

素金类产品表现亮眼助力营收高增，全渠道并进发展可期

核心观点:

● 事件

2022年公司实现营业收入111.18亿元，同比增长21.44%。归属于上市公司股东的净利润10.91亿元，同比下滑10.94%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润10.25亿元，同比下降14.06%。经营现金流量净额为10.18亿元，较上年增加417.87%。

2023年第一季度公司实现营业收入41.22亿元，同比增加49.65%。归属于上市公司股东的净利润3.65亿元，同比增长26.06%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.56亿元，同比增加26.49%。经营现金流量净额为6.91亿元，同比增加4.05%。

● 素金类产品营收高增导致收入结构大幅变动；疫情下直营线下渠道业绩承压，加盟渠道与线上业务发力稳固总营收

分行业与产品来看，公司主营业务属于珠宝首饰行业。行业内细分产品来看，年内公司素金首饰类产品实现营业收入84.68亿元，同比增长52.16%。从销量角度来看，报告期内公司各销售渠道合计销售素金类产品372.96万件，同比增长约25.00%。素金类产品销量大幅度提升主要是公司近年来大力发展黄金业务，黄金产品体系日益完善，在展销业务的支持下该品类业务迅速发展。叠加金价上涨等因素，量价齐升助力公司素金首饰类产品实现营收高增。镶嵌首饰类产品业绩相对承压，报告期内实现营业收入13.00亿元，同比大幅下滑41.69%。从量的角度来看，各销售渠道合计实现销量59.35万件，跌幅接近40.00%。在素金首饰类产品受金价影响相对较小的情况下，我们认为该类产品营收下滑主要是销量下滑严重所致。从对应采购情况来看，素金首饰类产品对应的主要原料黄金采购额与采购量均实现正增长，而镶嵌首饰类产品对应的原料主要为钻石，年内采购额与采购量均滑落。素金首饰的营收高增及镶嵌首饰业绩承压造成了公司收入结构的较大变动，2022年素金首饰/镶嵌首饰营收分别占比76.17%/11.69%，增量分别为15.38%/-12.65%。其他首饰报告期内实现营收2.88亿元，同比增长34.65%。其他首饰主要是银、铂等非黄金贵金属制成的首饰，年内采购额也均有所上涨。另有非实物销售部份，2022年公司加盟管理服务实现营收2.31亿元，同比增长1.63%。加盟管理费系公司向加盟商提供有关产品、经营策略、营销手段等多方面的培训及指导服务，并对加盟商的日常经营提供流程化管理所收取的费用。品牌使用费实现营收6.24亿元，同比下滑10.13%。其主要与旗下加盟商从指定渠道进货并使用“周大生”品牌销售的货品数目相关。供应链服务实现营收0.61亿元，同比下滑1.28%。该部分是公司向珠宝行业上下游客户提供订单管理执行、信息管理咨询、商品物流服务等供应链管理服务的费用。

周大生 (002867.SZ)

推荐 维持评级

分析师

甄唯莹

✉: zhenweixuan.yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 80927651

分析师登记编码: S0130520050002

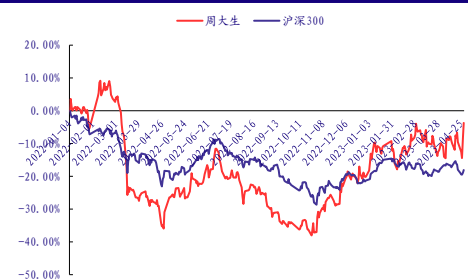
市场数据

2023.04.28

A股收盘价(元)	16.92
A股一年内最高价(元)	17.10
A股一年内最低价(元)	13.97
沪深300	3988.42
市盈率	15.10
总股本(万股)	109592.63
实际流通A股(万股)	108357.77
限售的流通A股(万股)	1234.85
流通A股市值(亿元)	183.34

行业数据时间

2023.04.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售&化妆品】行业周报-清明假期居民消费复苏并伴随短途出行热情高涨，维持推荐优质零售标的-20230409

【银河消费品零售&化妆品】行业周报-工信部消费品工业司开展消费品“三品”工作调研，维持推荐优质零售标的-20230403

【银河消费品零售&化妆品】行业周报-工信部消费品工业司开展消费品“三品”工作调研，维持推荐优质零售标的-20230403

分销售模式来看，公司实物销售主要分为线下自营、线上互联网销售以及加盟渠道销售三个模式。报告期内，**线下自营**模式实现营收 10.69 亿元，同比下滑 15.13%，年内受疫情影响，公司部分自营线下门店经营停滞，因此线下自营模式业绩相对承压。从单店效用来看，自营门店镶嵌产品与黄金产品单店收入与毛利均下滑；从直营店展店情况来看，2022 年自营门店数目止跌，相较 21 年末净增长 11 家，23 年一季度同样实现增长（1 家）。但 2022 年新增直营门店带来的营业收入增量无法抵消闭店带来的营业收入减少，对整体营收造成了一定冲击。自营线上（电商）业务收入 15.46 亿元，同比增长 34.65%。疫情下**线上渠道**所受影响较小，叠加产品结构变化以及金价上涨因素营收实现高增。加盟业务收入 82.96 亿元，同比增长 27.2%，**加盟业务**除实物销售外，还包括品牌使用费、加盟管理服务等服务性收入，年内该销售模式营收增长主要来源于于黄金类产品收入增幅较大。单店效用方面也与之对应，镶嵌产品、品牌使用费、加盟管理服务单点收入与毛利均下滑，但占比较大的黄金产品实现营收与毛利双高增，助力加盟渠道实现业绩增长。但加盟门店增速有所放缓，年内净增 103 家加盟门店。

分地区来看，年内公司于大部分区域营收情况较佳，仅在西北大区录得 3.54% 的负增长。东北、华东、华中地区表现亮眼，分别实现营业收入 5.64 亿元/27.96 亿元/17.85 亿元，同比增长达到 32.19%/31.35%/36.63%。东北大区新增加盟门店单店表现亮眼，在新增门店数减少的情况下，对其形成的营业收入有所增长。华东、华中大区的平均新加盟店形成的营业收入也有所增长。华北、华南大区营收同样实现 15% 以上正增长。

分季度来看，珠宝首饰行业主要受节假日和婚庆消费影响，呈现季节性波动，每年的第一季度和第三季度是行业主要销售旺季。从历史数据来看，受近年来线上电商渠道的高速发展影响，四季度营收占比有所增长，已成为主要销售季节之一。2022 年一季度，俄乌冲突爆发之后，在避险情绪推动下，金价迅速走高，且一季度属于传统销售旺季，销售量在春节等节日推动下保持平稳，助力公司实现营收同比大幅上涨。二季度，美联储加息推动美元指数和美债收益率上涨，金价回落至 1,810 美元/盎司，但公司营收同比实现 43.57% 正增长，可能是销量大幅上涨所致。三季度，国际金价持续下跌至年内最低点，金价大幅下滑对公司营收造成一定冲击，增速处于年内相对较低区间。但对比 2021 年同期，金价更低下公司营收实现正增长，预计公司产品销量仍有所增加。四季度，疫情防控政策调整幅度超预期，居民避险情绪上涨导致客流量下滑，作为依赖线下专柜的行业，公司线下业务受冲击较为严重，四季度中期起金价虽上涨但仍未突破年内前期高位，与 2021 年相比也仍处于较低水平，价格并未起到支撑作用。而线上渠道方面，因物流受阻同样受到较大的冲击，多重因素共同影响下，四季度公司营收出现下滑。且其近年来已逐步成为销售旺季，但 2022 年业绩较差，使得公司全年业绩增速放缓。2023 年一季度，在金价持续走强突破 2022 年同期水平，叠加疫情过峰带来的客流量修复，以及春节等传统消费旺季带动消费复苏，居民补偿性消费心理等因素的影响下，公司营收实现了较大的增长。

表 1：2022 年营业收入情况

	营业收入 (亿元)	增量 (亿元)	同比增减	营收占比	增量占比
总营业收入	111.18	19.63	21.44%	100.00%	100.00%
分行业					
珠宝首饰	111.18	19.63	21.44%	100.00%	100.00%
分产品					
素金首饰	84.68	29.03	52.16%	76.17%	147.89%
镶嵌首饰	13.00	-9.29	-41.69%	11.69%	-47.34%
其他首饰	2.88	0.74	34.65%	2.59%	3.78%
加盟管理服务	2.31	0.04	1.63%	2.08%	0.19%
品牌使用费	6.24	-0.70	-10.13%	5.61%	-3.58%

供应链服务	0.61	-0.01	-1.28%	0.54%	-0.04%
小贷金融	0.29	-0.06	-18.13%	0.26%	-0.32%
工程管理服务	0.02	0.00	4.66%	0.02%	0.00%
其他业务	1.16	-0.11	-8.92%	1.04%	-0.58%
分销售模式					
自营(线下)	10.69	-1.91	-15.13%	9.62%	-9.71%
互联网(线上)	15.46	3.98	34.65%	13.90%	20.27%
加盟	82.96	17.74	27.20%	74.62%	90.38%
供应链服务	0.61	-0.01	-1.28%	0.54%	-0.04%
小贷金融	0.29	-0.06	-18.13%	0.26%	-0.32%
工程管理服务	0.02	0.00	4.66%	0.02%	0.00%
其他业务	1.16	-0.11	-8.92%	1.04%	-0.58%
分地区					
东北大区	5.64	1.37	32.19%	5.07%	6.99%
华北大区	22.20	3.58	19.20%	19.97%	18.22%
华东大区	27.96	6.67	31.35%	25.15%	34.00%
华南大区	19.27	2.79	16.96%	17.33%	14.24%
华中大区	17.85	4.79	36.63%	16.06%	24.38%
西北大区	8.46	-0.31	-3.54%	7.61%	-1.58%
西南大区	9.80	0.74	8.13%	8.81%	3.75%
分季度					
第一季度	27.54	15.98	138.15%	24.77%	81.40%
第二季度	23.44	7.11	43.57%	21.08%	36.23%
第三季度	38.39	1.54	4.19%	34.53%	7.86%
第四季度	21.82	-5.00	-18.66%	19.62%	-25.49%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 2：2023Q1 年公司营业收入情况

	营业收入(亿元)	增量(亿元)	同比增减	营收占比	增量占比
总营业收入	41.22	13.67	49.65%	100.00%	100.00%
分产品					
素金类产品	35.01	12.57	56.03%	84.94%	91.94%
镶嵌类产品	2.21	0.24	12.22%	5.36%	1.76%
分渠道					
自营(线下)	4.89	1.30	36.28%	11.87%	9.53%
互联网(线上)	5.21	2.41	85.72%	12.65%	17.60%
加盟	30.72	10.09	48.91%	74.54%	73.80%
供应链服务	0.20	-0.01	-5.88%	0.48%	-0.09%
小贷金融	0.05	-0.05	-47.19%	0.12%	-0.33%
工程管理服务	0.00	0.00	27.28%	0.01%	0.01%
其他业务	0.13	-0.07	-33.99%	0.33%	-0.51%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 3：2020-2022 年公司门店情况

	2022	新增(家)	闭店(家)	净增量(家)	2021	2020
分渠道	4637	620	506	114	4502	4189

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

直营	249	46	35	11	238	249
加盟	4616	574	471	103	4264	3940
分门店类型						
专卖店	2012	-	-	19	1993	1901
商场专柜店	2604	-	-	95	2509	2288
分城市线级						
一二线	1406	220	165	55	1351	1216
三四线及以下	3210	400	341	59	3151	2973

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 4：公司分地区新增门店情况（万元）

	地区	店数	营业收入	毛利	店数增量	营收增速	毛利增速
直营	东北大区	-	-	-	-1	-	-
	华北大区	5	937.87	255.37	2	-16.24%	-12.69%
	华东大区	1	22.58	7.07	-4	-97.20%	-96.65%
	华南大区	30	2931.09	670.40	24	365.65%	521.14%
	华中大区	1	14.52	3.77	-2	-97.58%	-97.33%
	西北大区	2	542.99	132.54	2	-	-
	西南大区	7	240.58	67.85	3	-35.97%	-34.48%
	合计	46	4689.63	1137.00	24	25.75%	25.14%
加盟	东北大区	25	6366.18	992.72	-9	2.94%	-23.44%
	华北大区	92	14872.62	3231.19	-39	-47.57%	-49.02%
	华东大区	159	27594.75	5917.35	-29	-12.14%	-25.54%
	华南大区	47	4774.47	1198.48	-21	-28.25%	-39.96%
	华中大区	113	14546.46	3064.38	-10	-0.25%	-17.62%
	西北大区	60	5653.68	1254.09	0	-37.34%	-42.20%
	西南大区	78	8162.47	2609.77	-30	-30.78%	-30.01%
	合计	574	81970.64	18267.98	-138	-24.11%	-32.83%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 5：2023 公司闭店情况及其影响

分类	关闭店数	关闭门店对报告期的影响	关闭门店影响额占报告期收入比例	闭店增减	影响变动	比例变动
自营	35	6009.80	0.01	2	8446.36%	0.53%
加盟	471	25016.10	0.02	83	185.78%	1.29%
合计	506	31025.90	0.03	85	251.61%	1.82%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 6：2020-2022 年公司店效分析

	平均店数	店数增量	单店收入	收入增速	单店毛利	毛利增速
自营店			451.10	-13.70%	120.45	-23.84%
镶嵌产品	237	-4	45.89	-39.40%	27.72	-43.46%
黄金产品			391.64	-7.81%	85.76	-12.90%
加盟店			194.24	20.32%	34.06	-12.99%
镶嵌产品	4271	231	25.36	-47.57%	6.95	-43.85%
黄金产品			148.83	64.97%	7.08	79.33%
品牌使用费			14.60	-14.99%	14.60	-14.99%

加盟管理服务	5.42	-3.87%	5.42	-3.87%
--------	------	--------	------	--------

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 7：2020-2023 年一季度门店情况

	2022	增加	减少	净增减	2021	2020
分销售模式	4637	106	85	21	4504	4191
自营店	269	24	4	20	231	243
加盟店	4368	82	81	1	4273	3948

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 8：2020-2022 年公司采购额情况（亿元）

	2022	同比增速	占比（%）	占比增量	2021	2020
黄金	88.76	50.35%	89.70%	9.69	59.04	19.48
铂金	0.06	199.87%	0.06%	0.03	0.02	0.13
钻石	5.58	-44.27%	5.63%	-7.93	10.01	5.87
委外工费	2.30	-14.54%	2.33%	-1.32	2.70	1.79
其他成品采购	2.26	11.28%	2.28%	-0.47	2.03	2.62
合计	98.96	34.11%	100.00%	-	73.79	29.90

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 9：2020-2022 年公司采购量情况

	采购方式	2022	同比增速	占比	占比增量	2021	2020
黄金 千克	金交所现货交易	22521.65	33.96%	87.22%	-6.64%	16812.71	4927.85
	黄金租赁	3300.00	200.00%	12.78%	6.64%	1100.00	700.00
	合计	25821.65	44.15%	100.00%	-	17912.71	5627.85
钻石 克拉	境内采购	57,584.93	-53.78%	98.94%	23.44%	124,594.29	83,685.47
	境外采购	614.43	-98.48%	1.06%	-23.44%	40,436.07	29,614.38
	合计	58,199.36	-64.73%	100.00%	-	165,030.36	113,299.85

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 10：2022 年公司利润情况

	现值	增量	增速
归母净利润（亿元）	10.91	-1.34	-10.94%
扣非归母净利润（亿元）	10.25	-1.68	-14.06%
非经常性损益（万元，下同）	6,513.23	3,377.07	-
非流动资产处置损益	99.49	10.76	-
政府补助	5,177.05	2,081.42	-
投资收益	589.24	915.62	-
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	1,450.13	1,211.18	-
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	1,165.77	314.74	-
减：所得税影响额	2,001.05	1,150.32	-

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 11：2023Q1 年公司利润情况

	现值	增量	增速
归母净利润（亿元）	3.65	0.76	26.06%
扣非归母净利润（亿元）	3.56	0.75	26.49%
非经常性损益（万元，下同）	929.40	97.09	-
非流动资产处置损益	-	-25.45	-

政府补助	535.76	-135.57	-20.19%
投资收益	112.27	44.55	65.78%
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	309.47	309.47	-
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	198.74	-60.94	-23.47%
减：所得税影响额	279.39	43.87	18.63%

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

● **2022年公司综合毛利率同比下跌6.53pct，期间费用率减少1.02pct；2023Q1公司综合毛利率同比下跌2.26pct，期间费用率减少1.37pct**

2022年，公司毛利率为20.78%，较上年同期下滑6.53个百分点。分产品来看，公司素金首饰毛利率下滑明显，镶嵌首饰毛利率有所抬升。但年内公司素金首饰营收占比显著提升，低毛利率产品销售收入占比提高拖累公司整体毛利率。分地区来看，华中地区毛利率滑落9.94个百分点，为跌幅最大区域，其余地区也均录得不同程度的毛利率下跌。分销售模式来看，加盟模式毛利率下滑6.71个百分点，表现明显逊色于自营互联网线上业务（下滑4.14个百分点）。

2022年公司期间费用率为7.56%，同比下跌1.02个百分点，但费用上涨0.55亿元。下降主要来自于销售费用增加，该项费用中广告宣传推广费大幅增加0.23亿元，另有工资薪酬增加0.14亿元。财务费用有小幅上涨，是报告期内公司利息支出增加即短期借款利息以及黄金租赁费用同比增加所致。公司管理费用与研发费用均录得下滑，与之对应公司报告期末研发人员数量相较于2021年有所减少。

表 12：2022 年公司毛利率情况

	现值	增量 (bps)
公司整体	20.78%	-6.53
分行业		
珠宝首饰	20.78%	-6.53
分产品		
素金首饰	8.18%	-2.41
镶嵌首饰	31.45%	1.71
品牌使用费	100.00%	-
分地区		
华北大区	17.59%	-6.13
华东大区	16.90%	-7.12
华南大区	30.78%	-4.17
华中大区	18.42%	-9.94
分销售模式		
互联网（线上）	24.30%	-4.14
加盟	17.54%	-6.71

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 13：2023Q1 公司毛利率、净利率情况

	现值	增量 (bps)
销售毛利率	17.91%	-2.26
销售净利率	8.84%	-1.65

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 14：2022 年公司费用情况

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

	现期值 (亿元)	增量 (亿元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用	8.41	0.55	7.56%	-1.02
销售费用	7.48	0.52	6.73%	-0.88
管理费用	0.93	-0.04	0.84%	-0.22
财务费用	-0.13	0.08	-0.12%	0.12
研发费用	0.12	-0.01	0.11%	-0.04

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 15: 2023Q1 公司费用情况

	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用	21241.53	3280.92	5.15%	-1.37
销售费用	18592.09	2866.52	4.51%	-1.20
管理费用	2234.12	32.28	0.54%	-0.26
研发费用	358.89	25.05	0.09%	-0.03
财务费用	56.43	357.07	0.01%	0.12

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

● 钻石与黄金双重产品驱动，品牌价值持续上涨

产品方面，公司牢牢把握机遇积极拓展黄金产品业务，目前已经形成以钻石镶嵌类产品为核心，黄金类产品为主的双产品驱动结构。钻石镶嵌类产品以时尚为主要卖点，以“引领情景风格珠宝新潮流”为产品定位，提供具备时尚风格款式、精湛考究工艺、精美优良品质以及身心愉悦体验的珠宝首饰，形成了周大生独有的“情景风格珠宝”体系和特色。为了适应不同年龄、不同风格、不同文化背景、不同使用场景的消费者在珠宝首饰需求上的差异性，公司以不同产品系列和主题、不同的设计风格，打造标志款、人气款、配套款相结合的款式组合，建立了多维度的产品款式库。黄金类产品沿用情景风格珠宝体系，打造了“欢乐童年、浪漫花期、幸福花嫁、吉祥人生、美丽人生、璀璨人生”六大黄金产品线。同时进行品类破圈打造优势，公司推出了黄金镶钻的“点钻潮金”系列及轻古法的“浪漫花期”系列。公司积极跟进黄金类产品最新技术，在 5G 黄金、古法金等新工艺的帮助下实现了金镶钻的差异化产品，有利于公司提升产品溢价，并以其兼具保值与时尚的双重属性吸引更多客户。

品牌方面，公司注重打造自身品牌价值，自 2011 年起，公司连续 12 年获得世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”，品牌价值从 2018 年的 376.85 亿元上升到 2022 年的 758.85 亿元，位居中国轻工业第二，已成为中国境内珠宝首饰市场最具竞争力的品牌之一。曾获得比利时高阶钻石议会 (HRD Antwerp)、安特卫普市政府颁发的“安特卫普钻石荣誉奖章”和“钻石文化推广奖”以及戴比尔斯钻石研究机构授予的“钻石行业创新奖”，具备获得较高的市场美誉度和消费者认可度。

● 持续整合供应链，多渠道扩张抢占市场份额

公司采用资源整合型模式，把握“品牌+供应链整合+渠道”产业模式的协同价值，以品牌定位为出发点，以终端市场需求为驱动力。钻石行业整体毛利分布呈现“微笑曲线”形式，生产加工等中游环节毛利率较低，公司将珠宝首饰企业附加值较低的生产和配送等中间环节外包，既适应行业供应链分工的趋势，降低了生产管理成本，又集中资源倾注在投入回报率较高的品牌建设和推广、供应链整合和终端渠道建设等核心价值环节。为使得外包环节不对公司产品质量造成影响，公司建立了完善的供应商考核、工厂品质监控、成品检验多层次质量管理体系。

黄金珠宝行业整体呈现集中度进一步提高的趋势，具体表现为渠道资源进一步向行业龙头集中。目前公司在全国拥有终端门店 4616 家，销售模式包括自营与加盟两模式，同时涵盖线上线下两渠道。布局方面，公司在一、二线城市核心商圈开设自营店，通过打造水平较高、管理更规

范的样板店维护和提升“周大生”品牌的影响力和知名度，并借其辐射低线城市。公司同样重视下沉市场建设，目前于三线及以下城市共有门店 3210 家，年内新增 59 家，公司主要通过加盟渠道进行市场份额抢占，具备明确有效的渠道扩张战略及方法。

● 投资建议

我们认为公司是当前全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，近年来紧跟市场潮流积极开拓黄金产品业务，目前已形成以钻石为主力产品，黄金为人气产品的双轮驱动产品结构。经过多年在行业内的深耕细作，公司凭借品牌、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。短期来看，当前处于金价上涨周期，2022 年黄金产品已经作为公司主要产品，该情况助力公司紧握金价上涨红利，在金价上涨下销售有望实现量价齐升；长期来看，公司作为具备在钻石、黄金两大产品中均具备丰富的经验与产品矩阵，因此受黄金价格波动影响较小。在产业链构建方面，公司将低附加值的产业外包，并通过完善的监督体系把控质量，因此公司毛利率水平领先；目前我们预测公司 2023/2024/2025 年将分别实现营收 139.19/165.57/188.71 亿元，归母净利润 12.39/13.76/15.06 亿元，对应 PS 为 1.33/1.12/0.98 倍，对应 EPS 为 1.13/1.26/1.37 元/股，PE 为 15/13/12 倍，维持“推荐评级”。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险，黄金价格上涨不及预期的风险，供应商的供货风险、产品质量控制的风险、委外生产的风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 16: 盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (单位: 百万元)	9155.20	11118.08	13918.62	16557.09	18870.92
增长率	80.07%	21.44%	25.19%	18.96%	13.97%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	1224.61	1090.60	1238.65	1375.77	1505.92
增长率	20.85%	-10.94%	13.57%	11.07%	9.46%
EPS (元/股)	1.12	1.01	1.13	1.26	1.37
销售毛利率	27.31%	20.78%	18.45%	17.40%	16.71%
净资产收益率 (ROE)	21.16%	18.05%	18.59%	18.72%	18.59%
市盈率 (P/E)	15	13	15	13	12
市净率 (P/B)	3.30	2.52	2.78	2.52	2.29
市销率 (P/S)	2.37	1.32	1.33	1.12	0.98

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价)

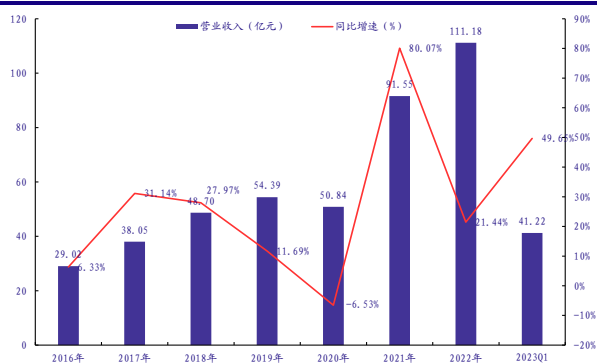
表 17: 可比公司最新估值情况

	境内可比公司						均值	中位数
	中国黄金	豫园股份	老凤祥	明牌珠宝	潮宏基			
PE	24	10	17	-13	13	10	13	
PB	3.05	0.87	2.89	0.75	1.11	1.73	1.11	
PS	0.42	0.57	0.45	0.69	0.86	0.60	0.57	
	境外可比公司				均值	中位数		
	周大福	周生生	六福集团	谢瑞麟				
PE	22	12	8	17	15	15		
PB	4.40	0.56	0.90	0.26	1.53	0.73		
PS	1.49	0.33	0.92	0.10	0.71	0.63		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

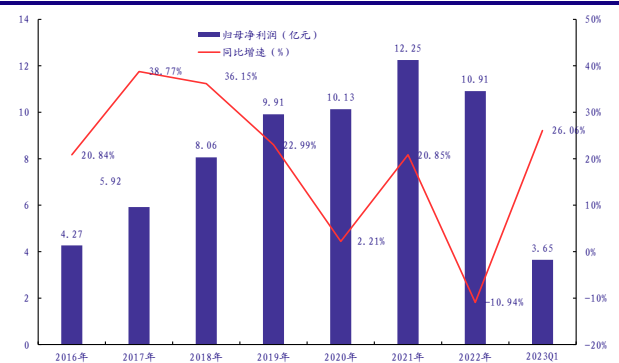
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2016-2023Q1 营业收入 (亿元) 及同比 (%)



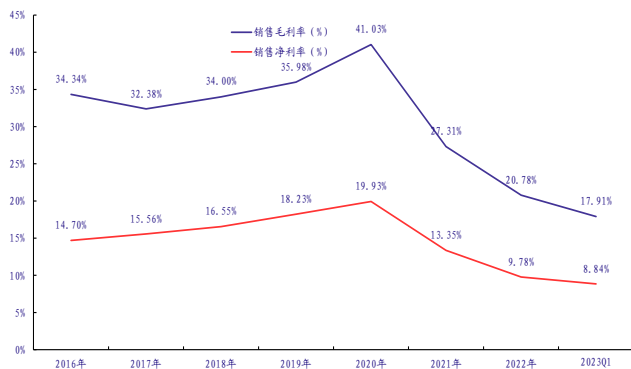
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2016-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



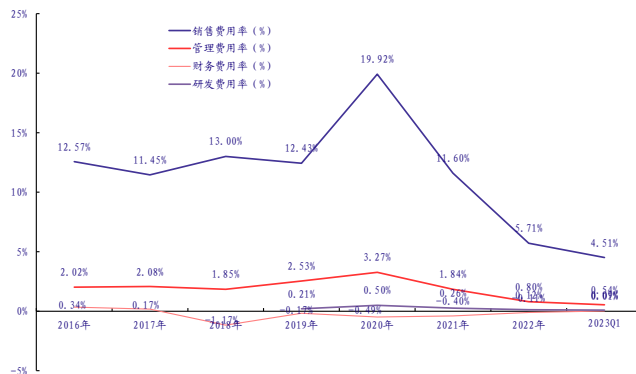
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2016-2023Q1 毛利率 (%) 和净利率 (%) 变动情况



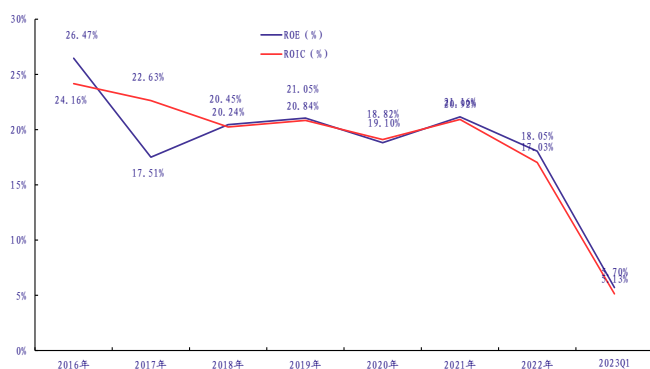
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2016-2023Q1 期间费用率 (%) 变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2016-2023Q1 ROE (%) 及 ROIC (%) 变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 18: 周大生 2022 年及 2023Q1 重大事项进展

事件类型	内容
回购股权	截至 2022 年 4 月 30 日, 公司通过回购专用证券账户, 以集中竞价方式累计回购了 1045.24 万股, 占公司截至当前总股本的 0.95%, 最高成交价为 20.64 元/股, 最低成交价为 13.18 元/股, 支付的总金额为 1.70 亿元 (不含交易费用), 本次回购符合相关法律法规的要求, 符合公司既定的回购方案。
股权质押	公司控股股东深圳市周氏投资有限公司期内多次进行股权质押及解除活动。最近一次质押后该控股股东及其一致行动人累计质押股份 1.01 亿股, 占其所持股份 14.62%, 占公司总股本 9.24%。
利润分配	公司 2021 年度股东大会审议通过的利润分配方案为: 以截至 2022 年 4 月 30 日的公司总股本 10.96 亿股, 扣除公司回购专用账户上已回购股份 1045.24 万股后的可参与分配的股本总额 10.86 亿股为基数, 以母公司可供股东分配的利润向全体股东拟每 10 股派发现金股利 5 元 (含税), 不送红股, 不以资本公积转增股本, 合计派发现金股利 5.43 亿元。
破产清算 (参股公司)	近日, 周大生珠宝股份有限公司收到参股公司恒信玺利实业股份有限公司的《西藏自治区曲水县人民法院预重整决定书》。公司及全资子公司深圳市宝通天下供应链有限公司通过天津风创新能股权投资基金合伙企业 (有限合伙) 间接持有恒信玺利 16.6% 的股份。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 19: 周大生 2021-2022 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2021 年对于 2022 年的规划	2022 年对于 2023 年的规划
发展战略	<p>1、提质增量，扬长补短阶段。梳理品牌定位，确立品牌特质，打造品牌优势，制定竞争策略，规划发展路线，同时在品牌专业职能的竞争力上狠下功夫，调集资源，重点部署：形象提升、产品升级、深度营销、数字运营、场地公关、新店拓展、高效运营等七项提升核心竞争力和终端效益的七路强攻。保持规模上的领先地位，全面覆盖各线市场，并在店效品质上稳步提升。同时，跟上时代步伐，率先布局公司整体系统和终端门店的网络化、信息化、数据化和新科技的应用，以及推广门店直播、云店和私域运营，增强 POS 和 ERP 功能，逐步规划和实施连锁终端网上网下高度融合和科技转型，迎接系统技术变革的来临。</p> <p>2、转型升级，模式创新阶段。持续打造品牌独特价值，强化差异化优势，提升品牌美誉度，提升品牌高溢价，提升市场份额；主要品类形成珠宝产品线品牌，铺开同心多元化业务。</p> <p>3、引领行业，进军国际阶段。持续提升品牌忠诚度和信任度，成为珠宝行业消费者综合首选品牌，确立稳固的行业领导地位，行业地位稳居前列，进军国际市场，形成国际领先的竞争力，在钻石珠宝行业摘取全球第一的国际金牌；若干产品线品牌成为独立产品品牌，同心多元化全面快速发展，支撑和推动核心业务，可分拆成独立业务上市，形成以珠宝为核心的多元化集团架构。</p>	<p>1、提质增量，扬长补短阶段。梳理品牌定位，确立品牌特质，打造品牌优势，制定竞争策略，规划发展路线，同时在品牌专业职能的竞争力上狠下功夫，调集资源，重点部署：形象提升、产品升级、深度营销、数字运营、场地公关、新店拓展、高效运营等七项提升核心竞争力和终端效益的七路强攻。保持规模上的领先地位，全面覆盖各线市场，并在店效品质上稳步提升。同时，跟上时代步伐，率先布局公司整体系统和终端门店的网络化、信息化、数据化和新科技的应用，以及推广门店直播、云店和私域运营，增强 POS 和 ERP 功能，逐步规划和实施连锁终端网上网下高度融合和科技转型，迎接系统技术变革的来临。</p> <p>2、转型升级，模式创新阶段。持续打造品牌独特价值，强化差异化优势，提升品牌美誉度，提升品牌高溢价，提升市场份额；主要品类形成珠宝产品线品牌，铺开同心多元化业务。</p> <p>3、引领行业，进军国际阶段。持续提升品牌忠诚度和信任度，成为珠宝行业消费者综合首选品牌，确立稳固的行业领导地位，行业地位稳居前列，进军国际市场，形成国际领先的竞争力，在钻石珠宝行业摘取全球第一的国际金牌；若干产品线品牌成为独立产品品牌，同心多元化全面快速发展，支撑和推动核心业务，可分拆成独立业务上市，形成以珠宝为核心的多元化集团架构。</p>
经营计划	<p>2022 年，我们确立的年度经营工作主题为：固本清源，合力聚焦，破界创新开天地；四梁擎天，八柱落地，强推深植铸辉煌。其中，四梁擎天指的是充分发挥公司、加盟商、省级服务中心和终端门店四方面的引擎和战略主体作用；八柱落地是指终端形象升级、位置优化、面积扩增、营运标准化、产品升级、营销落地、数字赋能和激励机制等八项关键战略举措和业绩保障落实到店。</p> <p>1、重塑定位，持续品牌建设</p> <p>通过推广落地化市场营销强化品牌，加快品牌差异化建设，提升品牌形象。周大生珠宝连锁门店已经在中国全面铺开，品牌建设和市场营销已在不同地区不同层次全面打响，其中有优有劣，有长有短，总体上处于成长上升的良好势头，但系统性品牌建设和总体部署规划还需优化加强。随着公司产品系列的不断丰富完善，针对不同的产品类别和目标客户群体，要研究和推出差异化的品牌建设、推广方案，包括但不限于产品形象代言人、推广渠道、传播方式、销售方式和定价策略</p>	<p>2023 年的经营工作主题是：从心出发，以人为本，苦练内功铸铁军；三力聚势，六路合攻，深植八柱提店效。</p> <p>2023 年是企业文化再造年、铁军团队铸造年、品牌营销突破年、终端店效倒逼年、数字工程落实年。</p> <p>1、从心出发，以人为本，苦练内功铸铁军</p> <p>(1) 从心出发</p> <p>周大生的发展来源于心的发展，信念的发展，我们的事业是以人为本，以奋斗者为本。从心出发，就是为品牌立心，全面梳理和重塑企业文化。</p> <p>(2) 以人为本</p> <p>①三人理念，再赋新意</p> <p>老三人“顾客是恩人，员工是亲人，领导是凡人”将更新为“顾客是恩人，员工是亲人，伙伴是贵人”。</p> <p>②机制创新，激活人才</p> <p>A. 以人为本，推进人才战略。建立生态化战略思维与人才跨界融合，加强干部队伍建设，提升干部领导力，利用“四化”即人才管理营销化、人才管理场景化、人才管理机制化、人才管理数字化，聚天下英才而用之。制</p>

等等。

2、强推深植，推进八柱落地

2022年是营运工作八柱深植落地，强化终端赋能的重要年度，公司将深入落地营运、营销、产品、数字化、形象、位置、面积、激励机制的工作任务，把公司的资源集中投放到终端门店，完善激励机制以强化四梁斗志，全力保证八柱深植落地，提升终端门店效益、份额与竞争力。

1) 体系营运。以2357工程为市场份额量化目标，从市场拓展和产品销售两大维度出发。通过轻骑兵突破、类型店发力、个性化支持政策推进目标市场店数持续增加；通过八柱落地，以钻石、黄金、配套产品为着力点全力打造根据地。同时，加强对加盟商客户、门店、导购的赋能与支持，搭建品牌护城河。通过深入分析终端市场竞争态势，结合门店经营现状，制定销售份额提升的具体方案。同时以市场规划为基础，配套相应的激励机制，分步落实新店增开和老店提升工作。

2) 营销落地。全面落实公司统一的大型品牌推广、营销促销活动能够区区分店执行，发挥千店连锁同声的效应。打造省区特色营销主题月活动，提增销售实效的同时，扩大品牌势能。抓好大钻赋能活动，通过产品支持、营销活动、零售激励、专业赋能等措施，强化终端大钻推广力度，提升大钻市场份额。紧抓黄金市场热销的火爆行情，持续不断强化终端黄金产品的营销力度，以黄金扩面铺底为基础，提升市场份额。

3) 产品升级。2022年我们将继续坚持周大生珠宝产品定位——引领情景风格珠宝新潮流，“情景风格珠宝”持续优化升级，持续配货模型打造和推广，结合店铺分类建模，加强顾客研究和文化运用，与产品模型相匹配，创建独一无二的产品模型，打造产品DNA，标志性特色款畅销款，爆款爆系，并在全国门店分级分类逐步推广配货模型的运用。

4) 数字赋能。

5) 位置、形象、面积调整与优化。

6) 激励机制。

3、整合资源，加快布局发展

1) 单元强化，继续扩大渠道规模。在市场拓展方面要革新思维、全员奋进，强化拓展扩大网点规模。通过轻骑兵突破、类型店发力、个性化支持推进拓展开店，力争做到成熟市场调整结构焕发新活力、次成熟市场网点加密提升竞争力、发展中市场布局突破夯实盘底。

2) 发力线上，创新深耕全域渠道。目前公司电商业务发展保持行业领先地位，但总份额依然有很大提升空间，2021年受外部因素影响，线上运营发展仍需不断创新，开拓新销售渠道。

4、多元驱动，品牌矩阵起势突破

定全面系统的“接班人计划”，搭建周大生梯队式人才储备战略，强化腾龙工程人才培养项目，为公司业务发展持续提供优质人才，不断完善职业生涯规划体系，持续提升员工专业能力。

B. 机制创新，强化考核激励

将目标计划线、过程控制线、考评激励线、复盘反馈线，四线合一，针对多种组织（销售业务团队、专业职能团队、技术支持团队、后勤保障团队）的激励，建立多种形式（KPI、OKR、BSC、阿米巴、承包制、合伙制）、多种方式（股权激励、周期考核、项目激励、评优评先）的激励模型。

C. 组织再造，机构调整

组织再造朝两个方向变革，其一是组织形态由原来的科层式向平台式转变，更加聚焦战区 and 门店；其二是朝整合力量联动协同、攻坚克难解决核心问题，打造核心竞争力上调整。

D. 强化激励机制多措并举。

以人为本，强化对员工和加盟商的激励机制，同时，加大对加盟商的赋能、扶持和良好关系的维护。针对员工激励机制，建立合伙人机制、利润分享、股权激励、经营核算阿米巴模式等，让每个业务模块都有发动机、自驱动系统。

(3) 苦练内功铸铁军

① 坚持长期主义，坚持艰苦奋斗

对一个企业或品牌来说，免疫力和抵抗力就是其基础建设是否牢固，核心竞争力是否有效。对一个门店来说，免疫力和抵抗力就是其位置形象面积是否优于对手，其人员/货品/卖场/客户运营管理是否更规范高效。这些就是我们亟待修炼的最基本也最重要的内功。

② 完善优化政策体系

系统建立管理政策和优惠政策体系，具体措施有：① 拓展扶持政策：结合公司的战略目标，根据拓展开店的战略地位、门店类型、面积大小等多种条件评估，给出相应的扶持和优惠政策，包括开设旗舰店、制高点、空白点、增开多店的、翻牌店，可一区一策、一城一策、一店一策；② 营运扶持政策：结合公司的战略导向，为鼓励加盟店规范运营，在产品进货和销售方面、营销推广和数字化运用方面、现有门店改造升级方面给予相应支持和优惠政策。另外也推出帮扶经营困难店的相应扶持和减免政策，以及推出专项计划项目的优惠扶持政策。

③ 苦练管理四线八项

运用卓越绩效管理模型，实行四项八柱，领导牵引三角形主要解决做正确的事，结果驱动三角形主要解决把事做正确。整个卓越绩效模型就像一个“自行车模型”左侧是驱动三角，右侧是从动三角，测量、评价、问责、

5、夯实基建，强化三大保障

- 1) 产品供应链保障。
- 2) 信息技术保障。
- 3) 人力资源保障。

分析与改进是传动链条。三大部分整体形成 PDCA 闭环管理模式，驱动企业持续发展。

④经营管理系统升级

A. 全面贯彻目标计划管理，公司中长期经营管理规划或战略发展规划、公司年度营销计划、中心、部门、事业部、战区、省区、片区连锁店，全过程全方位推行目标计划管理。

B. 健全组织岗位九大要素，主要包括组织架构、组织定位、组织目标/任务指标、组织职能、岗位职责、岗位目标/任务指标、模式/方法/技巧、流程、制度/规范/标准等。

C. 贯彻十级业务模式规范，主要包括公司经营、本市营运业务、本市拓展业务、事业部业务、战区业务、区域业务、省代业务、片区业务、店面业务、个人业务等。

D. 数字化升级和新零售转型，总部开发部署并着力推进运用云 POS 系统，CRM 超级导购系统，云店，定制系统，E 学堂，以及云客导购助手和企业微信等工具，顺应潮流赋能零售终端数字化转型，同时做好全域营销、私域运营和直播等新零售。

B. 加强组织建设，铸造铁军

2023 年铁军铸造计划包括五个方面，即：塑造周大生特色铁军文化、区域资源盘点、区域战略沙盘和策略沙盘、片区组织改造、激励造就铁军。

2、三力聚势，六路合攻，深植八柱提店效

(1) 三力聚势

①品牌力

品牌力是穿越周期，品牌修炼持续增长的超能力。我们要紧扣“为爱而生”，继续加强品牌形象塑造和品牌文化推广，并倡导建立两大爱心公益联盟，一是围绕会员社群，建立周大生爱心社；二是和调性、规模相近热衷于公益的品牌，组建“品牌爱心联盟”，积极承担社会责任，建立和消费者的深度情感联结和深度共鸣。

②产品力

厘清三观，持续修炼产品的超能力。从用户视角出发，以用户体验为核心目标，坚守“美与形，悦于心”的产品开发理念。用时尚美学，打造产品的超颜值外在美，再以爱为内核，来塑造产品的内在美。继续推进情景风格珠宝体系的完善升级，深化爱的情景演绎；引进和创造更多的 IP 联名，赋能爱的表达；并以爆品思维来塑造产品的超级势能，增强产品“爱的表现力”，来驱动整个产品结构迭代，构建更有活力、更有内涵、更有竞争力的产品矩阵。

③门店力

全面升级、软（件）硬（件）兼施，用舞台思维打造超级门店。多措并举，双轮驱动（公司与省代）、双牌并进（综合店与经典店），市场单元强化加密，突破空白

抢占制高，加速推进门店数量的增长。

(2) 六路合攻

六维整合大营销，即以消费需求为导向，以营销为开路先锋，聚合品牌、产品、营运、数字化、门店，与营销一起组成六路大军，以联席指挥的作战模式，以航母战斗群为作战单元，紧密协同、互为依存，分进合击，抢占份额。

(3) 深植八柱

八大支柱即提升门店业绩和市场占有率的八个方面：位置、形象、规模、产品，到营运、营销、数字化、激励机制，一切都是为了提升店铺的店效而展开，做针对性赋能。

①位置：决定流量的朝向，好位置就是好生意。

位置决定客流量，所以精准合理的选址，是门店站稳脚跟，创造优秀业绩的先决条件。

②形象：决定流量的鲜度，好形象就是进店率。

近年来，个性化主题门店兴起，受到消费者极大地青睐。公司顺应市场的需求，一直与时俱进，不仅推出 6.5 改进版形象，还因地制宜推出了多种个性化版本，诸如时尚版（in99）、奢雅版（欧亚）、轻奢版（大悦城）、梵高/莫奈艺术馆、国家宝藏专营店等多种创新形象版本，同步将加快 5 代装修形象的升级换代。此外，“在地化门店”异军突起，成为一种潮流。公司也要积极研究尝试这一店铺形态，在保持门店主形象统一的情况下，如何融入“在地化”元素，以增强本地化风格特色，获得在地消费者更高的认同。

③规模：决定流量的强度，大规模就是大磁场。

公司需要根据各区域，竞争对手布局特点，店铺数量，市场容量，发展空间，进行精准科学布局。在一城一池的竞争上，去帮助加盟商占据规模竞争优势。一方面科学合理的积极壮大主品牌，同时也需要建立品牌矩阵，组建群狼战术。

④产品：决定流量的纯度，好产品就是好口碑。

加大产品的创意开发力度，提升美学水准，为产品赋予更多的情感价值、文化价值、社交价值，增加备受年轻人喜爱的 IP 元素、跨界联名元素，不断强化扩展情景风格的美学表现力和情感刻画，为店铺提供更多的精品、爆品。公司将以钻石为核心产品、以黄金为主力产品、以辅品为配套产品，持续升级配货模型，有力促进终端门店的货品结构精简优化，陈列美感的提升，产品销售综合竞争力的提升。

⑤营运：决定流量的深度，大营运就是大格局。

⑥营销：决定流量的广度，大营销就是大促进。

除门店贯彻执行公司统一营销活动外，重点锁定门店私域会员，激活存量，向存量要增量。通过种子会员的发掘，利用口碑裂变，去不断创造新顾客。然后，再在

增量客户里要存量，深入培养种子会员，沉淀为新的可裂变的存量。

⑦数字化：决定流量的密度，数字化就是加速器。

总部将继续推进数字化，对经营的通路进行数字化改造升级，强化门店赋能，助推门店经营升级，增强终端综合竞争力。推进门店数字化转型，加速推进落实POS、云店、SCRM会员私域等数字化升级的基础设施，鼓励并试点推进门店直播。

⑧激励机制：决定流量的热度，好激励就是大动力。

强化激励机制，研究和丰富更多针对性的激励措施，包括合伙制、包干制等。

(4) 终端倒逼，提高店效

通过各方努力，创新和差异化，实现“双降双升”，降低经营成本、降低企业负担；提升销售额、提升利润率。

风险提示

1、加盟管理风险

公司每三年和加盟商签订《品牌特许经营合同》，对加盟商在产品价格、店铺选址和形象、产品质量监督、营销、售后服务等方面进行标准化的管理，并建立督导体系确保加盟商运营符合公司的相关规定。但加盟商的人员、资金、财务、经营和管理均独立于公司，若加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，公司无法对加盟商及时进行管控，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。

2、产品质量控制风险

公司不断完善产品质量控制体系，对原材料采购、生产、产品流转等环节进行把控，且所有发往终端销售的产品均已经国家/地方检测机构检测。报告期内，公司未发生产品质量相关的重大诉讼或被质量检测部门处罚。若未来公司无法有效实施产品质量控制措施，出现产品质量问题或纠纷，则将对公司品牌和经营造成不利影响。

3、委外生产风险

公司是珠宝首饰品牌运营商，在这种模式下，公司将珠宝首饰行业附加值较低的生产环节委托生产商生产和加工，强调品牌建设、推广和终端渠道管理等附加值高的核心环节。虽然公司对委外生产商进行了严格的筛选，并与委外生产商建立了良好的业务合作关系，但如委外生产商延迟交货，或者委外生产商的加工工艺和产品质量达不到公司所规定的标准，则会对本公司存货管理及经营产生不利影响。

4、指定供应商的供货风险

公司加盟商的部分素金产品采购在指定供应商完成。虽然公司有严格的指定供应商准入、监管和淘汰机制，且所有产品均经过公司审验并取得国家/地方检测机构的检测证/签，但如指定供应商延迟交货，或者其加工工艺和产品质量达不到公司所规定的标准，则会对

1、加盟管理风险

公司每三年和加盟商签订《品牌特许经营合同》，对加盟商在产品价格、店铺选址和形象、产品质量监督、营销、售后服务等方面进行标准化的管理，并建立督导体系确保加盟商运营符合公司的相关规定。但加盟商的人员、资金、财务、经营和管理均独立于公司，若加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，公司无法对加盟商及时进行管控，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。

2、产品质量控制风险

公司不断完善产品质量控制体系，对原材料采购、生产、产品流转等环节进行把控，且所有发往终端销售的产品均已经国家/地方检测机构检测。报告期内，公司未发生产品质量相关的重大诉讼或被质量检测部门处罚。若未来公司无法有效实施产品质量控制措施，出现产品质量问题或纠纷，则将对公司品牌和经营造成不利影响。

3、委外生产风险

公司是珠宝首饰品牌运营商，在这种模式下，公司将珠宝首饰行业附加值较低的生产环节委托生产商生产和加工，强调品牌建设、推广和终端渠道管理等附加值高的核心环节。虽然公司对委外生产商进行了严格的筛选，并与委外生产商建立了良好的业务合作关系，但如委外生产商延迟交货，或者委外生产商的加工工艺和产品质量达不到公司所规定的标准，则会对本公司存货管理及经营产生不利影响。

4、指定供应商的供货风险

公司加盟商的部分素金产品采购在指定供应商完成。虽然公司有严格的指定供应商准入、监管和淘汰机制，且所有产品均经过公司审验并取得国家/地方检测机构的检测证/签，但如指定供应商延迟交货，或者其加工工艺和产品质量达不到公司所规定的标准，则会对

本公司品牌和经营产生不利影响。

本公司品牌和经营产生不利影响。

5、新冠疫情对公司业绩冲击的风险

公司核心业务收入来自于 4000 多家线下连锁门店，由于新型冠状病毒疫情的爆发和反复，疫情防控政策会是居民减少外出与消费。此外，疫情期间因人群聚集性风险，延误婚礼仪式举办，对婚庆刚需消费带来一定冲击。若未来疫情反复导致经济持续低迷，或公司不能采取有效措施积极应对，将会对公司经营业绩产生不利影响。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2022 年的业务规划，针对 2023 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2023 年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 20：周大生前十大股东情况（更新自 2023 年一季报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	报告期内持股 数量变动(万 股)	占总股 本比例	持股比 例变动	股东性质
1	深圳市周氏投资有限公司	不变	60,901.88	-	55.57%	-	A 股流通股
2	深圳市金大元投资有限公司	不变	7,883.31	-	7.19%	-	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司	增加	3,488.84	920.78	3.18%	0.84%	A 股流通股
4	全国社保基金 101 组合	增加	2,088.50	202.27	1.91%	0.19%	A 股流通股
5	英大国企改革主题股票型证券投资 基金	新进	1,500.66	-	1.37%	-	A 股流通股
6	全国社保基金 420 组合	减少	800.73	-193.22	0.73%	-0.18%	A 股流通股
7	全国社保基金 1106 组合	减少	573.91	-847.37	0.52%	-0.78%	A 股流通股
8	李文	新进	500.01	-	0.46%	-	A 股流通股
9	周华珍	不变	487.64	-	0.44%	-	限售流通 A 股, A 股流通股
10	向钢	不变	487.64	-	0.44%	-	限售流通 A 股, A 股流通股
合计			78,713.12		71.81%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 [0755-83479312](tel:0755-83479312) suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 [0755-83471683](tel:0755-83471683) chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 [021-20252612](tel:021-20252612) hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 [021-60387901](tel:021-60387901) luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 [010-80927722](tel:010-80927722) tangmanling_bj@chinastock.com.cn