



## 买入（首次）

所属行业：纺织服饰/饰品  
当前价格(元)：16.73

### 证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

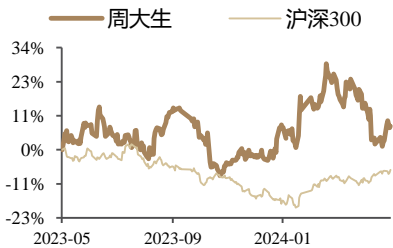
张望

资格编号：S0120524010002

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.38	-12.53	-4.79
相对涨幅(%)	-8.41	-14.59	-14.09

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

### 股票数据

总股本(百万股):	1,095.93
流通A股(百万股):	1,082.61
52周内股价区间(元):	14.30-20.19
总市值(百万元):	18,334.91
总资产(百万元):	9,109.31
每股净资产(元):	6.13

资料来源：公司公告

# 周大生 (002867.SZ)：省代赋能进行时，再享产品与渠道新红利

### 投资要点

- 轻快成长进行时，珠宝龙头新征程。**周大生为成立于1999年的中高端国民珠宝品牌，旗下产品以“黄金为主力，钻石为优势”，设有周大生、周大生经典、BLOVE等五大子品牌。至2023年底，周大生全国线下门店已突破5000家，连续13年荣获世界品牌实验室“中国500最具价值品牌”，目前位列中国轻工业第二名，内地珠宝品牌第一名。2023年受益行业高景气度，公司实现收入163亿元，归母净利润13.2亿元，同比增长46.5%/20.7%。
- 善用营销借巧力，国民品牌先出圈。**1) 产品力的体现是以轻快灵活打法紧跟市场趋势，早期以钻石镶嵌品类差异破圈，近年调整产品策略向黄金品类倾斜，推出国家宝藏系列、莫奈联名系列等新品类，有效优化品类结构提升盈利能力，再度迎合需求红利。2) 品牌力的背后是渠道与营销的共振，周大生依托三四线渠道先发优势迅速抢占品牌红利，再以渠道规模与精细化营运提升品牌势能。2019年以来年均销售费用投放近7亿元，已建立销售闭环与高效转化，2023年双十一期间牌线上全渠道GMV超13.8亿元，位列淘宝/抖音/京东黄金类目销售第1/2/3位。
- 渠道布局“1+N+线上”，多维支持加盟展店。**渠道力的体现是线下网点的不断加密与线上零售额的高速成长，1) 直营体系：品牌生命力持续验证。线下自营门店高度标准化，打造品牌标杆，至2023年线下自营门店收入同增51%至16.2亿元，平均单店营收558万元，同增23.6%，其中多数头部优秀直营门店坪效可达20万元/平方米左右；线上渠道发力天猫等电商，2023年收入25.1亿元，同增62.3%；2) 加盟体系：自2021年引进省代制度全面赋能渠道，前端允许加盟商向供应商直接采购黄金饰品，省略中间经销加价环节；中端给予小贷金融与供应链服务助力展店，后端协助门店配货模型与云店导购。高利润率驱动下，至2023年末加盟门店数已达4775家，2023年平均单店毛利达40万元，同增17.4%。
- 盈利预测与投资建议：**周大生为黄金珠宝龙头品牌，新产品与新工艺的推广有效加速渠道型品牌向产品型品牌的转型升级，渠道革新与省代制度的引进有望进一步整合区域优质资源，释放成长弹性。我们预计公司2024-2026年收入分别为196.3/229.0/259.5亿元，同比增速分别为20%/17%/13%，归母净利润15.3/17.2/19.3亿元，同比增长16%/12%/12%，对应2024年PE12倍，对比同业估值水平在品牌势能加持下仍有提升空间，首次覆盖并给予“买入”评级。
- 风险提示：**消费不及预期、渠道拓店受阻、加盟商管理不善

### 主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	19,625	22,899	25,952
(+/-)YOY(%)	21.4%	46.5%	20.5%	16.7%	13.3%
净利润(百万元)	1,091	1,316	1,532	1,723	1,930
(+/-)YOY(%)	-10.9%	20.7%	16.4%	12.5%	12.0%
全面摊薄EPS(元)	1.00	1.20	1.40	1.57	1.76
毛利率(%)	20.8%	18.1%	18.0%	17.9%	18.0%
净资产收益率(%)	18.0%	20.6%	21.5%	21.6%	21.6%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 轻快成长进行时，珠宝龙头新征程.....	5
1.1. 二十年高速扩张，尽享产品与渠道红利.....	5
1.2. 股权结构高度集中，管理团队资深稳定.....	6
1.3. 主营产品：钻石为优势，黄金为主力.....	7
1.4. 轻资产打开渠道，盈利稳健增长.....	8
2. 善用营销借巧力，国民品牌先出圈.....	10
2.1. 产品力：独创情景风格，演绎东方经典.....	10
2.2. 品牌力：“曝光-种草-转化”闭环推进，销量与声量双升.....	12
3. “1+N+线上”构造渠道布局，多维支持加盟展店.....	15
3.1. 高利润率驱动拓店，省代赋能加盟体系.....	15
3.2. 渠道机制以品牌、资金、管理赋能加盟展店.....	19
4. 盈利预测与投资建议.....	21
4.1. 核心假设与盈利预测.....	21
4.2. 估值分析与投资建议.....	23
5. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1: 周大生发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构高度集中 (至 2024 年 3 月 31 日) .....	6
图 3: 公司四大子品牌.....	7
图 4: 周大生 2019-2024Q1 分品类营业收入 (亿元) .....	8
图 5: 周大生 2019-2024Q1 营业收入拆分 .....	8
图 6: 营业收入与营业利润高速增长 (亿元) .....	8
图 7: 归母净利润整体稳健提升 (亿元) .....	8
图 8: 周大生 2019-2024Q1 毛净利率水平 .....	9
图 9: 周大生 2019-2024Q1 分品类毛利率 (%) .....	9
图 10: 周大生 2019-2024Q1 费用率情况 .....	9
图 11: 周大生及可比公司权益乘数对比.....	9
图 12: 周大生与可比公司净资产收益率对比 .....	10
图 13: 周大生与可比公司资产周转率 .....	10
图 14: 周大生经典系列产品 .....	11
图 15: LOVE100 星座极光钻石《大师》系列.....	11
图 16: 炽热梵高系列 .....	11
图 17: “三金编丝”非凡金系列产品.....	12
图 18: 6G 鎏光金新品 .....	12
图 19: 2011-2023 年公司品牌价值 (单位: 亿元) .....	13
图 20: 2023 年黄金珠宝品牌价值排行 (单位: 亿元) .....	13
图 21: 公司销售费用及增速 (亿元) .....	13
图 22: 黄金珠宝品牌销售费投放对比 (亿元) .....	13
图 23: 品牌代言人.....	14
图 24: 周大生与和平精英、卫龙等品牌 IP 联名合作.....	14
图 25: 周大生亮相 T&ARTCON 上海潮博会 .....	14
图 26: 周大生举办“万物藏趣, 潮起大生”线下展.....	14
图 27: 2018-2024Q1 分渠道主营业务收入 (亿元) .....	15
图 28: 黄金珠宝品牌粉丝数量对比 (单位: 万人) .....	15
图 29: 周大生全国门店分布图.....	16
图 30: 2021-2023 门店线级城市分布情况 (单位: 个) .....	16
图 31: 2018-2024Q1 公司自营门店数 (单位: 个) .....	16
图 32: 公司自营单店平均收入及毛利率情况 (单位: 万元) .....	16

图 33: 2018-2023 各地区新增门店情况 (单位: 个) .....	17
图 34: 2018-2023 各地区营业收入情况 (单位: 百万元) .....	17
图 36: 2018-2024Q1 公司加盟门店数 (单位: 个) .....	18
图 37: 公司加盟单店平均收入及毛利率情况 (单位: 万元) .....	18
图 38: 2018-2024Q1 线上营业收入情况 (单位: 亿元) .....	18
图 39: 2021-2023 线上营业收入分渠道情况 (单位: 亿元) .....	18
图 40: 周大生各大线上平台月度销售额 (单位: 百万元) .....	18
图 41: 公司加盟单店黄金产品平均收入及毛利率情况 (单位: 万元, %) .....	19
图 42: 2018-2024Q1 小贷金融与供应链服务营收情况 (单位: 百万元) .....	20
图 43: 周大生省代模式图解 .....	20
图 44: “周大生珠宝云店”系统 .....	20
表 1: 核心管理团队介绍 .....	6
表 2: 自营渠道单店收入预测拆分 (亿元) .....	21
表 3: 公司 2023-2025 年自营渠道盈利预测拆分 (亿元) .....	21
表 4: 公司 2023-2025 年盈利预测拆分 (亿元) .....	22
表 5: 行业可比公司估值水平 .....	23

## 1. 轻快成长进行时，珠宝龙头新征程

### 1.1. 二十年高速扩张，尽享产品与渠道红利

定位国民珠宝品牌，周大生二十载跃居龙头地位。周大生成立于1999年，主要从事素金首饰、镶嵌首饰的设计、销售及连锁化经营。公司早期以钻石镶嵌类产品与多情景风格化珠宝迅速出圈，开放品牌加盟以轻资产模式迅速推动全国网点加密，把握下沉市场红利，并于2017年5月登陆深圳主板上市。2021年以来公司再度优化调整渠道与产品策略，开放省代加盟模式，秉持“黄金为主力产品，钻石为优势产品”的定位。周大生以优质的产品设计与庞大的门店网络已位居我国黄金珠宝品牌龙头，至2023年末已连续13年获得世界品牌实验室“中国500最具价值品牌”，品牌价值达868亿元，位居中国轻工业第二，并荣登“中国上市公司品牌500强”-第76名，位列内地珠宝品牌第一名。截至2023年底公司全国门店数已突破5106家，2023年合计实现收入/归母净利润163/13.16亿元。

回顾公司发展历程，可按照渠道成长模式分为三大阶段：

**自营积累阶段（1999年-2005年）：**周大生品牌创立之初定位于国内中高端钻石珠宝品牌，探寻时尚潮流，在1999年于北京王府井百货开设第一家自营专柜，此后以自营模式推广开设分店，至2003年3月周大生直营门店数已超过100家。

**高速加盟阶段（2006年-2019年）：**公司于2006年开放全国加盟，允许指定供应商与加盟商自行结算货款，仅由周大生收取品牌使用费与加盟费，开放当年全国门店数量达400家。轻资产拓店模式有效降低加盟商拓店成本与公司存货压力，周大生以整合运营型策略不断提升品牌形象与影响力，通过与加盟商合作共赢进入门店高速扩张阶段，至2019年全国门店数突破4000家，荣获“中国500最具价值品牌”。

**渠道革新与融合阶段（2020年至今）：**在线上，公司于2015年起大力开拓各类线上电商平台，进行线上营销，与时俱进开拓新渠道，逐步打通珠宝销售全路径。2020年公司紧握线上流量，收获直播电商红利，当年带货额突破4.8亿元。在线下，公司于2021年引入“省代模式”通过省代加速拓店，并以小贷金融等服务加大对加盟商的金融和运营支持。线上与线下全渠道融合再度强化品牌生命力，至2023年底周大生全国门店数已突破5000家。

图1：周大生发展历程



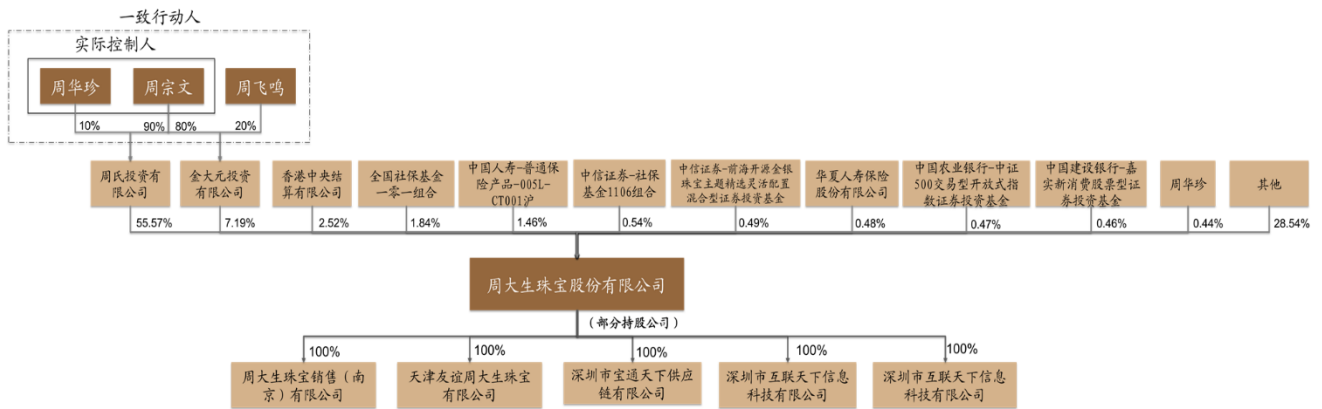
资料来源：公司公告、公司官网、周大生官方知乎号等、德邦研究所



## 1.2. 股权结构高度集中，管理团队资深稳定

家族持股超 63%，股权结构高度稳定。至 2024 年一季度，公司实际控制人为公司创始人周宗文、周华珍夫妇，二人通过全资持有周氏投资间接控制周大生 55.57% 的股权。同时周宗文先生与其子周飞鸣通过全资持有金大元间接持有周大生 7.19% 的股权，周氏家族通过直接及间接合计持有公司股份的 63.2%，持股股权结构稳定。

图 2：公司股权结构高度集中（至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

创始人掌舵行稳致远，公司管理层深耕不辍。周大生管理层队伍优秀，专业资质过硬，其中创始人周宗文先生为中国地质大学学士、清华大学 EMBA，于黄金珠宝&投资行业具备深远影响力，兼任中国珠宝玉石首饰行业协会副会长、中华全国工商联金银珠宝商会副会长，当选“2023 年中国经济十大领军人物”。创始人家族亲临一线，周飞鸣先生与周华珍女士均于公司担任副总经理职务，深度参与公司战略规划与日常管理。其他核心高管在黄金珠宝领域从业经验丰富，卞凌、向钢等多位副总经理均曾任职于周大生钻石，对于珠宝品牌营运与管理均具备成熟的战略眼光和管理思维。

表 1：核心管理团队介绍

姓名	职位	个人履历
周宗文	董事长&总经理	创始人，清华大学 EMBA，工程师，曾任清远华夏、湖南周大生置业等公司董事长、武汉地大矿业副董事长等职。现任广东省商业联合会副会长、中国珠宝玉石首饰行业协会副会长、中华全国工商联金银珠宝商会副会长等职。
周飞鸣	副董事长、副总经理	曾任周大生钻石董事长助理、湖南周大生置业董事。现任金大元执行董事、金大元贸易执行董事及经理、宝通小贷董事长、周大生股权投资基金管理（深圳）有限公司总经理等职
周华珍	董事及副总经理	曾任周大生钻石副总经理、周大生销售管理（深圳）董事、现任周氏投资董事、中国香港周大生董事等职
卞凌	董事及副总经理	工程师、曾任周大生钻石副总经理；现任深圳市爱妮珠宝有限公司监事、公司董事及副总经理
向钢	董事及副总经理	硕士研究生，曾任周大生钻石首饰有限公司常务副总经理，现兼任深圳市宝通天下供应链有限公司董事
许金卓	财务总监	高级国际财务管理师（SIFM），曾任新太科技股份有限公司财务中心总经理
何小林	董秘、副总经理	硕士研究生，曾任天音通信控股董事会秘书，现兼任周大生股权投资基金管理有限公司董事等职

资料来源：公司年报、ifind、爱企查、德邦研究所

### 1.3.主营产品：钻石为优势，黄金为主力

紧跟市场潮流，五大品牌布局全消费场景。公司早期以钻石镶嵌类产品销售出圈，独创“情景风格珠宝”，精准定位消费人群，后跟随市场需求变动与模式调整，逐步拓展黄金品类销售，当前已形成五大品牌：

- **周大生**：创立于1999年的集团同名主品牌，首创的情景风格珠宝系列，以钻石镶嵌类为优势产品，定位中高端市场。旗下系列以“星座极光大师系列”、“炽热梵高系列”、“幸福花嫁系列”等为代表。
- **Design Circles (设界)**：公司旗下创立于2019年的社交珠宝品牌，主打低单价、高设计感的银饰以及一口价素金产品。DC的诞生源于对“人”与“社交”的思考，社交珠宝概念则来源于珠宝最原始诉求的升华，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。
- **今生今饰**：2021年3月，公司成立深圳市今生今世珠宝有限公司（合资公司），旗下运营中国台湾著名珠宝品牌今生金饰，后将品牌升级为“今生今世”，定位为全球时尚婚恋珠宝品牌。重点打造真爱承诺仪式、情感驿站两大特色营销，形成今生今世品牌经营模式，建立起独特的品牌矩阵。
- **BLOVE (彼爱)**：周大生于2021年收购婚戒定制设计品牌、中国婚戒定制的开创者“BLOVE”（彼爱）进而发力婚庆刚需细分市场。“BLOVE”以“一枚婚戒，一个故事”为品牌理念，提供婚戒定制服务。
- **周大生经典**：由集团于2022年布局的黄金品牌，与主品牌周大生形成互补优势。定位为东方文化潮牌，秉持匠心精神，用现代时尚艺术视角，瞄准新崛起的年轻时尚人群，提出“有底蕴，更光彩”的鲜明价值主张，打造彰显中华文化自信的时尚文化艺术潮牌珠宝。

图 3：公司五大子品牌

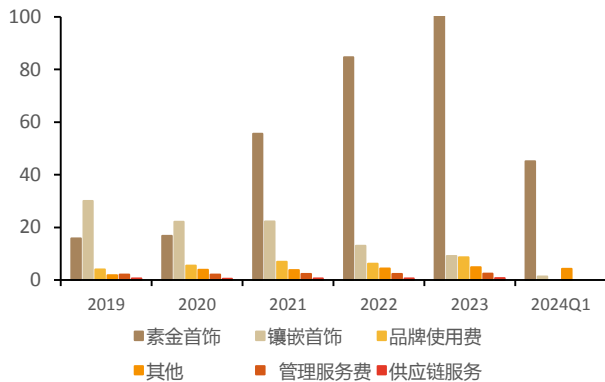


资料来源：公司官网、各子品牌官网、公司公告、德邦研究所

品类结构中，钻石为优势，黄金为主力。公司业务聚焦珠宝首饰销售，战略调整为“以钻石为优势产品、黄金为主力产品”，受消费趋势与库存压力影响，镶嵌品类占总收入比重由2019年的55.1%下降至2023年的5.6%，对应收入规模达9.18亿元。集团重点开拓黄金品类，打造以周大生经典为代表的新潮珠宝品牌，

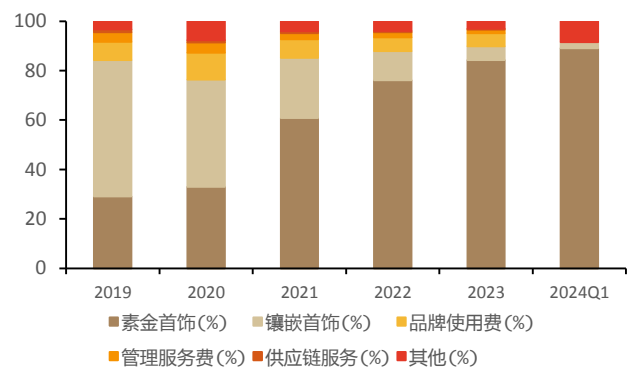
黄金产品收入由 2019 年的 15.85 亿元提升至 2023 的 137.20 亿元，对应占集团收入比重由 29.1% 提升至 84.2%。同时公司向加盟商收取门店管理服务费与品牌使用费，2023 年分别达 2.4/8.6 亿元，合计占比约 6.8%。

图 4：周大生 2019-2024Q1 分品类营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

图 5：周大生 2019-2024Q1 营业收入拆分

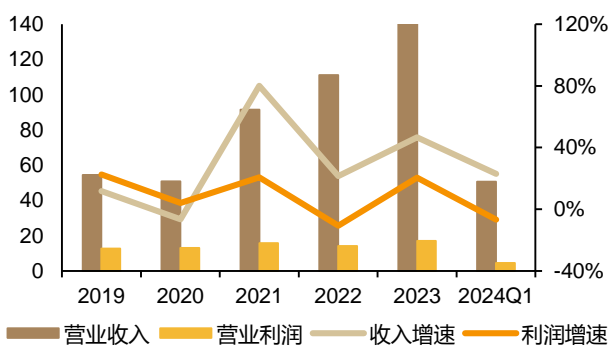


资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

#### 1.4. 轻资产打开渠道，盈利稳健增长

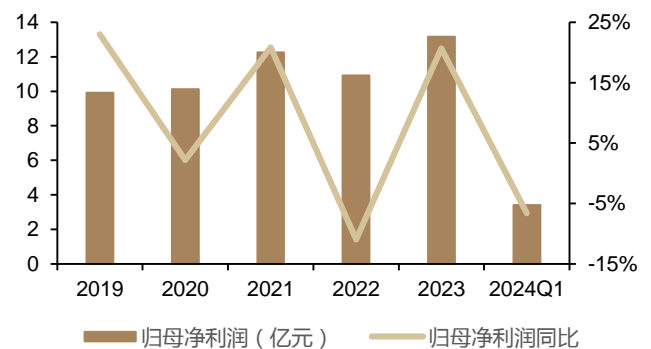
**营业收入快速提升，归母净利稳健增长。**公司收入整体保持较快增长趋势，2020-2023 年间收入 CAGR 达 47.4%，其中 2021 年受益于线下消费环境相对 2020 年复苏与客流回补，叠加省代制度启动与线下拓店推进等原因，当年营收同比增长 80.1%，营业利润达 15.79 亿元，同比增长 20.6%。2023 年以来金价上行带动黄金需求景气度上行，全国网络下的门店拓展推动收入持续高增，至 2023 年公司实现收入/营业利润 162.9/16.95 亿元，同比增长 46.5%/20.4%。需求进一步回暖下 2023 年归母净利同增 20.7% 至 13.16 亿元。

图 6：营业收入与营业利润稳健增长（亿元）



资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

图 7：归母净利润整体稳健提升（亿元）

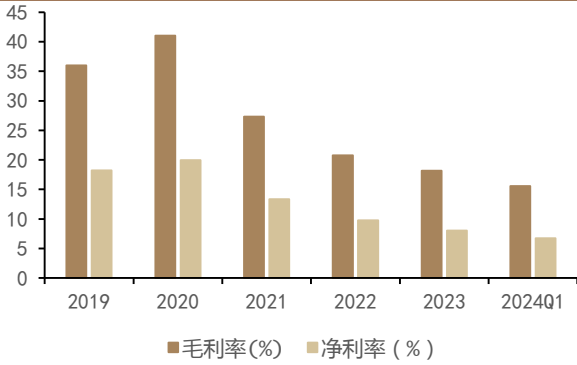


资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

**结构调整致毛利率下行，费控得当净利率稳健。**受近年公司战略调整与产品重心影响，公司坚持以“黄金为主力产品，钻石为优势产品”，公司低毛利率的素金产品销售比重不断提高，高毛利率镶嵌产品销售比重有所下降。产品的结构性调整与加盟销售渠道的拓展致公司毛利率由 2019 年的 35.98% 降至 2023 年的 18.14%。期间费用管控能力优秀，至 2024Q1 整体费用率不足 6%，期间省代模式的推行加速线上铺货进度，有效提升费用投放与转化效率，销售费用率由 2020 年的 13.1% 降至 2023 年的 5.8%，管理费用率由 2019 的 2.22% 下降至 0.65%，强费用管理下至 2023 年归母净利率企稳略降至 8.06%。

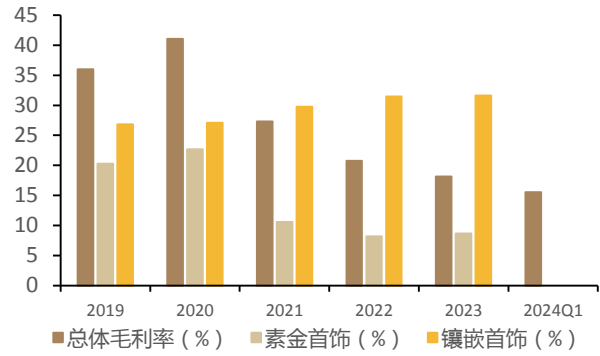


图 8：周大生 2019-2024Q1 毛净利率水平



资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

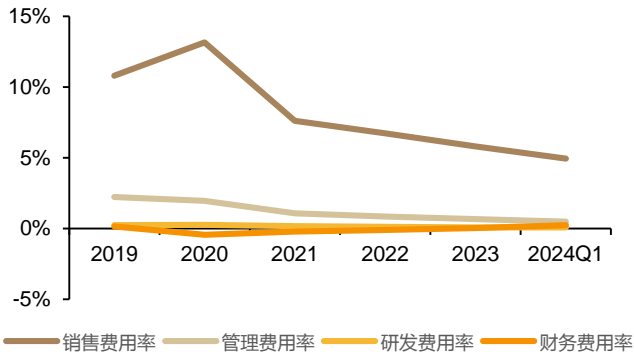
图 9：周大生 2019-2024Q1 分品类毛利率 (%)



资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

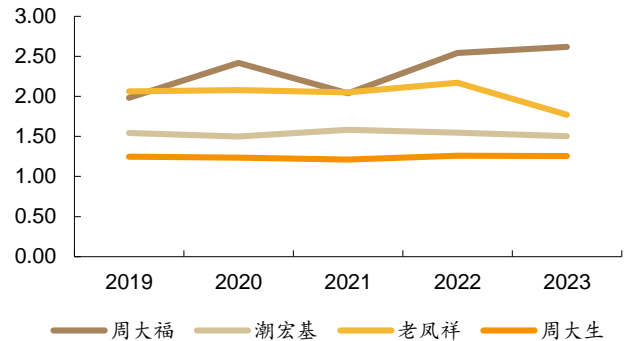
**低杠杆与轻资产模式下, ROE 表现优异。**对比同业而言,周大生通过低杠杆、轻资产、快周转的商业模式打造高 ROE 的盈利护城河,至 2023 年公司 ROE 达 21.19%,可比公司中仅次于老凤祥。公司较早开放加盟体系,由加盟商承担开店成本与存货压力,在行业上行期迅速把握景气度红利,以极轻的资产投入模式实现全国门店体系的运转,至 2024Q1 全国 5129 家线下门店中,加盟门店数量占比达 93.4%,公司权益乘数达 1.35,显著低于同业周大福、老凤祥的 3.13 与 2.27。从资产周转率来看,周大生积极调整产品结构,快周转的素金产品占比持续提升,重资产的镶嵌占比有所下滑,整体销货能力显著提升,至 2023 年资产周转率增长至 2.1 次。

图 10：周大生 2019-2024Q1 费用率情况



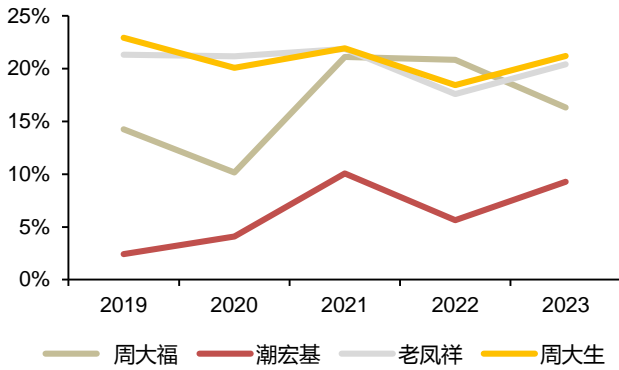
资料来源：公司公告、ifind、德邦研究所

图 11：周大生及可比公司权益乘数对比



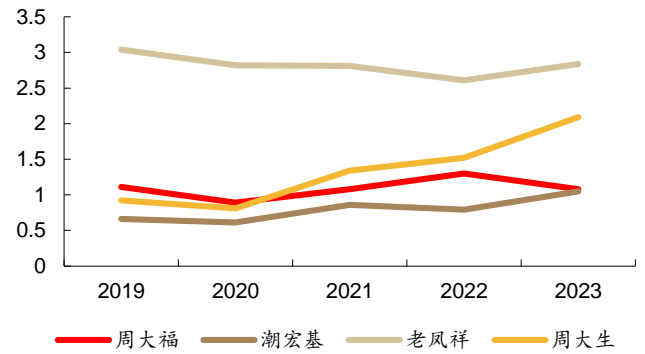
资料来源：各公司公告、ifind、德邦研究所；注：周大福为财年数据，下同

图 12: 周大生与可比公司净资产收益率对比



资料来源: 各公司公告、ifind、德邦研究所

图 13: 周大生与可比公司资产周转率 (次)



资料来源: 各公司公告、ifind、德邦研究所

## 2. 善用营销借巧力，国民品牌先出圈

### 2.1. 产品力：独创情景风格，演绎东方经典

**产品力的轻与快：紧跟需求潮流与消费红利。**周大生品牌建立虽相对较晚，但在产品力上以灵活轻快的打法紧跟市场动态，通过差异化路线迅速实现弯道超车。在制造环节完全将低附加值的生产端委托外部生产商生产，并通过严格筛选与品控管理保证质量。在设计环节，独创情景风格珠宝，精准区分不同消费人群画像并迅速匹配需求，早期前瞻性地捕捉珠宝消费时代潮流，在众多黄金珠宝品牌中以钻石镶嵌品类迅速出圈，近年以来跟随国潮兴起、黄金消费等热度进行品牌沉淀与创新，重点打造黄金品类，推出国家宝藏系列、莫奈联名系列等新品类，以精锐的需求捕捉与敏捷的产品打法持续收获消费红利。

**产品设计：自主与整合研发相结合，迅速推新紧跟需求。**在产品力设计方面，公司通过研究社会时尚趋势与珠宝消费心理及文化，持续收集和分析消费需求偏好，采用自主研发和整合研发相结合模式整合海内外优秀设计资源。一方面塑造自主研发能力，推出品牌特色原创产品，公司根据年度营销主题和产品规划制定产品需求定义，独立自主完成款式设计方案；另一方面整合研发模式紧跟潮流快速推新，由公司管控研发全程，由外部设计力量参与或根据需求直接在供应商挑选已有款式。轻快的设计体系下，公司精准对接产品需求，可迅速响应市场，推出了“点钻潮金”“国家宝藏”等高艺术价值、深文化底蕴的产品组合。

**产品打法 1：迎合消费趋势，以黄金为主力产品。**黄金珠宝是我国传统文化的载体之一，近年跟随黄金工艺的创新逐步涌现 3D 硬金、5G 黄金、古法黄金、珐琅金等新品，国潮风引领下新一代消费者对东方审美与珠宝设计具有更深认知，叠加全球政治经济环境的不确定性凸显，黄金在资产配置与大众消费中的避险与保值属性逐步凸显。周大生以市场趋势为导向，迅速将产品结构从“钻石首饰为主力产品，黄金首饰为人气产品”调整为“黄金为主力产品，钻石为优势产品”。结合 5G 黄金、古法金等新工艺，进行黄金产品再创新与各类 IP 的跨界联名。素金首饰营收于 2021 年首度超过镶嵌首饰，至 23Q3 素金首饰营收占比已达 83.83%。

**产品打法 2：独创情景风格珠宝，以钻石镶嵌出圈。**周大生于业界独家研创

“情景风格珠宝”，深度解析情感共鸣与场景需求。钻石镶嵌产品聚焦“幸福婚恋+时尚魅力”两大产品研发方向，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。旗下黄金产品从“情感表达、时尚装扮、文创 IP”三大产品研发方向，打造“欢乐童年、浪漫花期、幸福花嫁、吉祥人生、美丽人生、璀璨人生”六大黄金产品线。2019 年创立时尚珠宝品牌 Design Circles，定位轻奢与社交属性，并于 2021 年收购婚戒定制设计品牌“BLOVE”（彼爱），进而发力婚庆刚需细分市场。

图 14：周大生经典系列产品



资料来源：周大生经典官方微博、周大生经典公众号、周大生天猫旗舰店、德邦研究所

**黄金品类与时俱进，紧跟东方国潮之风。**2022 年公司审时度势，推出东方文化珠宝潮牌“周大生经典”，旨在打造彰显中华文化自信的时尚文化艺术潮牌珠宝。周大生经典定位年轻时尚人群，侧重于传统元素和时尚感结合，注重国潮文化 IP。产品上以黄金品类为主，围绕中国心、时代情、时尚潮三大主线，衍生出大美儒林、东方丝意、成长礼记、吉瑞东方等九大系列，发力于儒家经典文化、东方婚嫁、馈赠礼仪等多个卖点，形成了特色鲜明，较为完善的产品矩阵。周大生经典差异化的产品风格为品牌注入新鲜血液，有利于与主品牌优势互补，在市场竞争中相互配合，分进合击。

图 15：LOVE100 星座极光钻石《大师》系列



资料来源：公司 2021 年报、德邦研究所

图 16：炽热梵高系列



资料来源：公司官网、德邦研究所



**携手大师匠心打造，联名 IP 赋能产品开发。**公司广泛整合国内外优秀设计资源，携手珠宝设计大师，打造独具匠心、风格鲜明的优质产品。2021 年周大生联合当代钻石切工泰斗 Gabi Tolowsky 和国际殿堂级设计大师 Loretta Baiocchi 重磅推出 LOVE100 星座极光钻石《大师》系列，甄选 1% 的宝石级钻石，采用百面切工工艺，打造工艺制作和设计美学均达行业高水准的高端钻石珠宝。同时公司洞悉个性消费心理，不断加大联名 IP 开发力度，陆续推出演绎狂野与热情的炽热梵高系列、邂逅浪漫诗意的艺术珠宝莫奈花园系列、碰撞童年经典卡通形象的兔斯基、宝可梦、Hello Kitty 系列等多个 IP 联名系列，形成种类丰富的 IP 联名矩阵，为追求文化艺术体验的客户提供多样选择。

**独家工艺传承，打磨品控内功。**从品质与工艺而言，公司秉持创新已掌握丰富的镶嵌与制造工艺，其中非凡金系列产品独创的“三金编丝”工艺汲取自传统古法黄金，区别于市场上花丝类古法金普遍的“掐丝”工艺，以刚柔交替的风格呈现出黄金别样的华美细腻、繁复立体美感。2023 年公司重磅推出 6G 鎏光金新品，具备高硬度、高耐磨、高纯度、够新潮、够精致、够炫亮六大领先特性，引领未来黄金产品设计研发的新方向。公司虽不直接从事珠宝生产，但向外已建立供应商考核、工厂品质监控、成品检验等多层次质量监督管理体系，严控作业流程与工艺标准。公司所有产品上柜之前 100% 通过国家/地方质检机构检测，是业内率先进行产品全检的珠宝首饰企业之一。

图 17：“三金编丝”非凡金系列产品



资料来源：公司官网、德邦研究所

图 18：6G 鎏光金新品

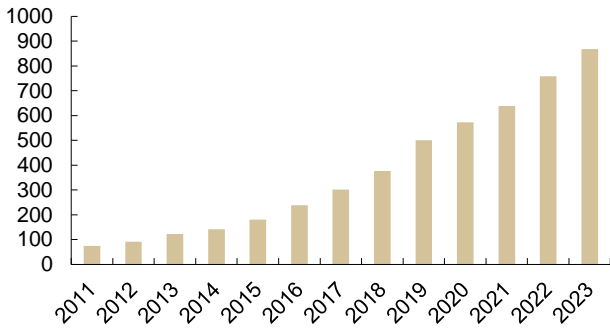


资料来源：周大生公众号、德邦研究所

## 2.2 品牌力：“曝光-种草-转化”闭环推进，销量与声量双升

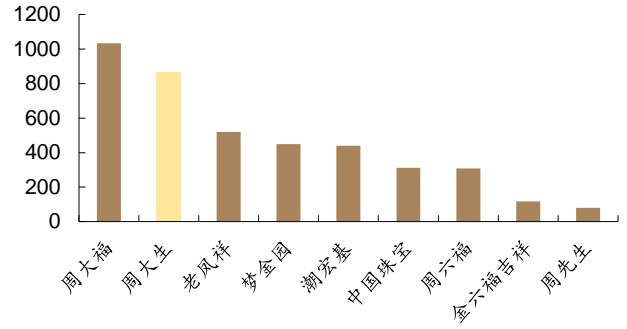
**品牌力是线下渠道与线上营销的共同体现。**黄金首饰零售业态仍以线下为主，渠道覆盖率与核心商圈入驻率是品牌力的直接证明。周大生品牌整体较为年轻化，符合新时代消费者定位，早年依托三四线渠道先发优势迅速抢占品牌红利，后期品牌势能的驱动依靠渠道规模和精细化的营运能力，并由品牌力进一步反哺渠道的增长。近年周大生推动融合发展新模式、深度营销与高效运营，遵循全方位、立体式品牌整合营销战略。自 2011 年起，公司已连续 13 年获得世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”，品牌价值已上升到 2023 年的 867.72 亿元，位居内地珠宝品牌第一，中国轻工业第二，已成为中国境内珠宝首饰市场最具竞争力的品牌之一。

图 19: 2011-2023 年公司品牌价值 (单位: 亿元)



资料来源: 公司 2023 年中期财报、世界品牌实验室、德邦研究所

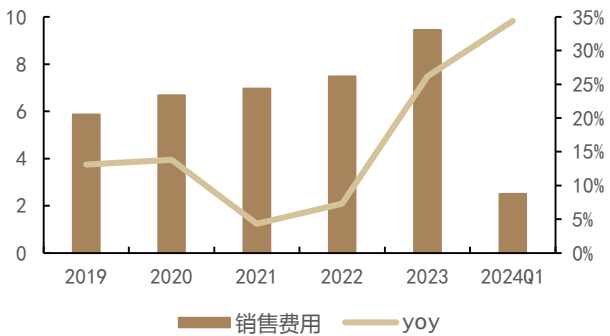
图 20: 2023 年黄金珠宝品牌价值排行 (单位: 亿元)



资料来源: 世界品牌实验室微信公众号、德邦研究所

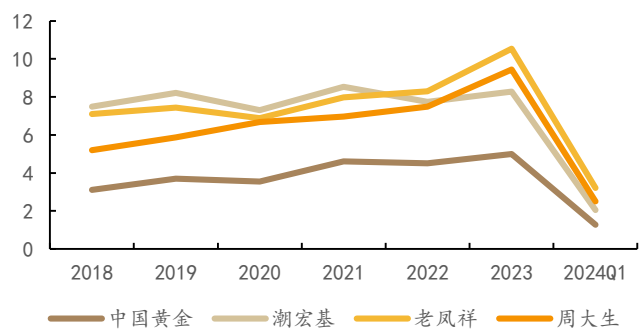
**费用投放可观, 立体化营销打响知名度。**公司高度重视销售费用投放与品牌曝光度的提升, 积极开拓数字化零售营销新局面, 以电视、高铁广告等传统渠道宣传品牌, 小红书、微博等新媒体平台推广产品。公司销售费用逐年稳步增长, 从 2019 年 5.87 亿元增长到 2023 年 9.44 亿元。同行业对比, 销售费用处于中游水平。公司采用立体化营销战略, 营销、营运、终端、线上线下联动整合。利用明星代言、IP 联名、营销活动等多种营销手段提升品牌曝光度, 注重品牌理念传达, 并联合 KOL 社媒推荐完成产品种草, 以“曝光-种草-转化”的营销方式闭环推进, 实现流量转化为销量, 销量与声量齐增。

图 21: 公司销售费用及增速 (亿元)



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

图 22: 黄金珠宝公司销售费用投放对比 (亿元)



资料来源: ifind、各公司公告、德邦研究所

**曝光: 泛娱乐曝光+IP 跨界深度触达。**公司深谙名人效应, 先后邀请林志玲、杨颖、任嘉伦担任代言人, 于 2023 年双十一前夕携手现任代言人任嘉伦与其代言的国民品牌, 共同发起品牌联合礼包活动。话题“双十一更要玩出色”获得 3138.9 万阅读量, 40.7 万互动量。同时积极布局多项跨界联名, 旗下拥有国家宝藏、梵高、兔斯基、宝可梦等多个联名 IP 矩阵。2023 年公司还与知名手游《和平精英》、卫龙创意跨界联名, 将周大生金饰与新潮流元素相结合, 推出多款联名周边礼盒, 满足年轻消费者“好看、好吃、好运、好用”的需求, 顺利打破次元壁和圈层界限, 为品牌营造社交年轻化话题。



图 23: 品牌代言人



资料来源: 周大生公众号、德邦研究所

图 24: 周大生与和平精英、卫龙等品牌 IP 联名合作



资料来源: 周大生在线官方微博、周大生珠宝官方微博、德邦研究所

**曝光: 多样营销活动, 宣扬品牌形象。**公司积极举办各种营销活动, 持续宣传品牌调性。为更好地渗透时尚潮流圈层, 参加 2023 年 T&ARTCON 上海潮博会, 限量首发“生财野符”联名产品。现场用深色+光效的快闪装置将周大生国民黄金珠宝品牌的特性凸显出来, 借此机会向年轻群体传递品牌价值理念, 夯实品牌年轻化形象。天猫超品日期间, 在成都太古里举办“万物藏趣, 潮起大生”线下展, 通过品味宋代文人雅事、复刻千里江山图等方式让消费者身临其境体验传统文化, 带领消费者探索国潮珠宝, 以更好地了解品牌内核, 增加对品牌的好感度。

图 25: 周大生亮相 T&ARTCON 上海潮博会



资料来源: 周大生在线官方微博、德邦研究所

图 26: 周大生举办“万物藏趣, 潮起大生”线下展



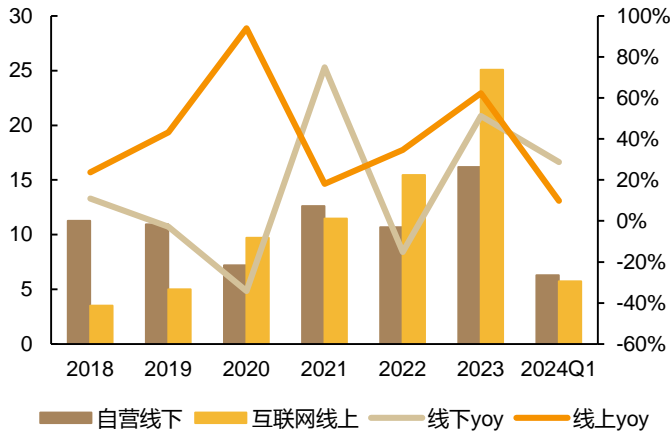
资料来源: 周大生在线官方微博、德邦研究所

**种草: 品牌盛典传递价值理念, KOL 进行垂直推荐。**2023 年公司品牌年度盛典从热议话题 AI 切入, 携手多位头部网红达人, 由多角度深度诠释“为爱而生”的品牌理念, 活动单日声量破千万, 全渠道曝光超 1.7 亿, 实现线上线下全域营销。同时公司多平台官方账号从产品特点、优惠活动、购买攻略等多角度进行内容营销, 与消费者展开互动, 实现官方社媒种草, 并通过多元化的达人内容搭建起深度种草矩阵。据中国发展网, 2023 年七夕之际, 周大生品牌与全网粉丝超千万的网络红人展开合作推广果冻珐琅系列产品, 短视频上线仅 2 小时, 播放量突破 100w+, 上线 3 小时, 点赞量破 10w+, 实现以达人合作、情绪渲染进行产品种草。

**转化: 线上线下齐开花, 产品销量和品牌声势双增长。**品牌前期流量运营逐步产生正向商业效益, 品牌端的投放对于线下门店运营具备良好的导流效果,

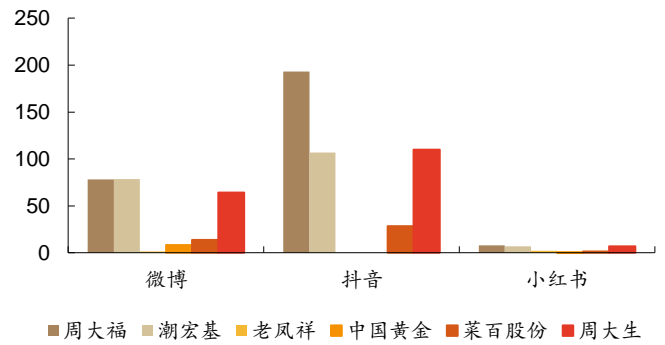
2023 年线下自营门店收入已达 16.17 亿元，同比增长 51.29%。互联网线上渠道营收不断扩大，从 2018 年 3.5 亿元增加到 2023 年的 25.08 亿元，已超过自营线下门店营业收入。2023 年双十一数据显示，周大生线上全渠道 GMV 超 13.78 亿 +，淘宝直播珠宝行业排名 TOP1，抖音品牌维度黄金珠宝类排名 TOP2，视频号双 11 珠宝文化热力值排名 TOP2，京东品牌维度黄金类目排名 TOP3，天猫官方旗舰店单店行业 TOP3，排名均名列前茅。

图 27：2018-2024Q1 分渠道主营业务收入（亿元）



资料来源：公司历年年报、2024 年一季度财报、德邦研究所

图 28：黄金珠宝品牌粉丝数量对比（单位：万人）



资料来源：各品牌官方账号、德邦研究所  
注：数据统计于 2024 年 3 月 13 日

### 3. “1+N+线上” 构造渠道布局，多维支持加盟展店

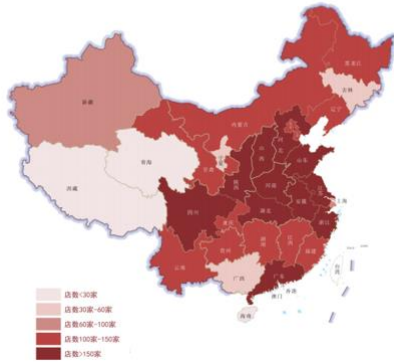
**渠道力的理解：**周大生渠道力的直接体现是线下门店网络的持续加密与线上零售额的高速增长，背后蕴含的逻辑是周大生品牌自身具备较强成长性，线上&线下多渠道均能实现稳健销售增长，其激励机制与渠道机制也令加盟商“有利可图”，同时品牌对于加盟商的管理与支持也加盟商长期获利，下游加盟的强开店意愿与盈利能力共同支撑全国体系的运转。

#### 3.1. 高利润率驱动拓店，省代赋能加盟体系

**全国网点突破 5000 家，广建“自营+加盟”连锁渠道。**公司依托整合研发、生产外包的优异供应链整合能力，采用外延式、规模先行的渠道建设战略，建立了覆盖面广且深的“自营+加盟”连锁网络。截至 2024 年一季度，公司在全国拥有终端门店 5129 家，其中加盟门店 4793 家，自营门店 336 家，形成行业领先的连锁渠道网络，集群效应和资源整合优势进一步强化。在渠道布局方面，公司重点增加三四五线城市的门店数量，四五线城市通过包干形式，进一步优化加盟商资源，对于低级市骨干店要做强，以稳住基本盘，并增加繁华地区超级大店的数量，以此构成了以直辖市为核心、省会城市和计划单列市为骨干、三四线城市为

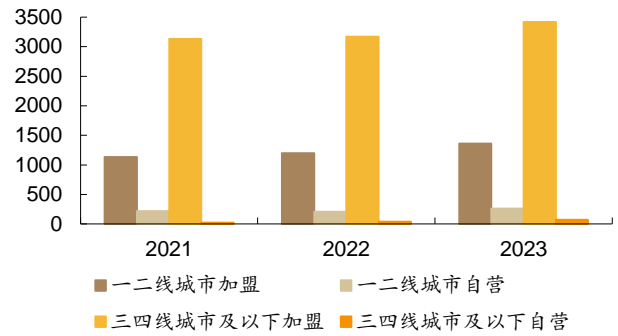
主体的全国性珠宝连锁网络。

图 29：周大生全国门店分布图



资料来源：公司 2023 年报、德邦研究所

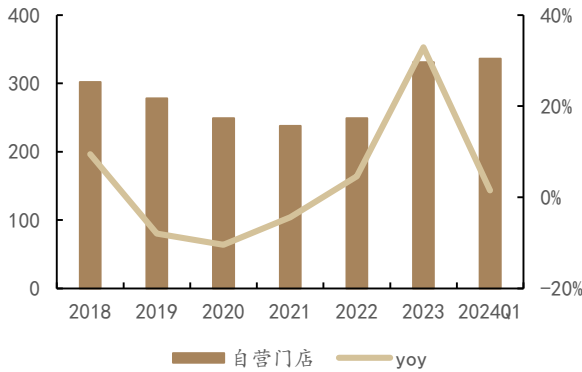
图 30：2021-2023 门店线级城市分布情况（单位：个）



资料来源：公司公告、德邦研究所

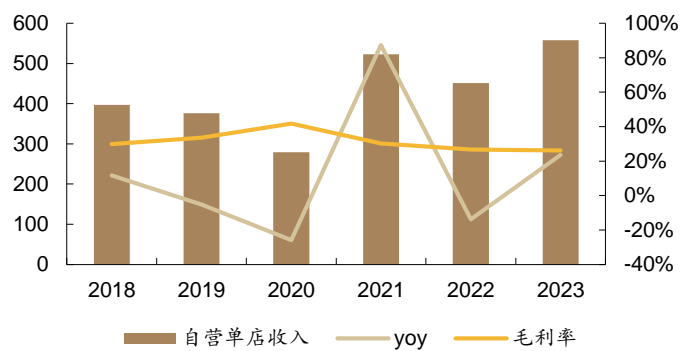
**自营门店打造品牌标杆，营收同期增长 51.29%。**公司根据市场需求结合自身发展需要，灵活调整自营门店布局，其经营区域主要为直辖市、部分省会城市等大中型城市的主城区，其经营管理高度标准化，为加盟门店发展产生“1+N 式”带动作用。截至 2023 年底，自营线下业务营业收入 16.17 亿元，占营业收入比重 9.93%，较上年同期增长 51.29%。其中黄金类产品颇受消费者青睐，期间创收入 11.18 亿元，同比增长 50.42%。经过监控管理升级、优化渠道布局，2023 年自营平均单店营业收入 557.76 万元，较上年同期增长 24%，平均单店毛利为 145.65 万元，较上年同期增长 20.93%。

图 31：2018-2024Q1 公司自营门店数（单位：个）



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 32：公司自营单店平均收入及毛利率情况（单位：万元）



资料来源：公司公告、德邦研究所

**最高坪效达 81.01 万元/平方米，标杆自营店表现优异。**通过门店管理优化和策略调整，周大生自营门店坪效成绩显著。2023 年周大生自营门店的积极扩张与收入贡献成果显著，前十大自营门店创收共约 2.03 亿元，占线下自营端收入的 13%，最高营业利润率达 20%。2023 年公司分别在东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南增设自营店 5/25/23/47/3/1/18 家，进一步拓展渠道网络，扩大自营门店辐射作用，提高其盈利潜力。



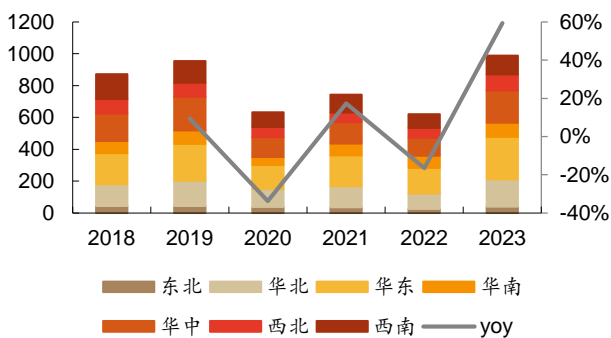
表 3：2021-2023 公司前十大自营门店一览

2023					2022					2021				
门店名称	收入 (万元)	营业利润率	门店面积 (平方米)	坪效 (万元/平方米)	门店名称	收入 (万元)	营业利润率	门店面积 (平方米)	坪效 (万元/平方米)	门店名称	收入 (万元)	营业利润率	门店面积 (平方米)	坪效 (万元/平方米)
天津乐宾百货专柜	3,427	16%	42	81.0	青岛台东利群专柜	2,093.27	8%	52	40.26	天津乐宾百货专柜	2,932.27	15%	42.3	69.32
天津塘沽专卖店	2,307	10%	154	14.9	厦门 SM 来雅百货专柜	1,995.73	12%	118	16.91	青岛台东利群专柜	2,291.25	9%	52	44.06
厦门 SM 来雅百货专柜	2,187	14%	118	18.5	济南高新万达专卖店	1,898.14	13%	152.95	12.41	厦门 SM 来雅百货专柜	2,228.31	14%	118	18.88
青岛台东利群专柜	2,056	12%	88	23.4	天津乐宾百货专卖店	1,777.24	8%	136	13.07	太原公元时代城购物中心专卖店	1,906.96	20%	88	21.67
太原公元时代城购物中心专卖店	1,911	20%	153	12.5	天津塘沽专卖店	1,761.14	12%	154.42	11.40	太原亲贤茂业百货二店专柜	1,857.49	24%	67	27.72
济南高新万达专卖店	1,859	11%	136	13.7	太原公元时代城购物中心专卖店	1,743.17	19%	88	19.81	太原铜锣湾国际购物中心专柜	1,753.69	22%	87	20.16
天津乐宾百货专卖店	1,826	6%	95	19.2	天津乐宾百货专柜	1,626.68	10%	42.3	38.46	奎屯友好时尚专柜	1,703.26	14%	34	50.10
天津国金中心专卖店	1,627	8%	77	21.1	周大生太原铜锣湾国际购物中心专柜	1,499.47	20%	87	17.24	天津乐宾百货专卖店	1,700.93	7%	136	12.51
青岛崂山丽达购物中心专柜	1,548	17%	70	22.1	天津麦购休闲广场专卖店	1,483.65	3%	182	8.15	天津麦购休闲广场专卖店	1,664.97	2%	180	9.25
奎屯友好时尚专柜	1,539	14%	87	17.7	太原亲贤茂业百货二店专柜	1,363.68	22%	95	14.35	济南高新万达专卖店	1,637.65	16%	150	10.92

资料来源：公司历年年报、德邦研究所

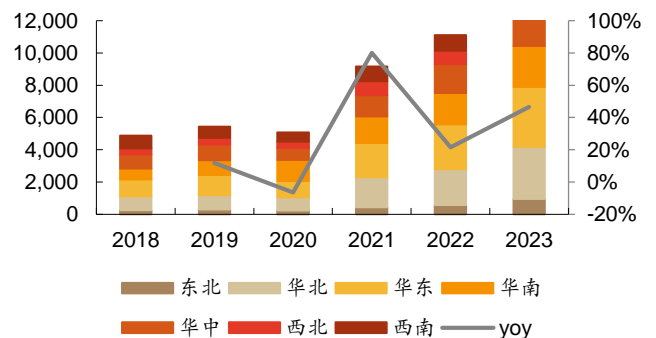
华东与华北为主力市场，年新增门店超百家。周大生前两大主力收入贡献来自华东以及华北市场，2023 年华东及华北地区营业收入分别为 37.01/32.31 亿元，对总收入占比分别为 23%/20%。近年以来周大生在全国渠道版图中，重点推进华中、华东地区的扩张策略，2018-2023 单年新增门店数量皆超百家，仅 2023 年增加 471 家新门店。同时在华中与华南地区展开积极布局，抢占市场先机，为其带来潜在的市场增长点。

图 33：2018-2023 各地区新增门店情况 (单位：个)



资料来源：公司公告、德邦研究所；注：yoy 为总门店同比增速

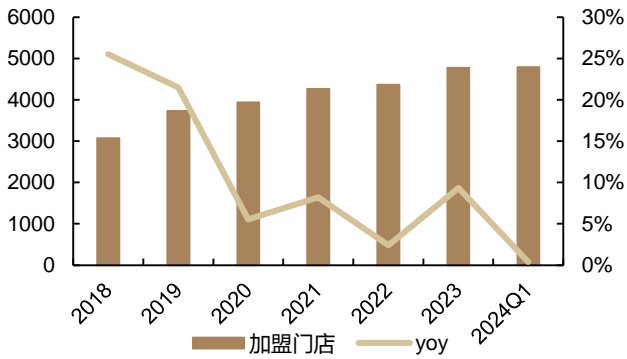
图 34：2018-2023 各地区营业收入情况 (单位：百万元)



资料来源：公司公告、德邦研究所；注：yoy 为总收入同比增速

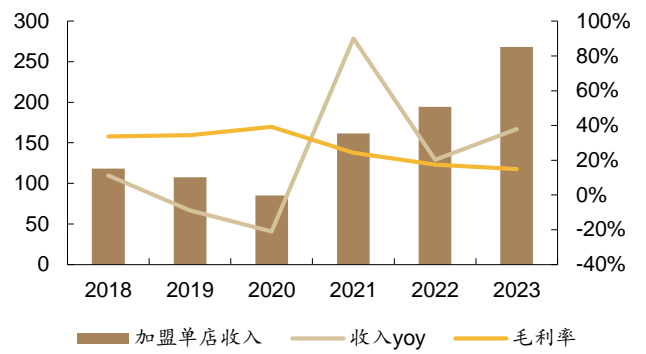
加盟店成绩亮眼，营业收入占比达 74%。2023 年加盟门店网络开拓渠道规模，覆盖全国 32 个省级行政区 300 多个中大城市，规模已达 4775 家。公司营业收入主要来自加盟门店，2023 年创收占总营收高达 73.5%。2023 年加盟业务单店营收业绩有所增长，平均单店收入 268.0 万元，较上年同期增长 38.0%，平均单店毛利 40.0 万元，较上年同期增长 17.4%。

图 35: 2018-2024Q1 公司加盟门店数 (单位: 个)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

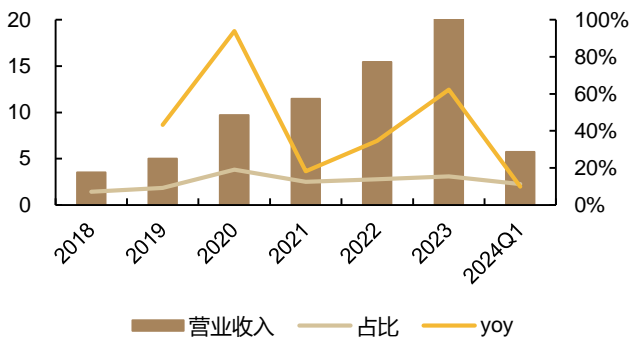
图 36: 公司加盟单店平均收入及毛利率情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

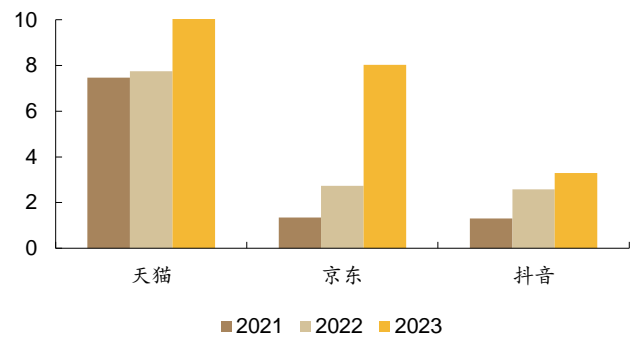
**电商业高速增长, 短中期目标收入占比有望达 20%。**2023 年公司线上 (电商销售) 营业收入 25.08 亿元, 较上年同期增长 62%, 线上收入占期间营业收入的 15.4%, 由于品类优化和经营效率提升, 2023 年前三季度电商利润增速快于收入增速。2023 年度累计线上销售数量为 467.02 万件, 以线上销售渠道划分, 线上销售主要集中在天猫、京东、抖音等第三方平台, 其中天猫渠道营业收入 10.8 亿元、京东渠道营业收入 8.0 亿元、抖音渠道营业收入 3.3 亿元。

图 37: 2018-2024Q1 线上营业收入情况 (单位: 亿元)



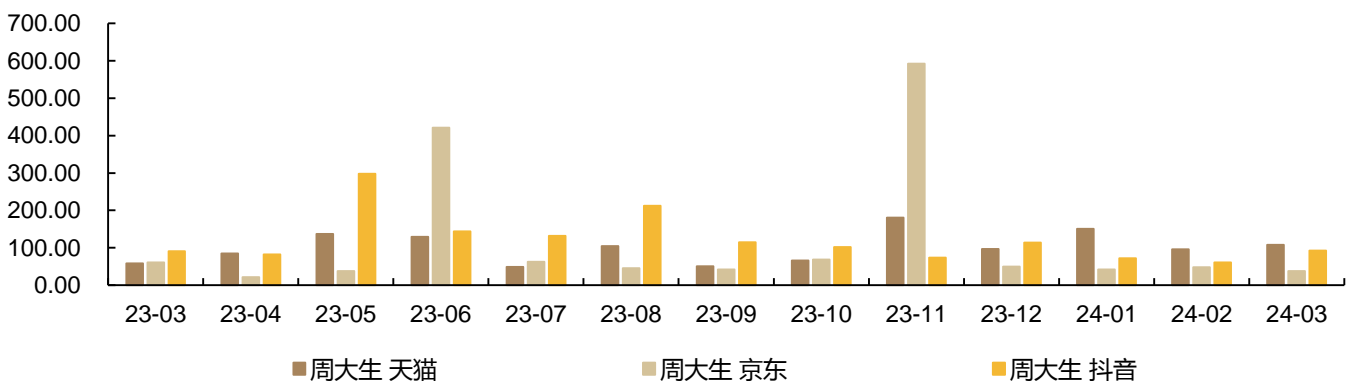
资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 38: 2021-2023 线上营业收入分渠道情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 39: 周大生各大线上平台月度销售额 (单位: 百万元)



资料来源: 久谦数据库、德邦研究所

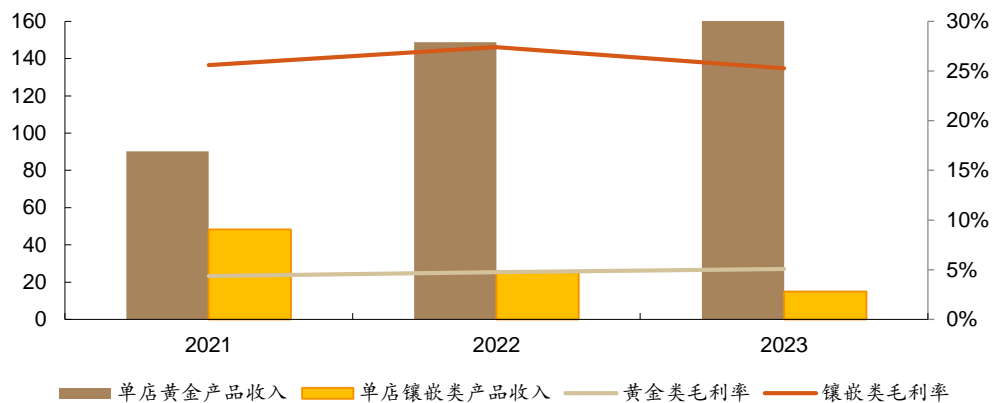


### 3.2. 渠道机制以品牌、资金、管理赋能加盟展店

渠道机制支撑周大生品牌 2018-2023 门店总数 CAGR 达 8.6%。周大生的渠道机制充分考虑加盟商与集团利益的平衡，灵活打法下形成互利共赢的良性循环，品牌价值与渠道布局得以双升。在前端开店阶段，周大生在资金额度等方面给予加盟商扶持，中期营运阶段，优化品类结构、终端营运等支撑，给予充分的经营自主权，在后端的库存管理，销售支持与服务给予培训和指导。省代赋能模式下，加盟商具备较高的自主权与展店积极性。

加盟商黄金直采省略经销环节与存货风险。公司黄金产品优质但毛利率较低，体现了以加盟商为合作伙伴的经营理念，为加盟体系进一步扩张提供良好条件。2023 年黄金消费景气持续，黄金产品体系更加完善，通过区域展销模式提升供货效率，加盟单店平均黄金产品批发销售收入 228.34 万元，同比增长 53%，黄金产品批发销售单店毛利平均 11.59 万元，同比增长 63.59%。公司政策免受加盟商黄金库存所带来的金价波动风险。2022 年黄金租赁占采购量的比重 12.78%，主要针对自营门店，公司不对黄金展销公司和加盟商的黄金库存承担价格波动风险。

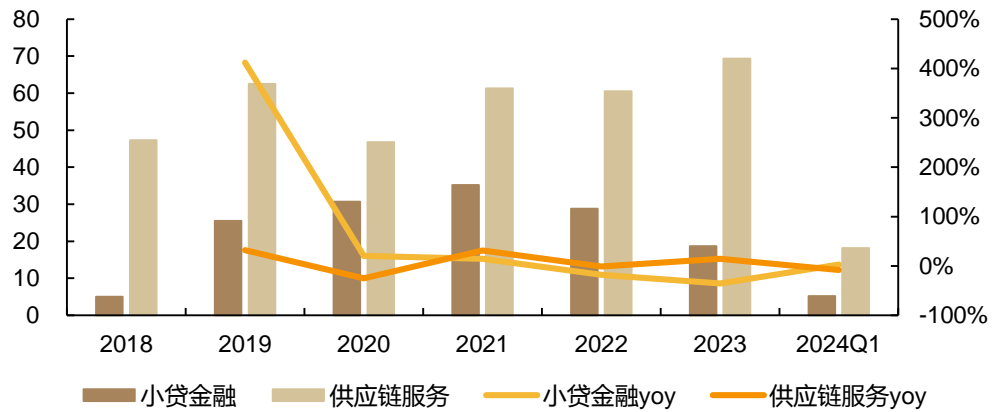
图 40：公司加盟单店黄金产品平均收入及毛利率情况（单位：万元，%）



资料来源：公司公告、德邦研究所

小贷金融与供应链服务助力加盟展店。公司围绕核心的加盟业务，可为客户采购补货、拓展门店等经营业务提供小额贷款金融服务，并向珠宝行业加盟客户提供订单管理执行、信息管理咨询、商品物流服务等供应链管理服务，从而提升公司整个供应链运营效率，与公司主业形成良性互补，互利共赢，加强业务生态的持续发展动力。2023 年小贷金融与供应链服务分别贡献营收 1866/6936 万元，占期间总营收的 0.11%/0.43%。

图 41：2018-2024Q1 小贷金融与供应链服务营收情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、德邦研究所

**省代模式赋能渠道体系, 优势互补提效发展。**公司将省代定位为省级服务商, 在原有的加盟体系基础上面向全国范围开展省代模式, 拓展空白区域市场, 对原有门店结构及质量进行优化升级, 并推动开设区域核心商圈制高点的标杆店。自 2021 年公司开启省代模式, 当年加盟门店数量增长 8%, 虽受市场环境影响后期增速回落, 但 2023 净新增加盟门店 408 家。目前珠宝市场偏向黄金品类, 引入省级服务有利于促进加盟门店黄金铺货, 提升门店货量、款式及陈列, 促进黄金产品周转和市占率。

**配货模型叠加数字化终端, 提升加盟商运营效能。**配货方面, 依托于“情景风格珠宝”的多维款式库, 公司综合考虑区域、商圈特性、投资规模与产品组合, 划分出多样的店铺配货模型, 旨在优化门店经营的专业性与标准化, 满足不同消费者群体的需求, 同时强化品牌的独特定位。数字化层面, 公司开发并着力推进使用云 POS 系统、CRM 超级导购系统、云店及云客导购助手等工具, 收集加盟商进货数据及会员数据等进行门店分析、趋势分析和消费者洞察, 推动零售终端的数字化升级。公司设置了将云 POS 系统使用作为优惠政策条件的前提, 终端激励直接接触导购和消费者, 确保加盟商紧跟数字化步伐。

图 42：周大生省代模式图解



资料来源：投资者关系活动记录表、德邦研究所

图 43：“周大生珠宝云店”系统



资料来源：周大生官微、德邦研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 核心假设与盈利预测

依据周大生商业模式特点，我们分别对不同渠道、业务线进行拆分假设：

➤ **珠宝首饰销售：黄金品类为抓手，加盟体系强势扩张。**分别对线下直营、线下加盟与线上直营渠道进行拆分测算：

1) 直营门店：预计自营门店于一二线城市及区域中心仍保持每年 60 家的净增长，对应 2024-2026 年间直营门店数达 391/451/511 家。单店收入中，假设黄金品类受黄金景气度上行与需求利好影响在 24-26 年间增长 12%/6%/4%，镶嵌品类持续收缩 20%/18%/16%，预计自营门店平均单店年收入达 612/641/662 万元。

表 2：自营渠道单店收入预测拆分（亿元）

自营门店数	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
期初门店数	249	238	249	331	391	451
净增减	-11	11	82	60	60	60
期末门店数	238	249	331	391	451	511
单店收入（万元）	451.1	532.0	557.8	612.1	641.4	662.0
yoy	-14%	17.9%	23.6%	9.7%	4.8%	3.2%
其中：镶嵌类	75.7	45.89	36.5	29.2	23.9	20.1
yoy	19%	-39%	-21%	-20%	-18%	-16%
其中：黄金类	424.8	391.64	508.4	569.4	603.5	627.7
yoy	116%	-8%	30%	12%	6%	4%
其中：其他	22.2	13.57	12.9	13.6	14.0	14.3
yoy	18%	-39%	-5%	5%	3%	2%

资料来源：公司公告，德邦研究所

2) 加盟门店：省代制度引进后有望持续发力赋能渠道增长，预计渠道下沉与加密推进下，加盟门店数年净增有望达 500-600 家，对应 2024-2026 年间加盟门店数达 5275/5775/6375 家。单店收入中，假设镶嵌品类受库存积压与需求影响年下滑 32%/24%/16%，黄金品类受古法金、国潮金、IP 等新品类驱动，市场需求持续恢复下收入增长 12%/6%/3%，单店品牌使用费受出货量提升影响年增长 5-8%，加盟管理费维持年均 1% 左右增长，预计 2024-2026 年间平均单家加盟门店对周大生收入贡献达 292/306/314 万元。

表 3：公司 2024-2026 年自营渠道盈利预测拆分（亿元）

加盟门店数	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
期初门店数	3940	4264	4367	4775	5275	5775
净增减	324	103	408	500	500	600
期末门店数	4264	4367	4775	5275	5775	6375
单店收入（万元）	161.44	194.24	267.9	292.1	306.1	314.1
Yoy	90%	20%	37.9%	9.0%	4.8%	2.6%
其中：镶嵌类	48.36	25.36	15.0	10.2	7.8	6.5
yoy	-4%	-48%	-41%	-32%	-24%	-16%
其中：黄金类	90.22	148.83	228.3	255.7	271.1	279.2
yoy	545%	65%	53%	12%	6%	3%
其中：品牌使用费	17.81	14.6	19.2	20.8	21.8	22.9

yoy	21%	-18%	32%	8%	5%	5%
其中：加盟管理费	5.64	5.42	5.3	5.4	5.4	5.5
yoy	2%	-4%	-2%	1%	1%	1%

资料来源：公司公告，德邦研究所

通过直营门店数量\*单店产品销售+加盟门店数\*单店产品销售+线上产品销售假设，我们预计 2024-2026 年间素金首饰收入增速达 23%/18%/14%，毛利率企稳维持在 9.9%-10.3% 区间，镶嵌首饰收入增速达 -16%/-6%/-0%，受 IP 设计&国潮新品结构影响，毛利率提升至 36%/37%/37%。加盟管理费及品牌使用费在省代模式推广与加盟门店扩张推进下分别实现年均 10% 和 16% 左右的增速，其他服务（含供应链、小贷金融等）收入分别增长 8%/7%/4%。

综上假设，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 196.3/229.0/259.5 亿元，同比增速分别为 20%/17%/13%，整体毛利率 18.0%/17.9%/18.0%，归母净利润 15.3/17.2/19.3 亿元，同比增长 16%/12%/12%。

**表 4：公司 2024-2026 年盈利预测拆分（亿元）**

亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	91.55	111.18	162.87	196.25	228.99	259.52
yoy	80.07%	21.44%	46%	20%	17%	13%
毛利率	27.31%	20.78%	18.24%	17.98%	17.93%	18.03%
素金首饰	55.65	84.68	135.94	167.63	197.43	224.61
yoy	232.22%	52.2%	61%	23%	18%	14%
毛利率	10.59%	8.18%	9.56%	9.99%	10.15%	10.26%
镶嵌首饰	22.28	13.00	9.18	7.74	7.30	7.31
yoy	0.90%	-41.7%	-29%	-16%	-6%	0%
毛利率	29.74%	31.45%	34%	36%	37%	37%
其他首饰	2.14	2.88	4.85	6.16	7.50	8.83
yoy	-13.88%	34.7%	69%	27%	22%	18%
毛利率	53.9%	55.3%	53.0%	50.0%	50.0%	50.0%
加盟管理服务	2.28	2.31	2.38	2.60	2.90	3.21
yoy	9.50%	1.6%	3%	9%	11%	11%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
加盟品牌使用费	6.94	6.24	8.59	10.05	11.65	13.40
yoy	25.43%	-10.1%	38%	17%	16%	15%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
其他服务合计	2.25	2.07	1.92	2.07	2.21	2.16
yoy	18.4%	-8.2%	-7%	8%	7%	4%
毛利率	93.6%	93.7%	93.8%	93.8%	93.8%	93.8%

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 4.2 估值分析与投资建议

周大生为黄金珠宝龙头品牌，以“周大生经典”为代表的新产品与新工艺的创立与推广，加速品牌优势与市场地位的升级与巩固，渠道革新与省代制度的引进有望进一步整合区域优质资源，释放成长弹性。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 196.3/229.0/259.5 亿元，同比增速分别为 20%/17%/13%，归母净利润 15.3/17.2/19.3 亿元，同比增长 16%/12%/12%。选取老凤祥、周大福、潮宏基等珠宝品牌为可比公司，当前周大生的估值水平在品牌势能加持下仍有提升空间，我们首次覆盖并给予“买入”评级。

表 5：行业可比公司估值水平

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600612.SH	老凤祥	393	75.21	25.8	29.3	32.9	15.2	13.4	11.9
<b>002345.SZ</b>	<b>潮宏基</b>	52	5.80	4.3	5.0	5.7	12.1	10.2	9.0
1929.HK	周大福	912	10.04	71.0	82.4	92.4	12.8	11.1	9.9
<b>行业平均</b>							13.4	11.6	10.3
002867.SZ	周大生	<b>183</b>	<b>16.73</b>	<b>15.32</b>	<b>17.23</b>	<b>19.3</b>	<b>12.0</b>	<b>10.6</b>	<b>9.5</b>

资料来源：Wind，德邦研究所；注：股价以 2024.5.31 收盘价为基准；  
 注：周大福财务数据为 FY2024-2026，盈利预测均来自 iFind 一致预期



## 5.风险提示

### (1) 消费不及预期

线下客流缩减及人均消费下滑可能导致黄金珠宝整体消费不及预期。

### (2) 渠道拓店受阻

竞争格局恶化及渠道利润率下滑或导致线下拓店进度不及预期。

### (3) 加盟商管理不善

加盟商体量较大，加盟商经营不当将对品牌形象造成影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.20	1.40	1.57	1.76
每股净资产	5.82	6.49	7.27	8.15
每股经营现金流	0.13	1.14	1.12	1.41
每股股利	0.65	0.73	0.79	0.89
价值评估(倍)				
P/E	12.64	11.97	10.64	9.50
P/B	2.61	2.58	2.30	2.05
P/S	1.13	0.93	0.80	0.71
EV/EBITDA	8.70	8.87	7.69	6.82
股息率%	4.3%	4.4%	4.7%	5.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.1%	18.0%	17.9%	18.0%
净利润率	8.1%	7.8%	7.5%	7.4%
净资产收益率	20.6%	21.5%	21.6%	21.6%
资产回报率	16.4%	16.9%	17.1%	17.1%
投资回报率	20.0%	20.2%	20.9%	20.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.5%	20.5%	16.7%	13.3%
EBIT 增长率	29.3%	12.0%	15.0%	10.7%
净利润增长率	20.7%	16.4%	12.5%	12.0%
偿债能力指标				
资产负债率	20.3%	21.7%	21.1%	20.9%
流动比率	4.1	3.9	4.0	4.0
速动比率	1.8	1.7	1.6	1.7
现金比率	0.5	0.6	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.5	30.2	28.0	28.0
存货周转天数	99.7	95.0	93.0	90.0
总资产周转率	2.0	2.2	2.3	2.3
固定资产周转率	1,181.6	2,095.4	3,621.8	10,016.3

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,316	1,532	1,723	1,930
少数股东损益	-3	-4	-5	-5
非现金支出	113	24	22	23
非经营收益	110	35	80	69
营运资金变动	-1,398	-339	-590	-475
经营活动现金流	139	1,248	1,231	1,541
资产	-215	-171	-193	-181
投资	0	0	0	0
其他	-15	-36	-82	-70
投资活动现金流	-230	-207	-275	-252
债权募资	900	600	400	200
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,775	-800	-865	-970
融资活动现金流	-875	-200	-465	-770
现金净流量	-967	841	491	520

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 31 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16,290	19,625	22,899	25,952
营业成本	13,334	16,097	18,794	21,274
毛利率%	18.1%	18.0%	17.9%	18.0%
营业税金及附加	147	182	211	239
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	944	1,227	1,466	1,739
营业费用率%	5.8%	6.3%	6.4%	6.7%
管理费用	106	146	160	187
管理费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用	12	18	19	23
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	1,746	1,955	2,249	2,490
财务费用	4	0	0	0
财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	-86	-36	-82	-70
营业利润	1,695	1,992	2,239	2,508
营业外收支	13	0	0	0
利润总额	1,708	1,992	2,239	2,508
EBITDA	1,850	1,979	2,272	2,513
所得税	396	464	520	584
有效所得税率%	23.2%	23.3%	23.2%	23.3%
少数股东损益	-3	-4	-5	-5
归属母公司所有者净利润	1,316	1,532	1,723	1,930

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	852	1,693	2,184	2,704
应收账款及应收票据	1,498	1,623	1,757	1,991
存货	3,643	4,190	4,789	5,246
其它流动资产	455	461	482	492
流动资产合计	6,448	7,966	9,211	10,433
长期股权投资	155	155	155	155
固定资产	14	9	6	3
在建工程	721	895	1,089	1,273
无形资产	386	365	346	326
非流动资产合计	1,564	1,712	1,885	2,045
资产总计	8,012	9,679	11,096	12,478
短期借款	200	800	1,200	1,400
应付票据及应付账款	149	238	268	309
预收账款	35	59	59	73
其它流动负债	1,185	1,410	1,544	1,717
流动负债合计	1,569	2,508	3,071	3,498
长期借款	18	18	18	18
其它长期负债	41	41	41	41
非流动负债合计	59	59	59	59
负债总计	1,628	2,567	3,130	3,557
实收资本	1,096	1,096	1,096	1,096
普通股股东权益	6,381	7,113	7,971	8,931
少数股东权益	3	-1	-6	-11
负债和所有者权益合计	8,012	9,679	11,096	12,478

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。