

非金融公司|公司深度|周大生 (002867)

品牌运营灵活，行业企稳下业绩修复可期



| 报告要点

2024 年以来金价上涨速度较快，对终端消费有一定抑制，至 6 月珠宝零售额降幅已边际收窄，消费者对金价高位预期逐渐习惯以及七夕/中秋/国庆等旺季临近，珠宝景气度有望企稳回升。作为中国内地中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，周大生 2021 年快速调整产品结构，推行省代模式加快市场布局，规模/份额/品牌优势持续巩固，业绩增长稳健，上市以来分红稳定，行业景气企稳下公司业绩修复可期。

| 分析师及联系人



邓文慧



李英

SAC: S0590522060001 SAC: S0590522110002

周大生 (002867)

品牌运营灵活，行业企稳下业绩修复可期

行业： 纺织服饰/饰品
投资评级： 买入（首次）
当前价格： 11.37 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,095.93/1,082.61
流通 A 股市值(百万元) 12,309.27
每股净资产(元) 6.13
资产负债率(%) 26.17
一年内最高/最低(元) 20.34/11.35

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 行业：景气整体向上，格局持续优化

2020 年以来，伴随金价进入上行周期与黄金珠宝工艺升级，行业内非婚场景的配饰需求场景打开，黄金珠宝景气度整体向上，头部珠宝品牌加快渠道下沉、逆势扩张，行业集中度提升趋势加速。2024 年以来金价上涨速度较快，对终端消费有一定抑制，至 6 月珠宝零售额降幅已边际收窄，消费者对金价高位预期逐渐习惯以及七夕/中秋/国庆等旺季临近，珠宝景气度有望企稳回升。

➤ 公司：产品调整、渠道下沉，品牌美誉度高

作为中国内地中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，周大生 2021 年快速调整产品结构，推行省代模式加快市场布局，规模/份额/品牌优势持续巩固，品牌享有较高知名度和美誉度。公司上市以来 ROE 相对稳健且居可比同业靠前水平，分红稳定，行业景气企稳下业绩修复可期。

➤ 终端消费企稳下业绩有望迎来修复，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 195.80/227.37/258.87 亿元，对应增速分别为 20.2%/16.1%/13.9%，3 年 CAGR 为 16.7%；归母净利润分别为 14.69/16.93/18.87 亿元，对应增速分别为 11.6%/15.2%/11.5%，3 年 CAGR 为 12.8%；EPS 分别为 1.34/1.54/1.72 元/股，按 8 月 5 日收盘价，对应 2024-2026 年 PE 分别为 8.5x/7.4x/6.6x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；存货管理风险；连锁经营管理风险；加盟管理风险；委外生产风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,118	16,290	19,580	22,737	25,887
增长率(%)	21.4%	46.5%	20.2%	16.1%	13.9%
EBITDA(百万元)	1,445	1,754	2,040	2,356	2,620
归母净利润(百万元)	1,091	1,316	1,469	1,693	1,887
增长率(%)	-10.9%	20.7%	11.6%	15.2%	11.5%
EPS(元/股)	1.00	1.20	1.34	1.54	1.72
市盈率(P/E)	11.4	9.5	8.5	7.4	6.6
市净率(P/B)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.9	9.4	6.0	5.2	4.6

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 05 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

2020年以来，伴随金价进入上行周期与黄金珠宝工艺升级，行业内非婚场景的配饰需求场景打开，黄金珠宝景气度整体向上，头部珠宝品牌加快渠道下沉、逆势扩张，行业集中度提升趋势加速。2024年以来金价上涨速度较快，对终端消费有一定抑制，至6月珠宝零售额降幅已边际收窄，消费者对金价高位预期逐渐习惯以及七夕/中秋/国庆等旺季临近，珠宝景气度有望企稳回升。作为中国内地中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，周大生2021年快速调整产品结构，推行省代模式加快市场布局，规模/份额/品牌优势持续巩固，业绩增长稳健，上市以来分红稳定，行业景气企稳下公司业绩修复可期。

核心假设

- **自营门店：**假设2024-2026年每年净新增50家/50家/50家门店，对应年加权平均门店数按照7成折算，即年加权平均门店数每年净新增35家/35家/35家；分产品，镶嵌产品受消费者偏好于培育钻石冲击承压，2024-2026年同比保持年均15%的下滑幅度，毛利率边际小幅下行；黄金产品受益保值增值属性与配饰需求增加，2024-2026年收入同比分别增长25%/18%/15%，毛利率边际小幅下行；其他产品相对平稳，2024-2026年收入同比增速分别为-5%/0%/0%，毛利率水平平均稳定在53%；基于分产品假设，2024-2026年自营门店单店平均收入同比增速分别为21.7%/16.2%/13.8%，毛利率分别为24.3%/23.2%/21.4%。
- **加盟门店：**假设2024-2026年每年净新增450家/500家/500家门店，对应年加权平均门店数按照5成折算，即年加权平均门店数每年净新增225家/250家/250家；分产品，镶嵌产品受消费者偏好于培育钻石冲击承压，2024-2026年同比增速分别为-20%/-15%/-15%，毛利率边际小幅下行；黄金产品受益保值增值属性与配饰需求增加，2024-2026年收入同比分别增长15%/10%/8%，毛利率稳定在5%左右；品牌使用费与加盟管理费收入增速稳健、毛利率稳定；基于分产品假设，2024-2026年加盟门店单店平均收入同比增速分别为12.8%/9.0%/7.3%，毛利率分别为14.4%/14.3%/14.2%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年收入分别为195.80/227.37/258.87亿元，对应增速分别为20.2%/16.1%/13.9%，3年CAGR为16.7%；归母净利润分别为14.69/16.93/18.87亿元，对应增速分别为11.6%/15.2%/11.5%，3年CAGR为12.8%；EPS分别为1.34/1.54/1.72元/股，按8月5日收盘价，对应2024-2026年PE分别为8.5x/7.4x/6.6x，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，2024年以来金价上涨速度较快对终端消费的抑制作用边际减弱，伴随七夕/中秋/国庆等行业旺季来临，公司业绩修复可期；且公司上市以来ROE与分红稳定，按8月5日收盘价计，股息率水平在8%左右。
- 长期来看，黄金产品工艺升级下黄金珠宝周期属性减弱、消费属性增强，且对标海外成熟市场，中国内地人均珠宝消费金额与行业集中度均有较大提升空间。未来消费者对产品设计、工艺技术、品牌内涵等理解日益加深，作为中国内地珠宝品牌商龙头，公司的市场份额有望持续提升。

正文目录

1. 中高端主流市场钻石珠宝领先品牌	6
1.1 中高端主流市场钻石珠宝领先品牌	6
1.2 股权集中、管理层行业经验丰富	6
1.3 ROE 相对稳健且居可比同业靠前水平	8
2. 黄金珠宝景气整体向上，格局持续优化	10
2.1 2020 年以来景气整体向上	10
2.2 客群年轻化、古法金热潮、渠道下沉化	13
2.2.1 女性悦己需求增加，Z 世代消费意愿增长迅猛	13
2.2.2 古法金市场快速扩张，产品定价趋于透明化	14
2.2.3 电商占比边际提升，低线城市渗透率空间较大	16
2.3 行业集中度持续提升	16
3. 产品调整、渠道下沉，品牌美誉度高	18
3.1 独创情景风格珠宝、主动调整产品结构	18
3.2 积极推行省代模式加速渠道下沉	21
3.3 品牌享有较高知名度和美誉度	23
4. 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议	27
5. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 成立二十五年，铸就全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌	6
图表 2: 公司股权集中，实控人为周宗文、周华珍夫妇（截至 2024/07）	7
图表 3: 周大生管理层经验丰富，董事长周宗文先生从事珠宝行业三十余年	7
图表 4: 周大生 2013-2023 年营收利润复合增速近 20%	8
图表 5: 品类结构变化，周大生 2020 年以来毛利率与净利率下行	8
图表 6: 周大生综合毛利率处于可比同业居中水平	9
图表 7: 周大生销售费率处于可比同业居中水平	9
图表 8: 周大生 ROE 处可比同业靠前水平且较为稳健	9
图表 9: 周大生归母净利率处可比同业靠前水平	9
图表 10: 周大生资产周转率处可比同业居中水平	10
图表 11: 周大生权益杠杆处可比同业偏低水平	10
图表 12: 产品结构：黄金占比常年维持在 50% 以上	10
图表 13: 需求结构：消费需求常年维持在 60% 以上	10
图表 14: 2020 年以来珠宝行业景气度迎来拐点	11
图表 15: 中国黄金首饰与金条金币消费量增速	12
图表 16: 2023 年线下场景恢复后婚庆消费需求释放	12
图表 17: 截至 2022 年，中国内地珠宝市场规模近八千亿	13
图表 18: 中国内地人均珠宝消费金额仍有 3-7 倍提升空间	13
图表 19: “自戴”成为最重要的首饰消费场景	14

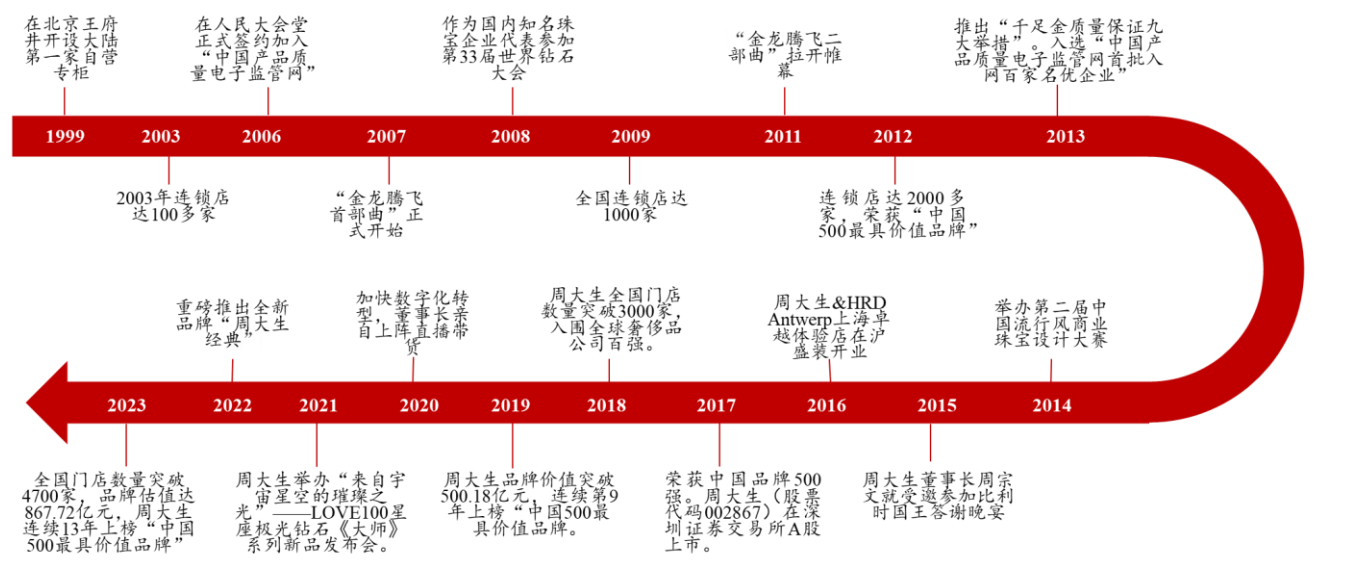
图表 20:	Z 世代消费意愿增长迅猛, 客群年轻趋势明显	14
图表 21:	2017-2023 年古法金与硬金珠宝市场快速扩张	15
图表 22:	按克计价比例提升, 行业趋于透明化	15
图表 23:	不同黄金珠宝制作工艺比较	15
图表 24:	线下销售占比九成, 线上占比边际提升	16
图表 25:	低线城市铂金/钻石饰品渗透率有较大空间	16
图表 26:	2020 年来中国内地珠宝品牌集中度加速提升	17
图表 27:	中国内地珠宝品牌集中度仍有提升空间	17
图表 28:	当前中国内地珠宝市场处于外资品牌、港资品牌与内资品牌三足鼎立局面	17
图表 29:	2021 年以来公司快速调整产品定位	18
图表 30:	素金首饰占比提升带动综合毛利率下行	18
图表 31:	周大生黄金产品在中国文化 IP 上推出“中国国宝艺术典藏金品”	19
图表 32:	周大生 6G 鎏光金领先特性	19
图表 33:	周大生精准定位五大消费人群, 钻石镶嵌产品系列丰富	20
图表 34:	周大生携手国际大师联袂打造 LOVE100 星座极光钻石系列	21
图表 35:	周大生门店以加盟模式为主	22
图表 36:	周大生自营门店盈利优于加盟门店	22
图表 37:	周大生收入以线下加盟与线上为主	22
图表 38:	公司在周大生综合店的基础上推出周大生国家宝藏店、周大生经典店	23
图表 39:	周大生珠宝专列地铁广告投放	23
图表 40:	周大生珠宝赞助央视综艺《国家宝藏精编版》	24
图表 41:	周大生广告植入电视剧《急诊科医生》	24
图表 42:	历经 25 年发展, 周大生品牌享有较高知名度和美誉度	24
图表 43:	周大生自营门店开店与收入预测	25
图表 44:	周大生加盟门店开店与收入预测	26
图表 45:	周大生营业收入与归母净利润预测	27

1. 中高端主流市场钻石珠宝领先品牌

1.1 中高端主流市场钻石珠宝领先品牌

成立二十五年，铸就全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌。周大生珠宝股份有限公司成立于1999年，于2017年5月在深圳主板上市，主要从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营。旗下品牌“周大生”是全国中高端主流市场珠宝领先品牌，主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。截至2023年，周大生品牌价值位于中国内地珠宝品牌第一、中国轻工业第二，是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。

图表1：成立二十五年，铸就全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌

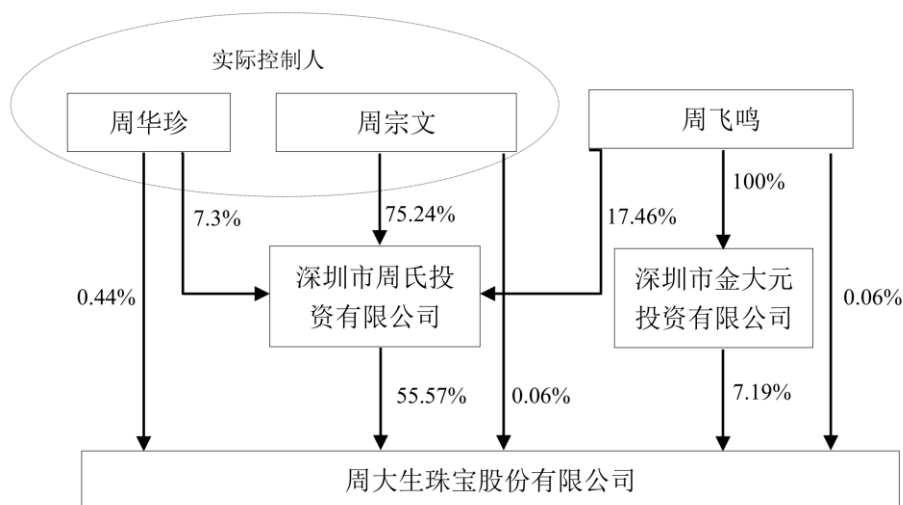


资料来源：国际珠宝网，网易新闻，新浪网，每经网，新浪财经，中国连锁经营协会，界面新闻，人民网，亿邦动力，深圳商报，证券之星，东方网，公司官网，国联证券研究所

1.2 股权集中、管理层行业经验丰富

股权集中稳定，管理层行业经验丰富。截至2024年7月，公司实控人周宗文先生和周华珍女士通过直接与间接合计持有公司46.37%的股权，同时周宗文之子周飞鸣先生通过周氏投资与金大元投资合计持有公司16.96%的股权。公司董事长周宗文先生毕业于中国地质大学和清华大学，在创立周大生品牌之前已有多年珠宝行业经验，之后创立周大生，随后开启了公司二十余年的板块扩张。

图表2：公司股权集中，实控人为周宗文、周华珍夫妇（截至 2024/07）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表3：周大生管理层经验丰富，董事长周宗文先生从事珠宝行业三十余年

姓名	出生年份	职位	工作经历
周宗文	1957 年	董事长 总经理	<ul style="list-style-type: none"> 曾任深圳市周大生钻石首饰有限公司董事、周大生珠宝销售管理（深圳）有限公司董事、靖远华夏基业矿产有限公司董事长、湖南周大生置业有限公司董事长、武汉地大矿业有限公司副董事长； 现任深圳市周氏投资有限公司董事长、深圳市宝通天下供应链有限公司执行董事及总经理、启泰投资有限公司董事、香港周大生投资有限公司董事、深圳市大生怡华实业发展有限公司董事长、深圳周和庄置业有限公司董事，周大生珠宝股份有限公司董事长及总经理。
周飞鸣	1982 年	副董事长、副 总经理	<ul style="list-style-type: none"> 曾任深圳市周大生钻石首饰有限公司董事长助理； 现任深圳市金大元投资有限公司执行董事、惠州市金大元贸易有限公司执行董事及经理、惠州市大盘贸易有限公司执行董事及经理、深圳市宝通天下小额贷款有限公司董事长、周大生珠宝（香港）有限公司董事、深圳市弗兰德珠宝有限公司董事、周大生珠宝销售管理（深圳）有限公司总经理、深圳市互联天下信息科技有限公司执行董事，周大生珠宝股份有限公司副董事长及副总经理。
周华珍	1957 年	董事、副总经 理	<ul style="list-style-type: none"> 曾任深圳市周大生钻石首饰有限公司副总经理、周大生珠宝销售管理（深圳）有限公司董事； 现任深圳市周氏投资有限公司董事、惠州市冠创贸易有限公司执行董事及经理、周大生珠宝（香港）有限公司董事，周大生珠宝股份有限公司董事及副总经理。
管佩伟	1981 年	董事、营运本 部副总经理	<ul style="list-style-type: none"> 曾担任周大福珠宝行政主任，晨鸣纸业集团人力资源总监，深圳华昌珠宝品牌运营中心总经理，于 2015 年 6 月加入公司，曾任总裁助理，公司发展中心总监； 现任周大生珠宝股份有限公司董事、营运本部副总经理。
夏洪川	1978 年	董事、 营运本部副总 经理、IPD 管 理平台负责人	<ul style="list-style-type: none"> 曾任深圳市周大生钻石首饰有限公司北京办事处业务经理，江苏办事处经理； 现任周大生珠宝销售管理（深圳）有限公司监事，周大生珠宝股份有限公司董事，营运本部副总经理，IPD 管理平台负责人。
陈寿平	1974 年	董事、批发营 运中心负责人	<ul style="list-style-type: none"> 曾任公司总经理助理，CIO，公司供应链总监，公司全资子公司深圳市宝通天下供应链有限公司和深圳市宝通天下小额贷款有限公司总经理，德诚珠宝有限公司总经理；

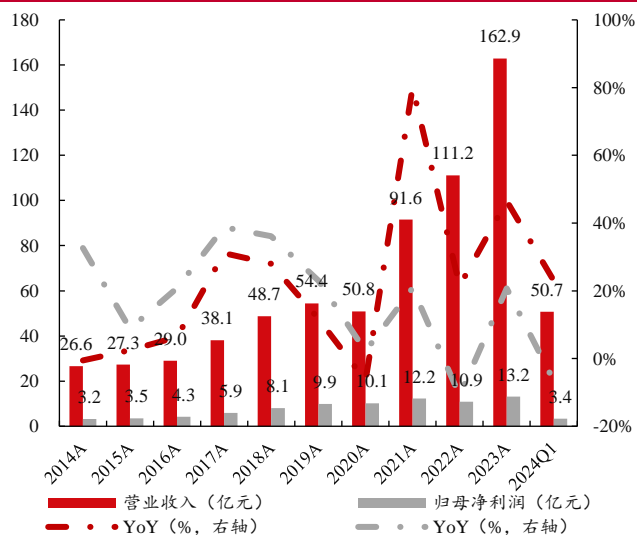
郭晋	1988年	董事、副总经理、电商业务负责人	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 现任深圳市周氏投资有限公司董事，国润黄金有限公司董事，公司全资子公司深圳市宝通天下小额贷款有限公司董事，周大生珠宝股份有限公司批发营运中心负责人。 ➢ 2014年至今担任公司全资子公司深圳市互联天下信息科技有限公司总经理，为周大生珠宝股份有限公司电商业务负责人。
何小林	1964年	副总经理、董事会秘书	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 曾任天音通信控股股份有限公司董事会秘书、周大生股权投资基金管理（深圳）有限公司董事； ➢ 现任深圳市宝通天下供应链有限公司监事、周大生珠宝股份有限公司副总经理及董事会秘书。
许金卓	1972年	财务总监	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 曾任新太科技股份有限公司财务中心总经理； ➢ 现任周大生珠宝股份有限公司财务总监。

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

1.3 ROE 相对稳健且居可比同业靠前水平

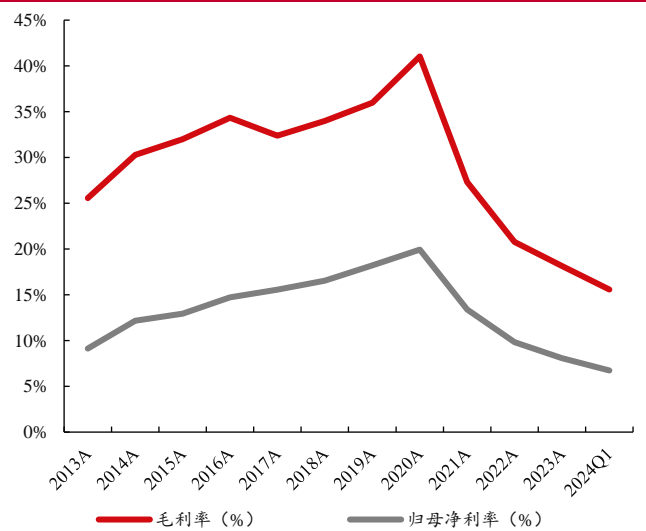
近 10 年营收利润复合增速近 20%，2020 年以来受公共卫生事件与产品结构调整利润增速阶段性放缓。2013-2023 年在珠宝行业与公司渠道扩张驱动下公司业绩快速增长，营收以 19.8% 的复合增速由 26.8 亿增长至 162.9 亿，归母净利润以 18.3% 的复合增速由 2.4 亿增长至 13.2 亿。2020 年公共卫生事件与 2021 年开始公司主动调整产品结构，营收稳健、利润增速阶段性放缓，2019-2023 年公司营收与归母净利润复合增速分别为 31.6%、7.3%。2024Q1 品类结构变化驱动下毛利率、净利率同比下行，营收同比实现 20%+ 增长，利润阶段性承压。

图表4：周大生 2013-2023 年营收利润复合增速近 20%



资料来源：Wind，国联证券研究所

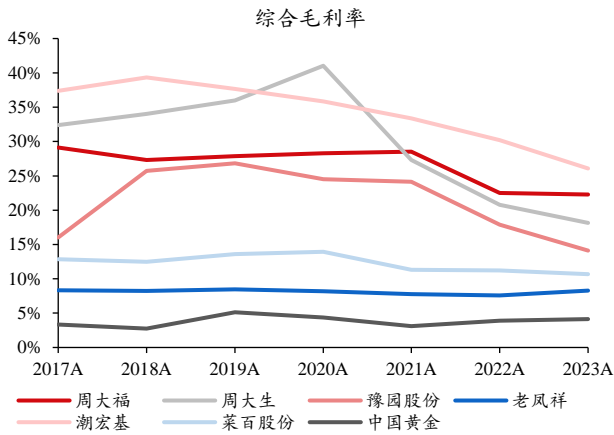
图表5：品类结构变化，周大生 2020 年以来毛利率与净利率下行



资料来源：Wind，国联证券研究所

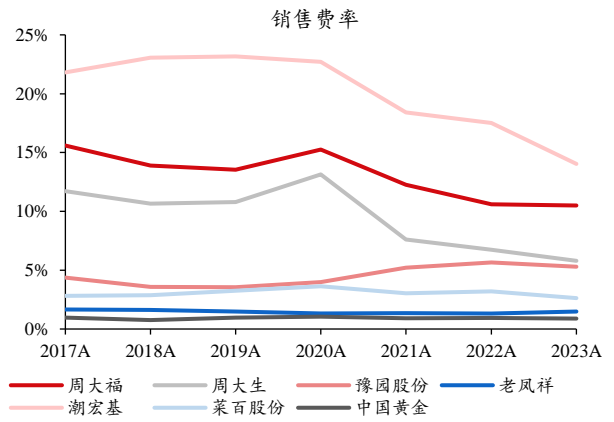
盈利拆解：品类结构调整带来盈利模式变化，但 ROE 保持稳健且居可比同业靠前水平。2021 年公司产品结构由钻石类高毛利低周转类产品向黄金类低毛利高周转类产品调整，毛利率与净利率边际下行，但净利率整体处可比同业靠前水平。且公司较强的渠道运营能力驱动下，资产周转速度提升，2017-2023 年 ROE 均在 20% 左右，相对稳健且处同业靠前水平。

图表6：周大生综合毛利率处于可比同业居中水平



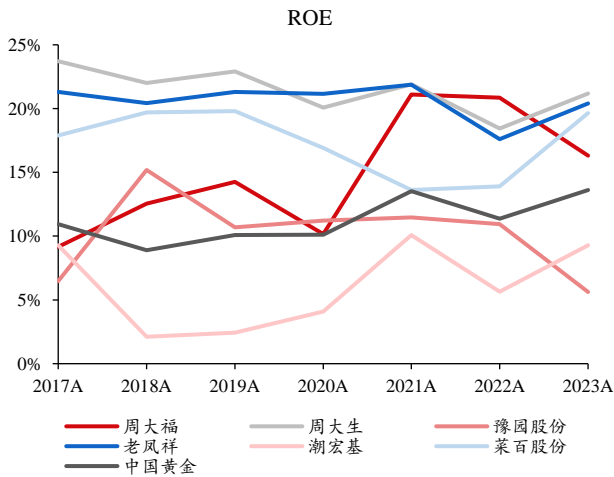
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：周大生销售费率处于可比同业居中水平



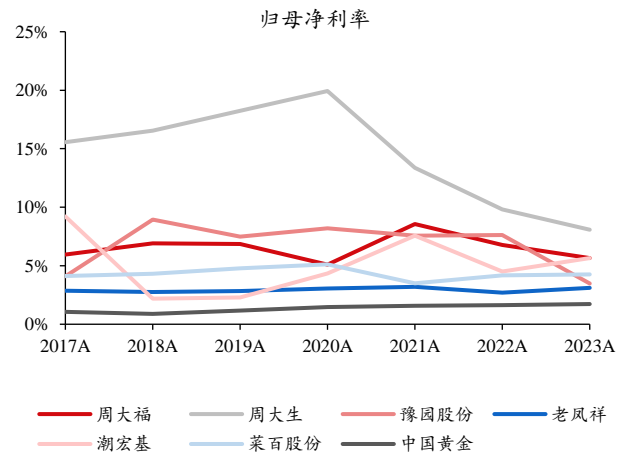
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：周大生ROE处可比同业靠前水平且较为稳健



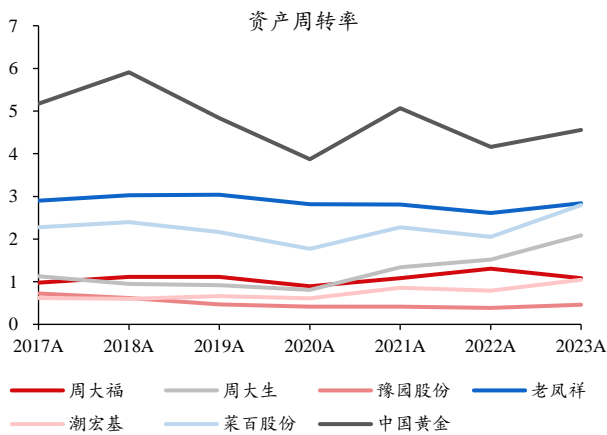
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：周大生归母净利率处可比同业靠前水平



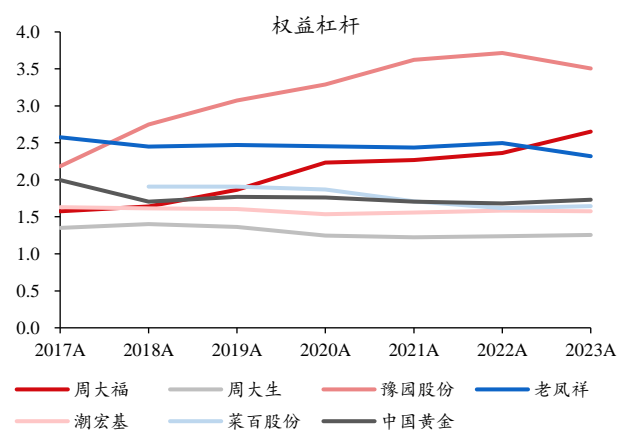
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：周大生资产周转率处可比同业居中水平



注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：周大生权益杠杆处可比同业偏低水平



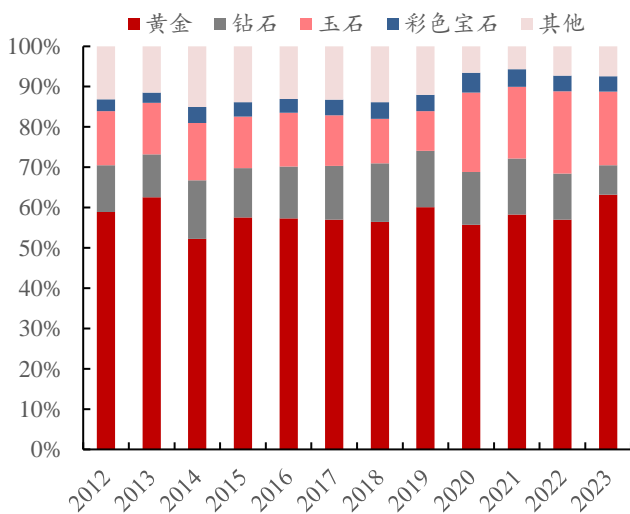
注：周大福数据为财年口径
资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 黄金珠宝景气整体向上，格局持续优化

2.1 2020 年以来景气整体向上

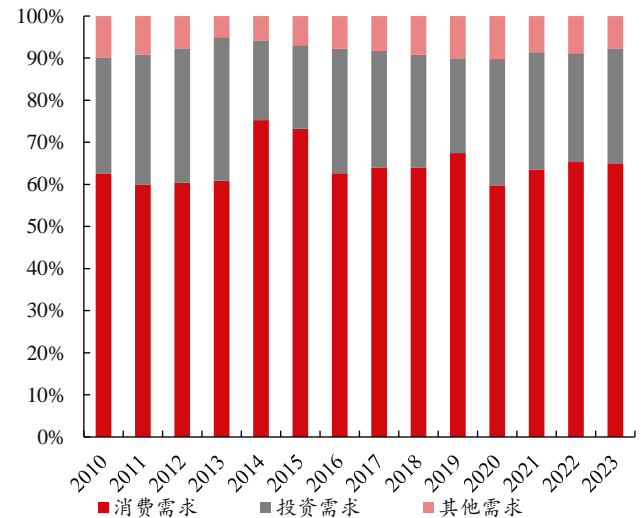
珠宝行业：兼具成长与周期属性。1) **产品结构**：黄金占比常年维持在 50% 以上，需求受金价周期性波动影响较大，行业存在一定的周期属性。2) **需求结构**：消费需求长期维持在 60% 以上，消费需求可选属性较强，对金价的敏感度较低，主要受人均可支配收入、结婚人数等因素影响，整体表现平稳；投资需求以获取投资收益为目的，主要通过购买金条和金币等产品进行投资，对黄金价格的敏感度较高。伴随终端珠宝消费场景不断渗透，国内珠宝行业周期属性边际弱化、成长属性有望凸显。

图表12：产品结构：黄金占比常年维持在 50% 以上



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国联证券研究所

图表13：需求结构：消费需求常年维持在 60% 以上



资料来源：Wind，中国黄金协会，国联证券研究所

复盘黄金珠宝市场，历经高速发展期与发展瓶颈期，自 2020 年以来行业景气度迎来

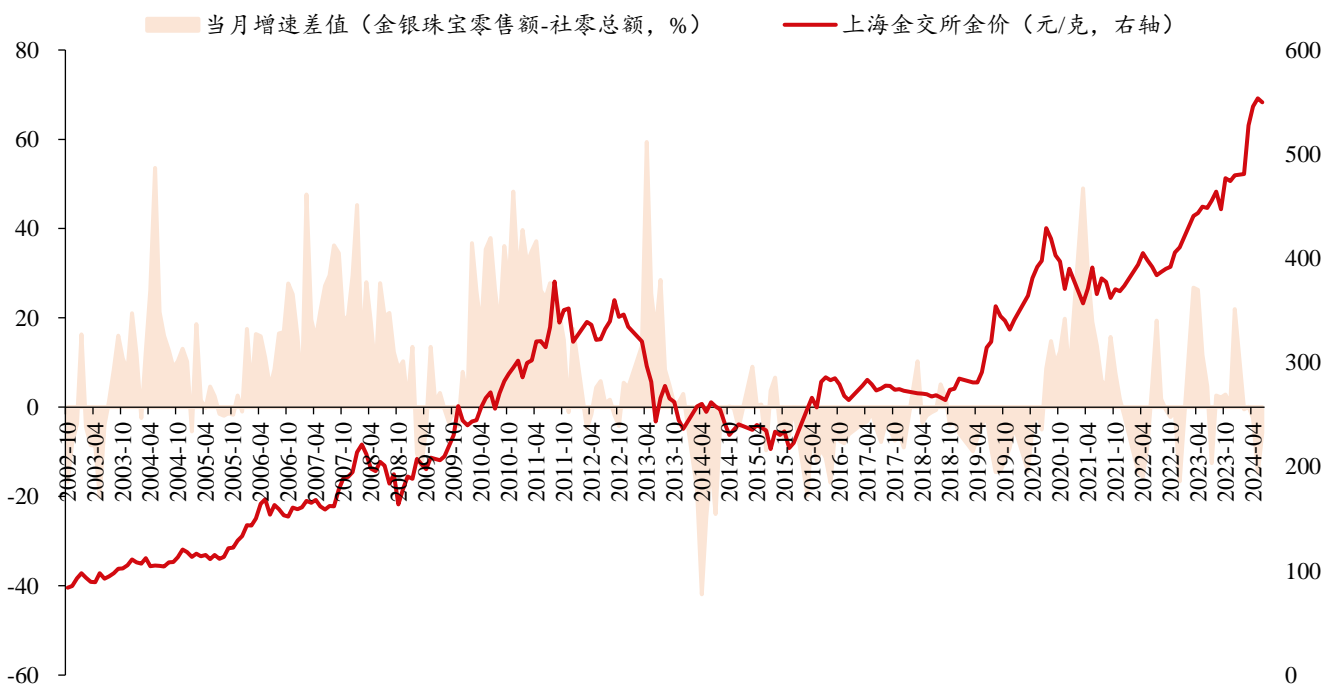
拐点，2024 年以来金价上行速度较快，部分抑制消费需求，而投资需求则较为旺盛。

1) 高速发展期 (2002-2013 年) —消费和投资需求共同主导：政策管控放开，黄金消费需求快速释放，叠加同期金价快速上行和婚庆需求提升共振，行业步入高速发展期。其中 2013 年即使在金价大幅下跌的环境下，由于消费者在过去十年金价长期上涨的周期中已形成稳定预期，在投资理念影响下推动短期需求高涨。

2) 发展瓶颈期 (2014-2019 年) —消费需求主导：历经 2013 年金价大幅下跌与“抢金潮”透支需求，叠加期间金价整体低位震荡与婚庆需求下降，行业整体进入发展瓶颈期，投资需求下滑幅度更大。

3) 行业拐点期 (2020 年以来) —消费与投资需求共同主导：金价进入上行周期，黄金珠宝工艺提升带动产品升级，行业内非婚场景的配饰需求打开，黄金珠宝行业景气度迎来拐点。

图表14：2020 年以来珠宝行业景气度迎来拐点

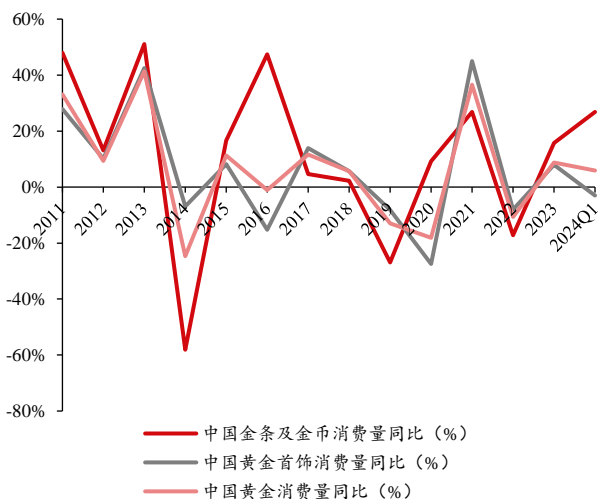


阶段	高速发展期 (2002-2013 年)	发展瓶颈期 (2014-2019 年)	行业拐点期 (2020 年至今)
阶段概况	消费和投资需求共同主导： 政策管控放开，黄金消费需求快速释放，叠加同期金价快速上行和婚庆需求提升共振，行业步入高速发展期。	消费需求主导： 历经 2013 年金价大幅下跌与“抢金潮”透支需求，叠加期间金价整体低位震荡与婚庆需求下降，行业整体进入发展瓶颈期，投资需求下滑幅度更大。	消费与投资需求共同主导： 金价进入上行周期，黄金珠宝工艺提升带动产品升级，行业内非婚场景的配饰需求打开，叠加疫后复苏需求回补，黄金珠宝行业景气度迎来拐点。2024 年以来金价上行速度较快，消费需求部分抑制，投资需求高速增长。
金价表现	上海金交所金价由 2002 年的 92.79 元/克增加至 2013 年的 236.46 元/克，年均复合增速达 7.5% 。	上海金交所金价由 2013 年的 236.46 元/克增加至 2019 年的 340.8 元/克，年均复合增速达 6.3% 。	上海金交所金价由 2019 年的 340.8 元/克增加至 2023 年的 479.59 元/克，年均复合增速达 8.9% 。

黄金珠宝社零表现	2002-2013 年限额以上黄金珠宝零售额年均复合增速达 26.1% ，同期社零总额复合增速为 14.4% 。	2014-2019 年限额以上黄金珠宝年均复合增速达 -2.1% ，同期社零总额复合增速为 9.8% 。	2019-2023 年限额以上黄金珠宝年均复合增速达 6.2% ，同期社零总额复合增速为 3.5% 。
黄金首饰消费情况	2010-2013 年黄金首饰消费量年均复合增速达 26.1% ，至 2013 年黄金首饰消费量达 716.5 吨。	2014-2019 年黄金首饰消费量年均复合增速达 -1.0% ，至 2019 年黄金首饰消费量达 676.23 吨。	2019-2023 年黄金首饰消费量年均复合增速达 1.1% ，至 2023 年黄金首饰消费量达 706 吨。
金条金币消费情况	2010-2013 年金条金币消费量年均复合增速达 36.2% ，至 2013 年金条与金币消费量达 400.76 吨。	2014-2019 年金条金币消费量年均复合增速达 -9.1% ，至 2019 年金条与金币消费量达 225.8 吨。	2019-2023 年金条金币消费量年均复合增速达 7.3% ，至 2023 年金条与金币消费量达 299.6 吨。
结婚登记情况	2007-2013 年中国结婚登记数量年均复合增速达 5.7% ，2013 年结婚登记数量达 1327.4 万对。	2014-2019 年中国结婚登记数量年均复合增速达 -5.8% ，2019 年结婚登记数量达 926 万对。	2019-2023 年中国结婚登记数量年均复合增速达 -4.6% ，2023 年结婚登记数量达 768 万对。

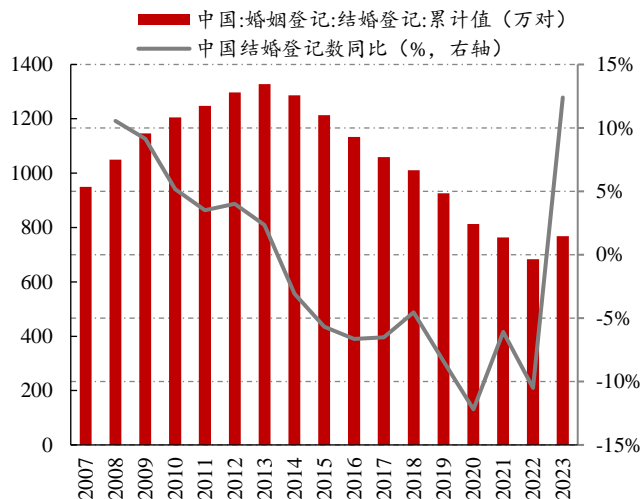
资料来源：Wind，中国黄金协会，上海金交所，国家统计局，民政局，国联证券研究所

图表15：中国黄金首饰与金条金币消费量增速



资料来源：Wind，中国黄金协会，国联证券研究所

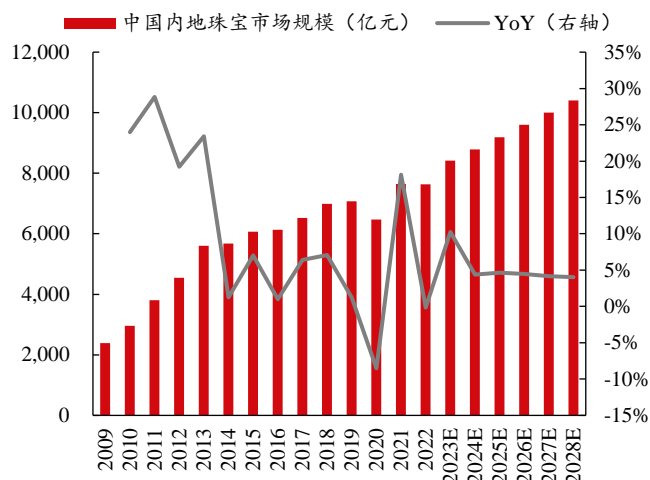
图表16：2023 年线下场景恢复后婚庆消费需求释放



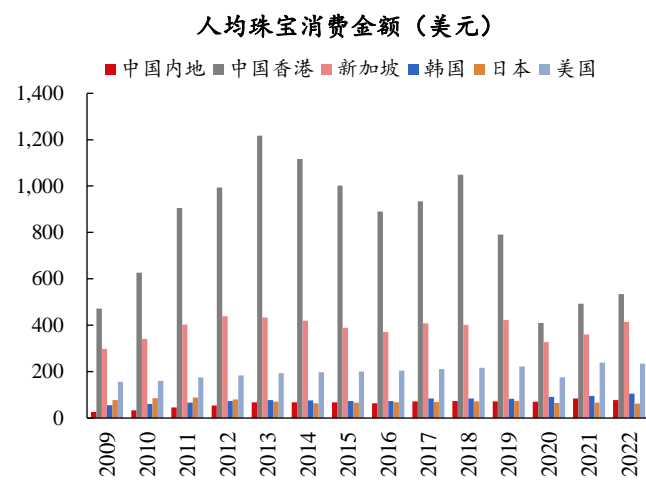
资料来源：Wind，民政局，国联证券研究所

截至 2022 年，中国内地珠宝市场规模近八千亿。伴随国民经济快速发展、居民收入水平稳步增长和消费能力日益提升，珠宝市场供给不断完善、日益丰富，消费升级发展趋势稳步形成，中国已成为世界第一大黄金消费国、第二大钻石加工基地和消费国家。据欧睿国际数据，截至 2022 年，中国内地珠宝市场规模已达 7,631 亿元，2017-2022 年年均复合增速达 3.2%。

相对美国/新加坡/中国香港等成熟市场，中国内地人均珠宝消费金额仍有 3-7 倍提升空间。据欧睿数据，截至 2022 年中国内地人均珠宝消费为 78 美元，与中国香港、美国及新加坡等地相比仍有较大差距。未来伴随中国经济水平增长和国民可支配收入提升，以及黄金产品工艺升级下居民配饰需求提升趋势下，中国内地人均珠宝消费额仍有较大增长潜力。

图表17：截至 2022 年，中国内地珠宝市场规模近八千亿


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表18：中国内地人均珠宝消费金额仍有 3-7 倍提升空间


资料来源：Wind，欧睿国际，国联证券研究所

2.2 客群年轻化、古法金热潮、渠道下沉化

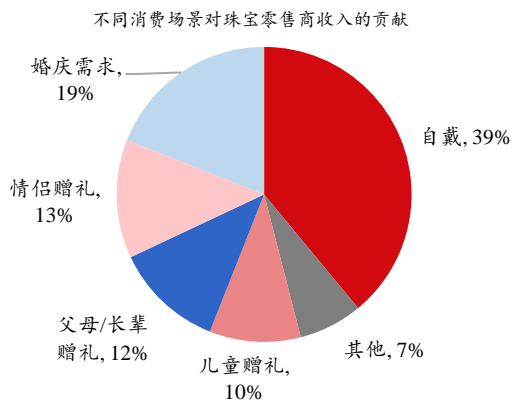
2.2.1 女性悦己需求增加，Z 世代消费意愿增长迅猛

女性经济崛起，催生珠宝消费从婚嫁刚需向悦己消费转型。随着女性的经济实力提升和消费能力提高，女性在消费上拥有更多的话语权。女性自我犒赏、自我鼓励、自我装扮、自我表达的个性化需求，有望给珠宝产品消费市场的悦己消费场景带来进一步渗透。根据世界黄金协会调研数据，以“自戴”为目标的消费者为受访零售商贡献近 40% 的零售收入，而以往被认为首饰（以金饰为主）销售大头的婚庆需求则贡献近 20% 的销售额。

Z 世代消费意愿增长迅猛，客群年轻化趋势明显。根据 Mob 研究院调研数据，“从未买过金饰但具有金饰购买意向的 Z 世代消费者占比”从 2016 年的 16% 增长至 2021 年的 59%；且 Z 世代在珠宝品类的年均消费达 1560 元，远超时装、鞋帽等其他品类。

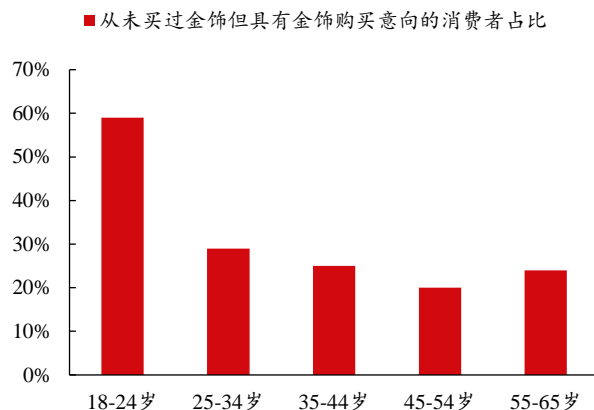
伴随女性悦己需求、年轻客群需求崛起，黄金产品的首饰功能有望增强，款式设计/产品价值传达等因素重要性凸显。根据中国珠宝玉石首饰行业协会和安永调研数据，当今女性消费者对珠宝首饰关注度最高的是款式设计，而非材质或价格，因此品牌深度解析情感共鸣与场景需求的能力、款式研发和设计能力、产品所传达的价值和内涵在竞争中将愈加重要。伴随需求端客群的变化、黄金工艺的升级与国潮文化的兴起，黄金产品除了传统的资产保值增值功能以及婚庆刚需场景需求外，其首饰功能有望得到增强，使其更好地成为情感表达的载体，从而拓宽消费群体和使用场景，如彰显个性、祈福开运、期许祝福、时尚装扮等。

图表19：“自戴”成为最重要的首饰消费场景



资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，国联证券研究所
注：数据收集于2022年7月末；零售收入包括黄金、钻石、铂金和其他珠宝产品的销售额

图表20：Z世代消费意愿增长迅猛，客群年轻趋势明显

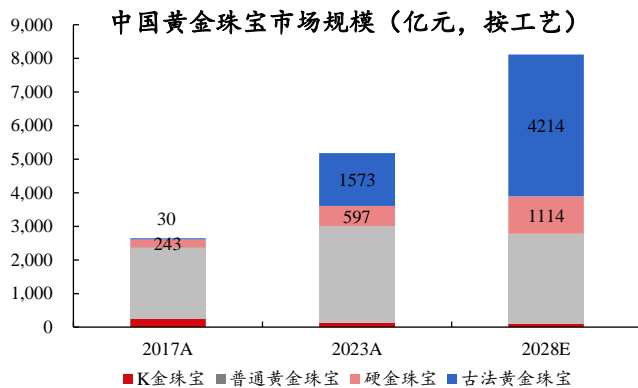


资料来源：中国黄金报社，华杨联众，Mob研究院，国联证券研究所

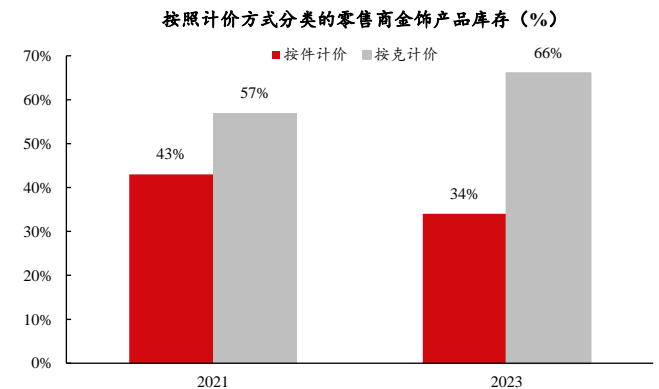
2.2.2 古法金市场快速扩张，产品定价趋于透明化

2017-2023年古法金与硬金珠宝市场快速扩张。沙利文数据显示2023年中国足金珠宝市场规模达5,049亿元，占黄金珠宝市场的97.5%。足金珠宝按加工技术可进一步分为古法黄金珠宝、硬金珠宝及普通黄金珠宝。古法黄金珠宝产品为设计富有文化内涵的足金，经特殊的中国传统技术加工而成。普通黄金珠宝产品为经普通加工技术加工而成的足金，容易变形，产品品类同质。硬金珠宝产品主要以电铸方式生产，具有耐磨、重量轻的特点。近年来伴随国潮兴起、消费者对设计/款式关注度提升，古法黄金珠宝与硬金珠宝市场规模快速提升，2017-2023年古法黄金市场由30亿增加至1573亿，硬金珠宝市场由243亿增加至597亿。

按克计价比例提升，行业趋于透明化。以“悦己消费”为主要驱动的年轻消费者，既精明（在购买必需品时注重性价比），又大方（愿意为符合自身品味的高档产品买单）。按克计价的方式提供更高的透明度，也有助于增加年轻消费者的信任度。根据世界黄金协会调研数据，按克计价的产品在零售商库存中的占比在上升，2023年零售商金饰库存中66%为按克计价的产品，而2021年按克计价比例则为57%。

图表21: 2017-2023年古法金与硬金珠宝市场快速扩张


资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 老铺黄金招股书, 国联证券研究所

图表22: 按克计价比例提升, 行业趋于透明化


资料来源: 中国黄金报社, 世界黄金协会, 国联证券研究所
注: 实地调研于2023年7月-8月期间开展

图表23: 不同黄金珠宝制作工艺比较

维度	传统足金	3D硬金	5D硬金	5G硬金	古法金
黄金纯度	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
制作工艺	熔炼、酸溶或电解法	电铸法(含氟)	电铸法(不含氟, 以亚硫酸盐铸液为主)	熔铸法(加入硬金粉, 以石墨烯和稀有元素为主)	水磨、镂胎、花丝、篆刻、锉型、锤揲、镶嵌、修金八大工艺
维氏硬度值	30-40HV	70-120HV	80-130HV	90-110HV	-
特点	较软, 不耐磨	硬度高、耐磨性强, 有效克服传统足金首饰硬度低、易磨损、不易保持细致花纹的缺点	相比3D硬金更硬, 更轻、无污染	同时具备足金高成色、高保值与K金款式多样时尚的双重优点	哑光质感, 不易留下划痕、汗渍
优点	<ul style="list-style-type: none"> 延展性强, 保值性较高; 工费相对较低。 	<ul style="list-style-type: none"> 同体积大小的饰品重量仅为普通千足金的30%, 更加轻巧, 更加实惠; 3D硬千足金硬度是传统千足金的4倍, 具有高耐磨性, 精致轻巧, 佩戴舒适特点; 3D硬千足金饰品采用更加精雕的蜡模型来倒模, 使黄金极具立体感, 表面形态更流畅。 	<ul style="list-style-type: none"> 更轻: 一样大小的产品, 5D硬金能够做成比3D硬金轻三分之一; 更硬更韧: 5D硬金硬度高, 韧性好, 不易磨损、刮花, 变形; 更亮: 表面光滑如镜面, 整体更亮; 更纯: 纯度超过999, 经得起火烧考验。 	<ul style="list-style-type: none"> 5G黄金韧性好, 不容易断裂; 重量轻、硬度高; 工艺先进、款式时尚; 纯度足金999 	<ul style="list-style-type: none"> 哑光质感更显高级, 更能满足年轻一代的时尚需求; 手工制作, 精细琢磨, 更显古色古香; 工艺更精湛, 视觉效果更好; 耐脏耐看
缺点	<ul style="list-style-type: none"> 外力作用下可能会出现变形、磨损; 硬度限制, 无法制作工艺设计相对复杂的款式 	<ul style="list-style-type: none"> 质地虽硬但很脆, 需避免碰撞 	<ul style="list-style-type: none"> 工艺复杂, 工费相对普通黄金高一些。 	<ul style="list-style-type: none"> 工艺复杂, 工费相对普通黄金要高一些。 	<ul style="list-style-type: none"> 工艺复杂, 需要技巧熟练的匠人投入大量精力才能制成, 制作时间通常是普通金饰的几十倍。
主要消费群体	消费群体覆盖广泛, 整体年龄偏高, 消费地域主要在三四线城市	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	消费群体覆盖广泛, 但由于平均客单价较高, 主力消费人群为消费能力较强的30-45岁人群

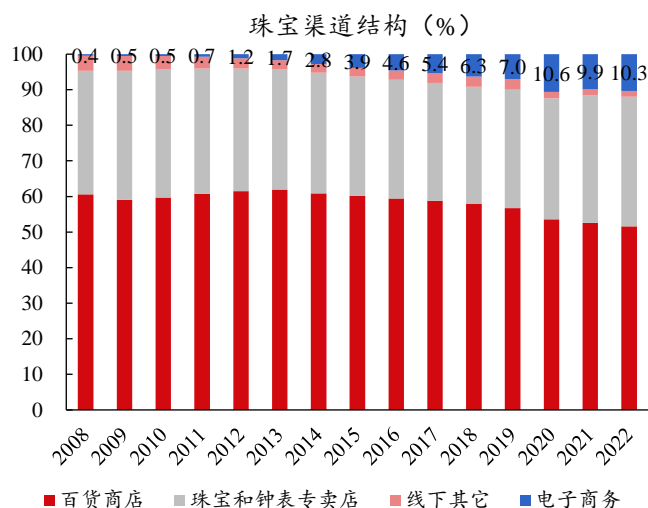
资料来源: 黄金珠宝知识公众号, 珠宝商平台公众号, JFJewel 公众号, 智研咨询, 国联证券研究所

2.2.3 电商占比边际提升，低线城市渗透率空间较大

线下销售占比九成，线上占比边际提升。由于珠宝单价较高，消费者出于信誉、产品质量、消费体验、运输、售后服务等因素的考虑，目前珠宝行业的销售依然以传统线下销售模式为主。但随着互联网及智能手机的逐渐普及、移动支付的日趋优化和线上购物的体验升级，经营成本更低、经营方式更为灵活的线上销售方式兴起。欧睿数据显示，国内珠宝销售渠道中线下占比长期维持在 90%+ 水平，电子商务占比边际提升，至 2022 年电商占比已提升至 10.3%。

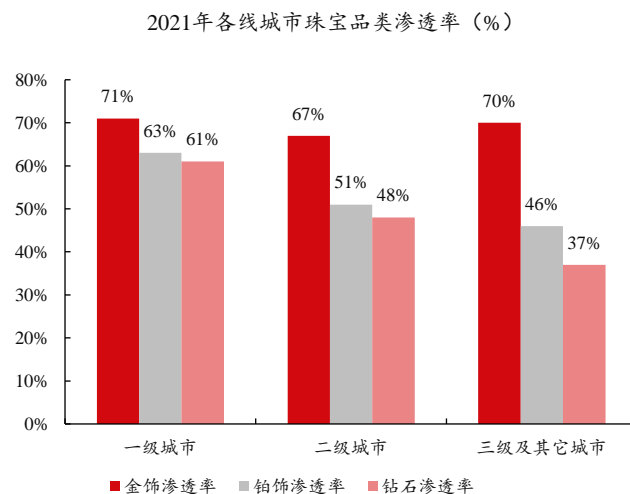
低线城市铂金/钻石饰品渗透率有较大提升空间。根据世界珠宝协会数据，2021 年一线城市的黄金/铂金/钻石饰品渗透率分别为 71%/63%/61%；二线城市分别为 67%/51%/48%；三线及其它城市分别为 70%/46%/37%。低线城市的钻石和铂金饰品渗透率低，相比一线城市仍有较大提升空间，随着人均消费水平提升以及消费观念改变，低线城市的非金饰品渗透率有望提升。

图表24：线下销售占比九成，线上占比边际提升



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

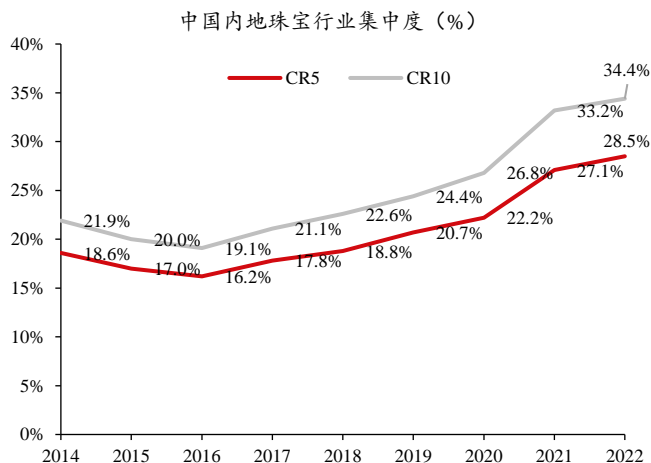
图表25：低线城市铂金/钻石饰品渗透率有较大空间



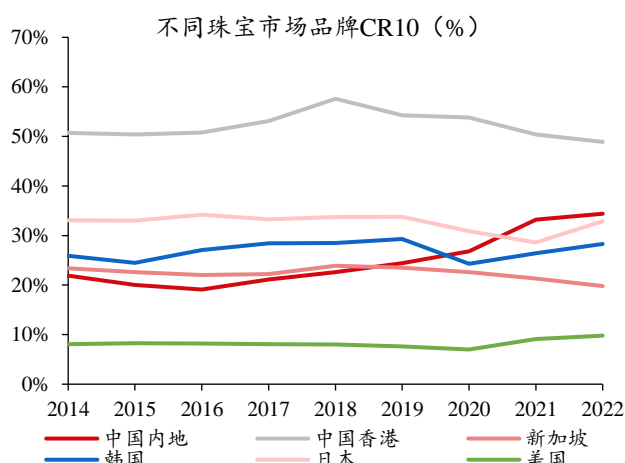
资料来源：世界珠宝协会，前瞻产业研究院，国联证券研究所

2.3 行业集中度持续提升

行业集中度持续提升。1) 2016 年以来中国内地珠宝品牌集中度触底回升。伴随消费升级，消费者的品牌、品质消费意识逐步提升，珠宝行业由数量型增长转向质量效益型增长，具有强大品牌、渠道和产品设计能力的企业优势突出，行业集中度渐趋提高。根据欧睿国际数据，2016 年以来中国珠宝行业前十大品牌市场占有率触底回升，至 2020 年中国内地珠宝品牌 CR10 已由 2016 年的 19.1% 提升至 26.8%。2) 2020 年以来行业集中度加速提升。港资与内资中高端品牌加快渠道下沉，逆势扩张，叠加外部不利因素加速尾部出清，珠宝行业集中度提升趋势加速，至 2022 年中国内地珠宝品牌 CR10 进一步由 2020 年的 26.8% 提升至 34.4%。3) 但相对中国香港，中国内地珠宝品牌集中度仍有提升空间。2018 年以来中国香港品牌集中度边际下行，但至 2022 年中国香港珠宝市场品牌 CR10 仍高达 48.9%，远高于中国内地的 34.4%。

图表26：2020年来中国内地珠宝品牌集中度加速提升


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表27：中国内地珠宝品牌集中度仍有提升空间


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

当前珠宝市场处于外资品牌、港资品牌与内资品牌三足鼎立局面。

1) **外资品牌**：以蒂芙尼、卡地亚、梵克雅宝、宝格丽等国际知名奢侈品品牌为代表，其产品多以K金为主，定位奢华、高端，品牌文化较为深厚，极其重视设计、质量，占据国内高端市场主要份额；外资品牌中也有定位以年轻人为主的轻奢饰品品牌，以施华洛世奇、潘多拉、APM为代表。

2) **港资品牌**：以周大福、周生生、六福珠宝、TSL等为代表，产品设计时尚，渠道覆盖主要集中在二、三线城市，近年来开始积极布局四、五线城市。

3) **内资品牌**：以老凤祥、潮宏基、周大生等为代表，产品覆盖全面，渠道覆盖一线至四线城市，渠道拓展多采用加盟/经销模式；而近年来发展迅猛的老铺黄金则专营古法黄金，且以自营模式运营，品牌秉持高端定位。

珠宝行业核心竞争要素由渠道驱动向产品驱动切换。

1) **早期**：供给不足，消费者更关注纯度，水贝黄金即可满足需求；品牌方优先策略为发展加盟商跑马圈地，快速扩张；

2) **当前**：产品同质化激烈竞争，行业价格战内卷叠加外部环境影响，加盟商利润下降，纯“渠道品牌”承压；

3) **未来**：随着市场逐渐成熟，消费者对产品设计、工艺技术、品牌内涵等理解日益加深，同时消费升级以及消费主力人群的切换，产品研发/设计重要性提升，努力打造差异化品牌印记产品。

图表28：当前中国内地珠宝市场处于外资品牌、港资品牌与内资品牌三足鼎立局面

类型	品牌	品牌份额 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
港资珠宝品牌	周大福		5.1	5.2	6.0	6.5	7.1	7.6	11.2	11.1
	周生生		1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7
	六福珠宝		0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8	0.6
	TSL		0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
内资珠宝品牌	老凤祥		5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9	8.5
	老庙黄金		2.6	2.2	2.2	2.4	3.0	3.5	3.6	4.3
	梦金园		2.8	2.6	2.7	2.5	2.6	2.3	2.7	2.5
	周大生		0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	1.7	2.1
	潮宏基		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
	明牌珠宝		1.0	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5

	DR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	0.5
外资轻奢 饰品品牌	施华洛世奇	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
	潘多拉	0.1	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
	APM 摩纳哥	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
外资高端 珠宝品牌	蒂芙尼	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	1.0	1.3	1.4
	卡地亚	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	1.1	1.4	1.3
	梵克雅宝	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.9	0.9
	宝格丽	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
	戴比尔斯	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
中国内地珠宝市场 CR5		17.0%	16.2%	17.8%	18.8%	20.7%	22.2%	27.1%	28.5%
中国内地珠宝市场 CR10		20.0%	19.1%	21.1%	22.6%	24.4%	26.8%	33.2%	34.4%

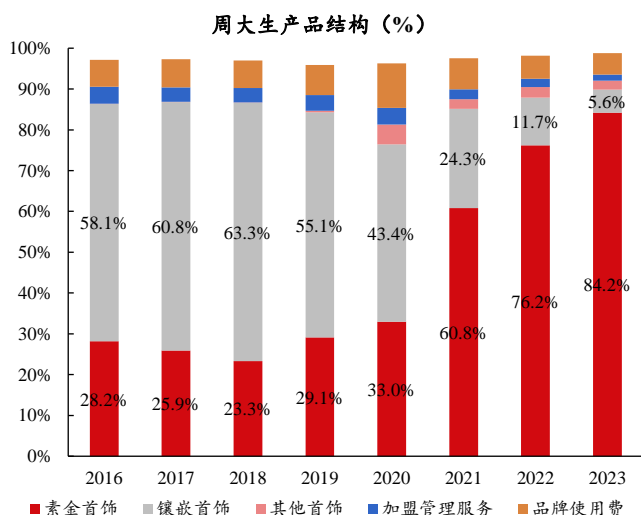
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

3. 产品调整、渠道下沉，品牌美誉度高

3.1 独创情景风格珠宝、主动调整产品结构

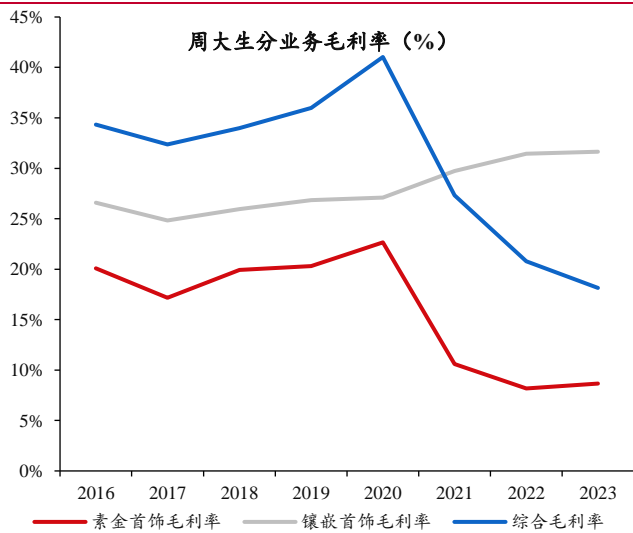
顺时应势，主动调整产品结构。2021 年公司根据市场消费习惯的结构性变化快速调整产品结构，由“以钻石为主力产品，黄金为人气产品”调整为“黄金为主力产品，钻石为核心产品”，K 金、铂金、翡翠、珍珠、彩宝为配套销售产品。至 2023 年底，公司收入结构中，素金首饰占比由 2020 年的 33% 提升至 84.2%，镶嵌首饰占比由 2020 年的 43.4% 下降至 5.6%，低毛利素金首饰占比提升导致综合毛利率下行，但营收与归母净利润整体稳健增长，较好抵御婚恋钻石需求减少与人工培育钻石替代的风险。

图表29：2021 年以来公司快速调整产品定位



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表30：素金首饰占比提升带动综合毛利率下行



资料来源：公司公告，国联证券研究所

黄金产品：产品体系化+独特品牌 IP+创新工艺。1) 产品矩阵完整：根据公司情景风格珠宝体系——人群定位、用户画像、消费者一生中黄金产品特有的购买动机及应用场景，公司构建了完整的黄金产品矩阵，并持续优化完善“欢乐童年、浪漫花期、

美丽人生、幸福花嫁、吉祥人生、璀璨人生、IP 文创、礼财藏金”等八大黄金产品线，至 2023 年已原创开发了 20 个品牌系列，精准匹配差异化消费市场，高效匹配消费者多样化需求。2) **独特 IP 联名**：中国文化 IP 方面，2022 年即携手大型文博探索节目《国家宝藏》推出“中国国宝艺术典藏金品”；国际艺术 IP 方面，陆续推出莫奈花园、炽热梵高等产品系列；卡通 IP 方面，传播小龙人 LongLong“喜乐、健康、丰收、守护、幸福”五大爱意。3) **创新工艺**：2023 年公司推出 6G 鎏光金工艺，将全新的“高硬度、高耐磨、高纯度、够新潮、够精致、够炫亮”的 6G 黄金产品呈现给消费者；除此之外相继研发果冻珐琅工艺、油画珐琅工艺、刺绣工艺、仿古绢画工艺、炫影金等不同黄金工艺，突破传统黄金工艺限制为产品赋能。

图表31：周大生黄金产品在中国文化 IP 上推出“中国国宝艺术典藏金品”



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表32：周大生 6G 鎏光金领先特性

特性	具体工艺
高硬度	传统千足金维氏硬度约 40HV，5G 黄金约为 60-80HV，但 6G 鎏光金从里到外维氏硬度可高达 140HV 以上。6G 鎏光金高硬度赋予的超强韧性，为黄金首饰设计开辟了更多可能性。
高耐磨	6G 鎏光金本身的高硬度特性再加上黄金纳米涂层保护技术的保驾护航，6G 鎏光金具备了高耐磨不易刮花，产品质感更加油润光滑的优良特性。
高纯度	周大生通过改变加强黄金分子结构的紧密度原理工艺制造，让 6G 鎏光金纯度高达足金 999.5%，具有极高的投资传承价值。
够新潮	传统黄金光泽难以抗指纹，而 6G 鎏光金通过纳米技术实现荷叶露珠原理，具有抗油脂的工艺特色以及防污、易清洁、不易留指纹的优良特性，能够更好地抵挡黄金表面日常伤害，持续散发璀璨光芒。

够精致	6G 鎏光金采用数控 CNC 内臂精雕工艺“智”造，通过电脑编程精密刀具实现数控精准雕刻一体成型的生产工艺，使 6G 鎏光金产品线条纹路更精致清晰、更具层次立体感。
够炫亮	6G 鎏光金使用的 K 金高抛光制造技艺手法，极大提高了镜面折射率，呈现出炫亮澄澈如明镜、鎏光溢彩的黄金质感，佩戴起来更加光彩炫目。

资料来源：公司微信公众号，国联证券研究所

钻石镶嵌产品：独创“情景风格珠宝”体系+加大 IP 联名合作+精研钻石切割工艺。

1) 定位五大消费人群：公司专注“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，聚焦表达情感、表现自我两大需求方向，研发多个系列组合，使风格美学下的产品更具有打动人心的生命力，向追求美丽人生的消费者奉献独特的珠宝首饰精品。

2) 加大 IP 联名合作：公司精选多个知名度高、文化底蕴强、艺术价值高、权威渠道授权的优质 IP 项目，以国家宝藏 IP、梵高博物馆 IP、莫奈花园 IP 为代表，打造涵盖中国文化与国际艺术的文化艺术产品版块。

3) 精研百面钻石切割工艺：公司于 2013 年引入比利时 Tolksowsky 家族发明的“LOVE100”星座极光百面切工钻石（通常所见的钻石为 57 个或者 58 个切面）作为中高端产品系列，在紧贴潮流趋势的同时，在产品系列设计上烙印公司品牌理念，加强公司产品的市场辨识度和品牌竞争力。

图表33：周大生精准定位五大消费人群，钻石镶嵌产品系列丰富

消费人群	主要系列	定位	代表产品		
活力女孩	Special	与众不同的个性表达系列			
	Shining Girl	畅享青春的活力美搭系列			
	甜蜜星人	超甜有趣的恋爱表白系列			
怡然佳人	百魅	焕发光彩的魅力美搭系列			
	百姿	幸福温馨的美好婚恋系列			
知性丽人	都市独白	都市白领的心声代言系列			
	挚	执手相伴的知心婚恋系列			
	幸福时刻	亲密爱人的时尚对戒系列			
魅力精英	时光	时光沉淀的隽永情感系列			
	缪斯女神	超越时代的现代女神系列			
星光女神	“梵高”艺术珠宝	永世珍藏的高级珠宝系列			

资料来源：公司公告，公司官网，周大生天猫官方旗舰店，国联证券研究所

图表34：周大生携手国际大师联袂打造 LOVE100 星座极光钻石系列

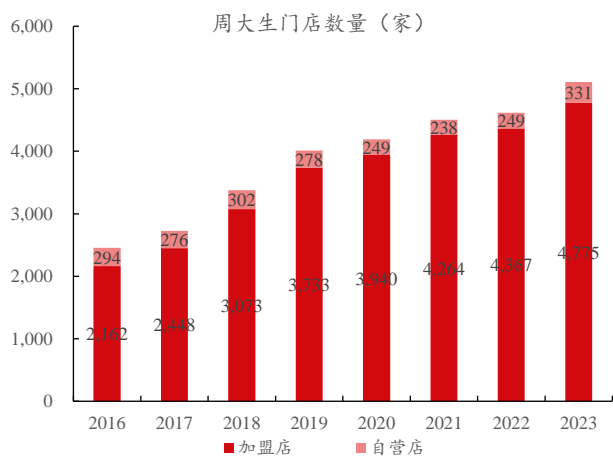


资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

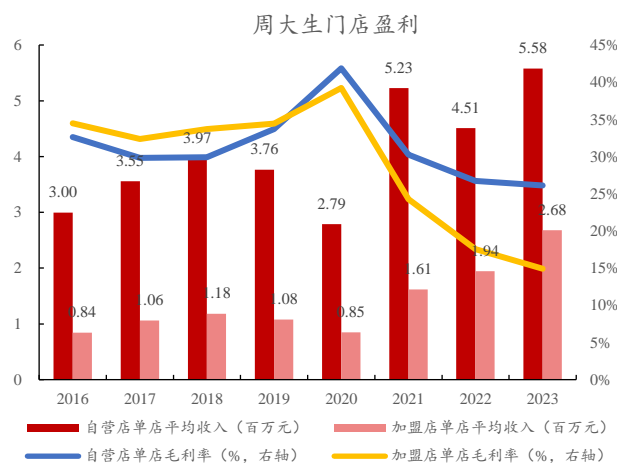
3.2 积极推行省代模式加速渠道下沉

规模先行，率先推行省代模式加快市场布局。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。2021 年公司优化了加盟渠道下的黄金产品销售供应，除指定供应商模式外，加强了自有黄金展厅的批发销售，并增加了省区黄金展销渠道。对于省区黄金展销业务，公司组织上游一级供应商将黄金货品带到省级服务商展厅，但在此环节中会给予加盟商一定的短期赊销服务。截至 2023 年 12 月 31 日，公司在全国拥有终端门店 5106 家（统一形象、产品、价格体系和服务），形成行业领先的连锁渠道网络，品牌影响力和知名度持续提升，集群效应和资源整合优势进一步强化。

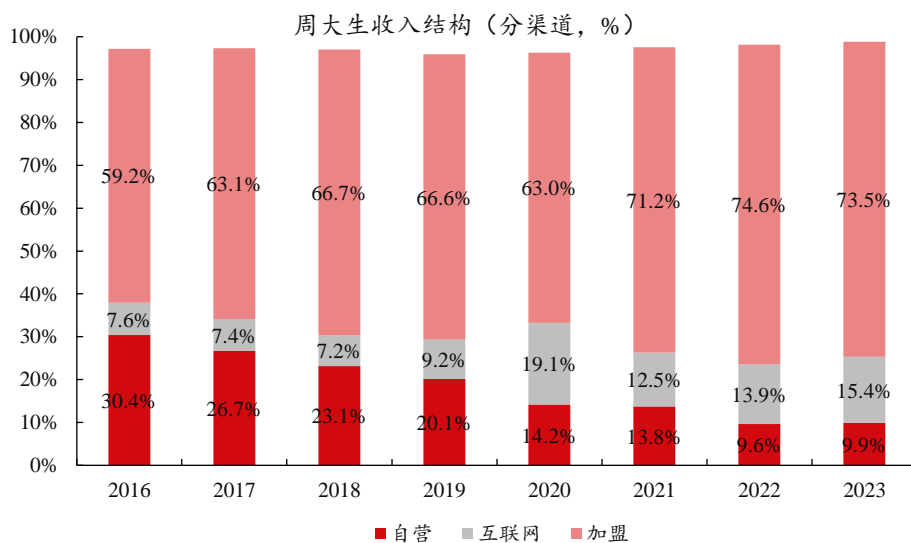
高线城市打造自营标准门店，低线城市加盟模式快速复制。公司通过在一、二线城市核心商圈开设自营店的方式，打造了一批经营管理标准化的样板店，有效地提升“周大生”品牌的影响力和知名度。同时，对加盟店和自营店的资质评估、经营标准、开店流程、店铺形象、培训、管理、销售、价格体系、广告投放、考核等方面进行标准化管理，自营标准化样板店也对城市周边及三、四线城市发展产生有力的辐射和带动作用，进而构成了以直辖市为核心、省会城市和计划单列市为骨干、三四线城市为主体的全国性珠宝连锁网络。

图表35：周大生门店以加盟模式为主


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：周大生自营门店盈利优于加盟门店


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表37：周大生收入以线下加盟与线上为主


资料来源：公司公告，国联证券研究所

多品牌矩阵布局，掌握渠道布局主动权。公司以“周大生”主品牌快速下沉推动渠道建设，打牢根基。再推出副牌“周大生经典”主打黄金品类，强调具备品牌特色和差异化的黄金产品，周大生经典店在轻投资、精运营上相较于周大生综合店有明显差异化。2023年公司推出与央视大型文博探索节目《国家宝藏》联名的周大生国家宝藏主题门店，国家宝藏店专注高工艺、文化传承产品，专攻高线渠道和核心商场。并同时研究规划拟推出世界大师艺术珠宝主题门店。

图表38：公司在周大生综合店的基础上推出周大生国家宝藏店、周大生经典店



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 品牌享有较高知名度和美誉度

构建持续式、脉冲式、矩阵式的广告投放策略。公司构建了由机场、高铁、互联网、新媒体等各类媒介整合的立体式品牌营销传播体系，全方位覆盖目标消费群体，不断提高“周大生”品牌的知名度、美誉度及忠诚度。如消费者可在周大生珠宝专列地铁上打卡、公司拍摄 TVC 大片强化产品概念与品牌理念、2017 年作为合作伙伴植入热播剧《急诊科医生》等。

历经 25 年发展，周大生品牌享有较高知名度和美誉度。2023 年 6 月 15 日周大生以 867.72 亿元的品牌价值，荣登世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”榜第 97 名，位居内地珠宝品牌第一、中国轻工业第二。公司还曾获得“亚洲品牌 500 强”、“中国品牌 500 强”、“中国珠宝十大影响力品牌”等诸多荣誉。

图表39：周大生珠宝专列地铁广告投放



资料来源：公司官方微博，国联证券研究所

图表40：周大生珠宝赞助央视综艺《国家宝藏精编版》



资料来源：央视网，国联证券研究所

图表41：周大生广告植入电视剧《急诊科医生》

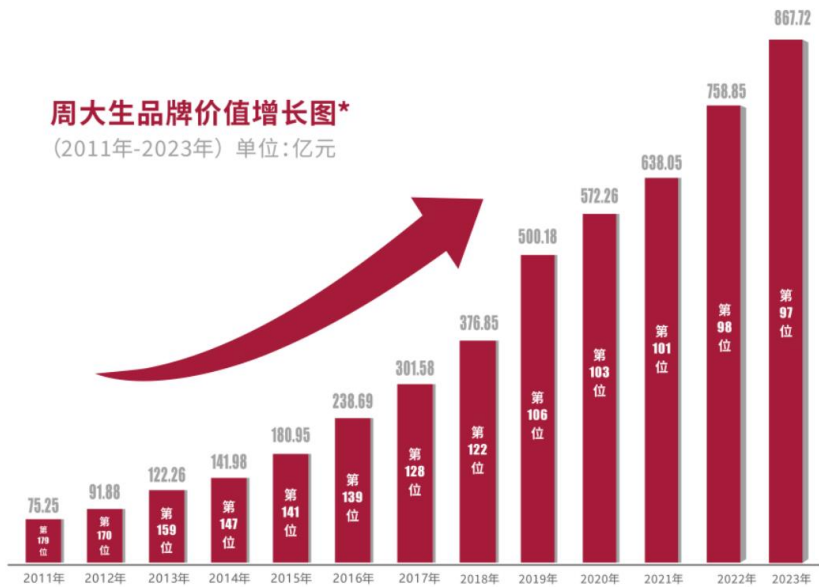


资料来源：公司微信公众号，国联证券研究所

图表42：历经 25 年发展，周大生品牌享有较高知名度和美誉度



周大生品牌价值增长图*
(2011年-2023年) 单位:亿元



*根据世界品牌实验室(World Brand Lab)在“世界品牌大会”上发布的《中国500最具价值品牌》分析报告历年数据编制

资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

分业务对周大生进行盈利预测，核心假设如下：

自营门店：假设 2024-2026 年每年净新增 50 家/50 家/50 家门店，对应年加权平均门店数按照 7 成折算，即年加权平均门店数每年净新增 35 家/35 家/35 家；分产品，镶嵌产品受消费者偏好于培育钻石冲击承压，2024-2026 年同比保持年均 15% 的下滑幅

度，毛利率边际小幅下行；黄金产品受益保值增值属性与配饰需求增加，2024-2026 年收入同比分别增长 25%/18%/15%，毛利率边际小幅下行；其他产品相对平稳，2024-2026 年收入同比增速分别为-5%/0%/0%，毛利率水平平均稳定在 53%；基于分产品假设，2024-2026 年自营门店单店平均收入同比增速分别为 21.7%/16.2%/13.8%，毛利率分别为 24.3%/23.2%/21.4%。

图表43：周大生自营门店开店与收入预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
自营店	238	249	331	381	431	481
净新增	-11	11	82	50	50	50
年加权平均门店数 (个)	241	237	290	325	360	395
净新增	-17	-4	53	35	35	35
单店平均收入 (百万元/个)	5.23	4.51	5.58	6.79	7.88	8.97
yoy	87.3%	-13.7%	23.6%	21.7%	16.2%	13.8%
单店平均毛利 (百万元/个)	1.58	1.20	1.46	1.65	1.83	1.92
毛利率	30.3%	26.7%	26.1%	24.3%	23.2%	21.4%
分产品						
镶嵌产品						
单店收入 (万元)	75.72	45.89	36.47	31.00	26.35	22.40
yoy	19.5%	-39.4%	-20.5%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
占自营单店收入比重	14.5%	10.2%	6.5%	4.6%	3.3%	2.5%
单店毛利 (万元)	49.02	27.72	21.69	18.29	15.28	12.77
毛利率	64.7%	60.4%	59.5%	59.0%	58.0%	57.0%
黄金产品						
单店收入 (万元)	424.83	391.64	508.37	635.46	749.85	862.32
yoy	116.1%	-7.8%	29.8%	25.0%	18.0%	15.0%
占自营单店收入比重	81.3%	86.8%	91.1%	93.6%	95.1%	96.1%
单店毛利 (万元)	98.47	85.76	117.13	139.80	161.22	172.46
毛利率	23.2%	21.9%	23.0%	22.0%	21.5%	20.0%
其他产品						
单店收入 (万元)	22.15	13.57	12.92	12.27	12.27	12.27
yoy	16.3%	-38.7%	-4.8%	-5.0%	0.0%	0.0%
占自营单店收入比重	4.2%	3.0%	2.3%	1.8%	1.6%	1.4%
单店毛利 (万元)	10.67	6.97	6.83	6.51	6.51	6.51
毛利率	48.2%	51.4%	52.9%	53.0%	53.0%	53.0%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

加盟门店：假设 2024-2026 年每年净新增 450 家/500 家/500 家门店，对应年加权平均门店数按照 5 成折算，即年加权平均门店数每年净新增 225 家/250 家/250 家；分产品，镶嵌产品受消费者偏好于培育钻石冲击承压，2024-2026 年同比增速分别为-20%/-15%/-15%，毛利率边际小幅下行；黄金产品受益保值增值属性与配饰需求增加，2024-2026 年收入同比分别增长 15%/10%/8%，毛利率稳定在 5%左右；品牌使用费与加盟管理费收入增速稳健、毛利率稳定；基于分产品假设，2024-2026 年加盟门店单店平均收入同比增速分别为 12.8%/9.0%/7.3%，毛利率分别为 14.4%/14.3%/14.2%。

图表44：周大生加盟门店开店与收入预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
加盟店	4264	4367	4775	5,225	5,725	6,225
净新增	324	103	408	450	500	500
年加权平均门店数 (个)	4,040	4,271	4,467	4,692	4,942	5,192
净新增	269	231	196	225	250	250
单店平均收入 (百万元/个)	1.61	1.94	2.68	3.02	3.30	3.53
yoy	90.1%	20.3%	38.0%	12.8%	9.0%	7.3%
单店平均毛利 (百万元/个)	0.39	0.34	0.40	0.44	0.47	0.50
毛利率	24.3%	17.5%	14.9%	14.4%	14.3%	14.2%
分产品						
镶嵌产品						
单店收入 (万元)	48.36	25.36	15.03	12.02	10.22	8.69
yoy	-4.5%	-47.6%	-40.7%	-20.0%	-15.0%	-15.0%
占加盟单店收入比重	30.0%	13.1%	5.6%	4.0%	3.1%	2.5%
单店毛利 (万元)	12.38	6.95	3.80	2.77	2.25	1.82
毛利率	25.6%	27.4%	25.3%	23.0%	22.0%	21.0%
黄金产品						
单店收入 (万元)	90.22	148.83	228.34	262.59	288.85	311.96
yoy	545.4%	65.0%	53.4%	15.0%	10.0%	8.0%
占加盟单店收入比重	55.9%	76.6%	85.2%	86.9%	87.7%	88.3%
单店毛利 (万元)	3.95	7.08	11.59	13.13	14.44	15.60
毛利率	4.4%	4.8%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
品牌使用费						
单店收入 (万元)	17.18	14.60	19.24	21.55	23.70	25.60
yoy	17.1%	-15.0%	31.8%	12.0%	10.0%	8.0%
占加盟单店收入比重	10.6%	7.5%	7.2%	7.1%	7.2%	7.2%
单店毛利 (万元)	17.18	14.60	19.24	21.55	23.70	25.60
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
加盟管理服务						
单店收入 (万元)	5.64	5.42	5.33	6.13	6.74	7.21
yoy	2.2%	-3.9%	-1.7%	15.0%	10.0%	7.0%
占加盟单店收入比重	3.5%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
单店毛利 (万元)	5.64	5.42	5.33	6.13	6.74	7.21
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

分业务：考虑到互联网渠道体量较小且线上化趋势延续，预计 2024-2026 年互联网渠道增速分别为 19.7%/14.2%/11.1%，毛利率稳定在 22% 左右；供应链业务、小贷业务、工程管理、其他业务等非核心业务收入增速稳健，毛利率保持平稳；综合上述自营与加盟门店假设，预计 2024-2026 年周大生营业收入增速分别为 20.2%/16.1%/13.9%，毛利率分别为 17.5%/17.3%/16.9%。

期间费率：伴随收入规模增长与公司管理赋能，预计 2024-2026 年期间费率边际节约，分别为 6.39%/6.34%/6.26%。

综合上述假设，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 195.80/227.37/258.87 亿元，对应增速分别为 20.2%/16.1%/13.9%，3 年 CAGR 为 16.7%；归母净利润分别为

14.69/16.93/18.87 亿元，对应增速分别为 11.6%/15.2%/11.5%，3 年 CAGR 为 12.8%；EPS 分别为 1.34/1.54/1.72 元/股。

图表45：周大生营业收入与归母净利润预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,155	11,118	16,290	19,580	22,737	25,887
yoy	80.1%	21.4%	46.5%	20.2%	16.1%	13.9%
毛利率	27.3%	20.8%	18.1%	17.5%	17.3%	16.9%
自营（线下）	1,259.71	1,069.11	1,617.49	2,205.89	2,838.49	3,543.13
yoy	75.0%	-15.1%	51.3%	36.4%	28.7%	24.8%
占比	13.8%	9.6%	9.9%	11.3%	12.5%	13.7%
毛利率	30.3%	26.7%	26.1%	24.3%	23.2%	21.4%
互联网（线上）	1,148.06	1,545.85	2,508.16	3,002.77	3,428.99	3,811.32
yoy	18.2%	34.6%	62.3%	19.7%	14.2%	11.1%
占比	12.5%	13.9%	15.4%	15.3%	15.1%	14.7%
毛利率	28.4%	24.3%	22.7%	22.5%	22.2%	22.0%
加盟	6,522.07	8,296.15	11,972.02	14,183.60	16,284.71	18,351.64
yoy	103.7%	27.2%	44.3%	18.5%	14.8%	12.7%
占比	71.2%	74.6%	73.5%	72.4%	71.6%	70.9%
毛利率	24.3%	17.5%	14.9%	14.4%	14.3%	14.2%
供应链服务	61.31	60.52	69.36	76.30	80.12	82.52
yoy	31.1%	-1.3%	14.6%	10.0%	5.0%	3.0%
占比	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
小贷金融	35.17	28.80	18.66	12.09	9.67	8.22
yoy	14.7%	-18.1%	-35.2%	-35.2%	-20.0%	-15.0%
占比	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
工程管理	1.91	2.00	2.40	2.52	2.65	2.78
yoy	4.0%	4.7%	19.9%	5.0%	5.0%	5.0%
占比	0.02%	0.02%	0.01%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	39.6%	32.5%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
其他业务	126.97	115.65	101.97	96.87	92.03	87.43
yoy	14.4%	-8.9%	-11.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
占比	1.4%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
毛利率	89.7%	90.2%	87.8%	87.8%	87.8%	87.8%
期间费率	8.59%	7.56%	6.55%	6.37%	6.22%	6.09%
销售费率	7.61%	6.73%	5.80%	5.60%	5.50%	5.40%
管理费率	1.06%	0.84%	0.65%	0.63%	0.60%	0.58%
研发费率	0.15%	0.11%	0.08%	0.11%	0.11%	0.11%
财务费率	-0.23%	-0.12%	0.02%	0.03%	0.01%	-0.01%
归母净利润	1,225	1,091	1,316	1,469	1,693	1,887
yoy	20.9%	-10.9%	20.7%	11.6%	15.2%	11.5%
归母净利润率	13.38%	9.81%	8.08%	7.50%	7.44%	7.29%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.2 投资建议

2020 年以来，伴随金价进入上行周期与黄金珠宝工艺升级，行业内非婚场景的配饰需求场景打开，黄金珠宝景气度整体向上，头部珠宝品牌加快渠道下沉、逆势扩张，行业集中度提升趋势加速。

2024年以来金价上涨速度较快，对终端消费有一定抑制，至6月珠宝零售额降幅已边际收窄，消费者对金价高位预期逐渐习惯以及七夕/中秋/国庆等旺季临近，珠宝景气度有望企稳回升。

作为中国内地中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，周大生2021年快速调整产品结构，推行省代模式加快市场布局，规模/份额/品牌优势持续巩固，业绩增长稳健，上市以来分红稳定，行业景气企稳下公司业绩修复可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

原材料价格波动风险。公司产品的原材料主要为黄金和铂金等，国内黄金、铂金价格受国内外经济形势、通货膨胀、供求变化、地缘政治、国际金价等复杂因素影响，公司产品价格与上金所黄金、铂金价格具有高度相关性。若黄金、铂金等原材料价格下跌，公司直接面临着产品销售价格下降，给经营业绩带来压力。

存货管理风险。公司存货主要为黄金、铂金、白银、钻石、翡翠、白玉等原材料，以及镶嵌首饰、贵金属首饰等库存商品，黄金原材料及库存商品随着国际金价和珠宝原料价格的大幅波动，将带来存货管理上的风险。

连锁经营管理风险。若公司组织管理体系、渠道管理人员的培养和储备无法支撑公司营销渠道数量持续扩张，导致部分门店管理滞后，或出现经营活动不能契合公司经营理念的情形，进而对公司品牌形象和经营业绩造成不利影响。

加盟管理风险。加盟商的人员、资金、财务、经营和管理均独立于公司，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。

委外生产风险。公司是珠宝首饰品牌运营商，将珠宝首饰行业附加值较低的生产环节委托生产商生产和加工，强调品牌建设、推广和终端渠道管理等附加值高的核心环节。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。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1735	852	979	1137	1333	营业收入	11118	16290	19580	22737	25887
应收账款+票据	817	1498	1801	2091	2381	营业成本	8808	13334	16152	18814	21515
预付账款	11	14	17	19	22	营业税金及附加	106	147	176	205	233
存货	3342	3643	3983	4381	4716	营业费用	748	944	1096	1251	1398
其他	329	442	531	616	702	管理费用	105	119	145	162	179
流动资产合计	6235	6448	7310	8245	9153	财务费用	-13	4	5	1	-2
长期股权投资	155	155	154	154	154	资产减值损失	-1	-8	-46	-53	-60
固定资产	109	111	223	334	433	公允价值变动收益	-28	7	0	0	0
在建工程	505	721	668	568	427	投资净收益	18	-86	-86	-86	-86
无形资产	403	386	321	257	193	其他	56	39	39	39	39
其他非流动资产	199	192	173	155	154	营业利润	1409	1695	1912	2204	2456
非流动资产合计	1372	1564	1540	1467	1361	营业外净收益	12	13	-1	-1	-1
资产总计	7607	8012	8850	9712	10514	利润总额	1420	1708	1911	2203	2455
短期借款	0	200	76	84	0	所得税	333	396	443	510	568
应付账款+票据	271	149	321	374	428	净利润	1087	1313	1469	1693	1887
其他	1206	1220	1574	1876	2150	少数股东损益	-3	-3	0	0	0
流动负债合计	1477	1569	1972	2334	2578	归属于母公司净利润	1091	1316	1469	1693	1887
长期带息负债	65	50	39	27	14	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	16	9	9	9	9	成长能力					
非流动负债合计	81	59	48	36	23	营业收入	21.4%	46.5%	20.2%	16.1%	13.9%
负债合计	1558	1628	2020	2370	2601	EBIT	-10.3%	21.7%	11.9%	15.0%	11.3%
少数股东权益	7	3	3	3	3	EBITDA	-9.9%	21.4%	16.3%	15.5%	11.2%
股本	1096	1096	1096	1096	1096	归属于母公司净利润	-10.9%	20.7%	11.6%	15.2%	11.5%
资本公积	1327	1327	1327	1327	1327	获利能力					
留存收益	3619	3958	4403	4916	5487	毛利率	20.78%	18.14%	17.51%	17.25%	16.89%
股东权益合计	6049	6385	6830	7342	7914	净利率	9.78%	8.06%	7.50%	7.44%	7.29%
负债和股东权益总计	7607	8012	8850	9712	10514	ROE	18.05%	20.62%	21.52%	23.06%	23.85%
						ROIC	27.08%	26.03%	23.56%	25.77%	26.68%
						偿债能力					
						资产负债率	20.49%	20.32%	22.83%	24.40%	24.73%
						流动比率	4.2	4.1	3.7	3.5	3.6
						速动比率	1.7	1.5	1.5	1.4	1.5
						营运能力					
						应收账款周转率	13.6	10.9	10.9	10.9	10.9
						存货周转率	2.6	3.7	4.1	4.3	4.6
						总资产周转率	1.5	2.0	2.2	2.3	2.5
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.0	1.2	1.3	1.5	1.7
						每股经营现金流	0.9	0.1	1.2	1.3	1.5
						每股净资产	5.5	5.8	6.2	6.7	7.2
						估值比率					
						市盈率	11.4	9.5	8.5	7.4	6.6
						市净率	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
						EV/EBITDA	9.9	9.4	6.0	5.2	4.6
						EV/EBIT	10.2	9.6	6.4	5.5	4.9

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 05 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼