

**证券研究报告—深度报告**

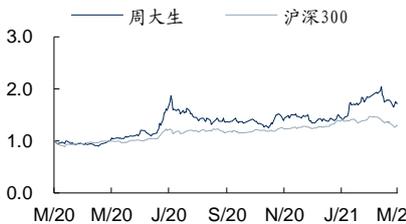
商业贸易

零售

**周大生(002867)**
**买入**

合理估值: 40.58-44.40 昨收盘: 31.85 元 (维持评级)

2021年03月14日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	731/723
总市值/流通(百万元)	23,276/23,027
上证综指/深圳成指	3,453/13,897
12个月最高/最低(元)	39.38/16.81

**相关研究报告:**

《周大生-002867-2020年三季报点评: Q3业绩表现超预期, 电商渠道持续高增长》——2020-11-02

《周大生-002867-2020年半年报点评: 电商渠道表现靓丽, 下半年有望加速复苏》——2020-08-31

《周大生-002867-2019年年报暨2020年一季报点评: Q1业绩受疫情影响有所承压, 全年有望逐步复苏》——2020-04-29

《周大生-002867-2019年三季报点评: 展店维持高速, 基数致业绩略低于预期》——2019-10-30

《周大生-002867-素金增长平滑镶嵌下滑, 业绩超预期》——2019-08-26

**证券分析师: 张峻豪**

电话: 021-60933168  
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

**联系人: 柳旭**

电话: 13246725957  
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

## 镶嵌时尚, 互联情感

### ● 公司概况: 快速崛起的时尚珠宝龙头

公司是国内领先的黄金珠宝企业, 以钻石镶嵌为经营特色, 近年来业绩增速领先同行, 16-19年营收/归母净利润复合增速 23.30%/32.45%, 20年疫情影响下预计营收同比-6.53%, 归母净利润仍取得同比逾 2% 的增长。渠道布局上, 截至 20 年底, 公司门店总数达到 4189 家, 以加盟模式为主, 保持快速稳定扩张速度; 且近年以来积极发力线上渠道, 预计 20 年电商收入占比 19% 左右, 助力疫情下实现销售快速复苏。

### ● 行业分析: 悦己需求持续爆发, 线上渗透空间大

据欧睿数据, 预计疫情下 2020 年中国黄金珠宝终端零售规模同比下降 13% 至 6154 亿元。但中长期看, 一方面消费升级下的悦己式消费需求爆发将推动行业持续扩容, 款式和设计新颖的银饰、钻石镶嵌等时尚品类将更受欢迎; 另一方面疫情加速了线下渠道洗牌, 同时线上空间也得到打开, 龙头企业有望迎来渗透率和集中度提升下的发展新机遇。

### ● 公司分析: 电商布局领先行业, 单店效益仍有空间

公司未来的成长看点包括: 一方面, 线上化助力公司突破渠道天花板及实现产品结构优化。公司 2013 年便逐步开展电商业务, 已搭建较为完善的组织架构, 积极基于客户画像开展精准营销, 预计 20 年线上收入占比 19% 左右, 同比+9.89pct 左右。另一方面, 充分发挥优质加盟机制, 在疫情推动的集中度提升机遇下稳步扩张; 单店效益则随着门店管理效能改善、店龄结构优化, 以及品类优化下有望进一步提升。

### ● 风险提示

疫情反复影响终端需求; 线上业务不达预期; 展店不达预期。

### ● 投资建议: 低估值优质细分龙头, 维持“买入”评级

公司作为大众时尚珠宝龙头企业, 产品端注重时尚设计符合当前悦己式消费需求, 渠道端线下优异的加盟管理模式支撑稳步扩张, 电商布局多年有望打开发展天花板。在疫情推动行业洗牌下凭借优异的经营韧性有望率先复苏。预计公司 20-22 年 EPS 分别 1.38/1.78/2.20 元/股, 当前股价对应 PE 23/18/14 倍, 综合绝对及相对估值, 公司合理价值区间 40.58-44.40 元/股, 系低估值优质细分龙头, 维持“买入”。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,439.29	5,084.37	6,451.61	7,868.61
(+/-%)	11.69%	-6.53%	26.89%	21.96%
净利润(百万元)	991.42	1,011.81	1,304.39	1,606.15
(+/-%)	22.99%	2.06%	28.92%	23.13%
摊薄每股收益(元)	1.36	1.38	1.78	2.20
EBIT Margin	21.94%	24.51%	25.05%	25.43%
净资产收益率(ROE)	21.05%	18.67%	20.60%	21.54%
市盈率(PE)	23.48	23.01	17.85	14.49
EV/EBITDA	20.15	19.23	14.95	12.21
市净率(PB)	4.94	4.30	3.68	3.12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

公司作为全国主打钻石镶嵌品类的龙头企业，注重产品的时尚设计，同时电商渠道深耕多年，市场份额快速跃升，保持领先同行的成长性，16-19年营收/归母净利润复合增速分别达到23.30%/32.45%。在珠宝行业消费升级，未来消费年轻化、镶嵌偏好和线上化趋势下，公司有望率先受益。

考虑20年疫情反复对于终端需求的影响，我们略调低公司20年盈利预测，但中长期看，公司展示出较强的经营韧性，自营和加盟业务在20年Q3均实现同比正增长，且电商业务可实现加速高增长，我们上调公司21-22年盈利预测。总体上预计公司20-22年分别实现归母净利润10.12亿元/13.04亿元/16.06亿元（前值分别10.51亿元/12.19亿元/13.79亿元），EPS分别为1.38/1.78/2.20元/股，对应PE23/18/14倍。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司未来一年期合理价值区间在40.58-44.40元/股，对应的上涨空间为27%-39%，维持“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

- 1、自营业务，重点强化一二线城市运营，品牌效应不断增强从而提升盈利能力。此外，把握一二线城市消费者对于珠宝产品的偏好，带动相应品类业务发展；
- 2、加盟渠道维持稳健开店节奏，在集中度提升机遇下抢占市场份额，同时随着规模效应和品牌力凸显，渠道议价能力提升，带来盈利水平向上；
- 3、互联网线上业务稳步推进，收入占比提升，且规模效应逐步凸显，带来费用率降低，增厚公司利润。

### 与市场的差异之处

黄金珠宝企业线上业务长期占比不高，主要与高价低频的消费品类特征，以及缺乏完善的运营团队布局有关，我们认为公司通过差异化的相对平价的时尚珠宝品类布局，以及长期深耕下的优质团队搭建，有望保障线上业务的稳步成长。

### 股价变化的催化因素

- 1、疫情得到缓解，终端消费加速回暖；
- 2、公司线上业务增速超预期；
- 3、加盟渠道仍保持较好的同店增速。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1、疫情反复，终端消费需求受到持续压制；
- 2、线上推广营销效果不达预期，营销效率较低，造成销售费用率较高，对公司的利润造成影响；
- 3、门店扩张过程中经营管理不善，库存压力提升。

## 内容目录

核心假设与逻辑 .....	2
与市场的差异之处 .....	2
股价变化的催化因素 .....	2
核心假设或逻辑的主要风险 .....	2
<b>写在前面：公司当前投资性价比凸显 .....</b>	<b>6</b>
当前时点内在价值凸显：低估值优质细分龙头，短期业绩复苏确定性高 .....	7
<b>公司概况：快速崛起的时尚珠宝龙头 .....</b>	<b>8</b>
股权结构及管理：周氏家族控股，高管持股与股权激励绑定员工利益 .....	8
经营情况：业绩复合增速稳健亮眼，线上渠道占比持续提升 .....	9
财务分析：规模相对较小，盈利能力卓越 .....	12
<b>行业分析：悦己需求持续爆发，线上渗透空间大 .....</b>	<b>15</b>
行业概况：销售规模逾七千亿，黄金品类占比最大 .....	15
行业发展趋势：悦己式需求高速增长，线上占比有望不断提升 .....	16
行业竞争格局：龙头加速展店，疫情有望推动行业集中度进一步提升 .....	18
<b>公司分析：电商布局领先行业，单店效益仍有空间 .....</b>	<b>20</b>
看点一：电商布局领先行业，抢占线上增量市场 .....	20
看点二：优质加盟机制促成长，单店盈利仍具空间 .....	24
看点三：金价对公司基本面的影响简析 .....	26
<b>盈利预测、估值及投资建议 .....</b>	<b>29</b>
盈利预测 .....	29
估值：综合绝对及相对估值，40.58-44.40 元/股 .....	30
投资建议：低估值优质细分龙头，维持“买入”评级 .....	32
<b>风险提示 .....</b>	<b>33</b>
估值的风险 .....	33
盈利预测的风险 .....	33
经营及市场风险 .....	33
<b>附表：财务预测与估值 .....</b>	<b>34</b>
<b>国信证券投资评级 .....</b>	<b>35</b>
<b>分析师承诺 .....</b>	<b>35</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>35</b>
<b>证券投资咨询业务的说明 .....</b>	<b>35</b>

## 图表目录

图 1: 公司店铺数量变化 (家、%) .....	6
图 2: 公司营业收入分渠道情况 (%) .....	6
图 3: 限额以上黄金珠宝零售额增速(%).....	7
图 4: 公司历史 PE (TTM) .....	8
图 5: 公司历史沿革 .....	8
图 6: 公司股权结构图 (截至 2020Q3) .....	9
图 7: 公司年度营业收入情况 (亿元、%) .....	10
图 8: 公司年度归母净利润情况 (亿元、%) .....	10
图 9: 公司单季度营业收入情况 (亿元、%) .....	10
图 10: 公司单季度归母净利润情况 (亿元、%) .....	10
图 11: 公司营业收入分业务情况 (%) .....	11
图 12: 公司分业务收入增速 (%) .....	11
图 13: 公司直营门店和加盟门店数量 (家) .....	11
图 14: 公司营业收入分渠道情况 (%) .....	12
图 15: 公司分渠道收入增速 (%) .....	12
图 16: 公司三大经营渠道概况 .....	12
图 17: 可比公司营收规模比较 (亿元) .....	13
图 18: 可比公司营收增速比较 (%) .....	13
图 19: 可比公司归母净利润规模比较 (亿元) .....	13
图 20: 可比公司归母净利润增速比较 (%) .....	13
图 21: 可比公司毛利率比较 (%) .....	14
图 22: 可比公司净利率比较 (%) .....	14
图 23: 可比公司存货周转天数比较 (天) .....	14
图 24: 可比公司应收账款周转天数比较 (天) .....	14
图 25: 中国黄金珠宝终端零售规模 (亿元、%) .....	15
图 26: 限额以上企业 (单位) 金银珠宝零售额 (亿元、%) .....	15
图 27: 黄金首饰消费量及占整体黄金消费量比重 (吨、%) .....	15
图 28: 各国钻石珠宝的消费场景.....	16
图 29: 钻石珠宝在我国婚嫁场景的渗透率仍较低 (%) .....	16
图 30: 黄金珠宝品牌最新财年毛利率对比 (%) .....	17
图 31: 2019 年中国珠宝渠道占比情况 (%) .....	18
图 32: 2019 年中国/日本/英国/美国珠宝线上消费占比 (%) .....	18
图 33: 中国黄金珠宝行业品牌 CR3/CR5 (%) .....	19
图 34: 龙头黄金珠宝门店数量 (家) .....	19
图 35: 龙头珠宝企业近年来的展店情况 (家) .....	19
图 36: 20 年 11 月快手直播带货商品 TOP100 类目分布 .....	20
图 37: 20 年 1-9 月不同行业直播消费重要度 .....	20
图 38: 公司线上渠道营收及占比 (万元、%) .....	21
图 39: 公司 2020 年双十一表现 .....	21
图 40: 公司电商业务及团队发展.....	21

图 41: Design Circles 天猫旗舰店产品 .....	23
图 42: 公司情景风格珠宝系列钻石“都市独白” .....	23
图 43: 公司店铺导购员自播宣传图 .....	24
图 44: 公司私域流量建设总体策略 .....	24
图 45: 公司加盟品牌使用费收入情况 (亿元、%) .....	24
图 46: 公司指定供应商模式示意图 .....	24
图 47: 周大生卓越店长培训活动 .....	25
图 48: 公司加盟店单店收入提升 (万元) .....	25
图 49: 周大生单店收入低于周生生和周大福 (万元) .....	26
图 50: 20 财年周大福不同店龄店均收入情况 (万港元) .....	26
图 51: 公司自营/加盟单店的镶嵌首饰毛利率对比 (%) .....	26
图 52: 金价变化对上市公司基本面的影响因素分析 .....	27
图 53: 美联储议息决议对黄金价格的影响 .....	28
表 1: 北极光投资减持进展一览 .....	7
表 2: 公司股权激励计划授予对象 .....	9
表 3: 公司股权激励计划考核目标 .....	9
表 4: 公司经营品类及基本特点 .....	10
表 5: 我国黄金珠宝行业主要需求分类 .....	17
表 6: 我国珠宝配饰市占率情况 .....	18
表 7: 悦己式及礼品需求产品的分类 .....	22
表 8: 公司主要研发设计模式及简介 .....	22
表 9: 各个公司的黄金产品对冲策略 .....	28
表 10: 公司盈利预测表 (百万元、%) .....	29
表 11: 三阶段模型的主要假设 .....	30
表 12: 绝对估值的基本假设条件 .....	30
表 13: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 .....	30
表 14: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 .....	31
表 15: 可比公司 2019 年财务指标对比 .....	31
表 16: 可比公司估值 .....	31

## 写在前面：公司当前投资性价比凸显

上市以来，公司在板块内的关注度一直相对较高，公司 2020 年年报基金持股市值 9.22 亿元（年报基金持股数量\*年末收盘价），较 2017 年年报以来增幅达 243.57%，基金持股数量增幅达 257.76%。且从基本面情况来看，除 20 年疫情影响外，公司 16-19 年营收/归母净利润的年复合增速分别为 23.30%/32.45%，表现优异，但今年之前，在消费龙头普遍表现较好情况下公司股价总体表现相对一般。

我们认为，此前公司在资本市场的表现和基本面有所背离的主要原因在于：市场普遍认为公司难以解决开店逻辑下发展天花板问题、产品可选属性强周期下对于公司估值上的桎梏，以及小非持续减持对股价带来的压力。但去年中以来，公司线上化的加码布局有望助力公司从渠道以及产品两个维度打开基本面空间，同时小非减持也已近完成。公司当前估值仍处于板块低位，在前期压制因素逐步消除，以及基本面有效支撑下，有望迎来新一轮布局良机。具体来看：

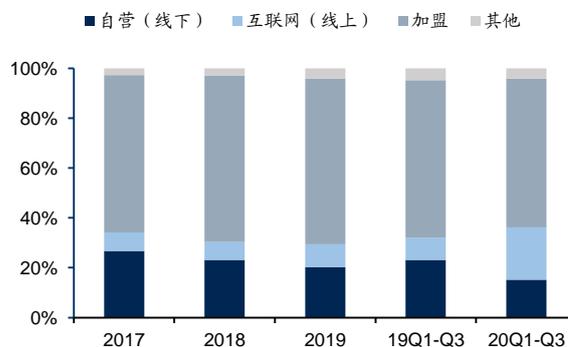
**1、针对市场对于公司传统发展模式天花板的担忧：**公司传统线下开店的成长方式，特别是在公司店铺数量已经达到 4189 家的情况下，市场担忧未来进一步开店的空间边际上将逐渐放缓。但近年来我们发现公司通过电商渠道的布局，实现对长尾市场的覆盖，一定程度上突破了原有线下渠道的桎梏。2017-2019 年，公司线上渠道收入占比从 7.43% 上升至 9.21%，2020 年疫情催化下线上渠道前三季度收入占比达到 20.97%，全年预计收入占比 19.10%，同比+9.89pct。

图 1：公司店铺数量变化（家、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理  
注：2020 年为业绩快报数据

图 2：公司营业收入分渠道情况（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**2、针对近年来国内大环境承压引发了市场对于可选消费品的增长动力的担忧，**特别去年以来，社零数据的走低进一步加剧了这一担忧。但从公司的角度来看，公司 16-19 年营收及归母净利润复合增速仍分别有 23.30%/32.45%，20 年上半年虽在疫情影响下表现相对承压，但 Q3 回暖明显，Q3 单季度营收及归母净利润增长分别有 17.94% 和 51.33%。显示公司自身基本面韧性仍较强。

且从行业整体来看，黄金珠宝行业景气度整体已有明显的复苏，20 年 11/12 月金银珠宝社零增速分别达到 +24.8%/+11.6%，且随着“Z 时代”群体消费变革下对悦己式珠宝消费需求的爆发，有望引领时尚珠宝新市场的持续扩容。

公司在内的行业龙头在前期积累的规模优势下通过渠道转型和产品升级，疫情期间进一步打磨了自身的经营韧性，有望领先行业复苏进程，并具备更高的长期发展稳定性。

**图 3: 限额以上黄金珠宝零售额增速(%)**


资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

**3、针对小非减持压制股价的担忧。**此前公司 IPO 前第二大股东北极光投资在解禁后一直处于减持状态, 从而对股价形成了持续性的压制, 但根据公司公告, 截止 2020 年末, 北极光投资持股比例已由上市初期的约 18% 降至 2.64%, 而在 21 年 1 月 19 日公司发生 10 笔大宗交易, 成交总额 3.81 亿元, 约占公司股份的 2% 左右, 根据卖方账户判断, 大概率为小非减持操作, 显示北极光投资的减持已接近完成, 因此未来压制公司股价的减持因素将得到充分释放。

**表 1: 北极光投资减持进展一览**

公告日期	公告类型	详情	期末持股数量	期末持股比例
2018/05/04	减持预披露	拟在未来 6 个月以内减持不超过 6% 股份	8622.64 万	17.76%
2018/11/26	减持届满	已减持 4.53% 股份	6421.82 万	13.23%
2018/12/08	减持预披露	拟公告 3 个交易日以后, 6 个月以内减持不超过 6% 股份	6421.82 万	13.23%
2019/07/03	减持届满	已减持 2.16% 股份	5368.41 万	11.02%
2019/07/04	减持预披露	拟在未来 6 个月以内减持不超过 6% 股份	5368.41 万	11.02%
2020/01/31	减持届满	已减持 2.95% 股份	5892.90 万	8.06%
2020/02/04	减持预披露	拟在未来 6 个月以内减持不超过 6% 股份	5892.90 万	8.06%
2020/07/15	减持进展	已减持 2.76% 股份	3654.52 万	5.0% (低于 5.0%)
2020/08/27	减持届满	已减持 3.27% 股份	3499.35 万	4.79%
2020/09/05	减持预披露	拟在未来 3 个月以内减持不超过 3% 股份	3499.35 万	4.79%
2020/11/07	减持进展	已减持 1.50% 股份	2403.13 万	3.29%
2020/12/29	减持届满	已减持 2.15% 股份	1926.31 万	2.64%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**当前时点内在价值凸显: 低估值优质细分龙头, 短期业绩复苏确定性高**  
 当前公司估值性价比突出: 按照我们盈利预测预期, 公司 21/22 年 EPS 为 1.78 元/2.20 元/股(详见下文分析), 对应归母净利润增速分别为 28.92% 和 23.13%, 对应当前股价对应 PE 分别为 17.9/14.5 倍, 处于公司自身中位数偏下水平, 同时对比当前大消费板块的细分龙头估值性价比已经极为凸显。

图 4: 公司历史 PE (TTM)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

## 公司概况: 快速崛起的时尚珠宝龙头

“周大生”品牌商号自 1999 年开始使用, 已有 20 余年历史, 公司 2007 年成立后便承接沿用该商号。经过多年的运营布局, 公司已跃居成为我国黄金珠宝行业龙头企业, 19 年收入体量达到 54.39 亿元, 16-19 年营收和归母净利润年复合增速分别为 23.30%和 32.45%。

我们认为公司的快速崛起主要依靠于其差异化产品、渠道、市场策略以及轻资产的商业模式。在过去, 我国大众市场的黄金珠宝企业主要包括周大福、周生生等港资企业, 老凤祥、老庙黄金等传统品牌。然而, 周大生作为新秀企业异军突起, 跃居行业前三, 主要受益于差异化策略和商业模式的创新。体现在: 1) 以镶嵌首饰为重点品类的差异化产品策略; 2) 以低线城市为突破的差异化目标市场; 3) 以加盟模式为主要扩展方式的差异化渠道策略; 4) 代工+指定供应商模式的轻资产供应链策略。

图 5: 公司历史沿革

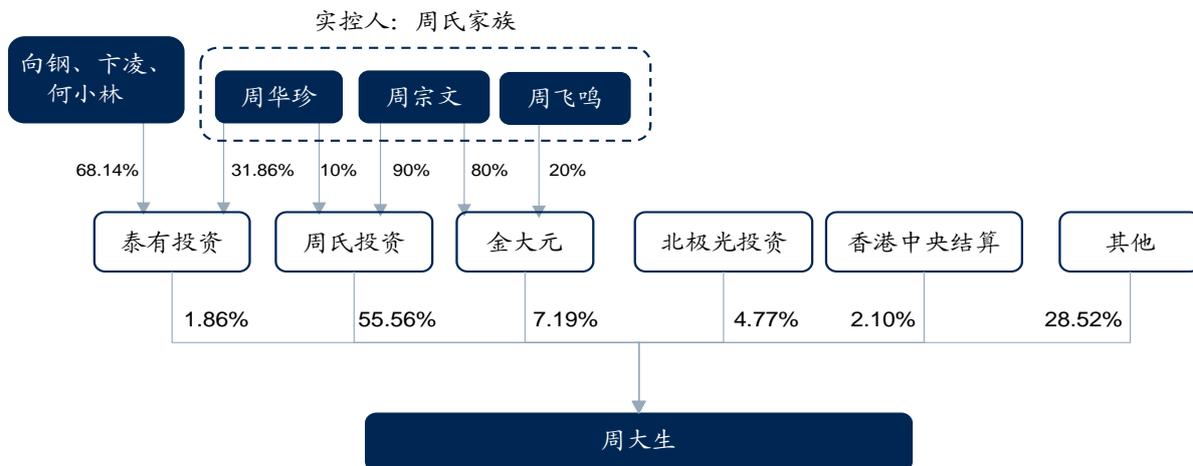


资料来源:公司招股书、公司官网、国信证券经济研究所整理

## 股权结构及管理: 周氏家族控股, 高管持股与股权激励绑定员工利益

公司为家族企业, 股权结构较为集中。据公司 2020 年三季报数据, 周氏家族(周华珍、周宗文、周飞鸣)为公司实际控制人, 通过周氏投资、金大元、泰有投资间接控制公司 63.33%的股份。其中周宗文、周华珍为夫妇, 周飞鸣是实际控制人周宗文先生及周华珍女士之子。此外, 公司高管在上市前就持有公司股份, 副总经理向钢、卞凌和何小林通过泰有投资间接持有公司的股份。

图 6: 公司股权结构图 (截至 2020Q3)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

股权激励方面,公司于 2018 年 1 月实施第一期限限制性股票激励计划,以 2018 年 1 月 31 日为授予日,授予价格为每股 14.27 元,激励对象包括公司董事、财务总监以及 175 名中层管理人员、核心技术(业务)骨干及重点培养人才,其中首次授予部分的股份数为 752.95 万股,占授予前上市公司总股本的 1.57%。

表 2: 公司股权激励计划授予对象

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%	1.98%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

此次股权激励计划的考核目标为 2018-2021 年营收对应 2017 年增速分别不低于 15%/30%/50%/70%,对应的四年年复合增速 14.19%。

表 3: 公司股权激励计划考核目标

解除限售期	业绩考核指标
首次授予限制性股票第一次解除限售	以 2017 年业绩为基准,2018 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 15%。
首次授予限制性股票第二次解除限售/预留限制性股票第一次解除限售	以 2017 年业绩为基准,2019 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 30%。
首次授予限制性股票第三次解除限售/预留限制性股票第二次解除限售	以 2017 年业绩为基准,2020 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 50%。
首次授予限制性股票第四次解除限售/预留限制性股票第三次解除限售	以 2017 年业绩为基准,2021 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 70%。

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

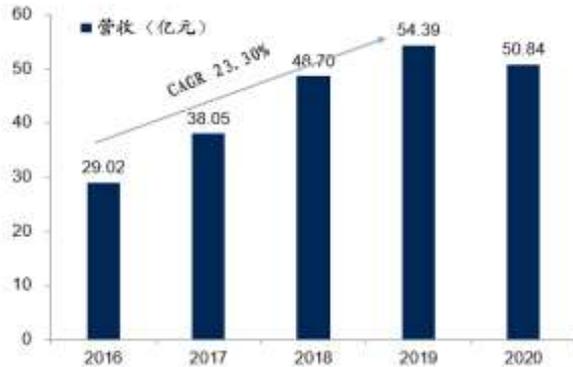
整体来看,高管上市前持股以及股权激励计划充分有效地绑定了公司核心骨干利益,有利于公司中长期发展目标的达成。最后,如前文所述,极光光投资的减持一直是公司股价的压制因素。但根据公司公告,截止 2020 年末,极光光投资持股比例已降至 2.64%。且随着今年以来的一系列大宗交易完成,未来公司小非减持压力预计已基本释放。

经营情况: 业绩复合增速稳健亮眼,线上渠道占比持续提升

近年来,公司业绩实现稳健增长:2019 年公司营收 54.39 亿元,同比+11.69%,取得归母净利润 9.91 亿元,同比+22.99%,2016-2019 年营收/归母净利润复

合增速分别达到 23.30%/32.45%。据公司业绩快报数据，2020 年疫情影响下营收同比-6.53%至 50.84 亿元，归母净利润同比+2.06%至 10.12 亿元，其中 Q4 营收同比+6.52%，归母净利润同比+13.43%。

图 7: 公司年度营业收入情况 (亿元、%)



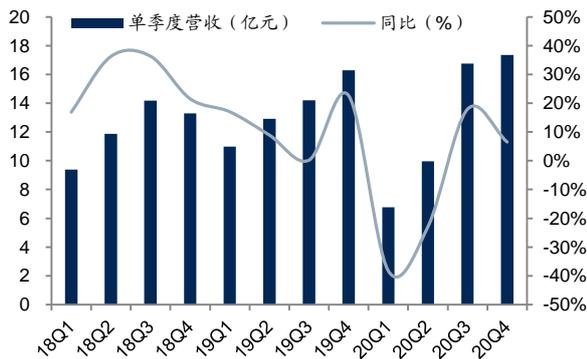
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:其中 2020 年为业绩快报数据(未经会计师事务所审计)

图 8: 公司年度归母净利润情况 (亿元、%)



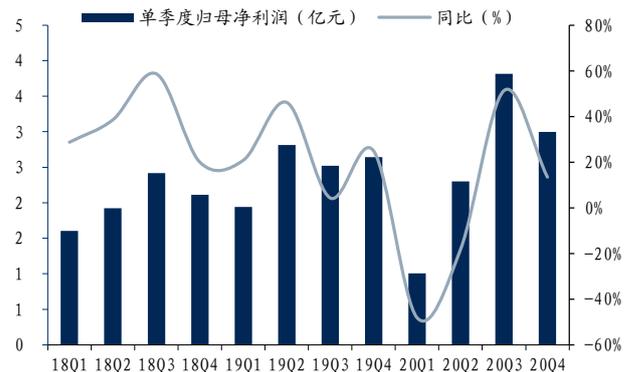
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:其中 2020 年为业绩快报数据(未经会计师事务所审计)

图 9: 公司单季度营业收入情况 (亿元、%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:其中 2020 年 Q4 为业绩快报数据(未经会计师事务所审计)

图 10: 公司单季度归母净利润情况 (亿元、%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:其中 2020 年 Q4 为业绩快报数据(未经会计师事务所审计)

➤ 分产品: 镶嵌首饰占比高, 但素金业务发展迅速

经营品类上, 公司以钻石首饰为主力产品, 以黄金首饰为引流产品, 以 K 金/铂金首饰、翡翠、珍珠及彩宝为配套产品。

表 4: 公司经营品类及基本特点

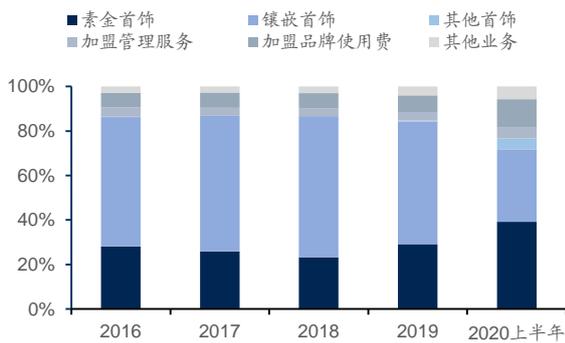
品类	基本特点
黄金首饰	以含金量不少于 99% 的材质制成的首饰, 我国主流珠宝首饰品种, 具有一定保值性
钻石首饰	镶嵌有钻石的各类珠宝首饰的简称, 一般有裸钻、钻戒、颈饰、耳饰、腕饰几类
铂金首饰	以铂金为主要材质制成的首饰, 价值比黄金首饰高, 但保值性较低
K 金首饰	以黄金为主要原料, 但含金量低于 99% 的材质制成的首饰, 强调设计感和时尚性, 保值性较低
玉石首饰	以翡翠、和田玉为主要原料制成的首饰, 一般有耳钉、珠链、手镯、戒指几类
其他	珍珠、人造宝石、彩宝(如碧玺、蓝宝石、红宝石等)

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

收入结构上, 公司收入主要包括产品收入和服务收入, 其中产品主要包括镶嵌首饰和素金首饰, 公司 2019 年镶嵌首饰产品和素金首饰产品的收入规模分别为 29.99 和 15.85 亿, 同比增速分别为-2.71%/39.43%, 占整体收入的比重分

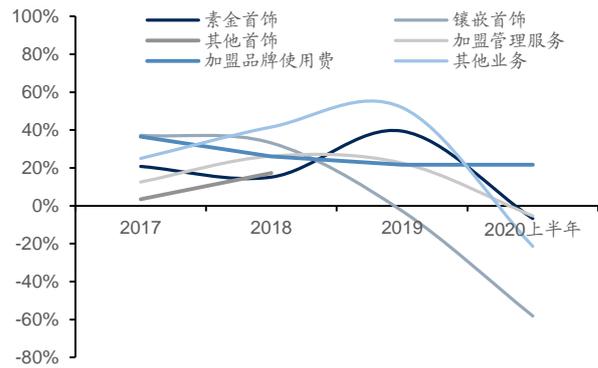
别为 55.14%和 29.14%。总体上公司镶嵌首饰占比高,素金首饰占比则提升快,收入占比从 2017 年的 25.94%提升至 2019 年的 29.14%。2020 上半年疫情下镶嵌类/素金类收入分别同比-58.15%/-6.73%,收入占比分别为 32.42%/39.28%。公司的服务收入包括加盟业务下的品牌服务费和管理服务费、小贷金融和供应链服务,2019 年加盟管理服务/加盟品牌使用费分别为 2.10 亿元/4.02 亿元,同比增速分别为 22.56%/21.76%,收入占比分别为 3.87%/7.38%。2020 上半年加盟管理服务/加盟品牌使用费分别为 0.81 和 2.14 亿元,收入占比分别达到 4.87%/12.81%。

图 11: 公司营业收入分业务情况 (%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司分业务收入增速 (%)

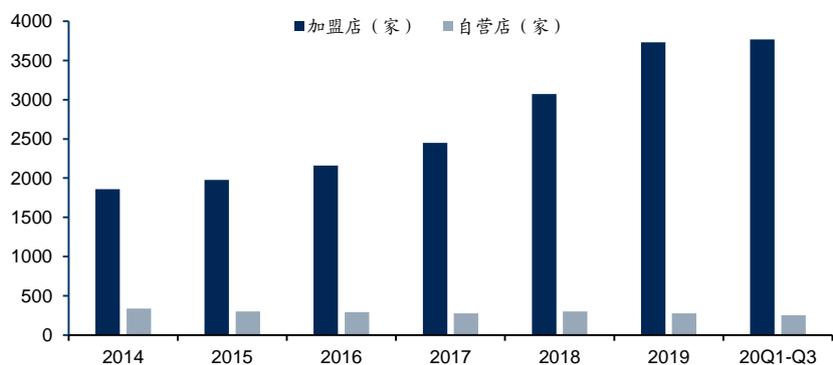


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### ➤ 营收分渠道: 加盟占比提升, 快速扩张下沉

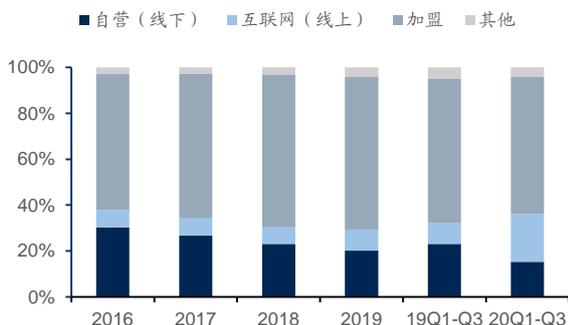
公司构建了覆盖多渠道的销售网络,包括线下自营、线下加盟(商品收入和服务收入)和线上互联网自营,2019 年三大渠道的收入分别为 10.95、36.21 和 5.01 亿元,收入占比分别为 20.13%、66.57%和 9.21%。整体来看,2016-2019 年,加盟渠道和线上渠道的收入占比不断提升,分别从 59.18%提升至 66.57%、从 7.61%提升至 9.21%,而直营占比逐渐下降,从 2016 年的 30.37%下降至 2019 年的 20.13%。具体从线下渠道来看,截至 2020/09/30,公司直营和加盟门店数量分别为 252 和 3768 家。

图 13: 公司直营门店和加盟门店数量 (家)



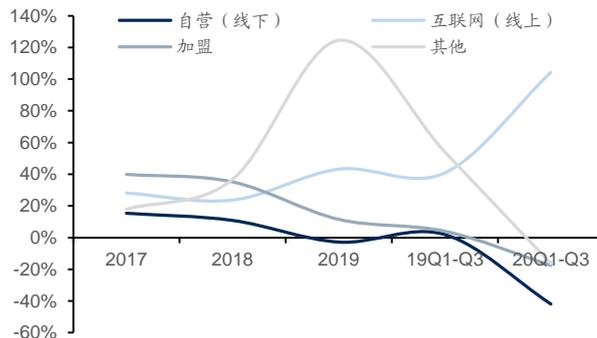
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司营业收入分渠道情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司分渠道收入增速 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

总体而言, 公司三大渠道模式的经营品类及方式存在一定差异。

- 1) 线下自营即公司通过商场联营/专卖店向顾客销售产品, 公司对产品和经营拥有控制权和所有权, 享有店面产生的利润, 同时承担店面发生的所有费用和开支。该模式下单店销售中素金首饰占比较高, 2020 上半年销售占比为 78.06%, 故该直营模式下公司的盈利能力受黄金价格的波动更为明显。
- 2) 线下加盟即公司授权加盟商在规定的区域, 按照统一的业务和管理制度开设加盟店, 终端零售柜台所售卖商品的所有权归属加盟商, 加盟商实行独立核算、自负盈亏。该模式下公司对加盟商的产品销售主要是钻石镶嵌产品, 镶嵌品类本身盈利水平较高, 而素金产品以指定供应商的模式进行销售, 盈利通过收取加盟商的品牌使用费和服务费的形式实现。公司整体加盟渠道的毛利率处于较高的水平, 2019 年/2020 上半年分别为 34.44%/47.73%。
- 3) 线上互联网渠道的销售款式则和线下渠道区隔明显, 线上渠道主打设计感更强、单价较低的银饰和一口价素金品类。

图 16: 公司三大经营渠道概况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 财务分析: 规模相对较小, 盈利能力卓越

### 经营规模比较

从营收规模看, 公司营收体量从 2016 年的 29.02 亿元增长至 2019 年的 54.39 亿元, 年复合增速 23.30%, 显著高于黄金珠宝行业整体 4.86% 的复合增速 (欧睿统计数据)。与同业对比来看, 公司收入规模较小, 但成长性优异。自 2016 年以来, 公司收入增速位于可比公司中优异的水平, 主要与公司通过轻资产的

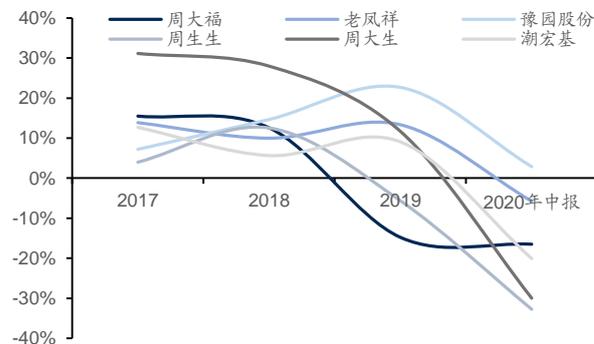
加盟和电商来实现在低线城市的渗透率不断提升有关。

图 17: 可比公司营收规模比较 (亿元)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:周大福为财年数据,截止日期 3/31 日;豫园股份取珠宝时尚业务数据;单位均为人民币,按照历史汇率换算

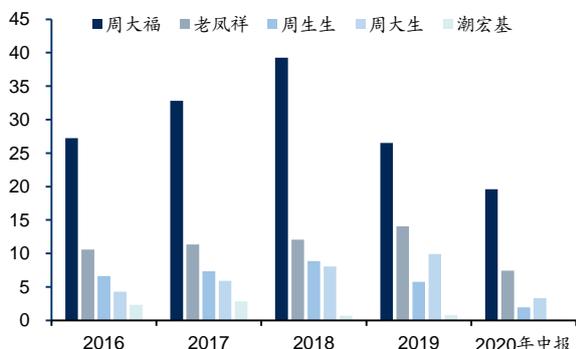
图 18: 可比公司营收增速比较 (%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:周大福为财年数据,截止日期 3/31 日;豫园股份取珠宝时尚业务数据;周大福/周生生增速按照原货币(港元)

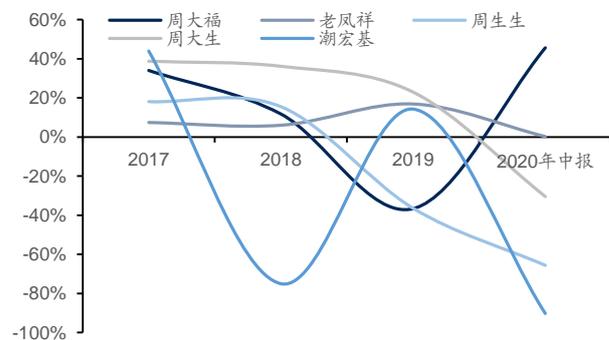
从归母净利润规模看,公司归母净利润从 2016 年的 4.27 亿元增长至 2019 年的 9.91 亿元,年复合增速达到 32.45%。与同业对比来看,公司归母净利润规模处于可比公司中游水平,高于周生生、潮宏基,次于周大福和老凤祥,但从增速看,公司归母净利润增速呈现稳健高增长态势,也反映了公司较为优异的盈利能力。

图 19: 可比公司归母净利润规模比较 (亿元)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:周大福为财年数据,截止日期 3/31 日;单位均为人民币,按照历史汇率换算

图 20: 可比公司归母净利润增速比较 (%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:周大福为财年数据,截止日期 3/31 日;周大福/周生生增速按照原货币(港元)

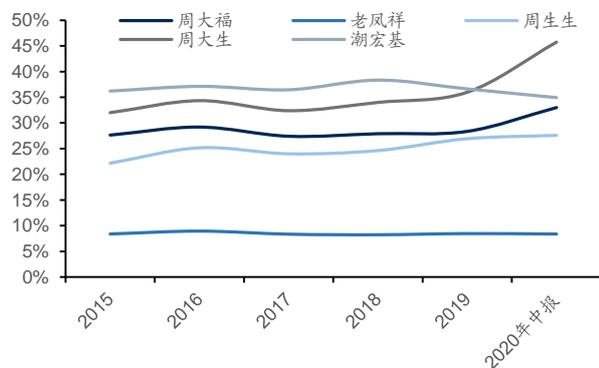
### 盈利比较分析

毛利率方面,纵向看公司毛利率呈现稳步提升态势,其中 2019 年毛利率同比 +1.98pct 至 35.98%,主要与毛利率较高的加盟业务的占比提升以及电商业务的毛利率持续提升有关。与同业可比公司对比来看,公司的毛利率水平居于可比公司中较高水平,与潮宏基相当,主要原因包括:1、相对于价格透明度高的黄金,公司主营的镶嵌品类毛利率较高;2、公司采用加盟为主的扩张策略,但区别于传统的批发模式,公司加盟政策下,素金品类主要采用收取品牌使用费的模式,为公司自加盟商处取得的收入,无直接成本,毛利率为 100%

从净利率来看,公司近年来净利率水平呈现持续提升的趋势,主要与公司毛利率持续提升以及公司的销售费用率持续优化有关。公司净利率同样处于可比公司中最高水平:一方面,公司毛利率水平较高;另一方面,加盟模式下,公司

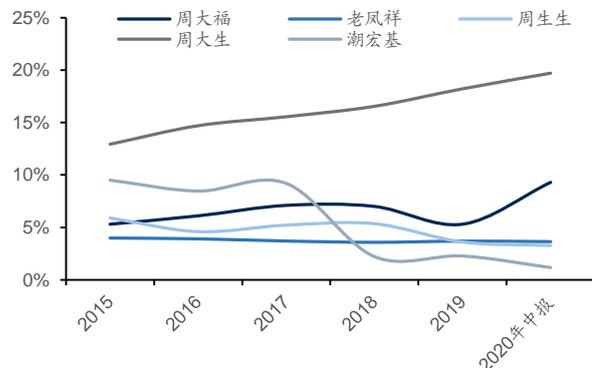
整体的期间费用率水平较周大福和周生生低。

图 21: 可比公司毛利率比较 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 可比公司净利率比较 (%)



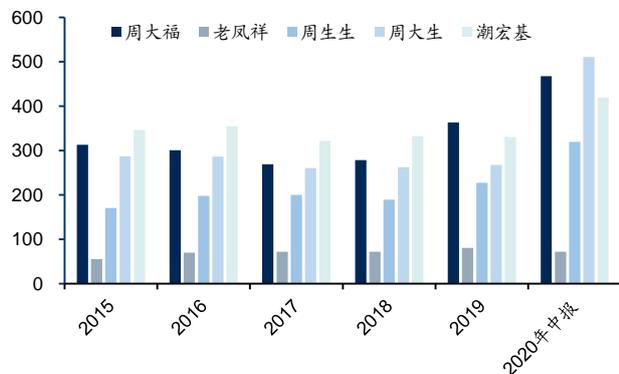
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

### 运营能力及现金流比较分析

从经营效率来看, 公司的存货周转天数自 2015 年以来逐渐下降并趋于稳定。此外, 公司的应收账款周转天数呈现持续下降的趋势, 先款后货的业务模式使得应收账款周转天数长期控制在个位数。

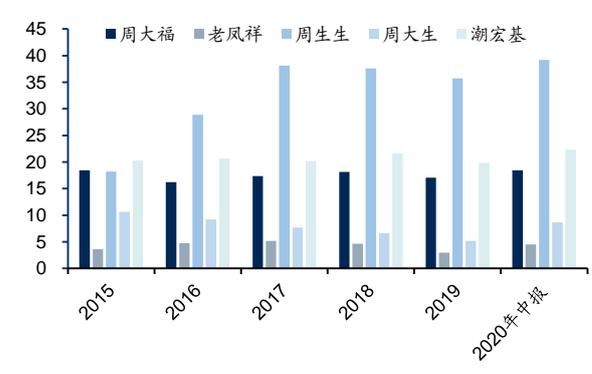
与同业对比来看, 公司的存货周转天数处于可比公司较高水平, 预计与公司品类结构有关。此外, 公司的应收账款周转天数也相对较低, 预计主要系公司与加盟商的议价能力不断提升所致。

图 23: 可比公司存货周转天数比较 (天)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 24: 可比公司应收账款周转天数比较 (天)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 行业分析：悦己需求持续爆发，线上渗透空间大

### 行业概况：销售规模逾七千亿，黄金品类占比最大

欧睿数据显示，2019年中国黄金珠宝终端零售规模达到7072.79亿元，同比+1.21%，2015-2019年CAGR为4.86%，预计2020年疫情影响下同比下降13%至6153.97亿元，2020-2024年CAGR为4.10%，规模总量方面表现稳健。从国家统计局口径看，2020年限额以上企业（单位）金银珠宝零售额2376亿元，疫情影响下同比-4.70%。

图 25：中国黄金珠宝终端零售规模（亿元、%）



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

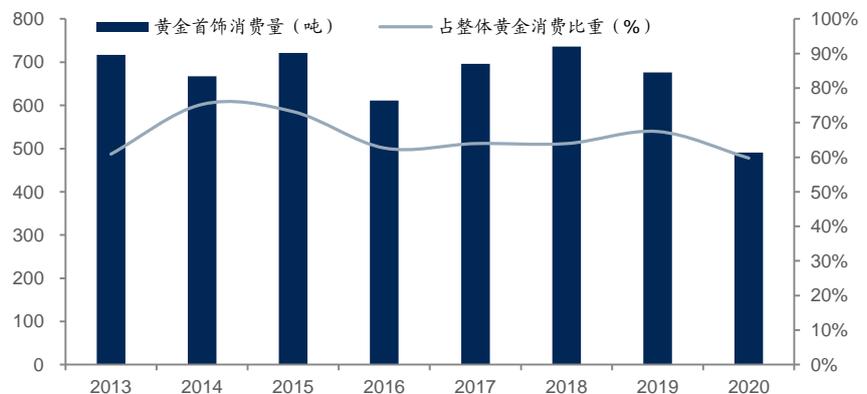
图 26：限额以上企业（单位）金银珠宝零售额（亿元、%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

- 从黄金品类来看，据中国黄金协会统计数据，2020年全国黄金首饰消费量490.58吨，同比下降27.45%，其中2013-2019年复合增速-0.96%。不考虑一口价产品，我们按终端均价（含工费）400元/克-450元/克测算，2020年零售市场规模约1962.32亿元-2207.61亿元。在2013年抢金狂潮后，我国黄金首饰消费量基本处于零增长，期间宏观经济向好，消费升级持续，黄金珠宝消费者消费偏好发生巨大变化，从下文数据可以看出，钻石镶嵌品类的消费需求走高。

图 27：黄金首饰消费量及占整体黄金消费量比重（吨、%）

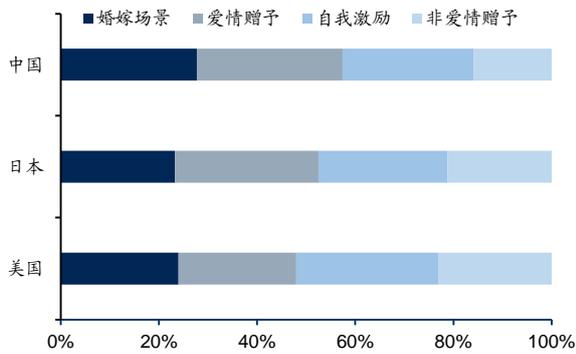


资料来源：中国黄金协会、ifind、国信证券经济研究所整理

- 从钻石品类来看，据 De Beers 数据，中国钻石珠宝按消费场景来划分，婚嫁情景占比最高，为28%，其次分别是爱情赠予、自我激励和非爱情赠

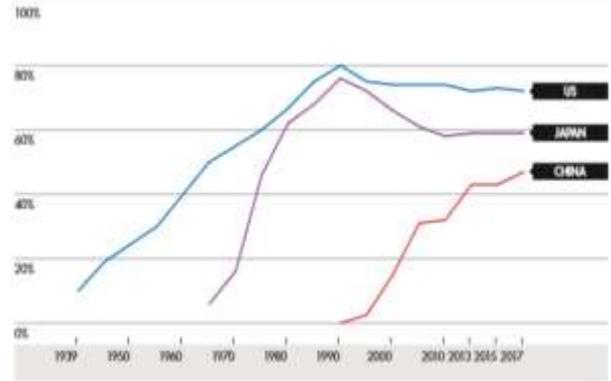
予，占比分别为 30%、27%和 16%。对比其他国家来看，2018 年钻石镶嵌珠宝在我国婚嫁群体渗透率为 47%，而美国、日本的渗透率分别为 70%以上、接近 60%，随着 Z 世代逐步成为新婚主流人口，钻石在婚嫁情景的渗透率有望持续提升。尽管新婚人数出现一定的下滑，然而钻石珠宝的渗透率仍有较大提升空间。

图 28: 各国钻石珠宝的消费场景



资料来源: De Beers、国信证券经济研究所整理

图 29: 钻石珠宝在我国婚嫁场景的渗透率仍较低 (%)



资料来源: De Beers、国信证券经济研究所整理

### 行业发展趋势: 悦己式需求高速增长, 线上占比有望不断提升

➤ **产品:** 婚庆、亲子需求稳定, 投资需求萎缩, 悦己式和礼品需求快速增长  
黄金珠宝主要有四类消费需求: 婚庆需求、亲子需求、投资需求和悦己式/礼品的消费需求。当前来看, 婚庆、亲子需求趋于稳定, 投资需求不断萎缩, 悦己式和礼品需求正快速增长。具体来看:

1) **第一类是婚庆需求**, 消费品类以钻石镶嵌和黄金品类为主。当前 40~50% 的黄金珠宝需求是来自婚庆市场, 低线城市的婚嫁产品占比更高。根据我国往年结婚登记的数量来看, 2010-2018 年, 我国登记结婚对数均在 1000 万以上, 2019 年登记结婚对数略低于 1000 万。假设登记结婚对数在 1000 万, 每对新人在婚庆珠宝方面的消费为 5000 元, 全年婚庆珠宝消费有望达到 500 亿元。虽然结婚率和结婚人数呈现逐年下降的趋势, 但是随着消费升级, 高客单价的钻石品类渗透率的提升, 整体市场基本保持稳定的态势。**2) 第二类是亲子需求**, 消费品类以黄金品类为主, 市场基本保持稳定的趋势。**3) 第三类是投资需求**, 投资品类以按克计价的黄金为主, 与金价波动的关联度较大。随着我国投资品类更加丰富化, 黄金投资市场整体处于相对下行的态势中。

整体来看, 前三类需求消费频率低, 渠道信任成本较高, 线下体验感较强。对于消费者来说, 渠道和品牌较为重要, 所以在这类需求中, 市占率高的品牌多以门店数量较多的品牌为主, 比如周大福、老凤祥、老庙和周大生。

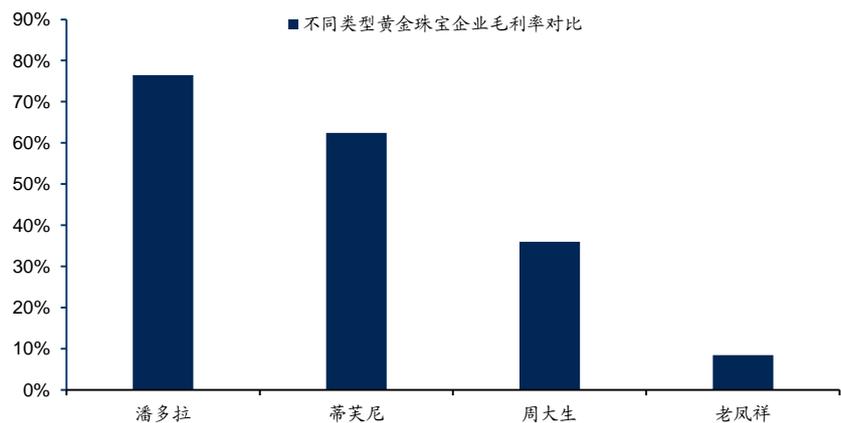
**4) 第四类是悦己式需求以及礼品(朋友送礼等)需求**, 这类需求的消费和社交属性较强, 整体处于高速成长的过程中。品类主要以年轻群体青睐的款式和设计较为新颖的银饰、K 金、珍珠和钻石镶嵌品类为主。虽然短期从 20 年下半年来看, 婚庆需求的释放将为黄金珠宝带来需求的反弹, 但长期来看, 黄金珠宝行业增长的核心驱动还是在于消费升级(富裕消费群体和主流消费群体兴起), 珠宝首饰逐步进入居民日常生活。而当前年轻的消费群体(即千禧一代和 Z 世代)的崛起使得消费习惯发生重大变化: 悦己式的多场景的消费可能性正推动珠宝配饰品类复购率的提升, 而这部分需求的客群也与高速增长的社会电商客群较为匹配。

**表 5: 我国黄金珠宝行业主要需求分类**

需求	市场分析	市场增速	消费品类	消费频率	消费群体	消费者看重的因素	代表公司	产品上新频率	毛利率情况
婚庆	近年来市场和品牌理念上越加细分	稳定(近年来结婚率有所降低,但是随着消费升级,高客单的婚庆产品占比不断提升,市场有望保持稳定)	钻石镶嵌+纯度较高的黄金	低	适婚人群	渠道和品牌	周大福、周大生、周生生、老凤祥、老庙、蒂芙尼、catier	低	镶嵌品类较高,黄金品类较低
亲子	-	基本稳定	纯度较高的黄金为主	低	父母	渠道和品牌	周大福、老凤祥、老庙	-	较低
投资	-	萎缩	按克计价的黄金	较低	年老一代	渠道和价格	银行、周大福、老凤祥、老庙	-	低
	低端	快速增长	合金、铜、不锈钢、玻璃等	最高	年轻一代	设计性	阿吉豆、淘宝店(500元以下) 潘多拉、施华洛世奇、APM,近年来周大福、周生生和周大生加速进入该市场(500-3000元)	高	一般
悦己式消费和送礼	中高端	快速增长	银、银镀金、K金和水晶等	较高	年轻一代	设计和品牌	蒂芙尼、卡地亚、宝格丽(3000元以上)	较高	较高
	高端	快速增长	纯度较高的黄金、钻石、玉石和珍珠	一般	富裕阶层,近年来年轻一代对该品类的消费增速较快	品牌(强奢侈品属性)和设计	蒂芙尼、卡地亚、宝格丽(3000元以上)	较低	最高

资料来源:峰睿资本、公司公告、国信证券经济研究所整理

整体来看,悦己式需求和礼品需求产品,不仅需求成长空间较大,且产品毛利率也高于传统的婚庆需求产品(黄金)、亲子和投资需求产品,主要由于一是传统黄金类产品属于贵金属,在市场上可以直接交易,其价格相对透明,二是品牌商也可以通过品牌和设计获取一定溢价。因此,珠宝行业的电商化的发展,将有助于品牌拓展增量的悦己市场,同时,品类结构的优化也有望推动公司毛利率的提升。

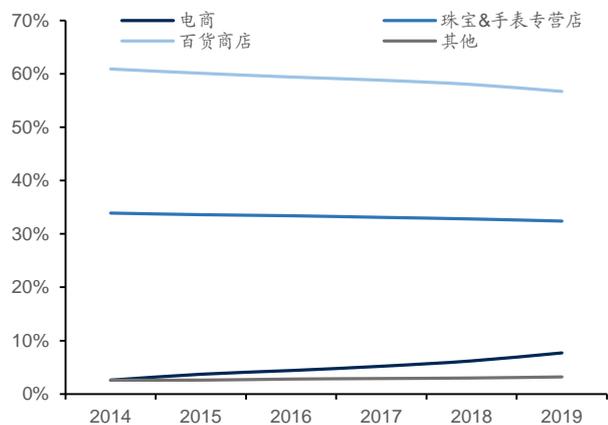
**图 30: 黄金珠宝品牌最新财年毛利率对比 (%)**

 资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理  
 注:潘多拉为2020财年数据,其余均为2019财年

### ➤ 渠道: 珠宝品类线上化程度提升为大势所趋

从珠宝行业的渠道分布来看,由于传统的黄金珠宝产品消费相对高价低频,线下体验式消费感较强,消费者对线下实体渠道的信任度也更高,因而过去黄金珠宝线上销售占比一直相对较低。

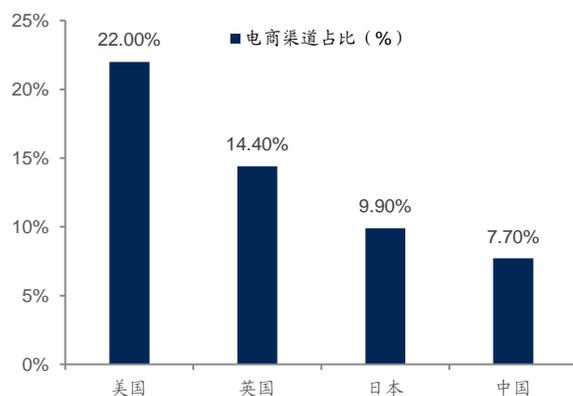
据欧睿数据，2019 我国珠宝线上销售占比仅 7.7%，预计 2020 年达到 11.1%，较 2019 年提升 3.4pct，但仍低于美国、日本和英国，主要系这些国家设计感较强且客单价较低的悦己式消费产品占比较高，随着我国这类产品需求的不断提升，未来线上占比具备较大提升空间。

图 31：2019 年中国珠宝渠道占比情况 (%)



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 32：2019 年中国/日本/英国/美国珠宝线上消费占比 (%)



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

行业竞争格局：龙头加速展店，疫情有望推动行业集中度进一步提升

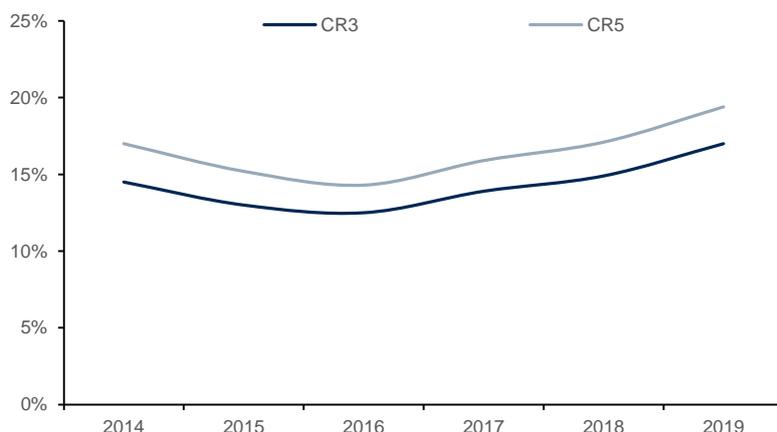
我国黄金珠宝市场的市占率龙头品牌以国产为主，根据 Euromonitor (LBN Company Shares) 的统计，2019 年市占率前五的品牌分别为周大福 (7.1%)、老凤祥 (6.9%)、老庙 (3%)、周生生 (1.3%) 和周大生 (1.1%)。2019 年品牌 CR3/CR5 分别为 17%/19.4%，整体上集中度呈现提升趋势。

表 6：我国珠宝配饰市占率情况

品牌	所属公司	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)
周大福	周大福珠宝集团有限公司	6.1	5.1	5.2	6	6.5	7.1
老凤祥	老凤祥有限公司	5.5	5.3	5.1	5.7	6	6.9
老庙	上海老庙黄金有限公司	2.9	2.6	2.2	2.2	2.4	3
周生生	周生生国际控股有限公司	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
周大生	周大生珠宝有限公司	0.6	0.6	0.7	0.8	1	1.1
卡地亚	历峰集团	0.5	0.5	0.7	0.7	0.9	1
六福珠宝	六福国际控股有限公司	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7
明牌珠宝	浙江明牌珠宝有限公司	1.4	1	0.6	0.7	0.7	0.6
蒂芙尼	蒂芙尼	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
施华洛世奇	施华洛世奇	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
潘多拉	潘多拉	0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	0.4
谢瑞麟	谢瑞麟珠宝国际有限公司	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
潮宏基	广东潮宏基产业有限公司	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
宝格丽	宝格丽	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
哎呀呀饰品	广东赛曼投资有限公司	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
金至尊	香港资源控股有限公司	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
梵迪珠宝	广东潮宏基产业有限公司	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
伊泰莲娜	伊泰莲娜珠宝(中山)有限公司	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
石头记	广东石头记珠宝有限公司	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
新光饰品	浙江新光饰品有限公司	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 33: 中国黄金珠宝行业品牌 CR3/CR5 (%)

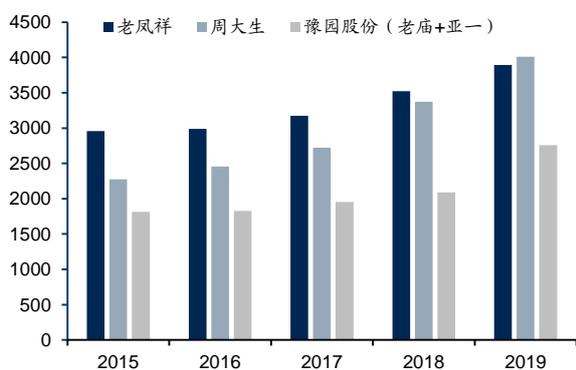


资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

➤ 龙头品牌加速抢夺优质加盟商资源，疫情加速行业洗牌

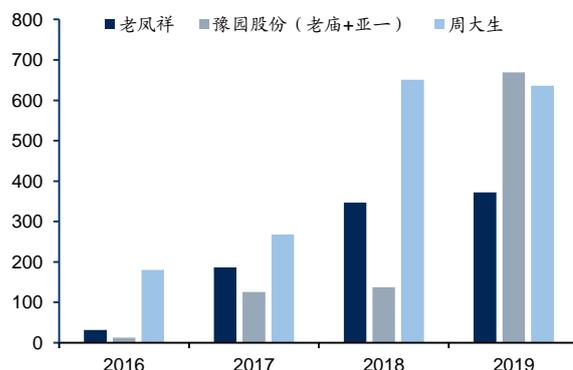
从门店数来看，过去几年，黄金珠宝品牌一直处在跑马圈地的过程中，规模排名靠前的企业继续维持高速展店。新冠疫情一定程度上也加速了珠宝零售品牌商的洗牌，渠道管理能力强、加盟商资源优质的珠宝零售商有望实现集中度提升，我们从同店和展店的角度去分析疫情对珠宝首饰行业加盟商造成的影响：

图 34: 龙头黄金珠宝门店数量 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 35: 龙头珠宝企业近年来的展店情况 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

1) 从同店角度来看，疫情加速了加盟商的优胜劣汰，只有具有优质的资源和资金实力的加盟商会存活下来，而这些加盟商早已被品牌能力强的周大福、老凤祥和周大生所抢占。此外，老凤祥、豫园股份和周大生自身的现金流较为充裕，短期面临的回款压力相对较小，且公司对加盟商的管理能力较高，能够适时推出一系列的加盟商帮扶措施。

2) 从展店的角度来看，黄金珠宝零售行业是对资金链占用较大的行业，所需的资金包括加盟费、保证金、装修费用、店铺租金、员工工资和首批铺货费用。相较于服装等可选消费品行业，珠宝首饰行业的原材料主要为黄金、钻石和铂金等贵金属，初始铺货投入金额较大，加盟商的开店成本一般均在几百万的量级。疫情放缓了绝大多数黄金珠宝企业的展店节奏，而前期周大生、老凤祥和豫园旗下的老庙和亚一已经通过加速展店布局了低线市场。在疫情不断好转、需求回暖的背景下，前几年布局的加盟店将会充分享受行业的复苏。

## 公司分析：电商布局领先行业，单店效益仍有空间

### 看点一：电商布局领先行业，抢占线上增量市场

目前珠宝企业发展电商渠道，无论从短期和长期都有着一定的必要性：

- 1) 短期看电商能够帮助品牌珠宝企业快速走出疫情影响，恢复销售，并在后期帮助加盟商出清积压的库存，实现现金流的修复，从而有助于长期健康的发展。
- 2) 中长期来看，在代际消费变迁中，年轻一代成为了主力消费群体，他们偏好的消费渠道为线上，且对于珠宝消费，相较于上一代消费者偏好材质和品牌消费，更加偏好设计感强、客单价较低的产品，而这类产品也更适合线上发展。
- 3) 长期来看，电商的布局也将有利于打开本土品牌的渠道天花板。虽然目前广大的低线市场仍孕育着需求升级带来的开店空间，但随着企业自身店铺绝对数量的不断增长，以及中高端竞争品牌近年来加大下沉力度后渠道竞争格局的越发激烈，长期来看企业通过线下发展天花板将逐步显现。在这一过程中，电商渠道则是打开珠宝企业发展渠道天花板的最有力手段。

电商业态近年来发生的变化也给珠宝行业的线上化带来可行性：

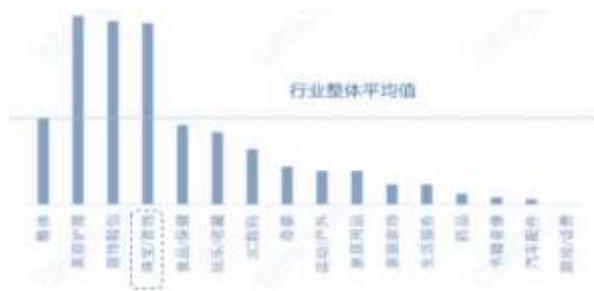
在社交电商逐步成为基础设施的背景下，其销售品类也在不断进行扩充，特别近两年直播模式的出现进一步催化各品类在电商渠道中的发展，包括服装、美妆、珠宝、日用品、食品等，同时同一品类下也越加垂直细分化，也在一定程度上推动了行业产品结构的升级。从实际数据看，珠宝类产品的直播渗透率日益提升，2020年11月快手直播带货商品TOP100中，珠宝配饰以9%的占比排名第五；2021年1月份快手整体的带货直播场次相比2020年12月有着明显的降低，但其中珠宝配饰实现逆势上涨。同时据ECdataway统计数据（转引自CBNData），美容护理/服饰鞋包/珠宝首饰三大品类淘宝直播消费重要度达到整体平均值的2倍左右。

图 36：20 年 11 月快手直播带货商品 TOP100 类目分布



资料来源：飞瓜快数、国信证券经济研究所整理

图 37：20 年 1-9 月不同行业直播消费重要度



资料来源：ECdataway、CBNData、国信证券经济研究所整理  
注意：淘宝直播消费重要度=直播引导消费金额/大盘整体消费金额

周大生作为黄金珠宝品牌商中拥抱线上较为积极的公司，目前其电商组织架构完善、线上线下产品区隔明显、时尚化的产品推新机制优异且供应链体系不断完善，从而取得领先同行业的电商渠道表现。20 年前三季度，公司线上收入 7.02 亿元，增长 104.33%，占比达到 20%以上，而四季度双十一在直播发力以及天猫平台的精细化运营下预计也表现相对不错，全年线上占比预计在 19%左右，同比提升近 10pct。从 2020 年双十一情况看，据亿邦动力网报道，2020 年双十一开场 50 分钟，周大生天猫旗舰店交易额已破 2000 万，最终，周大生以 2.7 亿销售额、同比去年增长 125%的优异成绩领跑行业。

图 38: 公司线上渠道营收及占比 (万元、%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理  
注: 其中 2020 年为业绩快报数据 (未经会计师事务所审核)

图 39: 公司 2020 年双十一表现



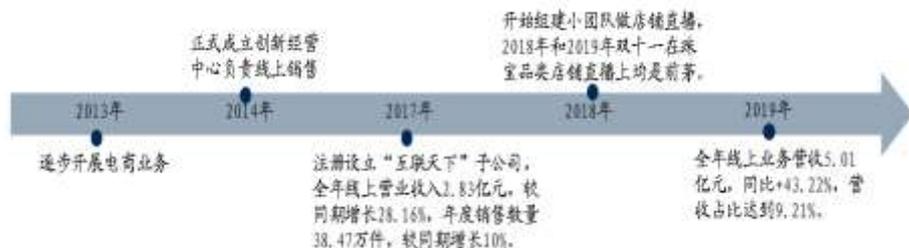
资料来源:亿邦动力网、国信证券经济研究所整理

我们具体分析公司电商业务布局:

➤ 团队搭建: 精细化运营, 设立“互联天下”从事线上自营业务

公司线上布局领先行业, 早在 2013 年便逐步开展电商业务, 2014 年正式成立创新经营中心负责线上销售, 2017 年注册周大生珠宝管理(深圳)有限公司和深圳市互联天下信息科技有限公司, 前者负责网上经营珠宝首饰、网上提供珠宝服务以及相关首饰产品销售, 后者主要负责首饰销售、技术开发与销售、电子商务、数据库处理服务, 是公司从事自营线上业务主体; 2018 年开始组建小团队做店铺直播, 2018 年和 2019 年双十一在珠宝品类店铺直播上均是前茅。

图 40: 公司电商业务及团队发展



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

整体来看, 公司电商团队组织架构分为前台、中台、后台, 其中前台是各个业务销售部门, 主要负责线上渠道的销售, 中台包括产品研发及管理、营销策划、细节传达和客户服务四个团队, 后台包括组织文化团队、商业智能和风控团队。团队背景方面, 电商团队人数在 20 年 11 月左右近 200 人, 其中互联天下总经理郭晋具备 10 年左右的互联网工作经验, 2014 年加入周大生从事电商业务, 其主干团队基本拥有 5 年以上的电商工作经验, 团队成员 90 后占绝大多数, 多为伴随互联网成长的一代。此外, 公司亦与专业的电商代运营团队进行一定程度合作, 更好地把握新兴渠道变化趋势和消费者品类喜好变迁。

➤ 产品运营: 紧贴线上客群画像, 把握悦己消费趋势

电商渠道虽然有望推动珠宝行业迈向下一个发展阶段, 但对企业具体的产品布局也提出了较高要求:

1) 首先, 在黄金珠宝发展早期, 消费需求主要以婚庆需求为主, 这类需求的线

下体验感较强，需要不断进行线下扩张；同时，黄金珠宝零售行业是对资金链占用较大的行业，开店的初始铺货投入金额较大，自营开店的难度较大。因此国内大部分知名黄金珠宝企业（周大生、老凤祥、老庙黄金和亚一等）均是通过经销渠道崛起，依靠经销商展店，逐渐搭建出了当前广阔的销售网络。而在目前布局线上的过程中，**如果这些珠宝品牌将同样的货品在线上销售甚至促销，将很可能扰乱价格体系并损害经销商的利益，因此需要实现不同渠道区隔的产品布局。**

**2) 其次，目前年轻消费群体青睐的社交电商带货品类具有标准化程度高，消费频率高，件单价低以及适合社媒传播等特征，这也与传统黄金珠宝商的销售产品有所不同。**对比来看，传统的黄金珠宝产品消费频率较低且客单价较高，并不适合当前年轻群体青睐的社交电商渠道发展。总体而言，考虑到渠道利益以及消费者偏好，珠宝企业发展线上渠道，需要将线上产品和线下主流产品进行一定程度的切割，这与当前悦己式消费需求趋势崛起相匹配。

**表 7: 悦己式及礼品需求产品的分类**

类别	特点
<b>(1) 第一类是客单价在 500 元以下的产品</b>	这一价格带多采用合金、铜、不锈钢、玻璃等大量供应甚至产能过剩的原材料。这些配饰主要以款式和设计的不断迭代取胜，品牌属性较弱。从消费频率上来看，这类产品的消费频率最高，主打快时尚。从行业玩家来看，线上线下玩家均有，线下目前发展较快的品牌包括阿吉豆，据官网介绍，阿吉豆成立于 2003 年，目前终端门店超 600 家，同时线上有大量的淘宝店铺，客单价从几十元到几百元不等，近年来通过布局社交电商和网红带货实现高速增长。从盈利能力来看，由于材质价值较低，且大多为产能过剩的原材料，这类产品的毛利率也并不低。
<b>(2) 第二类是 500 元-3000 元客单价的过渡区间产品</b>	材质多为银、银镀金、K 金等。这类产品主要以设计和品牌取胜。从行业玩家来看，行业代表品牌以国外品牌为主，包括施华洛世奇、潘多拉、APM 等，近年来港资品牌周大福和内地品牌周大生等加速进入该市场。从盈利能力来看，这类产品生产成本并不高，主要是通过品牌和设计获取溢价，产品毛利高达 70%-80%。
<b>(3) 第三类是单价 3000 元以上的产品</b>	材质主要为纯度较高的黄金、钻石、玉石和珍珠等。从行业玩家来看，这类产品的奢侈品属性较强，故行业玩家主要以品牌运营能力强和品牌自产深厚的外资品牌为主，包括蒂芙尼、卡地亚和和宝格丽等。从盈利能力来看，这类产品材质价值相对较高，且生产较为精细化，但品牌溢价较强，毛利率均在 60% 以上。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

目前来看，周大生在这两方面都走在行业前端。公司对线上线下进行了有效的区隔，电商的客单价水平较低，且基于线上渠道开发匹配特定商品，并且公司背靠水贝市场，对于珠宝市场的时尚变化也有着先天敏锐嗅觉。

**1) 产品开发: 公司积极整合研发资源，**目前拥有上百家合作工厂进行设计研发，以快速响应市场变化，快速保质地推出新品，保持产品整体的畅销性与流行性。另一方面通过**塑造自主研发能力**，完成核心特色产品、原创产品开发，支撑品牌特色的打造。公司研创的“情景风格珠宝”系列，专业呈现优雅、浪漫、迷人、摩登、自然五大产品风格，精准定位活力女孩、怡然佳人、知性丽人、魅力精英、星光女神五大消费人群，有效聚焦表达情感、表现自我两大需求方向，倾心研发 N 个系列组合。

**表 8: 公司主要研发设计模式及简介**

研发模式类型	研发模式简介	适用环境
自主研发	根据年度营销主题、产品规划，制定产品需求定义、款式设计方案，均由公司内部设计力量完成	1、多用于开发原创产品、标志款、特色款 2、公司现有研发能力可满足
整合研发	联合设计 根据年度营销主题、产品规划，由公司内部组织完成产品需求定义与设计任务书，外部设计力量参与。产品具体设计方案制定优化由外部设计团队负责，公司负责管控研发全程、研讨、评审	1、为引进行业创新性款式、工艺、功能 2、公司现有研发能力无法完全满足
	整合设计 公司据产品需求直接在供应商挑选其已有款式	多应用于大量常规畅销款开发，满足向市场高效、规模化推出新品、丰富款式选择的需要

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**2) 产品的有效区隔:** 主品牌的电商布局中，公司就对线上线下进行了有效的区隔，电商产品的客单价水平是 1300-1500 元左右（直播款的客单价相对更低），并且以银饰等平类为主，线下的客单价水平则达到 2500 元左右。

此外，2019 年公司打造了电商社交珠宝子品牌 Design Circles，新品牌 DC 覆盖一二线城市，定位年轻用户，针对穿搭有要求的人群。未来 DC 不会局限于线上，品类也不会局限于贵金属材质，希望做到高频、低价、接近快消的产品。未来的多品牌运营中，公司借助目前已跟各个平台头部主播建立起了良好的合作关系，新品牌可以借助周大生这个成熟品牌进行孵化。

图 41: Design Circles 天猫旗舰店产品



资料来源: Design Circles 天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

图 42: 公司情景风格珠宝系列钻石“都市独白”



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

**3) 供应链支撑:** 从供应链端来看，线上直播和大促时段品牌方的流量和订单激增，消费者对珠宝品类的品质感要求较高，当前大部分品牌采用外协生产为主，品牌方需在保证质量的同时提升快反能力。公司此前在和头部主播的带货合作中，公司派团队到各个工厂驻场，在出厂资质完成后把货品送到相关检测站做二次整理，再送到工业园区里做第三次质推，在保证质量的前提下快速出货。

➤ **社媒营销布局: 直播带货先行先试, 把握内容营销红利**

公司在营销规划方面包括建立“总部+各区域+各门店”的整合营销体系; 建立“陆海空”的营销组合, 即常规地面广告+电视媒体广告+互联网社媒营销, 其中数字化技术贯穿全流程, 以实现精准营销, 提升投放效果, 实现多级人群、多元消费习惯覆盖。具体我们重点关注公司在社媒营销领域的布局:

**1) 直播电商领域,** 如前文所述, 公司积极搭建头部(网红/明星)+腰部(优秀导购)+店铺导购的直播矩阵。头部方面与淘宝排名前 5 主播都建立了合作关系, 此外公司与快手和抖音等平台也建立了积极的合作关系; 此外在 2018 年便开始组建小团队做店铺直播, 2018 年和 2019 年双十一在珠宝品类店铺直播上均是前茅。**值得注意的是, 公司会针对不同平台的主播开发和匹配特定商品, 公司会分析合作主播的粉丝画像具备的特点, 包括年龄、性别、城市线位、职业、购买力, 基于这些分析去做选品或者做款式的开发。**

**2) 在私域流量建设方面,** 公司基于线下 4000 余家门店, 近 3 万名导购, 利用 CRM 系统、小程序、企业微信、直播等数字化方法运营私域流量。具体策略包括利用 CRM 到 SCRM 系统形成用户画像, 组建不同会员群, 实行分类精准营销, 再利用直播等活动邀约线上客户到店, 实现全渠道联动。目前公司私域流量已经在拉新会员、激活老会员和会员复购方面发挥作用。在此过程中, 店铺导购员是公司私域流量建设主角, 打破实体门店的时空限制, 将拉新范围从店铺周边商场/街道扩充至广泛的线下消费者。

图 43: 公司店铺导购员自播宣传图



资料来源:公司公众号、国信证券经济研究所整理

图 44: 公司私域流量建设总体策略



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### 看点二: 优质加盟机制促成长, 单店盈利仍具空间

黄金珠宝消费具备显著的情感寄托作用和场景化特征, 线下实体渠道仍然是相关企业的重要依托。具体到周大生看, 一是机制方面, 公司以加盟模式为门店的主要扩张方式, 这是近年来公司实现高速展店、迅速打造规模效应和品牌效应的重要基础, 且公司注重与加盟商共同发展, 加盟政策相对亲切; 二是门店发展空间方面, 在下沉和头部化趋势中, 公司仍有一定的展店空间。同时, 公司单店盈利能力仍然具备提升空间和实力。

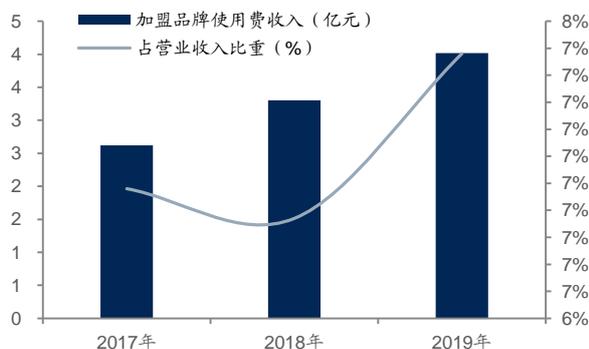
#### 优质的加盟商管理机制

黄金珠宝企业多采用“自营+加盟”的连锁扩张策略, 其中自营模式对企业的资金实力和店铺管理能力要求较高, 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。

公司已建立了覆盖面广且深的“自营+加盟”连锁网络, 其中以加盟为主, 2019年加盟门店数量 3733 家, 占门店总数的比重达到 93.07%, 加盟模式营收占比 66.57%, 并在发展过程中建立了一套优质的加盟商管理机制, 具体来看:

**1、运营机制上:** 公司加盟模式素金产品以指定供应商的模式进行销售, 盈利通过收取加盟商的品牌使用费和服务费的形式实现。该模式下产品不计入公司销售及采购体系, 一方面减少中间环节供货效率, 也有效降低公司存货库存压力。2017-2019 年, 公司加盟品牌使用费收入分别为 2.62 亿元/3.30 亿元/4.02 亿元, 占营业收入比重分别为 6.88%/6.77%/7.38%。

图 45: 公司加盟品牌使用费收入情况 (亿元、%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46: 公司指定供应商模式示意图



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

**2、亲切的加盟政策：**首先，公司加盟政策较为亲和，1) 采购方面不采用强制配货模型，而按照加盟商当地市场实际给予框架性指导，同时不限制每年提货金额、不强制要求推广新品；2) 考核方面不设立硬性指标，而是根据门店数、管理能力、运营水平等指标做一个综合评价体系；3) 此外包括较合理的初始投资金额、更短的发货周期及更高效的供货周期等。

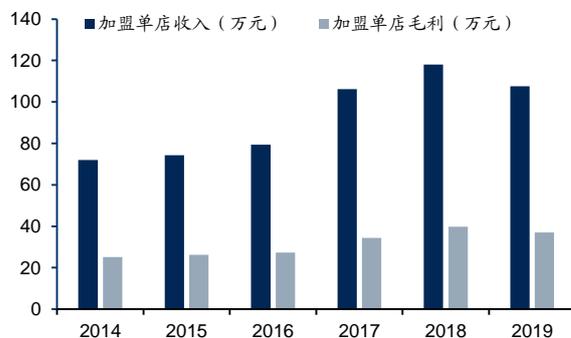
**3、整套管理培训体系：**其次，公司多年来持续打造了一支强有力的培训辅导、营销、运营团队以帮助加盟商提高销售，实现公司与加盟商效益最大化。具体包括：1) 总部管理基础上在各省设立办事处，负责营运辅导的员工，根据加盟商需求和提货数据监控到店辅导，提升加盟店销售状况；2) 针对新开店和老店提供不同的培训，包括日常运营培训、员工培训、产品基础知识培训等；3) 此外还包括营运指导及监管督导等。

图 47：周大生卓越店长培训活动



资料来源：道盛天下管理咨询、国信证券经济研究所整理

图 48：公司加盟店单店收入提升（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理  
注：2019 年度内黄金价格持续上涨，黄金类产品销售相对活跃，镶嵌类首饰销售下降较为明显

总体而言，公司注重与加盟商实现合作共赢，加盟单店收入从 2014 年的 72.01 万元提升至 2019 年的 107.55 万元。

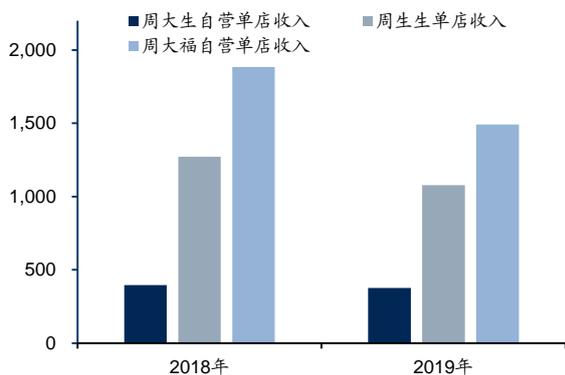
➤ 持续展店扩大规模，积极提升单店盈利能力

**1) 率先布局下沉，门店开拓仍具空间：**截至 2020 年底，公司门店数量达到 4189 家，在行业已处于领先地位，且是行业率先布局下沉市场的连锁珠宝企业，公司 3000 余家加盟店多位于三四线城市。在此基础上，我们认为公司门店尚未达到饱和地步，在集中度提升趋势下仍有开店空间，包括公司未来要做深、做透三四线城市，全面铺开五六线城市以及强化重构一二线城市；另一方面是此次疫情加速小而散的门店淘汰，给龙头连锁企业带来开拓机遇。

**2) 单店销售及加盟模式的盈利水平仍有提升空间**

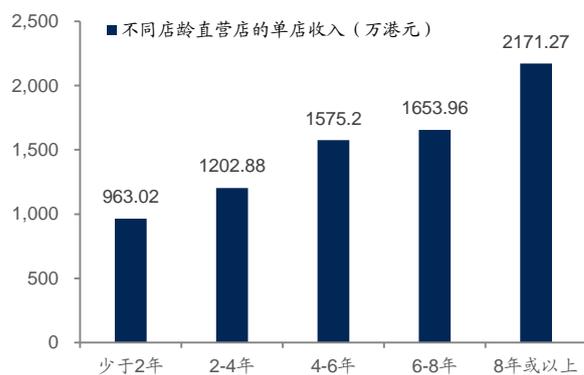
**单店销售方面，**横向对比看，公司整体单店收入与周大福、周生生这两家港股上市的龙头企业存在较大差距。据各公司财报数据，周大生 2018/2019 年自营单店收入分别为 397 万元/376 万元；周生生 2018/2019 年单店收入约 1273 万元/1079 万元；周大福 2019/2020 财年自营单店店均收入约 1883 万元/1492 万元。但从中长期发展看，随着公司门店管理效能提升和店龄结构优化，公司单店收入有较大的提升空间，以周大福的经营数据看，其直营店店龄超过 8 年的门店单店销售额是 2-4 年门店的 1.8 倍。

图 49: 周大生单店收入低于周生生和周大福 (万元)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理  
注:周生生/周大福取中国内地经营数据;周大福为财年数据,截止日期为3月31日;货币单位均为人民币(按照20年1月23日汇率换算)

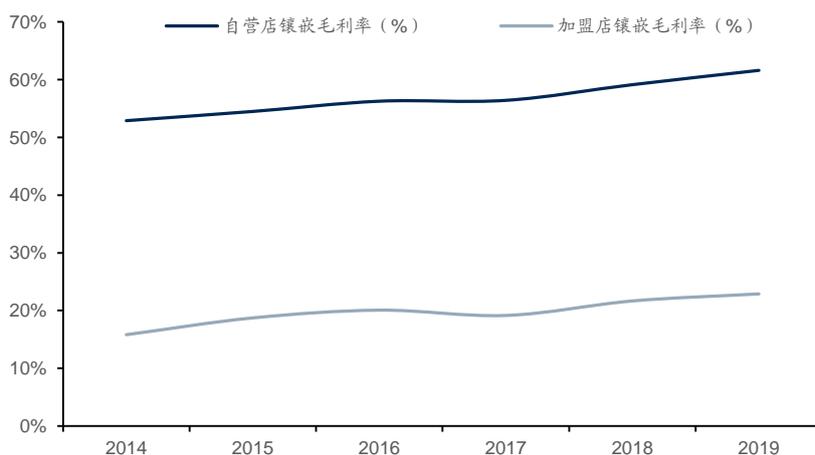
图 50: 20 财年周大福不同店龄店均收入情况 (万港元)



资料来源:周大福财报、国信证券经济研究所整理

而在加盟模式下单店的盈利能力方面,我们认为公司加盟模式下单店盈利能力提升主要来自两方面:1)加盟渠道的镶嵌首饰毛利率存在提升空间:近年来公司加盟店单店的镶嵌首饰毛利率在20%左右,显著低于自营模式下50%以上的毛利率水平,主要原因系公司加盟下镶嵌类首饰走批发模式,在产品零售最高限价的基础上乘以批发折扣率,给予加盟商较高的优惠,未来随着公司整体议价能力提升,有望带来毛利水平提升;2)品牌使用费存在提升空间:公司加盟模式下素金类产品供货通过指定供应商完成,公司一般按克收取相应的品牌使用费,毛利率水平为100%,可有效提升公司加盟模式整体毛利水平。从同行情况看,公司素金首饰品牌使用费约为3-5元/克(招股书数据,主要是计重产品),相对于其他主打黄金品牌的20元左右/克的品牌使用费,仍有较大提升空间,而当前金价走势也为提升毛利率的提升提供基础。此外,素金首饰品类结构的调整,如入网费更高的K金、硬金(一口价产品较多)品类的占比提升,也对品牌使用费的长期提升带来积极影响。

图 51: 公司自营/加盟单店的镶嵌首饰毛利率对比 (%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### 看点三: 金价对公司基本面的影响简析

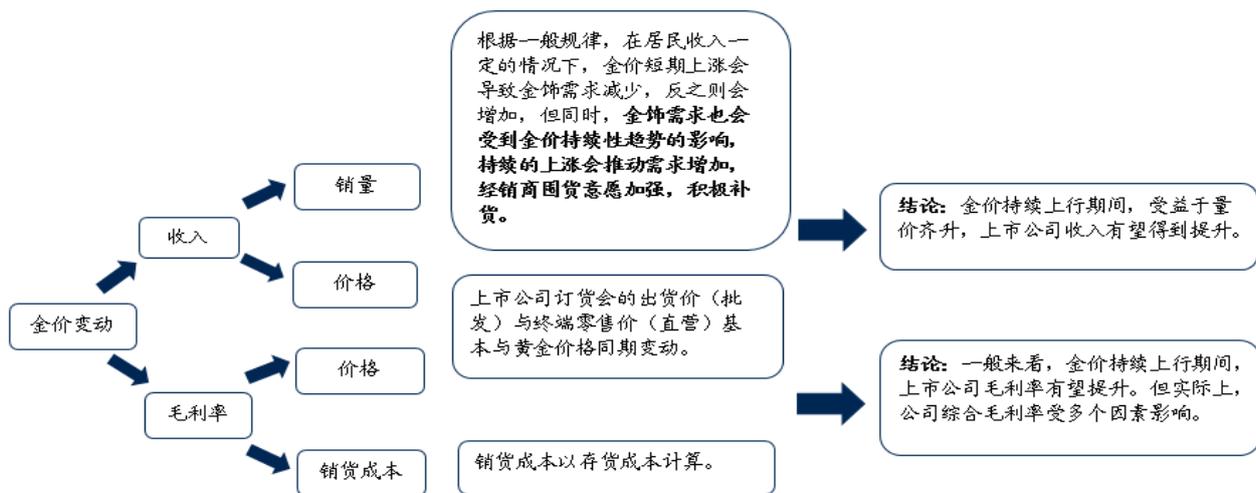
从行业上看,黄金的需求(投资需求与大部分消费需求)与金价波动具有一定的相关性,因而黄金珠宝零售企业的基本面也与之变动息息相关。如下图所示,

具体来看，金价的变化对上市公司当期业绩的影响主要体现在收入和毛利率两个方面。

1) 从收入的角度来看，理论上在居民收入一定的情况下，金价短期上涨会导致金饰需求减少，反之则会增加。但同时金饰需求也会受到金价持续性趋势的影响，持续的上涨会推动需求增加，主要系黄金珠宝具有一定投资理财属性，符合国内部分消费者购买金饰时“买涨不买跌”的投资理念，而珠宝商也都会辅助销售一些以投资功能为主的金条产品。同时，对于加盟占比较高的品牌商而言，金价上行时期由于存货价值的提升，加盟商的囤货意愿更为强烈，品牌方在开店以及铺货方面更加积极，从而提振公司端的收入。总结来看，当金价波动性较大的时候，金价和销量呈现反向变化；当金价的中长期上涨确定性较强、处于持续上升过程中时，金饰的需求量反而会受推升。

2) 从毛利率角度看，首先定价方式来看，国内黄金类饰品的零售售价与短期内的金价紧密挂钩，基本可视为同幅度的同步变动。A 股上市黄金珠宝公司的销售模式分为加盟批发和直营零售，大部分公司的批发占比较高，批发价格一般为订货会前几日的交易所的黄金报价，零售价格也根据交易所的黄金报价调整。从成本角度来看，国内珠宝品牌在运营中通常会保有大量黄金库存，包括金锭原料、金饰在产品 and 成品，销货成本以存货成本计算。一般来看，只要金价在存货周转期内呈现提升的趋势，公司的毛利率将有望得到提升。

图 52: 金价变化对上市公司基本面的影响因素分析



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所分析整理

从周大生的情况来看，公司黄金首饰的销售规模相对较小，采用商品销售和品牌授权的销售模式。商品销售模式下，公司采用直营的模式，有望充分受益于金价的持续上涨；品牌授权模式下，公司仅收取较为固定的品牌使用费，金价的变动对毛利率无影响，且收入弹性较小。未来如果公司逐渐将固定的品牌使用费转换为以标价比例为主的分成模式，且将黄金品类收回由公司进行供货，则公司整体将更受益于金价的持续上涨。同时，公司也采取较为灵活的对冲策略，在黄金持续上涨期间也会适度减少对冲，从而更为受益金价上涨。

表 9: 各个公司的黄金产品对冲策略

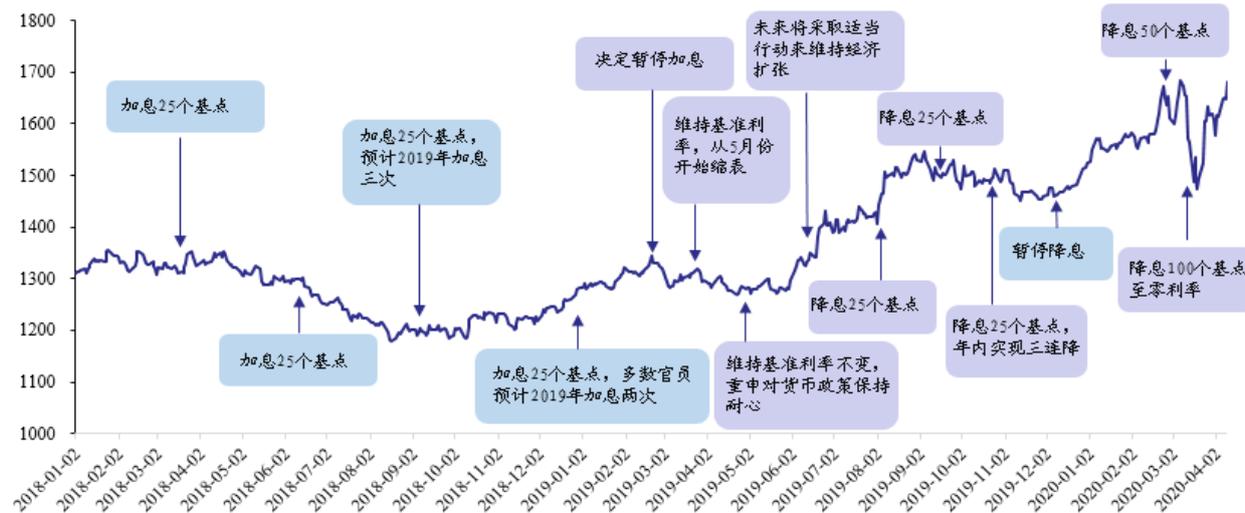
公司	黄金价格对冲策略
周大福	公司定期调整对冲策略, 2016 年公司对对冲策略做了较大的调整。旧机制下, 公司采用固定的对冲比例, 将 70% 的黄金存货进行对冲。新机制下, 公司将存货分为基础存货、季节性存货、寄售存货及其他, 对基础存货采取 0% 对冲的策略, 对季节性存货和寄售存货及其他采用 100% 对冲的策略。在此方式下, 对冲比率将由固定的 70% 改为 20% 至 50% 的浮动比率。
老凤祥	采用灵活的对冲策略, 金价持续上涨期减少对冲
豫园股份	100% 对冲。
周大生	采用灵活的对冲策略, 2014-2019 年公司黄金租赁数量占比分别为 21.47%、18.67%、13.71%、3.45%、4.41% 和 13.58%。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

而从当前贵金属价格走势判断看, 黄金金从本质上来说是金属货币, 其价格涨跌的关键是与信用货币(纸币)的地位博弈, **美元实际利率(实际利率=名义利率-通胀预期)成为影响金价的关键性指标**。近年来长期低通胀背景下, 实际利率主要取决于名义利率走势, 名义利率主要取决于美联储货币政策。美联储加息周期当中, 金价震荡走弱; 美联储降息周期当中, 金价持续走高。

当前全球疫情冲击从短期向长期发展的趋势还存在不确定性风险, 这种情况下, 各国央行以更宽松的政策环境以应对挑战的预期有所增加, 包括美国在内的部分国家已有所行动, 这为“降息式”的黄金牛市提供了条件。中期来看, 黄金价格上涨的趋势仍在。因此, **在中期黄金价格上涨趋势确定性较强的背景下, 公司毛利率和销量均仍有望得到提升。**

图 53: 美联储议息决议对黄金价格的影响



资料来源: Wind、新浪财经、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测、估值及投资建议

### 盈利预测

**收入端**，我们分业务对公司进行收入分拆及预测：首先品类看，20年下半年终端消费需求逐步回暖，尤其是婚庆需求回暖对镶嵌品类的带动，同时去年以来金价上涨利好公司素金品类加速恢复，从数据看，预计20年Q3镶嵌与素金品类均已恢复正增长。具体分业务看，**自营模式下**，我们预计去年以来金价的持续上涨对收入有一定的推动；**加盟模式下**，由于公司的黄金品类主要通过收取品牌使用费的模式盈利，金价的持续上涨有望提振销量，加之公司调整了一口价品类的品牌收费标准，受益程度有望进一步提升；公司为扶持加盟商度过难关，免除了部分加盟管理费，再考虑到部分加盟门店的关闭、以及新开的门店集中在下半年，由此，我们预计公司的管理服务费率将下降；**线上业务方面**，受益于疫情催化线上消费提升以及公司在电商领域的深耕布局，全年预计可取得翻倍增长。

**从利润端来看**，我们预计去年以来金价的持续上涨仍将对公司的毛利率有推动作用，同时毛利率也受益于公司产品升级和品牌价值提升；从费用率端来看，疫情之下，不少费用较为刚性，且公司线上采用较多的头部主播，这会导致20年费用率的相应提升，预计费用率在21-22年有望得到优化。

综上，我们预测公司20-22年分别实现营业收入50.84亿元/64.52亿元/78.69亿元，分别同比-6.53%/+26.89%/+21.96%；预测20-22年分别实现归母净利润10.12亿元/13.04亿元/16.06亿元，分别同比+2.06%/+28.92%/+23.13%。

表 10: 公司盈利预测表 (百万元、%)

类目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3805.45	4869.94	5439.29	5084.37	6,451.61	7,868.61
YOY		27.97%	11.69%	-6.53%	26.89%	21.96%
<b>自营线下</b>	1016.64	1127.03	1095.15	821.18	915.75	992.02
YOY		10.86%	-2.83%	-25.02%	11.52%	8.33%
营收占比	26.72%	23.14%	20.13%	16.15%	14.19	12.61%
<b>互联网</b>	282.85	349.84	501.03	971.28	1359.80	1767.73
YOY	28.16%	23.69%	43.22%	93.86%	40.00%	30.00%
营收占比	7.43%	7.18%	9.21%	19.10%	21.08%	22.47%
<b>加盟</b>	2402.72	3246.92	3621.13	3098.24	3959.61	4878.61
YOY		35.14%	11.52%	-14.44%	27.80%	23.21%
营收占比	63.14%	66.67%	66.57%	60.94%	61.37%	62.00%
<b>供应链服务</b>	5.86	47.29	62.54	49.47	59.36	65.30
YOY		706.44%	32.25%	-20.90%	20%	10%
营收占比	0.15%	0.97%	1.15%	0.97%	0.92%	0.83%
<b>小贷金融</b>		4.98	25.50	30.42	31.94	33.54
YOY			411.73%	19.30%	5%	5%
营收占比		0.10%	0.47%	0.60%	0.50%	0.43%
<b>其他</b>	97.37	93.90	133.94	113.77	125.15	131.41
YOY		-3.57%	42.64%	-15.05%	10%	5%
营收占比	2.56%	1.93%	2.46%	2.24%	1.94%	1.67%
毛利率 (%)	32.38%	34.00%	35.98%	40.29%	40.31%	40.44%
销售费用率	11.71%	10.66%	10.79%	12.00%	11.60%	11.40%
管理费用率		2.59%	2.23%	2.20%	2.15%	2.15%
研发费用		0.20%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
财务费用率	-0.17%	0.54%	0.14%	0.17%	0.28%	0.20%
归母净利润	592.07	806.12	991.42	1,011.81	1,304.39	1,606.15
YOY		36.15%	22.99%	2.06%	28.92%	23.13%

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

### 估值：综合绝对及相对估值，40.58-44.40 元/股

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

#### 绝对估值：39.71-41.44 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。从行业层面看，公司主营的黄金珠宝品类，可选属性较强，对经济波动较为敏感，其中 2020 年整行业受疫情冲击较为明显。但从中长期看，一是集中度提升利好龙头企业；二是相较于成熟市场，国内黄金珠宝消费仍有提升空间，尤其是强调设计感、悦己属性更为明显的珠宝饰品，其中年轻消费群体的崛起，使得钻石镶嵌成为最受欢迎的品类以及未来婚庆外多场景的消费可能性都将推动行业的持续发展扩容。从公司层面看，公司作为以镶嵌品类为主的珠宝龙头企业，有望率先受益以上行业发展逻辑，同时自身不断推动产品迭代升级以及打造品牌效应，带来盈利能力提升。

按照行业和公司的发展思路，我们预期公司 2020-2022 年收入复合增速达到 24.4%，此后受益于珠宝渗透率和行业集中度提升，同时考虑经济发展大背景，预计公司营收中长期可维持 5%-10% 的增速。毛利率方面，同时考虑公司优质的加盟管理制度、产品升级和品牌价值凸显以及金价的波动，预计公司毛利率整体维持稳健水平。费用率方面预计先升后降，短期营销推广和线上投入增加带来费用提升，但随着扩张带来的规模效应逐渐体现，以及管理机制的改善，长期公司管理和销售费用率仍有望呈下降趋势。

表 11：三阶段模型的主要假设

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-6.53%	26.89%	21.96%	18.00%	16.00%	12.00%	10.00%	8.00%	5.00%	5.00%
营业成本/营业收入	59.71%	59.69%	59.56%	60.00%	60.20%	61.00%	61.50%	61.50%	62.00%	62.00%
管理费用/营业收入	2.44%	2.39%	2.39%	2.35%	2.32%	2.30%	2.30%	2.30%	2.20%	2.20%
销售费用/销售收入	12.00%	11.60%	11.40%	11.20%	11.00%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
营业税及附加/营收	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	24.10%	24.10%	24.10%	24.10%	24.10%	24.10%	24.10%	24.10%	24.10%	24.10%

资料来源:Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理预测

注：管理费用/营业收入包含研发费用

表 12：绝对估值的基本假设条件

无杠杆 Beta	0.84	Ka	8.66%
无风险利率	3.2%	有杠杆 Beta	0.84
股票风险溢价	6.5%	Ke	8.67%
发行在外股数(百万)	731	E/(D+E)	99.79%
债务总额(D, 百万元)	50	D/(D+E)	0.21%
Kd	5.30%	WACC	8.66%
T	24.10%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表 13：FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

41.44	7.7%	8.2%	8.67%	9.2%	9.7%
3.5%	62.98	55.59	49.64	44.76	40.69
3.0%	57.72	51.52	46.43	42.18	38.58
2.5%	53.48	48.17	43.73	39.98	36.76
2.0%	49.99	45.36	41.44	38.09	35.19
1.5%	47.06	42.97	39.47	36.45	33.80
1.0%	44.57	40.92	37.76	35.00	32.58
0.5%	42.43	39.14	36.26	33.73	31.49

资料来源:国信证券经济研究所整理预测

**表 14: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析**

39.71	7.7%	8.2%	8.66%	9.2%	9.7%
3.5%	59.62	52.78	47.28	42.77	39.00
3.0%	54.76	49.02	44.31	40.38	37.05
2.5%	50.84	45.92	41.82	38.35	35.38
2.0%	47.61	43.33	39.71	36.60	33.92
1.5%	44.90	41.12	37.89	35.09	32.64
1.0%	42.60	39.23	36.31	33.75	31.51
0.5%	40.63	37.58	34.92	32.58	30.50

资料来源:国信证券经济研究所整理预测

综上,我们得到公司绝对估值合理价值区间为 39.71-41.44 元,对应 2021 年 PE 倍数 22.3x~23.3x,中值为 40.58 元,对应 2021 年 PE 倍数 22.8x。

**相对估值: 44.40 元/股**

**可比公司选取上**,我们选取目前 A 股及港股主营黄金珠宝业务且经营相对稳健的上市公司,主要有老凤祥、莱绅通灵、周大福及周生生,并采用 PEG 估值法。与可比公司比较来看,公司的收入体量最小,但整体成长性领先可比公司,16-19 年营收/归母净利润复合增速均领先可比公司,且盈利能力突出,净利率和 ROE 水平位居第一,这与公司独特的商业模式密不可分(加盟的扩张模式以及代工+指定供应商模式的轻资产供应链策略)。

**表 15: 可比公司 2019 年财务指标对比**

指标	周大福	周生生	老凤祥	周大生
营业收入(亿元)	520.20	159.94	496.29	54.39
yoy	-14.78%	-5.74%	13.35%	11.69%
16-19 年复合增速	3.48%	3.36%	12.38%	23.29%
归母净利润(亿元)	26.51	5.76	14.08	9.91
yoy	-36.62%	-36.43%	16.89%	22.99%
16-19 年复合增速	-1.71%	-4.61%	10.03%	32.40%
毛利率(%)	28.36%	26.94%	8.47%	35.98%
净利率(%)	5.24%	3.60%	3.69%	18.23%
存货周转率(次)	0.99	1.58	4.47	1.34
ROE(%)	10.16%	6.11%	21.32%	22.92%

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

注:周大福为财务指标为 2019 财年指标,截止日期为 3/31 日;以上货币单位均为人民币,按历史汇率换算。

综合考虑公司的竞争优势和成长性,并选取 PEG 估值法,我们认为其盈利能力居于可比公司最高水平,且作为镶嵌首饰龙头,公司所处赛道优质,相对于黄金品类,当前我国镶嵌品类的渗透率仍有进一步提升的空间。此外,公司当前的电商布局领先行业,有望通过电商进一步打开成长空间。

综合以上,参考可比公司加权平均 PEG 估值,我们给予公司 2021 年 PEG 0.96,对应 PE 为 24.9 倍,对应目标价为 44.40 元/股。

**表 16: 可比公司估值**

公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE		PEG	
	21/03/12		20E	21E	22E	20E	21E	22E	21E
周大福	10.94	917.21	0.43	0.54	0.63	25.44	20.41	17.50	0.99
周生生	11.56	65.99	0.93	1.39	1.59	12.39	8.31	7.27	0.27
老凤祥	54.90	213.90	2.86	3.36	3.84	19.19	16.32	14.29	1.03
加权平均						23.61	19.01	16.36	0.96
周大生	31.85	232.76	1.38	1.78	2.20	23.00	17.84	14.50	0.69

资料来源:Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所预测

注:周大福/周生生股价为港元,总市值按报告前一日汇率换算成人民币;周大福、周生生为 Bloomberg 预测,老凤祥为 Wind 一致预测。

### 投资建议：低估值优质细分龙头，维持“买入”评级

公司作为全国主打镶嵌首饰的龙头企业，同时电商渠道深耕多年，市场份额快速跃升，保持领先同行的成长性，16-19年营收/归母净利润复合增速分别达到23.30%/32.45%。在珠宝行业消费升级驱动下，未来在黄金珠宝消费年轻化、悦己偏好和线上化趋势下，公司有望率先受益。

考虑20年疫情反复对于终端需求的影响，我们略调低公司20年盈利预测，但中长期看，公司展示出较强的经营韧性，自营和加盟业务在20年Q3均实现同比正增长，且电商业务可实现加速高增长，我们上调公司21-22年盈利预测。总体上预计公司20-22年分别实现归母净利润10.12亿元/13.04亿元/16.06亿元（前值分别10.51亿元/12.19亿元/13.79亿元），EPS分别为1.38/1.78/2.20元/股，对应PE分别为24/19/15倍。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司未来一年期合理价值区间在40.58-44.40元/股，对应的上涨空间为27%-39%，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 40.58 元-44.40 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.2%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年的平加权 PEG 估值作为相对估值的参考，同时考虑公司竞争优势和成长性，最终给予公司 2021 年 PEG 0.96，对应 PE24.9 倍，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险；
- 5、板块景气度下降，或竞争格局进一步加剧，导致板块内上市公司估值承压，从而对公司的相对估值水平造成较大的影响。

### 盈利预测的风险

- 1、截至 2020 年底，公司线下门店数量为 4189 家（业绩快报数据），如果竞争格局恶化以及结婚率进一步下降，公司的门店扩张将有瓶颈；
- 2、预计随着消费线上化趋势强化，公司线上业务可维持较高增速，但线上经营门槛相对较低，不排除出现恶性竞争情况，扰乱正常市场价格及消费者对于线上渠道的信赖度，从而影响公司线上业务布局；
- 3、公司加盟业务占比较高，若加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，公司无法对加盟商及时进行管控，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响；

### 经营及市场风险

- 1、公司积极布局线上，但是线上和线下销售在产品 and 营销方面有更多的不同，如果公司不能较好地针对线上推出合适的产品和营销方式，那公司线上的成长将会受阻；
- 2、今年以来，公司积极采用头部主播线上直播的方式进行卖货，整体来看，头部主播收取的佣金较高，如果公司没法通过头部主播直播获取较高的 ROI，那将会对公司的利润造成吞噬；
- 3、从行业层面上来看，公司产品以镶嵌品类为主，定位低线市场，产品使用场景以婚庆为主，如若未来结婚率持续下降，将会对公司的销售造成一定的影响；
- 4、如委外生产商延迟交货，或者委外生产商的加工工艺和产品质量达不到公司所规定的标准，则会对公司存货管理及经营产生不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1294	2152	2587	3212	营业收入	5439	5084	6452	7869
应收款项	95	115	130	158	营业成本	3482	3036	3851	4687
存货净额	2597	2396	2996	3606	营业税金及附加	56	51	65	79
其他流动资产	176	254	323	393	销售费用	587	610	748	897
<b>流动资产合计</b>	<b>4162</b>	<b>4918</b>	<b>6035</b>	<b>7369</b>	管理费用	121	141	172	205
固定资产	204	251	309	362	财务费用	8	(42)	(57)	(70)
无形资产及其他	435	419	402	386	投资收益	1	10	10	10
投资性房地产	1121	1121	1121	1121	资产减值及公允价值变动	31	5	5	5
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	40	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5922</b>	<b>6709</b>	<b>7868</b>	<b>9239</b>	营业利润	1257	1303	1688	2086
短期借款及交易性金融负债	0	50	50	50	营业外净收支	35	30	30	30
应付款项	359	533	611	682	<b>利润总额</b>	<b>1292</b>	<b>1333</b>	<b>1718</b>	<b>2116</b>
其他流动负债	794	647	815	989	所得税费用	301	321	414	510
<b>流动负债合计</b>	<b>1153</b>	<b>1231</b>	<b>1476</b>	<b>1721</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>991</b>	<b>1012</b>	<b>1304</b>	<b>1606</b>
其他长期负债	26	27	28	29					
<b>长期负债合计</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1179</b>	<b>1258</b>	<b>1504</b>	<b>1750</b>	净利润	991	1012	1304	1606
少数股东权益	33	33	33	33	资产减值准备	(29)	65	23	21
股东权益	4710	5419	6332	7456	折旧摊销	20	30	42	49
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5922</b>	<b>6709</b>	<b>7868</b>	<b>9239</b>	公允价值变动损失	(31)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	8	(42)	(57)	(70)
关键财务与估值指标					营运资本变动	110	196	(414)	(442)
每股收益	1.36	1.38	1.78	2.20	其它	28	(65)	(23)	(21)
每股红利	0.46	0.42	0.54	0.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>1091</b>	<b>1233</b>	<b>927</b>	<b>1208</b>
每股净资产	6.44	7.41	8.66	10.20	资本开支	(131)	(121)	(101)	(101)
ROIC	20%	21%	26%	29%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	21%	19%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(131)</b>	<b>(121)</b>	<b>(101)</b>	<b>(101)</b>
毛利率	36%	40%	40%	40%	权益性融资	31	0	0	0
EBIT Margin	22%	25%	25%	25%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(334)	(304)	(391)	(482)
收入增长	12%	-7%	27%	22%	其它融资现金流	(115)	50	0	0
净利润增长率	23%	2%	29%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(751)</b>	<b>(254)</b>	<b>(391)</b>	<b>(482)</b>
资产负债率	20%	19%	20%	19%	<b>现金净变动</b>	<b>208</b>	<b>858</b>	<b>435</b>	<b>625</b>
息率	1.4%	1.3%	1.7%	2.1%	货币资金的期初余额	1086	1294	2152	2587
P/E	23.5	23.0	17.8	14.5	货币资金的期末余额	1294	2152	2587	3212
P/B	4.9	4.3	3.7	3.1	企业自由现金流	914	1051	754	1025
EV/EBITDA	20.2	19.2	14.9	12.2	权益自由现金流	800	1133	797	1078

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032