝行业其他可比公司估值，给予公司 2019 年 15 倍 PE，首次覆盖给予公司“增持”评级。

- **风险提示事件：**（1）珠宝行业竞争加剧造成公司盈利能力下降。（2）居民消费欲望下滑使得高端可选消费受较大影响。（3）互联网销售渠道对线下的冲击（4）原材料价格波动风险。

内容目录

珠宝行业：国内珠宝企业形成差异化竞争格局	- 6 -
我国珠宝人均水平较低，行业规模仍有较大空间	- 6 -
钻石市场：我国是全球第二大钻石消费市场。	- 7 -
钻石消费：婚庆需求弱化，悦己需求增强。	- 8 -
黄金市场：我国是黄金消费第一大国，人均拥有量与世界平均水平差距较大	- 9 -
上游开采和终端销售是珠宝首饰产业链中利润率最高的环节	- 10 -
我国珠宝饰品行业形成差异化竞争格局	- 11 -
公司概况：内资镶嵌珠宝龙头，盈利能力高于同行	- 13 -
周大生：内资镶嵌珠宝龙头，股权结构相对集中	- 13 -
加盟模式下的高速展店支撑了业绩快速稳健增长	- 14 -
轻资产加盟模式实现高毛利率	- 15 -
公司核心竞争优势：产品设计精良，渠道扩张迅速，品牌价值领先同行	- 16 -
产品组合完善，独家代理比利时百面切工钻石打造竞争优势	- 16 -
注重产品研发，供应链整合和运营管控能力保证产品质量	- 18 -
规模先行的渠道建设战略形成了强大的集群效应和资源整合优势。	- 19 -
终端门店盈利能力较强，经销商加盟动力足，渠道扩张仍有空间	- 21 -
公司品牌价值高，树立年轻时尚的品牌形象，抓住年轻消费力	- 25 -
盈利预测及投资建议	- 26 -
投资建议：产品组合丰富，渠道高速扩张，珠宝行业龙头前景广阔	- 26 -
风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1：我国成品钻石交易总额（亿美元）及增速	- 6 -
图表 2：2018 年中美日人均珠宝消费额（美元）	- 6 -
图表 3：美国珠宝店销售额增速与 GDP 和社零总额增速同向变动	- 6 -
图表 4：我国珠宝零售额增速与 GDP 和社零总额增速同向变动	- 6 -
图表 5：我国成品钻石交易总额（亿美元）及增速	- 7 -
图表 6：不同规格钻石平均价格累积变化百分比趋势图	- 7 -
图表 7：我国不同城市人均 GDP（万元）及结婚率	- 8 -
图表 8：我国结婚登记分年龄段人数（万人）及结婚率	- 8 -
图表 9：钻戒销售占比下滑	- 9 -
图表 10：千禧一代是钻石主要购买力	- 9 -
图表 11：我国千禧一代表现出更强的钻石偏好（2018）	- 9 -
图表 12：我国黄金消费量（吨）及增速	- 10 -
图表 13：上海黄金交易所黄金现货结算价格（元/g）	- 10 -
图表 14：我国珠宝首饰行业产业链环节	- 11 -

图表 15: 钻石产业链各环节利润率呈现微笑曲线.....	- 11 -
图表 16: 我国珠宝行业发展历程.....	- 12 -
图表 17: 我国珠宝行业竞争格局.....	- 12 -
图表 18: 我国珠宝行业集中度与美日比较 (2017)	- 13 -
图表 19: 我国珠宝首饰行业集中度较低.....	- 13 -
图表 21: 周大生股权结构.....	- 13 -
图表 22: 周大生营业收入 (百万元) 及增速.....	- 14 -
图表 23: 周大生归母净利润 (百万元) 及增速.....	- 14 -
图表 24: 周大生收入结构拆分 (按产品分)	- 15 -
图表 25: 周大生收入结构拆分 (按渠道分)	- 15 -
图表 26: 周大生毛利率高于行业平均水平.....	- 15 -
图表 27: 周大生毛利率&净利率.....	- 15 -
图表 28: 周大生百面切工钻石示意图.....	- 16 -
图表 29: 周大生百面切工钻石在镶嵌首饰销售收入中占比.....	- 16 -
图表 30: 周大生主要产品系列	- 17 -
图表 31: 周大生研发投入 (万元) 与同行比较.....	- 18 -
图表 32: 周大生研发投入占收入比重领先同行.....	- 18 -
图表 33: 公司委外生产过程控制.....	- 18 -
图表 34: 周大生开店情况.....	- 19 -
图表 35: 周大生新增门店情况 (按区域分)	- 19 -
图表 36: 周大生全国营销渠道覆盖 (截至 2018 年末)	- 20 -
图表 37: 自营和加盟门店单店收入 (万元) 及毛利率变化.....	- 21 -
图表 38: 镶嵌首饰收入在门店收入中占比.....	- 21 -
图表 39: 自营和加盟门店单店收入同比增速.....	- 22 -
图表 40: 自营店和加盟店单店收入 (万元) 及收入结构拆分.....	- 23 -
图表 41: 电商渠道收入规模 (百万元) 及增速.....	- 23 -
图表 42: 天猫旗舰店在电商渠道中销售占比.....	- 23 -
图表 43: 电商渠道分渠道收入及占比.....	- 24 -
图表 44: 周大生天猫旗舰店	- 24 -
图表 45: 周大生收入结构拆解 (数据根据 2018 年财报数据计算)	- 24 -
图表 46: 中国 500 最具价值品牌排名	- 25 -
图表 47: 全球奢侈品力量排名	- 25 -
图表 48: 周大生广告宣传大使	- 26 -
图表 49: 周大生广告宣传费用率高于同行.....	- 26 -
图表 50: 周大生历史估值.....	- 27 -

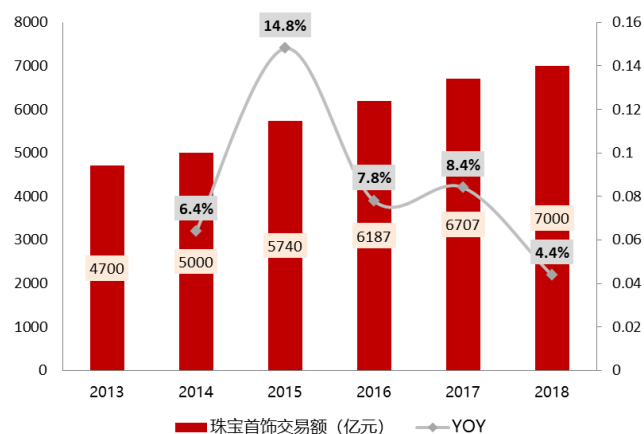
图表 51: 黄金珠宝行业估值..... - 27 -
图表 52: 周大生盈利预测三张表..... - 28 -

珠宝行业：国内珠宝企业形成差异化竞争格局

我国珠宝人均水平较低，行业规模仍有较大空间

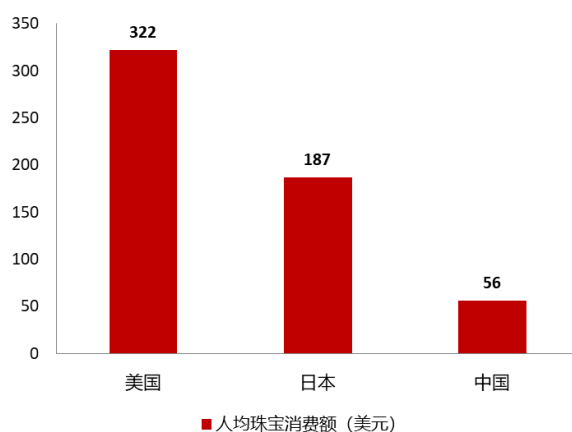
- 我国珠宝首饰行业规模已达 7000 亿，但人均珠宝消费相较于发达国家仍有提升空间。回顾我国黄金珠宝市场的发展，2003-2013 年是其高速发展的黄金期，但 2013 年因全球黄金价格大幅下跌，随后两年金价持续走低，叠加经济增速下行、反腐、房价高企等因素，黄金珠宝行业迎来近三年的调整期。而后随着经济和金价的逐渐启稳、房价平稳回落，珠宝行业从 2016 年开始回升，并于当年一举跃为全球第一大珠宝消费市场。2017 年、2018 年延续平稳增长，根据 Euromonitor 的预测：到 2018 年我国珠宝首饰行业整体规模已经达到 7000 亿，且未来 5 年预计维持在 3%-5% 的稳定增长区间。
- 但从人均珠宝消费来看，国内市场仍有提升空间。2018 年美国、日本和中国的人均珠宝消费额分别是 322/187/56 美元。

图表 1：我国成品钻石交易总额（亿美元）及增速



来源：中国珠宝玉石首饰行业协会 Euromonitor 中泰证券研究所

图表 2：2018 年中美日人均珠宝消费额（美元）

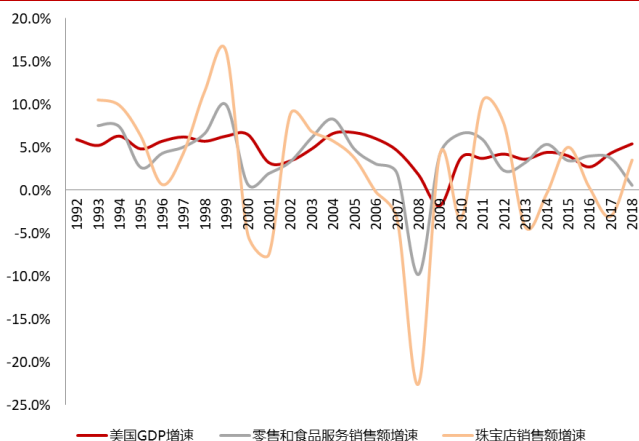


来源：前瞻产业研究院 中泰证券研究所

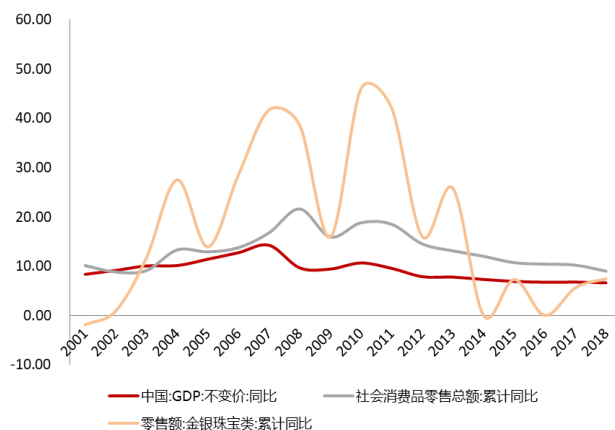
- 珠宝首饰作为高端可选消费，其增长受到居民收入提升的影响更为明显。参照美国的经济数据来看，珠宝店的销售额增速与社会零售总额增速同向变动，但弹性较社零总额增速变化的弹性要大；
- 我国珠宝行业还处于成长期，金银珠宝品类的销售额增速有时会与社会零售总额增速变动有一些偏离，但整体变化趋势一致，预计未来与社零总额的增速变化更加具备一致性。

图表 3：美国珠宝店销售额增速与 GDP 和社零总额增速同向变动

图表 4：我国珠宝零售额增速与 GDP 和社零总额增速同向变动



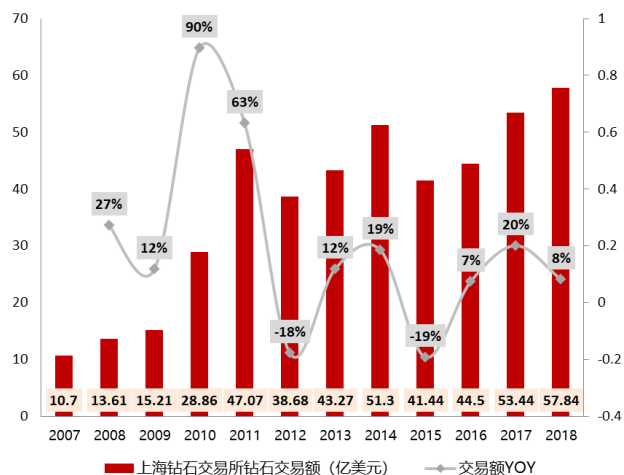
来源：上海钻石交易所 中泰证券研究所



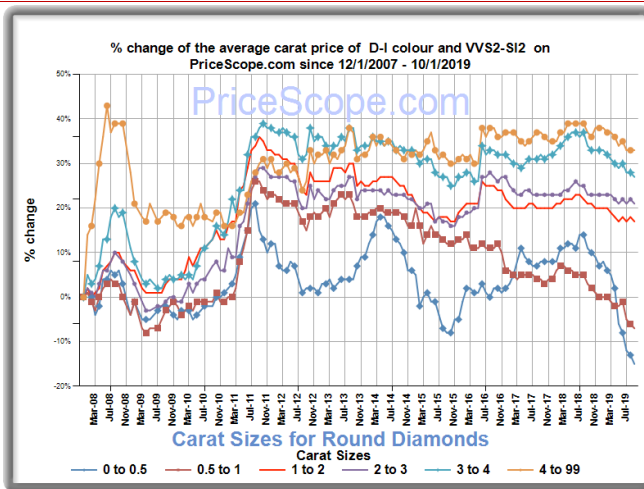
来源：Wind 国家统计局 中泰证券研究所

钻石市场：我国是全球第二大钻石消费市场。

- 钻石是一种从上游开采到中游供应都受到国际寡头垄断的资源，目前全球主要的钻石交易场所位于安特卫普、伦敦、纽约、特拉维夫、孟买、上海和香港。上海钻石交易所是国内唯一的钻石进出口交易平台。随着全球钻石消费需求的回升，自 2009 年以来我国稳居全球第二大钻石消费市场，2018 年成品钻石交易总额达到 57.84 亿美元，同比增长 8%。
- 受国际金融危机的影响，全球主要钻石消费国的钻石进口额呈现波动下降趋势。而得益于我国持续稳定的经济增长、境内钻石交易市场秩序的规范和钻石首饰消费需求的增长，我国钻石进口额基本保持增长。
- 由于受供给垄断的特殊性影响，全球钻石的价格走势受到毛钻供给和市场需求两方面因素的影响。金融危机以后，钻石价格在 2009 年保持低位稳定。2010 年全球钻石行业复苏明显；受全球经济形势低迷的影响，钻石价格在 2018 年开始有所下降。

图表 5：我国成品钻石交易总额（亿美元）及增速


来源：上海钻石交易所 中泰证券研究所

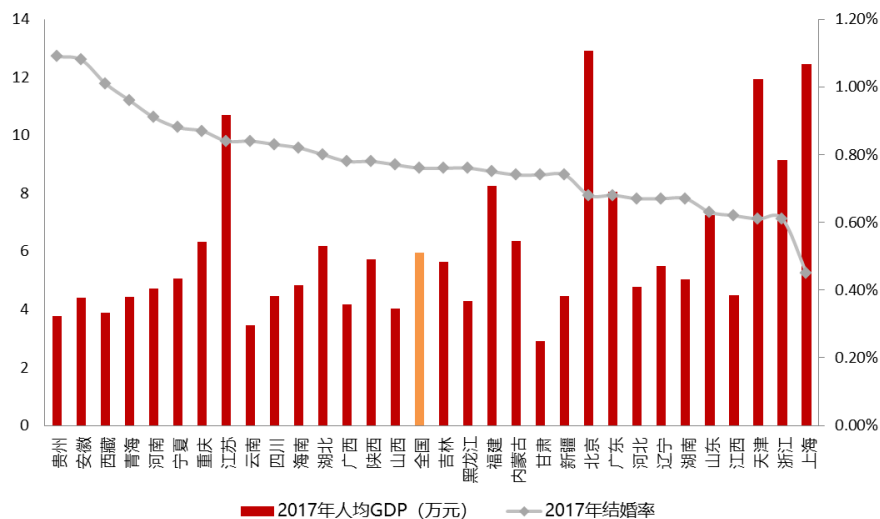
图表 6：不同规格钻石平均价格累积变化百分比趋势图


来源：Pricescope 中泰证券研究所

钻石消费：婚庆需求弱化，悦己需求增强。

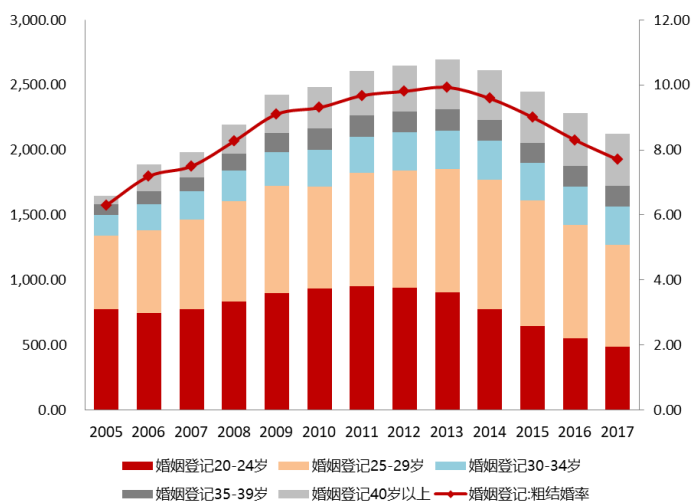
- 整体结婚率下滑，三四线城市高结婚率拉动钻石饰品需求。钻石消费的需求来源之一是婚庆市场的刚性需求。随着结婚率的下滑和人们晚婚意愿的加强，婚庆市场对于钻石饰品的需求势必会受到一定程度的影响。
- 同时，结婚率也呈现了明显的区域差异，出现了经济越发达的地区结婚率越低的现象。2017年上海市结婚率0.45%，不足贵州（1.09%）的一半。未来婚庆市场对钻石的需求可能主要由三四线城市去拉动。

图表 7：我国不同城市人均 GDP（万元）及结婚率



来源：国家统计局 中泰证券研究所

图表 8：我国结婚登记分年龄段人数（万人）及结婚率



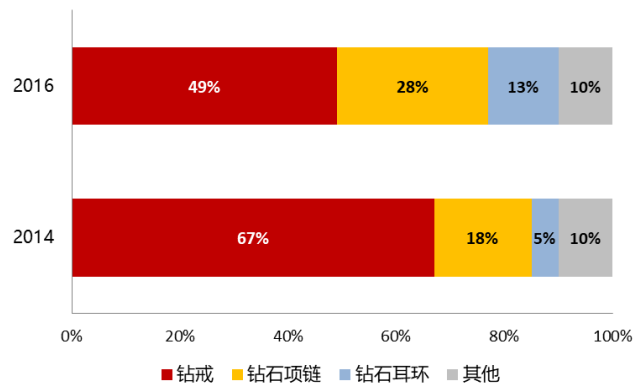
来源：Wind 中泰证券研究所

- 千禧一代受钻石文化影响较深，非婚庆用的钻石饰品占比未来有望持续提高。除了婚庆需求以外，为了满足悦己需求的钻石消费量在提高。和中年群体相比，我国千禧一代（21-39岁）受到钻石文化的影响更深厚，在钻石方面的购买需求更加旺盛，是当前中国最大的钻石消费群体。

2017 年，千禧一代在中国钻石首饰消费市场中占据了近 80%的份额。Z 世代（0-20 岁群体）尽管目前财富积累不及千禧一代，但也表现出了对钻石的更大偏好，预计未来会成长为钻石消费主力军。

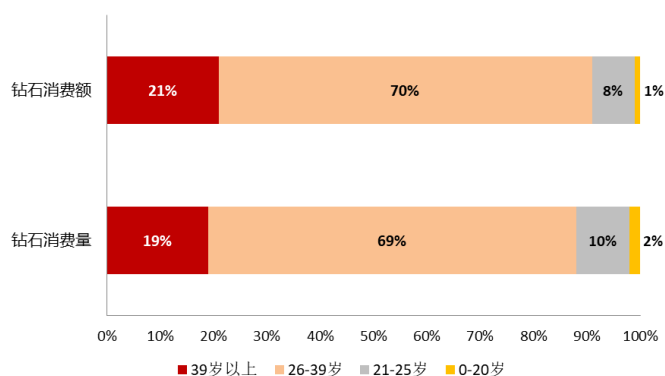
- 目前钻石首饰产品中，钻戒的销售占比在下滑，也从侧面验证了钻石首饰品的需求正逐步从婚庆场景转移到日常佩戴场景。

图表 9: 钻戒销售占比下滑



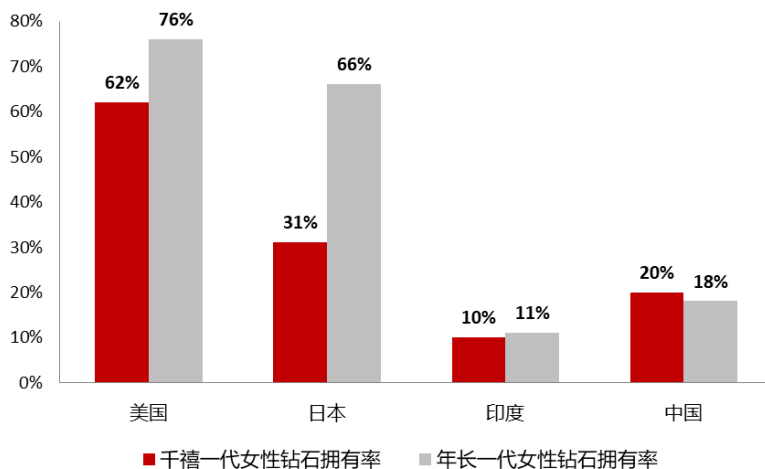
来源: De Beers 中泰证券研究所

图表 10: 千禧一代是钻石主要购买力



来源: De Beers 中泰证券研究所

图表 11: 我国千禧一代表现出更强的钻石偏好 (2018)



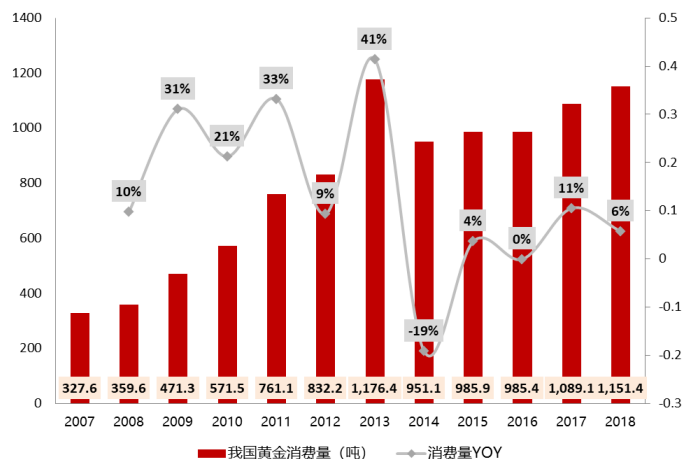
来源: De Beers 中泰证券研究所

黄金市场: 我国是黄金消费第一大国, 人均拥有量与世界平均水平差距较大

- 我国从 2002 年建立上海黄金交易所以来, 逐步建立了一套以上海黄金交易所为平台的现货交易, 以上海期货交易所为平台的期货交易, 以及以商业银行和珠宝首饰店为主体的零售业务的黄金市场综合体系。随着市场管制放宽、规模扩容、产品的多样化、消费和投资需求的增长, 2008-2013 年我国黄金市场需求量增速明显, 年需求量增长速度平均在 20% 左右。根据我国黄金协会统计数据显示, 2013 年我国黄金消费量首次突破 1,000 吨。2018 年黄金消费量 1151 吨。预计未来我国将继续保持世界第一黄金消费大国地位。

- 因黄金的内在投资属性，金价受国际政治、经济、汇市、欧美主要国家国际储备政策、开采成本等影响较大，2008年金融危机以来，国际黄金价格呈快速增长态势；2012-2013年受美国经济好转和资金收紧的影响，黄金价格波动下行；2018-2019年受国际经济形势不稳定因素增多的影响，金价再次走高。

图表 12: 我国黄金消费量(吨)及增速



来源: 中国黄金协会 中泰证券研究所

图表 13: 上海黄金交易所黄金现货结算价格(元/g)

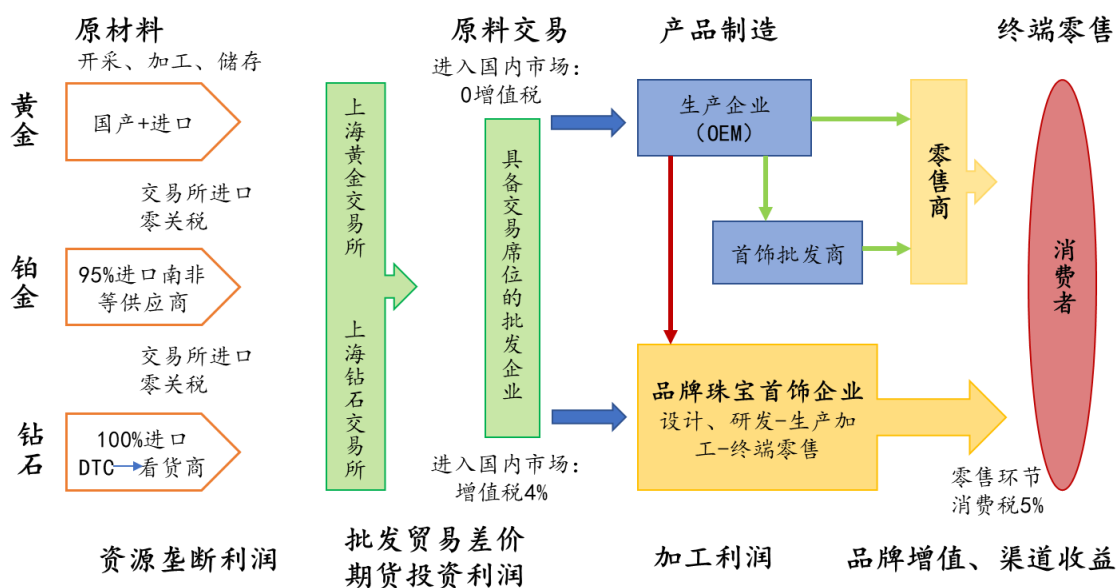


来源: Wind 中泰证券研究所

上游开采和终端销售是珠宝首饰产业链中利润率最高的环节

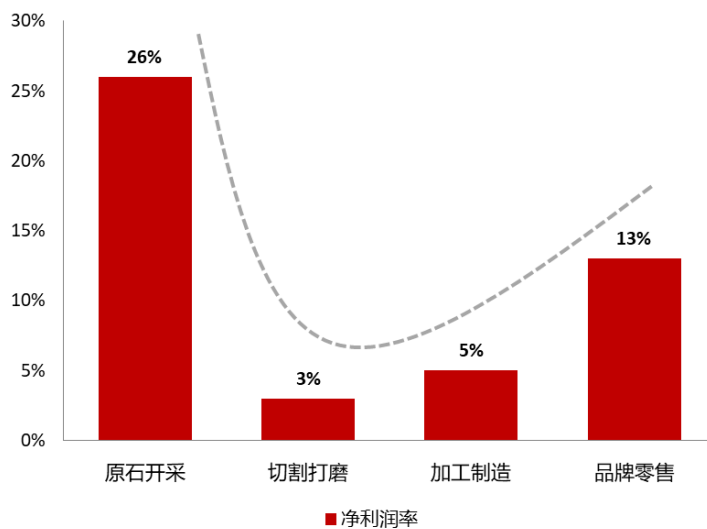
- 珠宝首饰行业产业链分为三部分：上游为原材料供应商，中游主要为设计加工厂商，下游则是终端零售环节。据贝恩咨询数据，珠宝产业链上的各个环节的盈利能力存在着较大的差异：珠宝上游开采和下游销售环节的净利润最高，分别达到 26%和 13%；中间切割打磨和加工制造分别只有 3%和 5%，各环节产业附加值呈现明显的微笑曲线。
- **上游开采高度垄断**：珠宝行业上游主要为黄金、钻石、玉石等原材料提供商。由于钻石资源具有稀缺性和垄断性的特点，钻石行业上游被少数国际寡头高度垄断。其中，原钻被三大毛坯钻开采商 Alrosa(澳大利亚)、RioTinto(俄罗斯)、De Beers(南非)垄断；而切割环节则被比利时、安德卫普、以色列及孟买四大世界钻石切割中心垄断。
- **中游产业链同质化高，以外协为主**：钻石产业链的中游为加工环节，我国珠宝品牌除周大福、潮宏基外，其他珠宝企业均以委托加工为主，自主生产部分高设计感产品为辅，或者全部由外协公司加工，资金只投入到利润最高的品牌和渠道建设环节，从而获取最大的效益。
- **下游终端零售竞争加剧，品牌打造差异化**：珠宝零售行业处于整个产业链的下游环节。行业利润率和企业规模高度相关，大规模企业利润率是一般企业的近两倍。根据贝恩 2018 年钻石行业报告数据，大规模零售商利润率在 9-11%，而小规模零售商利润率为 4-6%。此外，下游零售环节竞争激烈，品牌商注重构建差异化竞争优势，品牌建设、产品设计以及广告营销成为终端零售/品牌商博弈焦点。

图表 14: 我国珠宝首饰行业产业链环节



来源: 中商产业研究院 中泰证券研究所

图表 15: 钻石产业链各环节利润率呈现微笑曲线

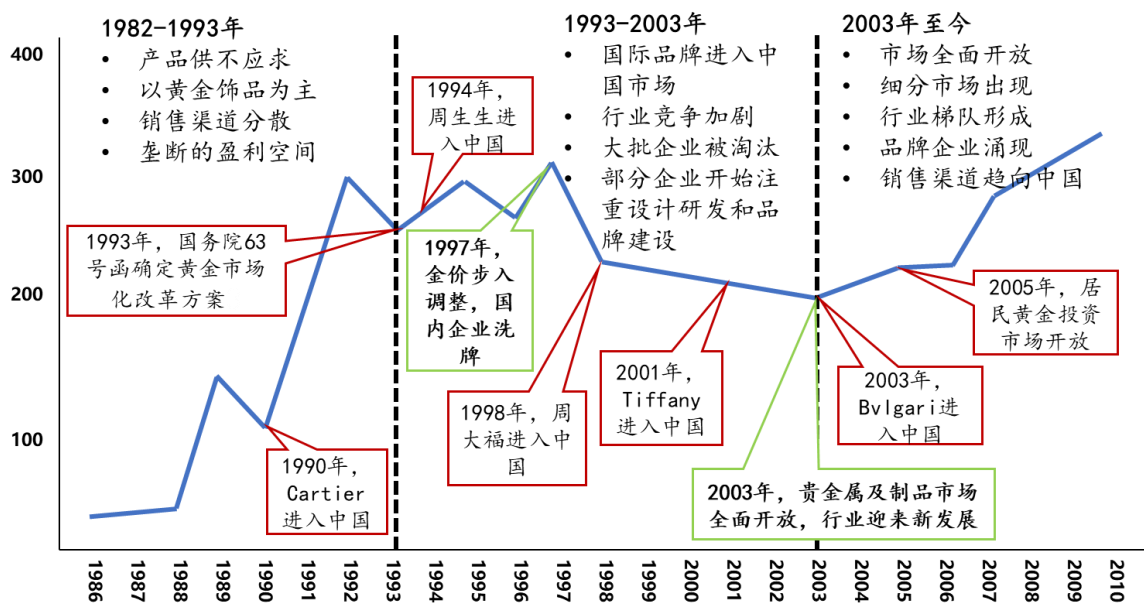


来源: 贝恩咨询 《2018 年全球钻石行业报告》 中泰证券研究所

我国珠宝首饰行业形成差异化竞争格局

- 我国珠宝首饰行业伴随着改革开放而起步, 大致上经历了三个发展阶段: 1982 年至 1993 年, 珠宝首饰行业处于发展初期, 产品供不应求, 销售渠道分散; 1993 年至 2003 年, 承接黄金市场化改革的政策, 周生生、周大福等一批优秀的珠宝品牌逐渐进入国内市场, 行业发展开始提速。自 2003 年起, 以贵金属制品市场全面开放为标志, 行业进入快速发展阶段。

图表 16: 我国珠宝行业发展历程



来源: 招股说明书 中泰证券研究所

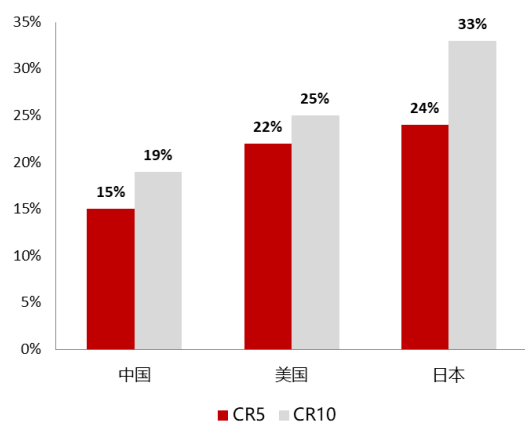
- 我国珠宝首饰行业已经形成了差异化竞争的格局。高端市场主要被老牌欧美品牌 Tiffany、Cartier、Bvlgari 垄断，这些品牌历史悠久、设计高端、形成了各自独特的品牌核心竞争力，但这些高端品牌主要局限在一、二线城市布局；占据中高端市场主要市场份额的主要是港资品牌周大福、周生生等以及内资品牌周大生、老凤祥、明牌珠宝等。港资和内资品牌原先集中布局在一、二线城市；后随着市场竞争的加剧、三四线城市的消费升级提速，这些品牌也开始积极布局下沉市场，抢占市场份额。

图表 17: 我国珠宝行业竞争格局

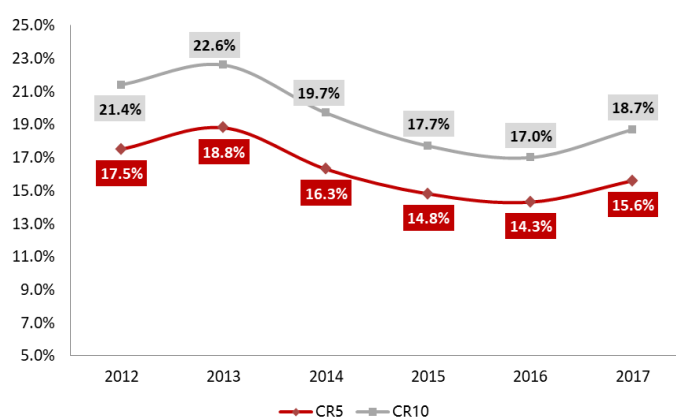
	品牌	发展概况
国际知名品牌		定位奢华和高端，品牌文化悠久，设计和产品质量是核心优势；但渠道覆盖有限，仅局限于一、二线城市。
港资品牌		国内中高端市场领先品牌，产品设计时尚，渠道覆盖主要在一、二线城市，近两年也开始积极布局三、四线城市。
内地品牌		渠道覆盖一年至四线城市，多采用加盟/经销模式

来源: 招股说明书 中泰证券研究所

- 需求分化及竞争的加剧造成我国珠宝首饰行业集中度下滑。**2013-2016年之间，我国珠宝行业 CR10 下降了 5.6%，CR5 下降了 4.5%。集中度下降的原因主要是随着消费理念的升级，消费者对于珠宝的需求变得更加多元化，日常非婚嫁的首饰需求增强；加之互联网消费的崛起带动了很多独立设计品牌商的发展，而国内珠宝行业龙头仍然以足金首饰经营为主，主要迎合婚嫁需求，未能及时获取时尚类珠宝的发展红利；2017年开始，随着龙头企业产品线的丰富和产品组合的调整，集中度又有回升的趋势。总体来说，龙头企业的资本雄厚且产品研发和分销的能力更强，未来品牌整合、提升市占率的空间较大。目前市占率前五的珠宝首饰公司分别是周大福、老凤祥、周大生、豫园商城、周生生。

图表 18：我国珠宝行业集中度与美日比较（2017）


来源：前瞻产业研究院 中泰证券研究所

图表 19：我国珠宝首饰行业集中度较低


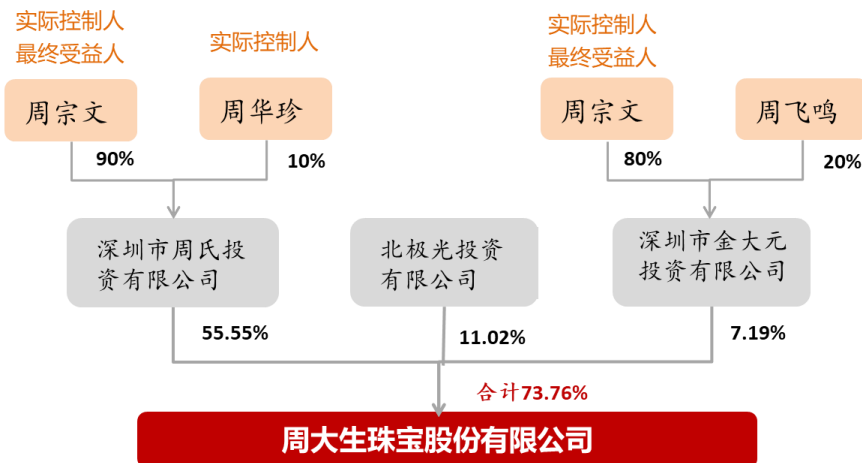
来源：Euromonitor 中泰证券研究所

公司概况：内资镶嵌珠宝龙头，盈利能力高于同行

周大生：内资镶嵌珠宝龙头，股权结构相对集中

- 公司自 1999 年在北京开设第一家专柜开始，至今在珠宝行业已深耕二十年，逐步发展成为内资镶嵌珠宝龙头。**2007 年 10 月成立股份有限公司，2017 年 4 月于深交所上市。2018 年品牌价值达到 377 亿元，是港资和内资珠宝中排名第二的品牌，仅次于周大福。公司主要从事钻石等镶嵌珠宝及黄金和铂金等珠宝产品的加工销售，实行自营+加盟+电商结合的销售模式。
- 公司股权结构相对集中，周氏家族掌握控股权。**公司第一大股东深圳周氏投资有限公司持股 55.55%，周宗文夫妇合计持有周氏投资有限公司 100% 股权；公司第三大股东深圳市金大元投资有限公司持有公司 7.19% 股份，周宗文与其子周飞鸣合计持有金大元公司 100% 股权。故周氏家族合计持有周大生 62.74% 股权，是公司的实际控制人和最终受益人。

图表 20：周大生股权结构

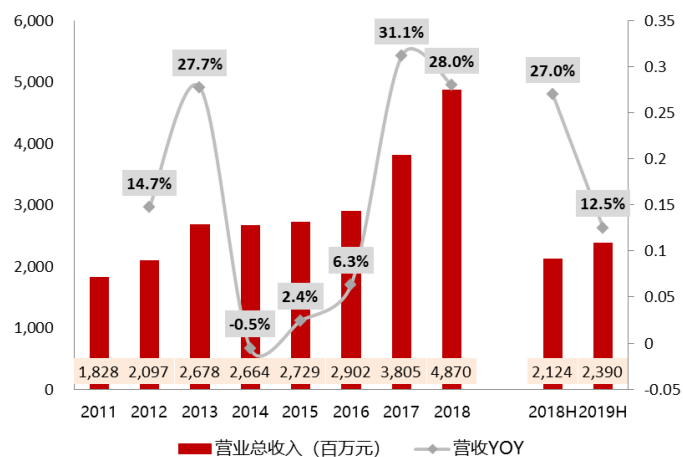


来源：公司公告 中泰证券研究所

加盟模式下的高速展店支撑了业绩快速稳健增长

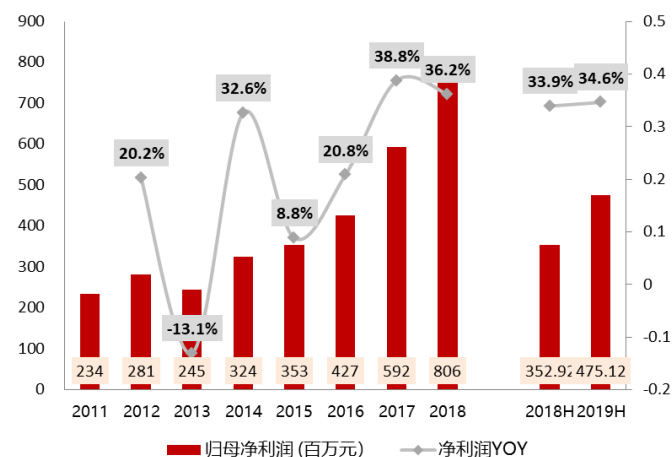
- 2018 年全年公司实现营业收入 48.7 亿元，同比增速 28%；2019H1 实现营业收入 23.9 亿元，同比增长 12.5%；从利润端来看，2018 年公司实现归母净利润 8.06 亿，同比增长 36.2%；2019H1 公司实现归母净利润 4.75 亿，同比增长 34.6%。

图表 21：周大生营业收入（百万元）及增速



来源：公司公告 中泰证券研究所

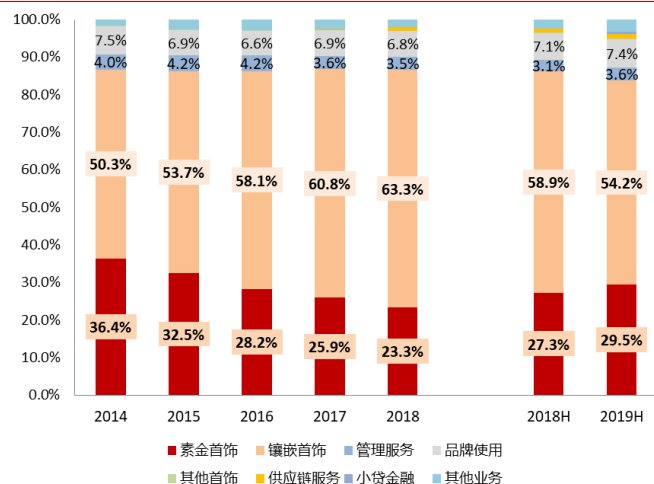
图表 22：周大生归母净利润（百万元）及增速



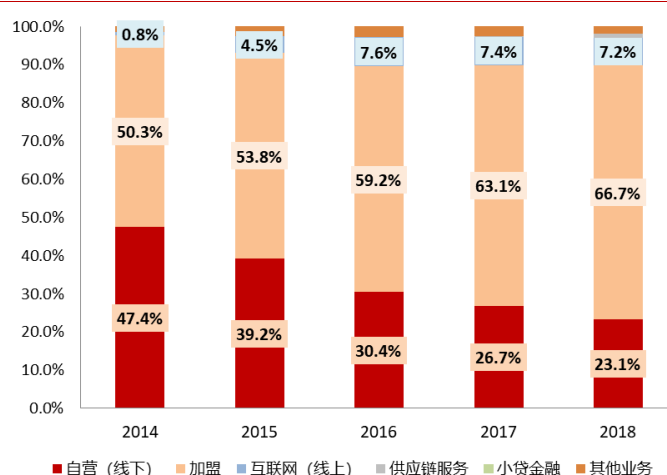
来源：公司公告 中泰证券研究所

- 镶嵌首饰收入占比超过 60%；加盟店销售占比近 7 成。收入按产品拆分来看：2018 年镶嵌首饰收入占比 63.3%，素金首饰（素金首饰的收入主要是按比例从销售额中提成的周大生品牌使用费）占比 23.3%；另外向加盟商收取的品牌使用和管理服务费合计占比 10.3%。2019 年上半年由于国际形势不稳定，金价持续上涨，使得素金收入占比提高：2019H1 素金首饰的收入占比达到 29.5%，镶嵌首饰收入占比 54.2%。
- 收入按渠道拆分来看：线上销售占比 7.2%；线下合计销售占比 89.8%，其中加盟店的收入占比持续提高，2018 年达到 66.7%；自营店的收入占

比 23.1%。

图表 23: 周大生收入结构拆分 (按产品分)


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 24: 周大生收入结构拆分 (按渠道分)


来源: 公司公告 中泰证券研究所

轻资产加盟模式实现高毛利率

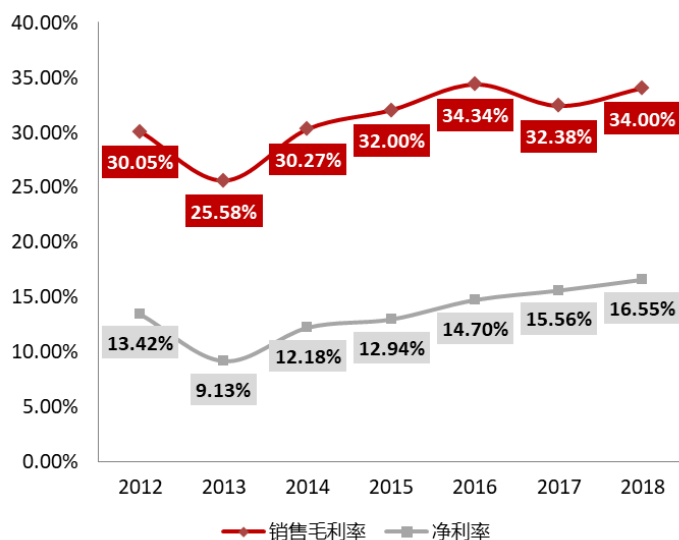
- 周大生的毛利率显著高于行业平均水平。2018年公司实现毛利率34%，同比增加1.62pct；净利率15.66%，同比增加0.99pct。毛利率和净利率基本都维持了持续提升的趋势。
- 毛利率的提升一方面是由于毛利率更高的镶嵌首饰收入占比的提高；另一方面是由于加盟渠道的快速扩张带来的品牌使用费和管理服务费的快速增长。也是受益于轻资产扩张的模式，周大生的毛利率要高于行业平均水平。

图表 25: 周大生毛利率高于行业平均水平

	2014	2015	2016	2017	2018
老凤祥	8.8%	8.4%	9.0%	8.3%	8.2%
豫园股份	10.3%	11.5%	15.8%	16.0%	25.7%
东方金钰	6.7%	8.7%	12.9%	10.5%	-5.2%
明牌珠宝	8.7%	7.6%	10.3%	10.3%	8.7%
潮宏基	33.6%	36.9%	37.9%	37.4%	39.3%
萃华珠宝	8.0%	6.9%	11.3%	9.1%	9.9%
爱迪尔	22.5%	21.1%	11.7%	8.9%	14.2%
莱绅通灵	53.5%	53.8%	54.1%	54.5%	55.5%
行业平均	19.0%	19.4%	20.4%	19.4%	19.5%
周大生	30.3%	32.0%	34.3%	32.4%	34.0%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 26: 周大生毛利率&净利率



来源：公司公告 中泰证券研究所

公司核心竞争优势：产品设计精良，渠道扩张迅速，品牌价值领先同行

产品组合完善，独家代理比利时百面切工钻石打造竞争优势

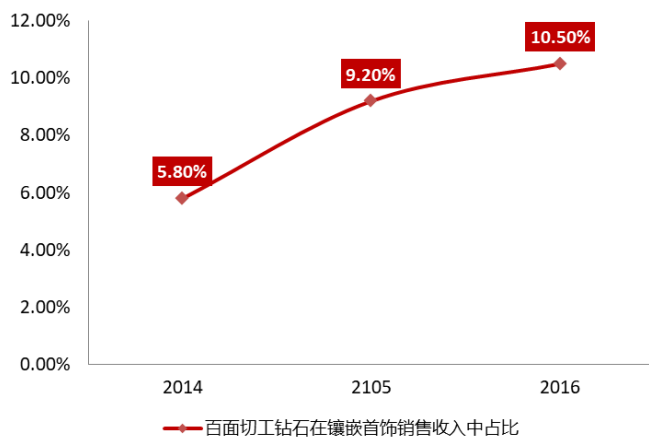
- **独家代理比利时百面切工钻石，形成差异化竞争优势。**公司确立了以钻石首饰为主力产品，百面切工钻石首饰为核心产品，黄金首饰为人气产品，彩宝首饰/金镶玉首饰/铂金首饰/K 金首饰为配套产品的产品组合策略。截至 2016 年 12 月，公司拥有设计款式超 15,000 款。为了适应品牌的定位、地域消费需求的差异性，公司根据不同的设计风格和主题，制订标志款、人气款、配套款相结合的款式风格组合，建立了多维度的产品款式库。公司产品款式库由核心款（包括标志款）、畅销款、配套款、区域特色款和新秀款构成。公司根据区域特点、商圈特点、投资额度和产品组合，划分为十余组店铺配货模型，在满足消费群体差异化需求的同时，实现产品的标准化管理。
- **2013 年公司独家引入比利时 EXELCO 公司的“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。**百面切工钻石相较于普通钻石璀璨度提高 30%左右，有利于塑造周大生高品质的品牌形象。百面切工钻石的销售额在镶嵌首饰中的销售额占比逐年提高，2014-16 年分别为 5.8%/9.2%/10.5%。

图表 27：周大生百面切工钻石示意图

图表 28：周大生百面切工钻石在镶嵌首饰销售收入中占比



来源：搜狐 中泰证券研究所



来源：招股说明书 中泰证券研究所

图表 29: 周大生主要产品系列

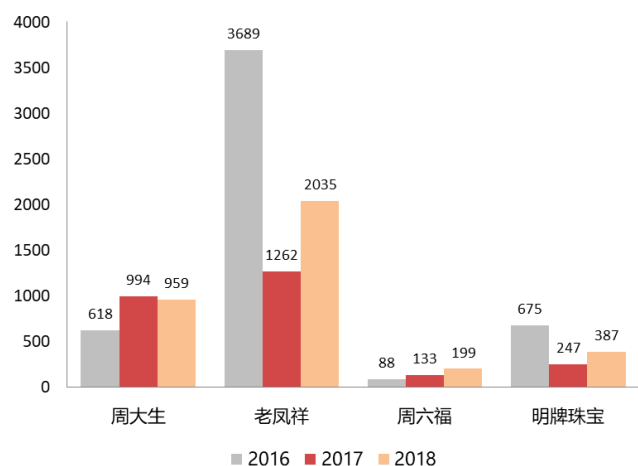
面向人群	系列名称	系列定位	产品价格	产品图片
	special	与众不同的个性表达	/	
活力女孩	shining girl	畅享青春的活力美搭	¥ 2000-4000	
	甜蜜星人	超甜有趣的恋爱表白	/	
怡然佳人	百媚	焕发光彩的魅力美搭	¥ 2000-5000	
	百姿	幸福温馨的美好婚恋	¥ 2000-6000	
	都市独白	都市白领的心声代言	/	
知性丽人	挚	执手相伴的知心婚恋	/	
	幸福时刻	亲密爱人的时尚对戒	/	
魅力精英	时光	时光沉淀的隽永情感	/	
	缪斯女神	超越时代的现代女神	¥ 20000-50000	
星光女神	梵高艺术珠宝	永世珍藏的高级珠宝	¥ 5000-20000	

来源：公司公告 公司官网 中泰证券研究所

注重产品研发，供应链整合和运营管控能力保证产品质量

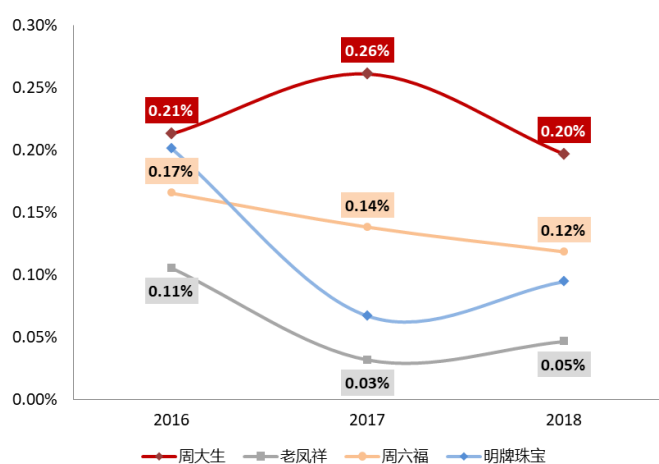
- 周大生研发投入显著优于同行，未来将提高自主研发占比。公司实行整合研发与自主研发相结合的模式，不断加大产品研发力量，丰富产品线，满足市场多样化的消费需求。目前核心和主力产品外聘专业的设计团队，塑造品牌的独特性；中端产品 ODM 较多，买断代工厂商的设计；流量 OEM 产品只作为辅助销售，量贩式销售代工厂的通货。
- 2016-2018 年公司研发投入分别为 618/994/959 万元，占营业收入的比重分别为 0.21%/0.26%/0.2%，高于同行业的老凤祥、周六福和明牌珠宝，居于行业领先水平。
- 2017 年公司公开发行股票募资，计划所募集资金中用于研发设计中心建设资金为 6114.30 万元，截至 2018 年末已经使用资金 2555.6 万元。公司到 2016 年镶嵌和黄金首饰自主研发的比例分别达到 60%/30%，未来预计会进一步提升。

图表 30: 周大生研发投入 (万元) 与同行比较



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 31: 周大生研发投入占收入比重领先同行



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 外包附加值较低的环节，采用轻资产、重运营的发展战略。公司资源整合能力较强，将珠宝产业链中附加值较低的生产加工和配送环节外包，着重运营品牌和渠道的建设，降低了公司的生产管理成本，有助于公司实现轻资产的快速扩张。
- 但是公司在委外生产环节中实施严格的过程控制，从原料、工艺、进度、成本、质量和流程六个方面对生产商进行实时管理，保证产品按时、保质的供给。

图表 32: 公司委外生产过程控制

项目	简述
原料	公司向委外加工厂商提供钻石、金料或配件等原料时，双方对原料数量、品质等进行检验确认；主要原料中钻石按照国际标准4C提供，黄金类原料为一号料99.99%和二号料99.95%，其他原料均符合行业标准。
工艺	公司向委外生产商提出产品的款式、规格型号和设计图样要求，并深入生产商生产过程中改善其工艺；生产工艺需符合、QB/T2062国家贵金属饰品国家标准及其引用标准的要求。
进度	公司向委外生产商提出严格明确的交期安排，并将此作为每年度委外生产上考核的重要指标之一
成本	在约定工期内，产品的报废率不超过1%
质量	内控： 公司制定《质检操作规范制度》，对公司的半成品和成品的材料、成色、纯度、厂标、重量、和形态等进行逐件检验； 第三方质检： 公司所有产品上市之前100%通过国家/地方质量检验机构检测，且通过电子监管码对货品的流转进行全程跟踪； 质量管理： 公司实行半成品和产品检测相结合、全检和抽检相结合、标准检测和破坏性检测相结合的全面质量管理；每月对供应商生产过程中的产品进行破坏性检测，验证产品金属含量。对于不符合要求的供应商要求其整改。
流程	公司向委外生产商提供订单，其根据所需产品的具体款式规格型号及设计图样进行生产， 公司派驻专人对产品的整个生产过程进行跟踪检查 ，确保加工产品符合订单的需求和质量标准。

来源：招股说明书 中泰证券研究所

规模先行的渠道建设战略形成了强大的集群效应和资源整优势。

- 截至 2019Q3，公司自营+加盟门店共 3787 家。多年深耕珠宝行业，周大生及时把握了珠宝行业爆发式增长的历史机遇，依托整合研发、生产外包的优异供应链整合能力，采用外延式、规模先行的渠道建设战略，建立了覆盖面广且深的“自营+加盟”连锁网络。
- 截至 2019Q3，公司共有门店 3787 家，其中加盟门店 3498 家，自营门店 289 家，2019 年前三季度净新开门店 412 家。公司形成了行业领先的连锁渠道网络，极大地提升了品牌影响力和知名度，带来了强大的集群效应和资源整优势。
- 从每年的开店情况来看：加盟店维持了高速展店的发展势头，2016-2018 净新开加盟店分别为 185/286/589 家；直营店 2014-2016 年关店较多的原因主要是由于互联网的冲击、传统百货商场经营策略的调整以及公司对直营门店考核标准变严格等原因导致，经过调整后 2018 年直营店转为净开店状态。

图表 33：周大生开店情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
加盟店	1860	1977	2162	2448	3073	3498
加盟店净增加门店数		117	185	286	625	425
自营店	339	299	294	276	302	289
自营店净增加门店数		-40	-5	-18	26	-13
合计	2199	2276	2456	2724	3375	3787

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 34：周大生新增门店情况（按区域分）

	2017		2018	
	新增自营店	新增加盟店	新增自营店	新增加盟店
东北	3	27	5	38
华北	7	78	9	129
华东	9	118	15	179
华南	0	42	4	73
华中	1	106	10	163
西北	1	56	0	91
西南	6	105	9	147
合计	27	532	52	820

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 一二线自营门店打造品牌形象，三四线主推加盟，轻资产运营模式实现渠道下沉和快速扩张。在渠道布局方面，公司通过在一、二线城市的核心商圈开设自营店的方式，打造经营管理标准化的样板店，有效提升“周大生”品牌的影响力和知名度，对三、四线城市经营加盟店产生有力的辐射作用和带动作用。
- 在一线城市周边和三四线城市主推加盟模式，轻资产运营的形式有利于公司抓住三四线城市消费升级进程中的发展红利，提高终端市场占有率。门店网络主要布局在长江流域，西北、东北、华南市场较为薄弱。

图表 35: 周大生全国营销渠道覆盖 (截至 2018 年末)



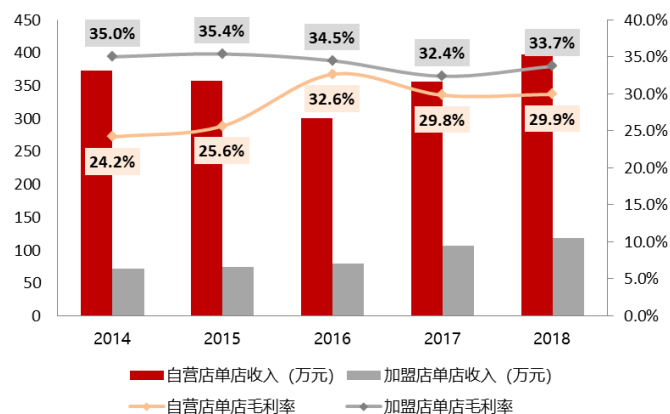
来源: 公司公告 中泰证券研究所

终端门店盈利能力较强，经销商加盟动力足，渠道扩张仍有空间

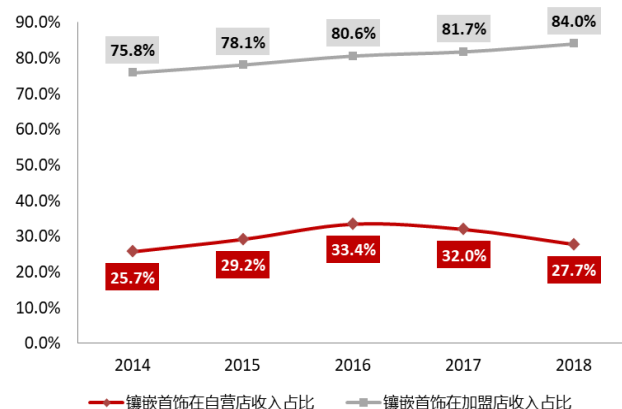
- 自营和加盟单店收入均保持良好增长，镶嵌首饰销售收入占比提高推动门店盈利能力提升。2018 年公司自营门店平均单店收入为 397 万元/年，同比增长 11.6%；其中镶嵌首饰贡献收入 110 万元/年，占比 27.7%。由于镶嵌首饰的毛利率较高，门店镶嵌首饰收入占比的提高带动单店毛利的增长。此外，2016 年开始由于公司对于自营店实行了更为严格的考核指标，关闭了部分业绩欠佳的自营门店，优化了公司整体自营门店质量，提高了自营店的盈利能力。
- 2018 年公司加盟门店平均单店收入为 118 万元/年，同比增长 11.2%。其中镶嵌首饰贡献收入 99 万元，占比 84%；品牌使用费占比 10%；加盟管理服务费占比 5.3%。

图表 36: 自营和加盟门店单店收入 (万元) 及毛利率变化

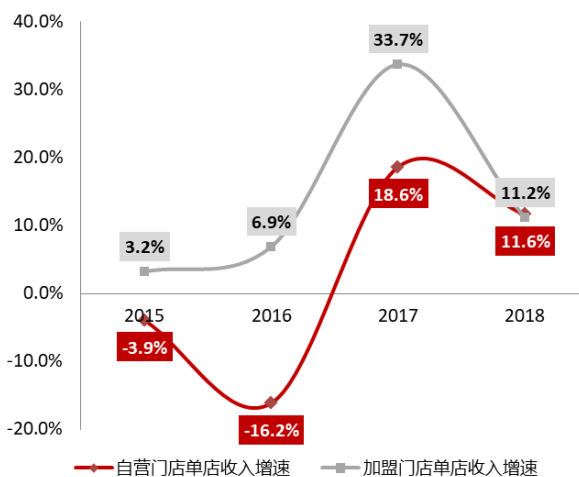
图表 37: 镶嵌首饰收入在门店收入中占比



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 38：自营和加盟门店单店收入同比增速


来源：公司公告 中泰证券研究所

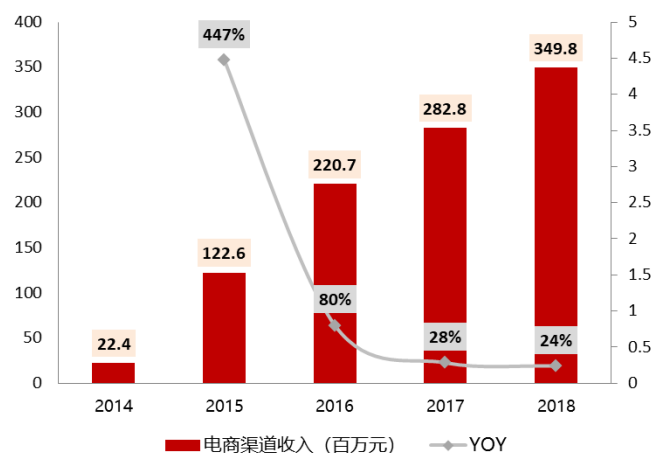
- **让利加盟商，使得加盟店享有较富裕的盈利空间。**对于素金首饰来说：加盟商向指定供应商直接采购素金产品，同时按照一定的收费标准向周大生支付品牌使用费，即加盟商采购素金产品的成本包括产品从指定供应商处的采购成本以及向发行人支付的品牌使用费，而加盟店和自营店同一区域同类产品的终端定价原则基本一致。由于公司对素金产品的一般品牌使用费为 3-5 元/克，占加盟商采购素金产品的成本较小，因此针对同一区域的同类素金产品，加盟店的毛利率仅略低于公司自营店毛利率。
- **对于镶嵌首饰来说：**自营模式下 2016-18 年镶嵌产品的毛利率分别为 56.3%/56.4%/59.1%，而加盟模式下镶嵌产品的毛利率分别为 20.1%/19.2%/21.7%。由于加盟店和自营店同一区域同类产品的终端定价原则基本一致，据此测算加盟店镶嵌产品终端销售的毛利率水平约为 36%-38%（自营和加盟模式下镶嵌产品毛利率之差）。
- 综上所述，发行人加盟店能够享有一定的毛利率水平，具备一定的盈利能力。

图表 39: 自营店和加盟店单店收入 (万元) 及收入结构拆分

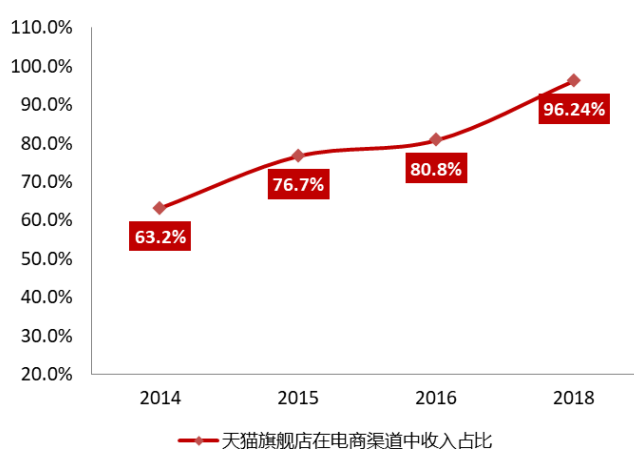
	2014	2015	2016	2017	2018
自营店					
自营店单店收入 (万元)	372.1	357.45	299.71	355.47	396.84
其中: 镶嵌首饰占比	25.7%	29.2%	33.4%	32.0%	27.7%
素金首饰占比	74.1%	70.4%	66.3%	68.0%	72.3%
其他占比	0.2%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%
加盟店					
加盟店单店收入 (万元)	72.01	74.32	79.43	106.22	118.07
其中: 镶嵌首饰占比	75.8%	78.1%	80.6%	81.7%	84.0%
素金首饰占比	1.2%	1.3%	1.2%	1.7%	0.6%
品牌使用费占比	14.9%	12.8%	11.2%	10.9%	10.2%
加盟管理服务费占比	8.0%	7.8%	7.0%	5.7%	5.3%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 电商渠道增速较快, 天猫旗舰店是线上销售主要渠道, 占比达到 96%。**
 2013 年公司开始组建电商销售团队, 大力拓展电商业务发展。目前公司已与国内多家大型电商销售平台开展合作, 包括天猫、京东、聚美优品等。随着电子商务平台日渐成熟, 公司逐步拓展各类网络销售渠道, 进行平台广告宣传投入, 并利用“双 11”等网络营销不断拓展电商业务规模。
- 2018 年公司线上销售收入合计 3.5 亿元, 占报告期营业收入的 7.2%, 较上年同期增长 23.7%。**累计销售数量为 45.36 万件, 其中镶嵌类首饰销量 3.31 万件, 同比增长 82.93%, 镶嵌产品销售收入 4,350.75 万元; 素金类首饰销售 40.86 万件, 同比增长 14.6%, 素金产品销售收入 3.04 亿元, 以镶嵌类销售增长较为明显。
- 线上销售主要集中在天猫旗舰店渠道, 在互联网销售渠道中的占比从 2014 年的 63% 提高到 2018 年的 96%, 目前其他渠道主要为招商银行信用商城、云集等。**

图表 40: 电商渠道收入规模 (百万元) 及增速


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 41: 天猫旗舰店在电商渠道中销售占比


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 42: 电商渠道分渠道收入及占比

	2014		2015		2016	
	渠道收入 (百万元)	渠道占比	渠道收入 (百万元)	渠道占比	渠道收入 (百万元)	渠道占比
天猫旗舰店	14.2	63%	94	77%	178.3	81%
京东旗舰店	4.3	19%	16.1	13%	27.4	12%
聚美优品	3.8	17%	4.7	4%	5.6	3%
其他	0.16	1%	7.8	6%	9.4	4%
合计	22.46	100%	122.6	100%	220.7	100%

来源: 招股说明书 中泰证券研究所

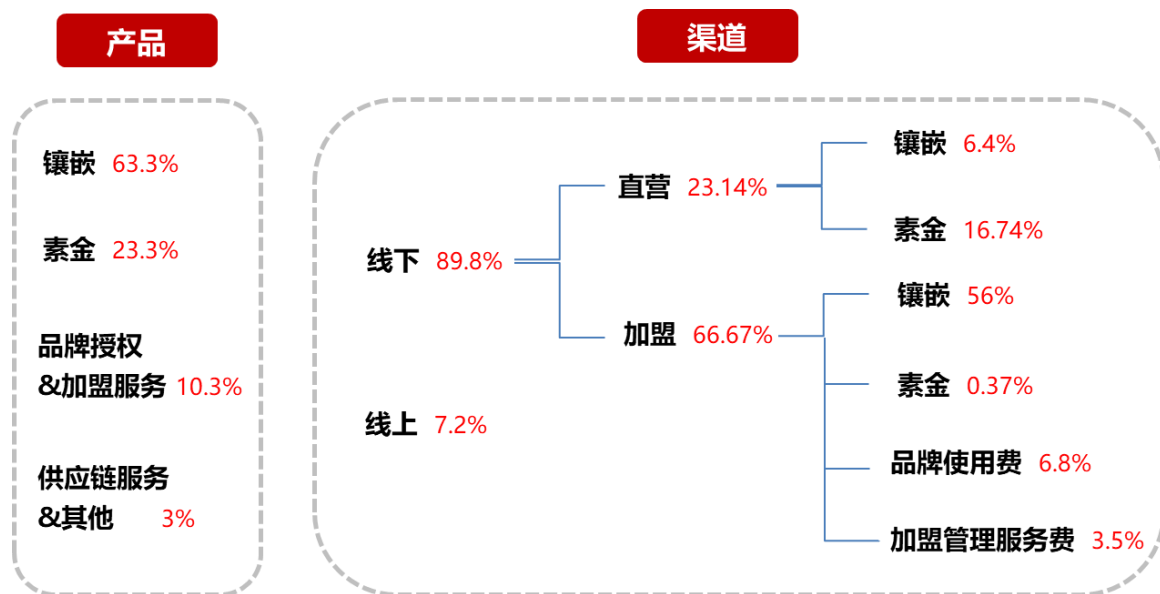
图表 43: 周大生天猫旗舰店



来源: 天猫 中泰证券研究所

- 渠道扩张仍然是公司业绩增长主要驱动力。将周大生收入结构做详细拆分来看: 线下渠道为核心销售渠道, 2018 年占比 89.8%。线下渠道占比中, 直营销售占比 23.14%, 加盟占比 66.67%, 我们认为: 未来加盟店的快速扩张仍然是公司业绩增长的主要驱动力之一。
- 从产品销售结构来看: 2018 年镶嵌珠宝收入占比达到 63.3%, 仍是核心业务; 在加盟店中: 镶嵌收入占比 56%, 素金类产品的收入绝大部分以品牌使用费的形式计入公司的收入中, 品牌使用费在加盟店中的收入占比为 6.8%。

图表 44: 周大生收入结构拆解 (数据根据 2018 年财报数据计算)



来源：公司公告 中泰证券研究所

公司品牌价值高，树立年轻时尚的品牌形象，抓住年轻消费力

- 周大生品牌连续八年入选中国最具价值品牌榜单中珠宝品牌类前三。对于高端消费来说，品牌价值是公司的核心竞争力之一，决定了品牌用户的忠诚度以及品牌溢价的能力。经过多年在行业内的深耕细作，周大生凭借品牌、渠道、产品、供应链整合、标准化运营等优势，市场影响力和竞争力不断提升。
- 从近几年世界品牌实验室（World Brand Lab）编制的《中国 500 最具价值品牌》排行榜来看：2018 年周大生品牌价值达 376.85 亿元，排名提高到 106 位，仅次于周大福，领先于老凤祥等其他国内珠宝品牌。
- 从德勤发布全球奢侈品力量排名来看，周大生排名稍逊于港资品牌和老凤祥。所以总体来说，周大生的品牌定位与港资品牌稍有差异，奢侈品消费的调性稍弱，但总体品牌认知度很高。

图表 45：中国 500 最具价值品牌排名

珠宝品牌	2016	2017	2018	2019	2018年品牌价值（亿元）
周大福	45	47	58	75	628.15
周大生	139	128	122	106	376.85
老凤祥	162	161	177	184	301.58
周六福	439	436	385	383	88.26

来源：世界品牌实验室 中泰证券研究所

图表 46：全球奢侈品力量排名

珠宝品牌	2018	2019
周大福	10	9
老凤祥	13	15
周生生	30	30
六福	35	32
周大生	72	65

来源：德勤 中泰证券研究所

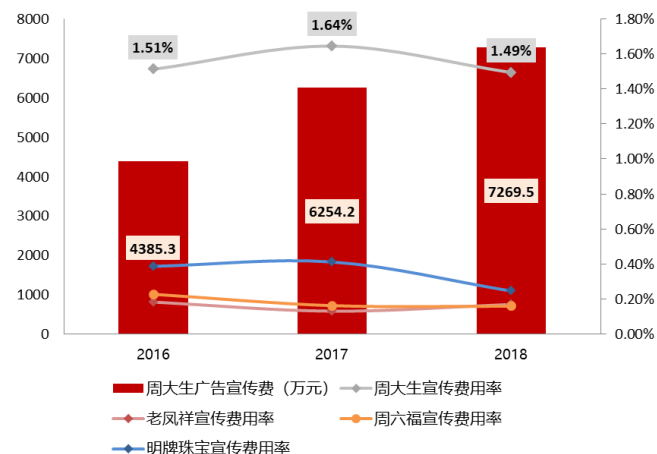
- 周大生采用全方位、年轻化的宣传策略；广告宣传费用率高于同行。公司构建了全方位、立体式品牌整合营销战略：在品牌代言人方面，继林志玲之后，公司选择深受年轻一代喜爱、潮流时尚的 Angelababy 担任品牌形象代言人，树立公司时尚的珠宝品牌形象；
- 在广告投放方面，公司采用全方位的广告覆盖策略：在央视投放广告，成立区域营销委员会，联合加盟商针对区域消费特性制订和实施各区域推广方案，在知名杂志投放广告。
- 在营销活动方面，公司通过举办“中国流行风”全国性商业珠宝设计大赛，在推动原创设计的同时，加强公司在国内珠宝设计概念、趋势、行业工艺方面的引导力，提升品牌影响力。此外公司也在微博等各大社交媒体上与用户进行互动。

图表 47：周大生广告宣传大使



来源：搜狐 中泰证券研究所

图表 48：周大生广告宣传费用率高于同行



来源：公司公告 中泰证券研究所

盈利预测及投资建议

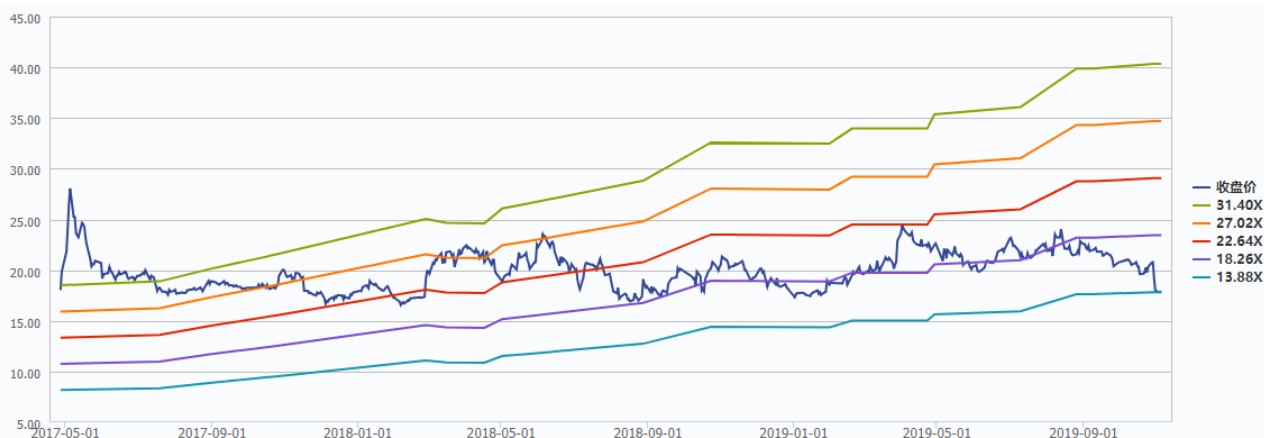
投资建议：产品组合丰富，渠道高速扩张，珠宝行业龙头前景广阔

- 我们认为：周大生无论在品牌认同、产品设计能力以及产品组合完善度方面，都处在行业领先水平；此外，公司在渠道拓展尤其是三四线下沉市场的渠道优势非常显著。中长期来看，虽然整体珠宝行业增速会放缓，但公司会受益于其偏年轻化、中高端的品牌定位，以及三四线城市珠宝消费渗透率的提升以及消费升级的红利。产品设计不断提升推高同店收

入增长，渠道扩张仍然动力十足，在同店增长和门店高速扩张的双轮驱动下，预计未来收入和盈利仍将保持较为高速的增长。

- 预计 2019-2021 年公司实现营收约 52.94/63.10/74.25 亿元，同比增长 8.7%/19.20%/17.68%。实现归母净利润约 9.81/11.90/14.40 亿元，同比增长 21.68%/21.35%/20.98%。摊薄每股收益 1.34/1.63/1.97 元。当前市值对应 2019-2021 年 PE 约为 13/11/9 倍。参考珠宝行业其他可比公司估值，给予公司 2019 年 15 倍 PE，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 49: 周大生历史估值



来源: Wind 中泰证券研究所

图表 50: 黄金珠宝行业估值

证券代码	证券简称	20191106		市盈率PE				PS
		收盘价(元)	总市值(亿元)	TTM	2018A	2019E	2020E	PS
002867.SZ	周大生	17.4	127.3	13.6	15.9	12.9	10.8	2.5
600612.SH	老凤祥	50.9	209.6	19.3	21.5	18.3	16.1	0.5
1929.HK	周大福	7.1	714.0	15.6	15.5	/	/	1.1
002345.SZ	潮宏基	3.9	35.5	84.7	49.7	15.9	13.9	1.0
603900.SH	莱绅通灵	9.6	32.7	23.3	15.3	20.3	20.7	2.4
002574.SZ	明牌珠宝	5.1	26.8	27.5	29.4	26.9	24.0	0.7
平均值				30.7	24.5	24.5	17.1	1.4
中位值				21.3	18.7	18.7	16.1	1.0

来源: Wind 中泰证券研究所

风险提示

- (1) 珠宝行业竞争加剧造成公司盈利能力下降; (2) 居民消费欲望下滑使得高端可选消费受较大影响; (3) 互联网销售渠道对线下的冲击; (4) 原材料价格波动风险。

图表 51: 周大生盈利预测三张表

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,805	4,870	5,294	6,310	7,425
增长率	31.1%	28.0%	8.7%	19.2%	17.7%
营业成本	-2,573	-3,214	-3,321	-3,947	-4,603
% 销售收入	67.6%	66.0%	62.7%	62.6%	62.0%
毛利	1,232	1,656	1,972	2,363	2,823
% 销售收入	32.4%	34.0%	37.3%	37.4%	38.0%
营业税金及附加	-38	-46	-50	-60	-71
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-446	-519	-556	-644	-757
% 销售收入	11.7%	10.7%	10.5%	10.2%	10.2%
管理费用	-76	-126	-132	-158	-186
% 销售收入	2.0%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	673	964	1,234	1,502	1,809
% 销售收入	17.7%	19.8%	23.3%	23.8%	24.4%
财务费用	6	-26	-8	-17	-13
% 销售收入	-0.2%	0.5%	0.2%	0.3%	0.2%
资产减值损失	18	41	10	10	10
公允价值变动收益	-4	-4	-19	-4	9
投资收益	22	24	23	23	23
% 税前利润	3.1%	2.4%	1.8%	1.5%	1.2%
营业利润	716	999	1,240	1,513	1,839
营业利润率	18.8%	20.5%	23.4%	24.0%	24.8%
营业外收支	5	33	37	32	27
税前利润	721	1,032	1,277	1,546	1,866
利润率	18.9%	21.2%	24.1%	24.5%	25.1%
所得税	-199	-253	-277	-336	-406
所得税率	27.5%	24.5%	21.7%	21.7%	21.8%
净利润	592	806	981	1,190	1,440
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	592	806	981	1,190	1,440
净利率	15.6%	16.6%	18.5%	18.9%	19.4%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	592	806	981	1,190	1,440
加: 折旧和摊销	26	37	39	47	58
资产减值准备	18	41	0	0	0
公允价值变动损失	4	4	-19	-4	9
财务费用	5	22	8	17	13
投资收益	-22	-24	-23	-23	-23
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-277	-189	-344	-599	-535
经营活动现金净流	355	367	642	628	961
固定资本投资	-19	-46	-28	-28	-18
投资活动现金净流	-644	-865	14	-158	-199
股利分配	-291	-291	-499	-540	-635
其他	1,349	685	-63	297	122
筹资活动现金净流	1,057	394	-562	-243	-514
现金净流量	769	-105	94	227	249

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,191	1,086	1,180	1,407	1,655
应收款项	490	980	1,394	1,436	1,894
存货	2,106	2,589	2,263	3,502	3,221
其他流动资产	96	-227	-237	-220	-230
流动资产	3,883	4,428	4,600	6,125	6,540
% 总资产	88.6%	75.2%	76.5%	79.9%	79.3%
长期投资	284	703	703	704	704
固定资产	31	29	22	14	7
% 总资产	0.7%	0.5%	0.4%	0.2%	0.1%
无形资产	152	453	518	610	734
非流动资产	498	1,459	1,414	1,545	1,709
% 总资产	11.4%	24.8%	23.5%	20.1%	20.7%
资产总计	4,381	5,887	6,014	7,669	8,249
短期借款	0	600	442	756	890
应付款项	811	1,040	759	1,454	1,086
其他流动负债	175	263	245	240	249
流动负债	986	1,904	1,445	2,451	2,225
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	15	15	15	15
负债	999	1,919	1,460	2,466	2,240
普通股股东权益	3,382	3,941	4,527	5,177	5,981
少数股东权益	0	27	27	27	27
负债股东权益合计	4,381	5,887	6,014	7,669	8,249

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.81	1.10	1.34	1.63	1.97
每股净资产 (元)	4.63	5.39	6.19	7.08	8.18
每股经营现金净流 (元)	0.49	0.50	0.88	0.86	1.32
每股股利 (元)	0.40	0.40	0.68	0.74	0.87
回报率					
净资产收益率	17.51%	20.45%	21.67%	23.00%	24.08%
总资产收益率	13.51%	13.69%	16.31%	15.52%	17.46%
投入资本收益率	46.01%	42.61%	37.46%	38.99%	38.15%
增长率					
营业总收入增长率	31.14%	27.97%	8.70%	19.20%	17.68%
EBIT 增长率	28.87%	40.11%	30.14%	23.00%	21.23%
净利润增长率	38.77%	36.15%	21.68%	21.35%	20.98%
总资产增长率	84.70%	34.39%	2.15%	27.53%	7.55%
资产管理能力					
应收账款周转天数	27.8	54.2	80.6	80.6	80.6
存货周转天数	176.2	173.5	165.0	164.5	163.0
应付账款周转天数	59.0	68.2	63.6	65.9	64.8
固定资产周转天数	2.2	2.2	1.7	1.0	0.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-32.11%	-14.62%	-21.19%	-17.29%	-17.65%
EBIT 利息保障倍数	-105.9	36.0	153.6	88.3	145.9
资产负债率	22.81%	32.59%	24.28%	32.15%	27.16%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。