

2021年01月19日

周大生 (002867.SZ)

深度分析

纺织服装 | 高端及奢侈品 III

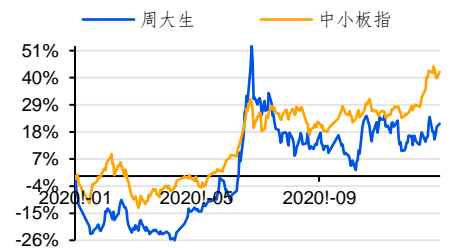
 投资评级 **买入-B(首次)**

股价(2021-01-18) 27.44 元

交易数据

总市值(百万元)	20,053.58
流通市值(百万元)	19,838.89
总股本(百万股)	730.82
流通股本(百万股)	722.99
12个月价格区间	16.81/35.04 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.06	-2.63	-22.97
绝对收益	4.14	10.87	21.83

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsc.cn
 021-20377089

分析师

 吴雨舟
 SAC 执业证书编号: S0910520080001
 wuyuzhou@huajinsc.cn
 021-20377061

相关报告

加盟拓店规模先行, 线上布局觅得先机

投资要点

◆ **周大生——以加盟模式迅速扩张的中国珠宝领先企业:** 公司 1999 年成立, 从事“周大生”品牌珠宝的设计、研发、推广和连锁运营。公司以加盟为主, 自营为辅, 持续布局终端渠道, 截至 2019 年末, 门店数量位居我国珠宝品牌第一名。公司坚持以钻石首饰为主力产品, 黄金首饰为人气产品, 金镶玉/彩宝等为配套产品的产品策略, 并整合国内外优异设计资源持续推出特色产品提高品牌辨识度。受益于加盟拓店迅速和公司品牌力提升, 公司业绩快速增长。2019 年营收/净利润分别为 54/10 亿元, 2011-2019 年期间, 营收和净利润年均复合增速分别约为 15% 和 20%。由于公司素金产品采用品牌授权模式而非传统批发销售模式, 公司实际销售规模高于报表端营收规模。

◆ **行业层面——消费升级背景下珠宝市场广阔, 看好下沉渠道和线上成长:** 2019 年我国珠宝市场规模超过 7500 亿元, 居世界首位, 但人均珠宝消费金额仍处较低水平。珠宝行业目前集中度较低, 2019 年前五大品牌市占率不足 20%。我们认为珠宝作为典型的可选消费品, 随我国居民人均可支配收入的不断提高, 消费结构升级优化, 未来市场空间广阔, 特别是我国三四线城市, 人口众多且正处于珠宝需求提升最为迅速的阶段。渠道方面, 疫情后人们消费习惯逐渐向线上转移, 随着年轻消费群体的崛起和珠宝日常佩戴需求推动, 珠宝线上增长可期。

◆ **公司层面——我们认为周大生的核心竞争优势体现在以下三个方面:**

(1) **维持加盟商盈利能力, 夯实加盟渠道扩张基础:** 同款同价假设下, 我们估算公司加盟商 2019 年单店销售接近 1100 万元, 销售镶嵌首饰毛利率超过 50%, 销售素金首饰毛利率接近公司自营素金盈利水平, 较行业更大幅度的让利加盟商使得公司加盟渠道快速扩张。同时, 公司抓住三四线城市的发展机遇, 抢先入驻核心商圈和街区, 先发优势明显。预计公司未来继续密铺三四线城市空白区域, 站稳下沉市场。此外, 公司有意愿依托自身加盟渠道管理优势, 以经营效率更高的加盟店形式进行一二线城市的门店布局, 预计一二线城市的加密布局能够进一步提升公司的市场占有率。

(2) **线上瞄准日常佩戴需求, 产品差异化布局:** 公司针对线上消费特征, 主打低单价高消费频次的日常佩戴场景, 产品以素金首饰和快时尚银饰品为主, 素金首饰均价不超千元。2020 年前三季度公司线上营收涨幅超过 100%, 近三年蝉联天猫双十一珠宝销售前三名。直播电商方面, 公司是行业较早进行直播的珠宝品牌, 深度合作各平台头部主播, 多次刷新珠宝直播的销售记录, 并开发数字化工具助力线下店铺自播。线上渠道未来有望成为公司营收的持续增长点。

(3) **全方位品牌营销, 优化消费者购物体验, 单店效率提升可期:** 一方面, 公司不断加大广告宣传投入, 进行全方位立体式品牌营销, 提升品牌知名度和认可度, 公司品牌价值跻身珠宝行业前两名, 且与第一名周大福的差距逐渐减小。另一方面, 公司通过加快门店形象升级, 扩大新增门店面积, 设计更贴合产品风格的包装以提

升终端消费者的购物体验。长期来看随着线下渠道持续布局，公司的品牌力和终端经营能力有望提升门店经营效率。

◆ **投资建议：**周大生作为国内中高端珠宝品牌的渠道王者，持续受益于三四线城市崛起和珠宝日常佩戴需求提升。公司 2020 年三季度业绩超预期，随下半年婚庆需求集中释放，电商购物节活动频繁，全年有望实现正增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.42、1.80 和 2.19 元。净资产收益率分别为 18.9%、20.4% 和 21.2%。

回顾历史，上市以来公司 PE (TTM) 位于 13 倍至 28 倍之间，平均约 22 倍，目前公司 PE (TTM) 约 21 倍，处于正常水平。对比同业可比公司，目前周大生 PEG* (2021E) 约 0.86 倍，处于较低水平。我们看好消费升级大背景下珠宝行业的发展趋势和公司优异的渠道拓展能力、线上运营能力和不断提升的品牌力，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**国内疫情反复影响线下消费；行业竞争加剧，产品竞争力不足；金价大幅波动影响；新店扩张速度低于预期；单店培育不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,870	5,439	5,479	7,130	8,774
YoY(%)	28.0	11.7	0.7	30.1	23.1
净利润(百万元)	806	991	1,040	1,314	1,599
YoY(%)	36.2	23.0	4.9	26.3	21.7
毛利率(%)	34.0	36.0	41.5	38.0	38.0
EPS(摊薄/元)	1.10	1.36	1.42	1.80	2.19
ROE(%)	20.5	21.0	18.9	20.4	21.2
P/E(倍)	24.9	20.2	19.3	15.3	12.5
P/B(倍)	5.1	4.3	3.6	3.1	2.7
净利率(%)	16.6	18.2	19.0	18.4	18.2

数据来源: Wind, 华金证券研究所

内容目录

1、周大生：以加盟模式迅速扩张的中国珠宝领先企业	6
1.1 发展历程：砥砺前行二十载，柳暗花明又一村.....	6
1.2 股权结构：周氏家族绝对控股，股权激励注入活力.....	7
1.3 主要产品：钻石主力黄金引流，产品紧跟消费者需求.....	9
1.4 收入结构：珠宝首饰销售是主要收入，素金首饰终端实际规模大.....	12
1.5 成本结构：轻资产整合产业链，产品原材料是主要成本.....	13
1.6 投资回报：高盈利水平驱动 ROE 连续六年领跑珠宝行业.....	14
2、珠宝行业未来成长可期，市场集中度有望提升	16
2.1 需求端：看好下沉市场和线上渠道未来增长.....	16
2.1.1 总量视角：消费升级支撑珠宝市场持续增长.....	16
2.1.2 消费主场：低线城市迸发珠宝消费活力.....	18
2.1.3 消费渠道：线下为主，日常佩戴需求构筑线上增量空间.....	19
2.1.4 消费品类：黄金主导，消费主体年轻化推动钻石珠宝崛起.....	20
2.2 品牌端：竞争格局分散，大众优质品牌市占率有望提升.....	23
3、核心优势：全渠道布局，线下线上齐头并进	25
3.1 线下拓店：三四线城市先发优势显著，加盟渠道扩张快.....	25
3.1.1 加盟商创收能力强，单店销售额逐年提升.....	25
3.1.2 加盟商盈利水平高，提升开店积极性.....	26
3.1.3 标准化闭环管理，夯实后续扩张基础.....	27
3.2 线上运营：瞄准日常佩戴需求，差异化产品布局.....	27
3.3 单店效率：品牌力提升+优化消费者购物体验，推动单店效率.....	29
4、盈利预测与投资建议	32
5、风险提示	35

图表目录

图 1：公司营业收入及同比增速.....	6
图 2：公司归母净利润及同比增速.....	6
图 3：公司毛利率和净利率.....	6
图 4：各品牌最新公告披露的大陆门店数量.....	6
图 5：公司发展历程.....	7
图 6：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日）.....	7
图 7：公司产品概览.....	9
图 8：公司销售镶嵌首饰毛利率.....	9
图 9：公司销售素金首饰毛利率.....	9
图 10：各品牌研发人员数量（人）.....	11
图 11：各品牌研发投入金额（万元）.....	11
图 12：周大生百面切工钻石、珐琅金、5G 黄金、IP 联名产品.....	11
图 13：公司收入结构（2015-2020H1）.....	12
图 14：各项业务毛利额贡献（2015-2020H1）.....	12
图 15：素金产品特色运营模式.....	13
图 16：上金所 Au9999 收盘价（元/克）.....	13
图 17：还原后的收入结构（2015-2019）.....	13

图 18: 我国珠宝产业链.....	14
图 19: 公司主营业务成本结构 (2014-2016)	14
图 20: 公司主要采购构成	14
图 21: 各珠宝企业 ROE (%)	14
图 22: 各珠宝企业销售毛利率 (%)	14
图 23: 公司期间费用率 (%)	15
图 24: 各珠宝企业销售净利率 (%)	15
图 25: 各珠宝企业存货周转率	15
图 26: 各珠宝企业应收账款周转天数	15
图 27: 各珠宝企业应付账款周转天数	15
图 28: 各珠宝企业资产负债率 (%)	15
图 29: 我国珠宝市场规模及同比增速	16
图 30: 各国人均珠宝消费 (美元/人)	17
图 31: 我国居民人均可支配收入	17
图 32: 我国居民消费结构不断优化.....	17
图 33: 限额以上金银珠宝类单月同比增速 (%)	17
图 34: 美国居民珠宝支出金额及同比增速	17
图 35: 美国居民珠宝支出占比及人均 GDP	17
图 36: 一线/新一线城市人均 GDP 均达 1 万美元以上	18
图 37: 二线城市人均 GDP 集中处于 1~2 万美元	18
图 38: 三四线城市人均 GDP 位于 6 千~1 万美元	18
图 39: 五线城市人均 GDP 集中位于 3~9 千美元	18
图 40: 周大福各级别城市门店数量占比	19
图 41: 各级别城市常住人口占比	19
图 42: 2019 年我国珠宝销售渠道分布	19
图 43: 典型可选消费品类电商渠道渗透率	19
图 44: 珠宝消费需求	20
图 45: 周生日常佩戴珠宝品牌——EMPHASIS	20
图 46: 周大生社交珠宝品牌——DesignCircles	20
图 47: 我国珠宝市场各产品结构	21
图 48: 国际珠宝市场各产品结构	21
图 49: 我国黄金首饰消费需求及金价变化	21
图 50: 周生生王者荣耀系列一口价黄金产品	21
图 51: 上海钻石交易所成品钻石进口额及同比增速	22
图 52: 年长千禧一代贡献我国约 70% 的钻石消费额	22
图 53: 中国千禧一代和 Z 世代最渴望得到的珠宝礼物是天然钻石	22
图 54: 婚礼珠宝高互动率博文特点	22
图 55: 各品类婚礼珠宝提及量及同比变化	22
图 56: 我国结婚登记数量	23
图 57: 钻石在婚嫁场景渗透率	23
图 58: 我国珠宝市场集中度情况	23
图 59: 各珠宝品牌市占率 (2019)	23
图 60: 我国高端珠宝市场高度集中	24
图 61: 高端品牌——卡地亚产品	24
图 62: 各珠宝品牌营业收入 (亿元)	24

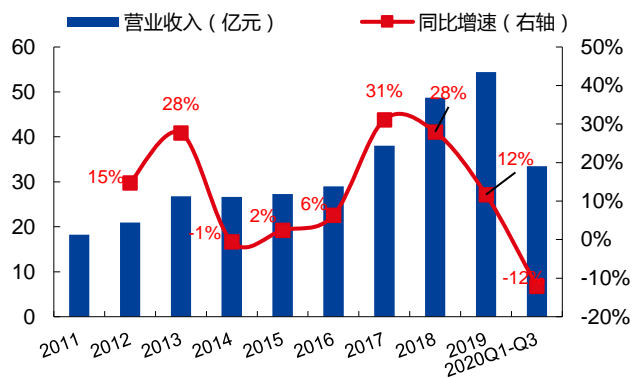
图 63: 各珠宝品牌营收增速.....	24
图 64: 公司全国门店分布	25
图 65: 公司终端门店数量 (家)	25
图 66: 珠宝首饰收入——分渠道	25
图 67: 各品牌门店数量——分城市	25
图 68: 周大生加盟单店平均销售额 (估算) 和其它品牌自营单店平均销售额 (万元)	26
图 69: 公司加盟商销售素金毛利率 (用自营素金估算)	26
图 70: 公司加盟商销售镶嵌首饰毛利率	26
图 71: 公司加盟店标准化管理体系	27
图 72: 公司互联网线上收入及收入占比	28
图 73: 周大生线上收入_分品类	28
图 74: 周大生线上产品销售均价_分品类	28
图 75: 公司直播记录及直播产品	29
图 76: 公司单店营收 (万元)	29
图 77: 周大生广告宣传推广费逐年上升	30
图 78: 各珠宝品牌广告宣传费用占营业收入比例	30
图 79: 公司全方位品牌营销	31
图 80: 公司品牌价值逐年提升	31
图 81: 周大生第六代形象门店	31
图 82: 周大生第六代形象门店	31
图 83: 公司新增门店面积 (平方米)	32
图 84: 公司包装物料金额及营收占比	32
图 85: 公司优化产品包装	32
图 86: 周大生历史 PE (TTM) 估值	34
表 1: 首期限限制性股票激励计划授予情况	8
表 2: 首期限限制性股票激励计划预留股份授予情况	8
表 3: 情景风格珠宝 2.0 系列	10
表 4: 黄金及黄金首饰历年消费量 (2010-2020Q1-Q3)	21
表 5: 我国珠宝行业竞争格局	23
表 6: 公司加盟商收费情况	26
表 7: 天猫双十一珠宝销售类目排名	28
表 8: 公司分渠道营业收入及预测	33
表 9: 周大生相对估值	34

1、周大生：以加盟模式迅速扩张的中国珠宝领先企业

周大生是我国中高端主流市场的钻石珠宝领先品牌，从事珠宝首饰的设计、研发、推广和连锁运营。公司业务包括镶嵌首饰、素金首饰、加盟管理、供应链服务和小额贷款，2019 年前三项业务收入占比分别为 55%、29%和 11%，公司业务持续聚焦珠宝首饰主业。

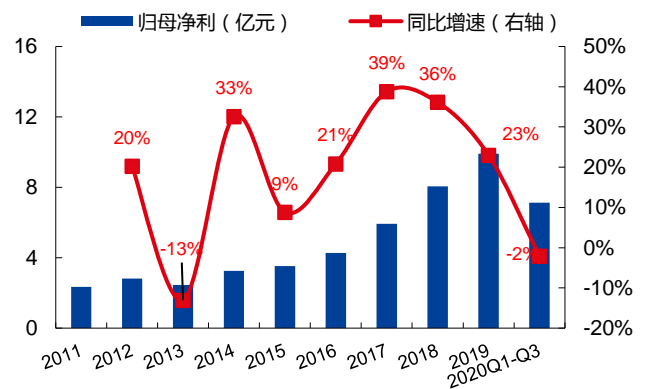
公司业绩兼具高成长性和高质量，2011-2019 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 14.6%、19.8%，毛利率和净利率逐年稳步提升，2019 年分别达到 36.0%、18.2%。2020 年上半年受疫情影响线下经营短期承压，公司上下积极应对，电商渠道快速反应，随国内疫情态势向好，三季度业绩明显复苏，营收逆势增长 18%，带动前三季度营收降幅收窄至 12%，归母净利润接近去年同期水平。公司成立至今 20 余年里，通过加盟模式实现在全国范围内快速拓店，线下渠道规模领先行业。截至 2019 年末，公司门店数量位居珠宝品牌第一名，截至 2020 年三季度末，公司终端门店数量达 4020 家。

图 1：公司营业收入及同比增速



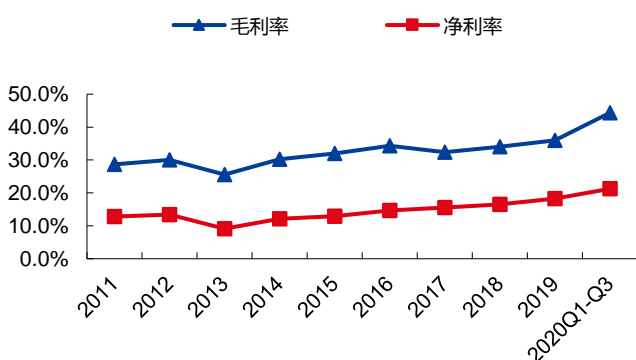
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



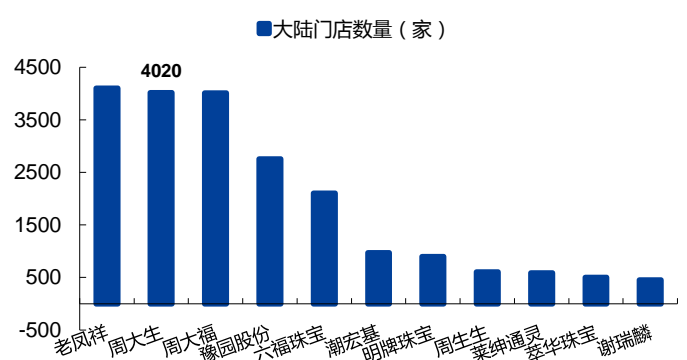
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：各品牌最新公告披露的大陆门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所（明牌珠宝为估计值）

1.1 发展历程：砥砺前行二十载，柳暗花明又一村

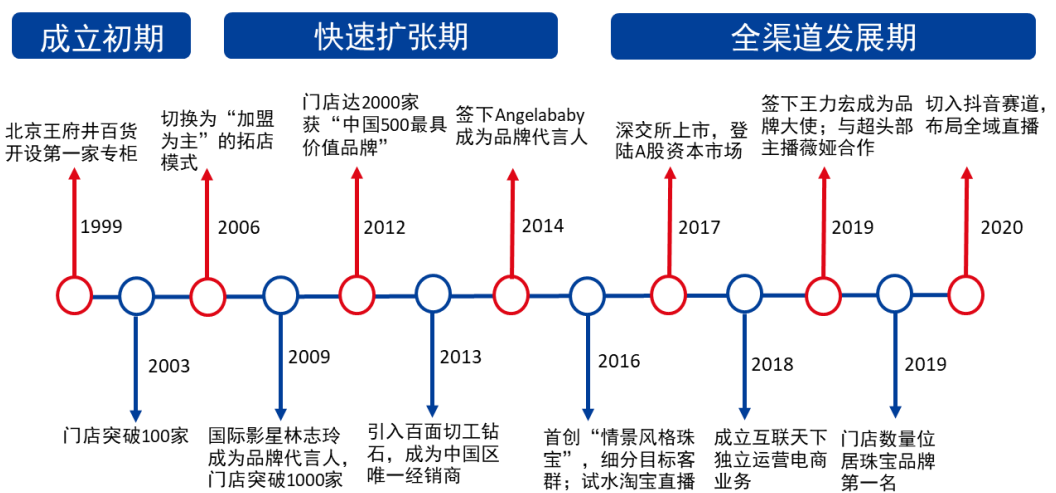
成立初期（1999-2005），自营模式起步，初探珠宝市场。1999 年，周大生在北京王府井开设第一家专柜，正式迈入珠宝市场。成立初期，公司主要通过自营模式拓展一线城市的核心百货商场，意在形成标准化辐射城市周边的样板店，负责品牌推广和品牌知名度的提升。但二十世纪

九十年代也是历史悠久且资金实力雄厚的港资品牌陆续布局大陆市场的时期，如周生生于 1993 年设立福州分店，周大福于 1998 年在北京开设第一家内地门店，珠宝市场竞争激烈。

快速扩张期（2006-2015），加盟模式主导，铸就珠宝连锁里程碑。认识到仅以自营店发展的局限性，2006 年，周大生切换至以加盟店为主的拓店模式，充分调动加盟商的人力、资金、公关和场地资源，领先抢占港资品牌还未重点布局的我国二、三线城市，在渠道方面与港资品牌形成差异化竞争。2009 年，公司成立十年之际，圆满完成“千店计划”，同年，公司签下国际影星林志玲作为品牌代言人。之后仅用三年时间，即于 2012 年，公司门店突破 2000 家。

全渠道发展期（2016-至今），线上自营发力，加深全域直播布局。2017 年公司在深交所上市，线下渠道进一步扩张。之后，公司通过成立互联天下公司独立运营电商业务，发力传统电商渠道。并且，公司较早布局电商直播，采取高举高打策略，多次携手超头部主播薇娅、辛巴等，刷新珠宝电商直播多项纪录。2020 年，公司切入抖音直播赛道，逐步加深全域直播布局。

图 5：公司发展历程

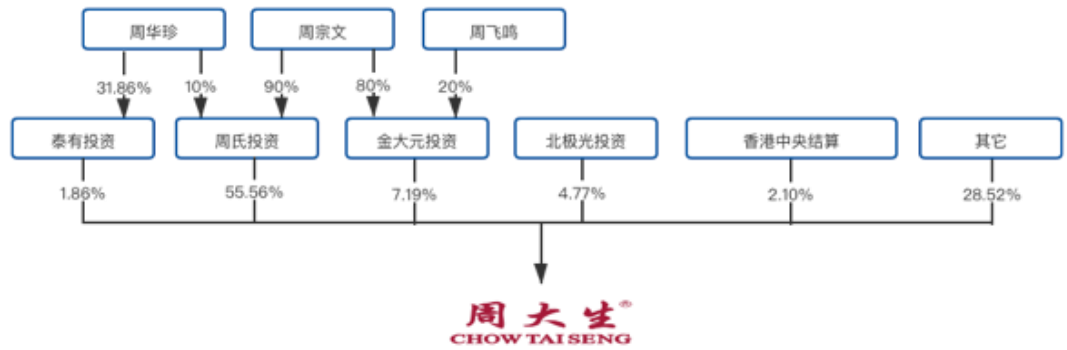


资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

1.2 股权结构：周氏家族绝对控股，股权激励注入活力

周氏家族为实际控制人，控制权稳定。截至 2020 年 9 月 30 日，公司实际控制人为周氏家族（周宗文、周华珍夫妇和其子周飞鸣），合计持有公司 63.3% 的股份，股权高度集中且相对稳定，保障公司高效的决策效率。其中：周宗文、周华珍夫妇通过完全控股深圳市周氏投资有限公司共持有公司 55.56% 的股份；周宗文和周飞鸣父子通过完全控股深圳市金大元投资有限公司共持有公司 7.19% 的股份；周华珍通过持有 31.86% 平潭综合实验区泰有股权投资合伙企业（有限合伙）的股份持有公司 1.86% 的股份。

图 6：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

创始人十年积累，珠宝行业经验丰富。董事长周宗文，福建福清人，本科毕业于武汉地质学院（现中国地质大学）地质学专业，毕业后曾在地质队做勘矿工作，初识宝石。1988年，周宗文通过校友介绍进入宝石厂工作。十余年的宝石厂工作经历让周宗文积累了丰富的珠宝产供销经验。1999年，借助家族华侨资源优势，周宗文创立周大生品牌，进军大陆珠宝市场。

股权激励和员工持股激发公司活力。作为家族企业，为提升员工凝聚力和公司竞争力，公司于2018年1月实施首期限限制性股票激励计划，向公司董事、财务总监和核心业务骨干等177人以14.27元/股共授予752.95万股限制性股票，激励计划设定2018、2019、2020、2021年净利润较2017年净利润分别至少增长15%、30%、50%、70%的业绩要求，每期解除限售比例均为25%。同年4月，公司开启第一期员工持股计划，向公司董事、监事、高级管理人员8人及其他员工不超过100人授予股票，该员工持股计划存续期不超过48个月，锁定期为12个月。2019年1月，公司继续对118名激励对象以14.24元/股共授予192.86万股预留限制性股票。

表1：首期限限制性股票激励计划授予情况

姓名	职位	获授的限制性股票数量 (股)	获授限制性股票占授予总量的比例	获授限制性股票占当前总股本比例
赵时久	董事	100,000	1.06%	0.02%
许金卓	财务总监	300,000	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）		7,129,500	75.38%	1.49%
预留限制性股票		1,928,600	20.39%	0.41%
合计		9,458,100	100.00%	1.98%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表2：首期限限制性股票激励计划预留股份授予情况

姓名	职位	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	7.26%	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117人）		178.86	92.74%	0.37%

合计 192.86 100.00% 0.40%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

1.3 主要产品：钻石主力黄金引流，产品紧跟消费者需求

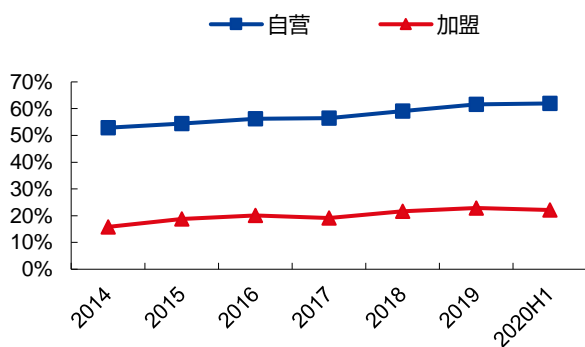
主打钻石产品，产品策略前瞻性强。不同于周大福、老凤祥等以黄金首饰为核心品类的头部珠宝品牌，公司自成立之初，就坚持以钻石首饰为主力产品，黄金首饰为人气引流产品的产品策略，同时具备铂金、K金、翡翠、珍珠、彩宝等配套产品，材质多样且品类丰富。钻石产品同黄金产品相比，差异化程度更高，盈利能力强，且目标客群更加年轻化，我们认为公司坚持钻石为核心产品的产品策略极具前瞻性，并能够有效提升公司盈利能力。

图7：公司产品概览



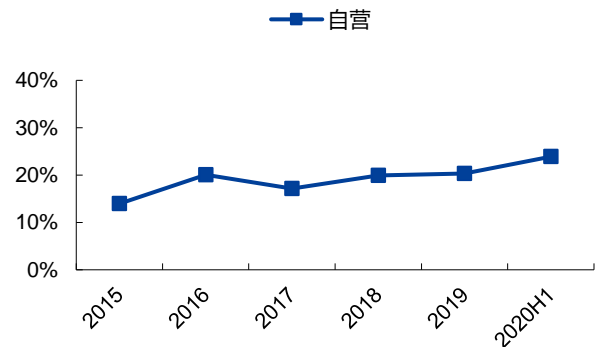
资料来源：周大生天猫旗舰店，华金证券研究所

图8：公司销售镶嵌首饰毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图9：公司销售素金首饰毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

独创情景风格珠宝，研发投入不断加大。2016年，公司独家研创“情景风格珠宝”系列产品，在行业内首次提出珠宝分类场景风格化的珠宝佩戴新概念。2018年，公司通过深度解析顾客的情感共鸣与场景需求推出情景风格珠宝2.0系列，精准定位“活力女孩”、“怡然佳人”、“知性丽人”、“魅力精英”和“星光女神”五大类珠宝消费人群，形成多元化产品风格，满足消费者不同的珠宝佩戴需求。

随国民生活水平和国民素质的不断提升，消费者对于珠宝首饰的设计、内涵、风格等愈发看中，希望寻找到一件富有特色，价格适中的珠宝首饰。公司广泛收集和分析顾客及会员的需求偏好，将自主研发和整合研发相结合。自主研发方面，近三年来，相比同业，公司研发人员数量和研发投入均呈上升趋势，2019 年研发人数同比增长 22%至 71 人，研发投入金额同比增长 39%达 1331 万元，并建成企业研发中心，扩充工作室规模。整合研发方面，公司广泛整合国内外设计资源，通过甄选产业链上的优秀设计，以及签约国际知名设计师，对现有产品体系和款式设计进行持续的优化和迭代。2019 年公司聘请欧洲著名珠宝设计师 Loretta 女士担任国外设计创意总监，对产品设计进行全面指导并负责设计星座极光高端系列产品。

表 3: 情景风格珠宝 2.0 系列

人群	系列	系列定位	产品图片
活力女孩	shinning girl	畅想青春的活力美搭系列	
	甜蜜星人	超甜有趣的恋爱表白系列	
怡然佳人	百魅	焕发光彩的魅力美搭系列	
	百姿	幸福温馨的美好婚恋系列	
知性丽人	都市独白	都市白领的心声代言系列	
	幸福时刻	亲密爱人的时尚对戒系列	
	周大生 X 王力宏	明星联名系列	

梵高

时尚艺术珠宝系列



时光沉淀的隽永情感系列



魅力精英

LOVE100 星座极光

超越时代的现代女神系列



星光女神

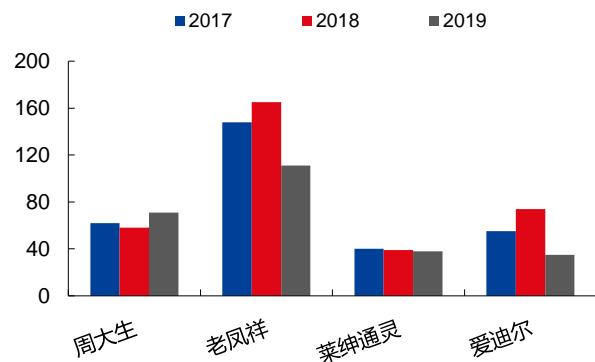
梵高

永世珍藏的高级珠宝系列



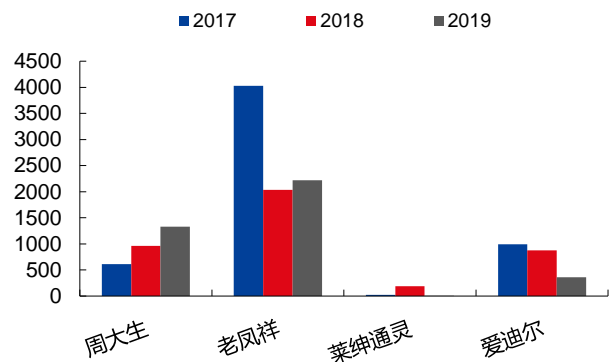
资料来源：公司公告，周大生天猫旗舰店，华金证券研究所

图 10：各品牌研发人员数量（人）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：各品牌研发投入金额（万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

独特产品强化品牌竞争力，产品紧跟消费者需求。主力钻石产品方面，公司于 2013 年独家引入比利时 Tolkowsky 家族发明的“LOVE100”星座极光百面切工钻石，是目前唯一拥有百面切工钻石产品的珠宝品牌（通常见到的钻石为 57 或 58 切面），该产品获得了比利时高阶层钻石议会和安特卫普市政府颁发的“安特卫普钻石荣誉奖章”，极大的提升了公司产品的辨识度。引流素金产品方面，由于各品牌的克重黄金产品差异化程度低，公司注重引进和强化 IP 主题概念，多次与经典 IP 联名推出珠宝跨界产品。继和梵高博物馆合作取得消费者热烈反响后，携手俄罗斯冬宫博物馆以镇馆之宝“孔雀钟”为灵感联名打造“吉祥之羽”等系列产品，产品的设计风格更加贴近年轻人的时尚审美。此外，公司加强发展 5G 黄金、珐琅金等高盈利水平的一口价黄金产品。同克重黄金产品相比，一口价黄金产品设计新颖，重量更轻，契合年轻消费群体的日常佩戴需求，同克重情况下单价和毛利率更高，有助于增厚公司营收和净利润。

图 12：周大生百面切工钻石、珐琅金、5G 黄金、IP 联名产品

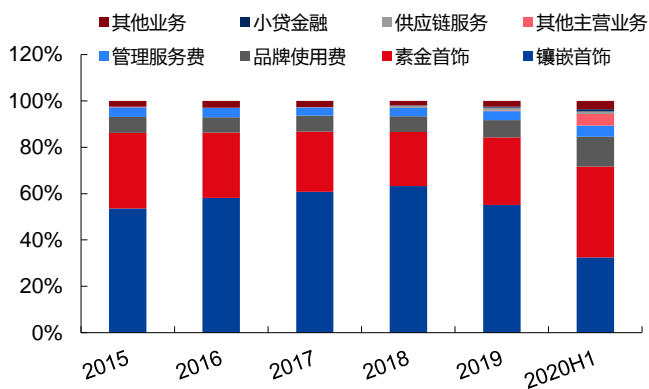


资料来源：公司公告，周大生天猫旗舰店，华金证券研究所

1.4 收入结构：珠宝首饰销售是主要收入，素金首饰终端实际规模大

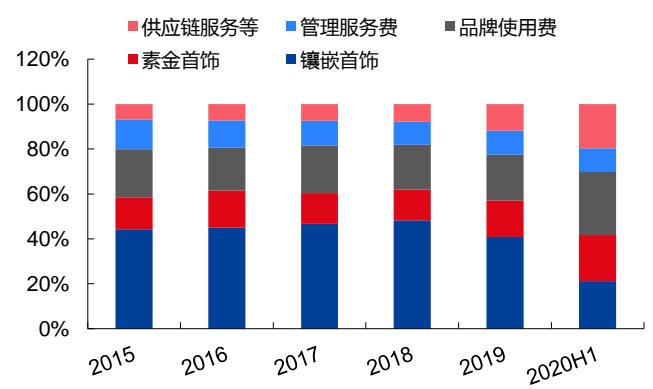
珠宝首饰销售是公司主要收入来源。收入结构方面，公司的主营业务收入来源于镶嵌首饰、素金首饰的销售，加盟店的管理服务费收入和品牌使用费收入。业务占比稳定在 90% 以上，主营业务突出。此外，公司还开展供应链服务业务和小额贷款金融业务。2017 年，成立宝通天下供应链公司为珠宝行业客户提供订单管理执行、信息管理等供应链管理服务业务。2018 年，成立宝通天下小额贷款公司，为周大生供应链上下游客户提供小额贷款等金融服务。2020 年上半年，宝通天下供应链和宝通天下小额贷款公司分别实现营收 1970.72/1572.92 万元，占比分别为 1.2%/0.9%，净利润分别为 1086.74/1175.96 万元。公司其它业务主要为包装等物料收入和其它服务收入。由于品牌使用费相关的产品检测费用和货物运输费用，以及管理服务费相关的员工薪酬均被计入销售费用，故二者具备较强的毛利贡献能力。

图 13：公司收入结构（2015-2020H1）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：各项业务毛利额贡献（2015-2020H1）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

品牌授权模式特色运营，还原收入后素金终端占比高。珠宝首饰销售中，主要收入来自镶嵌首饰的销售，2020 年上半年受金价持续上涨影响，素金首饰占比顺势提升。报表端的高镶嵌占比源于公司对素金产品的特色运营模式。由于素金产品差异化程度和附加值低，但一直在我国珠宝市场占据绝对主导地位。因此，公司将其定位为人气引流产品。不同于镶嵌产品采用传统的批发销售模式，对销售黄金首饰的加盟商，公司采取“指定供应商+品牌授权”的运营模式。即产品供货通过指定供应商完成，指定供应商和加盟商自行结算货款，公司对产品执行内检和外部第三方机构检测并向加盟商收取品牌使用费。

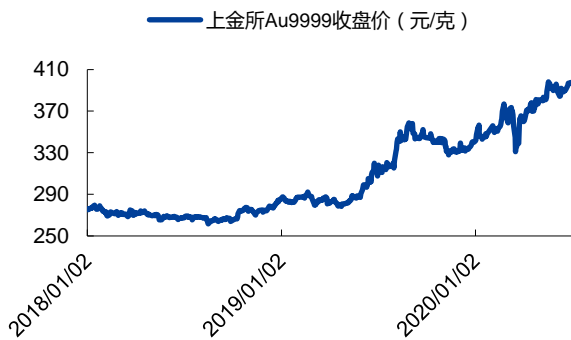
品牌授权模式下，公司和加盟商互利共赢。2019年末前公司对全部黄金产品收取3~5元/克的 品牌使用费，此后对一口价黄金产品开始按标价3%~5%收取品牌使用费，克重计价产品收费标准不变，实际上压缩了公司报表收入规模。我们将公司品牌使用费收入和加盟镶嵌收入均还原到终端销售环节，假设公司将产品直接销售给终端消费者，估算素金首饰销售收入占总收入6成以上，因此，公司高镶嵌占比源于对素金产品的特色运营模式，使得节约自身资金流转的同时，提高素金产品的供货效率，给予加盟商更高的盈利空间，从而为渠道扩张奠定基础。

图 15：素金产品特色运营模式



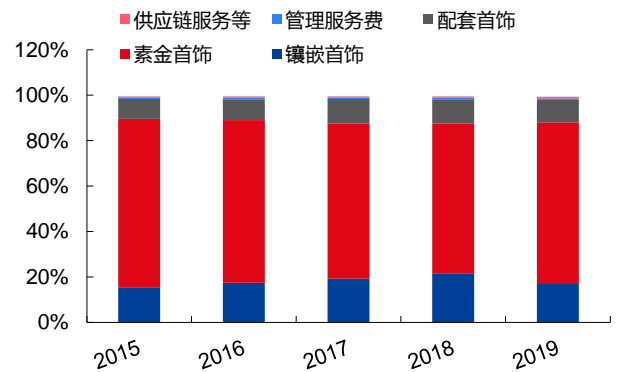
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 16：上金所 Au9999 收盘价（元/克）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：还原后的收入结构（2015-2019）



资料来源：公司公告，招股说明书，华金证券研究所

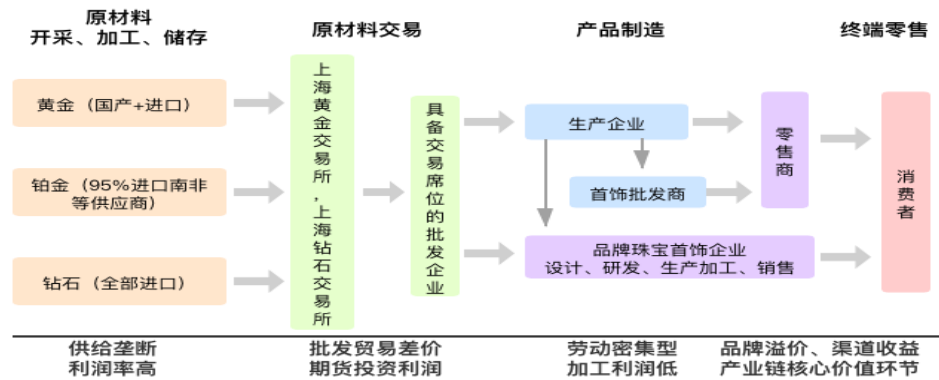
1.5 成本结构：轻资产整合产业链，产品原材料是主要成本

轻资产运营聚焦产业链核心环节，产品原材料是主要成本。我国珠宝产业链各环节利润率呈哑铃形分布，上游开采、加工、存储由于供给端资源垄断具备极高利润率，终端零售环节由于各品牌的品牌溢价和渠道建设也拥有较高的利润率，中游加工制造环节利润率相对较低。不同于老凤祥、周生生等品牌同时涉足原材料交易、产品加工制造环节，公司聚焦珠宝产业链高附加值的终端销售环节，专注品牌运营和渠道扩张。

(1) **原材料采购环节**，公司成品钻石采购主要分为境外和境内采购两种方式，境外采购通过香港周大生完成。黄金原材料采购分为现货交易和黄金租赁两种方式。(2) **产品制造环节**，公司依托起源地深圳市罗湖区水贝的珠宝加工资源优势，将附加值较低的生产制造环节全部外包给经验丰富的珠宝生产厂商，仅支付外部厂商珠宝首饰加工费，无需承担生产工人的人工工资、相关的土地、设备折旧成本。(3) **终端零售环节**，公司集中资源在终端的品牌运营和渠道建设高附加值环节，从而实现轻资产运营。主营业务成本结构方面，由于公司仅布局珠宝产业链的终端环

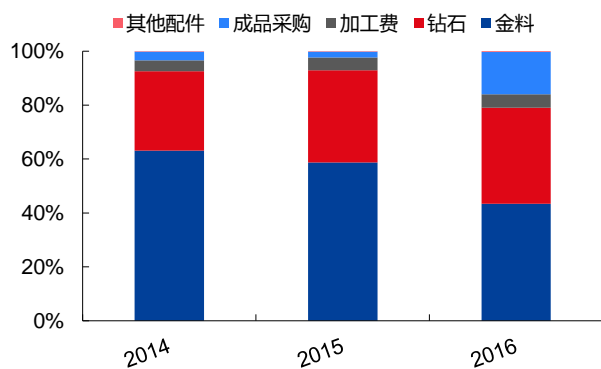
节，因此，成品钻石和黄金金料等产品原材料是公司主要成本，产品加工费占比较低。2020 年上半年，电商业务增长较快，且电商销售产品以成品采购为主，使得成品采购占比有所提升。

图 18：我国珠宝产业链



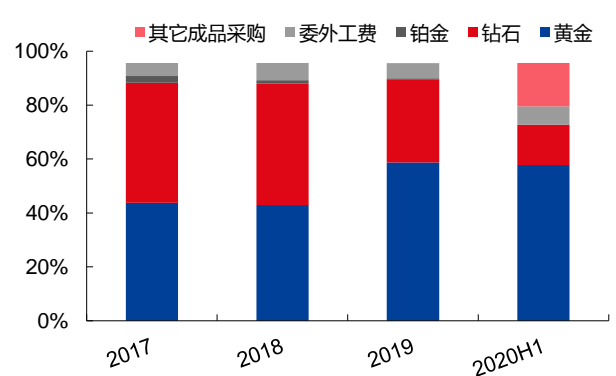
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 19：公司主营业务成本结构（2014-2016）



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 20：公司主要采购构成



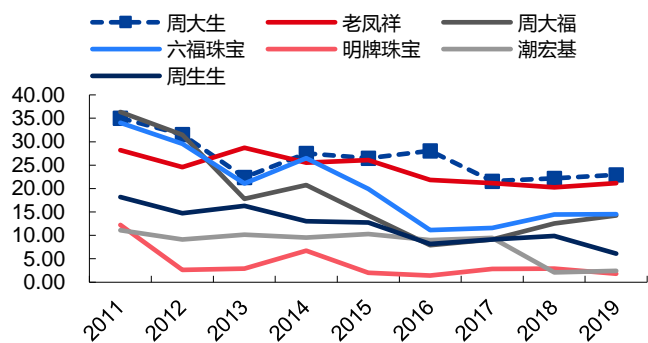
资料来源：公司公告，华金证券研究所

1.6 投资回报：高盈利水平驱动 ROE 连续六年领跑珠宝行业

高净利率驱动 ROE 领跑行业。公司 ROE 领跑行业，2019 年为 22.91%，与老凤祥（21.16%）接近。从杜邦分析各指标可看出，公司高 ROE 由高盈利水平驱动。公司主打高毛利的钻石镶嵌首饰并对素金首饰采用品牌授权模式，因此毛利率处于行业领先水平。费用率方面，公司近年来费用管控良好，销售费用率逐年下降，管理费用率/财务费用率均处于稳定水平。综合影响下，公司净利率处于行业绝对领先地位并持续上升，2020 年前三季度超过 20%，远超行业其他公司。

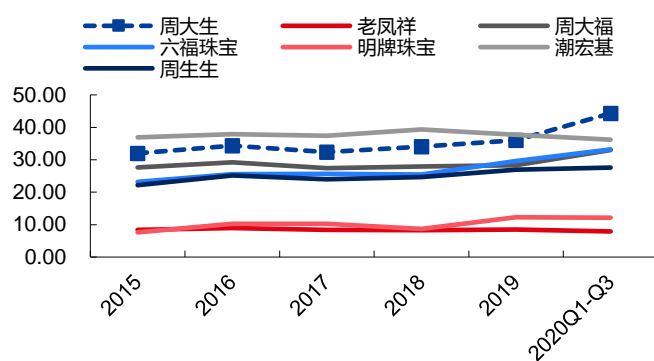
图 21：各珠宝企业 ROE (%)

图 22：各珠宝企业销售毛利率 (%)



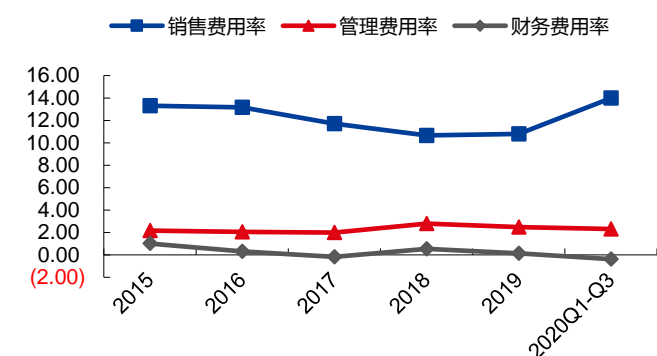
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所 (周生生数据为 2020H1, 下同)

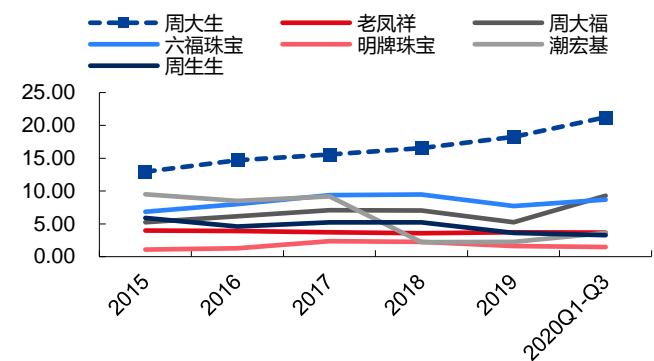
图 24: 各珠宝企业销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

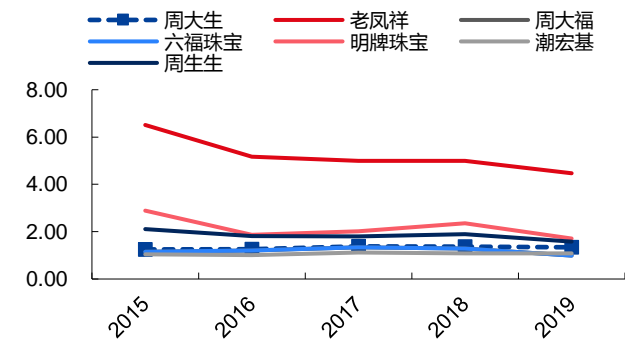
营运能力为行业平均水平,轻资产运营下财务杠杆低。珠宝行业存货价值较高,保值属性强,存货减值风险小,故珠宝企业一般备货较多。老凤祥主营黄金首饰,存货周转水平行业领先,周大生存货周转情况位于行业平均位置。应收账款周转天数呈下降趋势,采购原材料和支付三方检测机构涉及的应付账款周转天数逐年上升且优于其他公司,体现公司较强的供应链把控能力。资本结构方面,未布局珠宝首饰的加工制造环节,使得公司资产负债率较低,并呈现下降趋势。

图 25: 各珠宝企业存货周转率



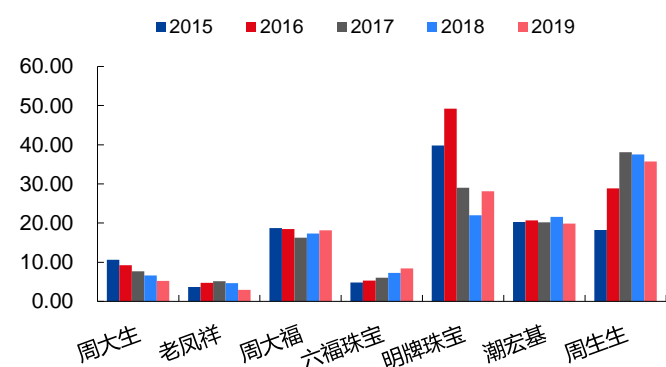
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 各珠宝企业应收账款周转天数



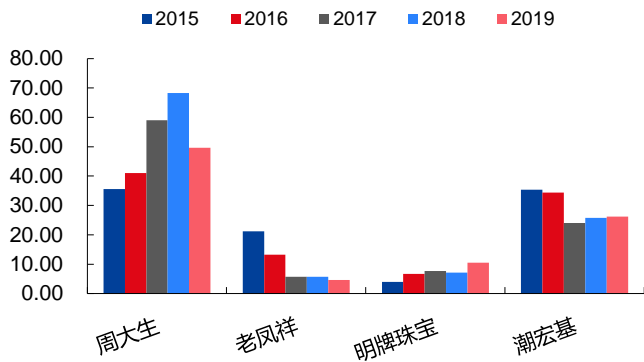
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 27: 各珠宝企业应付账款周转天数

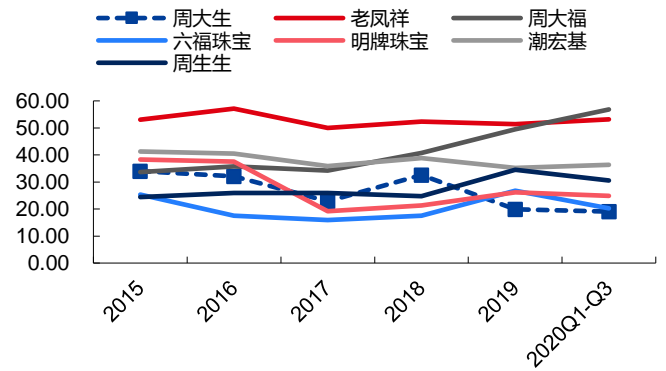


资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 28: 各珠宝企业资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所



资料来源: Wind, 华金证券研究所

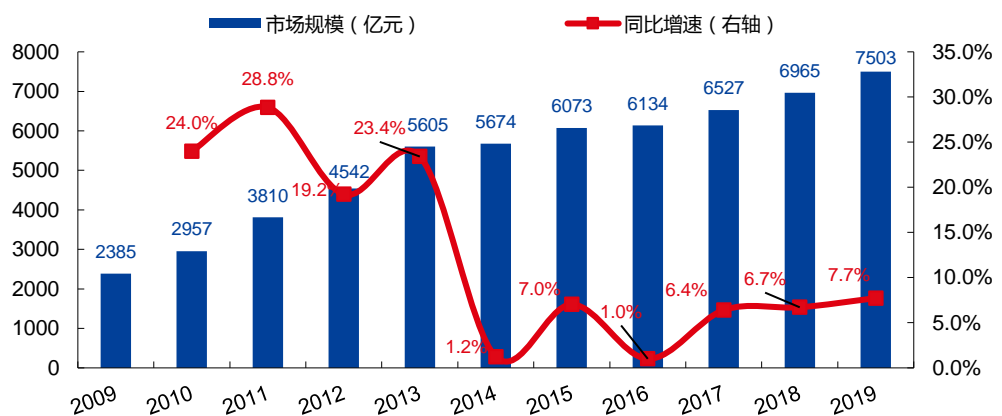
2、珠宝行业未来成长可期，市场集中度有望提升

2.1 需求端：看好下沉市场和线上渠道未来增长

2.1.1 总量视角：消费升级支撑珠宝市场持续增长

我国珠宝市场规模居世界首位，近三年稳定增长。2019 年我国珠宝市场约占世界珠宝市场的三分之一，市场规模居世界首位，达到 7503 亿元，同比增长 7.7%，2009-2019 年实现 12.1% 的年均复合增速。回顾我国珠宝行业最近十年的发展历程，以 2014 年黄金价格下跌为分水岭，2009-2013 年受益于前期贵金属及制品市场和居民黄金投资市场的全面开放，行业以双位数高速发展；2014 年开始由于各珠宝品牌产品同质化严重，盛行价格战，叠加金价的大幅下跌，市场增速换挡放缓。经过两年的调整，2017 年开始我国珠宝行业过渡到目前稳定增长的阶段，近三年增速稳中有升。

图 29：我国珠宝市场规模及同比增速

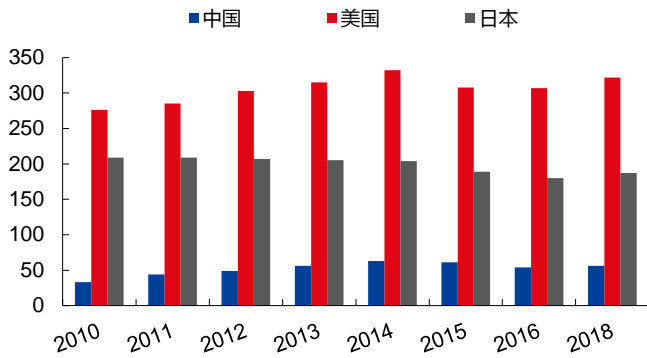


资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

消费升级下珠宝市场空间广阔。虽然我国珠宝市场整体规模世界领先，但受人口众多、地区发展不平衡影响，我国人均珠宝消费金额和国际市场相比仍处低位。2018 年美国人均珠宝消费额为 322 美元，日本为 187 美元，同期我国人均珠宝消费仅为 56 美元，不及美国的 20% 和日本的 30%。短期来看，受去年上半年疫情影响，婚宴喜事普遍延后，需求端明显受损。随下半年国

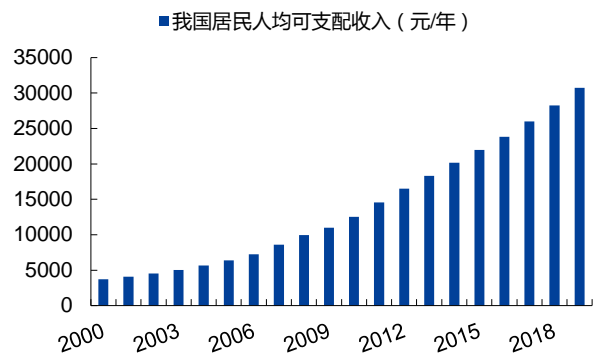
内疫情态势向好，婚庆刚需持续释放，叠加十一黄金周、电商购物节等活动，珠宝需求快速修复。2020年8月开始限额以上金银珠宝类商品零售保持双位数增长，12月同比增长11.6%。预计珠宝消费短期继续增长。长期来看，作为典型的可选消费品，我们认为珠宝消费和人们的生活水平及品质息息相关。随着我国经济实力不断增强，居民收入水平提高，消费结构升级，食品衣着等必选消费品支出占比持续下降，医疗保健、教育、文娱等悦己型支出逐渐提升。预计我国人均珠宝消费金额会进一步提升，从而扩大珠宝市场整体规模。据前瞻产业研究院预测，2025年我国珠宝行业市场规模将达到9445亿元，CAGR在2019-2025年期间预计为4%。

图 30：各国人均珠宝消费（美元/人）



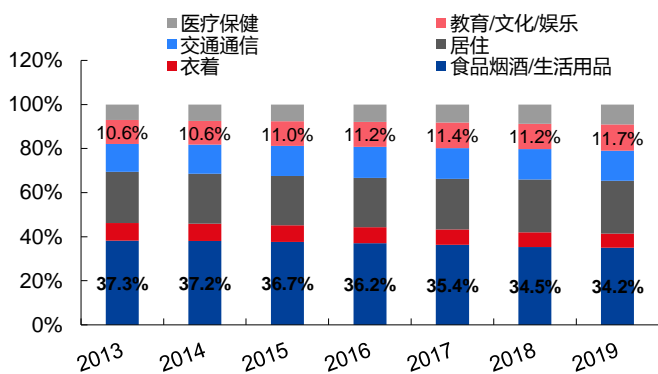
资料来源：产业信息网，华金证券研究所

图 31：我国居民人均可支配收入



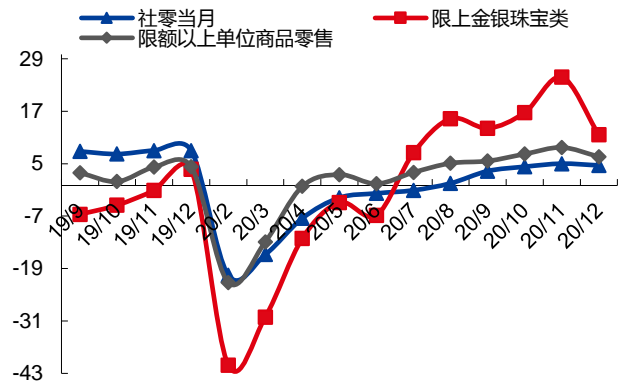
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 32：我国居民消费结构不断优化



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 33：限额以上金银珠宝类单月同比增速（%）

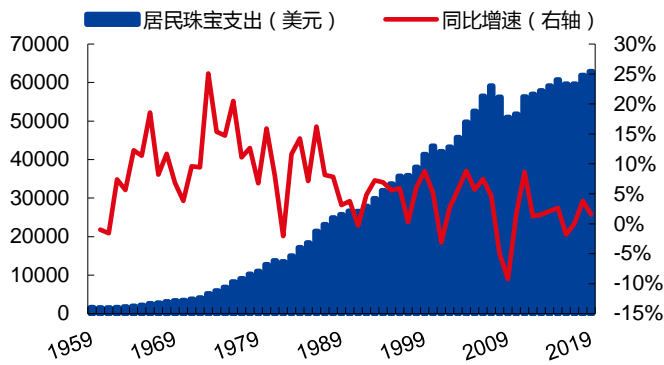


资料来源：国家统计局，华金证券研究所

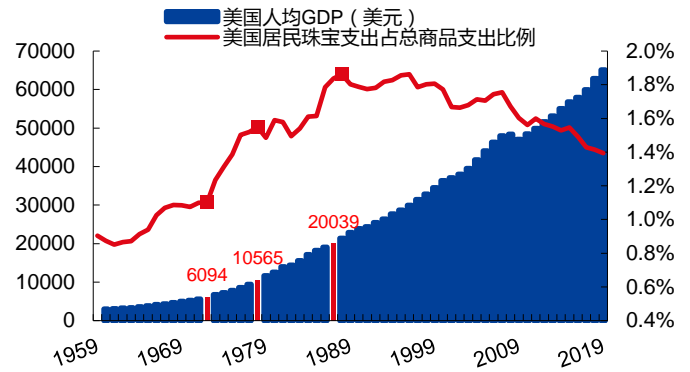
人均GDP位于6千至1万美元区间时，珠宝需求提升最为迅速。为了验证珠宝消费和居民生活水平的关系，我们回溯了美国成熟珠宝市场近六十年的发展。二十世纪七十年代，美国人均GDP位于6千至1万美元区间，珠宝消费进入快车道，美国居民珠宝支出以双位数快速增长，同时期居民珠宝消费支出占总支出比例开始逐年迅速提升。七十年代末至八十年代末，人均GDP突破1万美元大关，珠宝支出继续增加，但增速放缓，珠宝消费占比波动上升。在人均GDP达到2万美元以后，珠宝支出增速进一步放缓至单个位数，珠宝消费占比呈下降趋势。

图 34：美国居民珠宝支出金额及同比增速

图 35：美国居民珠宝支出占比及人均GDP



资料来源：美国经济分析局，华金证券研究所

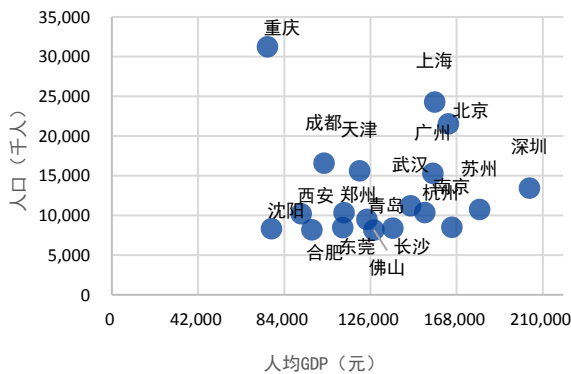


资料来源：美国经济分析局，华金证券研究所

2.1.2 消费主场：低线城市迸发珠宝消费活力

低线城市珠宝需求正当时，人口基数奠定主场地位。按照美国珠宝市场的发展规律，我们发现，人均 GDP 方面，1) 我国大部分三四线城市人均 GDP 目前正处于 6 千至 1 万美元区间，并且还有大部分城市即将跨越 6 千美元（按人民币/美元汇率为 7 估算，下同）。由此认为，三四线城市正处于珠宝需求提升最迅速的阶段。2) 二线城市人均 GDP 集中在 1 万~2 万美元区间，处于美国珠宝市场增长的第二阶段，同样具备较为旺盛的珠宝需求。3) 一线/新一线城市人均 GDP 均已达到 1 万美元以上，约半数城市已突破 2 万美元。4) 五线城市较集中位于 3 千~9 千美元。人口规模方面，三四线城市个数多，人口基数庞大，常住人口规模占我国总人口的一半以上。港资品牌近年来也开始加快下沉渠道布局抢占低线城市，可以看到我国三四线城市珠宝需求提振正当时，庞大的人口基数有望推动国内珠宝消费持续增长。

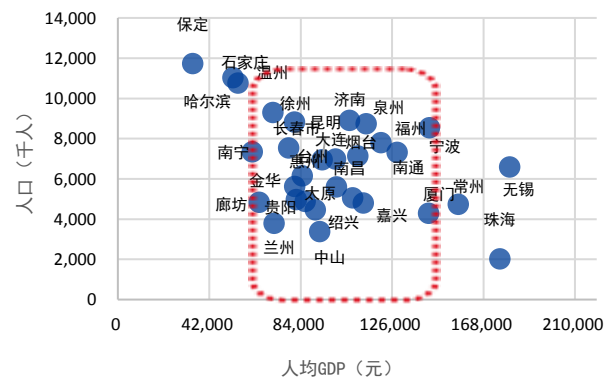
图 36：一线/新一线城市人均 GDP 均达 1 万美元以上



资料来源：各城市统计局，华金证券研究所

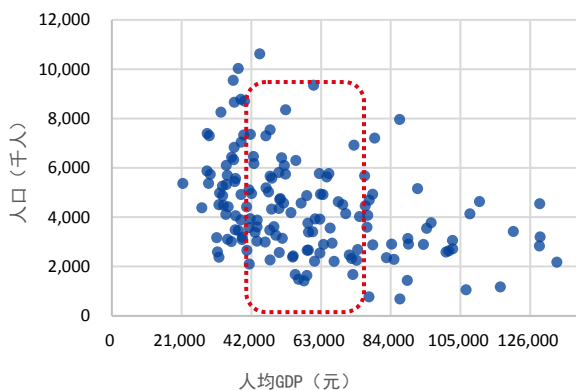
图 38：三四线城市人均 GDP 位于 6 千~1 万美元

图 37：二线城市人均 GDP 集中处于 1~2 万美元



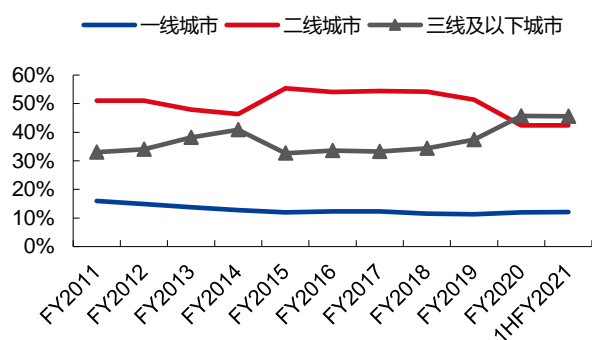
资料来源：各城市统计局，华金证券研究所

图 39：五线城市人均 GDP 集中位于 3~9 千美元

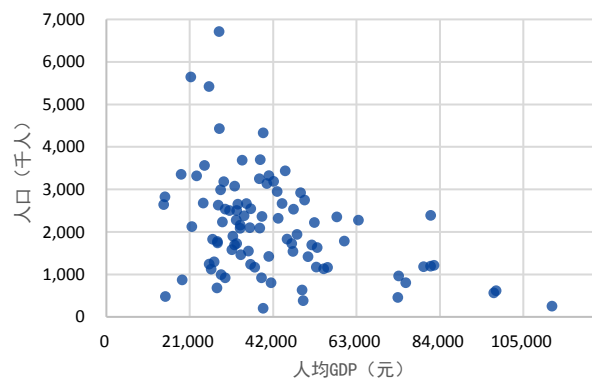


资料来源：各城市统计局，华金证券研究所

图 40：周大福各级别城市门店数量占比

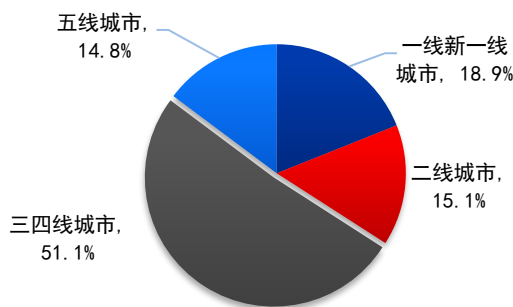


资料来源：公司公告，华金证券研究所



资料来源：各城市统计局，华金证券研究所

图 41：各级别城市常住人口占比

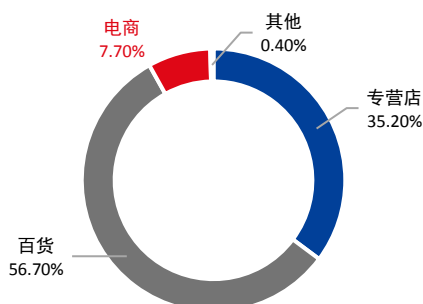


资料来源：各城市统计局，华金证券研究所

2.1.3 消费渠道：线下为主，日常佩戴需求构筑线上增量空间

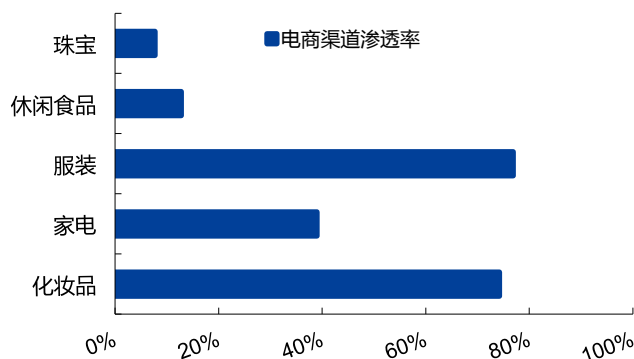
珠宝销售以线下为主，电商渠道渗透率低。由于珠宝应用最广泛的婚庆场景中，消费者注重体验感和仪式感，偏好到店消费，因此线下百货商场和品牌专营店仍为珠宝重要的销售渠道。我国珠宝电商销售规模从 2013 年 157 亿元增长至 2019 年 578 亿元，年均复合增速达到 24%。但电商渠道渗透率仍处于较低水平，2019 年仅为 7.7%。去年疫情加速居民消费习惯向线上转移，珠宝电商渠道渗透率虽有所提升，但同其它可选消费品相比，其电商渗透率仍处于较低水平。

图 42：2019 年我国珠宝销售渠道分布



资料来源：华经产业研究院，华金证券研究所

图 43：典型可选消费品类电商渠道渗透率

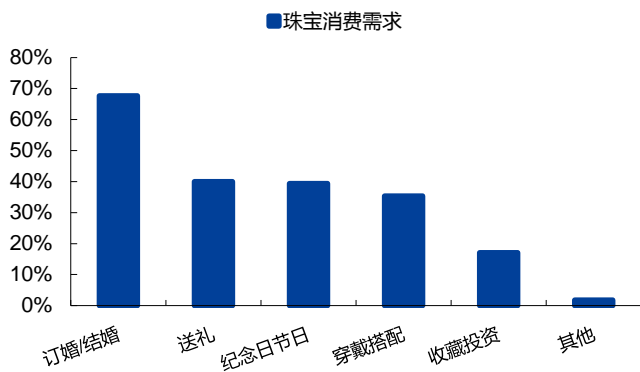


资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

婚庆市场是主力需求，日常佩戴推动珠宝线上发展。目前，订婚/结婚场景仍是珠宝消费的主力需求，但随着消费者对品质生活的追求，珠宝的需求场景逐渐日常化，各大主流品牌也都在

针对此类需求孵化定位日常佩戴的子品牌，推出富有设计感、时尚感的轻巧首饰。如周生生推出“致力于用原创设计重新定义日常佩戴珠宝”的子品牌 EMPHASIS，周大生旗下的社交珠宝品牌 Design Circles（设界）。根据香港贸易发展局发表的《中国城市消费者调查：珠宝购买模式及香港优势》报告，有 59%/46%/43% 的消费者购买珠宝是源于“紧贴潮流与搭配服饰”、“令自己开怀和开心”、“凸显自己的品味”需求，另外有 47% 的受访者表示佩戴珠宝的场合为日常上班工作。日常佩戴需求相较婚庆场景更为高频，货单价低，更契合线上消费。因此，此类需求涌现有望促进珠宝线上渠道的发展，进而扩大珠宝市场整体规模。

图 44：珠宝消费需求



资料来源：华经产业研究院，华金证券研究所

图 45：周生生日常佩戴珠宝品牌——EMPHASIS



资料来源：EMPHASIS 公司官网，华金证券研究所

图 46：周大生社交珠宝品牌——DesignCircles



资料来源：designcircles 天猫旗舰店，华金证券研究所

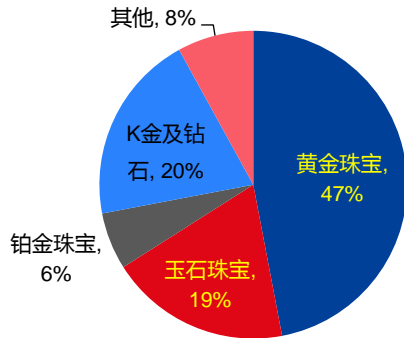
2.1.4 消费品类：黄金主导，消费主体年轻化推动钻石珠宝崛起

双重属性奠定黄金珠宝在我国的主导地位。根据贝恩数据，不同于国际珠宝市场钻石和黄金珠宝平分秋色，黄金珠宝在我国占据绝对主导地位，占比达到 47%，钻石珠宝不及 20%。根据中国黄金协会数据，黄金首饰消费一直是我国黄金消费的主要组成部分，黄金首饰消费量近年来占黄金总消费量 60% 以上。黄金首饰的主导地位源于它所具备的投资/消费双重属性。

投资属性方面，黄金首饰消费需求和居民对金价的预期密切相关。2004-2013 年值我国珠宝行业的“黄金十年”，居民对金价持乐观预期，黄金首饰消费需求随金价长期上涨一路飙升。2013 年 6 月，黄金价格大幅下跌，但因居民基于历史金价表现已形成金价未来走强的惯性预期，大幅抢购黄金，黄金首饰消费需求创历史最高。2014 年开始，随金价下跌已成定局后，黄金首饰消费需求开始下降。可以发现，居民只有在对金价有确定预期后才转变消费需求，使得黄金首饰

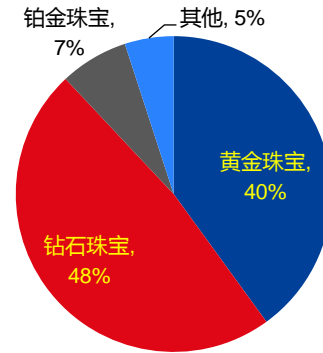
消费需求滞后于金价变化。消费属性方面，特色一口价产品丰富黄金首饰内涵。早年黄金首饰由于自古以来具备的美好寓意，集中体现在婚庆、庆生贺寿等刚性低频消费场景，各珠宝品牌黄金首饰款式无显著差异，消费者更多注重产品的品质。随着近年来 3D 硬金 IP 联名产品、5G 黄金产品等一口价黄金产品的推出，黄金首饰设计感更强，应用场景更广泛，更适合日常佩戴，使得黄金的消费属性不断凸显。

图 47：我国珠宝市场各产品结构



资料来源：贝恩，华金证券研究所

图 48：国际珠宝市场各产品结构



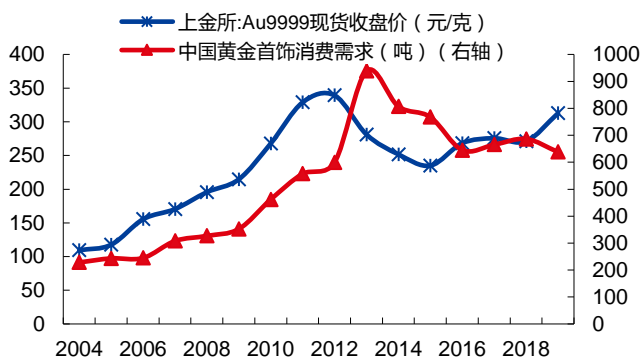
资料来源：贝恩，华金证券研究所

表 4：黄金及黄金首饰历年消费量（2010-2020Q1-Q3）

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1-Q3
黄金消费量（吨）	531	761	832	1176	886	986	975	1089	1151	1003	548
同比增速		43.2%	9.3%	41.3%	-24.7%	11.3%	-1.1%	11.6%	5.7%	-12.9%	-28.7%
黄金首饰消费量（吨）	357	457	503	717	667	722	630	697	736	676	343
同比增速		27.9%	10.1%	42.5%	-6.9%	8.2%	-12.6%	10.6%	5.6%	-8.2%	-34.4%
黄金首饰消费占比	67.2%	60.0%	60.4%	60.9%	75.3%	73.2%	64.6%	64.0%	63.9%	67.4%	62.6%

资料来源：中国黄金协会，华金证券研究所

图 49：我国黄金首饰消费需求及金价变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 50：周生生王者荣耀系列一口价黄金产品

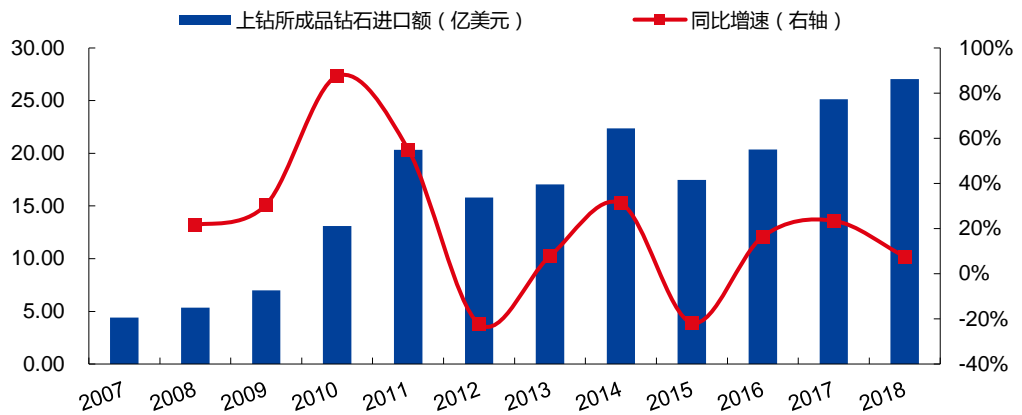


资料来源：周生生天猫旗舰店，华金证券研究所

目前我国是亚洲第一位钻石消费国，是仅次于美国的全球第二大钻石消费市场。2018 年，上钻所成品钻石进口额创历史新高，达到 27.06 亿美元，2009-2018 实现 16% 的年均复合增速，快于同期整体珠宝市场规模增速。同时，钻石进口额的快速增长来源于成品钻石进口总重量的增

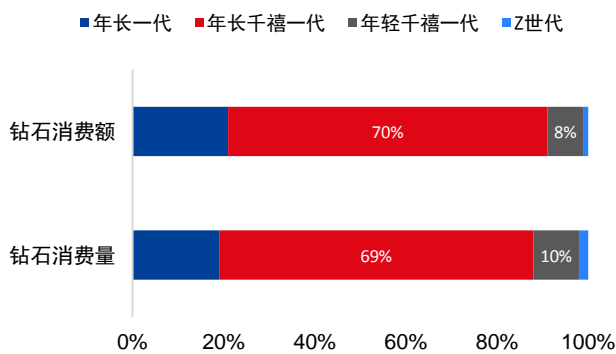
长，可以看到我国对钻石需求不断提高。根据戴比尔斯统计，80 后一代贡献了我国 70%的钻石消费额，90 后和 00 后年轻消费群体目前钻石消费额占比较低，但是已经表现出对天然钻石的偏好。

图 51：上海钻石交易所成品钻石进口额及同比增速



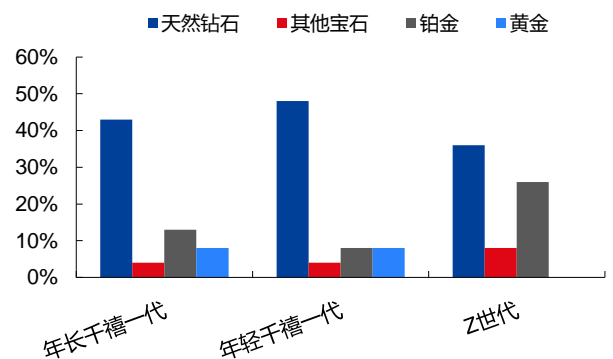
资料来源：上海钻石交易所，华金证券研究所

图 52：年长千禧一代贡献我国约 70%的钻石消费额



资料来源：《THE DIAMOND INSIGHT REPORT2018》，华金证券研究所

图 53：中国千禧一代和 Z 世代最渴望得到的珠宝礼物是天然钻石



资料来源：《THE DIAMOND INSIGHT REPORT2018》，华金证券研究所

年轻消费群体崛起支撑未来钻石珠宝增长。钻石在我国婚嫁场景的渗透率呈逐年上升趋势，但和美国、日本相比仍有差距。根据 16~30 岁用户比例超过 80%的新浪微博统计，钻石品类在微博婚礼珠宝话题中提及量和互动率均为首位，是最受欢迎的婚礼珠宝品类。虽然我国结婚登记人口数量近年来呈下降趋势，但随着未来偏好钻石珠宝的 90 后和 00 后群体步入婚姻阶段，我们认为结婚人数的下滑不会影响钻石珠宝在婚庆场景的需求总量。

图 54：婚礼珠宝高互动率博文特点

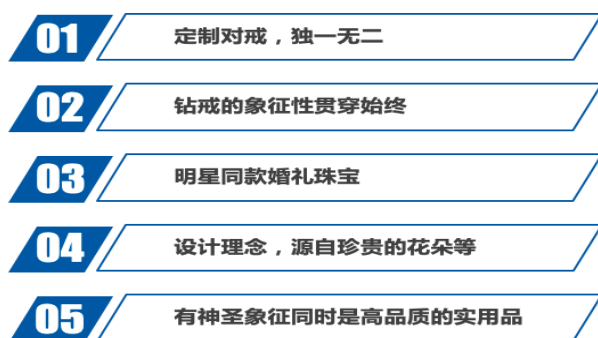
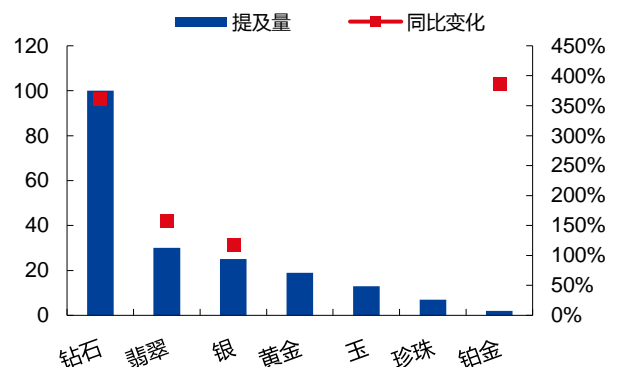
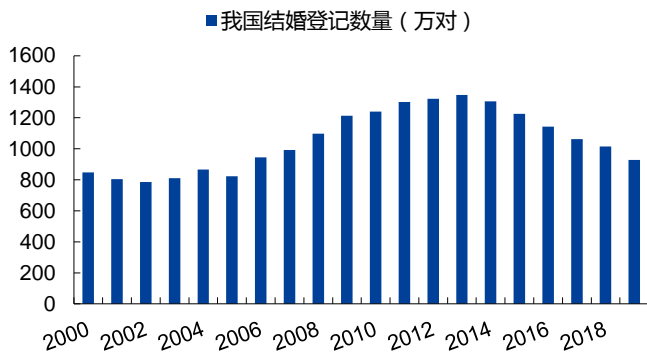


图 55：各品类婚礼珠宝提及量及同比变化



资料来源：2019 微博婚嫁行业报告，华金证券研究所

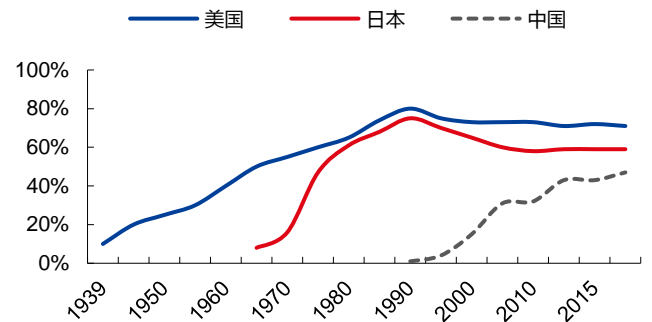
图 56：我国结婚登记数量



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

资料来源：2019 微博婚嫁行业报告，华金证券研究所

图 57：钻石在婚嫁场景渗透率

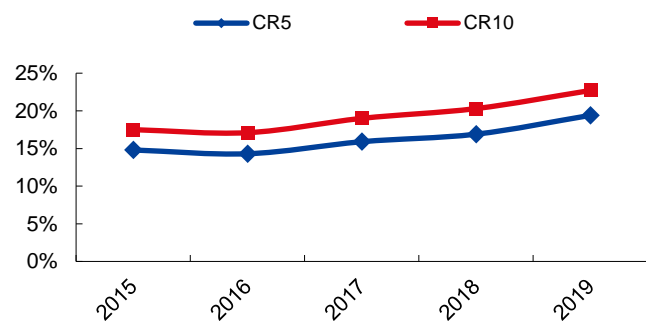


资料来源：《THE DIAMOND INSIGHT REPORT2018》，华金证券研究所

2.2 品牌端：竞争格局分散，大众优质品牌市占率有望提升

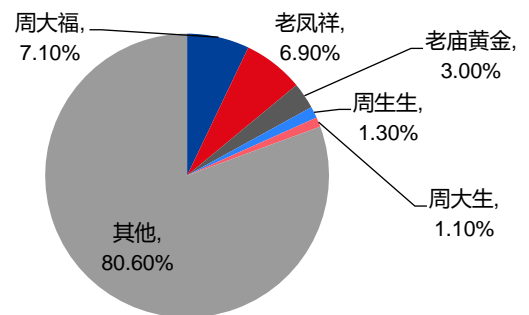
目前，我国珠宝市场主要有国际品牌、港资品牌、内地品牌和区域品牌四类参与者。集中度方面，从 2016 年起，我国珠宝市场集中度一直处于上升状态，但仍处于较低水平，2019 年前五大品牌市占率 (CR5) 不足 20%。行业内竞争激烈，港资品牌周大福市占率约 7%，暂时领先。周大生市占率为 1.1%，位居第五位。

图 58：我国珠宝市场集中度情况



资料来源：华经产业研究院，华金证券研究所

图 59：各珠宝品牌市占率 (2019)



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

表 5：我国珠宝行业竞争格局

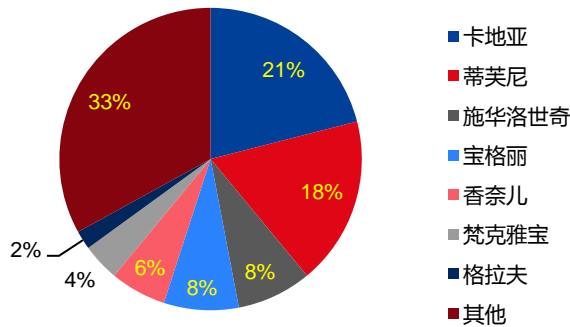
品牌分类	代表品牌	市场定位	特点
国际品牌	卡地亚，宝格丽，蒂芙尼	高端市场	定位于奢侈品珠宝市场，具有丰富的品牌内涵。是钻石珠宝类品牌的引领者，具有较高的品牌溢价。目前主力覆盖一二线发达城市，渠道数量有限
港资品牌	周大福，周生生，六福珠宝	中高端市场	定位中高端市场，品牌历史悠久，产品以国人喜爱的黄金首饰为主，近年来加快渠道下沉。
内地品牌	老凤祥，周大生	中高端市场	定位于中高端市场，核心优势是依靠快速的加盟或经销体系在一线到四线广大城市全国布局。

区域性品牌 萃华珠宝, 爱迪尔, 北京菜百 特定区域性市场 在特定区域具备一定的渠道优势和资源壁垒。

资料来源: 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

国际品牌定位高端市场, 市场份额低但高度集中。国际知名品牌如卡地亚, 蒂芙尼等占据我国高端珠宝市场, 主要面向一线和二线发达城市, 全国门店不超过 50 家, 以钻石镶嵌首饰为核心品类, 设计和产品质量是其核心优势。高端珠宝市场约占 3% 的市场份额, 行业内高度集中, 前五大品牌市占率超过 60%。高端珠宝品牌因渠道布局和受众群体限制, 市场份额提升有限。

图 60: 我国高端珠宝市场高度集中



资料来源: 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

图 61: 高端品牌——卡地亚产品

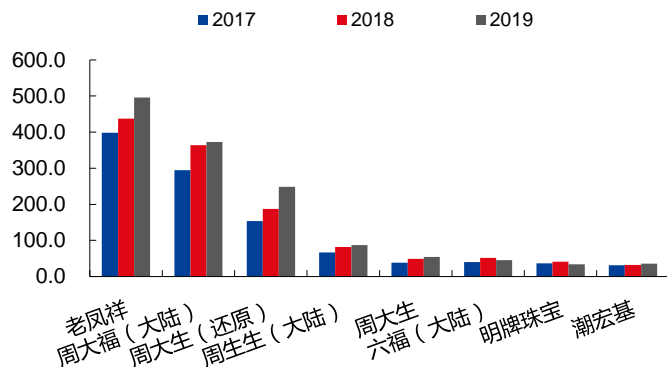


资料来源: 卡地亚公司官网, 华金证券研究所

港资/内地品牌定位中高端市场, 竞争激烈。港资品牌如周大福、周生生、六福珠宝和内地品牌如老凤祥、周大生等占据竞争较为激烈的中高端大众珠宝市场, 多数以“加盟/经销+自营”销售模式进行渠道扩张和下沉, 产品品类丰富, 性价比高, 多数以国人喜爱的黄金首饰为核心品类。由于品牌授权模式缩减了公司实际规模, 我们将周大生的品牌使用费收入还原为批发销售收入后, 公司营收规模位居中高端珠宝市场前三名, 且营收增速近三年较为领先。

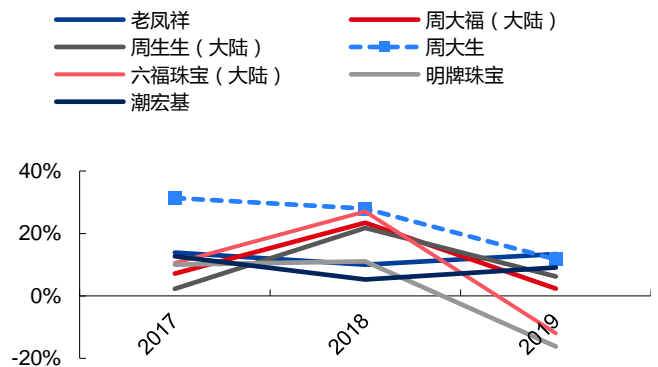
后疫情时代优质大众珠宝品牌市占率将会进一步提升。疫情影响中小珠宝品牌经营, 中小品牌生存能力受到挑战。随着疫情加速行业资源出清和整合, 产品设计契合消费者需求、品牌力强、渠道布局完善的优质大众珠宝品牌市占率将进一步提高, 行业向头部品牌进一步集中。

图 62: 各珠宝品牌营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

图 63: 各珠宝品牌营收增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

3、核心优势：全渠道布局，线下线上齐头并进

3.1 线下拓店：三四线城市先发优势显著，加盟渠道扩张快

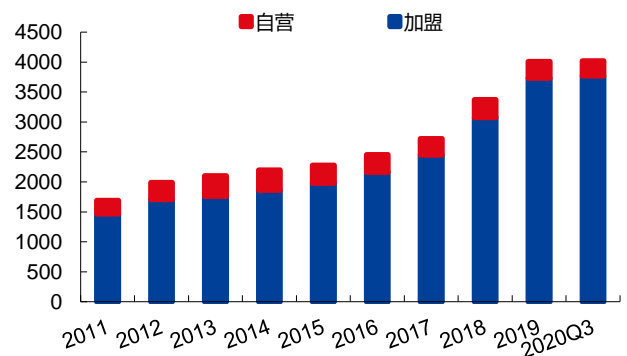
公司门店覆盖全国，终端渠道下沉领先。公司已建立起以一二线城市为骨干、三四线城市为网络的覆盖面广且深的“自营+加盟”全国营销网络，门店覆盖全国32个省级行政区。并且，公司依托轻资产运营以加盟模式快速建设下沉渠道，截至2020年三季度末，公司门店达4020家，其中3768家为加盟店，占比93.7%。2020年前三季度，加盟业务贡献59.6%的营业收入。相比于近几年开始陆续布局我国下沉渠道的港资品牌周大福、六福珠宝，公司布局较早，三四线及以下城市门店占比约80%，先发优势使得公司已在低线城市占据位置更好的商铺街区并树立了全国性珠宝品牌形象，成功形成竞争壁垒。我们认为公司之所以能够依靠加盟商快速进行渠道布局，是因为加盟商创收能力强，且公司让利幅度大使得加盟商盈利水平高，以及公司对加盟商的标准化闭环管理夯实了后续扩张的基础。

图 64：公司全国门店分布



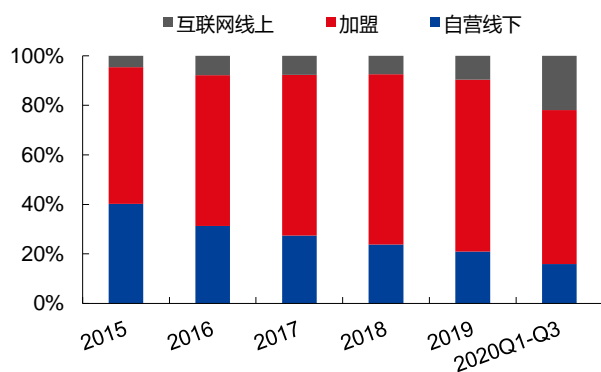
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 65：公司终端门店数量（家）



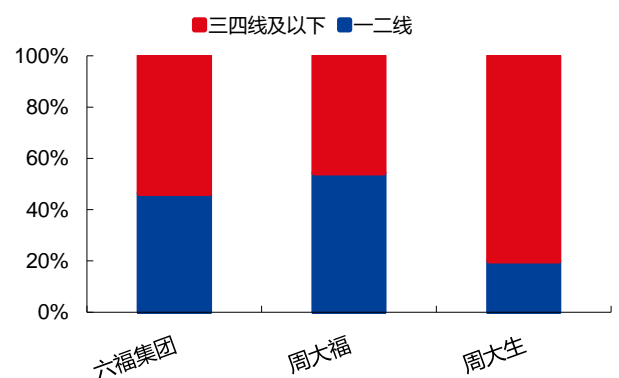
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 66：珠宝首饰收入——分渠道



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 67：各品牌门店数量——分城市



资料来源：公司公告，华金证券研究所

3.1.1 加盟商创收能力强，单店销售额逐年提升

加盟商创收能力不断提升。加盟合作方面，公司向加盟商收取的管理服务费，分为按年收取的特许经营费（3~5 万/年）和按月收取的为加盟店提供品牌宏观管理服务支持的加盟管理费（2000~3000 元/月），费用根据加盟商所在城市有所差异。加盟商销售收入方面，我们通过公司

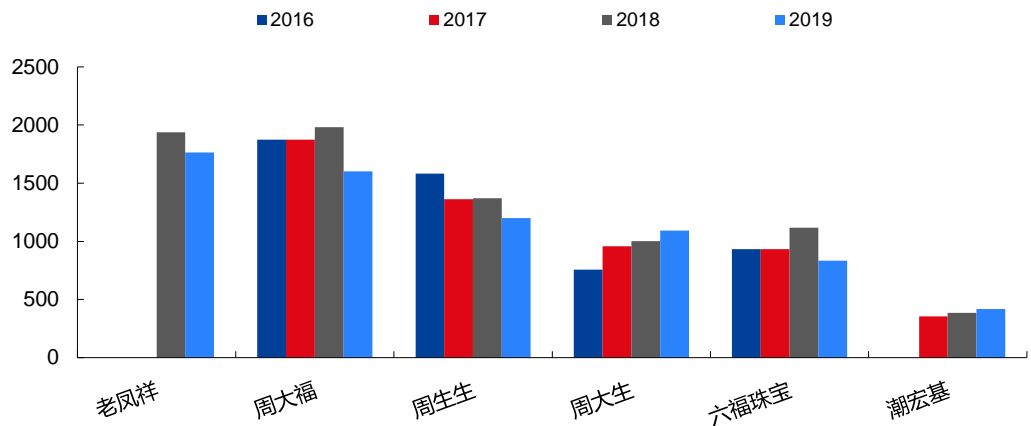
对加盟业务单店形成的主营业务收入数据估算加盟商单店的销售额，2019年，估算周大生的加盟商单店创收接近1100万元，创收能力虽和老凤祥、周大福自营店还有一定差距，但加盟商单店销售额呈逐年上升趋势，已接近港资品牌周生生，超过六福珠宝。加盟商与周大生合作，年销售额较为可观，带来较强的加盟意愿。

表 6：公司加盟商收费情况

地区	特许经营费	加盟管理费	品牌使用费
一类地区（北京、天津、上海、广州、深圳）	5万/年	3000元/月	素金首饰：3-5元/克 其他配套产品（彩宝类、金镶玉、翡翠等）：当期市场成本8.8%-15.6%
二类地区（重庆、省会城市、计划单列市）	5万/年	3000元/月	
三类地区（地级市、百强县、百强镇）	4万/年	2500元/月	
四类地区（前述地区外）	3万/年	2000元/月	

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 68：周大生加盟单店平均销售额（估算）和其它品牌自营单店平均销售额（万元）



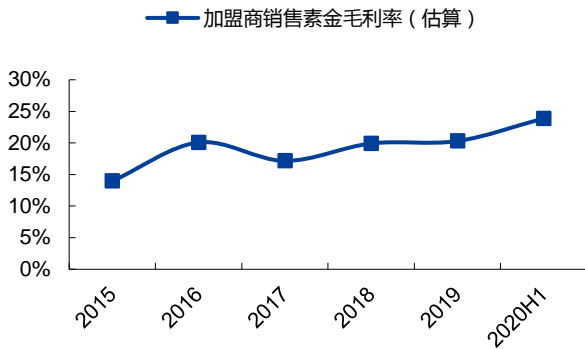
资料来源：公司公告，华金证券研究所（港币按报告期平均汇率折算为人民币）

3.1.2 加盟商盈利水平高，提升开店积极性

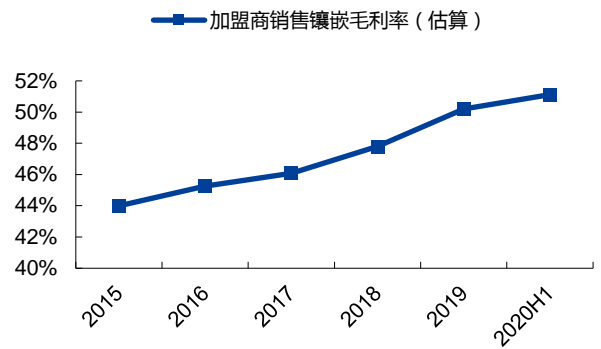
加盟商盈利水平逐年提高。对于素金首饰，供货通过指定供应商完成，指定供应商和加盟商自行结算货款，2019年底公司对全部黄金产品按克重收取3~5元/克的品牌使用费，品牌使用费占加盟商采购素金首饰的成本较小，因此预计加盟商素金首饰毛利率接近公司自营素金首饰毛利率，约20%。2019年末开始，公司对一口价黄金产品调整为按标价3%~5%收取品牌使用费，收费标准虽有所提高，但仍低于其他黄金珠宝品牌。对于镶嵌首饰，由公司自行以批发价格向加盟商供货，公司和加盟商结算商品价款，并确认主营收入和成本。同款同价假设下，我们估算加盟商销售镶嵌首饰的毛利率逐年提升，2019年超过50%。相比于其他珠宝品牌，周大生让利加盟商幅度更大，使得加盟商在创收能力不断提升的同时具备高盈利水平，激发加盟商开店积极性。预计在抢占市场过程中公司会继续维持加盟商的盈利水平，携手加盟商共同发展。

图 69：公司加盟商销售素金毛利率（用自营素金估算）

图 70：公司加盟商销售镶嵌首饰毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

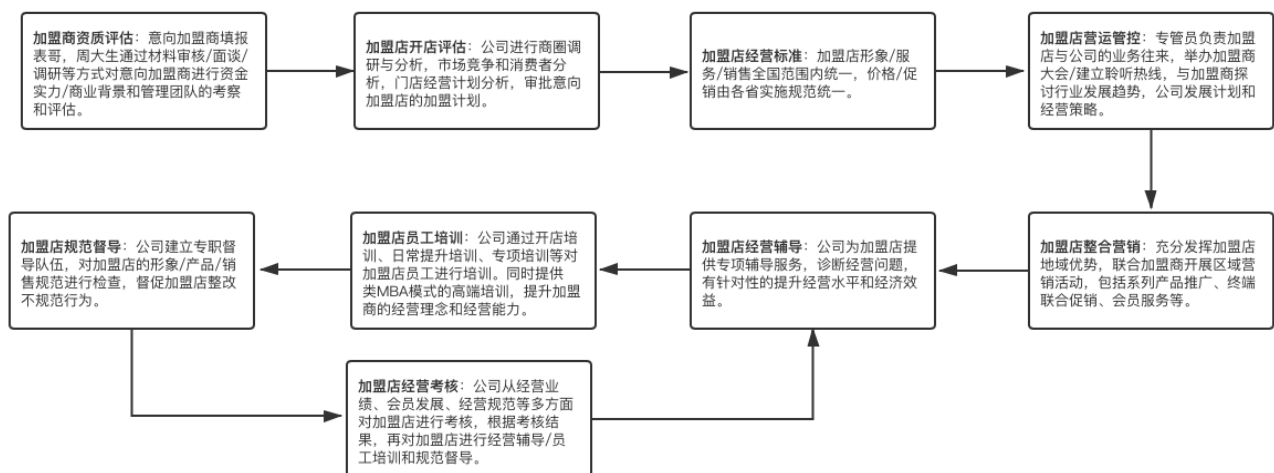


资料来源：公司公告，华金证券研究所

3.1.3 标准化闭环管理，夯实后续扩张基础

加盟店标准化闭环管理，为后续渠道扩张奠定扎实基础。周大生在快速展店的同时，经过多年在行业内的深耕细作，建立了一套加盟商的标准化管理体系。前期评估时期，公司对意向加盟商、周边商圈和消费者进行评估，考察意向加盟商的资金实力、商业团队、管理团队等基本信息，周边商圈的竞争情况以及附近消费者的购买能力，作出是否同意加盟商开店决策。中期经营指导时期，公司从形象、产品、销售、服务、价格和促销等方面建立标准规范，实现全国范围内加盟店标准统一。实行专管员负责制，为加盟店提供专项经营辅导服务。此外，公司建立系统化的培训体系，组织加盟店员工参与各项培训，全面提升店面员工的专业素质和销售能力。后期监督考核时期，公司建立专职督导队伍，对全国加盟店进行检查，确保所有加盟店在形象/产品/销售规范方面符合公司统一标准，并从多方面对加盟店进行业绩考核，再根据考核结果有针对性进行经营辅导和员工培训。**加盟商店的标准化闭环管理，在推动公司建立专业性、高品质的品牌形象同时，有利于实现后续门店的快速复制和渠道运营效率的提升，夯实渠道扩张基础。**

图 71：公司加盟店标准化管理体系



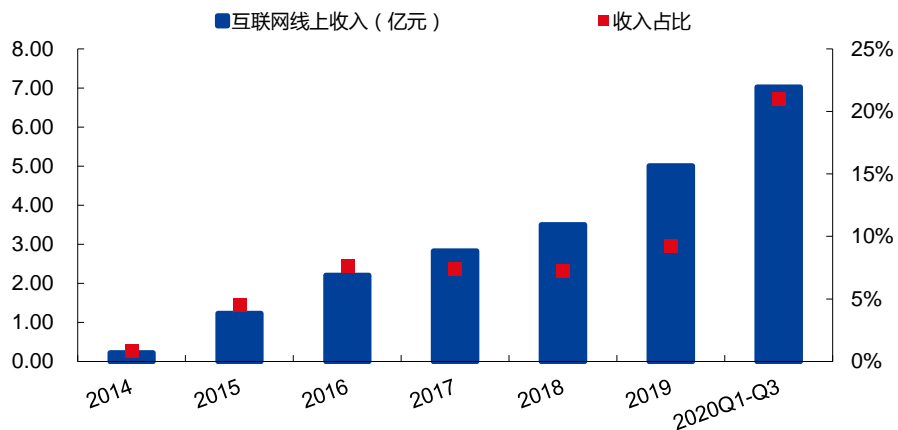
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

3.2 线上运营：瞄准日常佩戴需求，差异化产品布局

线上布局行业领先，电商自营表现亮眼。公司于 2013 年组建电商销售团队，2014 年正式成立创新经营中心负责线上销售，并于 2018 年成立互联天下信息科技有限公司独立运营电商业务，电

商布局领先行业且组织架构完善。目前电商团队超过 100 人，前中后台职责分明，前台人员主要负责电商平台的销售业务，中台为产品研发、品牌营销、客户服务和视觉传达。后台为文化、数据、风控团队。公司电商收入快速增长，2014-2019 年期间 CAGR 为 86.8%，2019 年，电商收入为 5.01 亿元，占比 9.2%；2020 年前三季度公司电商收入实现 7.02 亿元，逆势上涨 104.33%，营收占比大幅提升至 21%，展现了疫情下公司线上布局的快速反应能力。公司线上销售主要集中在天猫旗舰店渠道，占比约 90%，近年来周大生稳居天猫双十一珠宝销售排行榜的前三名。

图 72：公司互联网线上收入及收入占比



资料来源：招股说明书，公司公告，华金证券研究所

表 7：天猫双十一珠宝销售类目排名

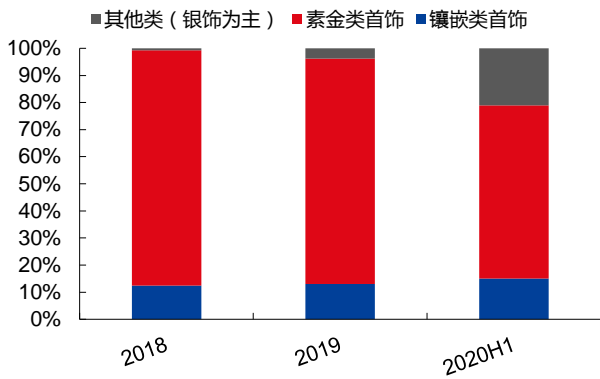
排名	2020	2019	2018	2017
1	周大福	周大福	周大福	周大福
2	周生生	周生生	周生生	周大生
3	周大生	周大生	周大生	周生生
4	施华洛世奇	施华洛世奇	潮宏基	潮宏基
5	潮宏基	潘多拉	六福珠宝	中国黄金

资料来源：亿邦动力网，华金证券研究所

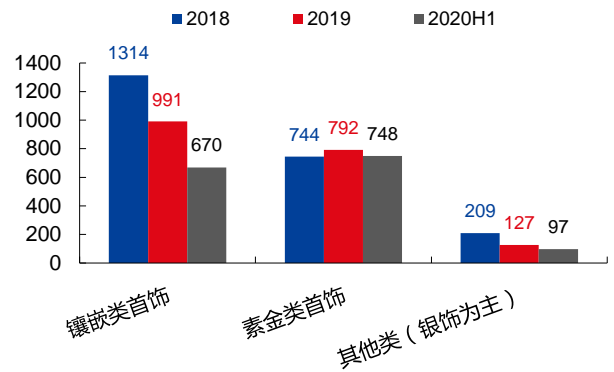
线上线下产品差异化布局，线上素金/银饰品迎合日常需求。公司分别于 2011 年 2 月和 2019 年 9 月在天猫开设周大生旗舰店和周大生饰品旗舰店，不同于公司以钻石珠宝为核心产品的产品策略，周大生旗舰店以低单价的素金产品为主，周大生饰品旗舰店仅销售快时尚银饰品。2020 年上半年公司线上销售收入为 3.87 亿元，其中素金类首饰和银饰品分别为 2.47 亿元/8153 万元，合计占比 85%。线上累计销售产品数量 125.54 万件，包含 33 万件素金类首饰和 83.88 万件银饰品，合计占比 93.1%，可以看到线上钻石镶嵌首饰销售占比较低。产品均价方面，线上素金产品均价不超过千元，快时尚银饰品均价呈下降趋势，而公司线下渠道的镶嵌类产品客单价主要在 5000-5500 元，素金类产品约 2000-2200 元，且不销售低单价的银饰品，产品区隔明显。和公司线下销售相比，线上渠道产品单价更低，很好的迎合线上年轻消费群体和日常佩戴需求。

图 73：周大生线上收入_分品类

图 74：周大生线上产品销售均价_分品类



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

提前入场直播带货赛道, 深度合作头部主播。由于传统电商平台面临珠宝佩戴体验缺失的问题, 公司积极探索直播带货新模式, 早在 2016 年, 公司就邀请明星柳岩在淘宝直播频道开启首场直播销售, 在线观众人数达 16 万以上, 成为较早进入淘宝直播的珠宝品牌。2017-2018 年期间, 公司开始进行店铺自播, 2019 年开始, 周大生开始全面深耕直播带货, 一方面不断与超头部主播合作, 打造直播爆款, 如与“全球好物推荐官”薇娅合作的小饭勺银饰镶嵌套链累计卖出 19 万件。另一方面, 公司把自播能力作为企业未来必备的技能, 不断深挖, 已组建了一支成熟优秀的主播和直播运营团队。2020 年公司直播带货刷新珠宝直播多项纪录, 并在 618 期间斩获天猫珠宝饰品类目店铺直播成交的第一名。直播电商在为公司线上打开增量空间的同时, 能够助力品牌知名度和影响力的不断提升。

图 75: 公司直播记录及直播产品

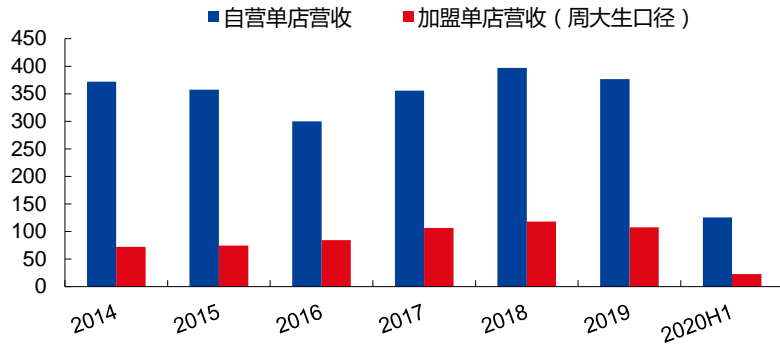


资料来源: 周大生新浪微博, 周大生微信公众号, 华金证券研究所

3.3 单店效率: 品牌力提升+优化消费者购物体验, 推动单店效率

公司单店效率仍有提升空间。相比于其它珠宝品牌, 公司自营单店营业收入较低, 2019 年为 376 万元, 不及老凤祥 1763 万元和周大福 1432 万元, 自营单店效率仍有提升空间。加盟单店收入 (周大生口径) 呈上升趋势, 2019 年实现 108 万元。长期来看, 随线下渠道的持续布局, 单店效率提升是公司稳定增长的动力之一。随着公司不断加强品牌建设, 优化终端消费者购物体验, 公司单店效率有望得到进一步提升。

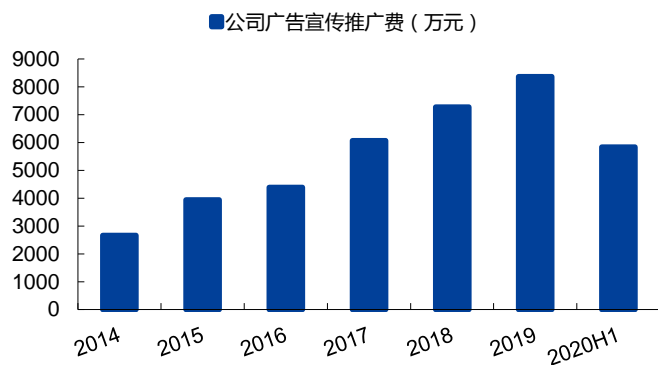
图 76: 公司单店营收 (万元)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华金证券研究所

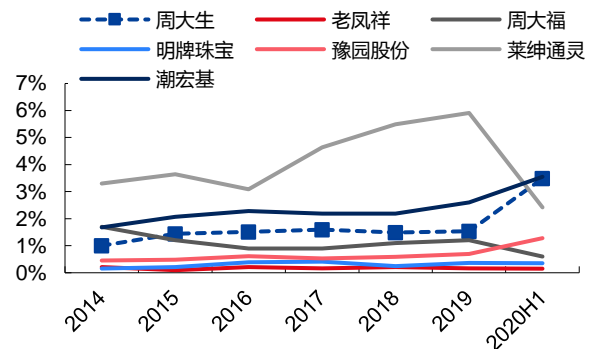
广告宣传投入逐年上升, 不断加强品牌建设。不同于周大福、老凤祥等集设计、生产和销售为一体的珠宝首饰企业, 周大生专注于调集资源重点部署专业职能, 持续加强品牌建设, 强化差异化优势。在广告投放方面, 公司主要负责在全国性媒体、影视植入等投放广告, 提高品牌知名度, 同时辅以组织加盟商针对区域消费特性因地制宜的进行区域性广告投放, 实行全国、省、市、店面的四级广告联动。公司广告宣传推广费用逐年上升, 近五年 CAGR 为 26%, 2019 年达 8366 万元。但源于业绩增长较快, 近五年广告宣传费用占营收比例稳定在 1.5% 左右, 2020 年上半年由于疫情下加大直播电商投入, 广告宣传费用占比有所提升。

图 77: 周大生广告宣传推广费逐年上升



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 78: 各珠宝品牌广告宣传费用占营业收入比例



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

全方位营销打造品牌知名度, 品牌价值持续提升。1) 品牌代言方面, 公司实行双代言人制度, 强化品牌识别度。2014 年携手深受年轻一代喜爱的 Angelababy (杨颖) 为公司品牌代言人, Angelababy 目前微博粉丝 1.03 亿 (2021 年 1 月 7 日), 引流效应显著。2019 年公司签约知名歌手王力宏担任公司形象大使和首席创意官, 并设计开发一系列王力宏联名产品。2) 品牌活动方面, 公司多次举办全国性珠宝首饰设计大赛, 包括中国珠宝首饰设计“周大生杯”大奖赛, 中国流行风商业珠宝设计大赛等, 并参加全国及国际性行业展会, 如深圳国际珠宝展、世界钻石大会等。公司在推动原创设计的同时, 持续加强在珠宝设计方面的引导力, 提升品牌影响力。3) 慈善活动方面, 公司为汶川地区捐建抗震学校, 并在疫情间迅速成立周大生天使公益基金帮扶湖北地区, 传达品牌温度。4) 新媒体营销方面, 公司重视新媒体数字化营销新业态, 较早开通微信公众号、微博官方账号、入驻小红书、抖音短视频等热门移动端应用, 与终端消费者进行零距离互动和交流, 增强客户粘性。

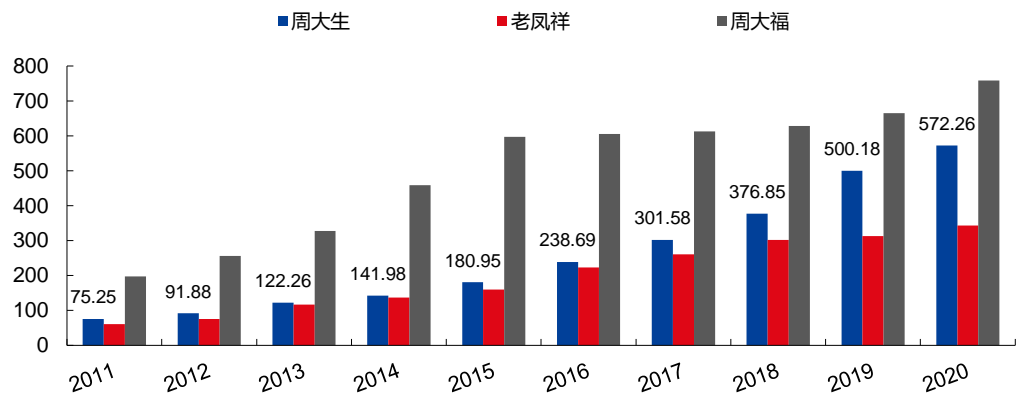
图 79：公司全方位品牌营销



资料来源：周大生新浪微博，华金证券研究所

经过公司多年的品牌建设，自 2011 年开始，公司连续九年蝉联世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”，企业品牌价值持续上升。2020 年公司品牌价值达到 572 亿元，近九年 CAGR 为 25.3%，高于周大福的 16.1% 和老凤祥的 21.2%。位于中国品牌第 103 位，居珠宝行业前两强，与第一名周大福的差距呈减少趋势。2019 年 4 月，公司获第四届中国珠宝品牌五大（年度网民投票活动）“消费者喜爱品牌”和“优秀售后服务品牌”；2020 年 5 月，公司入选“2020 中国品牌 500 强”。

图 80：公司品牌价值逐年提升



资料来源：世界品牌实验室，华金证券研究所

门店形象升级，优化产品包装，提升消费者购物体验。除全方位进行品牌营销外，公司还通过优化门店装修风格和产品包装不断提升终端消费者购物体验。2018 年公司推出周大生第六代门店形象，以金色系为主调，装修风格优雅，符合钻石珠宝的奢华气质。在新增门店面积上，近年来新增加盟及直营门店面积均有所增加，2019 年新增直营门店平均单店面积为 77.9 平方米，同比增长 5.58%，新增加盟门店平均单店面积为 111.3 平方米，同比增长 7.43%。我们认为门店装修和面积的升级能够更好的向消费者传达品牌形象，强化消费者对品牌的认知，提升线下购物体验。此外，公司包装物料金额及营收占比逐年上升，优化产品包装，如将 IP 主题融入产品包装设计中，为消费者提供更佳的购物体验。

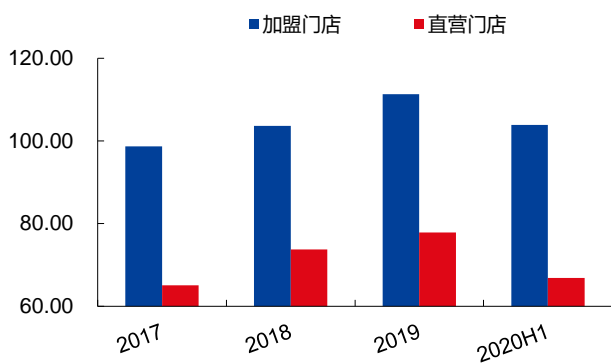
图 81：周大生第六代形象门店

图 82：周大生第六代形象门店



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 83：公司新增门店面积（平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 85：公司优化产品包装

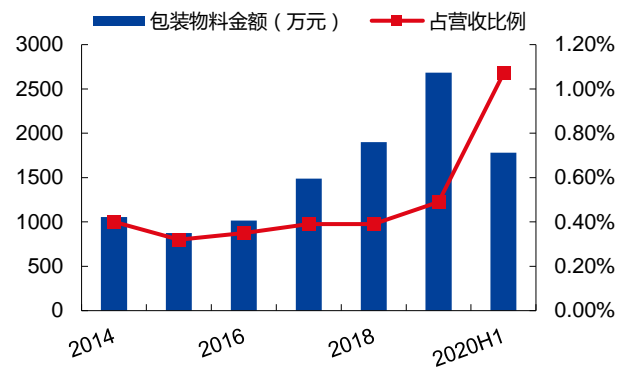


资料来源：周大生天猫旗舰店，华金证券研究所



资料来源：周大生微信公众号，华金证券研究所

图 84：公司包装物料金额及营收占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

周大生作为国内珠宝头部品牌，在国内消费升级大背景下，预计持续受益于我国三四线城市旺盛的珠宝需求、年轻消费群体崛起以及珠宝佩戴场景日益日常化。我们将公司业务按照渠道拆分为线下自营、互联网线上、加盟、供应链管理、小贷金融和其他业务。随着疫情态势趋于平稳，去年上半年被延迟的婚庆需求在下半年释放，节日众多叠加线上电商活动频繁，公司 2020

年收入有望实现正增长。预计公司未来三年营业收入分别增长 0.7%/30.1%/23.1%，净利润分别增长 4.9%/26.3%/21.7%。

线下自营：2020 年前三季度受疫情期间百货闭店影响，公司自营门店新开 7 家，关店 33 家，净减少 26 家至 252 家。预计未来公司在一二线城市的布局仅保留单店效率较高的自营门店，自营门店数量小幅提升，预计 2021/2022 分别净增门店 10/10 家。单店收入方面，考虑初期新店尚需培育和公司品牌力提升双重影响，预计 2021/2022 自营单店逐年增长 20%/5%。预计自营渠道 2021/2022 营收分别增长 24.8%/9.1%。

互联网线上：公司传统电商渠道和直播电商布局均领先行业，2020 年公司加大电商投入，前三季度线上收入较同期翻一番，占比超过 20%。在 2020 年高基数基础上，我们预计 2021/2022 线上营收分别增长 10%/20%。

加盟：2020 年前三季度加盟店净增 35 家至 3768 家，疫情影响下拓店速度有所放缓，预计未来两年公司会以经营效率更高的加盟店覆盖一二线城市和低线城市空白市场、强化品牌形象，2021/2022 加盟店分别净增 303/409 家至 4086/4495 家。预计加盟渠道 2021/2022 营收分别增长 38.1%/26.5%。

毛利率：近年来受益于公司产品结构优化、品牌力增强和黄金价格上升影响，毛利率持续提升，前三季度毛利率提升至 44.3%。不考虑未来金价影响，公司品牌力增强，一口价黄金产品占比提升，高盈利水平的品牌使用费收入增加，会助力毛利率继续提升。预计 2021/2022 毛利率较 2019 年提升至 38.0%/38.0%。

表 8：公司分渠道营业收入及预测

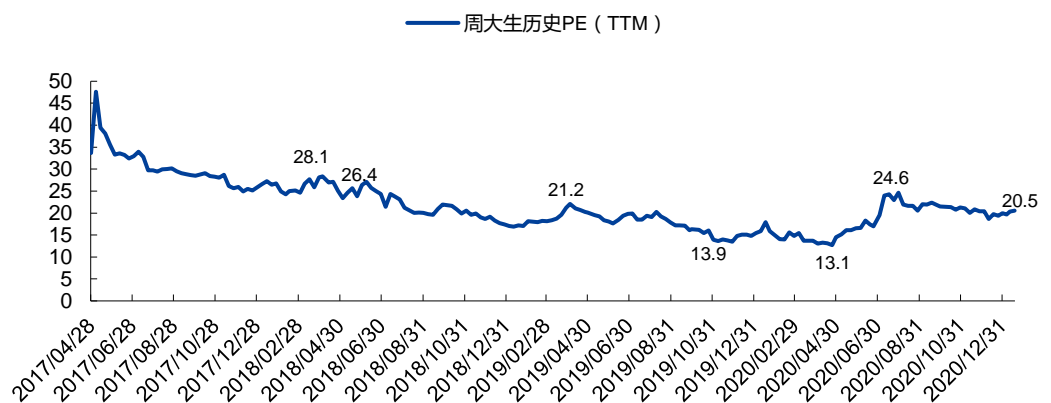
项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
线下自营						
店铺数量 (家)	276	302	278	248	258	268
数量变化	-18	26	-24	-30	10	10
YOY	-6.1%	9.4%	-7.9%	-10.8%	4.0%	3.9%
单店销售 (万元)	355.5	396.8	376.3	297.4	356.8	374.7
YOY	18.6%	11.6%	-5.2%	-21.0%	20.0%	5.0%
销售收入 (万元)	101664.2	112701.7	109516.0	73746.7	92064.4	100414.5
YOY	15.4%	10.9%	-2.8%	-32.7%	24.8%	9.1%
毛利率	29.8%	29.9%	33.7%	35.0%	34.0%	34.0%
加盟						
店铺数量 (家)	2448	3073	3733	3783	4086	4495
数量变化	286	625	660	50	303	409
YOY	13.2%	25.5%	21.5%	1.3%	8.0%	10.0%
单店销售 (万元)	106.2	118.1	107.6	90.9	116.2	133.6
YOY	25.8%	11.2%	-8.9%	-15.5%	27.8%	15.0%
销售收入 (万元)	240272.1	324692.1	362112.9	343747.5	474605.2	600429.1
YOY	39.9%	35.1%	11.5%	-5.1%	38.1%	26.5%
毛利率	32.4%	33.7%	34.4%	45.0%	36.0%	38.0%
互联网线上						
销售收入 (万元)	28284.6	34983.8	50102.5	110225.5	121248.1	145497.7

YOY	28.2%	23.7%	43.2%	120.0%	10.0%	20.0%
毛利率	22.1%	27.8%	27.5%	35.0%	35.0%	35.0%
业务占比	7.4%	7.2%	9.2%	20.1%	17.0%	16.6%
供应链业务						
销售收入 (万元)	586.4	4728.9	6253.9	5003.1	6504.1	8130.1
YOY	N/A	706.4%	32.3%	-20.0%	30.0%	25.0%
业务占比	0.2%	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
小贷金融						
销售收入 (万元)	0.0	498.3	2550.0	3162.0	4110.6	5549.3
YOY	N/A	N/A	411.7%	24.0%	30.0%	35.0%
业务占比	0.0%	0.1%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
其它业务						
销售收入 (万元)	9737.3	9389.6	13393.6	12054.2	14465.1	17358.1
YOY	17.9%	-3.6%	42.6%	-10.0%	20.0%	20.0%
业务占比	2.6%	1.9%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
合计						
销售总收入 (万元)	380544.5	486994.5	543928.9	547939.1	712997.5	877378.7
收入增速	31.1%	28.0%	11.7%	0.7%	30.1%	23.1%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

回顾公司近三年估值历史，目前周大生 PE 估值处于正常水平。公司近三年 PE(TTM) 位于 13 倍至 28 倍之间，平均约为 22 倍，目前 21 倍的 PE(TTM) 处于正常水平。按照本报告盈利预测，公司 PE(2021E) 预计约为 15 倍，高于行业平均 PE 13 倍，主要源于渠道内生外延及电商布局推升公司增速，周大生在行业内具有更快增长。目前周大生 PEG*(2021E) 约为 0.86 倍，对比同业可比公司，周大福 PEG*(2021E) 约为 3.79 倍，老凤祥 PEG*(2021E) 约为 1.11 倍，公司估值处于较低水平。我们看好珠宝行业未来发展以及公司优异的渠道拓展能力、线上运营能力和不断提升的品牌力，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

图 86：周大生历史 PE(TTM) 估值



资料来源：Wind, 2021/01/18, 华金证券研究所

表 9：周大生相对估值

	周大福	周生生	老凤祥	六福集团	可比公司平均	周大生
PE(2019A)	18.92	10.20	17.69	10.59	14.35	20.23
PE(2020E)	22.61	10.98	17.35	11.85	15.70	19.28

PE(2021E)	18.69	6.83	14.78	9.87	12.54	15.26
PEG(2021E)	3.79	-	1.11	-	2.45	0.86

资料来源: wind 及其一致预测, 2021/01/18, 华金证券研究所

注: 周大生预测部分采用本报告预测模型, 其他公司选用 Wind 一致预期。PEG(2021E)*由 PE(2021E)与 2018 年至 2021 年的净利润预计年复合增速计算。

5、风险提示

国内疫情反复影响线下消费。近期国内部分地区疫情有所反复, 农历春节将至, 若疫情扩散使得居民社区管理加强或居家隔离, 可能冲击线下客流, 影响公司线下门店经营。

行业竞争加剧, 产品竞争力不足。各大珠宝品牌均加强特色一口价黄金产品布局, 以及新兴小众珠宝品牌不断兴起, 可能会使得公司产品竞争力提升不及预期。

金价大幅波动影响。金价短期内大幅波动将影响公司自营黄金产品收入和一口价黄金产品的品牌使用费收入; 此外, 公司黄金产品原材料为黄金金料, 金价大幅波动会对公司盈利水平产生影响。

新店扩张速度低于预期。尽管公司在加盟渠道管理方面深耕细作多年, 但在持续扩张时期可能会受一二线城市门店选址和国内疫情反复影响, 导致公司拓店计划推进速度放缓。

单店培育不及预期。公司未来计划以加盟店形式加大一二线城市布局, 因港资品牌已抢先入驻一二线城市人气较高的核心商圈和街区, 公司单店初期培育或不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4428	4162	5080	6557	7294	营业收入	4870	5439	5479	7130	8774
现金	1086	1294	2135	1891	2765	营业成本	3214	3482	3205	4421	5440
应收票据及应收账款	98	95	105	95	151	营业税金及附加	46	56	55	71	88
预付账款	22	26	36	30	58	营业费用	519	587	674	770	948
存货	2589	2597	2389	4119	3889	管理费用	126	121	126	164	202
其他流动资产	633	150	414	422	431	研发费用	10	13	11	18	26
非流动资产	1459	1760	1781	2257	2439	财务费用	26	8	-14	-19	-24
长期投资	1	1	1	1	1	资产减值损失	41	-12	-10	10	10
固定资产	29	32	138	348	505	公允价值变动收益	-4	19	-68	20	10
无形资产	453	435	426	418	408	投资净收益	24	1	1	1	1
其他非流动资产	28	789	813	837	862	营业利润	1026	1257	1365	1716	2095
资产总计	5887	5922	6861	8813	9733	营业外收入	33	35	22	36	37
流动负债	1904	1153	1284	2316	2115	营业外支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
短期借款	600	0	0	0	0	利润总额	1059	1292	1387	1752	2132
应付票据及应付账款	637	359	575	1181	923	所得税	253	301	347	438	533
其他流动负债	190	212	218	225	232	税后利润	806	991	1040	1314	1599
非流动负债	15	26	27	28	29	少数股东损益	-0	-0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	806	991	1040	1314	1599
其他非流动负债	15	26	27	28	29	EBITDA	958	1233	1396	1795	2224
负债合计	1919	1179	1311	2344	2144						
少数股东权益	27	33	33	33	33	主要财务比率					
股本	485	731	731	731	731	会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	1822	1650	1650	1650	1650	成长能力					
留存收益	1737	2408	3136	4056	5175	营业收入(%)	28.0	11.7	0.7	30.1	23.1
归属母公司股东权益	3941	4710	5517	6437	7556	营业利润(%)	30.7	22.5	8.5	25.8	22.1
负债和股东权益	5887	5922	6861	8813	9733	归属于母公司净利润(%)	36.2	23.0	4.9	26.3	21.7
						获利能力					
						毛利率(%)	34.0	36.0	41.5	38.0	38.0
						净利率(%)	16.6	18.2	19.0	18.4	18.2
						ROE(%)	20.5	21.0	18.9	20.4	21.2
						ROIC(%)	42.6	37.9	43.5	53.0	44.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.6	19.9	19.1	26.6	22.0
						流动比率	2.3	3.6	4.0	2.8	3.4
						速动比率	1.0	1.4	2.1	1.1	1.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
						应收账款周转率	46.4	56.7	55.4	72.0	72.0
						应付账款周转率	8.0	11.3	12.3	8.3	8.5
						估值比率					
						P/E	24.9	20.2	19.3	15.3	12.5
						P/B	5.1	4.3	3.6	3.1	2.7
						EV/EBITDA	12.5	9.4	12.1	9.5	7.3

现金流量表(百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	367	798	1113	712	1638
净利润	806	991	1040	1314	1599
折旧摊销	37	44	45	98	152
财务费用	26	8	-14	-19	-24
投资损失	-24	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-696	-537	112	-700	-98
其他经营现金流	218	293	-68	20	10
投资活动现金流	-865	313	-52	-581	-308
筹资活动现金流	394	-903	-220	-375	-456
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.36	1.42	1.80	2.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.09	1.52	0.97	2.24
每股净资产(最新摊薄)	5.39	6.45	7.55	8.81	10.34

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn