



中信证券研究部



徐晓芳
首席商业零售
分析师
S1010515010003



林伟强
商业零售分析师
S1010519100002

核心观点

时尚珠宝低客单（尝鲜成本低）、高时尚搭配（需搭配使用场景）、高毛利率空间（覆盖直播佣金和高退货率），契合电商直播消费场景。周大生线上业务布局多年，机制（成立独立子公司运营）、产品（独立开发、协同生产）、运营（精耕多年，主播专场合作）等方面领先行业，有望抢占珠宝直播电商红利，推动公司品牌价值重估。

■ **时尚珠宝：千亿市场，方兴未艾。**区别于传统珠宝婚庆为主的消费场景，时尚珠宝主要用于日常佩戴、服饰搭配等休闲悦己场景。消费频次、搭配变化需求高，更贴合时尚消费品属性，适合线上消费且利润率空间大：2019年时尚珠宝行业规模1045亿元，线上占比14.2%（VS珠宝行业整体7.7%）；以Pandora为代表的国际典型时尚珠宝品牌近十年毛利率维持在70%-80%，净利率维持在20%-30%。且行业高端分散（CR3仅3.4%），龙头虚位。

■ **直播 X 珠宝：时尚珠宝消费新机遇。**直播是电商新消费场景，成长爆发性强：根据新榜研究院数据，2019年行业规模约4338亿元，2020年有望达到9610亿元。时尚珠宝低客单（尝鲜成本低）、高时尚搭配（需搭配使用场景）、高毛利率空间（覆盖直播佣金和退货率），契合电商直播消费场景。以淘宝直播为例，2020年5月TOP100主播带货中，珠宝&饰品占比7.9%，远超珠宝大盘线上消费占比。

■ **线上布局领先行业，率先抢占直播爆发机遇。**周大生2014年即组建电商团队，并于2018年成立互联天下独立运营电商业务，电商业务处于业内领先地位：2019年，周大生线上收入同比增长43.2%至5亿元，净利润约2820万元。2020Q1借助多场直播活动，单季线上营收放量至1.9亿元（yoy+104%，总收入占比提升至28.4%）。6月周大生与辛巴专场直播销售达4.1亿元，破行业单场带货记录。公司线上业务布局多年，机制（成立独立子公司运营）、产品（独立开发、协同生产）、运营（精耕多年，主播专场合作）等方面领先行业，有望抢占珠宝直播电商行业红利。

■ **风险因素：**线下消费复苏迟缓；线上竞争加剧；直播电商经营效果不达预期。

■ **投资建议：线上爆发季，重估正当时。**鉴于公司线上业务超预期和线下门店销售逐季恢复，上调公司2020-2022年收入预测至58.6/73.2/86.8亿元（原预测为57.6/67.2/76.2亿元），归母净利润预测至10.8/14.0/17.0亿元（原预测为10.7/13.1/15.2亿元），其中线上业务2020-2022年收入预测为11.0/18.7/26.2亿元，净利润预测0.66/1.22/1.84亿元。考虑线上和线下消费场景和业务成长性差异，给予公司线下业务2020年20xPE估值，线上业务2021年40xPE估值，合理市值251亿元，对应目标价34.30元，维持“买入”评级。

周大生	002867
评级	买入（维持）
当前价	26.39元
目标价	34.30元
总股本	731百万股
流通股本	723百万股
52周最高/最低价	33.65/17.09元
近1月绝对涨幅	26.39%
近6月绝对涨幅	30.66%
近12月绝对涨幅	16.77%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,869.94	5,439.29	5,861.32	7,317.36	8,680.18
营业收入增长率	28%	12%	8%	25%	19%
净利润(百万元)	806.12	991.42	1,076.64	1,402.84	1,702.02
净利润增长率	36%	23%	9%	30%	21%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.68	1.37	1.47	1.92	2.33
净资产收益率 ROE%	20.45%	21.05%	19.73%	21.82%	22.27%
每股净资产(元)	5.39	6.44	7.47	8.80	10.45
PE	16	19	18	14	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年7月6日收盘价

目录

电商直播新场景，时尚珠宝新机遇	1
时尚珠宝：千亿市场，方兴未艾	1
电商直播：强体验重交互，冲动性消费的优质土壤	3
直播 X 珠宝：时尚珠宝消费新机遇	4
电商直播布局领先，线上再造周大生	6
线上布局行业领先，直播成交额靛眼	6
直播核心竞争力：用户洞察+产品定制+产能组织	8
投资建议：线上爆发季，重估正当时	9

插图目录

图 1：2019 年国内时尚珠宝行业规模 1045 亿元，占珠宝消费 14.8%	1
图 2：时尚珠宝行业分散，龙头 Swarovski 份额仅 3.4%（2019）	1
图 3：10.2% 的新生代购买频次最高的时尚单品是时尚首饰（2019）	2
图 4：pandora 常年维持 70-80% 毛利率，20% 以上净利率水平	2
图 5：2020 年电商直播行业规模有望达到 9610 亿元	3
图 6：平均 36% 的线上消费来自非计划性消费	4
图 7：价格是直播购物的核心驱动因素	4
图 8：5 月珠宝/饰品淘宝直播销售占比约 7.9%	4
图 9：5 月淘宝直播单价 500 元以下销售占比 67.8%	4
图 10：2019 年时尚珠宝线上渗透率 14.2%，远超珠宝行业整体（7.7%）	5
图 11：淘宝时尚珠宝镶嵌材料构成（2020.6）	5
图 12：淘宝时尚珠宝金属材料构成（2020.6）	5
图 13：淘宝时尚珠宝销售单价分布（2020.6）	5
图 14：周大福线上线下产品销售均价差异明显	5
图 15：2019 年周大生线上自营收入 5.0 亿元。同比增长 43.2%	7
图 16：互联天下 2019 年实现营收/净利润 5.0/0.3 亿元	7
图 17：2019 年周大生线上素金类产品收入 4.2 亿元，占比 83.2%	7
图 18：周大生 2019 年线上产品毛利率 27.5%	7
图 19：直播主力周大生线上爆发。6 月单月品牌淘系销售达 8 亿	8
图 20：2019 年周大生新增外观专利数量 333 项	9
图 21：周大生镶嵌委外加工量远大于老凤祥自产	9

表格目录

表 1：典型时尚珠宝品牌热销产品均价在 400-800 元之间	2
表 2：全国性珠宝龙头积极布局直播	6
表 3：周大生-辛巴直播专场销售额 TOP10 单品	8
表 4：周大生产品研发流程	9
表 5：周大生线上线下业务拆分	10

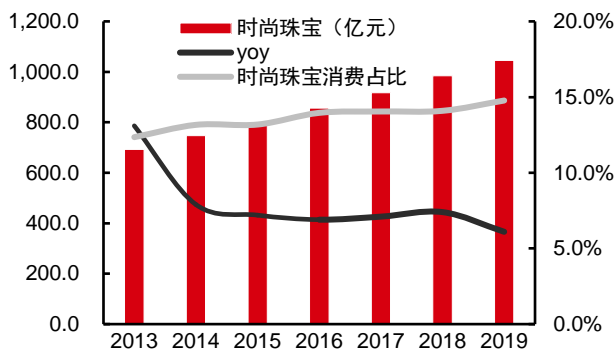
■ 电商直播新场景，时尚珠宝新机遇

时尚珠宝：千亿市场，方兴未艾

千亿市场，龙头虚位。根据制作工艺和原材料不同，珠宝可以分为时尚珠宝（Costume Jewelry/ Fashion Jewelry）和精品珠宝（Fine Jewelry）两类。精品珠宝由贵金属（黄金、白金等）和宝石（钻石、红宝石、绿宝石等）加工制造而成；时尚珠宝的原材料通常为非贵金属、合金、银、准宝石等，并通过宝石染色、镀金/银等工艺制作而成。

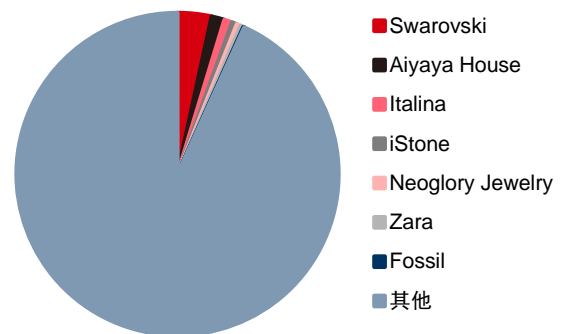
依据 Euromonitor 数据，2019 年国内时尚珠宝终端零售 1045 亿元，在珠宝行业中占比约 14.8%。行业高度分散，2019 年 CR3 仅 5.5%，施华洛世奇（3.4%）、哎呀呀生活馆（1.3%）和伊泰莲娜（0.8%）排名前三。

图 1: 2019 年国内时尚珠宝行业规模 1045 亿元, 占珠宝消费 14.8%



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

图 2: 时尚珠宝行业分散, 龙头 Swarovski 份额仅 3.4% (2019)



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

时尚珠宝高频低客单，更具时尚消费品属性，品牌利润空间大。区别于传统珠宝婚庆为主的消费场景，时尚珠宝主要用于日常佩戴、服饰搭配等休闲悦己场景。消费频次、搭配变化需求高，更贴合时尚消费品属性，且利润率空间大：**以 Pandora 为例，近十年毛利率维持在 70%-80%，净利率维持在 20%-30%。**

1) 高频低客单，降低尝鲜成本。据华丽志&太平鸟发布的《中国新生代时尚消费白皮书》，10.2%的受访新生代购买频次最高的时尚单品是时尚首饰，仅次于鞋履、彩妆和包袋。以施华洛世奇、潘多拉、APM 三大国际时尚珠宝品牌为例，官网热销产品单价在 400-800 元之间。

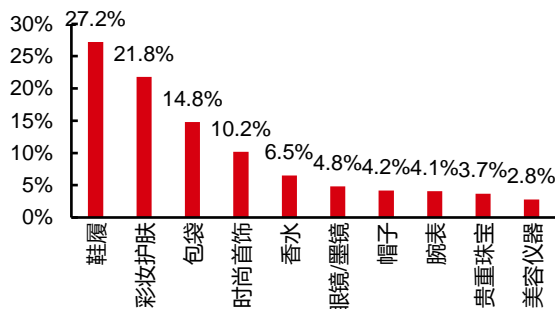
2) 重设计轻材质，快速推新。仍三家国际知名的时尚珠宝品牌为例：①施华洛世奇以宝石、k 金产品为主，产品天鹅形象设计感强、认知度高，产品系列迭代快（2020 年以来已上新 6 大系列）；②APM 专攻纯银珠宝，2020 年保持 1-2 月上一个新系列的节奏；③潘多拉主打串饰（收入占比 52%）、手链（19%）、戒指（14%），2019 年共推出 9 款系列产品。

表 1: 典型时尚珠宝品牌热销产品均价在 400-800 元之间

大陆官网	销量排名	销量 TOP10 产品	产品价格 (元)	TOP10 产品均价 (元)
施华洛世奇	1	SWAROVSKI ICONIC SWAN 链坠, 黑色, 镀铑	629	724
	2	ONE 链坠, 红色, 镀铑	774	
	3	FURTHER 手链, 白色, 镀玫瑰金色调	894	
	4	ANGELIC 耳钉, 白色, 镀金色调	629	
	5	ATTRACT TRILOGY ROUND 穿孔耳环, 蓝色, 镀铑	699	
	6	ATTRACT TRILOGY ROUND 穿孔耳环, 绿色, 镀铑	600	
	7	ANGELIC 穿孔耳环, 白色, 镀铑	629	
	8	ONE 链坠, 彩色设计, 镀玫瑰金色调	774	
	9	TENNIS DELUXE 手链, 蓝色, 镀铑	1,253	
	10	ATTRACT 耳钉, 红色, 镀铑	360	
潘多拉	1	璀璨深蓝色串饰	598	441
	2	绳结连心戒指	298	
	3	神圣捕梦网	398	
	4	绳结之心丁字链扣手链	798	
	5	月亮星空吊坠串饰	498	
	6	透明 Pavé 密镶宝石固定夹	298	
	7	蓝色闪耀皇冠 O	324	
	8	Pandora 徽标与爱心细节戒指	298	
	9	梦想之星吊饰	548	
	10	闪耀冰晶网球手链绳	349	
APM	1	大嘴鸟挂扣吊坠-金黄色银	800	773
	2	大嘴鸟图章戒指-金黄色银	790	
	3	单只花卉&棕榈叶耳夹-金黄色银	1,130	
	4	热带花卉&棕榈叶戒指-金黄色银	830	
	5	AC5507OXY	1,320	
	6	幸运眼戒指-金黄色银	620	
	7	幸运眼扣牌-金黄色银	490	
	8	单只小鱼耳环-金黄色银	580	
	9	海马戒指-金黄色银	590	
	10	单只金黄色纯银镶晶钻 TOI ET MOI 小贝壳耳环	580	

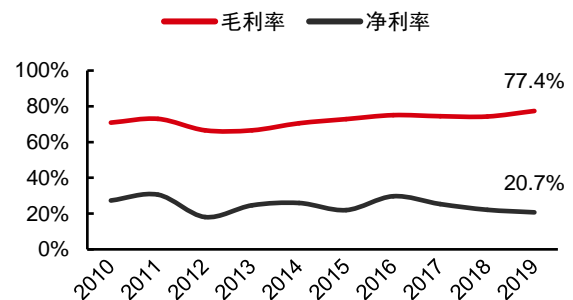
资料来源: 各品牌官网, 中信证券研究部

图 3: 10.2% 的新生代购买频次最高的时尚单品是时尚首饰 (2019)



资料来源: 华丽志&太平鸟《中国新生代时尚消费白皮书》, 中信证券研究部

图 4: Pandora 常年维持 70%-80% 毛利率, 20% 以上净利率水平



资料来源: Pandora 公告, 中信证券研究部

电商直播：强体验重交互，冲动性消费的优质土壤

电商直播是电商新消费场景，成长爆发性强。依据新榜研究院数据，2019 年电商直播行业规模约 4338 亿元，2020 年有望同比增长 122%至 9610 亿元。电商直播弥补了多年来电商被诟病的感官体验的缺失，带来的结果是电商渗透率的加速提升——电商成熟品类（如美妆&服饰等）的进一步渗透，边缘品类（如珠宝&家装）被纳入电商版图。至少在四个方面，直播推动推动了电商体验的升级：

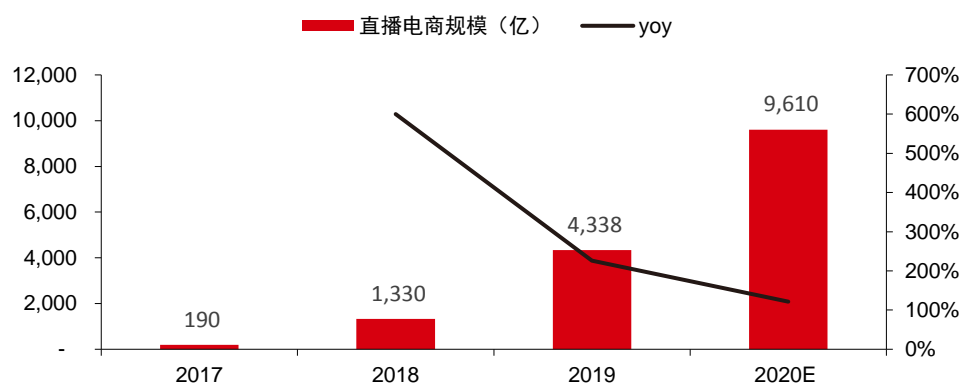
1) **更长的时间触点。**参考 QM 的数据，19M9，短视频 app 月活用户 8.1 亿，占互联网总用户 71.5%，推动移动视频整体用户时长占比提升至 22.1%。作为对比，移动购物的总时长占比仅为 7.9%。

2) **更高效的转化。**直播间/短视频一购买链接，一键下单+限时抢购+互动催单，造就电商直播更高的转化率。淘宝官方数据显示，2019 双十一淘宝直播进店转化率超过 60%。

3) **更接近线下的真实体验。**主播的互动展示恰似线下导购的安利，弥补了传统电商相比线下门店感官体验的缺失，原本被认为难以电商化的高体验属性品类被快速纳入电商范畴。依据中宝协联合对庄翡翠发布的《2018 中国翡翠网络消费白皮书》数据，2019 年线上翡翠玉石直播销售额 1131 亿，推动翡翠线上交易额同比增长 770%至 1300 亿。

4) **和主播的情感链接。**“薇娅的女人”“李佳琪的美眉”“辛巴的老铁”，主播和粉丝之间是有购物之外的情感链接的。某种程度上，买电商主播推荐的商品，和为偶像买榜刷礼物，是一样的爱豆养成消费，不同的是，电商直播除了心理的满足，还带来了实实在在的“全网最低价”产品。

图 5：2020 年电商直播行业规模有望达到 9610 亿元

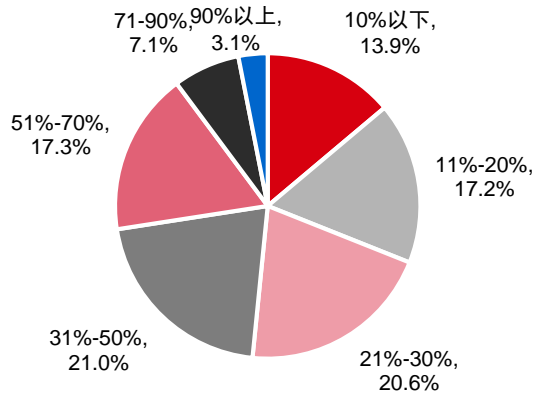


资料来源：新榜研究院（含预测），中信证券研究部

低客单、重营销的冲动性消费，是电商直播主要消费场景。1) 据艾瑞咨询，约 36% 的线上消费来自于非计划性消费，社交电商、直播电商推动冲动消费占比提升。2) 61%/56% 的直播电商用户观看过穿搭/美妆类直播，排名所有品类前三；同时，“观看-购买”转化率高达 77%/83%。时尚品类的高频、大众、低价属性与直播模式的强渲染环境相得益彰；3) 依据中信证券研究部数据科技组观察，2020 年 5 月，淘宝直播消费品类集中在女装

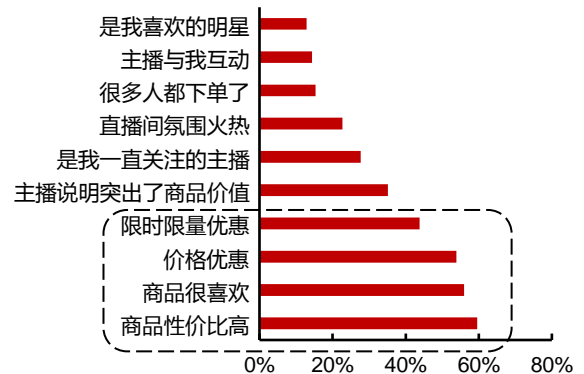
(31.9%)、美容护肤 (9.9%)、珠宝首饰 (7.9%) 等女性消费品, 且 500 元以下客单价成交占比 67.8%, 低客单、重营销的冲动性消费特征明显。

图 6: 平均 36% 的线上消费来自非计划性消费



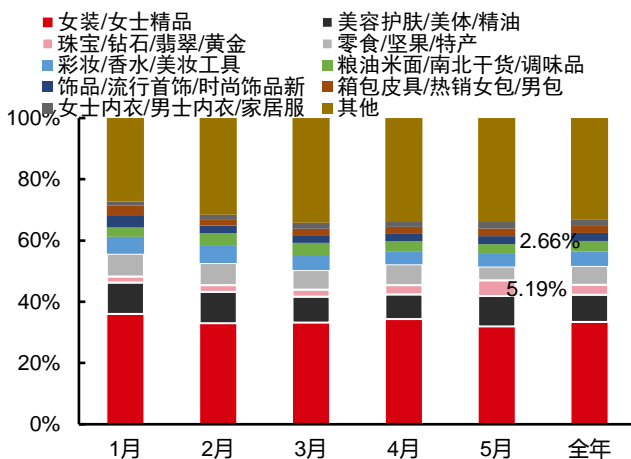
资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部;

图 7: 价格是直播购物的核心驱动因素



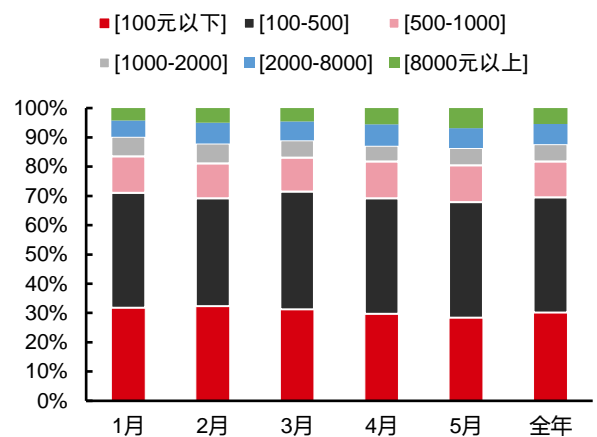
资料来源: 中国消费者协会, 中信证券研究部

图 8: 2020 年 5 月珠宝/饰品淘宝直播销售占比约 7.9%



资料来源: 淘宝直播, 直播眼, 达人记, 中信证券研究部;

图 9: 2020 年 5 月淘宝直播单价 500 元以下销售占比 67.8%



资料来源: 淘宝直播, 直播眼, 达人记, 中信证券研究部

直播 X 珠宝: 时尚珠宝消费新机遇

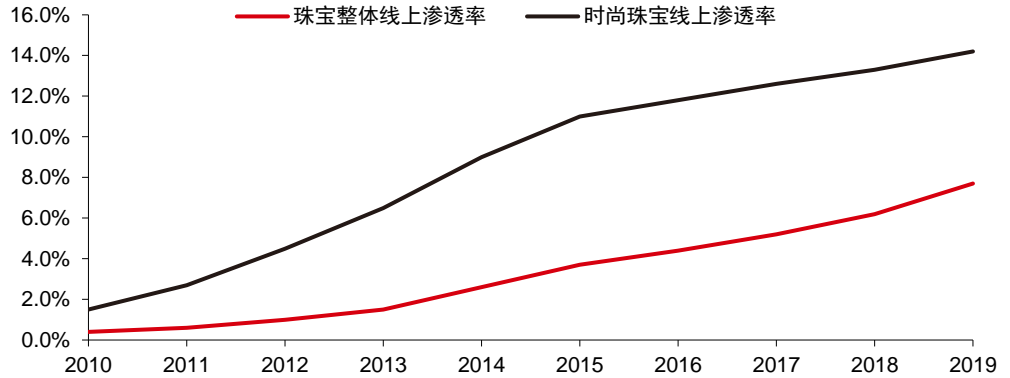
线上与线下是不同的消费场景, 时尚珠宝线上更具生命力。依据 Euromonitor, 2019 年国内珠宝行业线上整体销售占比仅 7.7%, 但时尚珠宝线上渗透率已达 14.2%。线上时尚、线下婚嫁为主的消费场景下, 线上珠宝消费与线下差异明显:

1) 银饰为主, 镶嵌以合金为主。依据淘数据, 统计 2020 年 6 月淘宝 (含天猫) 热卖单品, 金属主材以银为主, 其中 925 银占比高达 91%; 镶嵌材料方面, 未镶嵌 (即素银/素金饰品) 占比 48.9%, 其余则以银、合金镶嵌人工/半宝石为主。

2) 单价远低于线下。依据淘数据, 剔除单价 100 元以下的低单价饰品后, 2020 年 6 月, 淘宝 (含天猫) 平台单价 500 元以下的饰品销售/销售额占比 74.1%/62.1%。另据周

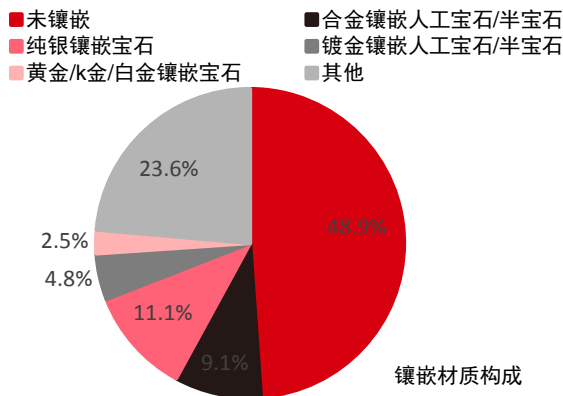
大福年报披露, FY2020, 周大福公司整体黄金/镶嵌饰品平均均价 5000/6400 元; 同期公司线上黄金/镶嵌饰品销售均价 1600/1600 元。

图 10: 2019 年时尚珠宝线上渗透率 14.2%, 远超珠宝行业整体 (7.7%)



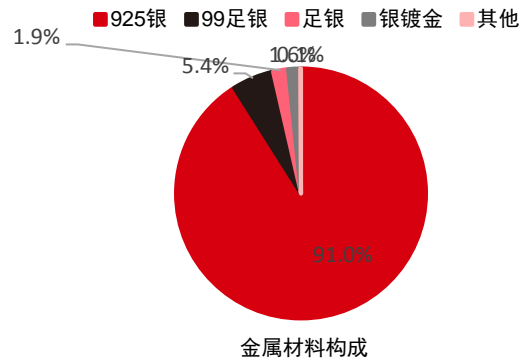
资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

图 11: 淘宝时尚珠宝镶嵌材料构成 (2020.6)



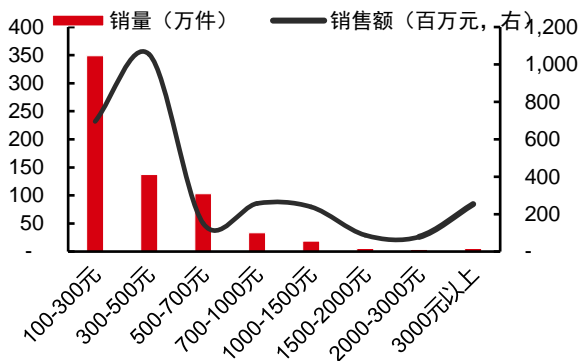
资料来源: 淘数据, 中信证券研究部;

图 12: 淘宝时尚珠宝金属材料构成 (2020.6)



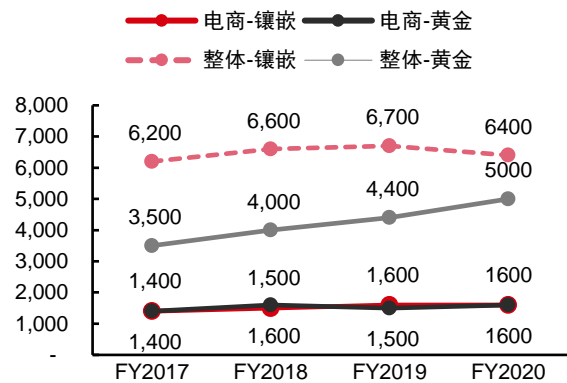
资料来源: 淘数据, 中信证券研究部

图 13: 淘宝时尚珠宝销售单价分布 (2020.6)



资料来源: 淘数据, 中信证券研究部 (剔除 100 元以下单品);

图 14: 周大福线上线下产品销售均价差异明显



资料来源: 周大福公告, 中信证券研究部

时尚珠宝与电商直播消费天然契合，成为线上珠宝加速渗透重要催化剂。时尚珠宝低客单（尝鲜成本低）、高时尚搭配（需搭配使用场景）、高毛利率空间（覆盖直播高渠道佣金和退货率），契合电商直播消费场景。龙头品牌公司入场与头部主播合作，线上珠宝消费有望迎来新的爆发成长期：

1) 与头部主播（薇娅、辛巴等）频繁合作，如周大生与辛巴专场直播成交金额超 4.1 亿元；2) 积极推进店铺自播、素人直播，将直播打造成新的电商基础设施；3) 后端深度布局，如周大生组成专人团队进行消费者洞察，反向定制直播产品。

表 2：全国性珠宝龙头积极布局直播

	直播
周大生	2016 年 6 月试水淘宝直播，成为最早入局淘宝直播的品牌之一，首期邀请明星柳岩合作，当天转化 6 万单。
	2017 年，在行业内率先开展店铺自播，同时在 PGC 节目合作领域大胆尝试。
	2020 年初，与李佳琦合作
	2020 年 3 月，与薇娅 viya 合作，多次推出单场销量过万的爆款；其中“小吃货”套链销量 19 万件，创珠宝行业电商直播纪录
	2020 年 4 月 24 日，董事长周宗文先生亲临直播间开启直播首秀
	2020 年 6 月 21 日晚，周大生与快手“带货一哥”辛巴强强联合，携手明星佟大为直播带货，全场销售达 4.12 亿元。
豫园股份	2019 年 5 月，头部主播薇娅为老庙黄金带货，几秒内销售额达 300 多万元。
	2019 年 6 月，开始做素人直播
	2019 年 12 月 30 日，豫园家庭日薇娅直播专场在豫园商城火热开播，成交总金额超过 2678 万，总件数超过 20 万，直播观看人数超过 1230 万。其中老庙 X 麦玲玲联名黄金足金岁岁如意为当场直播最爆单品，销售额为 1036 万。
	2020 年 1-4 月，老庙共直播超过 200 场，销售额 700 多万元，新增粉丝 1 万多人。
周大福	6 月 14 日，上海豫园集体搬进了淘宝直播间，尝试“商圈直播”新模式，至少 11 场直播在豫园同步上演。
	4 月 8 日，开启以“武汉解封，秒杀狂欢”为主题的十一城马拉松接力 14 小时超长直播
	4 月 24 日-4 月 30 日，周大福云告白直播间内每晚开启“致自己”、“致挚友”、“致父母”等七大专场直播
	5 月 7 日，周大福携旗下 ENZO、MONOLOGUE、SOINLOVE、TMARK 四大品牌亮相京东超级品牌日，直播 12 小时
老凤祥	6 月 6 日-6 月 8 日参加首届直播节（中国广州），周大福高管天团空降直播间带货，展示花木兰等新品并送出福利。
	2019 年 4 月 19 日，第 28 届老凤祥上海首饰博览会暨淮海路时尚体验馆开幕，当日网红现场直播吸引了 1200 多万粉丝观看。
	2020 年 5 月走进“周到”直播间掀起国货潮，通过抽盲盒的方式揭晓了来自大白兔、回力、凤凰、三枪、恒源祥、老凤祥、老庙、上海丝绸、沈大成、哈尔滨等 15 个老字号的新品。

资料来源：各公司官网，淘榜单，中信证券研究部

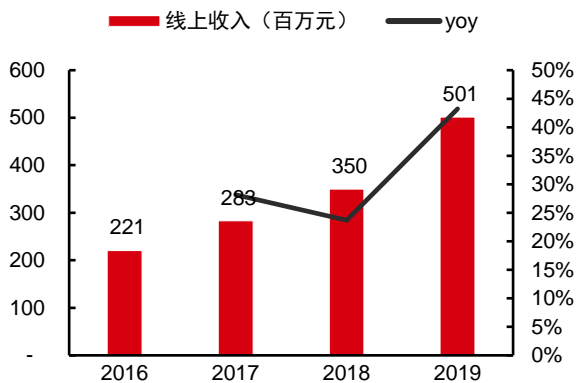
■ 电商直播布局领先，线上再造周大生

线上布局行业领先，直播成交额靛眼

电商布局行业领先，线上业务快速增长。周大生 2014 年组建电商团队，后于 2018 年成立互联天下子公司，独立运营电商业务，电商业务发展处于业内领先地位：2019 年，周大生线上收入同比增长 43.2%至 5 亿元，占公司总收入 9.2%。子公司互联天下净利润 2820 万元，净利率 5.7%。2020Q1，周大生线上增长提速，单季营收同比增长 104.3%至 1.92 亿元，营收占比大幅提升至 28.4%。

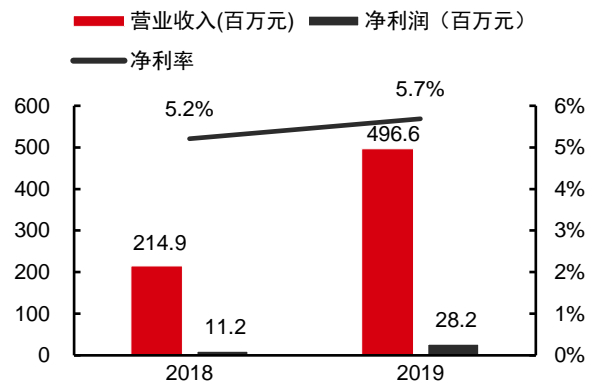
线上销售以素金类产品为主，客单价低，契合线上珠宝主流消费场景。2019年，周大生线上素金类产品销售金额4.2亿元，占比83.2%，线上镶嵌/素金产品均价991/792元，整体毛利率27.5%，过往三年保持平稳。

图 15: 2019 年周大生线上自营收入 5.0 亿元。同比增长 43.2%



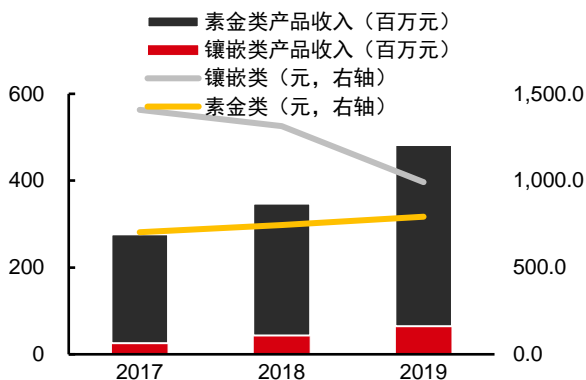
资料来源: 周大生公告, 中信证券研究部;

图 16: 互联天下 2019 年实现营收/净利润 5.0/0.3 亿元



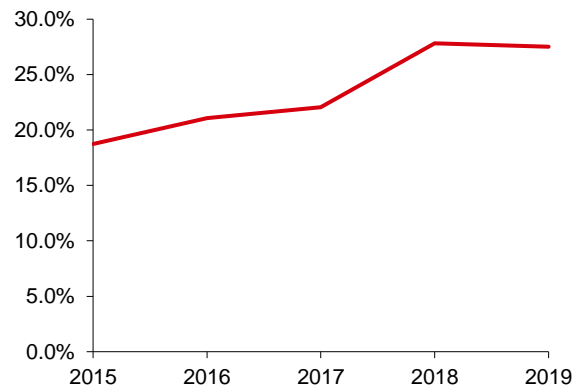
资料来源: 周大生公告, 中信证券研究部

图 17: 2019 年周大生线上素金类产品收入 4.2 亿元, 占比 83.2%



资料来源: 周大生公告, 中信证券研究部;

图 18: 周大生 2019 年线上产品毛利率 27.5%

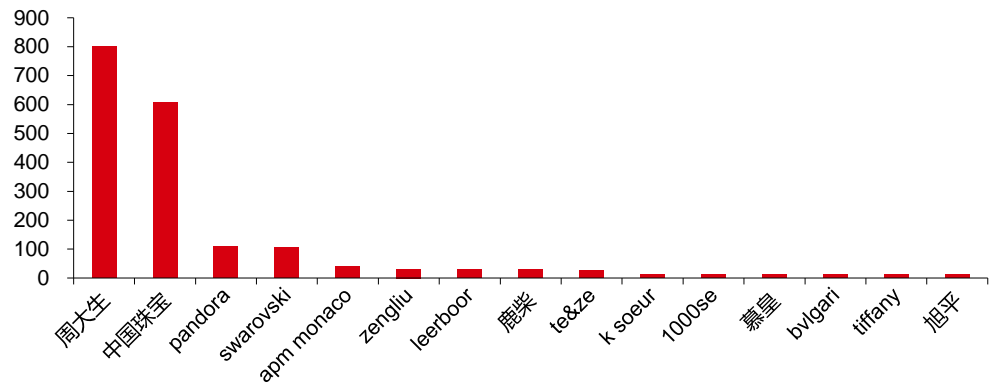


资料来源: 周大生公告, 中信证券研究部

与“快手一哥”辛巴深度合作，专场直播成交额超4.1亿元。周大生是行业内最早卡位直播电商的公司，2016年入局淘宝直播，2017年率先开始店铺自播，2020年与头部直播达人李佳琦、薇娅、辛巴陆续展开合作，带货成绩不俗。

6.21，周大生与辛巴在快手平台开设专场直播，单场成交额达4.12亿元，创下珠宝行业直播带货新纪录，带动6月周大生品牌品牌淘系单月销售达8亿元。不同于收取坑位费+佣金的一般合作形式，辛巴此番与周大生共同排期、共同组织货品款式、最后共分利润，最大程度实现资源共享和风险共担。

图 19：直播主力周大生线上爆发，6 月单月品牌淘系销售达 8 亿



资料来源：淘数据，中信证券研究部

直播核心竞争力：用户洞察+产品定制+产能组织

公司对电商业务的前瞻性布局以及多年深耕早就的供应链能力，形成了用户洞察、产品定制、产能组织三大竞争力，为靓丽的成交额提供了强有力的底层支撑。

1) 用户洞察。头部 KOL（辛巴、薇娅、李佳琦等）自带巨量流量，是直播的最主要受众。因此，周大生专门配备了 5-6 人的 BI 团队，对主播的粉丝进行消费者画像，对粉丝的喜好进行前瞻性分析，基于粉丝的特征准备配货方案，实现“千次千面”，从而最大程度提高生产效率、降低库存风险。

2) 产品定制。传统线下门店的精品珠宝客单价高、消费场景集中于婚礼，不适用于节奏快、冲动消费占比高的直播场景；另一方面，直播渠道成本高（主播坑位费+主播抽佣+平台抽佣+平台场景服务等）。只有低客单、高毛利、强设计的品类，能够销售额和利润的平衡成长。6.21 辛巴直播专场，周大生共精选了 58 款产品，以银饰（毛利率 70%-80%）和金镶玉（毛利率 50%以上）为主，平均客单价不足 300 元，最终达成了销售额和利润额的双重爆发。

3) 产能组织。6.21 单场销售 200 万件货，在一个月内完成从加工制作到销售的过程，难度非常大，需要极强的上游产能组织的能力。周大生通过众包式设计、专业化生产的模式，将最有研发实力、产能最充沛的供应链进行整合，高效地完成产能组织，实现极端情况的快速备货。

表 3：周大生-辛巴直播专场销售额 TOP10 单品

	上架时间	价格 (元)	销量 (万)	销售额 (万元)
8041 双环套链 18K	20:10 至 21:58	400	9.93	3,973
8053 金貔貅手串	19:35 至 21:58	1,600	1.50	2,399
8075 银镶吊坠	19:56 至 21:58	250	7.49	1,872
8045V 形套链 18K	23:43 至 00:51	700	2.00	1,400
8076 银镶竹子吊坠	19:10 至 21:58	182	7.00	1,272
8043 银镀戒指	18:56 至 21:57	350	3.50	1,225
8085 金镶白玉点缀碧玉	21:16 至 21:58	1,100	0.99	1,087

	上架时间	价格 (元)	销量 (万)	销售额 (万元)
8070 金镶白玉吊坠	21:52 至 21:58	1,400	0.75	1,050
8066 银镀贝壳套链	21:23 至 21:58	98	9.91	973
8139 立体浮雕吊坠	22:31 至 00:50	1,400	0.65	909

资料来源: 壁虎看看, 中信证券研究部

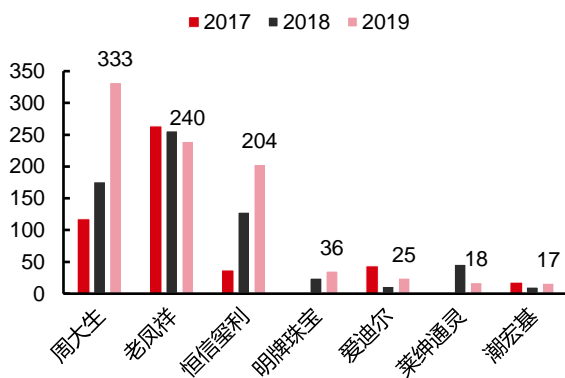
众包式设计、专业化生产为周大生带来极高的产品研发效率和规模化生产效益: 1) 截至 2019 年, 周大生自有研发人员仅 71 人 (VS 老凤祥为 111 人), 但 2019 年周大生新增外观设计专利达到 333 项, 领先主要珠宝公司 (老凤祥为 240 项, 排名第二); 2) 生产端周大生依托深圳健全的珠宝加工产业资源, 外包生产。2019 年周大生委外加工费用总计约 2.0 亿元 (镶嵌产品及少量自营黄金产品, 加盟商黄金产品由合作工厂直接供货), 委外加工体量远超同行。依据其招股书披露, 2016 年周大生镶嵌委外加工数量已达 74.96 万件, 参考加工费增速, 2019 年周大生镶嵌委外加工数量已超 130 万件, 远超老凤祥自建工厂当年 46.55 万件的产量, 周大生订单对工厂端的贡献和控制力可见一斑。

表 4: 周大生产品研发流程

研发模式简介		适用环境
自主研发 (原创设计)	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	公司根据产品需求直接在供应商挑选其已有款式	多应用与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

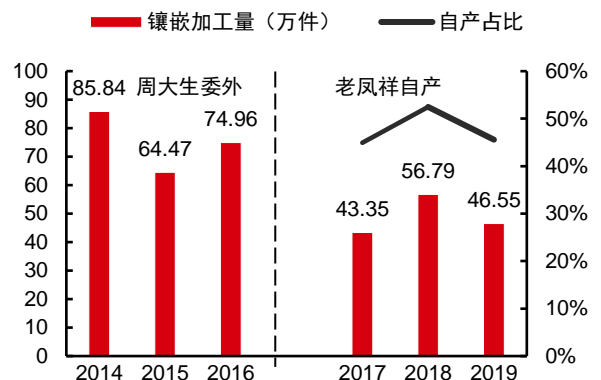
资料来源: 周大生公告, 中信证券研究部

图 20: 2019 年周大生新增外观专利数量 333 项



资料来源: Wind, 国家专利网, 中信证券研究部 (老凤祥数据截至 2019.09.30)

图 21: 周大生镶嵌委外加工量远大于老凤祥自产



资料来源: 周大生、老凤祥公告, 中信证券研究部

■ 风险因素:

线下消费复苏迟缓;

线上竞争加剧;

直播电商经营效果不达预期。

投资建议：线上爆发季，重估正当时

线上线下珠宝消费场景、单价、材质和消费心理差异明显。时尚珠宝低客单（尝鲜成本低）、高时尚搭配（需搭配使用场景）、高毛利率空间（覆盖直播高渠道佣金和退货率）的消费特点，契合电商直播冲动型消费场景，有望成为迎来线上高速发展期。

周大生线上业务布局多年，机制（成立独立子公司运营）、产品（独立开发、协同生产）、运营（精耕多年，主播专场合作）等方面领先行业，有望抢占享受珠宝直播电商行业红利。且线上业务增长之外，更有望实现渠道融合（门店店员自播、线上订单附赠线下门店优惠券等）和新品牌孵化（孵化品牌“设界”已通过直播等渠道进行推广），打开公司第二成长曲线。

鉴于公司线上业务超预期和线下门店销售逐季恢复，上调公司 2020-2022 年收入预测为 58.6/73.2/86.8 亿元（原预测为 57.6/67.2/76.2 亿元），归母净利润预测为 10.8/14.0/17.0 亿元（原预测为 10.7/13.1/15.2 亿元），其中线上业务 2020-2022 年收入预测为 11.0/18.7/26.2 亿元，净利润预测为 0.66/1.22/1.84 亿元。考虑线上和线下消费场景和业务成长性差异，给予公司线下业务 2020 年 20xPE 估值，线上业务 2021 年 40xPE 估值，得出合理市值 251 亿元，对应目标价 34.30 元，维持“买入”评级。

表 5：周大生线上线下业务拆分（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
线上收入	501	1,102	1,874	2,623
yoy	43.2%	120.0%	70.0%	40.0%
线上净利润	28.2	66.1	121.8	183.6
净利率	5.6%	6.0%	6.5%	7.0%
线下及其他收入	4,938	4,759	5,444	6,057
yoy		-3.6%	14.4%	11.3%
线下及其他净利润	963.2	1010.5	1281.0	1518.4
yoy		4.9%	26.8%	18.5%

资料来源：周大生公告，中信证券研究部预测

相关研究

周大生 (002867) 2019 年年报暨 2020 年一季报点评—疫情冲击不改长期成长趋势(2020-04-29)

周大生 (002867) 2019 年业绩快报点评—弱市提份额，龙头地位稳固，疫情冲击可控 (2020-03-02)

周大生 (002867) 2019 年三季报点评—单季业绩增速低点，中长期份额望持续提升 (2019-10-30)

周大生 (002867) 投资价值分析报告—国民珠宝品牌，赋能加盟，成长领先(2019-10-22)

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,870	5,439	5,861	7,317	8,680
营业成本	3,214	3,482	3,721	4,634	5,470
毛利率	34.00%	35.98%	36.52%	36.68%	36.99%
营业税金及附加	46	56	58	73	87
销售费用	519	587	629	727	826
营业费用率	10.66%	10.79%	10.73%	9.94%	9.51%
管理费用	126	121	129	136	146
管理费用率	2.59%	2.22%	2.20%	1.86%	1.68%
财务费用	26	8	19	26	29
财务费用率	0.54%	0.14%	0.32%	0.36%	0.34%
投资收益	24	1	16	14	10
营业利润	1,026	1,257	1,394	1,809	2,201
营业利润率	21.07%	23.12%	23.78%	24.72%	25.36%
营业外收入	33	35	26	31	31
营业外支出	0	0	1	0	1
利润总额	1,059	1,292	1,418	1,840	2,231
所得税	253	301	342	437	529
所得税率	23.90%	23.28%	24.10%	23.76%	23.71%
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司股东的净利润	806	991	1,077	1,403	1,702
净利率	16.55%	18.23%	18.37%	19.17%	19.61%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,059	1,292	1,418	1,840	2,231
所得税支出	-253	-301	-342	-437	-529
折旧和摊销	37	44	61	68	74
营运资金的变化	-549	-292	-18	-533	-504
其他经营现金流	73	54	14	15	15
经营现金流合计	367	798	1,134	952	1,287
资本支出	-381	-181	-210	-200	-130
投资收益	24	1	16	14	10
其他投资现金流	-509	492	-96	-126	-167
投资现金流合计	-865	313	-290	-312	-287
发行股票	107	31	0	0	0
负债变化	1,000	900	241	160	-123
股息支出	-287	-315	-329	-431	-491
其他融资现金流	-427	-1,519	-19	-26	-29
融资现金流合计	394	-903	-107	-297	-644
现金及现金等价物净增加额	-105	208	737	343	356

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,086	1,294	2,030	2,373	2,730
存货	2,589	2,597	2,957	3,683	4,351
应收账款	83	74	109	120	140
其他流动资产	670	197	197	210	221
流动资产	4,428	4,162	5,293	6,386	7,442
固定资产	29	32	100	126	152
长期股权投资	1	1	1	1	1
无形资产	453	435	460	481	496
其他长期资产	976	1,292	1,447	1,665	1,857
非流动资产	1,459	1,760	2,008	2,273	2,505
资产总计	5,887	5,922	7,301	8,659	9,947
短期借款	600	0	241	401	277
应付账款	637	323	744	927	1,094
其他流动负债	666	829	799	842	876
流动负债	1,904	1,153	1,784	2,170	2,247
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	26	26	26	26
非流动性负债	15	26	26	26	26
负债合计	1,919	1,179	1,810	2,196	2,273
股本	485	731	731	731	731
资本公积	1,822	1,650	1,650	1,650	1,650
归属于母公司所有者权益合计	3,941	4,710	5,458	6,430	7,641
少数股东权益	27	33	33	33	33
股东权益合计	3,969	4,743	5,491	6,463	7,674
负债股东权益总计	5,887	5,922	7,301	8,659	9,947

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	27.97%	11.69%	7.76%	24.84%	18.62%
营业利润增长率	30.67%	22.53%	10.87%	29.78%	21.65%
净利润增长率	36.15%	22.99%	8.60%	30.30%	21.33%
毛利率	34.00%	35.98%	36.52%	36.68%	36.99%
EBITDA Margin	22.68%	24.56%	25.57%	26.43%	26.89%
净利率	16.55%	18.23%	18.37%	19.17%	19.61%
净资产收益率	20.45%	21.05%	19.73%	21.82%	22.27%
总资产收益率	13.69%	16.74%	14.75%	16.20%	17.11%
资产负债率	32.59%	19.90%	24.79%	25.36%	22.85%
所得税率	23.90%	23.28%	24.10%	23.76%	23.71%
股利支付率	39.14%	33.18%	40.00%	35.00%	35.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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；韩国市场以科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 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM00010619，作为研究分析商的 INH00001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。