

周大生(002867)

深度报告

行业公司研究—零售行业—

证券研究报告

永远年轻，永远拥抱变化

——周大生深度报告

✍️：陈腾曦 执业证书编号：S1230520080010
☎️：刘雪瑞
✉️：chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

我们认为，周大生凭借极强的进取心，最有潜质实现弯道超车、成为行业新龙头！

投资要点

- **周大生为最有进取心和革新意识的珠宝企业：**公司土生土长从零做起，最为了解中国市场，整个发展历程中均积极拥抱变革，情景风格珠宝体系、渠道管理模式及直播等内容电商的采用均引领行业。创始人及高管锐意进取、执行力强，管理结构扁平化，人员梯队合理有活力。
- **黄金珠宝的流量池已然发生变化，珠宝消费趋势呈现配饰化、决策线上化，能够把握新流量机会的公司将脱颖而出：**1) 非婚配饰消费（注重设计感及快速迭代）发展提速，取代婚庆消费驱动行业扩容，配饰珠宝消费人群年轻化；2) 工艺进步支撑配饰化需求发展，并提升黄金珠宝毛利率，利好行业良性发展；3) 内容电商加速了“决策线上化”，线下门店仍是主流交易渠道，但品牌营销与信息传播已走向全渠道。
- **周大生的进取心和革新意识使其能够持续把握新流量池机会抢占心智、推进数字化经营提高效率：**
 - 1) **产品研发和品牌营销：**卡位行业未来发展趋势，最早布局非婚类情景风格珠宝、引入IP及国潮元素打造爆款、推出DC等轻奢配饰新品牌。发力“代言人+门店形象迭代+路演+新媒体”等全渠道协同营销，领先同业布局社交媒体营销及直播。
 - 2) **供应链和渠道：**轻资产运营，公司聚焦产品体系研发，设计生产外包提效。终端渠道利益分配清晰，兼具高激励和标准化优势，总部及区域办事处两级全方位赋能终端门店，门店标准化、数字化推进、配货模型落地等均为行业领先。
- **催化剂：**内容电商推动珠宝配饰市场爆发；配货模型落地、终端放量。
- **盈利预测及估值：线下渠道：**大钻比例提升&数字化&配货模型驱动门店降本提效，单店收入盈利空间提升，叠加2021年新开购物中心数增多，强低线渠道力+一二线放开加盟，驱动拓店提速。**电商：**公司布局领先，随着新品牌建设推进和线上线下产品和供应链体系的进一步完善，电商将持续放量。预计20/21/22年营收52.02/69.46/83.75亿元，同比增长-4.4%/33.5%/20.6%，20/21/22年归母净利10.60/13.39/15.61亿元，同比增长6.9%/26.3%/16.6%，对应PE 24/19/17X。我们认为周大生最有可能成为珠宝细分赛道的新龙头，业绩确定性稳定增长，各行业消费龙头估值多在25-30X区间以上，维持“买入评级”。
- **风险提示：**疫情反复；金价向下波动；门店扩张不及预期；新品牌拓展不及预期。

评级

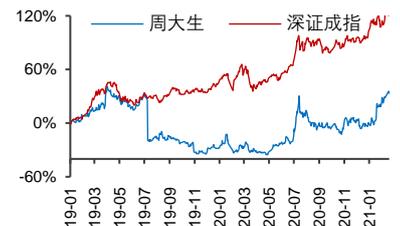
买入评级

上次评级 买入评级
当前价格 ¥35.36

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.52
2Q/2020	0.31
1Q/2020	0.14
4Q/2019	0.26



公司简介

公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。

相关报告

- 1 《周大生（002867）中报点评：门店稳定显示根基扎实，6月销售回正预示底部确认》2020.09.01
- 2 《拓店望超预期，将迎婚庆旺季》2020.05.25
- 3 《周大生(002867)19年业绩快报点评：19Q4业绩超预期，“后疫情”婚庆刚需爆发》2020.03.01
- 4 《周大生（002867）深度报告：加盟盈利能力持续提升，驱动拓店速度有望超预期》2020.02.17

报告撰写人：陈腾曦

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	5439.3	5202.4	6946.0	8375.4
(+/-)	11.7%	-4.4%	33.5%	20.6%
净利润	991.4	1060.3	1339.5	1561.5
(+/-)	23.0%	6.9%	26.3%	16.6%
每股收益 (元)	1.4	1.5	1.8	2.1
P/E	26.1	24.4	19.3	16.5

正文目录

1. 黄金珠宝行业深刻变革，消费呈现配饰化和决策线上化趋势	5
1.1. 行业变化一：消费呈现日常配饰化、年轻化、品牌化	5
1.2. 行业变化二：工艺进步支撑配饰化，并提升产品毛利率	7
1.3. 行业变化三：内容电商推动珠宝消费决策线上化	8
2. 周大生：中高端钻石珠宝领先品牌，最有进取心的珠宝企业	9
2.1. 第一梯队的全国性品牌，终端门店规模行业领先	10
2.2. 土生土长从零做起，最为了解中国市场，积极拥抱变革	11
2.3. 创始人极具使命感、进取心	11
2.4. 管理扁平化、有活力：重要事项董事会共同决定，管理团队锐意进取、执行力强	12
3. 业务发展：把握新流量机会迭代产品和营销抢占心智，推进供应链和渠道数字化提高效率	13
3.1. 供应链端：款式设计与供应链环节外包，聚焦产品体系研发	14
3.2. 产品体系：提前卡位新消费趋势，发力高端、IP类及情景风格珠宝	14
3.3. 品牌营销：具备极强把握新流量机会的能力，代言人+门店形象+路演+新媒体体系化协同联动	16
3.4. 渠道：兼具高激励&标准化优势，SOP、云POS和配货模型等精细化努力厚积薄发	18
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 千禧一代购买钻石饰品更多为了自我奖励 (2016)	5
图 2: 服饰珠宝及高级珠宝增速多在 10%+ (单位: 亿元)	5
图 3: 淘系饰品类目光谱图: 消费频次与价格	6
图 4: 奢侈品珠宝的增速高于整体珠宝市场增速 (单位: 亿元)	7
图 5: 门店由信息流资金物流闭环, 转变为全渠道大循环的一个点	8
图 6: 珠宝渠道销售情况 (%)	9
图 7: 周大生营业收入及增速 (单位: 百万元)	9
图 8: 周大生归母净利润及增速 (单位: 百万元)	9
图 9: 2019 年黄金珠宝行业市占率测算	10
图 10: 行业龙头国内终端网点数量	10
图 11: 公司股权结构	12
图 12: 公司供应链及渠道的货品组织方式	14
图 13: IP 类产品示例	15
图 14: 镶嵌类系列产品体系	15
图 15: 公司第五代门店形象	16
图 16: 公司第六代门店形象	16
图 17: 从公司、区域、门店、导购, 分工明确, 体系化作战	17
图 18: 公司通过路演展台及直升机婚礼打造热点	17

图 19: 公司通过网红明星等种草和带货	18
图 20: 公司利用新媒体进行全网的联动运营	18
图 21: 公司自营店、加盟店数量	18
图 22: 公司盈利模式	18
图 23: 黄金珠宝龙头终端门店数据 (2020 年 12 月统计数据)	19
图 24: 终端管理架构: 区域和总部两级共同赋能终端	20
图 25: SOP 管理结构: 区域、总部及门店协同, 推动门店标准化	20
图 26: 公司电商收入情况 (单位: 百万)	21
图 27: 2017-2020 年双 11 黄金珠宝类目热销排行榜单	21
图 28: 定位轻奢配饰类新品牌 DC	22
图 29: 公司通过签约网红直播带货	22
表 1: 以饰品消费场景为主的品牌介绍	6
表 2: 主要黄金工艺介绍	7
表 3: 国内黄金珠宝品牌竞争者主要有港资品牌、国内全国性品牌、国内区域性品牌	10
表 4: 国内黄金珠宝公司财务数据对比	11
表 5: 公司董事会成员为老带新梯队结构	13
表 6: 公司第一期限制性股权激励计划激励对象 (董事及高管)	13
表 7: 公司通过自有设计、特邀设计师设计、联合设计、整合设计多种模式	14
表 8: 情景风格珠宝体系	15
表 9: 黄金珠宝公司代言人	16
表 10: 周大生单店模型示例	19
表 11: 周大生天猫旗舰店销售位居行业前列	21
表 12: 公司自营线下盈利预测	22
表 13: 公司加盟盈利预测	23
表 14: 公司其他业务盈利预测	23
表 15: 公司综合盈利预测 (单位: 百万元)	23
表附录: 三大报表预测值	25

1. 黄金珠宝行业深刻变革，消费呈现配饰化和决策线上化趋势

非婚类配饰赛道景气，将成为行业增长的新动力。黄金珠宝消费已然发生变化，年轻一代逐渐成为新的消费主力，不再刻意强调消费时机，购买珠宝首饰呈现日常化趋势，非婚配饰消费（注重设计感及快速迭代）发展提速，取代婚庆消费驱动行业扩容。工艺进步支撑配饰化需求发展，并提升黄金珠宝毛利率，提升行业发展动力，利好行业良性发展。

从渠道来看，由于珠宝消费重决策、重体验、重信任及售后，使得珠宝线下消费仍是主流。但品牌营销和信息传播已走向全渠道，线下门店从信息流、资金流、物流实现流转的闭环，转变成为该消费过程中的一个环节（商品的确认和成交）。疫情和内容电商的发展更加速了“决策线上化”和偏低客单珠宝的线上渗透。能够更好地把握新流量机会的公司能够实现加速成长。

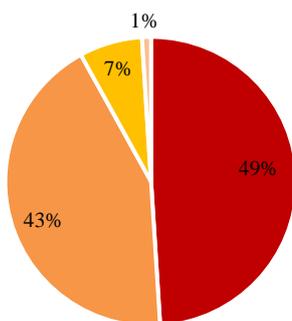
1.1. 行业变化一：消费呈现日常配饰化、年轻化、品牌化

婚庆市场仍占有 60-70%，婚庆刚性市场需求，行业增长驱动来源于：1) 单客消费客单价提升，2) 更多情感表达的消费场景延伸。因婚嫁产生的珠宝消费仍是中国目前乃至未来的珠宝消费的重要方式，婚庆相关消费需求受众较广，黄金和钻石首饰是该类消费的主要对象，因其刚性需求属性，对消费者短期财务状况或者金价的弹性较小。珠宝首饰消费逐步向情感消费扩展，开始成为订婚日、结婚纪念日等表达情感的方式；从单一的戒指消费到戒指、吊坠、耳钉、手链等个性化、套系化的饰品扩展，珠宝饰品消费迎来新的发展机遇。

非婚类配饰市场快速增长，黄金珠宝消费日常配饰化、年轻化，女性消费群体自购比例提升。中国年轻一代已成为我国消费主力，尤其 20-40 岁的消费者成为未来珠宝消费的主要人群。年轻一代消费者的消费能力不断增强，不再刻意强调消费时机，购买珠宝首饰呈现日常化趋势。从品类上看，以往消费者更加看重贵金属保值功能，年轻一代则更注重设计的个性化、潮流感，购买品类趋于多元化。亲情、友情以及自我奖励都成为重要的消费情景，珠宝产品的复购率明显提升。现代职业女性的经济独立性明显增强，购买力也迅速扩大，女性自购比例在提升。根据欧睿数据，奢侈品中服饰珠宝（人造珠宝）近年来增速多在 15% 以上。

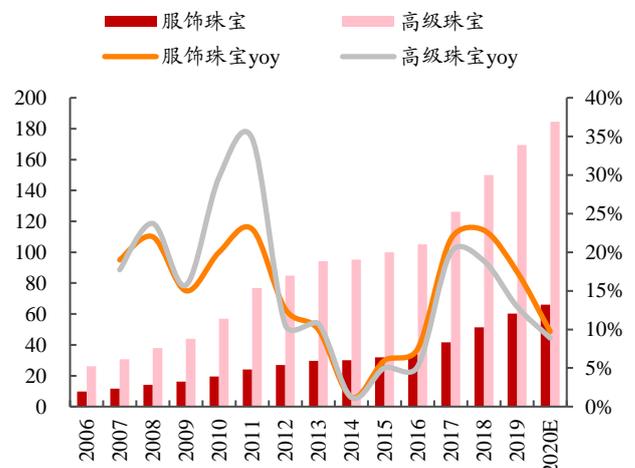
图 1：千禧一代购买钻石饰品更多为了自我奖励（2016）

■ 自我奖励 ■ 表达爱意 ■ 注重设计 ■ 其他



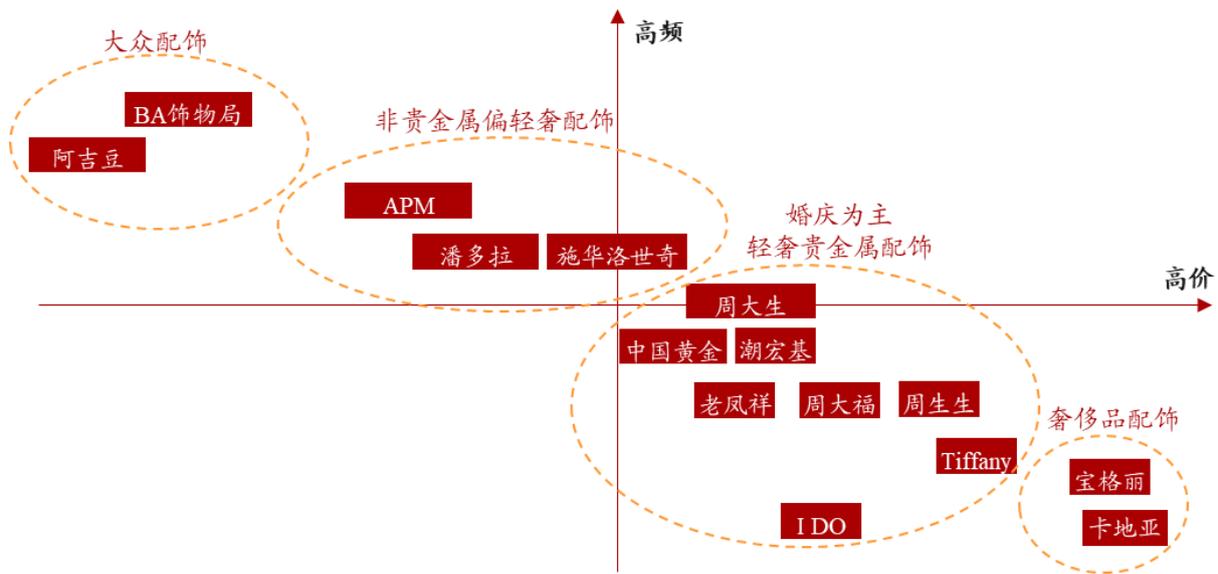
资料来源：DeBeers，浙商证券研究所

图 2：服饰珠宝及高级珠宝增速多在 10%+（单位：亿元）



资料来源：DeBeers，浙商证券研究所

图 3：淘系饰品类目光谱图：消费频次与价格



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

配饰类珠宝市场目前主要由奢侈品品牌、婚庆为主配饰为辅的贵金属品牌、非贵金属轻奢品牌和大众配饰品牌四类主要参与者组成。其中主打“沉浸式大店+会员制+圈层营销”的平民快时尚新品牌“BA 饰物局”发展亮眼，2020 年下半年逆势开了数十家门店。

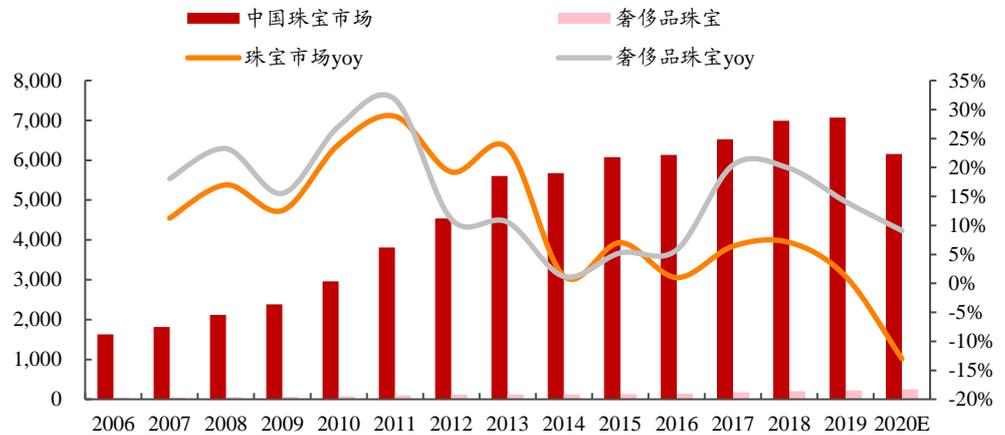
表 1：以饰品消费场景为主的品牌介绍

	主打/经典产品系列	核心价位	材质	品牌/产品特点
阿吉豆	丰富的 SKU	50-100	银为主	以“快时尚、配饰偏首饰、全客层”为品牌核心诉求，让消费者能多场合搭配，满足不同需求，诠释不同个性。
BA 饰物局	丰富的 SKU	50-100	银为主	面向 Z 世代年轻人的潮流配饰品牌，打造一个“好玩”、“好逛”、给人充分安全感和自由度的线下场景 BA 饰物局，通过开大店（150 平以上），配备数量达 7000 款的饰品，给年轻消费者提供沉浸式的体验，并加强会员沉淀和复购（会员 99 元/年，饰品半价）。
APM	六芒星	500-1000	纯银首饰	富有当代设计风格并带着优雅的摩纳哥气息，设计灵感源自摩纳哥以及南法优悠快乐的生活方式。设计现代、别致而简约，永远走在潮流前线，带领首饰潮流。
潘多拉	选购手链和串饰的组合，Pandora 串饰分为 Moments, Reflexions 及 Me 三个系列	500-1000	银为主，金为辅	潘多拉每一颗串珠串饰都是一个故事，蕴含不同寓意。每一种手链与串珠串饰的组合都展现着与众不同的自我，装点整体造型的同时，也纪念不同的自我，为你串联起人生的美好回忆。
施华洛世奇	情人节系列	1000-2000	不锈钢，有色金属，仿水晶，少量 18k 金	施华洛世奇团队不断突破创作界限，为品牌的仿水晶产品带来更多的切割，色调及尺寸选择，除了在设计上推陈出新外，施华洛世奇更研发出多密镶，包边及爪石镶嵌等技术，便成就出更闪亮及精致的仿水晶魅力。
蒂芙尼	tiffany keys	1-5 万	黄金、白金、玫瑰金并镶嵌以宝石	蒂芙尼备受青睐的钥匙珠宝是美好生活的象征，充分彰显独立、力量和乐观。每一条钥匙项链的制作皆细致入微，呈现精致细节。
宝格丽	B.Zero 1	2 万、5 万、10 万几段价位	黄金、白金、玫瑰金并镶嵌以陶瓷或钻石	产品设计融合了罗马斗兽场的宏伟气势、不朽的历史遗迹，采用意大利现代设计中的硬朗线条。
卡地亚	love 系列	2-10 万，部分超过 20 万	黄金、白金、玫瑰金镶嵌钻石	卡地亚拥有独特精湛工艺，孕育自独特创意与卓越技艺的对话。设计师、钟表师、珠宝师、镶嵌师、抛光师与宝石工匠之间的持续交流，这种无间的合作正是卡地亚成功的关键。

资料来源：天猫旗舰店，公开资料整理，浙商证券研究所

我国珠宝行业呈现明显的品牌化趋势。我国整体黄金珠宝品牌的市场规模自 2014 年以来呈现个位数的低速增长，但是奢侈品珠宝增速依然较快。珠宝首饰行业内竞争企业众多，包括国内品牌、港资品牌和国外品牌等，除此之外，还有大量知名度较低、规模较小的珠宝企业，当前集中度还比较低，结合欧睿数据测算，2019 年 CR5 不足 30%。

图 4：奢侈品珠宝的增速高于整体珠宝市场增速（单位：亿元）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

1.2. 行业变化二：工艺进步支撑配饰化，并提升产品毛利率

黄金工艺最开始是提纯技术的提升，足金推动投资属性增强。黄金的工艺最开始是提纯技术的提升，从第一代的足金 99% 纯度，发展到千足金 99.9%，再达到第三代万足金 99.99% 纯度巅峰。

随着提纯技术的成熟，紧接着黄金加工工艺技术有了大改进，足金在硬度、延展性、色泽等方面的工艺技术有了大改进，高可塑性能支撑美观性、功能性需求，黄金珠宝消费属性增强，工艺进步推动“一口价”产品力提升、接受度提升。按克计黄金一般毛利率 15-25%，一般为基础金价+70 元以上，在 500-600 元/g 左右，而一口价黄金毛利率能达到 40-50%，一般基础金价+200 元以上，在 700 元/g 以上，甚至可以达到 1000 元/g。

表 2：主要黄金工艺介绍

细分	工艺	应用时间	特点	计价
足金 999	传统	较早	质地软，地较柔软，色泽赤黄，不容易泛色 易磨损、变形，不太适合镶嵌各种精美宝石	按工艺复杂程度，传统类及其他非复杂款式的为克重+工费； 复杂款式多为一口价。 工费： 足金 < 古法黄金 < 3D 硬金 价格带： 古法黄金大件多，价格较高
	3D 硬金	2014	采用了更加先进的电铸技术工艺，同体积大小的饰品重量仅为普通足金的 30%，虽然用金量少，硬度是传统千足金的 4 倍，可制作成更加立体、复杂的造型。缺点是空心，可能导致永久性损坏。	
	古法金	2018	模仿古代制作金属器物的手工技艺，工艺复古，做工工艺非常厚实，一般大小一样的黄金手镯，古法金要比普通金克重占比大三分之二，不易变形，可做空心。	
	5G	2017	5G 黄金是在溶金过程中加入石墨烯与其他稀有元素，再经高温熔炼催化，改变分子结构排列方式，使黄金分子结构更加紧密，增加材料硬度。 Grace 优雅：韧性和延展性高；Glorious 璀璨：拥有天然 24K 夺目光泽，不易褪色；Gentle 高尚：足金 999 含金量；Genius 天赋：做工精细；Gusty 坚定：硬度高。实现多种造型，更具时尚感。	
K 金	K 金	较早	少量银/铜/锌等，按颜色分 K 白/K 黄/K 红等 按含量分 24K (99%) /18K (75%) 等	

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

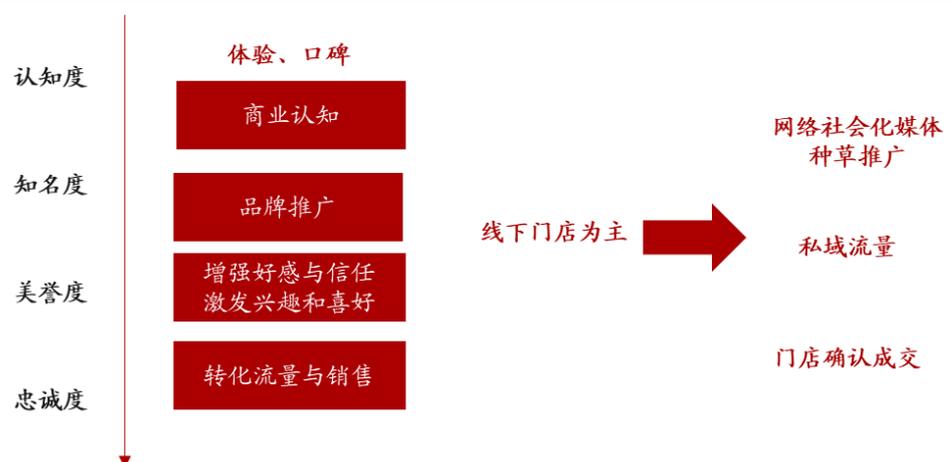
- 黄金第 4 代产品 3D 硬金，硬度明显提升，比前三代产品的硬度提高了 4 倍，接近 18K 金的硬度，有效克服了足金首饰硬度低、容易磨损的缺点，被广泛应用于复杂造型。
- 5G 黄金 2017 年上市。5G 黄金是在溶金过程中加入石墨烯与其他稀有元素，再经高温熔炼催化，改变分子结构排列方式，使黄金分子结构更加紧密，增加材料硬度。5G 黄金是一种工艺技术的创新，也被定义为“五好工艺黄金”，Good hardness（硬度高）、Good purity（纯度好）、Green ecosystem（生态的）、Glitter（闪耀的）、Graceful（时髦的）。
- 古法黄金是采用接胎，锤揲，花丝，篆刻，镶嵌，修金等工艺手法打造的黄金。伴随着国风国潮的兴起，古法黄金盛行。

1.3. 行业变化三：内容电商推动珠宝消费决策线上化

珠宝线下消费仍是主流，门店具有不可取代性。珠宝消费重决策（客单价数千至数万）、重体验（佩戴效果不确定），信任成本极高（保真及售后等）。产品特点决定线下仍然长期是珠宝产品的主战场（特别是昂贵的珠宝），门店仍然具有其不可替代性。

互联网的发展，给以线下门店为主的珠宝企业带来挑战，门店由信息流资金物流闭环，转变为全渠道大循环的一个点。顾客的购买是从知名度到认知度到美誉度再到忠诚度的过程。原来门店能够实现封闭的信息流资金物流的循环，可以完成从品牌认知到购买转化的整个过程，但是现在网络成为顾客购物过程中的重要工具。消费者的认知转化演变成有互联网参与的一个大的循环，门店成为大循环中的一个节点。品牌信息的单向传播变为人际传播，品牌渠道方已不再是商品信息的唯一权威。根据 2020 年江苏省消费者权益保护委员会消费调查数据显示，消费者在社交应用上经“网红”推荐购买商品的比高达 47.75%。此时消费者很有可能在经历过在网上广泛的了解之后，到店亲自确认是否与网络了解到的存在差异，并进行最终的交易环节。

图 5：门店由信息流资金物流闭环，转变为全渠道大循环的一个点

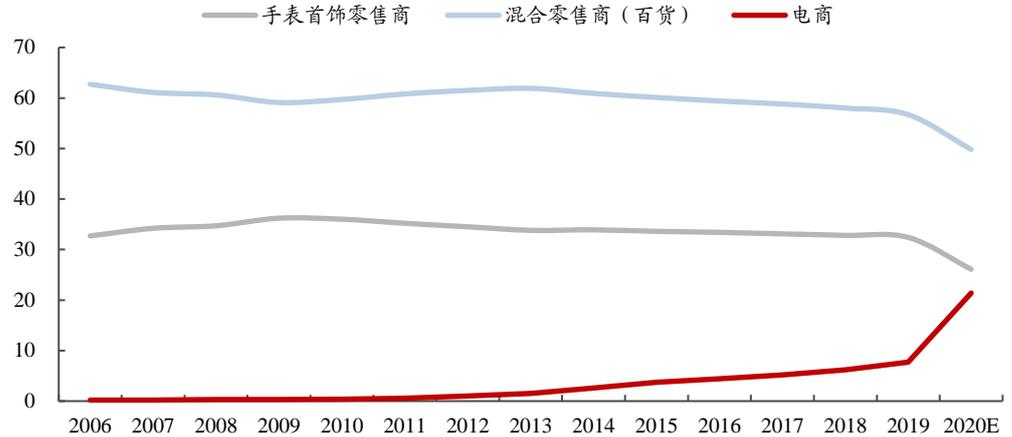


资料来源：周大生加盟商大会，浙商证券研究所

但是互联网的发展，也为珠宝品牌客群的培育带来机遇。互联网也使得顾客与企业可能的触点显著增长，品牌方不仅需要关注精准流量，还需要关注如何去培养更大范围的粉丝。而互联网能够很好的去触达大量的能够潜在的认同周大生品牌的人，培养自身消费客群，进而延长珠宝消费生命周期。

珠宝的电商渗透率在逐步提升，疫情影响叠加内容化电商的发展加速了珠宝的线上渗透。2010 年电商开始发展的主要原因为电商基础设施的完善解决了信任、沟通、售后等问题。短视频直播电商则能够改善体验上的不足、能够实时交互，或加速黄金珠宝行业渠道革命，加速珠宝这类强体验类商品的线上渗透。2020 年疫情加速了线上的渗透率的提升，根据欧睿数据，预计将由 2010 年的 0.4% 增长至 21.4%。

图 6：珠宝渠道销售情况 (%)



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

2. 周大生：中高端钻石珠宝领先品牌，最有进取心的珠宝企业

公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。“周大生”是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，主要产品包括钻石镶嵌首饰（主力产品）、素金首饰（引流产品）。公司坚持战略聚焦，专注于品牌运营、渠道管理、产品研发和供应链整合，不断提升品牌形象和影响力，在营运管理上深耕细作，坚实品牌基础，强化“渠道、产品、供应链管理”等核心竞争能力，着力打造“深度融合、高效协同”的营运生态体系，经营业绩继续保持稳步增长。截至 2020Q3，公司终端门店数量 4020 家（自营店 252 家，加盟店 3768 家），较上年同期末增加 233 家。

图 7：周大生营业收入及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：周大生归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

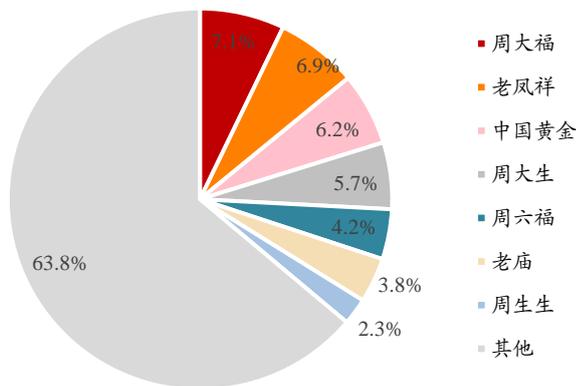
2.1. 第一梯队的全国性品牌，终端门店规模行业领先

珠宝首饰行业内竞争企业众多，集中度低。包括国外品牌（卡地亚、Tiffany、潘多拉）、港资品牌（周大福、六福集团、周生生）、国内的全国性龙头品牌和区域性龙头品牌，除此之外，还有大量知名度较低、规模较小的珠宝企业。我国目前珠宝行业市场集中度较低，珠宝首饰公司 2019 年 CR5 不足 30%，但呈现集中度上升的趋势。

从终端销售额来看，2019 年我国黄金珠宝行业市场规模超过 7000 亿，根据欧睿数据、公司营收及收入模式等数据，倒推终端销售额，其中周大生市占率约为 5.7%，仅次于周大福、老凤祥和中国黄金。在从门店数量来看，2019 年周大生超越老凤祥，门店数突破 4000 家店，跃居行业第一。

周大生门店数量最多而终端销售额略低于周大福（大陆）、老凤祥、中国黄金的主要原因是：1）周大福市场定位相对更高端，布局一二线为主，目标消费者的消费能力更强，单店店效更高；2）老凤祥和中国黄金的黄金类产品占比在 80%-90% 以上，同时存在部分投资性金条，周转快，毛利低，店效显著高于周大生。

图 9：2019 年黄金珠宝行业市占率测算



资料来源：欧睿，浙商证券研究所测算

图 10：行业龙头国内终端网点数量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：国内黄金珠宝品牌竞争者主要有港资品牌、国内全国性品牌、国内区域性品牌

类别	品牌	创立时间	上市时间	品类结构	渠道模式及门店数	强势区域
港资品牌	周大福	1929	2011	黄金 60%+钻石 20%	直营 1763+加盟 1936	一二线
	六福集团	1991	1997	黄金铂金 52%+珠宝 48%	直营 190+加盟 1930	华北华南
	周生生	1934	1973	黄金铂金 70%+镶嵌 20%	直营, 676	一二线
国内全国性	老凤祥	1992	1992	黄金 80%+钻石 15%	直营 165+加盟 3807	华东
	周大生	1999	2017	黄金 60%+钻石 30%	直营 252+加盟 3768	长江黄河沿线
	中国黄金	1979	2021	主要为黄金	直营 80+加盟 2688	全国较均匀
	周六福	2004	/	黄金 60%+钻石 30%	直营 28+加盟 3425	华南
	老庙黄金(豫园)	1982	1994	黄金约 90%	直营 200+加盟 3000	华东
国内区域性	莱绅通灵	1999	2016	钻石为主	直营 278+加盟 352	江苏为主, 华东
	明牌珠宝	2002	2011	黄金为主, 80%以上	加盟为主, 共 900 多家	华东
	潮宏基	1996	2010	时尚 K 金、钻石类为主	直营 486+加盟 447	华东
	爱迪尔	2001	2015	镶嵌钻石为主	直营 35+加盟 971	西南, 江苏
	萃华珠宝	1956	2014	黄金为主	直营 29+加盟 484	东北
	曼卡龙	2009	2021	黄金及铂金 60%+钻石 40%	直营 92+加盟 69	浙江为主

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（门店数量为最新季报或半年报数量，周大福为截至 2020.3.31 的大陆门店数量）

从财务数据来看，品类上镶嵌占比较高，模式上外采、加盟授权为主、专注品牌运营，使得毛利率较高、费用率较低。公司净利率为行业最高（远远高于行业平均水平 4.03%）。极高的净利率使得周大生 ROE 长期保持在 20% 以上。

表 4：国内黄金珠宝公司财务数据对比

品牌	2019 收入 (亿元)	毛利率	销售费率	管理费率	净利率	应收账款 (亿元)	存货 (亿元)	ROE (平均)
周大福	569	28.36%	15.26%	5.04%	5.24%	17.05	363	10.16%
六福集团	113	29.58%	17.23%	1.53%	7.69%	9.59	384	8.29%
周生生	179	26.94%	15.60%	3.84%	3.60%	35.73	228	6.11%
老凤祥	496	8.47%	1.50%	1.03%	3.69%	2.96	80	21.32%
周大生	54	35.98%	10.79%	2.47%	18.23%	5.21	268	22.92%
中国黄金	383	5.13%	0.97%	0.36%	1.18%	9.69	30	10.09%
菜绅通灵	13	58.26%	33.77%	10.07%	11.09%	29.18	1,020	6.16%
明牌珠宝	34	12.27%	7.18%	1.73%	1.62%	28.16	211	1.80%
潮宏基	35	37.68%	23.17%	4.27%	2.27%	19.85	331	2.43%
爱迪尔	19	22.91%	6.09%	5.56%	-14.85%	203.16	351	-15.19%
萃华珠宝	23	16.83%	4.23%	1.94%	1.39%	28.15	355	3.08%
曼卡龙	9	25.78%	10.72%	4.19%	7.24%	17.75	188	14.66%
行业平均水平	161	25.68%	12.21%	3.50%	4.03%	34	317	7.65%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 土生土长从零做起，最为了解中国市场，积极拥抱变革

相较港资背景的周大福（新世界集团郑氏家族控股）、国资背景的老凤祥，公司 0 资源土生土长做起来，扎根最为广大的市场，也最为了解中国最广大的市场，拥有最为适应中国市场的市场化、体系化、灵活性作战能力。作为对中国大陆黄金珠宝市场理解最深的公司，周大生一直是行业变革的引领者，先后引领行业做成了三件重要的事情，加盟商模式、代言人模式和情景风格珠宝模式，均构建了自己的独特优势：

创新加盟模式。公司从自营做起，1999-2006 年基本发展自营店，2006 年做到 150 家左右自营店。中国国情叠加公司有限的资源的背景，决定了加盟是实现规模化发展的唯一出路，从 2006 年就开始发展加盟店。而公司具备极强的与合作方互惠共利的意识，充分让利加盟商，换取高规模扩张，把握住时代红利。直营+加盟的渠道模式，快速铺开市场，至 2009 年公司门店近千家，同期周大福门店接近 1000 家。

较早成功绑定“代言人”。公司所聘请的代言人均与公司气质相契合、与公司卡位方向相匹配。2009 年 9 月公司聘请林志玲作为公司代言人，林志玲作为当时优雅知性、时尚有品位的代名词，能够提升消费者对于周大生品牌款式的信任度和好感度。2014 年 1 月亚洲新生代女神：美丽充满活力的形象丰富珠宝年轻时尚的内涵，能够提升与年轻一代的沟通。2019 年 11 月新签约王力宏，王力宏颜值与实力并存，能够助力公司进一步的品牌拉伸，更好地打造中高端主流市场钻石珠宝领先品牌。

首创情景风格珠宝。情景风格珠宝经历一代又一代的发展迭代，形成了比较成熟的体系。公司早在 2014 年即提出“情景风格珠宝”理念，2016 年正式推出“情景风格珠宝”，2018 年推出情景风格珠宝 2.0。“情景风格珠宝”希望珠宝能够匹配个人风格，融入生活场景，表达个人情感，提高人货场的匹配效率高。

2.3. 创始人极具使命感、进取心

创始人&实际控制人周宗文先生和周华珍女士通过周氏投资、金大元和泰有投资合计控制 60.65% 的股权，周氏家族（周宗文先生、其配偶周华珍女士及其子周飞鸣）合计持有 63.34% 的股权。

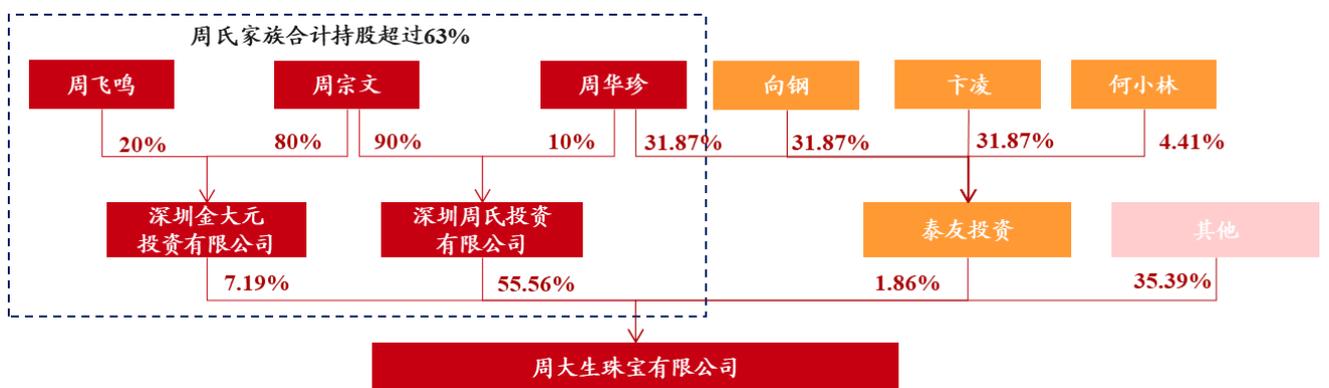
周宗文出生于福建福清，1977 年恢复高考的首批考生，就读于武汉地质学院地质学专业（现中国地质大学），毕业后在福建从事勘矿工作，凭借专业技能和领导力，周宗文很快成为矿区的管理者。

上世纪 80 年代末期，周宗文投身“下海”的时代浪潮，来到金阳珠宝下属的珠宝工厂担任厂长，从学徒工学起，经过三年的历练，深刻理解了珠宝的产、供、销各环节。

在创立珠宝品牌的梦想引领下、基层历练的经验加持下，叠加家族成员（周董侨乡背景出身，家族人员分布在国内国外，不乏从事珠宝生意人士）的指导支持下，成立了自己的珠宝事业，并于 1992 年进入大陆市场。1999 年在北京王府井设立第一家直营专柜。从 1988 年进入珠宝行业，30 年时间从珠宝厂厂长成为珠宝品牌运营领军者。

周董不仅具备行业深厚的从业经验和管理经验，心系发展、充满激情的“思想者”和“行动派”，产品品牌、营运管理方方面面的灵感和变革不断涌现。同时怀着较大的格局观，希望“在珠宝钻石专业领域里为中国队摘取一枚国际金牌”，使公司成长为具备民族使命的公司，这份使命感和进取心将使公司走得更长更远。

图 11：公司股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所（金大元、周氏投资、泰友投资的持股情况截至 2020Q3）

2.4. 管理扁平化、有活力：重要事项董事会共同决定，管理团队锐意进取、执行力强

高管团队业务综合能力强，且各有所长，重大事项由董事会开会决定，决策流程快。公司整体管理队伍梯队合理、团队充满活力：公司董事会非独立董事有 7 名，分别为周宗文、周华珍（周宗文配偶）、周飞鸣（周宗文&周华珍之子）、向钢、卞凌、管佩伟、夏洪川。董事会的管佩伟、夏洪川均为 1980 年前后出生的青年骨干力量。除此以外，各大职能部门均培养储备了大量年轻中高层管理后备人员。

公司组织架构具有较强的扁平化和职能协同性：最初组织架构加盟事业部和自营事业部两大块，2017 年前后进行了共通职能的协同，加大了中台赋能，成立品牌中心、产品中心、加盟管理中心、供应链中心、辅导中心、督导中心等职能部门。

公司还被誉为珠宝领域的“黄埔军校”：公司从依赖个人的人治转向体系保障的机制化运营，完善的培养机制和体系的运营管理机制吸引大量人才加入。

表 5：公司董事会成员为老带新梯队结构

姓名	出生年份	职位	核心负责业务	履历
周宗文	1957	董事长、董事、 总经理		/
周飞鸣	1982	副董事长、董事、 副总经理	营运中心、 互联网中心等	/
周华珍	1957	董事、副总经理	财务中心	/
向钢	1960	董事、副总经理	品牌和产品中心	曾任周大生北京自营区域经理
卞凌	1957	董事、副总经理	供应链中心	曾为西南区大加盟商
管佩伟	1981	董事	发展中心	曾任周大福珠宝行政主任、晨鸣纸业集团人力资源总监、深圳华昌珠宝品牌运营中心总经理；2015年6月加入公司，任总裁助理，发展中心总监
夏洪川	1978	董事	职能业务中心	曾任深圳市周大生钻石首饰有限公司北京办事处业务经理，江苏办事处经理，现任职能业务中心总监

资料来源：公司公告，渠道调研，浙商证券研究所

公司于 2018 年先后发布第一期股权激励计划和员工持股计划。公司于 2018 年 1 月发布股权激励计划，拟向激励对象 209 名（占 2017 年底员工总数的 7.43%）授予限制性股票 964.31 万股（占公告时总股本的 2.02%），首次授予 771.45 万股（占 1.62%），预留 192.86 万股（占 0.40%）。考核业绩指标为在 2018 年-2021 年各年度实现的净利润与 2017 年相比，净利润增长率分别不低于 15%、30%、50%、70%。2018 年-2021 年的考核业绩指标四年复合增长率为 14.19%。2017 年净利润为 5.92 亿元，则 2018-2021 年分别净利润不能低于 6.81、7.70、8.88、10.07 亿元。

表 6：公司第一期限制性股权激励计划激励对象（董事及高管）

姓名	职位	授予的限制性股票数量（万股）	授予类型
赵时久	供应链中心副总监	15	第一限制性股票激励计划首次授予权益
管佩伟	董事	30	
许金卓	财务总监	45	
夏洪川	董事	21	第一限制性股票激励计划预留授予权益

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

第一期员工持股计划主要覆盖周宗文、周华珍、周飞鸣、向钢、卞凌、何小林等公司董事、监事及高管人员，筹集资金总额不超过 1.5 亿元，存续期不超过 48 个月，锁定期 12 个月。董事、监事及高级管理人员合计认购 51.47% 的份额。2018 年 7 月，第一期员工持股计划通过大宗交易的方式受让北极光 595.23 万股，占总股本的 1.23%。锁定期自 2018 年 7 月 10 日至 2019 年 7 月 9 日。截至 2020 年中报，员工持股占总股本的比例为 0.87%。

3. 业务发展：把握新流量机会迭代产品和营销抢占心智，推进供应链和渠道数字化提高效率

周大生的进取心和革新意识使得公司能够持续把握新流量池机会抢占心智、推进数字化经营提高效率：

在产品研发和品牌营销方面，公司卡位行业未来发展趋势，最早布局非婚类情景风格珠宝、引入 IP 及国潮元素打造爆款、推出 DC 等轻奢配饰新品牌。在代言人+门店形象迭代+路演+新媒体线上线下协同多方面发力，领先同业布局社交媒体营销及直播。

在供应链和渠道方面，公司轻资产运营，聚焦产品体系研发，设计生产外包提效。终端渠道利益分配清晰，兼具高激励和标准化优势，总部及区域办事处两级全方位赋能终端门店，门店标准化、数字化推进、配货模型落地等均为行业领先。

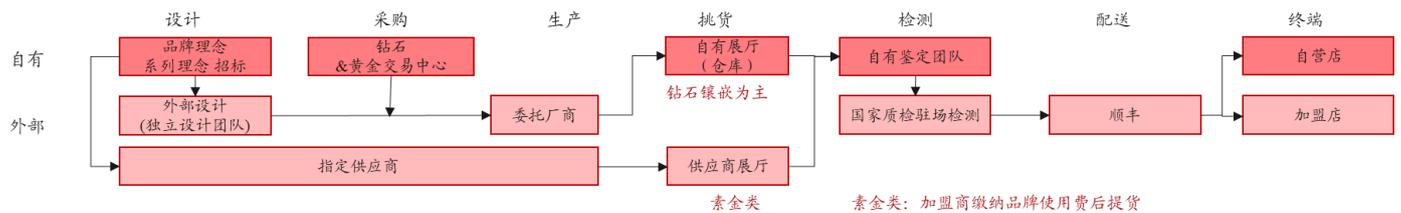
3.1. 供应链端：款式设计与供应链环节外包，聚焦产品体系研发

采购方面，对于主力产品钻石，公司采用委外加工、买断采购的方式，对于引流产品黄金，公司选择指定供应商，采取品牌授权的模式：

对钻石采取传统的买断采购：公司通过供应链管理中心，向境内及境外钻石供应商进行成品钻石采购，公司承担存货风险。由于钻石为公司主力产品，公司向供应商采购可以直接把控产品质量和交期，同时实现规模效应。

对黄金采取品牌授权模式：加盟商根据公司确定的产品品类范围，直接向公司指定的黄金供应商采购。通过监管供应商准入标准、直接管控产品质量及第三方质量检验，公司实现对于黄金供应商的全面管理。品牌授权模式的过程如下：公司严格筛选指定供应商→联合整合研发→指定产品品类范围→加盟商直接向指定供应商选款、采购、结算→指定供应商将黄金产品运送至公司→第三方检测质量→加盟商向公司交付品牌使用费→公司进行贴牌、并通过第三方物流配送至加盟商，最快2日货送到柜台。

图 12：公司供应链及渠道的货品组织方式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

设计方面，公司整合外部设计资源，采用邀约大牌设计师、招标设计、外采成品设计等方式。自有团队成本高昂且设计灵感容易枯竭，公司依托强规模优势，能够吸引到包括宝格丽等国际大牌的外部设计师资源来设计标志款、特色款。公司系列款产品设计流程：1) 品牌产品规划：公司规划品牌理念及情景风格珠宝产品设计要求；2) 发布需求，公开招标：独立设计师、工作室及黄金珠宝工厂（自有设计师）均可参与招标；3) 公司买断设计：竞标成功后，公司买断设计。

表 7：公司通过自有设计、特邀设计师设计、联合设计、整合设计多种模式

设计模式	设计师	模式简介	适用环境
自有设计	自有设计师	主题、产品规划、款式设计自行完成	原创产品、特色款、标志款
特约设计	知名设计师	内部完成主题、需求定义，邀约设计师设计	标志款（星光女神）
联合设计	外部设计工作室、设计师	通过招标等形式发布产品需求定义与任务书，引进外部设计力量，公司管控研发全程、研讨、评审	引进创新性款式/工艺/功能 现有研发能力无法满足
整合设计	工厂自有设计师	根据产品需求直接在供应商挑选已有款式	大量常规畅销款开发

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2. 产品体系：提前卡位新消费趋势，发力高端、IP 类及情景风格珠宝

高端系列产品方面，公司获得百面切工钻石大陆独家授权。2013 年获得“LOVE100”钻石的中国区独家经销权。百面切工钻石较常见的 57/58 面钻石亮度提高 30%，由比利时托氏家族第七代切工大师 J.P.TOL 根据光学原理，通过精密的计算，创新研发。世界上只

有不到 1% 的钻石才能成为“LOVE100”钻石，具有非常独特的收藏价值。从 15 年开始签约 15 年，到期后可再签 10 年。公司高端系列星座极光即采用百面切工钻石。

IP 类产品方面，近年来还精心打造了皮卡丘 IP 系列足金挂坠、周大生 × 王力宏联名系列，并与梵高博物馆、冬宫博物馆等全球知名博物馆合作，推出一系列富含欧式艺术气息的气质新品。

图 13：IP 类产品示例



资料来源：加盟商大会，浙商证券研究所

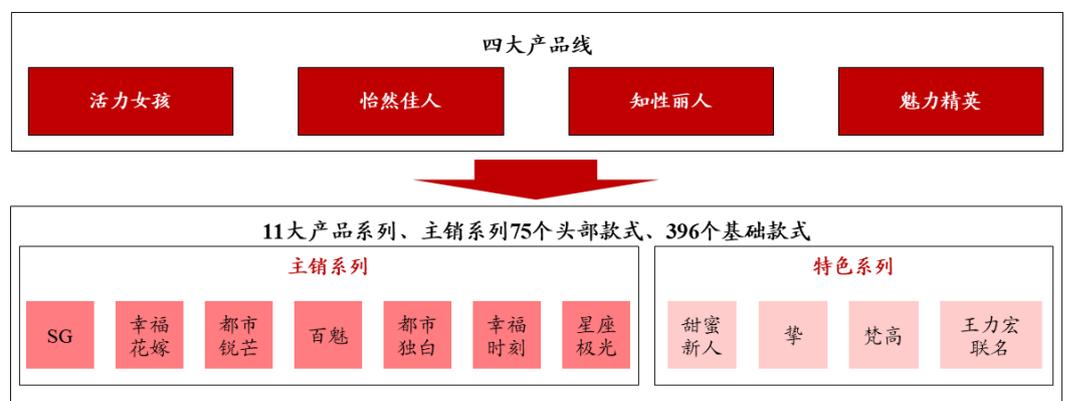
情景风格珠宝方面，公司早在 2014 年即提出“情景风格珠宝”理念，2016 年正式推出“情景风格珠宝”，2018 年推出情景风格珠宝 2.0。“情景风格珠宝”希望珠宝能够匹配个人风格，融入生活场景，表达个人情感，提高人货场的匹配效率。最初情景风格珠宝只针对镶嵌类产品，目前素金类产品也在逐步打造情景风格珠宝体系。

表 8：情景风格珠宝体系

划分维度	具体类别
客群划分因素	年龄、经济、文化
客群划分	活力女孩、怡然佳人、知性丽人、魅力精英、星光女神（设计中）
产品方向	婚恋、装扮
产品风格	优雅、浪漫、迷人、自然、摩登
款式地位	系列标志款、主题特色款、主力畅销款、基础销售困

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 14：镶嵌类系列产品体系



资料来源：周大生加盟商大会，浙商证券研究所

3.3. 品牌营销：具备极强把握新流量机会的能力，代言人+门店形象+路演+新媒体体系化协同联动

代言人与卡位方向匹配，最新引入王力宏，助力品牌力拉伸：

- 2009年9月林志玲：作为当时优雅知性、时尚有品位的代名词，能够提升消费者对于周大生品牌款式的信任度和好感度。
- 2014年1月亚洲新生代女神 Angelababy：美丽充满活力的形象丰富珠宝年轻时尚的内涵，能够提升与年轻一代的沟通。
- 2019年11月新签约王力宏：颜值与实力并存，助力公司进一步的品牌拉伸，更好地打造中高端主流市场钻石珠宝领先品牌。

表 9：黄金珠宝公司代言人

时间	公司	代言人	代言人介绍及理念
2007年	周大福	莫文蔚	“骄人”系列珠宝代言
		吕燕	
2008年	老凤祥	赵雅芝	典雅高贵
2009年	周大生	林志玲	优雅知性、时尚有品位
2014年	周大生	Angelababy	美丽充满活力的形象
2014年	老庙黄金	孙俪	典雅而现代
2016年	明牌珠宝	刘涛	大气雍容
2018年	周大福	王凯	典雅而现代
2019年	周六福	张靓颖	自信美丽
2019年	周大生	王力宏	颜值与实力并存

资料来源：公司公告，公开资料整理，浙商证券研究所

门店形象、陈列道具、包装物料等持续迭代提升门店品牌形象：

- 门店形象：第六代，更优雅高端、沉浸感、科技感、互动性更强。
- 陈列道具：第六代，视觉契合系列主题，模块化利于组合配货

图 15：公司第五代门店形象



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

图 16：公司第六代门店形象



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

品牌营销形式：线下广告路演与线上公域私域运营联动。大节做影响，小节做市场，有针对性、持续性、有节奏性做规划的活动。

线下方面，传统广告营销采用和加盟商共同投放的模式，以区域性、线下形式为主，比如通过在购物中心、户外公交站台等线下渠道投放。路演站台、直升机婚礼等路演营

销活动为公司特色。通过品牌文化及产品价值生动化呈现，打造互动体验新空间，促进与消费者沟通，强化品牌形象，树立口碑，带动流量。高端线（星座极光体验馆及设计大师线）、时尚装扮线（梵高时尚艺术线、多经位快闪店）、婚庆类（幸福花嫁主题快闪展台、大型快闪展台、小型多经位展台）及直升机婚礼（活动前中后多维传播，打造全城热点体）相配合。

图 17：从公司、区域、门店、导购，分工明确，体系化作战

公司	<p>核心价值输出：</p> <ul style="list-style-type: none"> 内容打造、官方运营、媒介宣传
区域	<p>区域协同营销：</p> <ul style="list-style-type: none"> 由加盟商和区域经理成立区域营销委员会 线下购物中心、户外、广告路演等活动营销费用由公司和加盟商各出部分费用 线下路演等活动结束后，继续通过新媒体进行多维度宣传，持续发酵
门店	<p>深度体验沟通：</p> <ul style="list-style-type: none"> 宣导展示、引导体验、销售促进
导购	<p>私域流量发力：</p> <ul style="list-style-type: none"> 社群营销、朋友圈扩散、账号直播

资料来源：周大生加盟商大会，浙商证券研究所

图 18：公司通过路演展台及直升机婚礼打造热点



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

线上方面，一方面积极拥抱公域新媒体，扩大品牌认知度，覆盖更多潜在客群：通过明星、头部 KOL 背书，释放品牌营销声势；通过全网大量中小 KOL 和素人进行强力种草，实现全面营销和触达；另一方面积极利用视频号及社群等工具，使得公司员工及终端销售人员能够高效进行私域流量运营。

图 19：公司通过网红明星等种草和带货



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

图 20：公司利用新媒体进行全网的联动运营



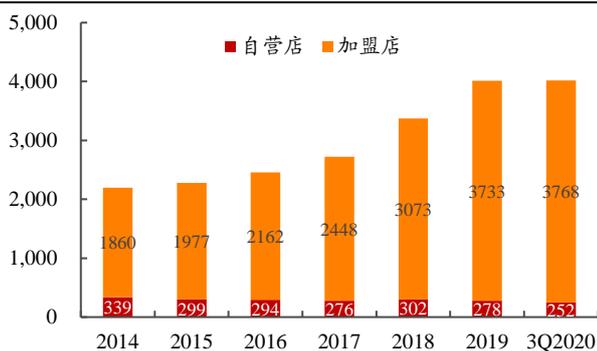
资料来源：浙商证券研究所

3.4. 渠道：兼具高激励&标准化优势，SOP、云 POS 和配货模型等精细化努力厚积薄发

由于珠宝线下消费仍有主流，门店具有不可取代性。周大生仍以线下门店渠道销售为主。终端门店采用自营+加盟模式，门店扩张以加盟为主（终端占比超 90%）。其中，自营门店主要开设在一二线城市核心商圈，作为标准化样板店，提升品牌知名度；加盟店则在一二线城市周边及三四线城市广泛铺开，为扩张主力。

收入模式方面，自营模式（自营店及电商）以零售额确认收入，并以经销差确认毛利；加盟模式收入分为三类，镶嵌类产品批发收入，加盟商向公司采购）、品牌授权费（素金类产品，加盟商向公司指定供应商采购，公司收取每克 3-5 元品牌授权费；一口价黄金按零售价的 3%收取品牌授权费）和加盟费、加盟管理服务费（按年/按月）。

图 21：公司自营店、加盟店数量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：公司盈利模式

模式	业务	盈利模式
自营	自营门店	进销差价
	电商	进销差价
加盟	加盟费	3-5万元/年/店
	加盟管理费	2000-3000元/月/店
	品牌授权费	素金类按克计3-5元/g 素金类一口价3%*终端价
	镶嵌批零	终端价3-5折

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司对加盟商政策较优。公司与加盟商进行利润分配的涉及拿货成本、委外加工费、品牌使用费及加盟管理费，公司在这四个环节对加盟商的政策均较优。

随着公司品牌力的提升，一方面，终端销售结构在不断优化：镶嵌占比提升至 25%-30%，高的超过 30%。素金占比降低至 60-70%左右（原来大多计克类），一口价黄金和按克计黄金分别占到 40%和 30%，其他类 5%左右。另一方面，公司能够加大一口价黄金利润分享比例：2019 年底，公司将一口价黄金的品牌授权费收费模式从按克计价修改为按件计价，收费从单克 3-5 元提升至 20-30 元。

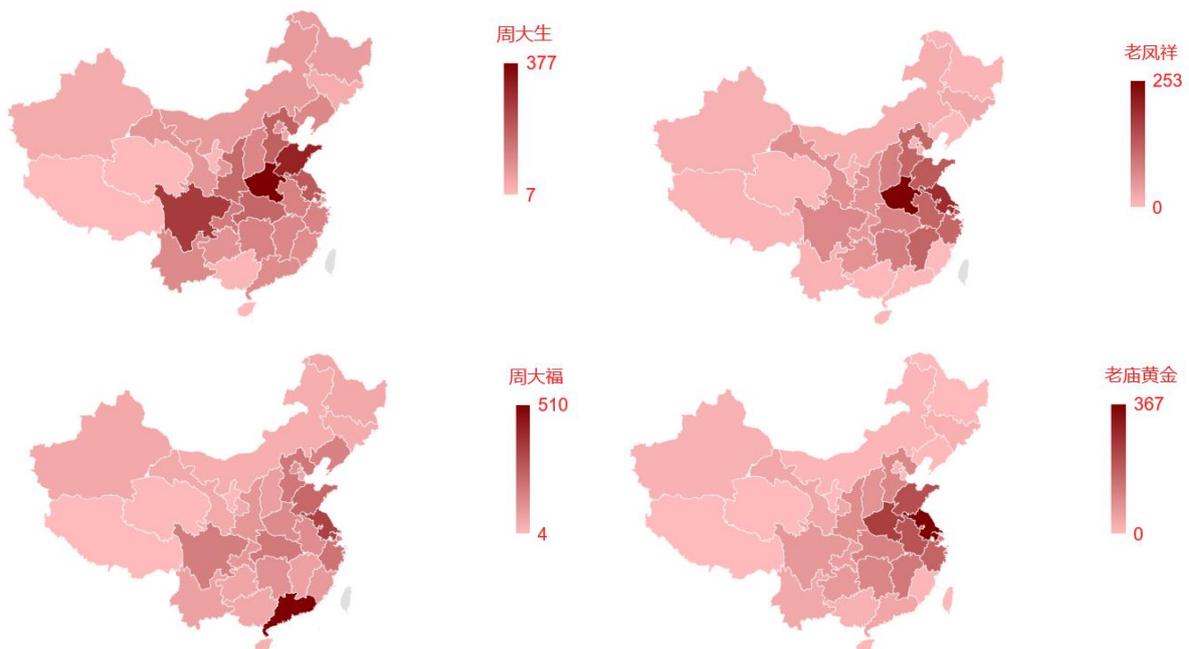
表 10: 周大生单店模型示例

	加盟店 (测算, 万元)	模型假设
单店投入	500	400 万货, 50 万装修, 其他部分费用
单店收入	1000	终端 400 多亿, 4000 多家门店推算
镶嵌收入	250	镶嵌占比提升至 25%-30%
一口价黄金	300	一口价黄金占到 40%
按克计黄金	400	按克计黄金占到 30%
其他	50	其他类 5% 左右
毛利	340	
毛利率	33%	
镶嵌毛利	50%	镶嵌毛利率大概 50%-60%, 3-5 折拿货, 8-9 折销售
一口价黄金毛利	40%	一口价毛利率 40-50%
按克计黄金毛利	17.5%	按克计黄金毛利率 15-25%
总费用:	240	
加盟管理费	6	6-10 万
租金扣点	150	黄金扣点 5-10%, 镶嵌扣点 15%-20%
人工成本	50	人均工资 5 万以上, 单店一般十多个人
装修摊销	14	分三年摊销
广告营销	10	不同区域不同
其他	10	
净利润	100	
净利润率	10%	
ROE	20%	
公司单店加盟毛利	50	镶嵌+其他毛利率 20% (毛利 30 万)
公司毛利+加盟商净利润	150	品牌使用费计价黄金 3% (毛利 9 万), 计克黄金 3-5 元/克 (5 万), 加盟使用费 (6 万)

资料来源: 渠道调研, 浙商证券研究所

销售区域方面, 公司优势区域主要在长江和黄河沿线地区。相对成熟的区域开店还是比较快的, 优势区域比如河南山东河北四川陕西云南, 相对较弱的西北宁夏新疆青海, 以及华南、东北地区。加盟商实力雄厚, 具备二三线及以下城市购物中心渠道绝对优势。

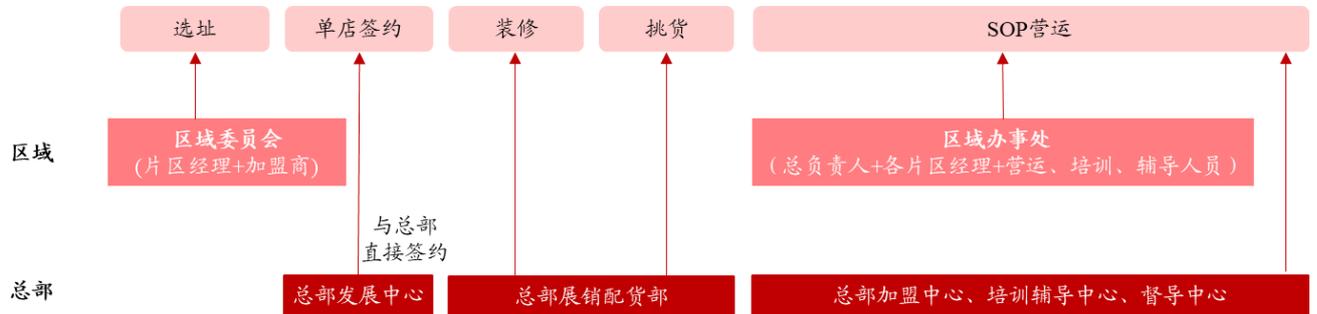
图 23: 黄金珠宝龙头终端门店数据 (2020 年 12 月统计数据)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 百度地图, 浙商证券研究所 (老凤祥采用百度地图统计口径, 数据累加不等于报表)

公司高度重视门店管理标准化、数字化，具有非常强的体系化作战能力、终端赋能。公司强大的终端赋能能力主要得益于总部及区域办事处两级终端管理机制。公司对于加盟商的管理触达非常扁平化。

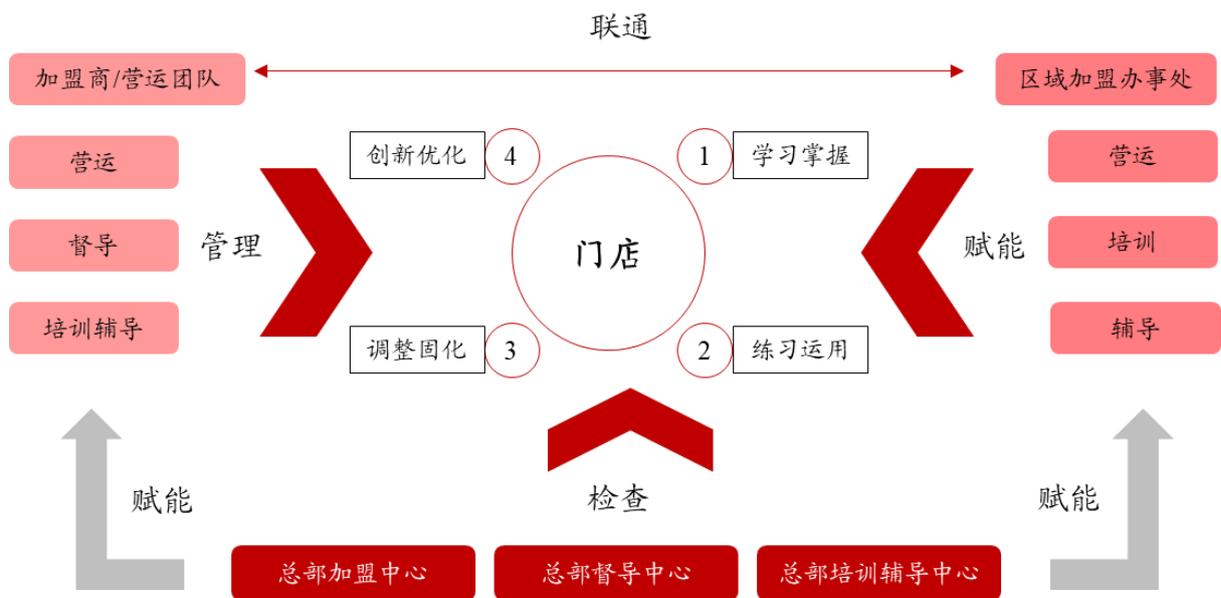
图 24：终端管理架构：区域和总部两级共同赋能终端



资料来源：公司公告，渠道调研，浙商证券研究所

加大中台赋能，总部和区域办事处两级协同赋能门店。规模化背景下，区域加盟办事处设置为行业领先，职能配备齐全，终端赋能体系完善。

图 25：SOP 管理结构：区域、总部及门店协同，推动门店标准化



资料来源：周大生加盟商大会，浙商证券研究所

货品的标准化和数字化即为所谓配货模型，目前公司推出了针对镶嵌类产品的配货模型。配货模型是指针对活力女孩、知性丽人、怡然佳人、魅力精英四类人群，配备不同比例的主力产品线（闪亮女孩、幸福花嫁、百魅、都市独白、都市锐芒、幸福时刻、星座极光）都要配备（不同消费特点下门店类型不同，配备比例不同），同时自由选择特色系列（可选挚、甜蜜星人、梵高、王力宏联名），最终完成挑选结构合理的适销款式，搭配成模型。目前公司根据门店所在地客流规模、消费水平、消费特点，推出多种标准配货模型。1) 从公司层面来看，配货模型可以降低 SKU 数量，产品线梳理清楚，品牌建设、营销更成体系、更有针对性，同时产品聚焦更能打造成为具有周大生特色的产品体系，增强品牌辨识度，形成竞争区隔。2) 从加盟商角度来看，能够极大的降本提效降，主要原因在于：

- 陈列精准抓住不同客群需求，覆盖、吸引更多潜在客群。
- 款式更精准、适销，货品配备更符合市场需求。
- 降低库存水平，提高货品及资金周转。
- 货品管理数字化、提升货品分析、补货等工作效率。
- 提高员工产品认知、能够更好的进行品牌理念和系列产品理念的传达，人与货的精准匹配，用户进店后匹配效率和成功的可能性更高。

公司层面对于配货模型的推广给予了大力的支持与优惠政策，包括库存旧货的改款、换货、配货模型滞销调换等政策。分级分阶段推行配货模型。随着配货模型的落地，成果将逐步显现。

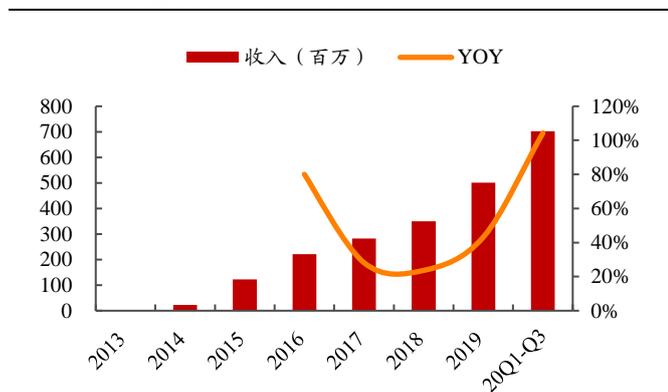
公司电商渠道发展同样处于行业领先地位。周大生 2014 年组建电商团队，并于 2018 年成立互联天下独立运营电商业务，电商业务处于业内领先地位。

表 11：周大生天猫旗舰店销售位居行业前列

	近 30 天销售额 (百万元)	店铺粉丝数 (万)	前五商品累计销售 (百万元)	销售单价 (元)	开始布局电商
周大福	158.17	562.4	122.55	1,671	2010 年
周生生	118.61	443.8	188.3	416	2001 年
周大生	68.39	342.7	88.1	978	2014 年
周六福	44.38	113.9	73.99	555	
六福珠宝	38.14	217.7	63.29	909	2012 年之前
老庙黄金	32.90	68.7	63.31	1,126	2011 年
中国黄金	22.70	58	117.77	974	2013 年 (瑞金麟代运营)

资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所（渠道调研时间为 2021 年 1 月 22 日）

图 26：公司电商收入情况（单位：百万）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 27：2017-2020 年双 11 黄金珠宝类目热销排行榜单

	2017	2018	2019	2020
1	周大福	周大福	周大福	周大福
2	周大生	周生生	周生生	周生生
3	周生生	周大生	周大生	周大生
4	潮宏基	潮宏基	施华洛世奇	施华洛世奇
5	中国黄金	六福珠宝	潘多拉	潮宏基
6	菜百	中国黄金	菜百	潘多拉
7	六福珠宝	菜百	六福珠宝	菜百
8	珂兰钻石	浦发银行	潮宏基	六福珠宝
9	老庙	深圳商城	中国黄金	周六福
10	谢瑞麟	周六福	周六福	老庙

资料来源：亿邦动力网，浙商证券研究所

公司目前线上销售的产品仍以“周大生”主品牌为主，由于公司线上产品大多为低客单产品，根据天猫旗舰店草根调研数据来看，镶嵌类核心价位在 1000 元左右，素金类多在几百元，还有部分银饰，价位远低于门店，出于对于线下销售冲击的影响，公司还在持续的梳理线上线下品牌和产品，以便更好地实现线上线下的区隔与协同。目前，公司新推出了电商渠道的新品牌 DC (Design Circles)，客单价相对婚嫁类消费为主的周大生低，定位非婚轻奢配饰类、社交场景珠宝，目标客户主要为都市的年轻女性。

电商销售渠道则以天猫旗舰店和短视频直播平台带货为主。短视频直播电商改善体验上的不足、能够实时交互，同时通过主播的人气、品质背书、直播沟通等可以促进低价值、配饰类珠宝饰品的销售。周大生为业内最早布局直播电商（网红直播+店铺自播）

的珠宝龙头品牌。2016年6月即试水直播电商，与淘宝官方以及明星柳岩合作直播小见成效。2017-2018年，在珠宝业内率先开展店铺自播，并在PGC节目合作领域大胆尝试。凭借着敏锐的嗅觉和丰富的电商直播经验，周大生在2019年就开始整体布局直播电商。一方面，不断与淘宝直播头部、腰部主播合作，打造直播爆款，并与薇娅、李佳琦、烈儿等直播达人建立深度合作关系，2020年疫情的催化下，周大生直播带货加速发展。2020年3月，薇娅在与周大生的合作中，多个爆款产品单场销量过万。2020年6月，周大生携手辛巴，创下直播单场销售额4.12亿的记录；另一方面，把自播能力作为企业未来必备的技能，不断深挖，已搭建起一个行业领先的专业直播团队。

图 28：定位轻奢配饰类新品牌 DC



资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所

图 29：公司通过签约网红直播带货



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

线下渠道方面，大钻比例提升&数字化&配货模型驱动门店降本提效，单店收入盈利空间提升，叠加2021年新开购物中心数增多，强低线渠道力+一二线放开加盟，驱动拓店提速。**电商方面**，公司布局领先，随着新品牌建设推进和线上线下产品和供应链体系的进一步完善，电商将持续放量。预计20/21/22年营收52.02/69.46/83.75亿元，同比增长-4.4%/33.5%/20.6%，20/21/22年归母净利10.60/13.39/15.61亿元，同比增长6.9%/26.3%/16.6%，对应PE 24/19/17X。我们认为周大生最有可能成为珠宝细分赛道的新龙头，业绩确定性稳定增长，各行业消费龙头估值多在25-30X区间以上，维持“买入评级”。

表 12：公司自营线下盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百万)	1,095.15	911.68	928.49	935.12
YOY	-2.83%	-16.75%	1.84%	0.71%
/总营收	20.13%	17.52%	13.37%	11.17%
月平均店数	291	255	245	235
加权平均单店收入(万元)	376.34	357.52	378.97	397.92
YOY	-5.17%	-5.00%	6.00%	5.00%
毛利率	33.68%	33.51%	34.21%	33.47%
加权平均单店镶嵌收入	90.20	68.66	82.39	90.63
YOY	-18.07%	-23.88%	20.00%	10.00%
毛利率	61.60%	62.00%	60.00%	60.00%
加权平均单店素金收入	286.14	249.15	286.52	315.17
YOY	-0.21%	-12.93%	15.00%	10.00%
毛利率	24.89%	31.00%	28.00%	25.00%

资料来源：浙商证券研究所

表 13: 公司加盟盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百万)	3,621.13	2,955.12	4,312.78	5,417.76
	YOY	-18.39%	45.94%	25.62%
	/总营收	66.57%	56.80%	62.09%
月平均店数	3367	3760	4000	4300
加权平均单店收入(万元)	107.55	78.59	107.82	125.99
	YOY	-8.91%	-26.92%	37.19%
	毛利率	34.44%	38.63%	34.76%
镶嵌单店收入	79.33	60.29	87.92	105.51
	YoY	-19.98%	-24.00%	45.83%
	毛利率	22.89%	20.00%	20.00%
单店品牌使用费	11.93	12.72	13.90	14.49
	YoY	-0.58%	6.65%	9.22%
单店管理服务费	6.25	5.58	6.00	6.00
	YoY	-19.98%	-10.72%	7.53%

资料来源: 浙商证券研究所

表 14: 公司其他业务盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
电商业务				
收入(百万)	501.03	1,136.81	1,477.85	1,773.42
	YOY	43.22%	126.90%	30.00%
	收入占比	9.21%	21.85%	21.28%
	毛利率	27.52%	42.00%	40.00%
供应链服务				
收入(百万)	62.53	51.92	72.69	87.23
	YOY	32.23%	-16.96%	40.00%
小贷金融				
收入(百万)	25.50	30.26	31.77	33.36
	YOY	411.73%	0.00%	5.00%
其他业务				
收入(百万)	133.94	116.60	122.43	128.55
	YOY	42.64%	0.00%	5.00%
	其他业务毛利率	91.60%	86.40%	86.40%

资料来源: 浙商证券研究所

表 15: 公司综合盈利预测(单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,439.29	5,202.40	6,946.01	8,375.44
	同比	11.69%	-4.36%	33.52%
	毛利率	35.98%	40.29%	37.49%
销售费用	587.01	624.29	729.33	837.54
	/收入	10.79%	12.00%	10.50%
管理费用	120.97	109.25	152.81	175.88
	/收入	2.22%	2.10%	2.20%
研发费用	13.31	20.81	27.78	29.31
	/收入	0.24%	0.40%	0.40%
财务费用	7.72	-13.04	-18.32	-30.22
	/收入	0.14%	-0.25%	-0.26%
归属于母公司所有者的净利润	991.42	1,060.28	1,339.47	1,561.49
	同比	22.99%	6.95%	26.33%
	净利润率	18.23%	20.38%	19.28%

资料来源: 浙商证券研究所

表 16: 公司与同业估值比较 (PE)

上市公司	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)				归母净利 YOY				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
A 股珠宝													
老凤祥	271	14.08	14.95	17.54	19.99	17%	6%	17%	14%	19.3	18.1	15.5	13.6
潮宏基	36	0.81	0.87	1.46	--	14%	7%	68%	--	44.3	41.3	24.6	--
菜绅通灵	22	1.46	--	--	--	-30%	--	--	--	15.0	--	--	--
萃华珠宝	15	0.37	--	--	--	26%	--	--	--	40.8	--	--	--
明牌珠宝	21	0.58	--	--	--	-37%	--	--	--	36.1	--	--	--
爱迪尔	20	-3.00	--	--	--	-1165%	--	--	--	-6.8	--	--	--
										31.1	29.7	20.0	13.6
港股珠宝													
周大福	954	26.51	43.70	52.88	60.93	-37%	65%	21%	15%	36.0	21.8	18.0	15.7
周生生	58	5.76	5.56	9.60	10.70	-36%	-4%	73%	12%	10.1	10.5	6.1	5.4
六福集团	93	7.92	8.82	10.59	11.86	-42%	11%	20%	12%	11.7	10.5	8.8	7.8
										19.3	14.3	11.0	9.6
周大生	258	9.91	10.60	13.39	15.61	23%	7%	26%	17%	26.1	24.4	19.3	16.5

数据来源: Wind 一致预期、浙商证券研究所预测

5. 风险提示

- 1、疫情反复，线下消费恢复不及预期；
- 2、金价向下波动；
- 3、门店扩张不及预期；
- 4、新品牌拓展不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,162	5,084	6,075	7,333	营业收入	5,439	5,202	6,946	8,375
现金	1,294	2,164	2,860	3,807	营业成本	3,482	3,106	4,342	5,350
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	56	62	69	84
应收账款	76	144	164	207	营业费用	587	624	729	838
其它应收款	18	17	24	30	管理费用	121	109	153	176
预付账款	23	28	30	42	研发费用	13	21	28	29
存货	2,597	2,580	2,848	3,096	财务费用	8	(13)	(18)	(30)
其他	196	196	204	223	资产减值损失	(12)	(22)	(24)	(28)
非流动资产	1,760	1,815	1,880	1,939	公允价值变动损益	19	(5)	(5)	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
长期投资	1	0	0	0	其他经营收益	77	80	80	80
固定资产	30	34	33	31	营业利润	1,257	1,367	1,722	2,011
无形资产	435	420	405	389	营业外收支	35	30	34	34
在建工程	171	250	300	350	利润总额	1,292	1,397	1,756	2,045
其他	1,295	1,361	1,442	1,518	所得税	301	337	416	484
资产总计	5,922	6,898	7,956	9,272	净利润	991	1,060	1,339	1,561
流动负债	1,153	1,348	1,466	1,688	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	991	1,060	1,339	1,561
应付款项	919	891	949	1,115	EBITDA	1,270	1,451	1,829	2,137
预收账款	115	104	119	150	EPS (最新摊薄)	1.36	1.45	1.83	2.13
其他	234	457	516	574	主要财务比率				
非流动负债	26	19	22	23		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	26	19	22	23	营业收入	11.69%	-4.36%	33.52%	20.58%
负债合计	1,179	1,367	1,487	1,711	营业利润	22.53%	8.71%	25.95%	16.83%
少数股东权益	33	33	33	33	归属母公司净利润	22.99%	6.95%	26.33%	16.58%
归属母公司股东权益	4,710	5,531	6,468	7,561	获利能力				
负债和股东权益	5,922	6,898	7,956	9,272	毛利率	35.98%	40.29%	37.49%	36.13%
					净利率	18.23%	20.38%	19.28%	18.64%
					ROE	22.76%	20.57%	22.20%	22.16%
					ROIC	20.35%	18.70%	20.31%	26.61%
					偿债能力				
					资产负债率	19.90%	19.82%	18.70%	18.45%
					净负债比率	24.85%	24.72%	23.00%	22.63%
					流动比率	3.61	3.77	4.15	4.34
					速动比率	1.34	1.84	2.18	2.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.92	0.81	0.94	0.97
					应收帐款周转率	36.64	37.00	37.00	37.00
					应付帐款周转率	5.31	4.80	6.50	7.00
					每股指标(元)				
					每股收益	1.36	1.45	1.83	2.13
					每股经营现金	1.09	1.33	1.68	2.12
					每股净资产	6.44	7.57	8.85	10.33
					估值比率				
					P/E	26.07	24.37	19.29	16.55
					P/B	5.49	4.67	4.00	3.42
					EV/EBITDA	19.33	16.32	12.57	10.31

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	798	974	1,228	1,548
净利润	991	1,060	1,339	1,561
折旧摊销	20	88	107	125
财务费用	17	(13)	(18)	(30)
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	(292)	(144)	(176)	(87)
其它	62	(17)	(23)	(21)
投资活动现金流	313	282	(69)	(83)
资本支出	181	92	64	64
长期投资	0	0	0	0
其他	(132)	(190)	133	147
筹资活动现金流	(903)	(385)	(464)	(518)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(903)	(385)	(464)	(518)
现金净增加额	208	870	696	947

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>