

2021年02月26日

全渠道，全地域持续进化的珠宝龙头 买入（维持）

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,439	5,084	6,914	8,175
同比（%）	11.7%	-6.5%	36.0%	18.2%
归母净利润（百万元）	991	1,012	1,329	1,601
同比（%）	23.0%	2.1%	31.3%	20.4%
每股收益（元/股）	1.36	1.39	1.82	2.19
P/E（倍）	23.93	23.43	17.85	14.82

投资要点

- 国内镶嵌珠宝头部企业，加盟模式轻资产快速扩张，年轻化势在必行：**周大生是我国镶嵌珠宝的头部企业，公司专注于品牌和渠道建设，生产端外包给专业的供应商，零售端则通过加盟商快速扩张，以①镶嵌类珠宝为核心，贡献主要收入和毛利润，②加盟模式下的品牌使用费和管理服务费直接贡献利润，③素金首饰人气引流，负责帮助公司扩大终端规模。独创“五大风格”实现全年龄，全风格布局，同时不断拥抱时尚年轻化的趋势，赋予产品更多活力（如设计师合作，艺术类IP，卡通类IP以及明星同款等），业务规模扩张迅速，2019年实现收入54.4亿元，同比+11.7%，净利润9.9亿元，同比+23%。
- 非婚场景消费兴起，珠宝或迎来发展新机遇：**2020年下半年以来黄金珠宝行业恢复强劲。随着消费水平的提升和消费观念的进化，90后与00后消费主力更关注黄金珠宝的消费属性，一方面带来购买场景和佩戴场景多元化，购买频次增加，非婚庆类场景兴起；另一方面在产品端也不再局限于高保值产品，非贵金属类产品的受欢迎程度或将提升。钻石产品在我国低线城市的渗透率仍有提升空间。
- 全渠道、全地域布局，终端实际零售额已进入行业前三，规模优势明显：**自2017年以来公司进入快速开店周期，2018/2019年分别净新增门店651家/636家，通过“一二线自营+三四线加盟”实现全国化高密度布局。未来加盟店仍是线下主要拓展方向，该模式对运营资金要求较低，能够快速将杠杆放大，运营效率提升，我们认为目前正处于黄金珠宝行业下沉市场渗透的发展阶段，加盟模式有助于帮助企业抢占先机。截至2020年Q3，公司总网点数达到4020家，排名行业第一，其中加盟店3768家，自营门店252家，按照终端实际零售额计算周大生规模排名行业第三，仅次于周大福和老凤祥，未来公司的门店空间有望达到6000家，终端零售额或将成为行业第一。
- 线上渠道优势明显，是公司品牌建设的重要端口：**公司对新媒体渠道变革敏感度高，线上化率居于行业前列，未来电商或成为公司时尚新品和潮品的重要推广平台，不断强化品牌在年轻一代消费者心中形象。
- 盈利预测与投资评级：**我们看好公司：①规模优势明显；②持续享受渠道下沉的市场红利，保持未来3-5年15%-20%高增速；③多种渠道协同发展带来新期待。公司单店收入基本保持稳定，未来主要通过不断开新加盟店实现增长，镶嵌类珠宝，品牌使用费和管理服务费依旧为公司的主要利润来源。我们预计公司20-22年将实现净利润10.1/13.3/16.0亿元，最新收盘价对应21年PE 18倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济景气度下降，门店拓展和产品受欢迎程度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.46
一年最低/最高价	16.45/39.38
市净率(倍)	4.95
流通 A 股市值(百万元)	24928.75

基础数据

每股净资产(元)	6.96
资产负债率(%)	19.05
总股本(百万股)	730.82
流通 A 股(百万股)	722.99

相关研究

- 1、《周大生 (002867)：Q3 归母净利润+51%，婚恋需求释放+电商带动下业绩全面向好》
2020-11-01

内容目录

1. 国内镶嵌珠宝头部企业，年轻化势在必行	5
1.1. 镶嵌类珠宝为核心，素金首饰人气引流，产品年轻时尚化	5
2. 行业驱动：非婚庆场景消费兴起，珠宝或迎来发展新机遇	7
2.1. 黄金珠宝市场增速趋于稳定，受疫情影响后已基本恢复	7
2.2. 黄金珠宝主要分类：黄金和钻石在金属类和宝石类珠宝中仍占据绝对领先地位	9
2.3. 珠宝行业产业链分析：上游垄断，零售端取决于品牌和渠道	10
2.4. 行业增长驱动力：非婚庆场景消费的崛起	12
2.4.1. 钻石的渗透率还有提升空间	12
2.4.2. 婚庆类市场未来主要看“客单价”，非婚庆市场兴起带来珠宝行业发展新机遇	13
2.4.3. 非贵金属类饰品兴起	14
3. “生产外包+供应链整合+加盟模式”实现轻资产快速扩张，规模优势明显	15
3.1. 加盟模式轻资产快速扩张	15
3.2. 公司具备较强的供应链整合能力和完备的质量监控机制	20
4. 渠道：线上线下全渠道、各线城市全地域布局	21
4.1. 加盟模式助力快速铺店，三四线城市仍具备下沉空间	21
4.2. 电商渠道：公司品牌建设的重要端口，线下渠道的有效补充	26
4.2.1. 公司电商渠道占比逐年提升，主打中低价位时尚珠宝，形成产品区分	26
4.2.2. 线下门店地位不可替代，电商或成为公司未来重要的品牌建设端口	28
5. 盈利预测和投资建议	30
5.1. 盈利预测	30
5.2. 投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

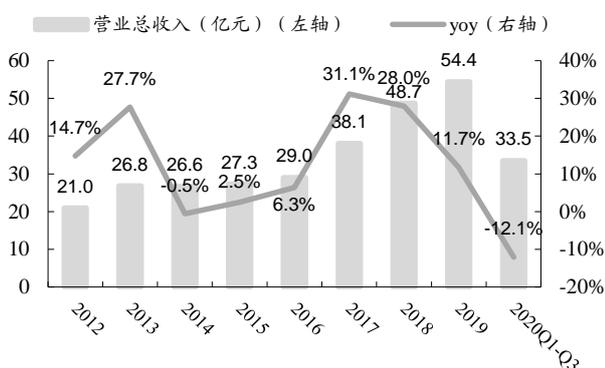
图 1: 2016 年以来公司营收保持高速增长.....	5
图 2: 2016 年以来公司归母净利润保持高速增长.....	5
图 3: 独创“五大风格”实现全年龄, 全风格布局.....	6
图 4: 按材质分类, 公司实现全产品线覆盖.....	6
图 5: “LOVE100”百面切工工艺.....	7
图 6: 公司原材料采购金额占比.....	7
图 7: 公司一直在积极拥抱时尚年轻化的趋势, 赋予产品更多活力.....	7
图 8: 中国大陆珠宝行业市场规模与增速.....	8
图 9: 疫情后我国金银珠宝零售恢复强劲.....	8
图 10: 2020 年中国各材质珠宝销售额占比 (按金属分).....	9
图 11: 2020 年中国各材质珠宝销售额占比 (按宝石分).....	9
图 12: 2007 年以来我国黄金消费量.....	10
图 13: 我国黄金消费量增长率.....	10
图 14: 2007 年以来我国成品钻石交易总额.....	10
图 15: 我国成品钻石交易年增长率.....	10
图 16: 珠宝行业产业链.....	11
图 17: 2018 国际钻石供应市场份额 (以销售量计算).....	11
图 18: 钻石行业产量与销售额变化.....	11
图 19: 钻石产业链不同环节利益分配, 开采商和零售商获取了大部分利润.....	12
图 20: 2018 年中国各线城市珠宝渗透率.....	13
图 21: 最希望收到的珠宝礼物的种类 (中国女性).....	13
图 22: 2019 年中美各钻石用途占比 (销售量%).....	14
图 23: 2019 年中国钻石消费场景 (销售量%).....	14
图 24: 非贵金属类饰品相对增速更快.....	15
图 25: 公司采购销售流程.....	17
图 26: 2015-2019 年公司各项主营业务营收 (亿元).....	18
图 27: 2016-2019 年公司各项主营业务增速.....	18
图 28: 2015-2019 年公司各项主营业务占比情况.....	18
图 29: 2016-2019 年公司各项主营业务毛利率.....	18
图 30: 2015-2019 年公司各项主营业务毛利润.....	19
图 31: 2016-2019 年公司各项主营业务毛利润占比情况.....	19
图 32: 主要珠宝品牌综合毛利率中, 周大生毛利位于行业第一.....	19
图 33: 2019 年国内黄金珠宝的主要市占率情况.....	19
图 34: 销售额还原测算逻辑.....	20
图 35: 公司主要的质量监控方式.....	20
图 36: 经销商提货全流程.....	20
图 37: 周大生自营和加盟终端门店数 (家).....	21
图 38: 周大生自营和加盟终端门店数同比增速.....	21
图 39: 主要珠宝品牌中国大陆终端门店数 (家).....	21
图 40: 主要珠宝品牌中国大陆终端自营门店占比.....	21
图 41: 季度门店净增加数量及变化 (家).....	22
图 42: 周大生全国营销渠道覆盖图示.....	22

图 43: 2015-2019 分渠道收入 (百万元)	24
图 44: 2015-2019 分渠道收入增速	24
图 45: 周大生各渠道收入占比情况	24
图 46: 周大生各渠道毛利率情况	24
图 47: 自营店 2014-2019 年单店模型拆分	25
图 48: 加盟店 2014-2019 年单店模型拆分	25
图 49: 周大生自营店单店收入及增速 (万元)	26
图 50: 周大生加盟店单店收入及增速 (万元)	26
图 51: 2019 年珠宝行业线上线下渠道占比	26
图 52: 2020 前三季度公司电商渠道占比大幅增长	26
图 53: 2020H1 公司各电商渠道占比	27
图 54: 公司线上渠道收入保持高速增长	27
图 55: 主要黄金珠宝品牌商电商渠道占比情况	27
图 56: 周大生天猫双 11 珠宝品类销量排名	28
图 57: 2020 双 11 预售 3 日电商平台战绩	28
图 58: 天猫旗舰店最近 1 年热销产品类目销量占比	28
图 59: 天猫旗舰店最近 30 天热销产品价格分布 (元)	28
图 60: 2020 年一二线城市黄金饰品购买地点	29
图 61: 2020 年三四线城市黄金饰品购买地点	29
图 62: 流量大 V 直播记录	29
图 63: 多种直播平台	30
图 64: 2020-2022 年公司盈利预测	31
表 1: 我国黄金珠宝的主要分类	9
表 2: 珠宝首饰企业运营模式	15
表 3: 珠宝首饰企业销售模式	16
表 4: 各省现有门店数及未来 5 年内潜在门店空间测算	23
表 5: 可比公司估值表	32

1. 国内镶嵌珠宝头部企业，年轻化势在必行

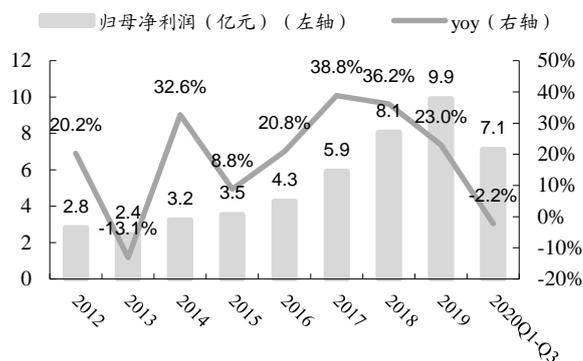
周大生是我国黄金珠宝的头部企业，镶嵌类珠宝为其核心产品，素金首饰作为人气引流产品。公司采用“品牌+供应链整合+渠道”的轻资产模式，以品牌为出发点，将上游黄金珠宝加工环节外包，下游通过加盟模式实现网点快速扩张渗透，截止2020年Q3，公司总网点数达到4020家，其中加盟店3768家，自营门店252家。2019年实现收入54.4亿元，归母净利润9.9亿元。

图1：2016年以来公司营收保持高速增长



数据来源：同花顺，东吴证券研究所

图2：2016年以来公司归母净利润保持高速增长



数据来源：同花顺，东吴证券研究所

1.1. 镶嵌类珠宝为核心，素金首饰人气引流，产品年轻时尚化

独创“五大风格”实现全年龄，全风格布局。2016年，公司首次提出“情景风格珠宝”的概念，推出“优雅”、“浪漫”、“迷人”、“摩登”、“自然”五大产品风格。2018年12月初，“情景风格珠宝”2.0首次加入了对消费人群的定位，按照消费者的不同年龄段、消费水平、情感需求、审美偏好等因素锁定“活力女孩”、“依然佳人”、“知性丽人”、“魅力精英”、“星光女神”五大人群，聚焦表达情感和表现自我两大方向，打造深度契合风格美学且有生命力的产品，获得了消费者的广泛认可和喜爱。

图 3: 独创“五大风格”实现全年龄，全风格布局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

主打钻石, 以黄金为人气产品, 配套珍珠、彩宝、翡翠等全产品线布局。公司一直以来主推高毛利率的钻石首饰, 2013 年抢先引入比利时 EXELCO 公司的“LOVE100”百面切工工艺, 相较于常见钻石的 57 或 58 个切面, 产品亮度可提升 20%, 而百面切工钻石也一直是公司钻石类的核心产品。2013-2018 年间钻石在原材料采购成本中占比从 23%稳步提升至 45%。黄金消费因为可触达的用户比较广泛, 一直以来都是公司的人气引流产品。另外近些年随着悦己型, 非婚庆型消费的兴起, 珠宝首饰的款式, 用途和场景更加多元化, 公司在其他贵金属类, 宝石类等均加大了布局。

图 4: 按材质分类, 公司实现全产品线覆盖



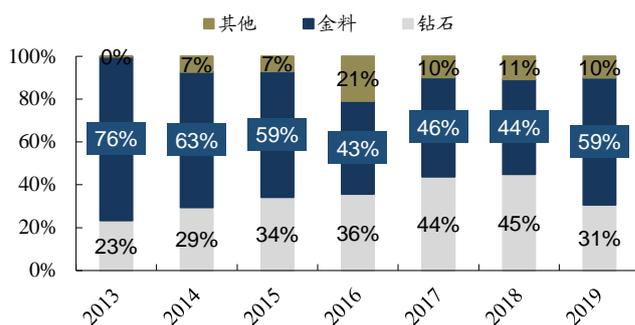
数据来源: 周大生天猫旗舰店, 东吴证券研究所

图 5：“LOVE100”百面切工工艺



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：公司原材料采购金额占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品结构有时尚年轻化的趋势：除了传统的黄金珠宝产品，公司一直在主动拥抱新时尚，如艺术类高端 IP “梵高系列”，社交时尚类珠宝 “Design circles” 系列，与年轻知名设计师合作的 “都市独白系列”，以及卡通 IP 联名款如皮卡丘、兔斯基、喜羊羊与灰太狼、年娃春妮等，赋予了产品更多年轻文化，借助 IP 自带流量特征吸引广大年轻消费群体。

图 7：公司一直在积极拥抱时尚年轻化的趋势，赋予产品更多活力



数据来源：公司公告，周大生天猫旗舰店，东吴证券研究所

2. 行业驱动：非婚庆场景消费兴起，珠宝或迎来发展新机遇

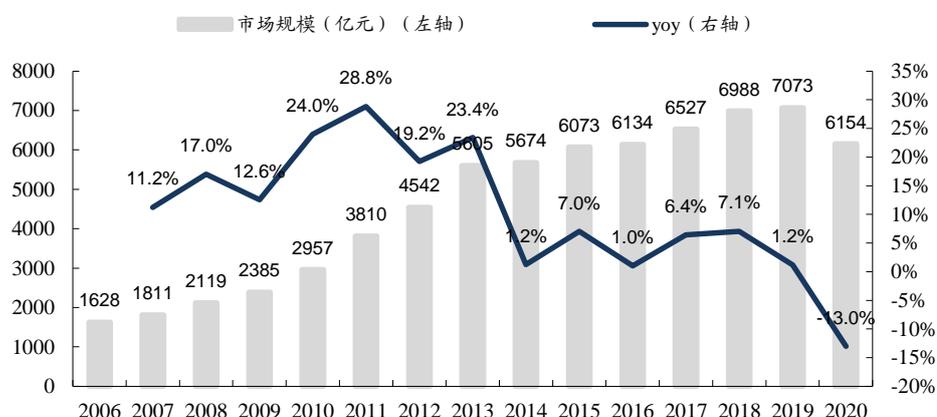
2.1. 黄金珠宝市场增速趋于稳定，受疫情影响后已基本恢复

中国珠宝行业景气度与宏观和消费整体景气度高度相关，未来处于 3%-5% 的长期

稳定增速期。作为非必需品，珠宝行业是否景气，主要受到宏观经济和政策影响。随着2003年贵金属及其制品市场开放，以及经济的飞速增长、消费需求的快速释放，珠宝行业迎来了“黄金十年”的高速增长期。2013年，随着国际金价下跌，中国消费者掀起“抢金”热潮，珠宝店中的黄金饰品被一抢而空，随后金价继续下行，部分消费者被“套牢”，“抢金”热潮没能持续到2014年。由于黄金消费需求的透支，再加上经济增速放缓的影响，2014-2016年珠宝行业市场规模增速较慢、波动较大。2017年以来，市场日趋成熟和理性，在消费升级、经济中高速发展的大背景下，珠宝行业增长较为稳定。

目前中国已经成为了世界第二大钻石加工基地、世界上最大的珠宝首饰消费市场 and 世界第一大黄金消费国，是重要的珠宝首饰生产和消费国家。2019年，中国大陆珠宝行业规模为7073亿元。

图8：中国大陆珠宝行业市场规模与增速



数据来源：欧睿咨询，东吴证券研究所

短期受疫情和经济下行冲击，看好珠宝行业长期发展。2020年以来，整个珠宝行业受疫情冲击影响较大，随着国内疫情逐渐得到控制，经济开始复苏，珠宝行业反弹强劲。

图9：疫情后我国金银珠宝零售恢复强劲



数据来源：统计局，东吴证券研究所

注：2月数据为1-2月合计

2.2. 黄金珠宝主要分类：黄金和钻石在金属类和宝石类珠宝中仍占据绝对领先地位

我国黄金珠宝目前主要可以分为以下几类，其中黄金占比最大，其次为钻石，剩下还包括铂金，K金和翡翠等几大类。

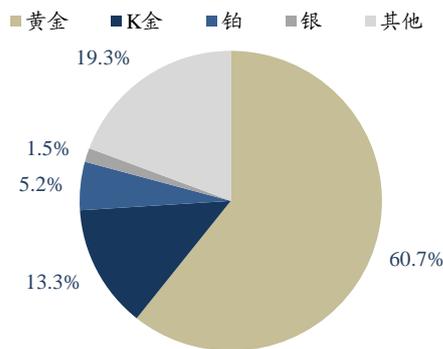
表 1: 我国黄金珠宝的主要分类

首饰种类	基本特点
黄金首饰	以含金量不少于 99% 的材质制成的首饰，我国主流珠宝首饰品种，具有一定保值性
钻石首饰	镶嵌有钻石的各类珠宝首饰的简称，一般有裸钻、钻戒、颈饰、耳饰、腕饰几类
铂金首饰	以铂金为主要材质制成的首饰，价值比黄金首饰高，但保值性较低
K 金首饰	以黄金为主要原料，但含金量低于 99% 的材质制成的首饰，强调设计感和时尚性，保值性较低
玉石首饰	以翡翠、和田玉为主要原料制成的首饰，一般有耳钉、珠链、手镯、戒指几类
其他	珍珠、人造宝石、彩宝（如碧玺、蓝宝石、红宝石等）

数据来源：招股说明书。东吴证券研究所

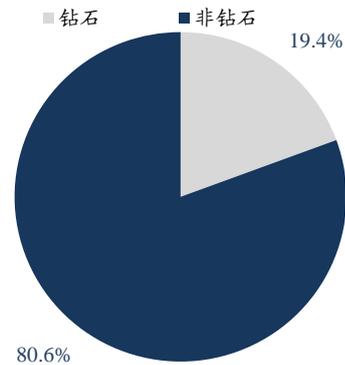
黄金依然是最受欢迎的珠宝品种，钻石紧随其后。2020 年，金属类宝石的销售额黄金占比达到 60%，其次是占比 13% 的 K 金和 5.2% 的铂金。宝石类产品中二成仍为钻石。合并来看，据欧睿统计，2019 年黄金珠宝消费额中黄金占比约 53%，钻石占比约 20%。近年来，中国黄金和钻石的交易量波动较大，但总体呈现上涨趋势。

图 10: 2020 年中国各材质珠宝销售额占比（按金属分）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

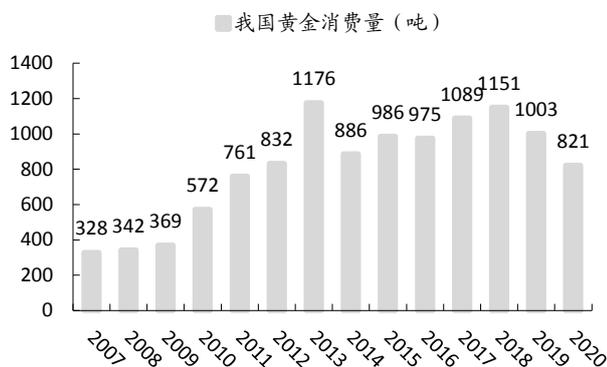
图 11: 2020 年中国各材质珠宝销售额占比（按宝石分）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

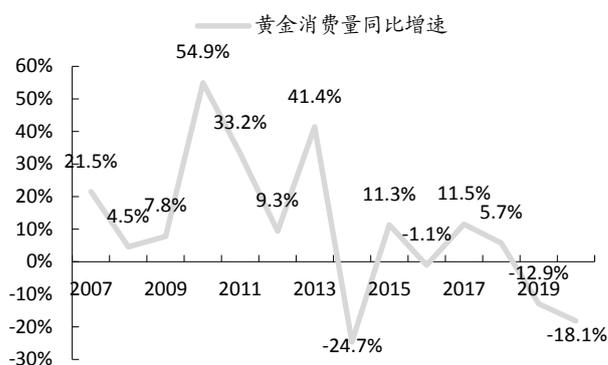
黄金消费量波动与宏观经济和金价高度相关： 2020 年我国黄金消费量为 821 吨，一定程度上受到疫情的影响。回顾我国历史黄金消费量，2013 年以前的大幅增加归因于政策放开带来“黄金十年”和“抢金潮”的刺激，2014 年的下跌主要因金价进一步下跌导致消费需求短暂下降。2015-2018 年黄金消费量总体稳步上升，2018 年以来主要受到经济增速的放缓和国际金价的大幅提升影响，消费量有所承压。

图 12: 2007 年以来我国黄金消费量



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

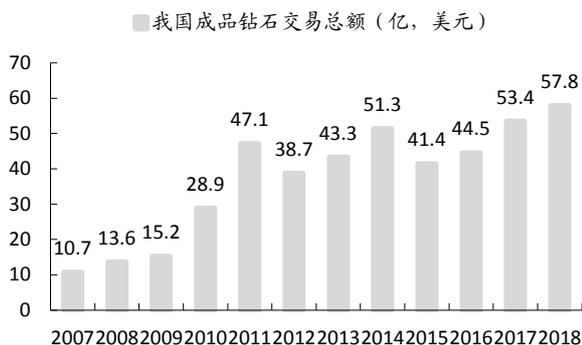
图 13: 我国黄金消费量增长率



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

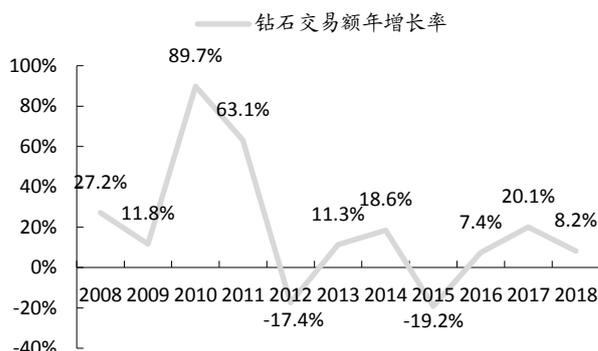
钻石交易量整体保持高速增长态势: 上海钻石交易所数据显示, 2018 年我国钻石交易总额达到 57.8 亿美元。自 2007 年以来, 我国钻石交易量整体呈现上升趋势, 2007-2018 年钻石交易总额的 CAGR 为 16.58%。

图 14: 2007 年以来我国成品钻石交易总额



数据来源: 上海钻石交易所, 东吴证券研究所

图 15: 我国成品钻石交易年增长率

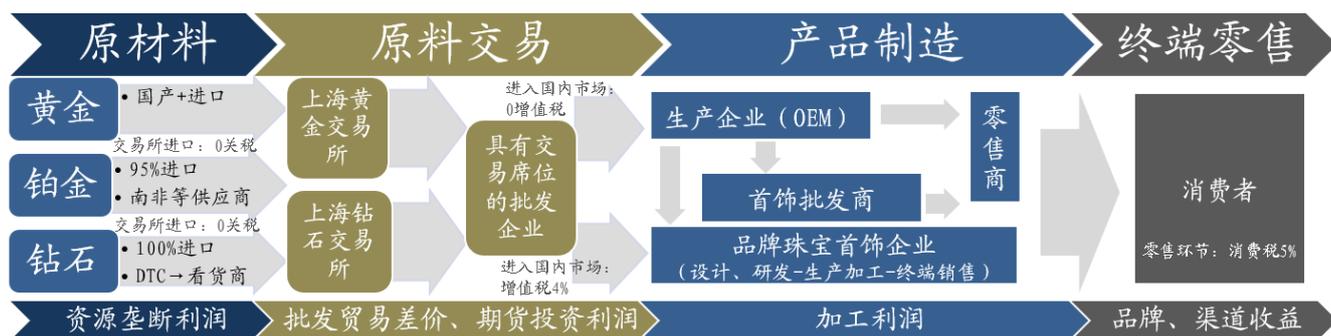


数据来源: 上海钻石交易所, 东吴证券研究所

2.3. 珠宝行业产业链分析: 上游垄断, 零售端取决于品牌和渠道

上游获得垄断利润, 中游竞争激烈利润率低, 下游零售利润率取决于品牌和渠道。珠宝行业上游是类似于 De Beers 之类的钻石供应商, 中游是珠宝加工企业, 下游是周大生、周大福之类的珠宝零售商。一些珠宝品牌包揽了中间加工和零售, 但许多品牌商的生产环节仍然选择外包或者部分外包。

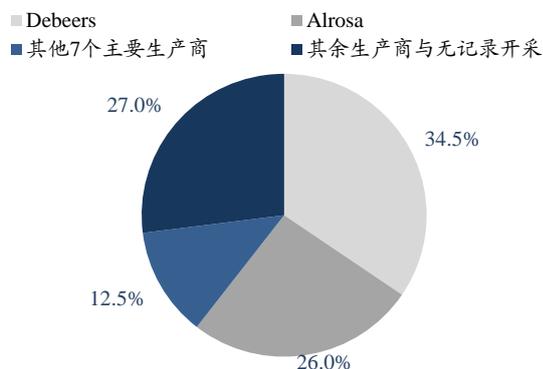
图 16: 珠宝行业产业链



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

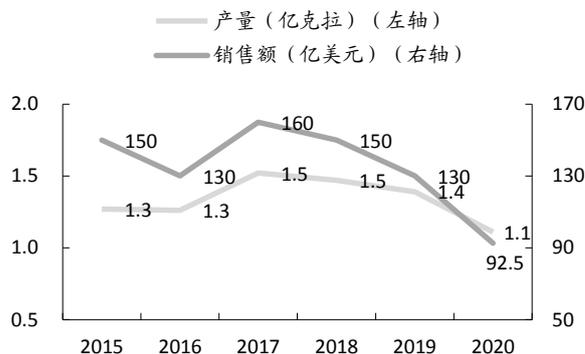
在珠宝行业的上游（即原料供应），由于钻石、黄金的供应几乎都被几个大企业垄断，因此上游整体可获得较为丰厚的利润。2018 年，按照销售额计算，De Beers 是世界上最大的钻石供应商，占据了全球钻石供应市场 34.5% 的份额；其次是 Alrosa，供应了 26% 的钻石，Sodiam、Dominion Diamond Mines 等少数几家厂商也占到了相当份额，其余厂商的供应量可以忽略不计。在寡头垄断的市场环境下，这些上游厂商具有较强的定价能力。

图 17: 2018 国际钻石供应市场份额（以销售量计算）



数据来源：De Beers 《THE DIAMOND INSIGHT REPORT 2019》，东吴证券研究所

图 18: 钻石行业产量与销售额变化



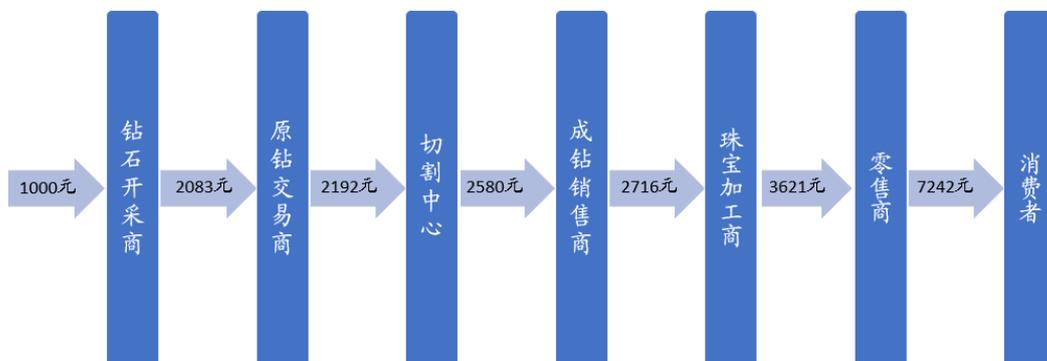
数据来源：贝恩，东吴证券研究所

中游珠宝加工商竞争较为激烈：中游的珠宝加工商需要从黄金交易所或者钻石交易所购买原料。然而，目前上海钻石交易所 370 个会员（会员编号从 0001 到 0551），包括了已经上市的周大生、周大福、周生生等知名企业，也包括诸多中小型钻石加工商。上海黄金交易所也有 279 个会员单位。市场更接近于自由竞争，单纯从事珠宝加工的企业难以获得较高利润。

下游零售商对品牌和渠道的要求更高：珠宝行业下游的零售商主要依靠品牌、渠道。对于包揽加工和零售的品牌珠宝首饰企业来说，设计水平越高、品牌声誉越高、渠道成本越低，那么获得高利润的可能性也越大。

上游开采商和零售终端获取了产业链大部分利润：根据行业平均毛利率水平计算，假设一定数量和品级的钻石开采成本为 1000 人民币，那么最后到消费者手中的价格约为 7242 元，大部分的利润被钻石开采商和零售终端获取。

图 19: 钻石产业链不同环节利益分配，开采商和零售商获取了大部分利润



数据来源：华经产业研究院 2019，东吴证券研究所

2.4. 行业增长驱动力：非婚庆场景消费的崛起

消费水平的提升和消费观念的进化带来非婚庆场景消费的兴起：父母辈选择黄金珠宝更多看中的其金融属性和投资属性，应用场景也更多用于婚庆类。因此对于黄金的偏爱程度尤为高，而新时代的 90 后与 00 后，一方面是因为消费水平的提升，一方面也是因为消费观念的变化，更加关注黄金珠宝的消费属性，随着 90 后和 00 后越来越成为消费的主力，非婚庆类场景消费兴起：

1) 购买场景和佩戴场景多元化，购买频次增加：购买场景除了婚庆以外，黄金珠宝也是日常维系感情的重要载体，如生日礼物，重要节假日礼物（如春节，情人节，纪念日等），朋友答谢等。佩戴场景不限于重要场合，日常的装饰需求日益提升，对产品的设计，营销和渠道都提出了新的要求。

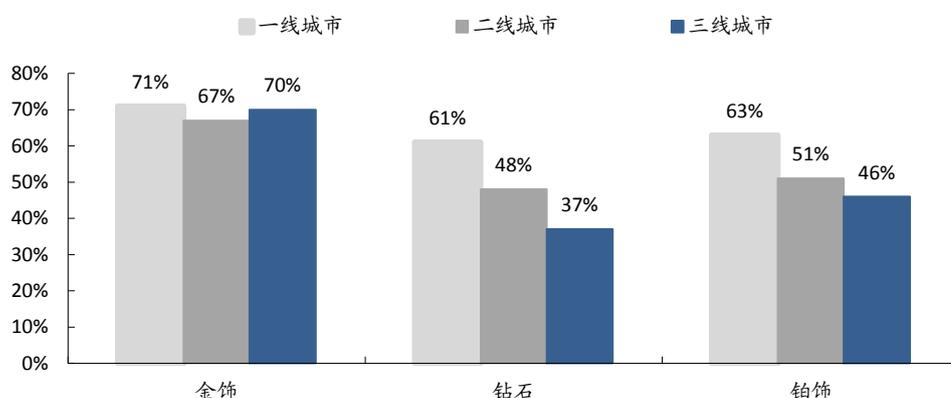
2) 不局限于高保值的产品：可以接受好看但是没有那么保值的产品，比如 K 金，非贵金属类产品，如水晶等。

未来非婚庆类市场达到 3400 亿市场规模可期：我们假设到 2025 年，平均每年的重要节日有 3 次（如情人节，纪念日，生日等），平均每次消费 1500 元左右。5 年后整个 25-35 岁的适龄人口约 1.9 亿人，假设渗透率达到 40%，则整个市场规模可达到约 3400 亿元。

2.4.1. 钻石的渗透率还有提升空间

未来钻石在低线城市的渗透率仍有较大提升空间。根据 Frost & Sullivan 公司 2018 年的调研，一线、二线、三线城市的黄金饰品渗透率差距很小，均在 70% 左右。但钻石饰品渗透率的差距依然很大，一线城市钻石饰品渗透率已经达到 61%，而三线城市只达到了 37%。未来钻石在下沉市场仍有较大的发展空间。

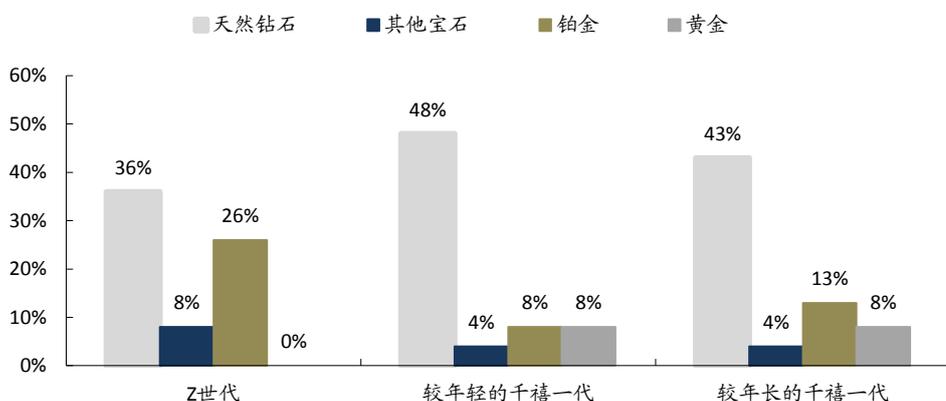
图 20：2018 年中国各线城市珠宝渗透率



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

年轻的千禧一代和 Z 世代更偏向于钻石类珠宝。或受益于流行文化的熏陶，以及品牌故事的感染，年轻的千禧一代和 Z 世代对钻石的偏爱程度更高。根据 De Beers 在 2018 年的调查，在中国，无论是年轻的千禧一代还是 Z 世代的女性，认为宝石是最想收到的珠宝礼物的比例是最高的，分别为 48% 和 36%。远高于黄金。

图 21：最希望收到的珠宝礼物的种类（中国女性）



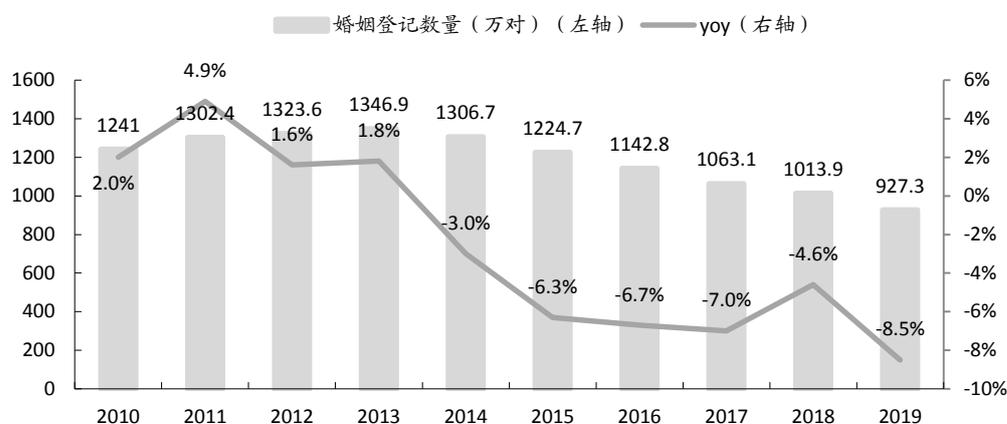
数据来源：De Beers 《THE DIAMOND INSIGHT REPORT 2018》，东吴证券研究所

2.4.2. 婚庆类市场未来主要看“客单价”，非婚庆市场兴起带来珠宝行业发展新机遇

随着结婚人数的降低，婚姻场景的需求量或将放缓，未来收入规模增长主要靠“客单价”。根据民政局数据，近年来，我国年婚姻登记数量持续下滑，从 2013 年的 1346.9 万对下滑到 2019 年的 927.3 万对。随着人们婚育观念的变化以及诸多因素的影响，婚姻

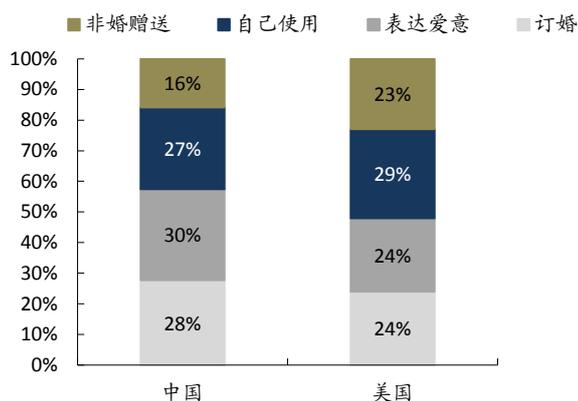
登记数量可能进一步下滑，婚姻场景的需求量的增长或将放缓。

图 3: 结婚人数持续出现下降，婚庆需求增加更多体现在客单价提升



数据来源：民政局，东吴证券研究所

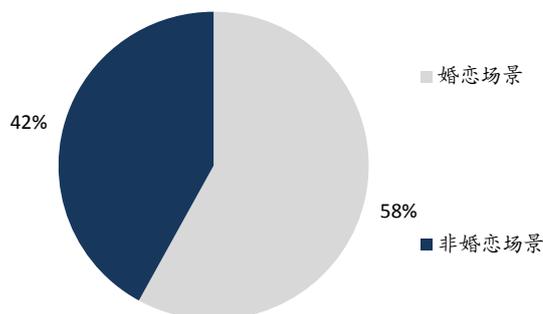
图 22: 2019 年中美各钻石用途占比 (销售量%)



数据来源：De Beers 《THE DIAMOND INSIGHT REPORT 2019》，东吴证券研究所

注：由于四舍五入，中国各用途占比之和与 100% 略有出入。

图 23: 2019 年中国钻石消费场景 (销售量%)

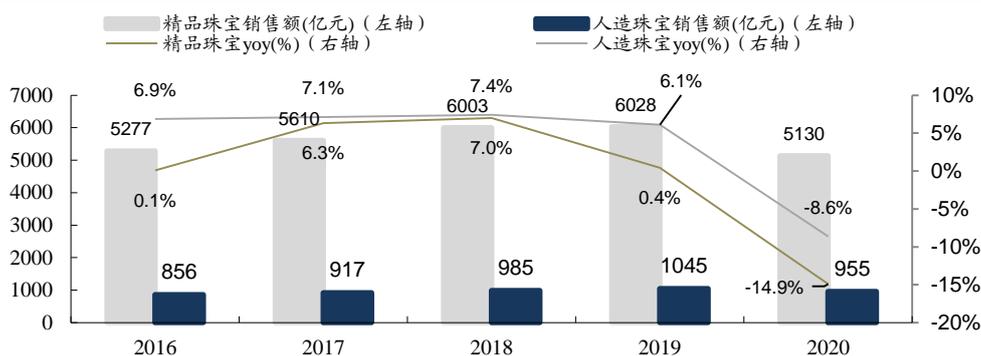


数据来源：De Beers 《THE DIAMOND INSIGHT REPORT 2019》，东吴证券研究所

2.4.3. 非贵金属类饰品兴起

产品迭代速度加快，时尚元素加强带来非贵金属类饰品兴起。新一代消费者对首饰的保值能力要求逐渐放低，对时尚的要求越来越高，要求产品能够快速反应潮流的变化。而非贵金属类首饰单价较低，购买决策过程简单，具备快反能力。因此未来或成为珠宝行业另一个重要的细分赛道。

图 24: 非贵金属类饰品相对增速更快



数据来源: 欧睿咨询, 东吴证券研究所

注: 精细珠宝主要指具有保值属性的贵金属

3. “生产外包+供应链整合+加盟模式”实现轻资产快速扩张, 规模优势明显

3.1. 加盟模式轻资产快速扩张

生产加工外包, 周大生进行供应链整合和品牌建设: 珠宝首饰企业主要有 3 种运营模式, 分别为 1) 以设计或生产为主的珠宝首饰加工企业, 2) 一体化综合性珠宝首饰企业 (大部分行业头部品牌均属于这一种) 和 3) 专注于品牌和渠道建设的珠宝首饰运营企业。周大生属于第三模式, 专注于品牌和渠道建设, 在生产端选择外包给专业的供应商, 对运营资金要求较低, 能够快速将杠杆放大, 运营效率提升, 实现快速扩张。

表 2: 珠宝首饰企业运营模式

模式	特征	优势	劣势	主要企业
以设计或生产为主的珠宝首饰加工企业	以贴牌、代工为主	在其所在的产业链条细分领域具有较强的竞争优势;	品牌形象不突出; 发展规模有限, 渠道能力弱; 毛利润低; 综合实力较弱	TTF、缘与美、百泰等
一体化综合性珠宝首饰企业	业务链条涵盖设计、生产、销售; 全面发展	易于维护整体品牌形象, 塑造经典畅销系列产品; 综合实力较强;	运营成本较高; 难以面面俱到; 对企业综合管理能力要求较高	周大福、周生生、老凤祥、潮宏基、明牌珠宝等
专注于品牌和渠道建设的珠宝首饰运营企业	依托品牌优势做深渠道建设	有利于深度塑造品牌形象; 渠道能力强, 可较快实现企业规模化发展; 毛利润水平较高	对供应商和渠道商的管理能力提出了更高要求; 设计能力较弱, 缺少经典产品;	周大生等

数据来源: 周大生招股说明书, 东吴证券研究所

目前国内珠宝行业的模式主要可分为自营模式, 经销模式和加盟模式, 三种模式在

渠道拓展，品牌建设和盈利能力等方面各有优劣，在不同的发展阶段和不同的市场下适应契合程度也不一样。

自营模式：该模式对企业的资金实力和扁平式渠道管理能力要求较高，包括门店开业、渠道拓展、员工管理、市场营销以及库存控制等。或因需保持产品的高端形象，下沉市场拓展需求相对有限，主要以外资高端品牌如蒂凡尼，卡地亚等品牌均为 100% 自营，港资品牌如周大福，周大生等也大多为自营模式。

经销模式：经销模式通过产品批发，主要通过走量实现盈利，整体利润率较薄，品牌建设较弱，同时对公司的资金要求和渠道管理等要求较弱，目前主要以国产品牌为主。

加盟模式：加盟模式则有利于品牌迅速扩张、获取市场份额，但同时要求企业具有较好的加盟商管理能力和品牌维护能力。我们认为目前正处于黄金珠宝行业下沉市场渗透的发展阶段，加盟模式有助于帮助企业先人一步，更快抢占先机，站稳山头。我们也可以看到目前除了外资品牌外，港资品牌加盟的门店占比也在逐年提升。

表 3：珠宝首饰企业销售模式

销售模式	模式简介	经营品牌	渠道拓展	品牌建设	盈利模式	主要企业
自营模式	公司以设立商场专柜、旗舰店或专卖店的方式进行铺货销售。	单一品牌 专卖	一二线城市	强	产品零售	外资如 Tiffany、Cartier、港资如周生生、周大福、潮宏基等
经销模式	公司与经销商签订协议，经销商根据自身销售情况定期或不定期到公司提货，提货价格一般以公司公布的最新批发价为准，经销商在提货后的一定期限内完成付款。公司与经销商之间是买卖关系，经销商提货后，自行销售、自负盈亏、自担风险。	混合品牌	区域中心	弱	产品批发	老凤祥、明牌珠宝等
加盟模式	加盟商在公司授权下开设加盟店，并自行负责人、财、物、房屋租金等一切经营管理费用。公司根据协议为加盟商提供相应的服务和监督，包括特许经营权、人员及经营管理培训、统一装修设计等，同时收取一定的费用。	单一品牌 专卖	三四线城市	强	加盟费、品牌使用费	六福珠宝、周大生等

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

对价加盟商，公司主要采取如下方式收费：

1) 加盟费：根据加盟商所属的地区，按店按年收取。其中一线城市和省会城市为 5 万元/年；地级市等为 4 万元/年；其他地区为 3 万元/年。

2) 加盟管理费：加盟管理费按月收费，同样分地区收费标准各有不同，其中一线城

市和省会城市为 3000 元/月；地级市等为 2500 元/月；其他地区为 2000 元/月。

公司生产销售流程：公司将中间加工环节全部外包，自行采买原材料后送至委托加工厂商进行生产，生产完成后送至公司进行验收入库，入库成品经检测合格后通过自营店、加盟商及电商最终销售给消费者。这种模式进一步减小了公司的库存压力和运营成本，提高供货效率，加速规模扩张。

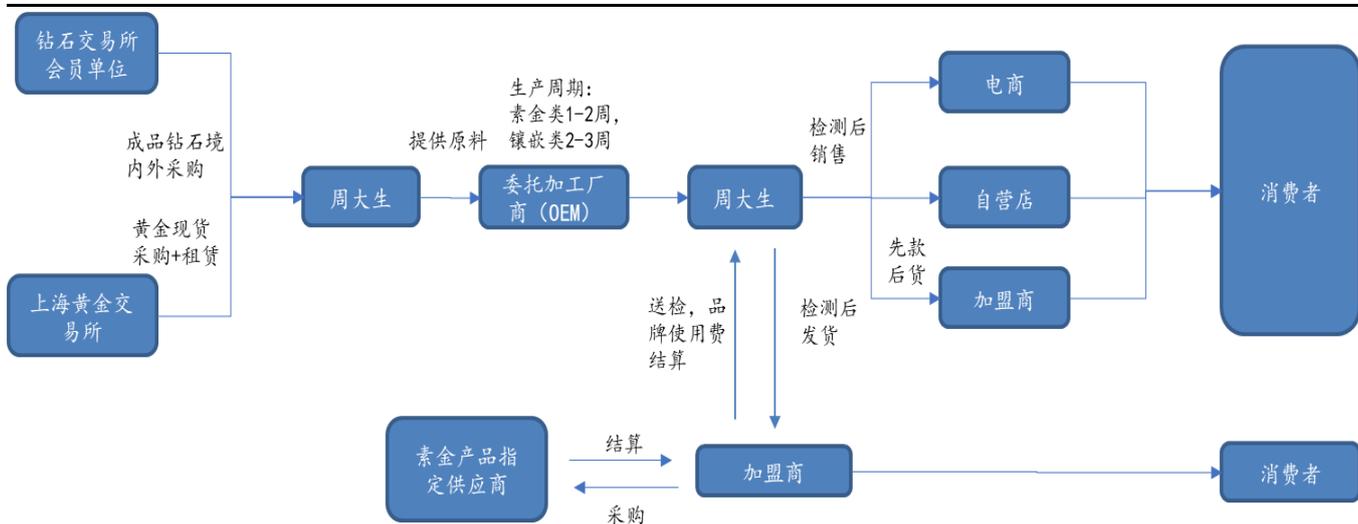
公司针对不同类型的产品，定位不同，所采用的模式也不同，周大生主要通过①镶嵌类产品创造收入和毛利，②素金类产品作为公司重要的引流型产品，利润率低，不贡献主要收入，③通过加盟商的品牌管理费直接创造利润。

1) **镶嵌类产品：**公司的核心产品，公司将采购的钻石成品外包给委托产商生产加工，然后通过自营店，加盟店以及电商渠道销售，给公司带来直接收入。

2) **自营店渠道的素金类产品：**外包给产商生产后通过自营店销售，直接创造收入，与镶嵌类产品模式接近，但素金类产品由于黄金价值相对透明，整体毛利率更低。

3) **加盟店渠道的素金类产品：**加盟商向指定供应商进行采购，采购产品送至公司经检验合格后由加盟商进行销售，公司仅收取一定比例的品牌使用费，品牌使用费 100% 贡献利润。对于按克计算的产品，品牌费仅 3-5 元/克，按照周大生 2021 年 2 月 24 日金价 460 元/克，估算品牌使用费率仅 0.7%-1.1%。未来随着公司越来越多的黄金饰品开始按件一口价收费，品牌使用费率有望提升到 4%-5% 的水平。

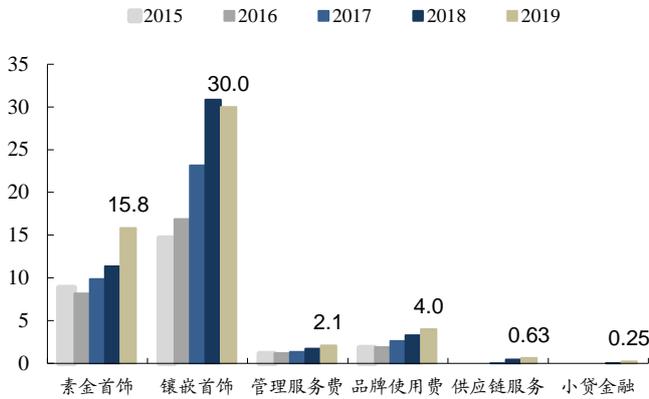
图 25：公司采购销售流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

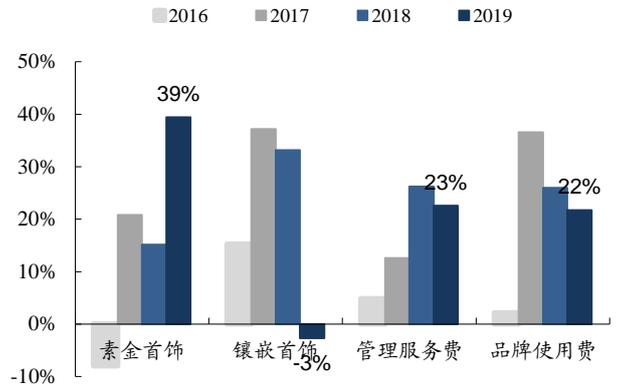
注：对素金首饰（黄金首饰、铂金首饰、K 金首饰）品牌使用费的收费标准一般为 3-5 元/克，对其他配套产品（如彩宝类、金镶玉、翡翠、和田玉、珍珠、银饰）一般为当期市场成本的 8.8%-15.6%

图 26: 2015-2019 年公司各项主营业务营收 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

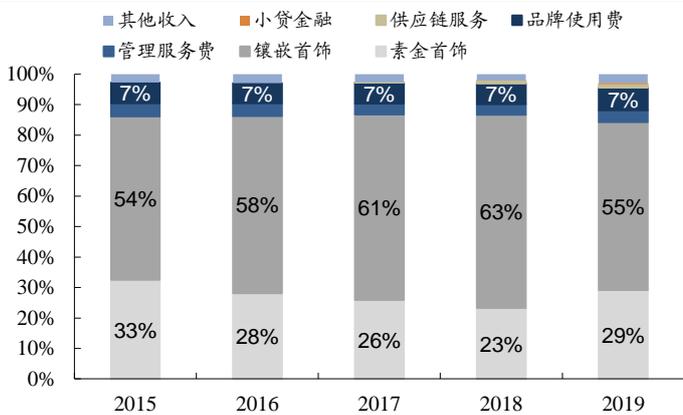
图 27: 2016-2019 年公司各项主营业务增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

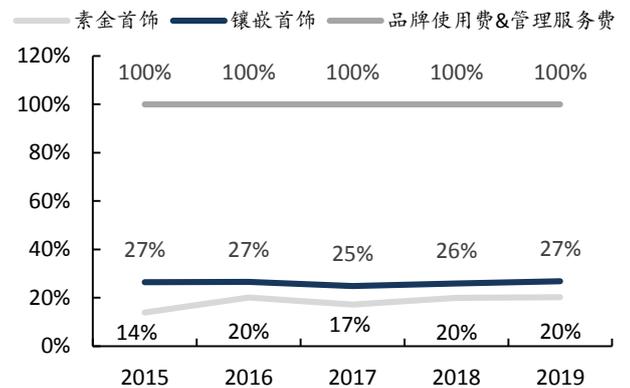
收入端: 镶嵌类产品是公司的主要发展方向, 贡献了超过一半的收入, 素金类产品则更多扮演引流的角色。公司的收入主要来源于素金和镶嵌类产品的销售, 加盟模式下收取的品牌使用费和管理服务费, 还有部分配售提供的其他增值服务如供应链和小贷等服务。其中镶嵌首饰为公司的主要收入来源。2016 年以来镶嵌类产品收入增速整体居于前列, 2019 年主要受到国际金价的上涨, 使得素金类产品销售热度上升, 镶嵌类对比下降。未来镶嵌类产品依旧是公司大力发展的方向, 素金类产品则主要扮演引流的角色。

图 28: 2015-2019 年公司各项主营业务占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

图 29: 2016-2019 年公司各项主营业务毛利率

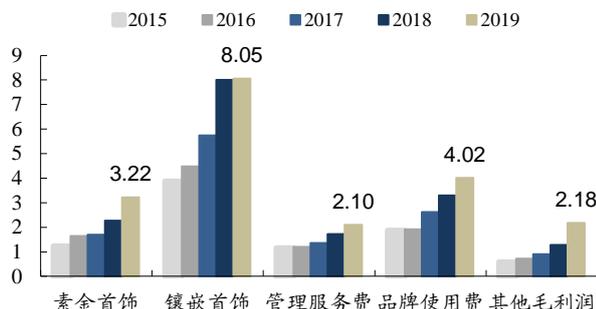


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

毛利润: 镶嵌类产品贡献主要毛利润; 品牌使用费和管理服务费 100% 纯利润, 其中品牌使用费利润贡献的重要程度已超过素金类产品, 未来随着镶嵌类业务占比的进一步扩大, 公司综合毛利率或将持续优化。从毛利拆分来看, 素金类产品毛利率整体偏低, 在 20% 左右, 镶嵌类首饰毛利率整体保持近 15-19 年保持在 25%-27% 的水平。品牌使用费则贡献 100% 纯利润。从毛利润来看, 素金类产品 19 年贡献毛利润 8.1 亿元, 占比达到 41%, 品牌使用费 2019 年毛利润已经超过了素金类产品毛利润, 达到 4 亿元。未来

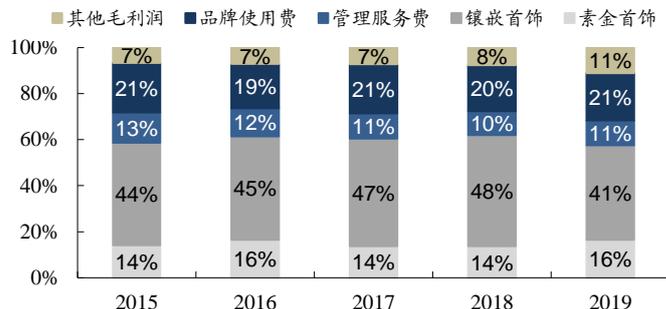
随着镶嵌类业务占比的进一步扩大，公司毛利率或将持续优化。

图 30: 2015-2019 年公司各项主营业务毛利



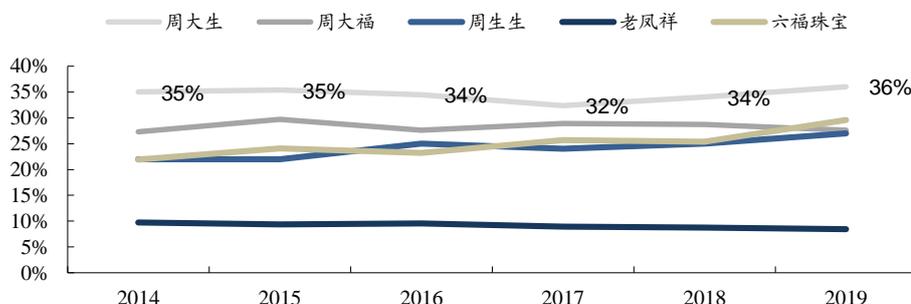
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

图 31: 2016-2019 年公司各项主营业务毛利润占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

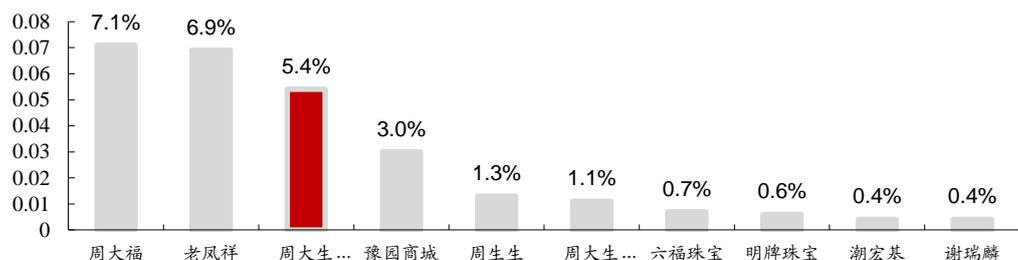
图 32: 主要珠宝品牌综合毛利率中, 周大生毛利位于行业第一



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司零售端实际销售规模排名行业第三, 未来有望成为终端零售行业第一的品牌商: 2019 年国内黄金珠宝市占率第一的品牌为周大福, 达到 7.1%, 其次是老凤祥占比 6.9%, 如果考虑将周大生素金类业务的服务费还原成零售的实际销售额预计市占率约为 5.4% 左右, 行业排名第三, 公司在三四线城市的门店根基更深, 渗透能力更强, 强经销模式具备快速拓张的基础, 未来随着珠宝行业向低线城市持续渗透, 我们认为周大生未来终端零售市占率有望达到行业第一的位置。

图 33: 2019 年国内黄金珠宝的主要市占率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 34: 销售额还原测算逻辑

终端零售额测算	2017	2018	2019
自营收入 (百万元)	1,017	1,127	1,095
自营终端折扣	0.85	0.85	0.85
自营店终端零售总额 (百万元)	1,196	1,326	1,288
加盟店单店零售额 (万元)	1,100	1,100	1,100
加盟店加权平均门店数 (家)	2,262	2,750	3,367
加盟店零售总额 (百万元)	24,882	30,250	37,037
加盟店终端零售总额 (百万元)	26,078	31,576	38,325
市场规模 (亿元)	6,527	6,988	7,073
市场份额	4.0%	4.5%	5.4%

数据来源: 渠道调研, 欧睿, 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 公司具备较强的供应链整合能力和完备的质量监控机制

加盟模式格外考验公司的供应链整合能力, 而公司已经建立起了科学完备的供应商选拔, 管理和考核机制: 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, 公司建立了一套有效的原材料供应商、委外生产商/指定供应商甄选、管理、考核和淘汰机制, 以实现对产品质量控制、生产进度、生产成本和供应链渠道变化等信息的及时掌握和快速反应公司通过合同条款、互惠共赢的利益分配机制、完善的质量监督检验体系和诚实守信的商业原则, 与核心供应商建立了稳定的互补式合作发展战略关系。

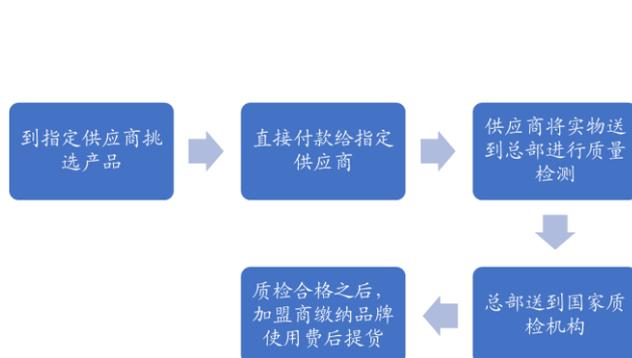
公司对所有委外生产产品进行 100% 全流程, 高标准质控, 保证在加盟模式下质量仍能保持高标准: 在生产端, 公司深入委外生产商生产过程中, 协同委外生产商严控生产作业流程、工艺标准、巡检, 从而保证货品质量; 在成品检验端, 公司所有产品上柜之前 100% 通过国家/地方质检机构检测, 并通过电子监管码来对货品的流转进行全程信息跟踪。

图 35: 公司主要的质量监控方式



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

图 36: 经销商提货全流程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

4. 渠道：线上线下全渠道、各线城市全地域布局

4.1. 加盟模式助力快速铺店，三四线城市仍具备下沉空间

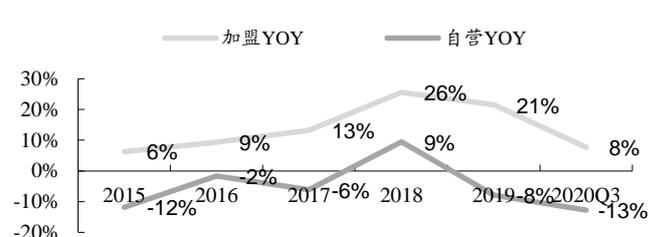
加盟方式实现高速展店，下沉市场具有先入优势。得益于公司加盟店的高速发展，公司门店数量不断增加，截至2020年Q3末，公司共有门店4020家，其中加盟门店3768家，自营门店252家，自2017年以来公司进入快速开店周期，2018年/2019年分别净新增门店651家/636家；门店已经覆盖全国所有省份，形成了行业领先的连锁渠道网络。随着三、四线城市消费水平及消费结构的改变，越来越多的珠宝品牌开始向三、四线城市布局，自营为主的企业其库存、营运和管理成本相对较高，规模扩张加速度有限，市场下沉缓慢。而加盟为主的运营模式为周大生轻资产运营注入动力，其以加盟模式率先在三、四线城市实现品牌布局，在下沉市场具有先入优势。

图 37: 周大生自营和加盟终端门店数 (家)



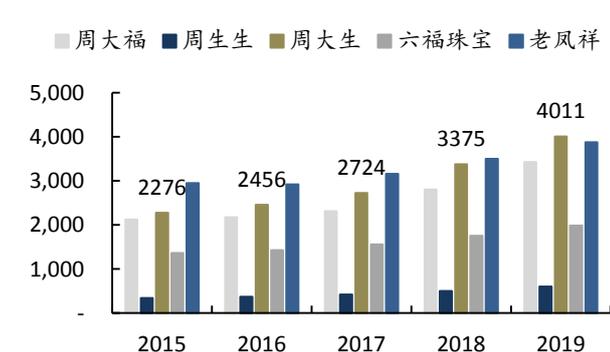
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 38: 周大生自营和加盟终端门店数同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

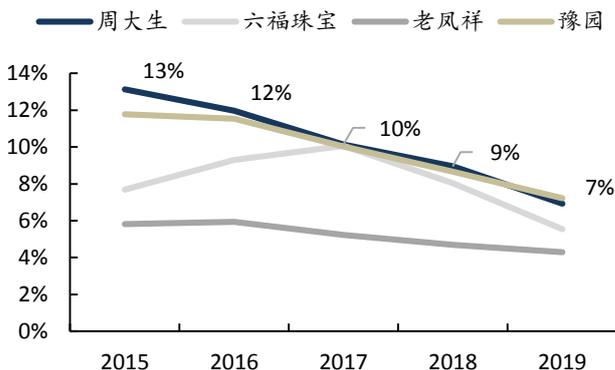
图 39: 主要珠宝品牌中国大陆终端门店数 (家)



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

注：六福珠宝数据截至为后一年3月31日，其余均为当年年末。老凤祥除自营及加盟渠道外，还具有经销渠道。

图 40: 主要珠宝品牌中国大陆终端自营门店占比

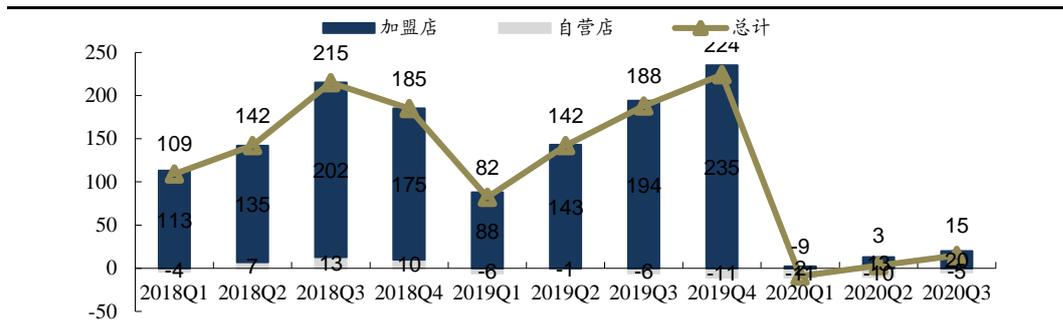


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

未来加盟店仍是主要拓展方向，疫情短期影响不改长期扩店逻辑。2018和2019年门店数量处于周期性快速扩张阶段，每季度100-200家左右加盟店的新加入。2020年受疫情影响较大开店速度明显放缓，但公司长期开店目标不变，我们认为随着疫情逐步得

到控制，公司开店速度将回到疫情前水平。

图 41: 季度门店净增加数量及变化 (家)

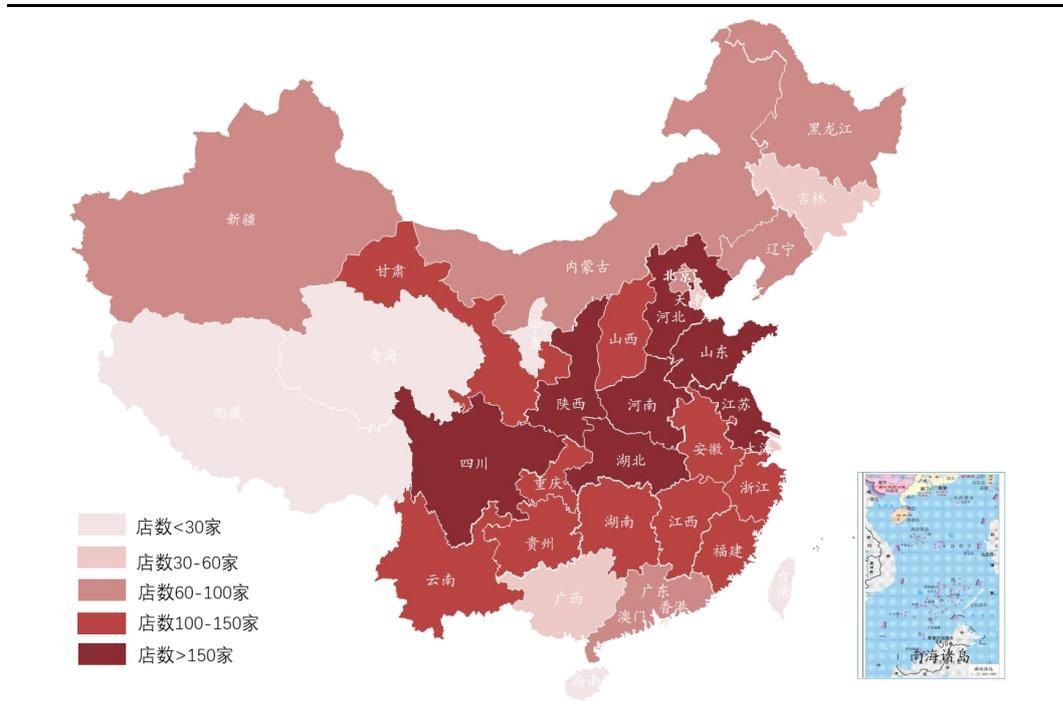


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“一二线自营+三四线加盟渗透”的模式实现全国化布局：公司在一二线城市的核心商圈通过开设自营店的方式，形成样板店，扩大周大生品牌的影响力，带动周围三四线城市加盟店的渗透和辐射。

门店覆盖面广，密度高：截止 2019 年末，周大生在我国中部和东部地区，如河北，山东，江苏，河南，湖北，陕西和四川都已经超过 150 家门店布局。公司基本实现了全国所有经济发达的重点省份，以及人口密度较高的省份的高密度布局，渠道触角已经达到各级消费者。

图 42: 周大生全国营销渠道覆盖图示



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

未来 5 年内公司门店拓展空间有望达到 6000 家：我们综合考虑各省周大生门店现有的密集程度，以及各省的经济发展水平（人均 GDP 水平），将人均 GDP 分为 3-4.5 万/人，4.5-6 万/人，6-10 万/人，以及 10 万/人以上 4 档，在部分省份公司门店数仍有较大

提升空间，我们预计未来5年内公司门店总数有望达到6000家。

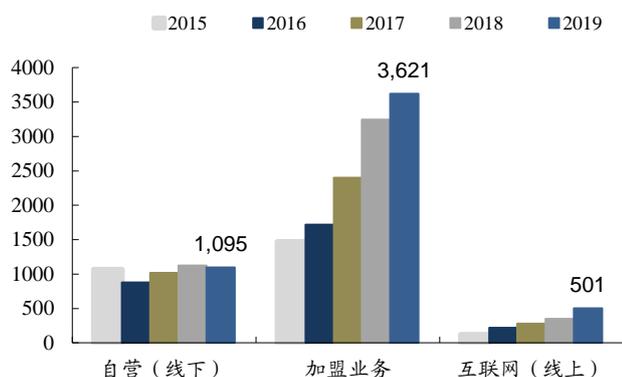
表4：各省现有门店数及未来5年内潜在门店空间测算

周大生门店分布(家)	门店数(家) (2018年末)	全国常住人口(万人)	每百万人门店数(家)	各省人均GDP(万元)	各省每百万人门店潜在空间(家)	各省潜在总门店数(家)
北京	92	2153	4.27	16.76	5	108
上海	56	2428	2.31	15.94	5	121
江苏	168	8070	2.08	12.73	5	404
福建	107	3973	2.69	11.05	5	199
浙江	104	5850	1.78	11.04	5	293
广东	61	11521	0.53	9.61	4.5	518
天津	50	1561	3.20	9.02	4.5	70
重庆	91	3124	2.91	8.00	4.5	141
湖北	162	5927	2.73	7.34	4.5	267
山东	288	10070	2.86	7.26	4.5	453
内蒙古	69	2539	2.72	6.84	4.5	114
陕西	172	3876	4.44	6.75	4.5	174
安徽	116	6366	1.82	6.08	4.5	286
湖南	124	6918	1.79	6.04	4.5	311
海南	13	945	1.38	5.86	4	38
四川	302	8375	3.61	5.80	4	335
辽宁	83	4352	1.91	5.77	4	174
河南	301	9640	3.12	5.70	4	386
宁夏	27	695	3.88	5.64	4	28
江西	122	4666	2.61	5.51	4	187
新疆	59	2523	2.34	5.47	4	101
西藏	5	351	1.42	5.43	4	14
云南	113	4858	2.33	5.05	4	194
青海	11	608	1.81	4.95	4	24
贵州	100	3623	2.76	4.92	4	145
河北	237	7592	3.12	4.77	4	304
山西	125	3729	3.35	4.73	4	149
吉林	32	2691	1.19	4.58	4	108
广西	34	4960	0.69	4.47	3.5	174
黑龙江	67	3751	1.79	3.65	3.5	131
甘肃	84	2647	3.17	3.41	3.5	93
合计	3375					6043

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

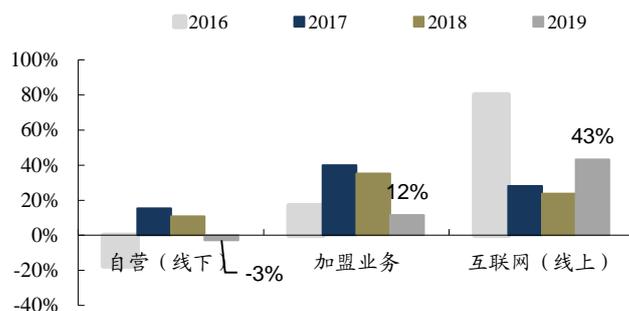
加盟渠道收入贡献最大，电商渠道增长迅猛：分渠道来看，加盟渠道收入贡献依旧最大，2019 年收入达到 35.2 亿元，占总收入比重达到 67%，电商渠道业务目前收入占比仍较小，但增速迅猛，发展势头强劲，2019 年实现收入 5 亿元，同比增速达到 43%。而公司自营板块则每年基本维持在 10 亿元左右。未来公司主要通过加盟业务进行规模扩张，自营渠道基本维持现有水平不变，电商则会作为公司品牌建设的重要渠道。

图 43: 2015-2019 分渠道收入 (百万元)



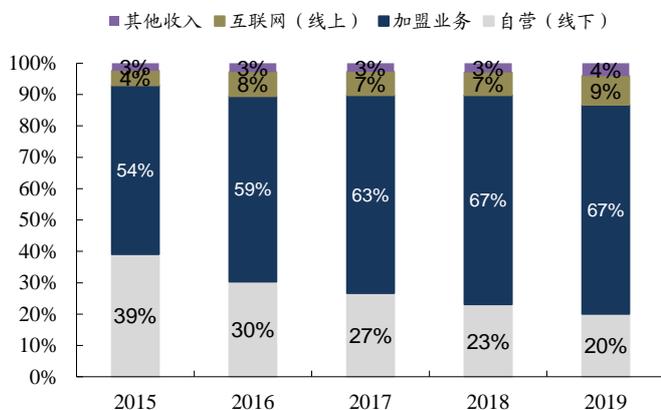
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 44: 2015-2019 分渠道收入增速



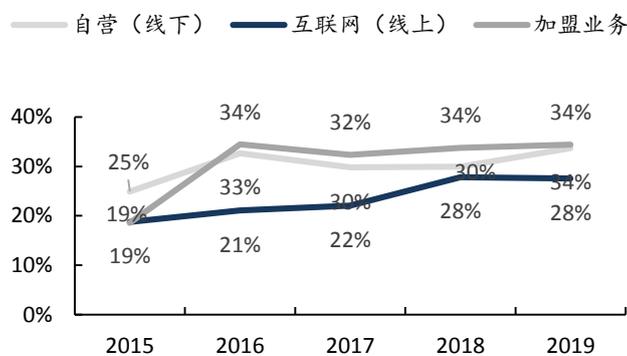
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 45: 周大生各渠道收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 46: 周大生各渠道毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自营和加盟毛利率维持稳定，电商毛利率逐年改善，盈利能力增强：2019 年自营和加盟毛利率均达到 34%，电商毛利率逐年改善，已从 2015 年的 19% 提升到 2019 年的 28%，开始向公司线下业务的毛利率水平靠拢，盈利能力逐年增强。

自营店和加盟店单店收入分别稳定在 350-400 万元和 100-110 万元水平：单店模型拆开来看，自营店单店收入基本稳定在 350 万-400 万之间，加盟店收入稳定在 100-110 万之间（主要因素金类产品通过收入品牌管理费直接表现为纯利润，而没有在收入规模上体现），如果将素金类产品还原，我们预计加盟店单店收入将达到 800-1000 万元。

图 47: 自营店 2014-2019 年单店模型拆分

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
自营店						
收入	1261	1069	881	1017	1127	1095
增速	-	-15.3%	-17.6%	15.4%	10.9%	-2.8%
期初门店数 (家)	339	339	299	294	276	302
新开门店数 (家)	56	30	37	27	52	21
关闭门店数 (家)	56	70	42	45	26	45
期末门店数 (家)	339	299	294	276	302	278
净增门店数 (家)	0	-40	-5	-18	26	-24
加权平均店数 (家)	339	299	294	286	284	291
YOY		-11.8%	-1.7%	-2.7%	-0.7%	2.5%
平均单店收入	3.72	3.57	3.00	3.55	3.97	3.76
增速		-3.94%	-16.15%	18.60%	11.64%	-5.17%
其中：单店素金首饰收入	2.76	2.52	1.99	2.41	2.86	2.85
YOY		-9%	-21%	21%	19%	0%
单店镶嵌首饰收入	0.96	1.04	1.00	1.14	1.10	0.90
YOY		9%	-4%	13%	-3%	-18%
平均单店毛利	0.90	0.92	0.98	1.06	1.19	1.27
毛利率	24.1%	25.6%	32.6%	29.8%	29.9%	33.7%
其中：单店素金首饰毛利	0.39	0.34	0.41	0.42	0.53	0.71
毛利率	14%	14%	21%	17%	19%	25%
单店镶嵌首饰毛利	0.51	0.57	0.56	0.64	0.65	0.56
毛利率	53%	54%	56%	56%	59%	62%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 48: 加盟店 2014-2019 年单店模型拆分

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
加盟店						
收入	1339	1469	1717	2403	3247	3621
增速	-	9.7%	16.9%	39.9%	35.1%	11.5%
期初门店数 (家)	1760	1860	1977	2162	2448	3073
新开门店数 (家)	318	346	428	532	820	934
关闭门店数 (家)	218	229	243	246	195	274
期末门店数 (家)	1860	1977	2162	2448	3073	3733
净增门店数 (家)	100	117	185	286	625	660
加权平均店数 (家)	1860	1977	2034	2262	2750	3367
YOY		6.3%	2.9%	11.2%	21.6%	22.4%
加盟店镶嵌收入	1016	1147	1384	1964	2726	2671
平均单店收入	0.72	0.74	0.84	1.06	1.18	1.08
增速		3.2%	13.6%	25.8%	11.2%	-8.9%
单店镶嵌首饰收入	0.55	0.58	0.68	0.87	0.99	0.79
YOY		6%	17%	28%	14%	-20%
单店品牌使用费	0.11	0.09	0.09	0.12	0.12	0.12
YOY		-12%	-1%	23%	4%	-1%
单店加盟管理服务费	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
YOY		1%	2%	1%	4%	0%
平均单店毛利	0.25	0.26	0.29	0.34	0.40	0.37
毛利率	35%	35%	34%	32%	34%	34%
其中：单店镶嵌首饰	0.09	0.11	0.14	0.17	0.21	0.18
单店品牌使用费	0.11	0.09	0.09	0.12	0.12	0.12
单店加盟管理服务费	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06

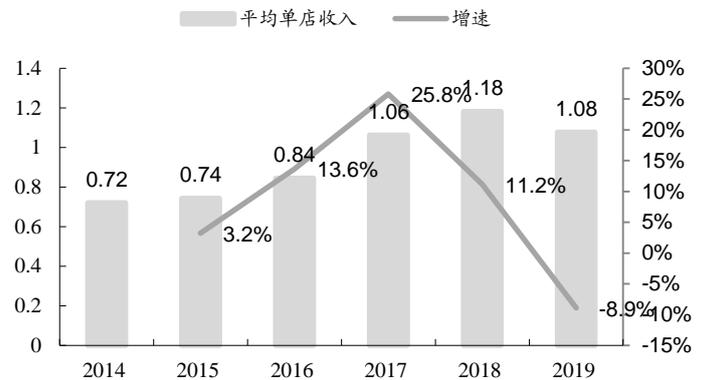
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 49: 周大生自营店单店收入及增速 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 50: 周大生加盟店单店收入及增速 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

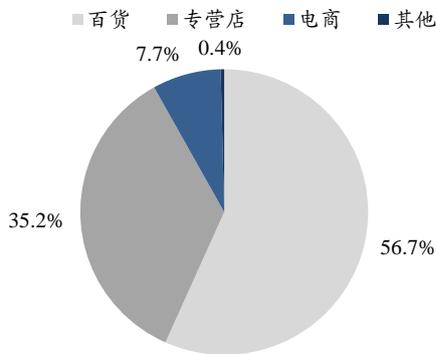
4.2. 电商渠道: 公司品牌建设的重要端口, 线下渠道的有效补充

4.2.1. 公司电商渠道占比逐年提升, 主打中低价位时尚珠宝, 形成产品区分

公司布局电商渠道较早, 于 2014 年正式成立创新经营中心负责线上销售, 主要通过天猫渠道进行销售, 2019 年天猫渠道收入占比达到 90%。

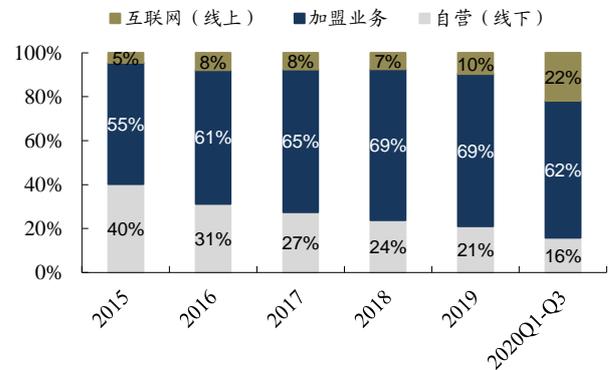
电商渠道占比逐年提升, 主打中低价位时尚珠宝, 形成产品区分: 近年来随着网购的兴起, 珠宝行业电商渠道占比也在逐年提升(从 2006 年的 0.2% 提升到 2019 年的 7.7%), 对消费者而言, 现阶段高单价商品通过线上决策购买仍有一定难度, 大多需要叠加线下体验, 因此对于大多数品牌商而言, 线上更多会选择单件价值较低的产品。线上或更多扮演 1) 推广引流; 2) 新款推销; 3) 存货促销的作用, 与线下渠道的销售产品形成一定的差异化, 既避免了线上线下渠道商之间的利益侵蚀, 同时又形成了优势互补。

图 51: 2019 年珠宝行业线上线下渠道占比



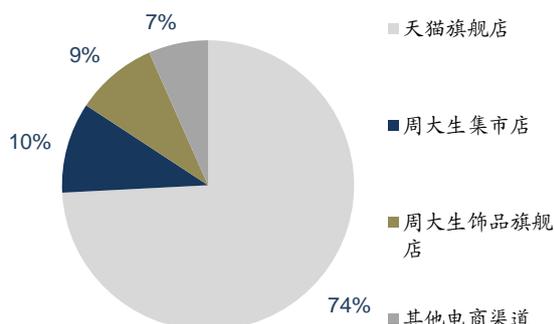
数据来源: 华经情报网, 东吴证券研究所

图 52: 2020 前三季度公司电商渠道占比大幅增长



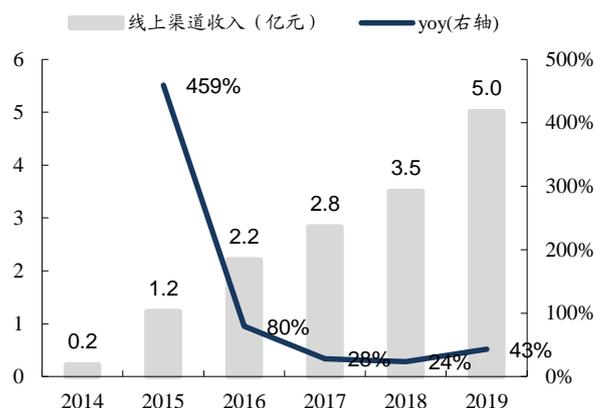
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 53: 2020H1 公司各电商渠道占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

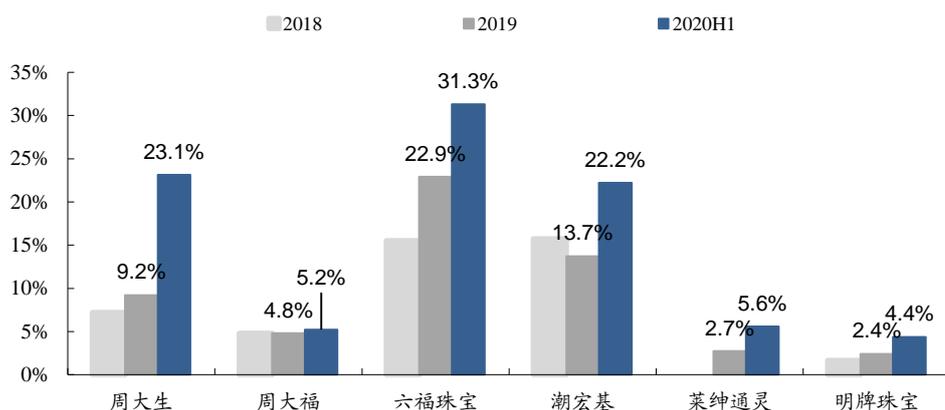
图 54: 公司线上渠道收入保持高速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

产品线上化率行业领先, 公司积极拥抱渠道变革: 对比其他的黄金珠宝品牌商, 周大生的电商占比同样提升迅速, 2020 年 H1 公司电商收入占比从 2019 年的 9.2% 提升到 23.1%, 已升至行业第二, 其线上化率远高于同一规模体量的周大福和老凤祥。

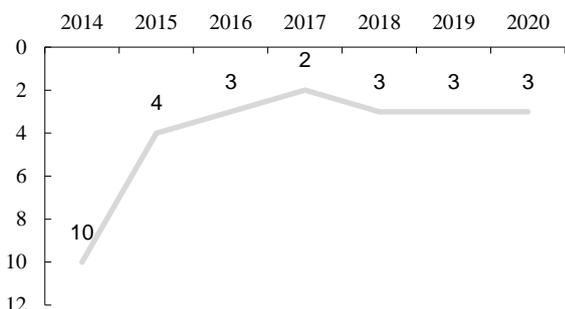
图 55: 主要黄金珠宝品牌商电商渠道占比情况



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

稳坐天猫双 11 珠宝品类销售额前三, 电商平台战绩亮眼。 从 2016 年起, 天猫双 11 珠宝行业品牌竞争格局龙头显现, 周大福稳居榜首, 周生生和周大生位列二、三。2020 年双 11, 周大生以 2.7 亿的销售额排名黄金/钻石类第二, 同比去年增长 125%。公司通过打造国潮新品、IP 联名款等新潮爆款, 自带流量引力和话题性。

图 56: 周大生天猫双 11 珠宝品类销售额排名



数据来源: 亿邦动力网, 天下网商, 东吴证券研究所

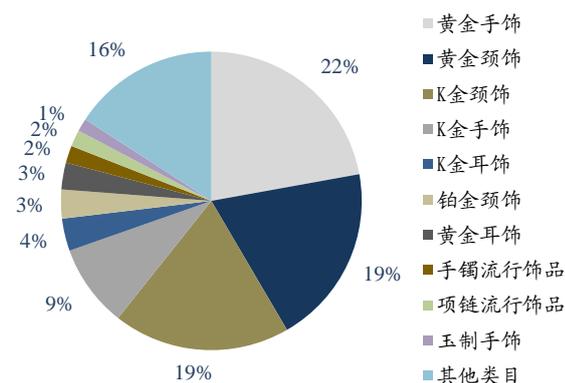
图 57: 2020 双 11 预售 3 日电商平台战绩



数据来源: 艾瑞网, 东吴证券研究所

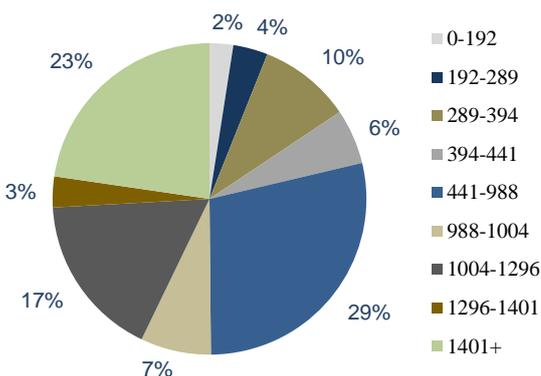
中等价位的黄金等标准化产品线上热销。周大生天猫旗舰店截至 2 月 13 日的过去一年热销产品类别以黄金手饰、黄金颈饰、K 金颈饰为主, 销量占比分别为 22%/19%/19%。截至 2 月 13 日的过去 30 天, 热销产品的产品价格区间带主要为 441-988 元价格档。

图 58: 天猫旗舰店最近 1 年热销产品类目销售额占比



数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所, 数据截至 2 月 13 日

图 59: 天猫旗舰店最近 30 天热销产品价格分布 (元)

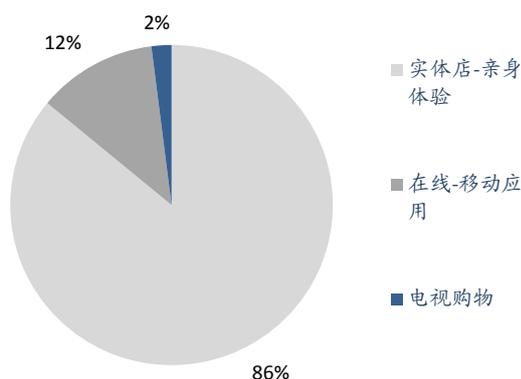


数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所, 数据截至 2 月 13 日

4.2.2. 线下门店地位不可替代, 电商或成为公司未来重要的品牌建设端口

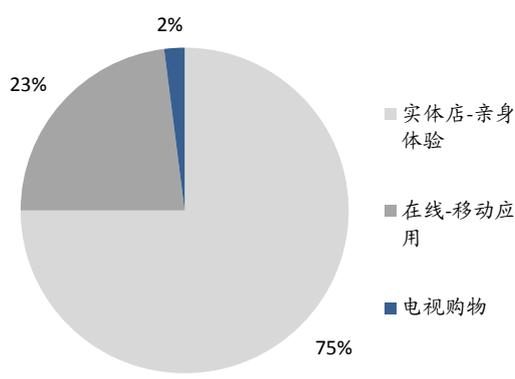
线上消费增长迅猛, 线下门店仍旧为主要购买渠道。无论是黄金、钻石还是铂金, 消费者在购买时都比较注重实物体验。根据世界黄金协会 2020 年针对中国黄金饰品市场的调查, 无论是一二线还是三四线城市, 人们的黄金购买地点多数情况下是在实体店。近年来线上化的势头迅猛更多在于单价较低, 更新迭代较快的时尚类珠宝。此外直播带货也加快了这种趋势。根据贝恩咨询的估算, 2020 年中国头部珠宝品牌线上销售额占比达到 16%, 而 2013 年的时候这一数字还只有 2%。

图 60: 2020 年一二线城市黄金饰品购买地点



数据来源: 世界黄金协会 2020 年调查, 东吴证券研究所

图 61: 2020 年三四线城市黄金饰品购买地点



数据来源: 世界黄金协会 2020 年调查, 东吴证券研究所

电商或成为公司未来重要的品牌建设端口。一方面通过直播等新媒体销售渠道的兴起, 品牌商与消费者之间的互动体验增强, 消费者对于产品的认知加强, 有利于种草和口碑发酵。另一方面线上产品更容易直接触达年轻消费者, 是公司时尚新品和潮品的重要推广平台(如高性价比低价时尚珠宝, 非贵金属等), 有利于强化品牌在年轻一代消费者心中形象, 或成为公司品牌建设的重要端口。

深度合作头部主播, 多平台直播带货营销。早在 2016 年, 公司即邀请柳岩打入了电商直播赛道, 并逐渐进行店铺自播, 2019 年积极寻求与头部主播李佳琦、薇娅等大 V 的合作。疫情之后, 消费需求进一步爆发, 2020 年 6 月 21 日, 快手带货一哥“辛巴”携手演员佟大为为线上直播单场销售额创下珠宝行业新纪录, 高达 4.12 亿, 总销售件数 160+万件。线上直播的客单价相对实体店较低, 以银饰为主, 金镶玉为辅, 10%以上观看直播的消费者会转化至门店进行二次消费, 未来公司将继续深入开展与顶级和中腰部网红的合作, 并启动素人孵化计划, 做垂直珠宝红人的孵化。

图 62: 流量大 V 直播记录



数据来源: 周大生官方微博, 东吴证券研究所

图 63: 多种直播平台



数据来源: 各 APP 截图, 东吴证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

盈利预测重要假设

开店方面: 1) 加盟店: 公司未来主要通过加盟店的模式扩张, 2020 年收到疫情影响, 我们预计公司加盟店总数整体维持不变, 21-22 年预计将保持 15%/10% 的开店速度。2) 自营店: 20 年自营店受疫情影响, 部分门店关闭, 我们预计 20 年将有 3% 的自营门店关店, 21-22 年预计自营门店保持 5%/3% 的增速。

单店收入: 我们预计单店收入整体保持稳定, 2020 年受疫情影响, 集团旗下门店均出现不同程度下滑, 21 年预计恢复到疫情前 19 年的水平, 其中 1) 自营店: 20-22 年单店收入增速预计为 -21%/26%/5%。2) 加盟店: 加盟店因为有加盟管理费和品牌使用费等, 韧性较强, 预计 20-22 年单店收入增速预计为 -18%/21%/6%。

电商板块: 2020 年受益于疫情, 我们预计公司电商板块收入有较大幅度增长, 未来电商业务也是公司的重点发展方向, 预计 20-22 年电商业务将保持 116%/34%/34% 的收入增速。

综上, 我们认为公司 2020-2022 年将实现收入 50.8 亿/69.1 亿 81.8 亿元, 同比增速 -6.5%/36.0%/18.2%。

图 64：2020-2022 年公司盈利预测

百万元	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	5439	5084	6914	8175
yoy	11.7%	-6.5%	36.0%	18.2%
总成本	3,482	3,029	4,266	5,021
总毛利率	36.0%	40.4%	38.3%	38.6%
分业务收入				
直营	1095	835	1106	1196
yoy	-2.8%	-23.8%	32.5%	8.1%
加盟	3621	2985	4149	4820
yoy	11.5%	-17.6%	39.0%	16.2%
电商	501	1081	1443	1931
yoy	43.2%	115.7%	33.6%	33.8%
其他收入	222	183	216	229
yoy	51.9%	-17.6%	18.3%	5.8%
分业务收入占比				
直营	20.1%	16.4%	16.0%	14.6%
加盟	66.6%	58.7%	60.0%	59.0%
电商	9.2%	21.3%	20.9%	23.6%
其他	4.1%	3.6%	3.1%	2.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

公司是我国镶嵌类珠宝的头部企业，我们看好公司：

- 规模优势明显：**实际零售额排名行业第三，全渠道全地域布局，未来仍具备规模增长的较大潜力，随着门店的积极拓展，公司有望冲击行业第一的位置；
- 未来能保持较快增速：**随着规模化优势和品牌优势的凸显，公司持续享受渠道下沉的市场红利，3-5年内仍有望保持15%-20%的增长；
- 多种渠道协同发展带来新期待：**公司也在积极布局电商，直播等新媒体渠道，不断拥抱年轻化、新变革。

我们认为公司未来的增长驱动因素：

- 目前公司单店收入基本保持稳定，未来主要通过不断开新加盟店实现增长；
- 线上渠道持续保持高增速；
- 镶嵌类珠宝，品牌使用费和管理服务费依旧为公司的主要利润来源：**①镶嵌类珠宝为核心，贡献主要收入和毛利润，②加盟模式下的品牌使用费和管理服务费，与加盟门店数量和单店采购量直接挂钩，直接贡献纯利润，③素金首饰人气引流，帮助公司扩大终端规模。

自公司上市以来，加盟店已成为公司扩张的主要渠道，增速远高于直营店（加盟店17-19年YOY分别为13%/26%/21%）。未来随着加盟店的不断增长，**镶嵌类珠宝，品牌使用费和管理服务费将贡献公司主要利润。**

我们预计公司20-22年将实现净利润10.1/13.3/16.0亿元，同比增速-2.1%/31.3%/20.4%，最新收盘价对应21年PE为18倍。我们选取A股黄金珠宝行业的可比公司潮宏基和老凤祥，可比公司21年平均PE为21倍，我们认为周大生作为行业头部企业，渠道和营销能力更强，产品结构更贴近年轻更具潜力的消费者的需求，盈利能力更强，可享有25%的估值溢价，我们认为25倍PE为公司合理估值，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿)	收盘价	EPS			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
1929.HK	周大福	1,066	10.66	0.29	0.44	0.53	37	24	20
0116.HK	周生生	71	10.52	0.95	0.82	1.42	11	13	7
0590.HK	六福集团	116	19.68	1.48	1.50	1.80	13	13	11
港股平均							20	17	13
002345.SZ	潮宏基	40	4.44	0.09	0.10	0.16	49	46	28
600612.SH	老凤祥	264	50.55	2.69	2.86	3.36	19	18	15
A股平均							34	32	21
002867.SZ	周大生	237	32.46	1.36	1.39	1.82	24	23	18

数据来源：除周大生以外EPS预测来自于Wind一致预期，周大生预测来自于东吴证券研究所，数据截至2021年2月26日收盘价

港股市值，收盘价和EPS均为港币，A股市值，收盘价和EPS均为人民币，汇率港币/人民币为0.83。

6. 风险提示

经济景气度下降：黄金珠宝消费与经济景气度高度相关，未来如果整体宏观经济和消费行业面临较大压力，黄金珠宝消费也会受到一定影响，从而影响到公司的业绩。

门店拓展不及预计：公司未来比较重要的假设是每年能够保持稳定且加快的加盟店拓展速度，但随着门店密度越来越大，同业之间竞争激烈，可能存在加盟店拓展不及预期的风险。

产品的市场受欢迎程度不及预期：随着消费者对于产品迭代的要求越来越高且越来越多元化，新产品推出后的受欢迎程度存在一定不确定性因素，可能会影响产品的销量。

周大生三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,162	4,845	7,315	8,488	营业收入	5,439	5,084	6,914	8,175
现金	1,294	2,520	2,712	5,255	减:营业成本	3,482	3,029	4,266	5,021
应收账款	76	73	119	108	营业税金及附加	56	51	69	82
存货	2,597	2,063	4,257	2,915	营业费用	587	661	795	940
其他流动资产	196	189	226	210	管理费用	134	102	128	139
非流动资产	1,760	1,801	1,783	1,738	财务费用	8	-6	-15	-34
长期股权投资	1	1	1	1	资产减值损失	-12	0	0	0
固定资产	32	77	111	127	加:投资净收益	1	0	0	0
在建工程	171	217	214	171	其他收益	77	59	74	82
无形资产	435	417	399	381	营业利润	1,257	1,307	1,745	2,109
其他非流动资产	1,121	1,090	1,058	1,058	加:营业外净收支	35	14	27	25
资产总计	5,922	6,646	9,097	10,226	利润总额	1,292	1,321	1,772	2,134
流动负债	1,153	1,193	2,315	1,843	减:所得税费用	301	308	443	534
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-0	0	0	0
应付账款	359	507	915	758	归属母公司净利润	991	1,012	1,329	1,601
其他流动负债	794	687	1,400	1,085	EBIT	1,266	1,283	1,720	2,055
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	1,310	1,342	1,788	2,100
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	26	26	26	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,179	1,220	2,342	1,869	每股收益(元)	1.36	1.39	1.82	2.19
少数股东权益	33	33	33	33	每股净资产(元)	6.45	7.38	9.20	11.39
归属母公司股东权益	4,710	5,394	6,723	8,324	发行在外股份(百万股)	731	731	731	731
负债和股东权益	5,922	6,646	9,097	10,226	ROIC(%)	40.4%	52.9%	43.0%	75.0%
					ROE(%)	20.9%	18.7%	19.7%	19.2%
					毛利率(%)	36.0%	40.4%	38.3%	38.6%
					销售净利率(%)	18.2%	19.9%	19.2%	19.6%
					资产负债率(%)	19.9%	18.3%	25.7%	18.3%
					收入增长率(%)	11.7%	-6.5%	36.0%	18.2%
					净利润增长率(%)	23.0%	2.1%	31.3%	20.4%
					P/E	23.93	23.43	17.85	14.82
					P/B	5.04	4.40	3.53	2.85
					EV/EBITDA	17.15	15.83	11.78	8.82

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>