

受益三四线消费升级，渠道快速扩张中的钻石珠宝龙头

核心观点

- 周大生是国内钻石珠宝龙头企业之一。公司的历史经营与行业大环境相关，但也显现出了作为龙头的稳定性和竞争力。2011-2016 年公司营业收入与净利润分别复合增长 9.68% 与 12.78%。公司于 2017 年成功上市之后，受益于低线城市消费升级和行业竞争格局改善，通过加快开店，业绩实现快速增长。18 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 30.57% 和 42.99%，盈利增速不断提升。
- 伴随低线城市消费崛起和主力消费人群代际切换，珠宝首饰消费属性和升级趋势不断增强，品牌化进一步提升行业集中度，广大低线城市品牌化消费升级推动行业集中度提升。近年来珠宝首饰消费与金价的关联度明显减弱，婚恋与自我佩戴等个性化珠宝首饰的需求占比逐步提升，以钻石镶嵌为代表的非素金珠宝迎来了快速发展期。伴随三四线城市珠宝消费结构升级的大趋势，大量小品牌逐步边缘化，整个珠宝首饰市场的集中度进一步提升。
- 公司经营看点：(1) 深耕三四线市场，主打钻石镶嵌首饰。公司致力于满足消费者个性化与婚恋需求，产品结构优化，以具有更高的品牌和设计附加值的镶嵌类产品为主，辅以黄金首饰“带量”，以适应核心消费群体年轻化与结构升级大潮。(2) 擅长加盟模式，扁平化轻资产运营具有财务优势。公司擅长加盟运营模式，与地方头部加盟商合作深厚，在低线城市有先发优势。同时，公司以轻资产模式运营，近年来毛利率和净利率均处于上升状态，历年 ROE 表现均优于同行业公司。(3) 渠道外延加快+质量优化，后续增长动能充足。近年来门店扩张持续加快和新店占比高为公司中短期业绩提供良好保障。(4) 线上业务保持高增长。线上珠宝销售单价相对略低，客群主要为满足个性化需求的年轻人，与线下珠宝销售形成良好的互补效应。(5) 18 年先后推出限制性股票与员工持股计划，实现员工充分激励。限制性股票解锁条件为 18-21 年净利润较 17 年增长率分别不低于 15%、30%、50% 与 70%，员工持股计划于 18 年 7 月完成购买，成交均价 24.95 元/股，充分的股权激励，有利于调动员工和骨干积极性，也彰显了公司的长期发展信心。

财务预测与投资建议

- 深耕低线市场、擅长加盟运营，聚焦钻石珠宝领域叠加年轻化的营销策略将推动公司未来充分分享国内珠宝首饰消费升级的红利，上市之后充足的资金、充分的激励制度也将保证其后续更好的经营发展。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.66 元、2.02 元和 2.43 元，参考可比公司 2019 年平均估值，给予公司 19 年 17 倍 PE，对应目标价 34.34 元，首次给予公司“买入”评级。

风险提示：黄金、铂金、钻石等原材料价格的大幅波动、宏观经济下行带来的零售压力、产品品质出现重大瑕疵等。

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,902	3,805	4,909	5,955	7,144
同比增长	6.3%	31.1%	29.0%	21.3%	20.0%
营业利润 (百万元)	513	785	1,063	1,295	1,556
同比增长	23.7%	53.0%	35.4%	21.8%	20.2%
归属母公司净利润 (百万元)	427	592	806	980	1,176
同比增长	20.8%	38.8%	36.2%	21.5%	20.0%
每股收益 (元)	0.88	1.22	1.66	2.02	2.43
毛利率	34.3%	32.4%	33.7%	33.0%	32.4%
净利率	14.7%	15.6%	16.4%	16.5%	16.5%
净资产收益率	28.1%	23.7%	21.8%	22.8%	23.9%
市盈率 (倍)	30.7	22.2	16.3	13.4	11.2
市净率 (倍)	8.1	3.9	3.3	2.9	2.5

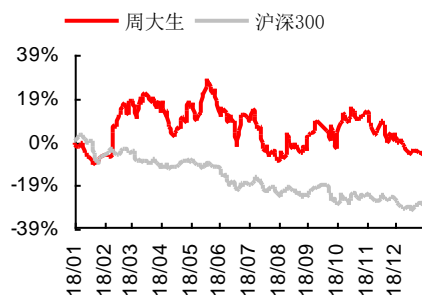
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2019 年 01 月 16 日)	27.05 元
目标价格	34.34 元
52 周最高价/最低价	36.00/25.80 元
总股本/流通 A 股 (万股)	48,538/16,308
A 股市值 (百万元)	13,130
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019 年 01 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-0.4	-7.0	-1.6	-6.8
相对表现 (%)	-2.0	-5.9	-2.5	19.7
沪深 300 (%)	1.6	-1.2	0.9	-26.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076
	shihongmei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860511010001
	赵越峰
	021-63325888*7507
	zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860513060001

联系人	张维益
	021-63325888-7535
	zhangweiyi@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

公司概况：国内钻石镶嵌类珠宝龙头之一.....	5
股权结构	5
财务分析	6
珠宝行业：消费属性和升级趋势不断增强，品牌化发展提升行业集中度.....	8
珠宝首饰的投资性需求开始放缓.....	8
婚恋与自我佩戴的个性化需求占比逐步提升.....	9
结构化升级，镶嵌类珠宝销售不断向好.....	10
低线消费品牌化升级，一线消费个性化、时尚化升级.....	11
龙头公司份额正在逐步提升.....	13
公司经营分析.....	13
深耕三四线市场 主打钻石镶嵌首饰.....	13
擅长加盟运营模式 扁平化、轻资产运营具有财务优势.....	14
渠道外延加快+质量优化 后续增长动能充足.....	15
线上业务保持高增长.....	15
同业公司比较.....	16
限制性股票与员工持股计划实现充分激励.....	18
盈利预测与投资建议.....	19
风险提示.....	20

图表目录

图 1: 周大生门店	5
图 2: 公司分类收入占比 (2018H)	5
图 3: 公司分地区收入占比 (2017)	5
图 4: 公司股权结构 (2018 年 11 月)	6
图 5: 2014 年至今公司门店数量情况	6
图 6: 2012-2018Q3 公司营业收入及增速情况 (亿元, %)	7
图 7: 2012-2018Q3 公司净利润及增速情况 (亿元, %)	7
图 8: 2011-2017 年公司收入构成情况	7
图 9: 2011-2017 年镶嵌和素金首饰收入及增速 (万元, %)	7
图 10: 2012-2018Q3 公司期间费用率情况	7
图 11: 2000 年至今伦敦金现货价格 (美元/盎司) 及国内珠宝零售额增速情况	8
图 12: 2000 年至今中国珠宝首饰类黄金消费需求 (吨, 季)	8
图 13: 85-90 年出生人口当前的婚恋开支撑起当前珠宝首饰市场	9
图 14: 周大生结合婚庆珠宝推出系列活动	9
图 15: 2012-2017 年上海钻石交易所成交金额 (亿美元)	10
图 16: 2015 年我国珠宝市场品类构成情况	10
图 17: 2016 年我国珠宝市场品类构成情况	10
图 18: 按城市级别划分中产阶级比例	11
图 19: 2016 年不同城市珠宝品类渗透率情况	11
图 20: 六福珠宝合作王者荣耀冠军戒指	12
图 21: 潘多拉个性手链	12
图 22: 2010-2018Q3 部分珠宝上市公司净利润增速 (%)	13
图 23: 2011-2017 年周大生旗下钻石和黄金品类首饰毛利率情况 (%)	14
图 24: 2011-2018Q3 公司毛利率和净利率情况	14
图 25: 2014 年以来公司历年净开店情况	15
图 26: 2014-2017 年公司线上销售收入及增速情况	15
图 27: 2010-2018Q1-Q3 各公司营业收入情况	16
图 28: 2010-2018Q1-Q3 各公司毛利率和净利率情况 (%)	17
图 29: 2011-2017Q3 各公司 ROE 情况 (%)	17
图 30: 各公司 2017 年杜邦分析	17
图 31: 2010-2017 各公司存货周转率情况	18
图 32: 2010-2017 各公司应收账款周转率情况	18

表 1：同行业公司经营模式及产品结构比较.....	16
表 2：收入分类预测表.....	19
表 3：珠宝行业可比公司列表.....	20

公司概况：国内钻石镶嵌类珠宝龙头之一

公司主要从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，1999 年在北京王府井开设大陆第一家专柜，目前是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。“周大生”是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌之一，主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰等。2017 年 4 月公司成功上市，目前总市值在 134 亿元左右。

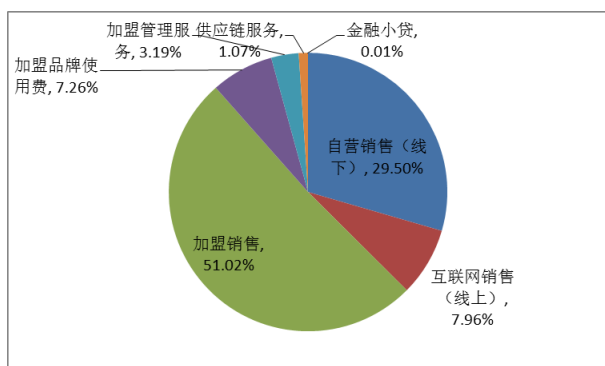
图 1：周大生门店



数据来源：百度图片、东方证券研究所

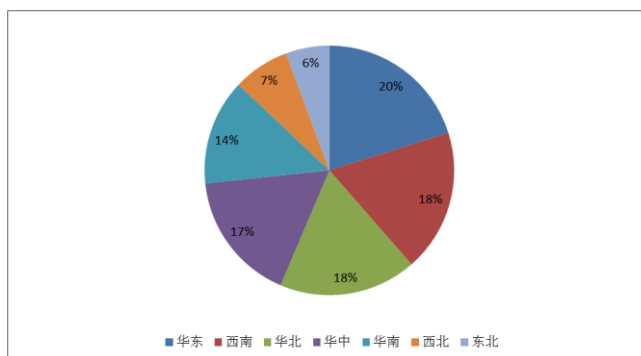
经营上公司采取轻资产、整合运营，以扁平化加盟模式为主，公司主要专注于品牌与渠道管理、产品研发和供应链整合，不断提升品牌形象和影响力。截至 2018 年三季度末，公司拥有门店 3190 家，其中自营店 292 家，加盟店 2898 家。2018 年上半年，公司自营销售占主营业务收入比重为 30%，加盟销售占比 51%，电商占比 8%。分地区看，华北、西南、华东和华中地区是公司销售收入的主要贡献区域。

图 2：公司分类收入占比（2018H）



数据来源：2018 年中报、东方证券研究所

图 3：公司分地区收入占比（2017）



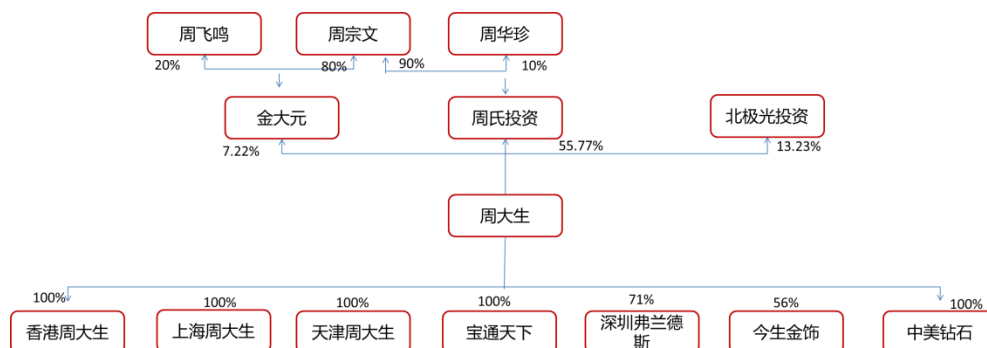
数据来源：公司公告、东方证券研究所

股权结构

公司控股股东为周氏投资，实际控制人周宗文、周华珍夫妇通过周氏投资和金大元间接持股周大生 63%。18 年 7 月，公司第一期员工持股计划通过大宗交易方式完成购买公司股份 595.23 万股，占

公司总股本的 1.23%。18 年 12 月公司公告，持股 13.23% 的股东极光投资计划在 6 个月内以大宗交易方式或集中竞价方式或协议转让方式减持股份。

图 4：公司股权结构（2018 年 11 月）



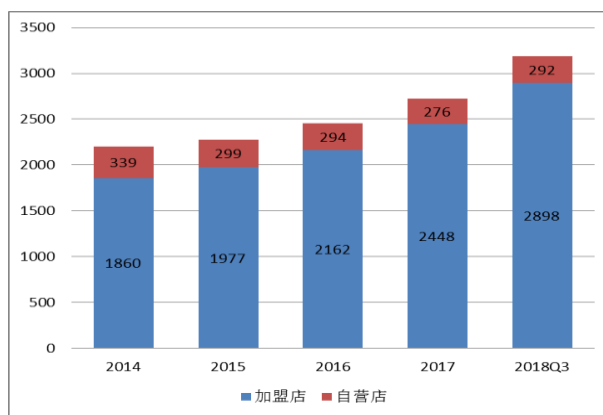
数据来源：公司公告，东方证券研究所

财务分析

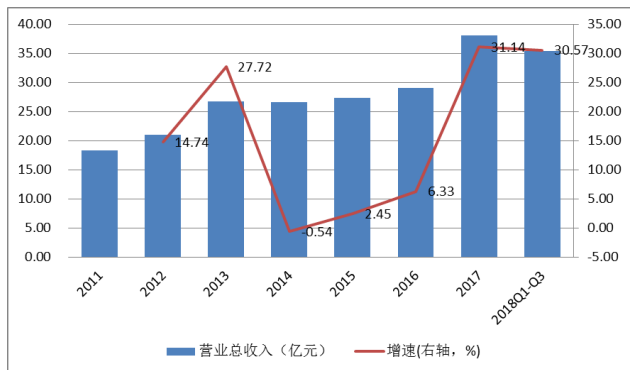
2000-2013 年，受益于居民可支配收入稳定增长背景下购买力的增强以及黄金价格的上涨，国内珠宝首饰行业经历了“黄金十年”，黄金珠宝成为国内规模增长最为迅速的可选消费品之一，此后随着金价的下跌，行业进入调整期，直至 16 年底，伴随高端消费的回暖，消费需求代替投资成为行业的主要驱动力，珠宝首饰消费开始逐渐回暖。周大生作为国内珠宝首饰行业的龙头之一，其收入和盈利表现与行业大环境相关，但也显现出其作为龙头企业，在消费环境疲软之下，自身经营业绩的稳定性。

2011-2016 年公司营业收入与净利润年复合增长 9.68%与 12.78%，2017 年公司实现营业收入 38.05 亿元，同比增长 30.57%，归母净利润 5.92 亿元，同比上升 38.77%，2018 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 30.57%和 42.99%。公司门店总数由 2014 年的 2199 家增加至目前的 3190 家，主要是加盟店数量快速增长，随着上市后开店节奏的加快，业绩增速进一步提升。

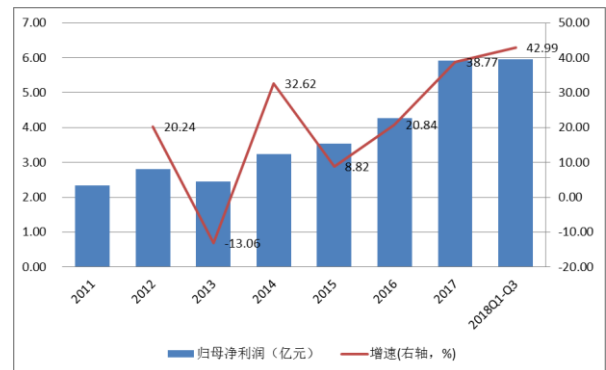
图 5：2014 年至今公司门店数量情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

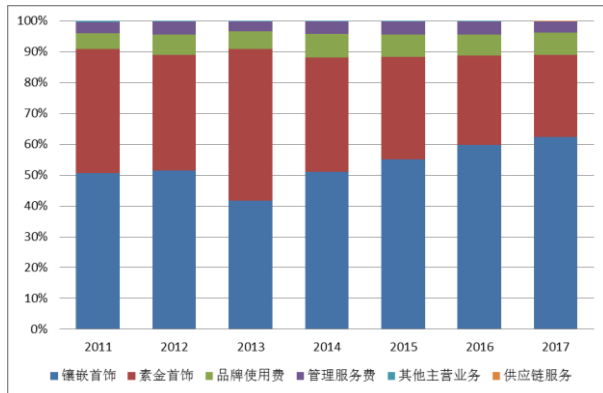
图 6：2012–2018Q3 公司营业收入及增速情况（亿元，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

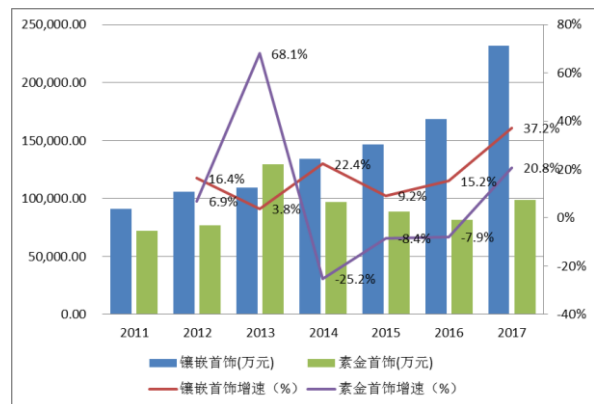
图 7：2012–2018Q3 公司净利润及增速情况（亿元，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

从公司的收入构成来看，镶嵌首饰和素金首饰销售收入合计占比在近年来都接近 90%，若考虑公司品牌使用费（品牌使用费约为公司黄金首饰进价与加盟批发价之差），则该项占比将超过 95%，其中镶嵌类首饰收入占比逐年提升，占比由 13 年的 42% 上升至 17 年的 62%。

图 8：2011–2017 年公司收入构成情况


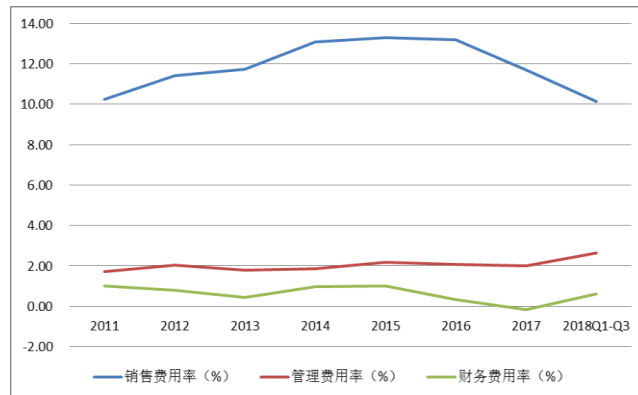
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：2011–2017 年镶嵌和素金首饰收入及增速（万元，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

期间费用方面，公司近年销售费用率呈逐步下降状态，显现出一定的规模效应。18 年前三季度管理费用率有所提高，主要是由于股份支付费用的上升。

图 10：2012–2018Q3 公司期间费用率情况



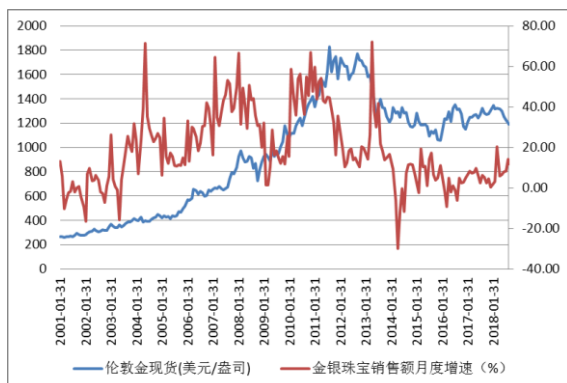
数据来源：Wind、东方证券研究所

珠宝行业：消费属性和升级趋势不断增强，品牌化发展提升行业集中度

珠宝首饰的投资性需求开始放缓

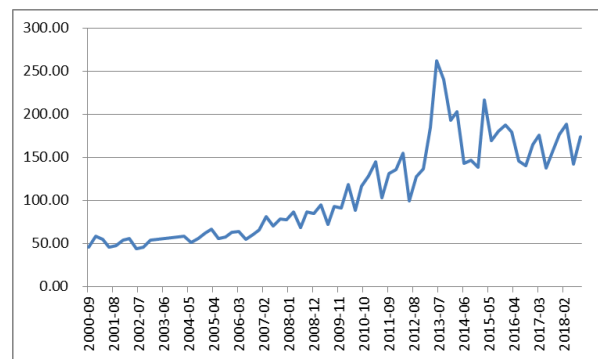
伴随黄金投资渠道多元化，珠宝首饰的投资性需求放缓。黄金珠宝由于历史原因一直是国内居民保值增值的重要资产选项之一，十年的黄金牛市与中国通胀周期拉动的投资性需求实际上主导了过去的国内黄金珠宝市场，带动了整个珠宝首饰行业的持续增长。伴随 2013 年金价大幅下跌，黄金投资潮迅速冷却，持续低迷的黄金市场也逐渐削弱了黄金投资需求。另一方面，黄金 ETF、纸黄金等新兴黄金投资形式不断涌现，相较于现货黄金保存安全性、运输成本高等缺陷，新型黄金投资工具操作方便、投资门槛低、买卖手续简便，吸引了相当一部分的黄金投资者。近几年来，国内金价走势相对平稳，但黄金珠宝零售存在一定的波动。总体来看，黄金珠宝消费中的投资性需求随着金价波动而日渐降低，其作为饰品的消费属性正在不断加强。

图 11：2000 年至今伦敦金现货价格（美元/盎司）及国内珠宝零售额增速情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 12：2000 年至今中国珠宝首饰类黄金消费需求（吨，季）

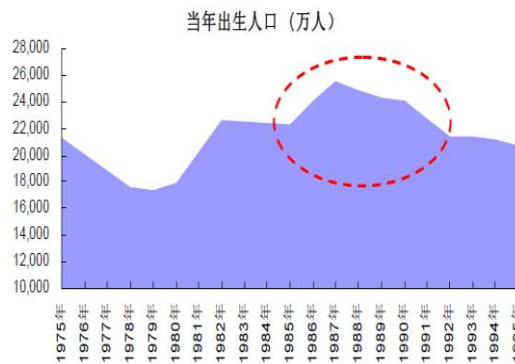


数据来源：Wind、东方证券研究所

婚恋与自我佩戴的个性化需求占比逐步提升

珠宝首饰消费市场的形成与结构变动与一个地区的经济发展和消费观念的更新有很大的关系，与一个地区的生活水平、接受新事物的速度正相关，人口结构与社会文化环境同样影响着珠宝消费理念与首饰的消费量。2013 年开始随着抢金潮透支影响的淡去，国际金价的持续下跌以及国内通胀压力的减缓使得黄金饰品作为国内居民投资保值渠道的重要性已经明显回落，市场更多回归满足消费者的心理需求与情感价值的诉求，**随着 85 后/90 后已经成为中国社会的主力消费人群，行业亮点将集中于 85-90 后结婚潮带来的婚恋需求（计划性购买、刚性需求）、节庆生日送礼与自我佩戴的需求（个性化与冲动性消费）之上，行业结构的分化给传统珠宝企业带来新的挑战与机遇。**

图 13：85-90 年出生人口当前的婚恋开支撑起当前珠宝首饰市场



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

由于我国婚恋文化影响，珠宝首饰是结婚必不可少的消费支出，其消费特征也偏刚性与计划性，成为珠宝首饰的最大基础市场。从 2008 年起全国每年有超过 1000 万对新人登记结婚，因结婚产生的消费支出高达 2500 亿元，仅婚庆珠宝消费就达到 300-500 亿元。从人口结构来看，85 后和 90 后陆续进入适婚年龄和消费购买力迅速增长的时期，这部分人口奠定了黄金珠宝消费最大的基础市场。周大生为此专门推出情景珠宝“百姿”婚庆系列，并推出专属“百姿新娘”系列活动。

图 14：周大生结合婚庆珠宝推出系列活动



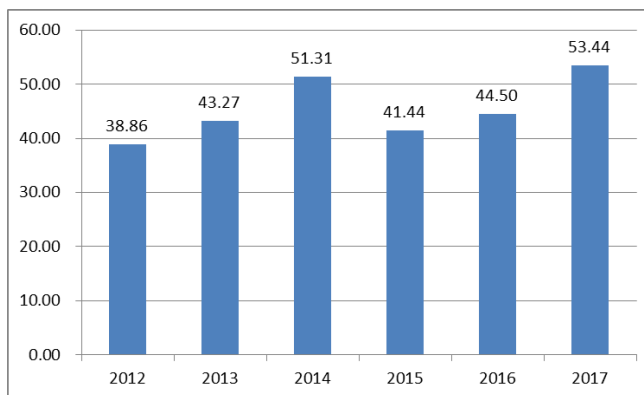
数据来源：百度图片、东方证券研究所

结构化升级，镶嵌类珠宝销售不断向好

国内珠宝首饰行业正经历结构化的升级，镶嵌类珠宝首饰这一细分品类，因更加符合消费升级趋势，正迎来快速发展。当前的婚庆珠宝消费，已从传统的“三金”转变为“三金+一钻”，年轻消费人群对于钻石等镶嵌类珠宝的需求正在不断提升。不同于黄金珠宝首饰相对透明的“成本费+加工费”计价模式，镶嵌类珠宝附加值更高，也整体提升了当前的珠宝消费客单价。

根据观研天下 2017 年数据，珠宝首饰市场中，黄金饰品占比约 52%，镶嵌饰品占比约 28%，目前我国镶嵌饰品市场规模约 1800 亿，其中，钻石饰品市场规模占比约三分之一。在当前消费升级的趋势下，消费者对饰品的投资性需求不断弱化，个性化需求、脱离原材料价值的购买方式，正成为珠宝首饰消费的主要驱动力。对于镶嵌饰品而言，其材质更加丰富、可塑性更强，能够满足个性化、多元化消费需求。根据上海钻石交易所统计数据显示，2017 年钻石交易额达到 53.44 亿美元，比上年增长 20%。同时，根据产业信息网数据显示，我国珠宝市场中黄金珠宝品类销售额已从 2015 年的 52% 下降至 2016 年的 47%，相应的其他钻石、铂金、K 金等镶嵌品类珠宝占比正在不断上升中。

图 15：2012-2017 年上海钻石交易所成交金额（亿美元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 16：2015 年我国珠宝市场品类构成情况

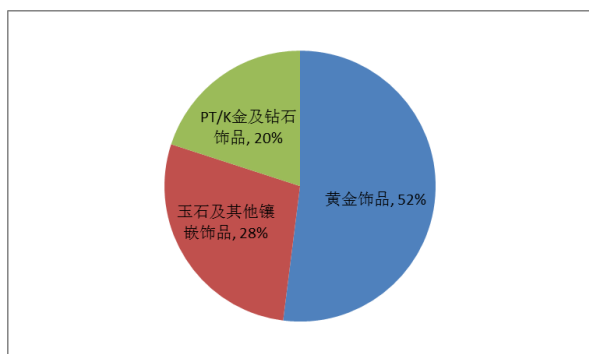
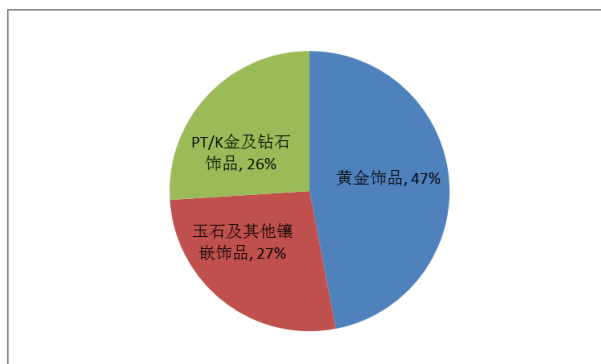


图 17：2016 年我国珠宝市场品类构成情况



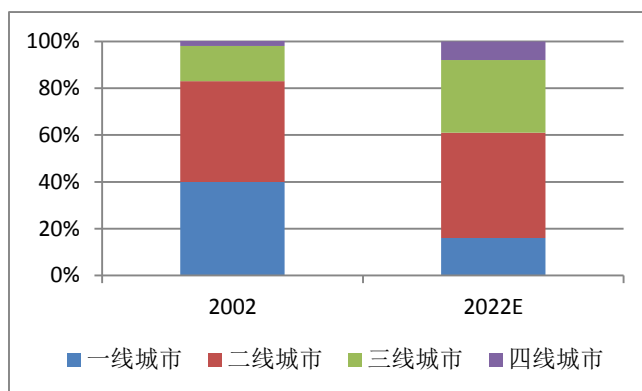
数据来源：中国产业信息网、东方证券研究所

数据来源：中国产业信息网、周大生招股说明书、东方证券研究所

低线消费品牌化升级，一线消费个性化、时尚化升级

三四线城市消费升级推动内资品牌迅速发展。经历上一轮房价的普涨，一二线城市居民负债率大幅上升，相比一二线城市，低线城市较低的房价负担，使得居民拥有相对更多的可支配收入，这将是推动消费升级的关键因素之一。另一方面，从人口角度看，三、四线城市总人口增长明显快于一二线城市，根据统计局数据，近十年三四线城市总人口数量内达到翻倍，三四线城市的人口数是一线城市的 6 倍左右，而作为一线城市的上海常住人口则在 2015 年首次出现了负增长。广泛而普遍的消费升级正在三四线城市进行，这部分消费群体追求生活品质，珠宝不再是奢侈品，愈发会成为品味生活的一部分。随着广大低线城市中产阶级为主的人群品牌消费意识的提升，**最初依靠地方优势生存的杂牌、无牌的中低端珠宝首饰产品必将让位于设计能力出众、售后服务全面、渠道资源更为深厚的全国性珠宝品牌。**

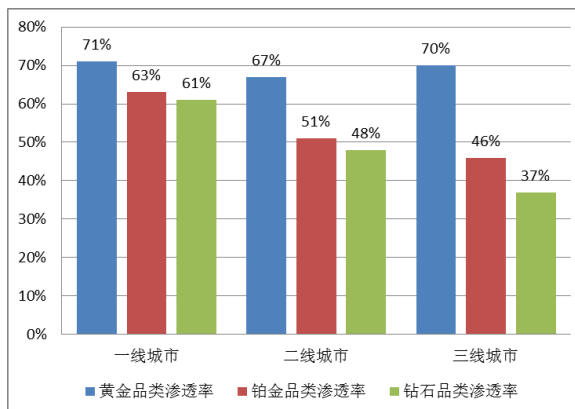
图 18：按城市级别划分中产阶级比例



数据来源：麦肯锡、东方证券研究所

三四线城市人均 GDP 普遍超过 3000 美元，低线城市钻石品类渗透率有望得到持续提升。2017 年我国人均 GDP 为 8836 美元，分区域来看，一线城市人均 GDP 约在 20000-25000 美元之间；二线城市人均 GDP 大约为 10000-15000 美元；三四线城市则普遍在 3000-7000 美元之间。根据海外历史经验，当一国人均 GDP 达到 3000~5000 美元时，就有可能进入以居民购买力充分释放、消费升级拉动经济增长为特征的快速发展期。同时，参照世界珠宝协会数据，2016 年一二三线城市钻石消费渗透率分别为 70%、46%和 37%，三线城市的钻石品类渗透率仅为一线城市的二分之一左右，因此，三四线城市广大消费者正逐渐成为国内珠宝消费，尤其作为消费升级代表的钻石镶嵌珠宝品类的一大崛起力量。

图 19：2016 年不同城市珠宝品类渗透率情况



数据来源：世界珠宝协会、东方证券研究所

对于一二线城市，较早的消费升级使得珠宝品牌化发展已基本完成，新生代消费者在品牌之外，对个性化、时尚化的消费追求越来越明显。各大传统珠宝品牌，也纷纷开始进行年轻化尝试，通过网红带货、社交营销等方式，不断打造时尚爆款珠宝，迎合年轻消费。同时，海外品牌、个性化小众品牌、定制化品牌开始不断涌现。最为典型的是丹麦珠宝品牌“潘多拉”，2017财年，潘多拉在包括大中华区在内的亚太地区销售额同比大涨28%至48.38亿丹麦克朗，其中中国地区销售额同比上升82%至15.92亿丹麦克朗。Pandora通过自己独特的营销手段，以及产品可任意组合的个性化手链，使潘多拉手链成为了年轻人宣扬“独一无二”的特征，在年轻女性之中备受欢迎。此外，潘多拉还在微博、Instagram、Facebook等社交网络与消费者亲近互动交流，也一反珠宝品牌高冷，展现出极具亲和力的一面。

图 20：六福珠宝合作王者荣耀冠军戒指



数据来源：百度图片、东方证券研究所

图 21：潘多拉个性手链



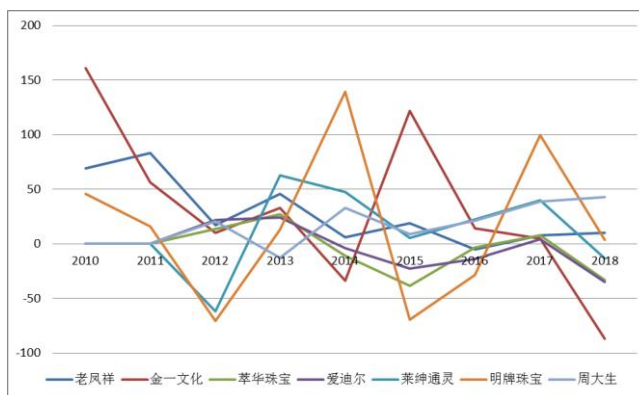
数据来源：百度图片、东方证券研究所

由于港资品牌与海外品牌向低线市场渠道下沉较晚，且大多通过直营方式扩张较慢，三四线消费者对港资品牌与海外品牌认知度相对较低，内资品牌以加盟模式快速扩张，更早实现与地方头部加盟商的利益捆绑，在低线城市反而具有先发优势。因此，不同地域层级的城市消费者珠宝消费呈现出明显的差异：一线城市消费者更加青睐海外品牌、小众品牌，二线城市消费者偏好港资品牌，而广大的三四线城市消费者则是本土内资珠宝品牌的主要消费人群，人群基数大叠加消费结构升级，三四线城市珠宝消费将会是本土珠宝品牌发展的主要推动力。

龙头公司份额正在逐步提升

我们统计近年来部分珠宝企业盈利情况发现，**珠宝龙头公司**历年来经营业绩相对稳健，即使在行业寒冬期，业绩也仅出现小幅的下滑，反观其他中小规模企业，其盈利波动相对较大，且在弱市阶段业绩大幅下滑，部分甚至已经通过并购重组退出珠宝行业或大股东已经完成股权转让。珠宝行业属于资金占有较高的行业，过去几年的行业寒冬，部分中小企业由于信贷收紧、资金链断裂等原因已退出市场，典型如：国内中小企业珠宝供应基地素有“南有深圳水贝，北有济南窑头”之称，如今北方的济南窑头山东国际珠宝交易中心几成空楼，深圳水贝则是经营十年以上的老牌企业依然稳健，而中小企业则普遍举步维艰，不少已经退出市场。随着部分依托行业红利成长起来的地方杂牌、中小品牌的逐步淘汰，国内黄金珠宝首饰市场的集中度有望进一步提升。而龙头公司的证券化也将在品牌、渠道和资金等各个方面强化其竞争力。

图 22：2010–2018Q3 部分珠宝上市公司净利润增速（%）



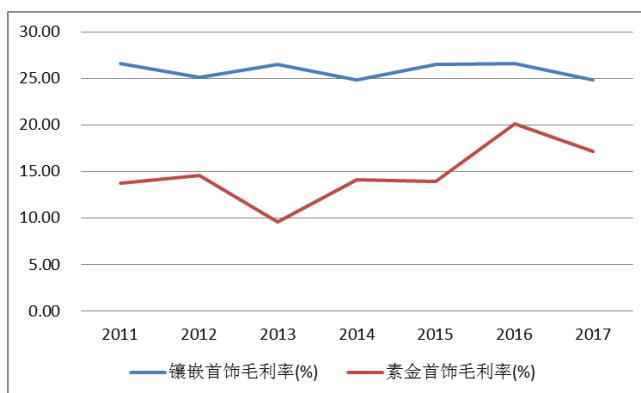
数据来源：Wind、东方证券研究所

公司经营分析

深耕三四线市场 主打钻石镶嵌首饰

周大生的核心客群为二三四线城市消费者群体，品类方面主打钻石镶嵌首饰，辅以黄金首饰，致力于满足消费者个性化与婚恋需求，以适应消费群体年轻化与结构升级大潮。传统黄金饰品毛利率一般维持在 15% 左右，通常以“克数”+加工费的定价方式进行销售，更多体现的是黄金本身的价值，而钻石、翡翠、彩宝等镶嵌类首饰通常按“件”定价，具有更高的品牌和设计附加值，所以镶嵌类首饰毛利率一般维持在 25% 左右。

公司钻石产品特色明显，旗下仅百姿女戒就包括“自然”、“迷人”、“浪漫”、“摩登”、“优雅”等系列。相较于偏重款式和个人品味的镶嵌类首饰，传统黄金饰品受众面相对更广，因此公司以黄金首饰“带量”，以钻石镶嵌首饰提升盈利水平，产品结构得到优化，在逐步提高公司整体毛利率的同时，也能够带动经销商整体盈利水平的提升，激发经销商经营与开店积极性。近年来公司钻石镶嵌类收入占比已从 2013 年的 41.6% 上升至 2017 年的 62.5%，2013-2017 年公司钻石镶嵌收入复合增速达到 20.6%。

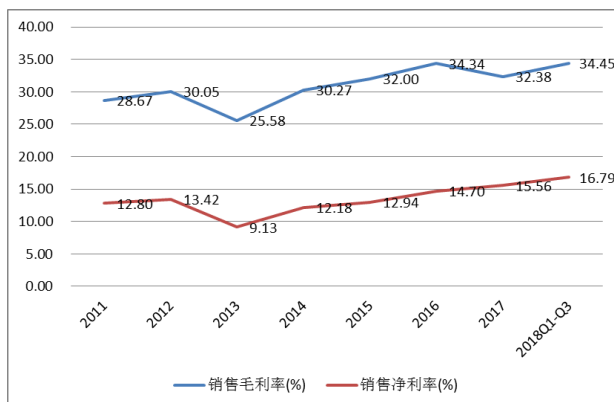
图 23：2011–2017 年周大生旗下钻石和黄金品类首饰毛利率情况 (%)


数据来源：Wind、东方证券研究所

擅长加盟运营模式 扁平化、轻资产运营具有财务优势

周大生凭借品牌历史积淀、更早的渠道下沉、扁平化的加盟方式、更好的加盟利益平衡机制与产品质量保证，在低线城市赢得了众多消费者的认可。公司门店以镶嵌类珠宝为主，铺货资金较少，且面积不大，在盈利有保障的情况下，公司渠道外延扩展速度更快，更易于吸引到核心加盟商资源。同时，相较于其他同类型珠宝公司，公司年轻化的经营策略也更受加盟商和消费者的欢迎。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司门店总数已达到 3190 家，其中自营店 292 家，加盟店 2898 家，加盟店占门店总量 90.85%。通过加盟的形式进行渠道外延扩张，使得公司即使在行业调整期，经营业绩仍然较同行更为稳健。2011 年至今，公司仅在 2014 年销售收入有 0.54% 的下滑（图 5），而到了 17 年行业整体回暖的时候，公司销售收入增速更是高达 31%，毛利率和净利率均处于逐年上升的状态。另外，公司采取轻资产、整合运营的策略，专注于品牌渠道管理、产品研发和供应链整合，产品主要通过委外加工厂商对产品进行加工，这使得公司在行业调整期避免大量的存货积压，资金链紧张，回暖期则能迅速放量销售。

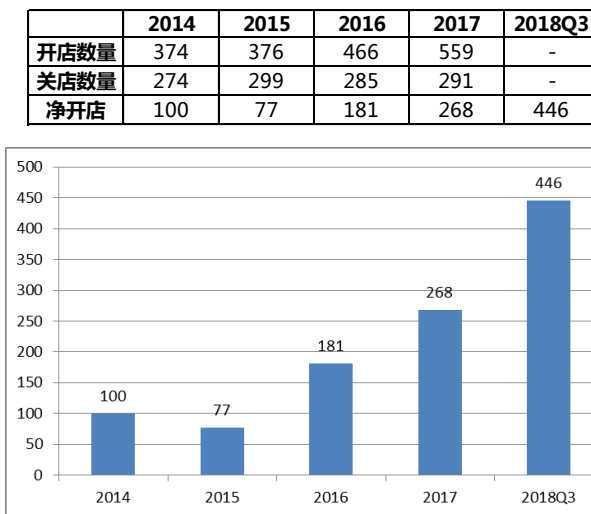
图 24：2011–2018Q3 公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind、东方证券研究所

渠道外延加快+质量优化 后续增长动能充足

公司在 2014-2016 年开店速度相对较缓，在这期间公司主要进行了门店和经销商的优化调整，淘汰部分亏损店铺，保留业绩较好的老店，渠道结构得到了全面升级。之后，在前期调整夯实店铺渠道以及资金充裕的基础上，公司加速开店节奏，尤其是到了 18 年，仅前三季度的公司净开店数量已达到 16 年和 17 年的净开店数量总和。截至 17 年末，公司在前四年（14-17 年）所开设的新店铺数量已占据总店铺数量的 65% 以上，即公司当前店铺结构中约 2/3 的店铺为近几年所开的新店。相较于业绩稳定的老店，新店经过 3 年的运营培育，具备丰富的经验和资源，将进入销售增长的黄金阶段，因此我们认为，较为年轻的店龄结构、更好的店铺质量和更强的地方加盟商合作资源将为公司中短期增长提供良好保障。

图 25：2014 年以来公司历年净开店情况

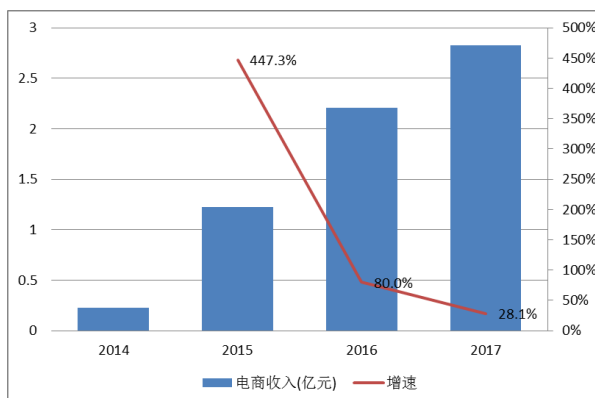


数据来源：公司公告、东方证券研究所

线上业务保持高增长

随着互联网的普及以及年轻一代消费者正式成为消费主力群体，尽管线下实体店仍为珠宝销售的主要渠道，电商销售珠宝的方式已被越来越多的年轻消费者所接受。公司于 2014 年正式成立创新经营中心负责线上销售，主要通过天猫、京东、亚马逊、当当等第三方平台开设旗舰店的方式，直接面对终端消费者进行线上零售。2014-2017 年，公司线上销售收入年复合增速达到 133%，17 年电商收入占比为 7.43%，2018 年前三季度公司线上收入增速在 27% 左右。线上珠宝销售单价相对较低，面向的客户群体主要为满足个性化配饰需求的年轻人，这与线下珠宝销售价值高、注重实物体验的特点形成良好的互补效应，线上线下的有机结合能够最大限度的覆盖消费群体，互为补充、协同发展。

图 26：2014-2017 年公司线上销售收入及增速情况



数据来源：公司年报、东方证券研究所

同业公司比较

国内珠宝类上市公司除周大生之外，主要有老凤祥、周大福、爱迪尔等。

表 1：同业公司经营模式及产品结构比较

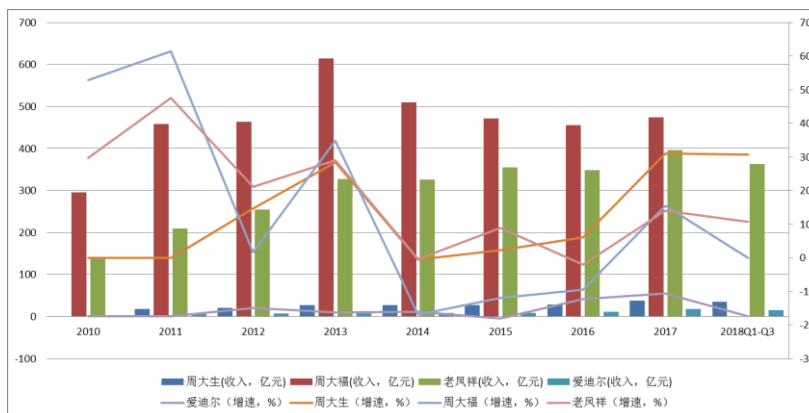
	经营模式	品类结构
老凤祥	以加盟为主，加盟收入占比约85%（17年）	黄金饰品为主
周大福	加盟和直营相结合，直营收入占比约79%（17年）	黄金和钻石镶嵌类相结合
爱迪尔	加盟收入占比在99%以上（17年）	钻石镶嵌为主
周大生	以加盟为主，加盟收入占比约51%（转换相同模式计算黄金饰品收入，则加盟收入占比约88%）	黄金和钻石镶嵌类相结合

数据来源：公司公告、东方证券研究所

(1) 规模体量

从规模上看，珠宝行业以周大福和老凤祥为明显行业龙头，两者 17 年营业收入分别达到 474 亿元和 396 亿元，周大生位居第三，一方面是因为产品结构的差异，另一方面主要跟公司黄金珠宝业务的结算模式也有关系（公司加盟的黄金饰品仅收取品牌使用费），17 年公司营业收入为 38 亿元，终端零售规模估计 300 亿左右，与前两名差距不是很大。而公司 17 年收入增速达到 31%，远高于周大福和老凤祥的 15%和 14%。

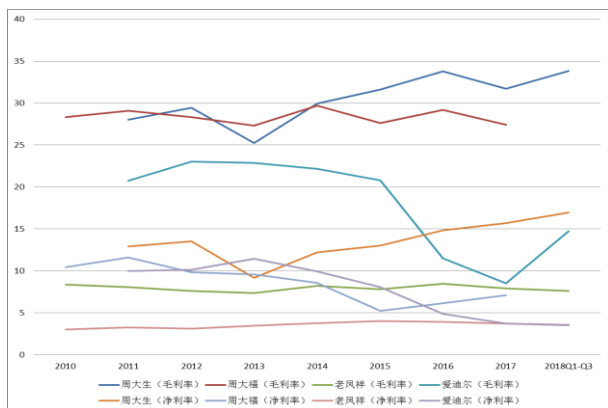
图 27：2010-2018Q1-Q3 各公司营业收入情况



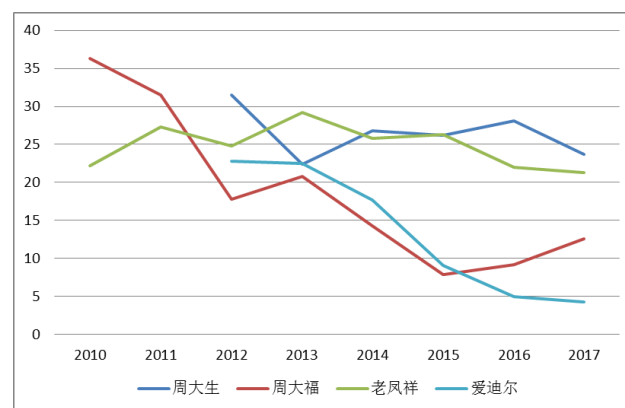
数据来源：Wind、东方证券研究所

(2) 盈利能力

公司 17 年综合毛利率为 34%，高于其他公司（17 年老凤祥毛利率 8%，周大福毛利率 27%）。黄金珠宝行业公司的毛利率主要与其产品结构和销售模式相关，公司以销售毛利率相对较高的钻石镶嵌类珠宝为主，辅以黄金首饰（加盟仅结算品牌使用费，报表毛利率呈现更高），综合毛利率明显高于以销售黄金首饰为主的品种。从净资产收益率来看，不同于黄金首饰占比较高、依靠高周转驱动 ROE 的国内珠宝品牌企业（典型如老凤祥），周大生近几年来较高的 ROE，主要依靠更高的净利率驱动，显现出其轻资产运营模式以及产品结构方面的优势。

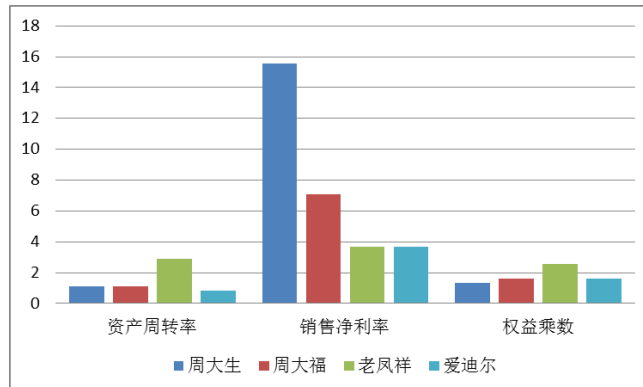
图 28：2010-2018Q1-Q3 各公司毛利率和净利率情况（%）


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 29：2011-2017Q3 各公司 ROE 情况（%）


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 30：各公司 2017 年杜邦分析

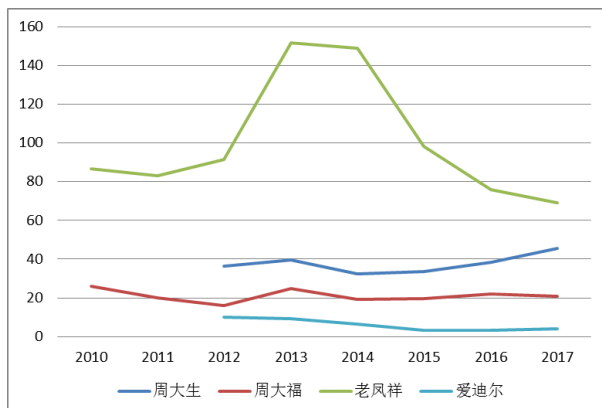


数据来源：Wind、东方证券研究所

(3) 运营质量

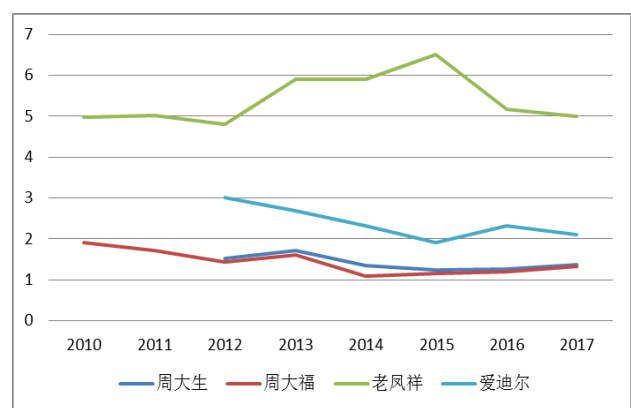
从运营能力上看，公司无论是存货周转率还是应收账款周转率均处于可比公司平均水平及以上，这与公司以加盟为主，直营为辅的销售模式相关，加盟模式下存货周转率相对较高，应收账款周转率略低，直营模式则反之。

图 31：2010–2017 各公司存货周转率情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 32：2010–2017 各公司应收账款周转率情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

限制性股票与员工持股计划实现充分激励

18年1月公司推出第一期限限制性股票激励计划，激励对象为包括公司董事、高管以及中层管理人员、核心技术（业务）骨干及重点培养人才（含全资子公司）等，拟向激励对象授予的限制性股票总量为964万股，约占公司股本总额的2.02%，2月完成首次授予753万股，首次限制性股票授予价格为14.27元/股。公司首次授予的限制性股票解除限售的公司业绩条件为：2018年-2021年净利润与2017年相比，增长率分别不低于15%、30%、50%、70%。预留部分的限制性股票解除限售的业绩条件为：2019年-2021年净利润与2017年相比，增长率分别不低于30%、50%、70%。

18年4月公司推出首次员工持股计划，员工持股计划的参与对象为公司董事、监事及高级管理人员8名及其他员工不超过100人。7月9日，公司第一期员工持股计划已通过大宗交易方式受让

公司持股 5%以上股东北极光投资持有的公司股票 5,952,300 股，占公司总股本的 1.23%，成交均价为 24.95 元/股，锁定期 1 年。

公司在 18 年连续推出限制性股票激励计划及员工持股计划，高增长的业绩解锁条件彰显了公司的长期发展信心，两项激励计划的先后推出将深度绑定公司管理层及核心人员利益，对核心管理团队激励充足，调动员工和骨干积极性，也将有利于公司业绩未来长期稳健增长。

盈利预测与投资建议

我们对公司盈利作如下假设：

我们预计公司 2018-2020 年直营店净开店 22 家、20 家和 20 家，镶嵌首饰类和素金类同店增长分别为 1.0%、1.0%和 1.5%以及 9.0%、3.8%和 4.0%。预计加盟店净开店 420 家、320 家和 320 家，镶嵌首饰类和素金类同店增长分别为 28.0%、12.0%和 13.0%以及 16.0%、7.0%和 8.0%。

考虑到消费环境相对低迷，公司线下直营店聚焦的一二线城市的黄金珠宝消费相对而言受经济大环境影响更大，我们预计 2018-2020 年公司线下自营销售收入增速分别为 10.7%、10.5%和 10.0%。

公司加盟店聚焦低线城市，黄金珠宝消费主要受婚恋、节庆送礼等需求推动，受经济大环境相对较弱，此外公司核心的钻石镶嵌产品迎合了低线市场珠宝消费升级的趋势，也持续提升加盟商的盈利水平，带动加盟商开店积极性，我们预计 2018-2020 年公司加盟销售收入增速分别为 36.0%、26.0%和 23.6%。

电商由于基数不大，仍能保持较快增长，预计公司 2018-2020 年线上收入分别增长 28.0%、20.0%和 20.0%。

公司整体经营战略无较大变动，预计公司 2018-2020 年费用率保持历史表现，销售费用率分别为 10.2%、9.6%和 9.0%，管理费用率由于股权支付费用的增加，分别为 2.8%、2.3%和 2.0%。

表 2：收入分类预测表

收入分类预测表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
直营					
销售收入（百万元）	881.1	1,016.6	1,125.3	1,243.3	1,367.1
增长率	-17.6%	15.4%	10.7%	10.5%	10.0%
毛利率	32.6%	29.8%	29.6%	29.4%	29.2%
加盟					
销售收入（百万元）	1,717.4	2,402.7	3,266.6	4,114.9	5,084.7
增长率	16.9%	39.9%	36.0%	26.0%	23.6%
毛利率	34.5%	32.4%	33.2%	32.5%	31.9%
电商					
销售收入（百万元）	220.7	282.8	362.0	434.5	521.3
增长率	80.0%	28.2%	28.0%	20.0%	20.0%
毛利率	21.1%	22.1%	28.8%	28.8%	28.8%
其他业务					
销售收入（百万元）	82.6	103.2	154.9	162.6	170.7
增长率	20.6%	25.0%	50.0%	5.0%	5.0%
毛利率	85.4%	86.6%	86.7%	86.7%	86.7%
合计	2,901.8	3,805.4	4,908.7	5,955.2	7,143.9
增长率	6.3%	31.1%	29.0%	21.3%	20.0%
综合毛利率	34.3%	32.4%	33.7%	33.0%	32.4%

数据来源：东方证券研究所

公司作为国内珠宝行业龙头企业之一，深耕低线市场、擅长加盟运营，聚焦钻石珠宝领域叠加年轻化的营销策略和灵活的开店机制将推动其未来充分分享国内珠宝首饰消费升级的红利，上市之后充足的资金、充分的激励制度也将保证公司后续更好的经营发展。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.66 元、2.02 元和 2.43 元，参考可比公司 2019 年平均估值，给予公司 19 年 17 倍 PE，对应目标价 34.34 元，首次给予公司“买入”评级。

表 3：珠宝行业可比公司列表

公司	代码	最新价格(元) 2019/1/16	每股收益(元)				市盈率			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
老凤祥	600612	41.82	2.17	2.45	2.78	3.15	19.25	17.09	15.04	13.26
飞亚达A	000026	8.00	0.32	0.39	0.48	0.59	25.03	20.48	16.58	13.52
明牌珠宝	002574	5.18	0.17	0.23	0.25	0.29	30.47	22.98	20.41	17.64
山东黄金	600547	29.82	0.61	0.53	0.74	0.95	48.89	56.54	40.42	31.51
周大福	1929.HK	6.41	0.41	0.42	0.47	0.51	15.67	15.22	13.75	12.57
调整后平均值								20.18	17.34	14.81

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

(1) 黄金、铂金、钻石等原材料价格的大幅波动。

黄金珠宝行业成本中以原材料成本为主，且重金属价格透明，一旦原材料价格大幅波动将直接影响公司盈利。

(2) 宏观经济下行带来的零售压力。

珠宝消费属奢侈品消费，对消费者收入有一定的要求，经济下行的情况下，消费者可支配收入减少，终端零售有直接影响。

(3) 产品品质出现重大瑕疵等。

公司将珠宝首饰生产环节委托生产商生产和加工，若发生委外生产商加工工艺和产品质量出现重大瑕疵，不达公司标准，可能会对公司加盟商订货与终端销售产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	423	1,191	1,514	1,787	2,143	营业收入	2,902	3,805	4,909	5,955	7,144
应收账款	67	96	128	167	200	营业成本	1,905	2,573	3,254	3,988	4,827
预付账款	3	11	15	18	21	营业税金及附加	25	38	44	54	64
存货	1,619	2,106	2,665	3,310	4,006	营业费用	382	446	502	571	645
其他	57	479	523	528	534	管理费用	60	76	138	138	140
流动资产合计	2,169	3,883	4,845	5,809	6,904	财务费用	9	(6)	21	24	29
长期股权投资	0	0	1	1	1	资产减值损失	(6)	18	23	25	20
固定资产	15	31	86	166	226	公允价值变动收益	(2)	(4)	0	0	0
在建工程	0	4	25	49	60	投资净收益	(11)	22	28	28	28
无形资产	152	152	442	415	388	其他	0	105	110	110	110
其他	35	311	688	688	688	营业利润	513	785	1,063	1,295	1,556
非流动资产合计	203	498	1,243	1,319	1,364	营业外收入	54	9	15	15	15
资产总计	2,372	4,381	6,088	7,128	8,268	营业外支出	1	3	3	3	3
短期借款	120	0	600	895	1,041	利润总额	567	791	1,075	1,307	1,568
应付账款	263	581	813	997	1,207	所得税	140	199	269	327	392
其他	365	405	655	639	737	净利润	427	592	806	980	1,176
流动负债合计	748	986	2,068	2,531	2,985	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	427	592	806	980	1,176
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.88	1.22	1.66	2.02	2.43
其他	12	13	11	11	11						
非流动负债合计	12	13	11	11	11	主要财务比率					
负债合计	760	999	2,079	2,543	2,996		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	401	478	485	485	485	营业收入	6.3%	31.1%	29.0%	21.3%	20.0%
资本公积	294	1,682	1,781	1,781	1,781	营业利润	23.7%	53.0%	35.4%	21.8%	20.2%
留存收益	917	1,222	1,742	2,319	3,005	归属于母公司净利润	20.8%	38.8%	36.2%	21.5%	20.0%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,612	3,382	4,009	4,585	5,272	毛利率	34.3%	32.4%	33.7%	33.0%	32.4%
负债和股东权益	2,372	4,381	6,088	7,128	8,268	净利率	14.7%	15.6%	16.4%	16.5%	16.5%
						ROE	28.1%	23.7%	21.8%	22.8%	23.9%
						ROIC	23.2%	22.8%	20.4%	19.6%	20.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	32.0%	22.8%	34.2%	35.7%	36.2%
净利润	427	592	806	980	1,176	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	44	26	48	68	100	流动比率	2.90	3.94	2.34	2.29	2.31
财务费用	9	(6)	21	24	29	速动比率	0.72	1.79	1.04	0.97	0.95
投资损失	11	(22)	(28)	(28)	(28)	营运能力					
营运资金变动	44	(561)	(227)	(549)	(451)	应收账款周转率	35.6	41.4	38.1	34.8	33.5
其它	(117)	326	(369)	25	20	存货周转率	1.2	1.4	1.4	1.3	1.3
经营活动现金流	418	355	252	520	846	总资产周转率	1.3	1.1	0.9	0.9	0.9
资本支出	(26)	(27)	(402)	(144)	(144)	每股指标(元)					
长期投资	0	(282)	(1)	0	0	每股收益	0.88	1.22	1.66	2.02	2.43
其他	42	(334)	75	28	28	每股经营现金流	0.86	0.73	0.52	1.07	1.74
投资活动现金流	16	(644)	(328)	(116)	(116)	每股净资产	3.32	6.97	8.27	9.45	10.87
债权融资	(80)	(0)	1	0	0	估值比率					
股权融资	0	1,464	107	0	0	市盈率	30.7	22.2	16.3	13.4	11.2
其他	(282)	(406)	292	(132)	(373)	市净率	8.1	3.9	3.3	2.9	2.5
筹资活动现金流	(362)	1,057	400	(132)	(373)	EV/EBITDA	22.1	15.6	11.1	9.0	7.4
汇率变动影响	3	(2)	0	0	0	EV/EBIT	24.0	16.1	11.5	9.5	7.9
现金净增加额	75	766	323	272	357						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

