

省代模式推行+共同富裕背景，公司发展  
迎新动能

## 买入（首次）

行业： 商贸零售行业  
日期： 2021年10月13日

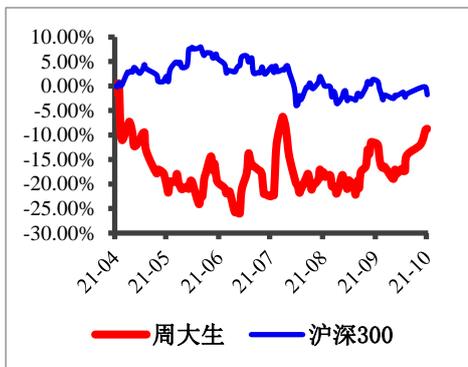
分析师： 彭毅  
Tel: 021-53686136  
E-mail: pengyi@shzq.com

SAC 编号: S0870521100001  
研究助理: 张洪乐  
Tel: 021-53686159  
E-mail: zhanghongle@shzq.com  
SAC 编号: S0870121040018

## 基本数据 (2021H1)

报告日股价 (元)	21.28
12mth A 股价格区间 (元)	14.95-25.69
总股本 (亿股)	10.96
无限售 A 股/总股本	97.87%
流通市值 (亿元)	231

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 主要观点:

一、共同富裕+国货崛起的大背景下，周大生作为黄金珠宝可选消费的龙头有望充分受益：

周大生可享受共同富裕背景下居民可支配收入提高及中等收入群体扩大带来的边际消费需求的持续提升，消费升级的空间有望逐步打开。近年来公司实现门店全国化布局，尤其加大三四线城市的渗透率，在低线市场占据了明显的卡位优势，渠道触角已经达到各级消费者；同时企业不断创新，推出多种差异化及情景化的饰品普惠大众。此外，省代模式加大拓店力度创造大量就业机会，提高终端运营效率且为加盟商提供金融支持，扶持更多创业者，承担企业社会责任，未来或受到更多消费者的认可。国货崛起是未来 5-10 年的大趋势，公司有望通过提高自身的研发力、产品力、渠道力及品牌力实现突围，争夺市场份额，带动国产品牌提升市场集中度。

## 二、渠道变革为可选消费带来可持续发展的动能：

公司经历四次渠道变革，为其可持续发展创造动能。直营和加盟渠道协同互补，形成覆盖全国的珠宝连锁网络体系；公司极具远见及前瞻性，2018 年通过全资子公司互联天下布局线上渠道，具有先发优势。今年三季度开始推行的省代模式具有独特性，与同业其他品牌商完全授权的形式不同，公司仅把拓店运营指标+金融兜底担保的任务授权给省代，区域办事处仍保留并继续负责监督督导、培训辅导、策划评估等服务，公司总部负责统一监管，公司、省代（平台服务商）、供应商（上游）、加盟商，四方有望共同赋能终端。省代模式主要解决门店扩张及加盟商黄金销售的痛点，顺利推行后开店目标调整为 3-5 年门店数量达到 6000 家，平均每年新开 350-500 家；黄金展销模式下省代为加盟商提供金融支持，加大黄金销售量，同时为公司兜底应收账款风险，控制资金风险。公司相应给予省代充分的激励机制助力其达成目标，实现互利共赢，正向循环。

## 三、公司盈利能力强，净利率、ROE 水平领先同业：

周大生营收规模与同业相比较小，但增速可观。近 5 年营业收入从 2016 年的 29 亿元增长至 2020 年的 51 亿元，年均复合增长率为 15.05%，远高于黄金珠宝行业 5 年复合增速 1.34%（欧睿数据）。在产品结构、渠道模式、工艺技术等方面不断优化下，公司盈利优势凸显，高净利率使得 ROE 水平领先同业，财务表现亮眼。

### ■ 盈利预测：

公司的护城河在于渠道优势明显，终端渠道盈利能力强，未来在省代模式助力下，拓店动力充足，有望实现全国化覆盖，在低线市场占据明显的卡位优势。公司短期受益于消费复苏带来的婚庆市场爆发，长期受益于共同富裕+国潮崛起背景下行业集中度提升带来的龙头品牌红利，潜在增长点在于电商业务快速发展与珠宝首饰子品牌的第二成长曲线。公司始终保持 20% 左右的高 ROE 水平，源于其较强的盈利能力。我们预计公司 2021-2023 年营收增速分别为 32%、25%、14.4%，归母净利润增速分别为 39.4%、26.4%、17%，对应 PE 估值分别为 16.52x，13.06x，11.17x，首次覆盖，给予买入评级。

### ■ 风险提示：

疫情反复风险；门店扩张不及预期风险；省代模式开展不及预期风险；行业竞争加剧风险；金价波动风险。

### ■ 数据预测与估值：

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5084.13	6698.49	8380.26	9588.85
年增长率	-6.53%	31.75%	25.11%	14.42%
归属于母公司的净利润	1013.31	1412.11	1785.65	2088.25
年增长率	2.21%	39.36%	26.45%	16.95%
每股收益（元）	1.40	1.29	1.63	1.90
市盈率（X）	15.20	16.52	13.06	11.17

数据来源：Wind，上海证券研究所（2021 年 10 月 12 日收盘价）

## 目 录

一、共同富裕+国货崛起的大背景下，周大生作为黄金珠宝可选消费的龙头有望充分受益 .....	5
1.1 共同富裕：大力布局下沉市场触及各级消费者，省代拓店有望创造就业机会 .....	5
1.2 国货崛起：公司有望带动国产品牌提升市场集中度 .....	6
二、渠道变革：为可选消费带来可持续发展的动能 .....	9
2.1 传统自营+加盟商模式协同互补 .....	9
2.2 新省代模式有望加速拓店并加快黄金产品销售 .....	11
2.3 电商渠道布局广，有望通过精细化运营带来增量发展 .....	13
三、财务分析：盈利能力强，高净利率使得公司 ROE 水平领先同业 .....	16
四、盈利预测与投资建议 .....	18
五、风险提示 .....	19

## 图

图 1 公司门店覆盖全国各地 .....	5
图 2 公司终端门店数量领先同业可比公司 .....	6
图 3 公司低线城市布局优势明显（2021H1） .....	6
图 4 我国黄金珠宝首饰行业市场规模及预测 .....	8
图 5 我国黄金珠宝首饰行业品牌 CR4/CR8 .....	8
图 6 我国黄金珠宝首饰行业市占率及行业集中度情况（%） .....	8
图 7 公司渠道四大变革：自营、加盟、电商、省代 .....	9
图 8 2017-2021H1 年公司加盟店数量远多于自营店 .....	10
图 9 2017-2021H1 年公司主要渠道收入占比 .....	10
图 10 传统自营+加盟商的销售模式 .....	10
图 11 公司给予省代充分的激励机制 .....	11
图 12 公司省代以建立展销服务中心模式销售黄金 .....	12
图 13 各司其职：总部+区域办事处+省代共同赋能终端 .....	13
图 14 公司电商发展历程 .....	14
图 15 黄金珠宝行业电商渗透情况（亿元） .....	14
图 16 2020 年同行业可比公司电商营收占比 .....	14
图 17 2018-2020 年同行业可比公司电商收入增速对比 .....	15
图 18 2016-2020 周大生电商业务收入及增速 .....	15
图 19 七夕活动期间公司与薇娅开展直播合作 .....	16
图 20 七夕活动期间公司与辛巴开展直播合作 .....	16
图 21 公司近年营业收入及同比（亿元） .....	16
图 22 公司近年归母净利润及同比（亿元） .....	16
图 23 2017-2021H1 年公司主营业务收入占比 .....	17
图 24 2017-2021H1 年公司主要渠道收入占比 .....	17

---

图 25 2016-2020 年公司毛利率同业对比 (%) .....	17
图 26 2016-2020 年公司费用率同业对比 (%) .....	17
图 27 2016-2020 年公司净利率同业对比 (%) .....	18
图 28 2016-2020 年公司 ROE 同业对比 (%) .....	18
图 29 2016-2020 年公司存货周转率同业对比 .....	18
图 30 2016-2020 年公司应收账款周转率同业对比 .....	18

## 表

表 1 同行业上市公司估值比较 .....	19
-----------------------	----

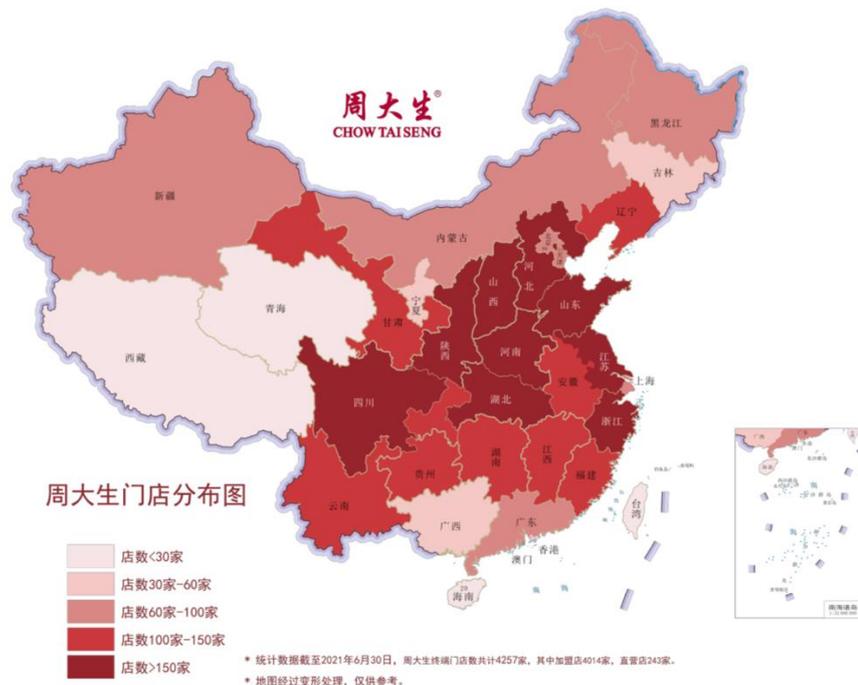
## 一、共同富裕+国货崛起的大背景下，周大生作为黄金珠宝可选消费的龙头有望充分受益

### 1.1 共同富裕：大力布局下沉市场触及各级消费者，省代拓店有望创造就业机会

共同富裕强调区域发展的平衡性、行业发展的协调性，共同富裕的推进有望推动边际消费需求持续提升，提高居民整体消费能力，促进消费需求释放；随着消费结构有所调整，中等收入群体的扩大将带来可选消费需求的增加。周大生近年来实现门店全国化布局，尤其加大三四线城市的渗透率，在低线市场占据了明显的卡位优势，同时企业不断创新，推出越来越多的平价饰品普惠大众。此外，值得一提的是，企业三季度开始推出的省代模式加大拓店力度，提高运营效率且提供金融支持，创造大量的就业机会，并通过解决加盟商资金短缺的问题来扶持更多的创业者，因此周大生作为黄金珠宝的龙头企业未来有望在共同富裕的大背景下充分受益。

（一）公司门店在全国覆盖面广，数量多。山东、河北、河南、四川等地门店分布较密集，东北、华南、广东、云贵等地区未来存在较大的拓展空间。公司基本实现了全国所有经济发达、人口密集及低线城市的高密度布局，渠道触角已经达到各级消费者。横向比较，公司终端门店数量处于行业前列。

图1 公司门店覆盖全国各地

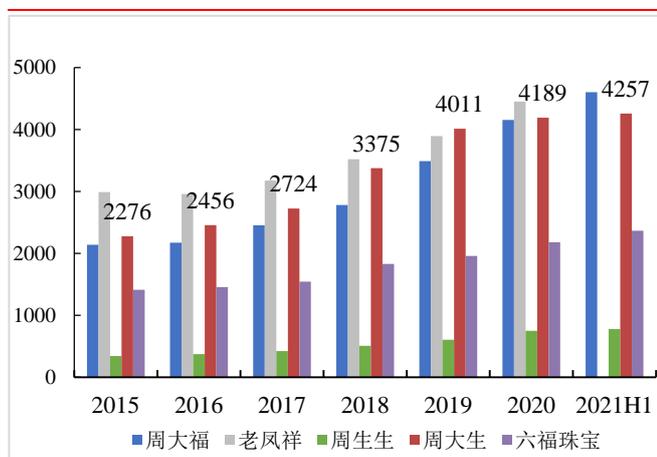


数据来源：公司公告 上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

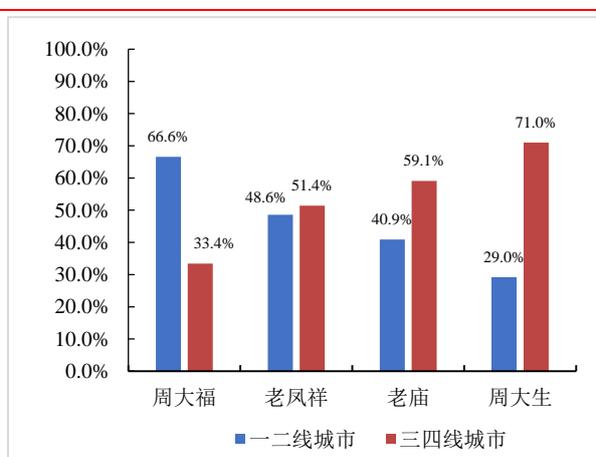
公司加大下沉市场的开拓，三四线城市布局优势明显且具有先入优势，截至今年上半年公司品牌终端门店数量 4257 家，其中三四线城市 3015 家，占比 71%。横向比较来看，公司低线城市布局优势明显，占比高于行业可比公司。随着省代模式的顺利进行，开店速度加快，预计低线城市的占比会不断加大，对于人口数量和经济薄弱的地县级市场也有针对性政策，尽可能触及更多消费者，满足其婚庆类刚需。此外，共同富裕带来中等收入群体扩大，可选消费需求或将提升，下沉渠道布局有望提升这部分人群的渗透率，满足其悦己、送礼等多样化的需求。公司产品不断推陈出新，推出多种平价类饰品，为低线城市消费者提供更多选择。

图 2 公司终端门店数量领先同业可比公司



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 3 公司低线城市布局优势明显 (2021H1)



数据来源：公司公告 上海证券研究所

(二) 周大生渠道变革，今年三季度开始推出省代模式，加大拓店力度。公司上调未来目标门店数，预计未来 3-5 年共开拓 6000 家门店，每年开拓约 350-500 家。省代理商不仅大力发展加盟商，也发动亲戚、老乡等资源进行开店，成功开店经营后将会**创造大量的就业机会**；此外省代将协公司一同帮助终端加盟商提高运营效率并提供金融支持，解决加盟商资金短缺的问题，进而**扶持更多的创业者**，因此周大生作为黄金珠宝的龙头企业未来有望在共同富裕的大背景下充分受益。

## 1.2 国货崛起：公司有望带动国产品牌提升市场集中度

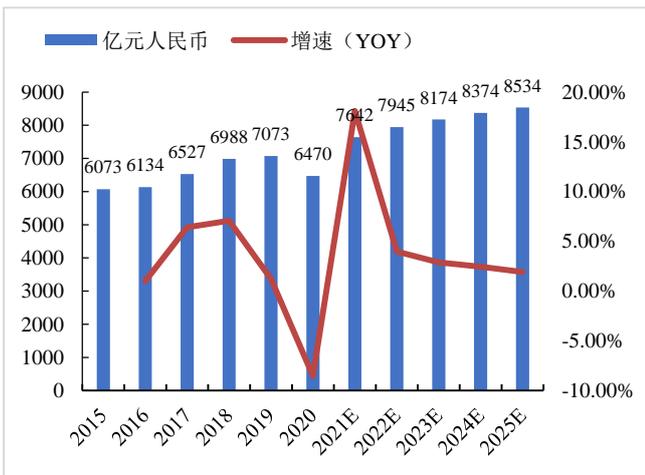
“国货崛起”核心是“国崛起”，也是“货崛起”，中国的制造供应链及产品质量领先全球，消费者对国货的认知度及认可度也在持续提升，这是一个未来 5-10 年的大趋势，公司有望通过提高自身的研发力、产品力、渠道力、品牌力实现突围，争夺市场份额，带动国产品牌提升市场集中度。

我国珠宝行业经历了 10 年黄金发展时期，现进入稳步成长阶段，据欧睿数据，黄金珠宝首饰行业市场规模从 2015 年 6073 亿元增长至 2020 年 6470 亿元，5 年的年均复合增长率为 1.27%，预计 2025 年收入规模将达到 8534 亿元，自 2020 年至 2025 年的复合增占率为 5.69%。我国黄金珠宝首饰行业集中度较低但呈现不断提升的趋势，根据欧睿数据，CR8 从 2015 年 16.5% 提升至 2020 年 24.6%。2020 年市占率前五的国产品牌分别为周大福(7.6%)、老凤祥(7.5%)、老庙(3.5%)、周生生(1.3%)和周大生(1.1%)，排名前 8 的企业中 6 名均为国产品牌，且整体国货市占率呈现提升趋势。

竞争格局分散且行业竞争激烈，头部品牌仍有很大的市场集中度提升空间。周大生线下+线上全渠道布局，全国门店覆盖较广，且公司率先布局下沉市场，将不断争夺知名度较低的地方品牌的市场份额，有望带动国产品牌市场集中度提升。国外品牌定位奢华，款式设计吸引部分终端消费者，但其价格昂贵且渠道覆盖局限于一二线城市，可触达的消费者有限。相比而言，价格适中、产品设计款式不断丰富的国产黄金珠宝更适合广大消费者。近年来我国黄金新工艺提升，突破了黄金产品传统风格及工艺缺陷，古法金、3D 硬金、5g 黄金等新型黄金工艺受到了市场普遍认可，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。随着工艺技术的进步，兼具消费属性+投资属性的黄金饰品越来越受到消费者的欢迎。

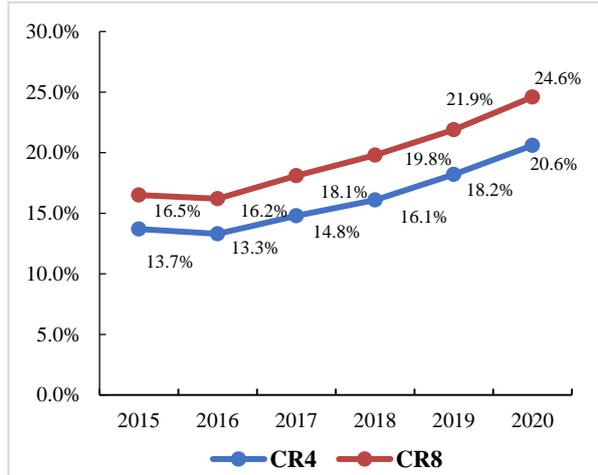
随着共同富裕的实践推进及人均可支配收入的提升，国民不断实现消费升级，对黄金珠宝的需求从婚庆刚需逐渐转变为悦己需求。周大生在产品设计上是最早布局非婚庆类情景风格的珠宝品牌，引入 IP 及国潮等元素打造爆款，与梵高博物馆、冬宫博物馆等全球知名博物馆合作，2016 年推出“情景风格珠宝”，2019 年推出 DC 等轻奢配饰新品牌，传递女性真实自我，给女性带来自信和愉悦，连接人与人的沟通。公司针对人群、价位、元素、情感表达、流行趋势等各种维度不断研发创新，产出迎合消费者审美需求的饰品，且领先同业布局社交媒体营销及直播，提升公司整体的产品力及品牌力，有望在国货崛起的背景下，获得消费者认知及认可，争夺更多市场份额。

图 4 我国黄金珠宝首饰行业市场规模及预测



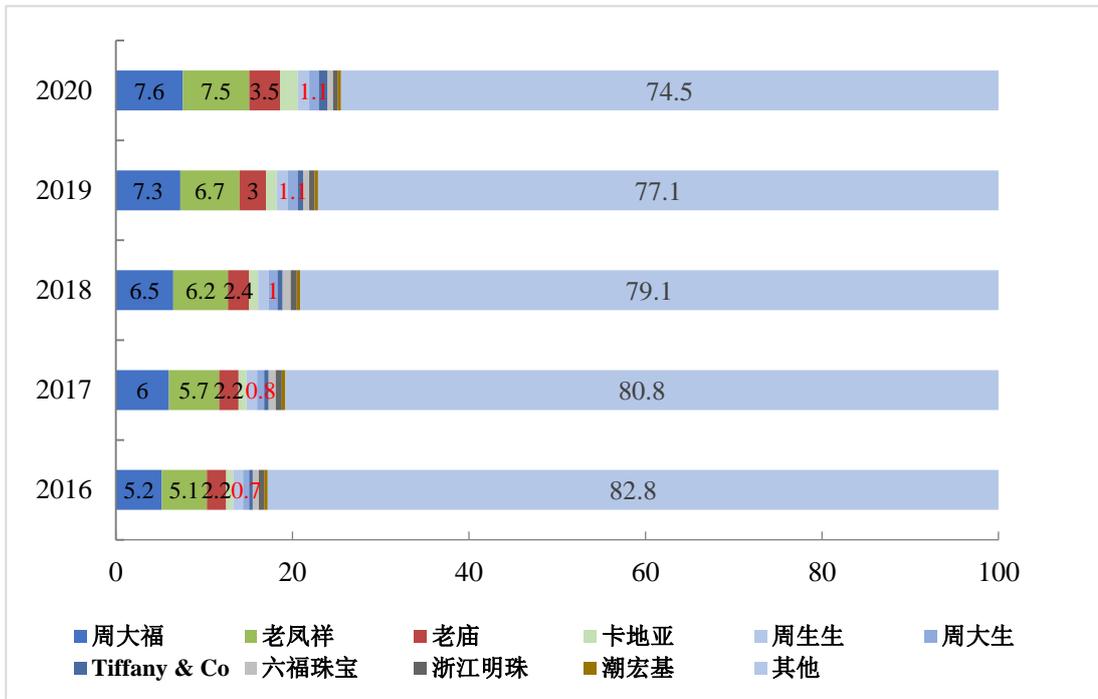
数据来源：欧睿 上海证券研究所

图 5 我国黄金珠宝首饰行业品牌 CR4/CR8



数据来源：欧睿 上海证券研究所

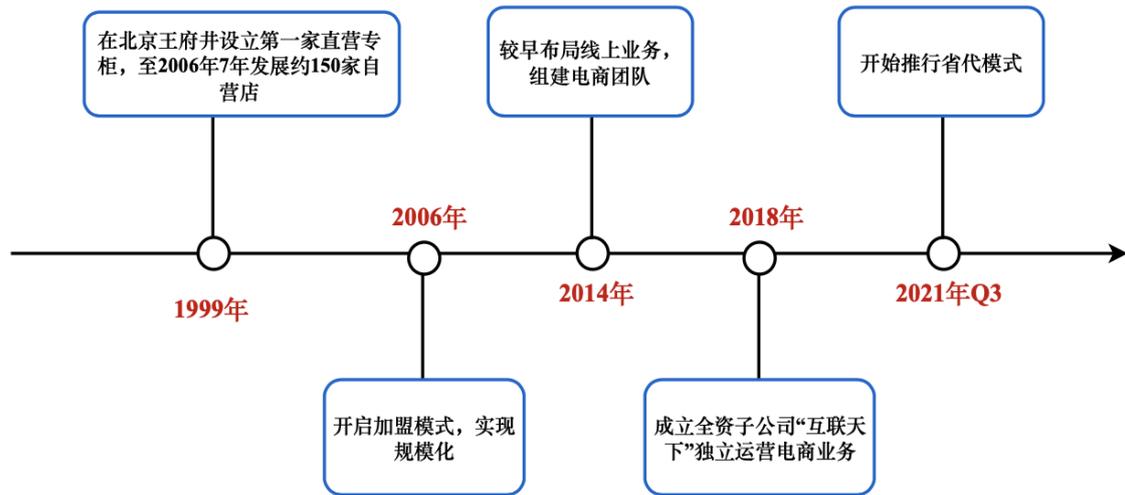
图 6 我国黄金珠宝首饰行业市占率及行业集中度情况 (%)



数据来源：欧睿(NBO) 上海证券研究所

## 二、渠道变革：为可选消费带来可持续发展的动能

图7 公司渠道四大变革：自营、加盟、电商、省代



数据来源：上海证券研究所整理

### 2.1 传统自营+加盟商模式协同互补

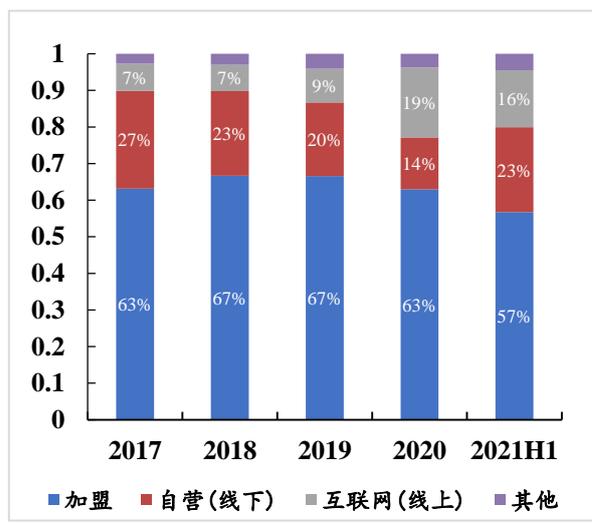
公司直营和加盟协同互补，形成覆盖全国的珠宝连锁网络体系。自营店的经营区域主要为直辖市、部分省会城市等中大型城市的主城区，其他区域主要由加盟商经营。据公司披露，截至今年一季度公司品牌终端门店数量 4257 家，其中加盟门店 4014 家，占比 94%，自营门店 243 家，仅占 6%；加盟门店营收贡献占比较大，2021H1 为 57%，自营为 23%。公司未来的战略布局是在一、二线城市的核心商圈开设自营店，形成一批经营管理标准化的样板店，有效提升公司品牌在消费者心中的知名度和影响力，进而对三、四线城市大力发展的加盟店产生强有力的辐射和带动作用。最终构成以直辖市为核心、省会城市和计划单列市为骨干、三四线城市为主体的全国性珠宝连锁网络体系。

图 8 2017-2021H1 年公司加盟店数量远多于自营店



数据来源：公司公告 上海证券研究所

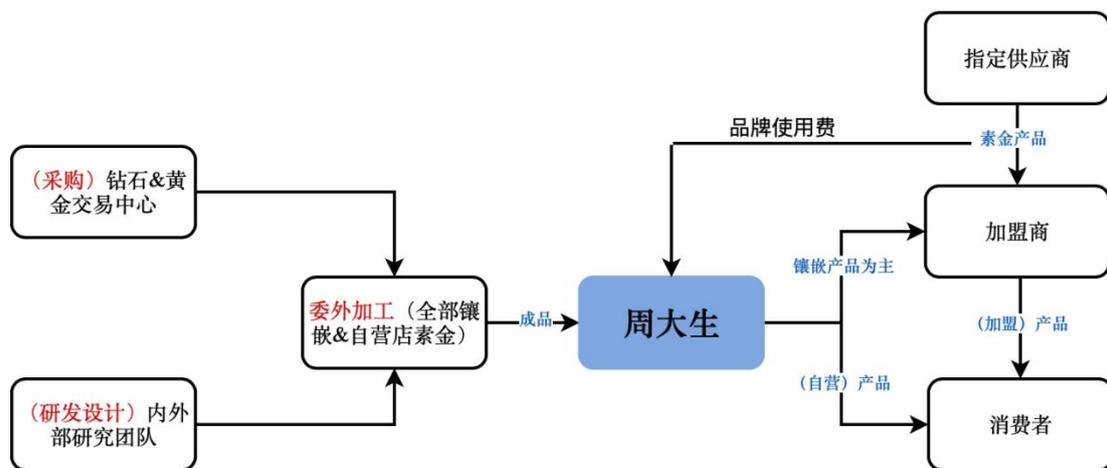
图 9 2017-2021H1 年公司主要渠道收入占比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司是轻资产运营模式，生产模式以委外加工为主，加盟模式的素金首饰一般由指定供应商供货，公司收取品牌使用费。自营模式主要销售黄金产品，加盟商以钻石镶嵌类产品为主，但今年开始黄金产品营收占比逐渐提升。公司充分让利加盟商，钻石镶嵌类产品进货折扣低，公司录得的镶嵌产品毛利率与自营的素金水平相当，将高毛利部分让予加盟商，因此其盈利能力显著高于其他品牌，渠道展店动力强。公司高度重视门店管理标准化、数字化，建立总部+区域办事处两级管理体系，形成良好的业态发展。

图 10 传统自营+加盟商的销售模式



数据来源：上海证券研究所整理

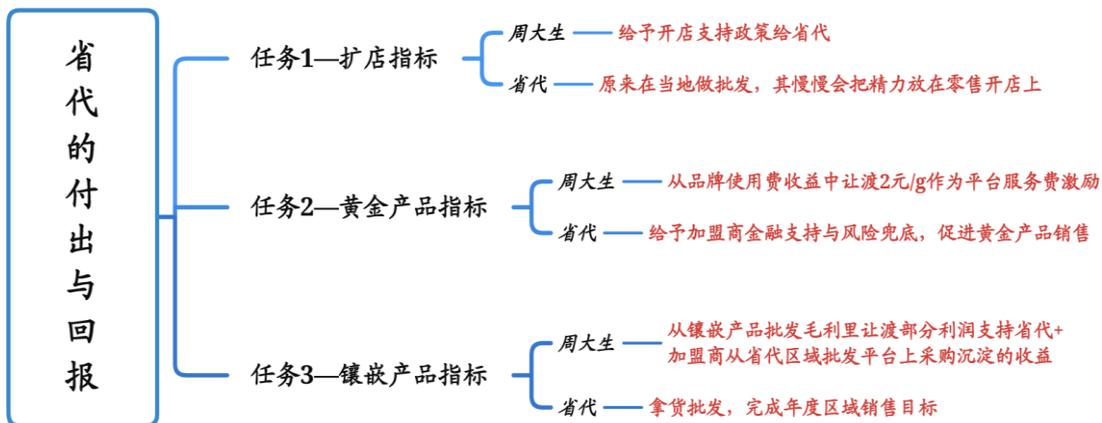
## 2.2 新省代模式有望加速拓店并加快黄金产品销售

传统的渠道模式是以公司自有力量来拓展市场和运营品牌，据公司披露，今年前六个月净开店 68 家，仅完成年度目标 500 家的 13.6%，此模式力量不足，因此公司下半年开始推行省代模式，借助新力量大力开拓渠道和经销商，实现门店扩张计划。公司此次计划在全国重点区域建立二十几个省代，整合省代优质的**客户资源、渠道资源、金融资源和运营团队**等，从孤军奋战跃升为二十几个代理组成的共同体一起发展品牌，共同赋能。

省代模式定位为公司发展史上的第四大渠道变革。省代理商具有**五大优势**：1) 有丰富的客户资源；2) 有丰富的渠道关系与渠道资源；3) 有成熟的品牌发展、团队运营、零售管理等经验；4) 具备产品组织、展销服务、物流配送等方面的核心能力；5) 长期专注区域市场沉淀的供应链大数据，对渠道发展运营及供应链金融服务提供重要数据支撑。此外，省代主要有**三大核心任务**：1) 扩展门店，增加加盟商的数量，实现渠道广覆盖；2) 解决加盟商因资金短缺致黄金产品周转较慢的问题，省代协助公司为加盟商提供金融支持，提高加盟商黄金产品配货效率及黄金铺货量，促进黄金产品销售。3) 通过拿货批发的形式完成公司核心产品镶嵌类产品的年度区域销售目标，同时省代还承担产品物流配送的任务。公司预计新模式将在今年第四季度开始助力开店速度，同时公司将开店目标调整为 3-5 年门店数量达到 6000 家，平均每年新开 350-500 家。长期将有利于加快公司渠道扩张节奏并提升公司黄金产品市占率。

新的省代商业模式，让公司与区域上有实力的平台建立深度绑定合作关系，形成事业共同体，公司在提出三大诉求的同时，针对每一项任务均给予省代充分的**激励机制**助力其达成目标，实现互利共赢：

图 11 公司给予省代充分的激励机制



数据来源：上海证券研究所整理

请务必阅读尾页重要声明

具体来看，省代模式下的**黄金销售为展销模式**，代理在各省建立本地配货服务中心每个月一次进行集中供货，为期 2-3 天，召集一级指定供应商至省代的展销服务中心，加盟商按照公司及省代联合评估的授信额度挑选相应的黄金产品，总部与供应商直接结算。加盟商可享受 28 天的赊账期，省代的重要角色是为其兜底担保，不论加盟商 28 天后因任何原因未付款，省代均允诺垫付给公司。公司引入新模式的初衷是加盟商、省代（平台服务商）、供应商（上游）、公司，四方都能通过这样的运营模式获益：

**对公司：**

- 1、0 库存，公司、省代都不承担库存压力，以销定产；
- 2、通过省代兜底应收账款风险，控制了资金风险；
- 3、黄金产品周转期 一个月周转一次，增加终端加盟商补库存的需求，带来销量的增加，黄金流量带来单店产品的转化，形成闭环。

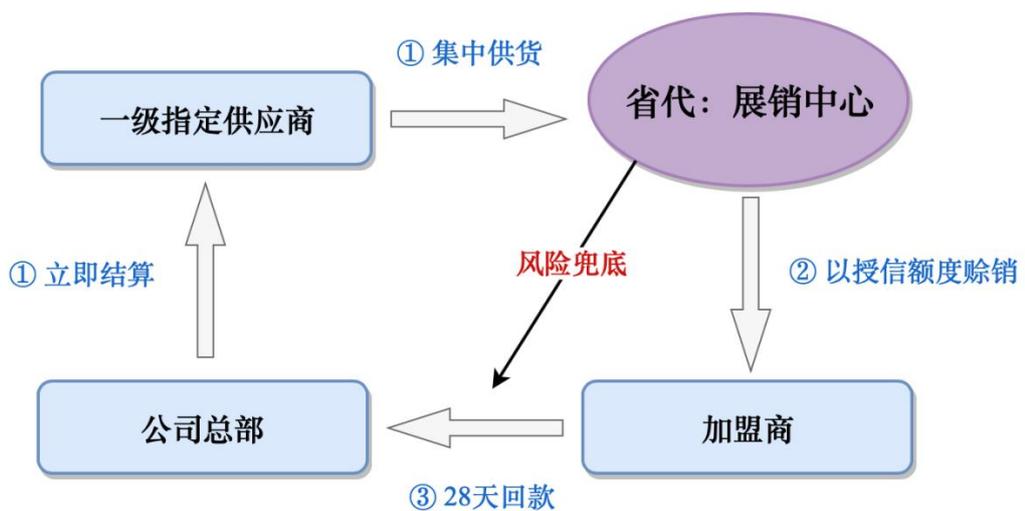
**对加盟商：**

- 1、为其提供金融支持，提供全年免息的政策，解决加盟商资金短缺的痛点及黄金销售的短板；
- 2、加大黄金销售量，黄金作为流量性产品需求旺盛，有望带动其他产品出货。

**对省代：**

公司让渡部分利益给省代，如果省代完成既定的销售目标，公司从 12 元/g 的黄金入网费中让渡 2 元/g 作为平台服务费分给省代。

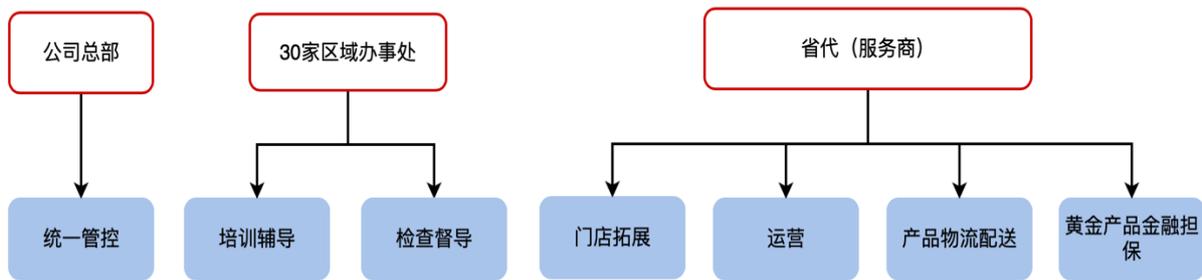
图 12 公司省代以建立展销服务中心模式销售黄金



数据来源：上海证券研究所整理

与同行业其他品牌商相比，公司省代模式的独特性：公司建立的是有监管制度的省代模式，与其他同行业品牌商完全放权形式不同，公司仅把扩店运营指标+金融担保的任务授权给省代，之前的区域办事处仍然保留并继续负责监督督导、培训辅导、策划评估等服务。此外，省代的经营结果，门店的新开都要经过总部审批。公司在加盟模式两级管理体系的基础上引入新的省代模式，各司其职，有望共同赋能终端。

图 13 各司其职：总部+区域办事处+省代共同赋能终端



数据来源：上海证券研究所整理

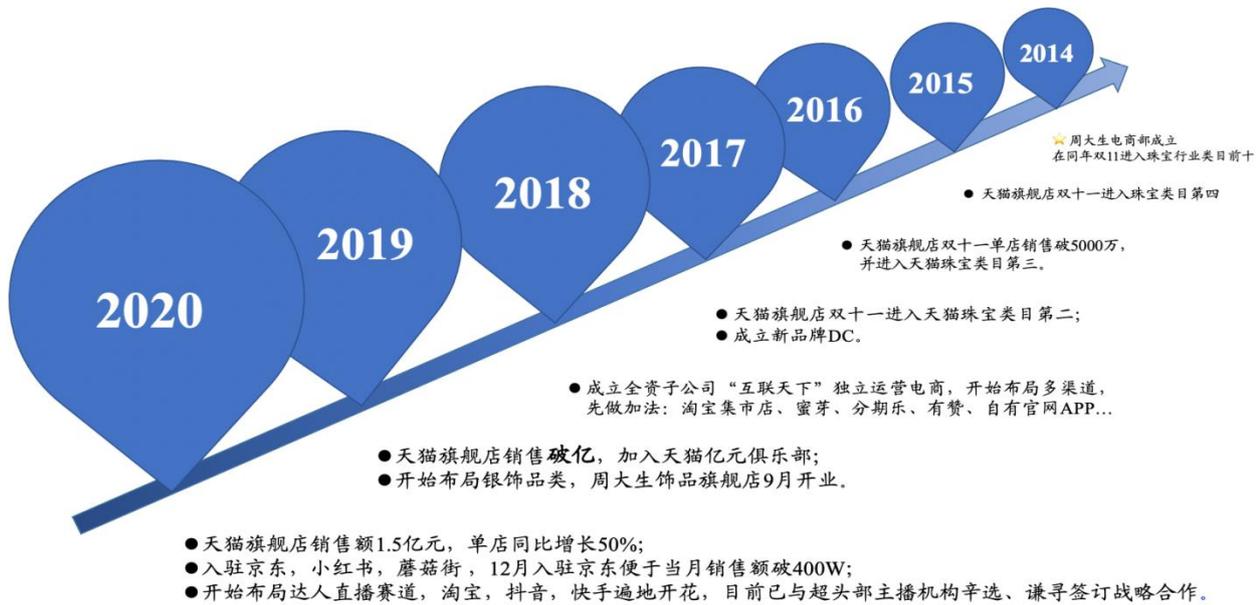
**新模式对公司财务状况的影响：**（1）从营收利润角度来看，原来加盟商模式下黄金类产品公司收取品牌服务费，新模式下公司授信小贷给加盟商促进黄金产品周转与销售，因此黄金类产品的利润贡献由收取品牌使用费向商品销售转变，营收及利润会有所增加；假设黄金类收入放量增长，随着产品结构的变化，**毛利率**相对较低的素金产品占比加大，预计整体毛利率水平会有所下滑，但毛利额仍将呈现增长态势。（2）从资产角度来看，公司为加盟商提供 28 天短账期的金融服务，预计应收账款规模略有增加，**应收账款**周转天数预计每年会有 12 次以上。**存货规模**会略有所增长，新模式下，通过省代的集中配货中心组织供应商展销，同时加盟商挑货，理论上库存在销售环节可以为零，可以在库存不增长情况下达成模式转变，但采购端仍然是与工厂、供应商进行结算，仍要与工厂计算原料工费，黄金原料库存将略有所增长。

### 2.3 电商渠道布局广，有望通过精细化运营带来增量发展

黄金珠宝行业的消费者具有较强的线下体验需求，消费习惯呈现高价低频的特征，因此行业电商渠道渗透率仍较低，但呈现提升趋势。根据欧睿数据，电商渗透率从 2015 年 3.7% 提升至 **2020 年 10.5%**，预计 2021 年黄金珠宝行业电商规模为 749 亿元。横向对比来看，周大生电商业渗透速度较快，营收占比最大，2020 年达到 19%，高于行业渗透率。公司电商业收入呈现快速上升的趋势，从 2016 年 2.21 亿元提高至 **2020**

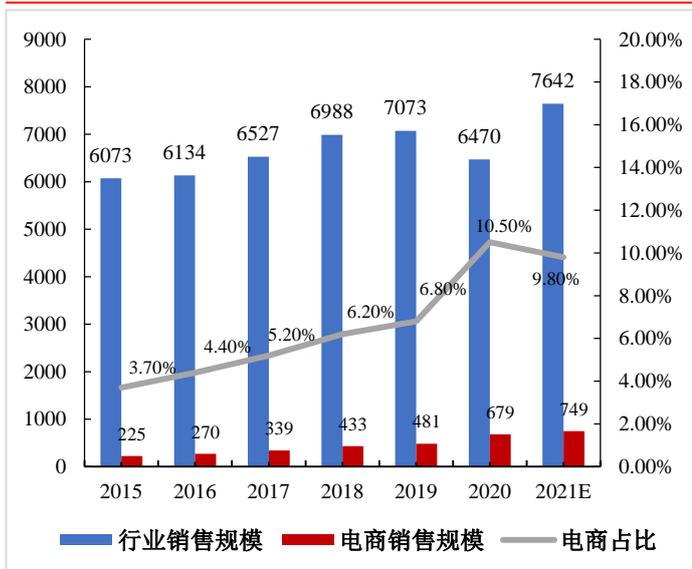
年 9.71 亿元，近 4 年的年复合增长率达到 45%，收入增速高于同行业可比公司。2021H1 电商收入增速放缓至 12%，达 4.35 亿元，因去年电商高基数，一季度负增长 23%，二季度增长 47%，线上二季度销售增长较亮眼。

图 14 公司电商发展历程



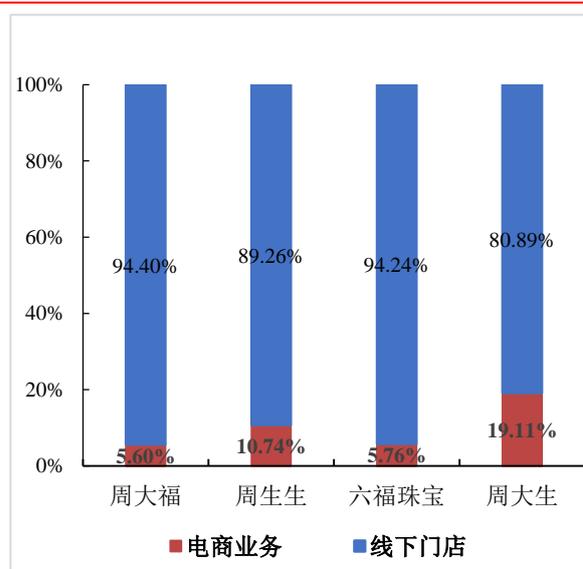
数据来源：上海证券研究所整理

图 15 黄金珠宝行业电商渗透情况（亿元）



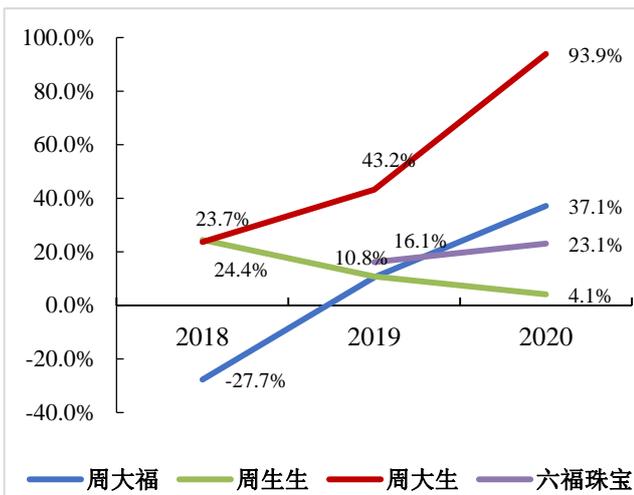
数据来源：欧睿 上海证券研究所

图 16 2020 年同行业可比公司电商营收占比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 17 2018-2020 年同行业可比公司电商收入增速对比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 18 2016-2020 周大生电商业务收入及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司极具前瞻性，从 2014 年开始组建电商团队，并于 2018 年通过全资子公司“互联天下”开拓运营线上渠道，领先布局淘系平台及抖音、快手等直播平台享受流量红利。目前公司已成立 30-40 人的电商产品团队专门负责渠道运营及品牌建设，电商渠道有望实现纯增量贡献。

公司电商主要从两个维度经营，一个是现有渠道精细化，从产品及内容方面提升线上渠道竞争力，如线上产品结构化调整，重点开发推广低单价、高频次、设计感强、复购率高的银饰类；另一个是新渠道的拉动，去年以淘系为主，今年会与京东、唯品会等平台加强运营和合作，同时抖音、快手、微信小程序等多渠道发力，实现图文电商、直播电商、社交电商齐发力的局面。据公司披露，抖音是公司今年重点发力的线上渠道，因此如何对接更多专业的机构和主播是首要任务，直播最核心的是主播，整合抖音快手上优质主播资源，绑定合作会决定未来两三年品牌在直播赛道发展。

公司电商业务未来有望实现全渠道、多品类、多品牌运营模式：第一，作为线下渠道的补充，围绕整个品牌定位和战略，把线上渠道做深做透；第二，孵化新品牌或新品类，重构用户场景，打开增量市场；第三，为线下赋能，帮助门店做私域流量运营，做具备互联网属性和功能的建设，目前线上引流转转化率约为 10%；第四，构建产业互联网，线上长远目标是再造一个周大生，电商渠道重点发展饰品市场，与线下门店产品自然分割，互相配合，协同发展，未来可期。

图 19 七夕活动期间公司与薇娅开展直播合作



数据来源：淘系平台 上海证券研究所

图 20 七夕活动期间公司与辛巴开展直播合作



数据来源：快手平台 上海证券研究所

### 三、财务分析：盈利能力强，高净利率使得公司 ROE 水平领先同业

公司营收规模与同业相比较小，但增速可观。近 5 年营业收入从 2016 年的 29 亿元增长至 2020 年的 51 亿元，年均复合增长率为 15.05%，远高于欧睿披露的黄金珠宝行业年复合增速 1.34%。2021 年上半年实现收入 27.9 亿元，同比增长 67%，归母净利润 6.1 亿元，同比增长 85%。从收入结构来看，公司由三部分收入构成，素金类、镶嵌类首饰及向加盟商收取的品牌使用费。其中素金类产品营收贡献不断提升 2021H1 达到 44%，主要受益于金价下降促进黄金产品投资性需求提升，以及产品工艺性提升；镶嵌类首饰营收占比从 2017 年 61% 下降至 2021H1 的 33%，品牌使用费平稳增长。

图 21 公司近年营业收入及同比（亿元）



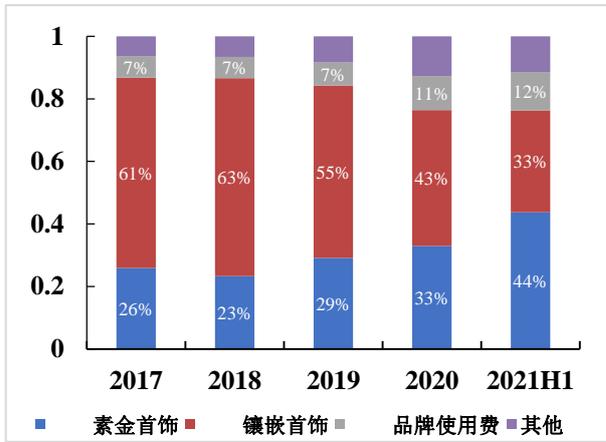
数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 22 公司近年归母净利润及同比（亿元）



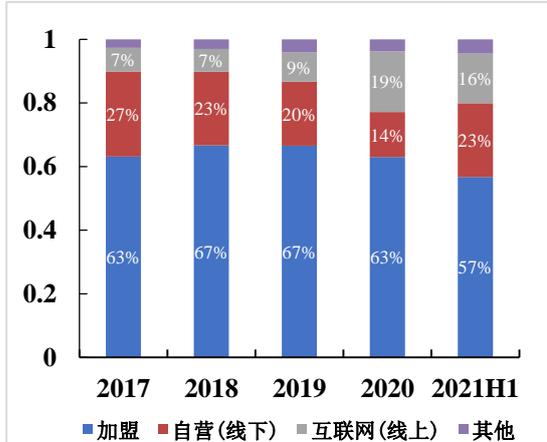
数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 23 2017-2021H1 年公司主营业务收入占比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

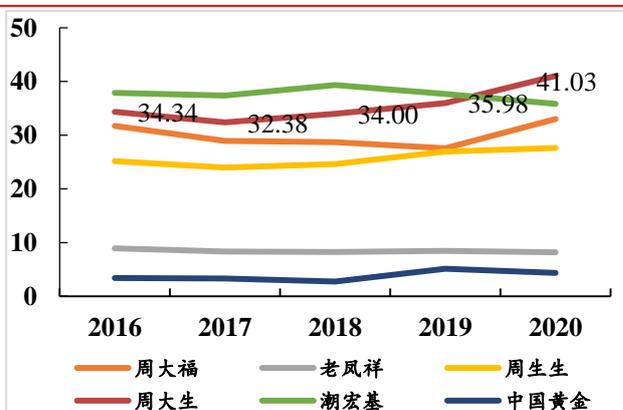
图 24 2017-2021H1 年公司主要渠道收入占比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

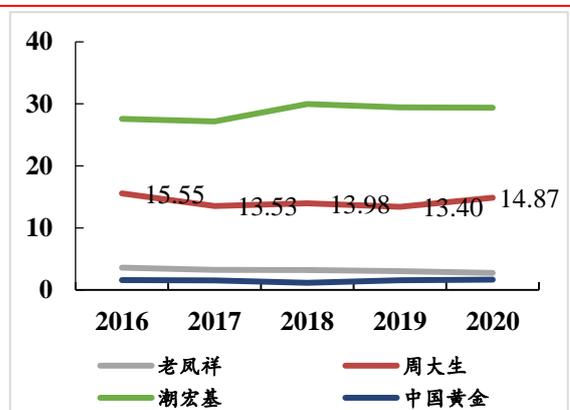
公司整体盈利能力较强，ROE 水平长期保持在 20%上下，根据杜邦分析法拆解，主要源于极高的净利率及较高的资产周转率。毛利率方面，纵向看公司毛利率水平稳步提升，2020 年达 41%，横向比较来看，公司毛利率水平居于同业较高水平，主要系 2020 年之前毛利率较高的镶嵌类产品占比较大，以及加盟政策下素金类产品收取的品牌使用费为纯收入，贡献 100%毛利率。2021 三季度开始实行省代模式后，产品收入结构可能发生相应的变化，素金类产品收入占比逐渐增大或拉低公司整体毛利率水平，但毛利额仍将呈现增长态势。公司净利率水平呈现稳定上升趋势且居于同业最高水平，主要系毛利率水平的提升及费用率在加盟模式下持续优化。2016-2020 年净利率分别为 14.7%/15.6%/16.6%/18.2%/20%，2021Q1 达 22%，盈利能力较强。此外，公司资产周转率在同业中处于中等偏上的水平，存货周转率维持在 1 左右，应收账款周转率仅低于老凤祥。

图 25 2016-2020 年公司毛利率同业对比 (%)



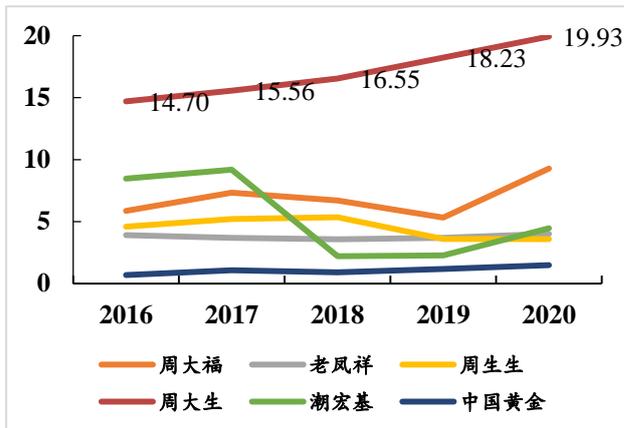
数据来源：Wind 上海证券研究所

图 26 2016-2020 年公司费用率同业对比 (%)



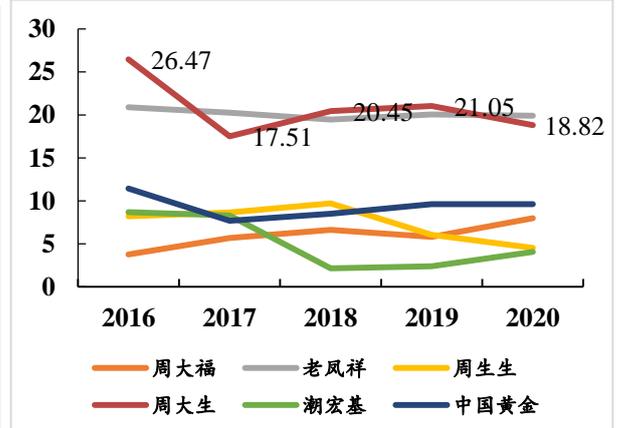
数据来源：Wind 上海证券研究所

图 27 2016-2020 年公司净利率同业对比 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 28 2016-2020 年公司 ROE 同业对比 (%)



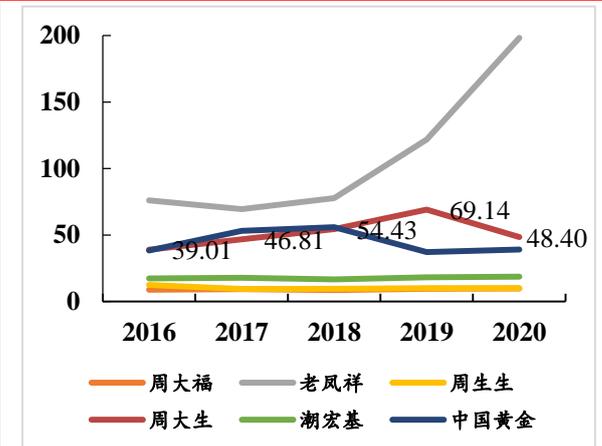
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 29 2016-2020 年公司存货周转率同业对比



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 30 2016-2020 年公司应收账款周转率同业对比



数据来源: Wind 上海证券研究所

#### 四、盈利预测与投资建议

公司的护城河在于渠道优势明显,终端渠道盈利能力强,未来在省代模式助力下,拓店动力充足,有望实现全国化覆盖,在低线市场占据明显的卡位优势。公司短期受益于消费复苏带来的婚庆市场爆发,长期受益于共同富裕+国潮崛起背景下行业集中度提升带来的龙头品牌红利,潜在增长点在于电商业务快速发展与珠宝首饰子品牌的第二成长曲线。公司始终保持 20% 左右的高 ROE 水平,源于其较强的盈利能力。我们预计公司 2021-2023 年营收增速分别为 32%、25%、14.4%,归母净利润增速分别为 39.4%、26.4%、17%,对应 PE 估值分别为 16.52x, 13.06x, 11.17x, 首次覆盖, 给予买入评级。

**表 1 同行业上市公司估值比较**

简称	代码	股价	EPS			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
周大福	1929.HK	16.44	0.44	0.67	0.78	37.62	24.68	21.04
周生生	0116.HK	11.62	0.86	1.45	1.71	13.50	8.04	6.79
老凤祥	600612.SH	49.60	2.86	3.57	3.90	17.36	13.91	12.71
中国黄金	600916.SH	14.35	0.33	0.42	0.58	43.48	33.99	24.93
行业平均						17.15	14.37	12.25
周大生	002867.SZ	21.28	1.40	1.29	1.63	15.20	16.52	13.06

数据来源: Wind 一致预期 上海证券研究所 (2021 年 10 月 12 日收盘价, 周大福、周生生股价为港元)

## 五、风险提示

- 1、疫情反复风险: 疫情爆发会直接影响公司线下门店经营及终端消费者需求进而对公司业绩产生影响。
- 2、门店扩张不及预期风险: 公司拓店处于加速期, 存在因疫情等多种因素导致拓店进度不及预期或门店经营不善致关店数量超预期的风险。
- 3、省代模式开展不及预期风险: 公司第三季度新推行的省代模式协助公司为加盟商提供金融支持, 如果加盟商经营不善未能按时还款会直接影响省代的资金周转, 存在新模式进展不及预期的风险。
- 4、行业竞争加剧风险: 中高端品牌同质化严重, 特色化小众品牌不断进入市场, 存在行业竞争加剧的风险。
- 5、金价波动风险: 黄金价格波动会影响公司成本端及黄金类产品需求端进而影响公司业绩。

**■ 附表：公司财务预测与估值**
**资产负债表（单位：百万元）**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1680	1950	2954	4315
应收票据及应收账款	136	184	344	525
存货	2391	3222	3867	4292
其他流动资产	517	317	318	318
长期股权投资	1	0	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	328	351	355	359
无形资产和开发支出	427	430	434	436
其他非流动资产	310	324	230	214
<b>资产总计</b>	<b>6656</b>	<b>7772</b>	<b>9507</b>	<b>11471</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	423	494	613	705
长期借款	0	0	0	0
其他负债	843	804	991	1193
<b>负债合计</b>	<b>1266</b>	<b>1298</b>	<b>1605</b>	<b>1898</b>
股本	731	1096	1096	1096
资本公积	1686	1323	1323	1323
留存收益	3092	4176	5605	7276
归属母公司股东权益	5386	6470	7898	9569
少数股东权益	5	5	5	5
<b>股东权益合计</b>	<b>5390</b>	<b>6474</b>	<b>7903</b>	<b>9573</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6656</b>	<b>7772</b>	<b>9507</b>	<b>11471</b>

**现金流量表（单位：百万元）**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	1361	890	1255	1752
投资活动产生现金流量	-638	-153	107	26
筹资活动产生现金流量	-336	-468	-357	-418
<b>现金流量净额</b>	<b>387</b>	<b>269</b>	<b>1005</b>	<b>1360</b>

**利润表（单位：百万元）**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5084</b>	<b>6698</b>	<b>8380</b>	<b>9589</b>
营业成本	2998	3920	4867	5595
税金及附加	69	74	100	123
销售费用	668	804	1006	1055
管理费用	99	117	151	173
研发费用	13	13	21	24
财务费用	-23	-58	-71	-87
资产减值损失	-10	-1	0	0
投资收益	1	1	2	2
公允价值变动损益	11	1	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1309</b>	<b>1831</b>	<b>2309</b>	<b>2710</b>
营业外收支净额	15	15	25	20
<b>利润总额</b>	<b>1324</b>	<b>1846</b>	<b>2334</b>	<b>2730</b>
所得税	310	434	549	641
净利润	1013	1412	1786	2088
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1013</b>	<b>1412</b>	<b>1786</b>	<b>2088</b>

**比率分析**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	41.03%	41.48%	41.92%	41.66%
净利率	19.93%	21.08%	21.31%	21.78%
ROE	18.81%	21.83%	22.61%	21.82%
资产负债率	19.01%	16.50%	16.53%	16.27%
流动比率	3.84	4.73	4.96	5.24
速动比率	1.90	2.18	2.50	2.93
总资产周转率	0.76	0.86	0.88	0.84
应收账款周转率	37.46	36.50	24.33	18.25
存货周转率	1.25	1.22	1.26	1.30

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 分析师声明

彭毅 张洪乐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

**股票投资评级：** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20%以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5%以上

无评级 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级

**行业投资评级：** 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。