

加盟模式助力渠道加速扩张, 轻资产运营打造品牌价值

——周大生深度报告

✍ : 王鹏 执业证书编号: S1230514080002
☎ : 021-80105904
✉ : wangpeng@stocke.com.cn

报告导读

公司作为国内高成长的珠宝企业, 未来加盟模式助力渠道快速扩张, 轻资产运营打造品牌价值。

投资要点

□ 主打镶嵌产品, 加盟模式下快速扩张

镶嵌产品目前是公司的主要收入和毛利来源。公司主要产品为镶嵌首饰和素金首饰, 2017年占比分别为60.83%/25.94%。毛利方面, 镶嵌产品占比44%, 素金首饰毛利占比13%, 成本几乎为0的加盟商的管理服务费和品牌使用费收入虽占比仅为10%左右, 但毛利占比高达32.23%。公司以加盟模式为主, 在三四线城市中迅速扩张。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, 加盟店占总门店数90.85%。

□ 我国黄金钻石市场体量巨大, 未来将受益于婚庆外需求+三四线消费升级

我国黄金钻石市场6000亿元规模, 人均消费仅为美国1/6, 未来消费潜力巨大。2017年以来, 金银珠宝零售额有回暖迹象。未来驱动因素:

- 1) 婚庆市场需求趋于稳定, 未来有望受益于婚庆市场钻石渗透率的进一步提升。作为钻石消费主力, 女性购买力的提升带动婚庆市场以外的消费需求增加。
- 2) 三四线消费升级: 农村居民人均可支配收入增速超过城镇, 越来越多的四线城市人均GDP超过5000美元, 乡村的社零增速也已超过城镇, 购买力的提升将带来三四线城市的消费升级。2018年春节期间的陆省份零售额增速超过全国平均水平, 金银珠宝消费增速前三的均为偏西部省份。目前钻石在三四线城市和内陆省份渗透率较低, 未来钻石消费规模有望进一步扩大。珠宝消费客单价逐渐提升, 高端化消费趋势逐步显现。

□ 公司看点:

加盟商模式下, 公司的收入来源一方面来源于向加盟商销售商品, 一方面来源于收取的加盟商管理费和品牌使用费:

- 1) 公司留给加盟商的毛利空间大, 加盟商开店意愿强, 带动公司加盟收入的增加。在镶嵌产品方面, 公司在自营与加盟中各自镶嵌产品毛利率分为56.40%与19.15%。由于加盟店与自营店在同一区域终端售价基本一致, 可以测算加盟商自身的销售毛利率约为46.08%。
- 2) 生产环节外包, 供应链整合轻资产运营, 向加盟商收取管理服务费和品牌使用费。公司生产环节外包, 其上游是原材料供应商, 委外加工厂商, 下游是终端消费者和加盟商, 致力于产业链中高附加值的品牌推广和渠道建设环节。在该模式下, 公司向加盟商收取的加盟管理服务费和产品品牌使用费无直接成本, 对利润贡献能力较强。
- 3) 渠道下沉: 未来门店空间近5000家。根据我们的测算, 无论从区域覆盖角度(门店数量/对应省或直辖市下辖县级行政区数量)还是人均覆盖角度(门店数量/对应省或直辖市的人数), 未来公司的门店覆盖空间均接近5000家, 空间巨大。

评级

增持

上次评级: 首次评级
当前价格: ¥31.54

单季度业绩

元/股

3Q/2018	0.50
2Q/2018	0.40
1Q/2018	0.33
4Q/2017	0.37



公司简介

公司从事“周大生”品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营, 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, 主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。

相关报告

报告撰写人: 王鹏

数据支持人: 李俊裳

□ 盈利预测及估值

预计公司 2018-2020 年收入分别为 50.02、61.32、74.54 亿元，同比增长 31.44%、22.59%、21.56%，净利润分别为 8.09、9.99、12.20 亿元，同比增长 36.63%、23.43%、22.15%，对应 EPS 分别为 1.67、2.06、2.51 元，PE 分别为 17.47、14.15、11.59，给予“增持”评级。

财务摘要

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3805.45	5002.06	6131.88	7453.77
(+/-)	31.14%	31.44%	22.59%	21.56%
净利润	592.07	808.99	998.57	1219.67
(+/-)	38.77%	36.64%	23.43%	22.14%
每股收益 (元)	1.22	1.67	2.06	2.51
P/E	23.87	17.47	14.15	11.59

正文目录

1. 周大生：国内高成长珠宝企业	6
1.1. 主打镶嵌产品，加盟模式下快速扩张	6
1.2. 财务分析：业绩增速持续向好，毛利率稳步上升	8
1.3. 股权结构稳定，激励机制到位	10
1.4. 入股恒信玺利，未来有望带来业务协同	11
2. 我国黄金钻石市场体量巨大，多因素驱动未来渗透率有望进一步提升	12
2.1. 黄金钻石市场规模体量巨大，2017 年以来行业有回暖迹象	12
2.2. 驱动因素：婚庆以外需求+三四线消费升级带动金银珠宝消费	14
2.2.1. 婚庆刚需平稳增长，婚庆以外的市场逐步扩大	14
2.2.2. 三四线城市消费升级，带动金银珠宝消费	15
2.3. 行业格局	17
3. 公司看点：轻资产运营、公司让利加盟商空间大，带来线下快速扩张	20
3.1. 公司让利加盟商空间大，带动渠道快速扩张	20
3.2. 生产环节外包，供应链整合轻资产运营	22
3.3. 渠道下沉：未来门店空间近 5000 家	24
3.4. 加强品牌建设，完善信息化布局	25
4. 盈利预测与估值	28

图表目录

图 1：营收构成占比	6
图 2：毛利构成占比	6
图 3：周大生门店数及加盟店数量占比	7
图 4：周大生门店增速	7
图 5：周大生门店布局（2016）	8
图 6：2014-2018Q3 营收及增速	8
图 7：2014-2018Q3 归母净利润及增速	8
图 8：公司自营门店单店收入及增速	9
图 9：公司加盟门店单店收入及增速	9
图 10：公司收入结构	9
图 11：公司分业务毛利率	9
图 12：公司毛利率和净利率对比	9
图 13：公司期间费用率	9
图 14：周大生股权结构图(截至 2018-10-12)	10
图 15：恒信玺利三大品牌	11
图 16：2017 年恒信玺利营收结构	11

图 17: 恒信玺利营业总收入及其同比	12
图 18: 恒信玺利净利润及其同比	12
图 19: 黄金珠宝行业市场规模及增速	13
图 20: 中国钻石规模	13
图 21: 全球成品钻消费份额	13
图 22: 我国人均珠宝消费金额有待抬升 (美元)	13
图 23: 钻石交易规模稳固上升	13
图 24: 国内黄金消费量抬升	13
图 25: 限额以上金银珠宝零售额月度累计同比增速	14
图 26: 出生人口数 (万人)	14
图 27: 钻石在婚嫁市场渗透率提升主力钻石消费	14
图 28: 中国女性劳动力参与率不断提升	15
图 29: 中国女性自我购买钻石的目的	15
图 30: 中国钻石首饰各品类的消费占比	15
图 31: 年轻女性对钻饰有更高偏好	15
图 32: 越来越多的四线城市人均 GDP 超过 5000 美元	15
图 33: 城乡人均可支配收入对比	15
图 34: 乡村的社零增速超过城镇	16
图 35: 内陆省份春节期间重点监测零售企业销售额增速超平均	16
图 36: 春节期间内陆省份金银钻石消费增加	16
图 37: 2017 年三四线城市钻石渗透率上涨空间大	16
图 38: 周大福产品客单价小幅提升	17
图 39: 高品质产品受到更多消费者追捧	17
图 40: 2014-2017 国内珠宝企业品牌价值	18
图 41: 2015 珠宝行业市占率	19
图 42: 2017 珠宝行业企业营业收入及增速	19
图 43: 2015-2017 六家品牌同比营收增速	19
图 44: 2015-2017 六家品牌销售毛利率 (%)	19
图 45: 2015-2017 六家品牌销售净利率 (%)	19
图 46: 期末加盟商数量	21
图 47: 公司加盟商收入及增速	21
图 48: 加盟商单店总收入、镶嵌收入及增速	22
图 49: 珠宝产业链	23
图 50: 发行人供货模式下的供应链结构图	24
图 51: 各省市平均门店辐射量 (家/百万人)	24
图 52: 公司广告宣传费	26
图 53: 广告宣传支出占营收比重	26
表 1: 公司主要产品分类	6
表 2: 公司销售模式分类	10
表 3: I DO 品牌主要产品分类	11
表 4: Ooh Dear 品牌主要产品分类	12
表 5: 行业各品牌企业多维对比	17
表 6: 公司销售模式分类	20

表 7: 公司镶嵌产品分渠道毛利率.....	21
表 8: 莱绅通灵分渠道毛利率.....	21
表 9: 周大生与萃华珠宝素金产品毛利率对比	21
表 10: 截止 2016 年底新增加盟店首次铺货与后续进货情况.....	22
表 11: 截止 2016 年底新增加盟店首次铺货与后续进货情况.....	22
表 12: 加盟商费用分类.....	23
表 13: 公司门店空间预测.....	25
表 14: 公司营销活动	26
表 15: IPO 募投项目	27
表 16: 公司门店数量预测.....	28
表 17: 公司单店收入预测.....	28
表 18: 公司珠宝首饰收入预测.....	29
表 19: 公司各项收入占比.....	29
表 20: 公司收入预测.....	29
表 21: 公司毛利率预测.....	30
表附录: 三大报表预测值.....	27

1. 周大生：国内高成长珠宝企业

周大生成立于 1999 年，2017 年 4 月在深交所正式挂牌上市。公司主要从事“周大生 CHOWTAISENG”品牌珠宝首饰品牌的研发设计、品牌推广、供应链整合和连锁经营管理。公司凭借品牌知名度、渠道拓展、产品设计等竞争优势，在国内珠宝首饰行业处于领先的地位。公司主营产品包括镶嵌首饰、素金首饰和其他原材料制成的珠宝首饰。

1.1. 主打镶嵌产品，加盟模式下快速扩张

镶嵌产品目前是公司的主要收入和毛利来源。公司主要产品为镶嵌首饰和素金首饰，2017 年公司镶嵌首饰收入为 23.15 亿元，占比 60.83%，素金首饰收入总计 9.87 亿元，占比 25.94%。毛利方面，镶嵌产品毛利为 5.75 亿元，占比 44%；素金首饰毛利为 1.69 亿元，占比 13%，成本几乎为 0 的加盟商的管理服务费和品牌使用费收入虽占比仅为 10%左右，但毛利占比高达 32.23%。

图 1：营收构成占比

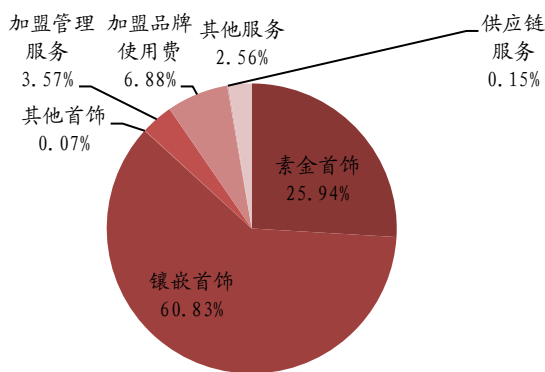
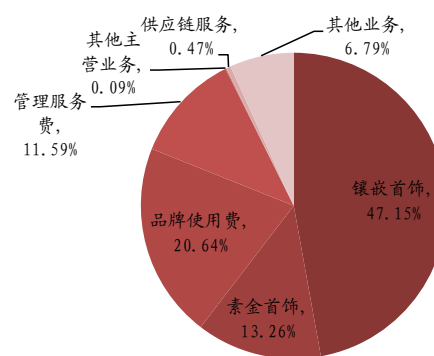


图 2：毛利构成占比





资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

核心产品系列“LOVE100”百面切工定位高端，打造品牌竞争力。公司确定了以钻石首饰为主力产品，百面切工钻石首饰为核心产品，黄金首饰为人气产品，彩宝首饰/金镶玉首饰/铂金首饰/K 金首饰等为配套产品的产品组合策略。2013 年公司独家引入比利时 EXELCO 公司的“LOVE100”百面切工钻石（通常所见的钻石为 57 个或者 58 个切面）作为核心产品系列，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。百面切工钻石亮度较一般钻石可提升 20%左右，该产品获得了比利时高阶层钻石议会（HRD Antwerp）和安特卫普市政府颁发的“安特卫普钻石荣誉奖章”，获得较高的市场美誉和消费者认可。

表 1：公司主要产品分类

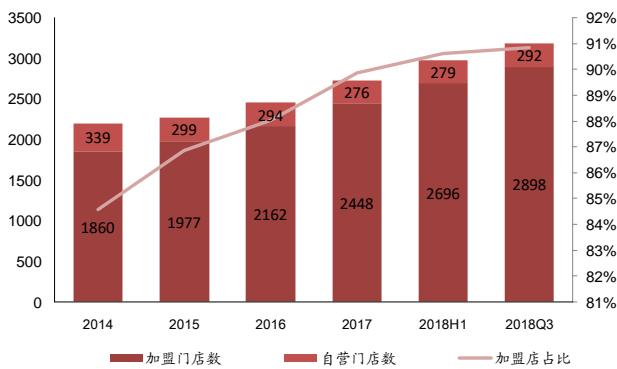
序号	产品类别	产品定位	市场定位	产品开发	产品图示
1	钻石首饰	主力产品	面向中高端市场主流大众时尚消费者	四大情景风格产品线主销产品： 1、“百姿”女戒 2、“百魅”吊坠(链牌) 3、“幸福时刻”情侣对戒 4、“玫瑰与诗”耳饰手链(手镯) 5、星座极光	
2	LOVE100 切工钻石首饰	核心产品	面向中高端市场品质消费者	高端产品系列： LOVE100“星族”系列	

3	黄金首饰	人气产品	面向国内大众市场消费者	黄金系列首饰: 1、“百年好合”婚庆文化系列 2、“咯咯吉祥”鸡年生肖贺岁文化系列 3、“兔斯基”趣味流行文化系列 4、“梵高博物馆”艺术文化系列	
4	其他首饰	配套首饰	面向国内大众市场特色珠宝消费者	品牌产品体系配套补充: “爱·承诺”铂金对戒系列	

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

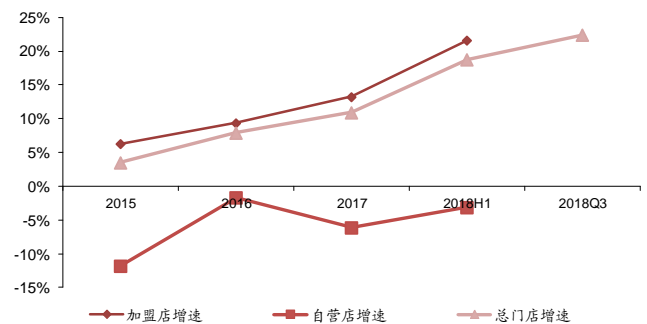
公司以加盟模式为主，在三四线城市中迅速扩张。截止至 2017 年年末，周大生加盟门店数覆盖全国大中小 1500 余个行政区域，门店数 2448 家，占总门店 89.87%，连锁门店位居全行业前列。全年加盟门店总营业收入为 24.03 亿元，占比 63.14%，相比之下，自营模式收入总计仅为 10.17 亿元，占比 26.72%。截至 2018 年 9 月 30 日，公司门店总数已达到 3190 家，其中自营店 292 家，加盟店 2898 家，加盟店占总门店数 90.85%。

图 3：周大生门店数及加盟店数量占比



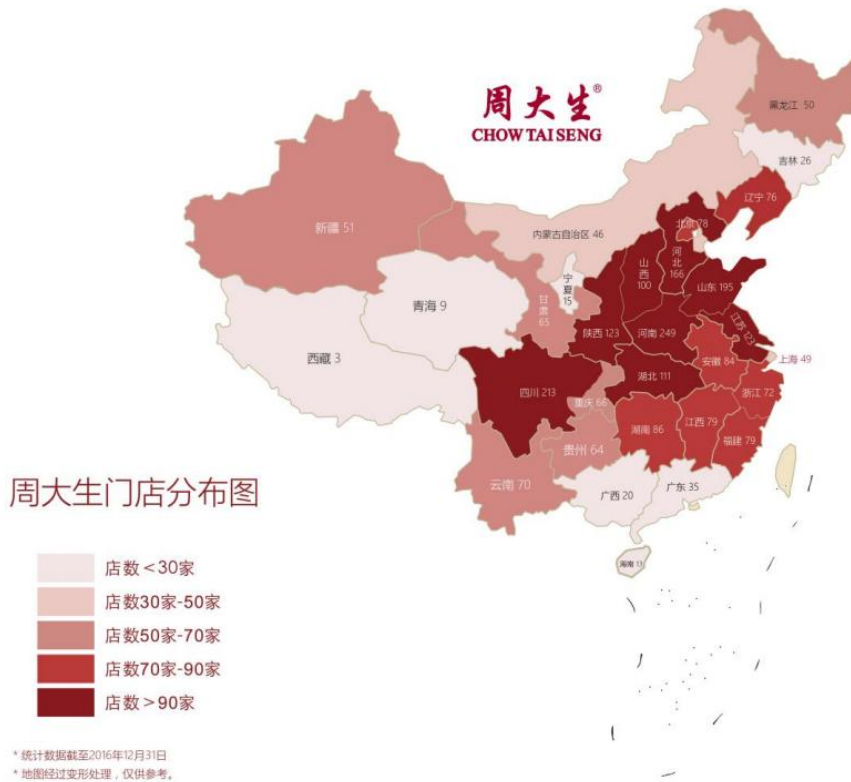
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：周大生门店增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：周大生门店布局（2016）

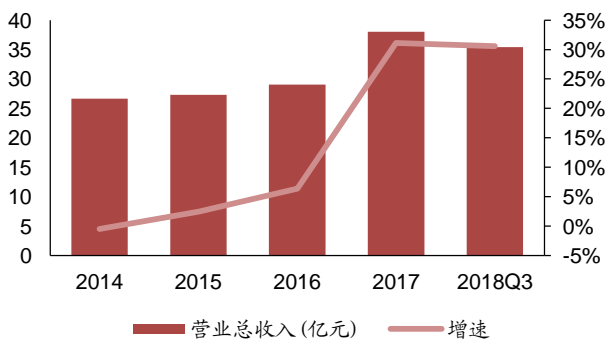


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 财务分析：业绩增速持续向好，毛利率稳步上升

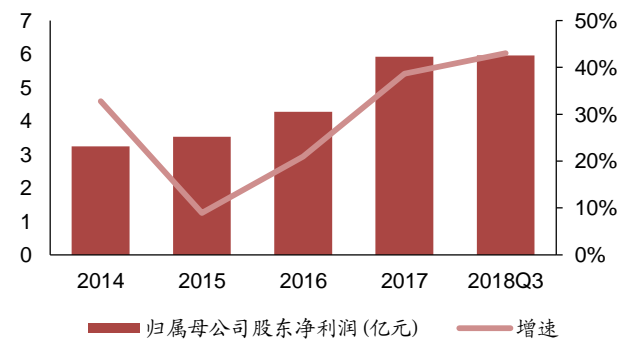
公司营业收入稳定增长，2017 年公司营收 38.05 亿元，同比增长 31.14%，2018Q3 营收 35.41 亿元，同比增长 30.57%。一方面由于公司门店数量快速增加，截至 2017 年底，公司总门店数净增加 268 家，其中加盟商开店数量相对 2016 年增加 286 家，同比增长 13.23%，截至 2018 第三季度，公司门店数量达到 3190 家，相对期初增加 466 家，其中加盟商开店数量较年初净增加 450 家，门店总数同比增加 11.2%；另一方面由于公司单店收入的增长，2017 年公司自营门店单店收入同比增长 22.9%，加盟店单店收入同比增长 23.56%。

图 6：2014-2018Q3 营收及增速



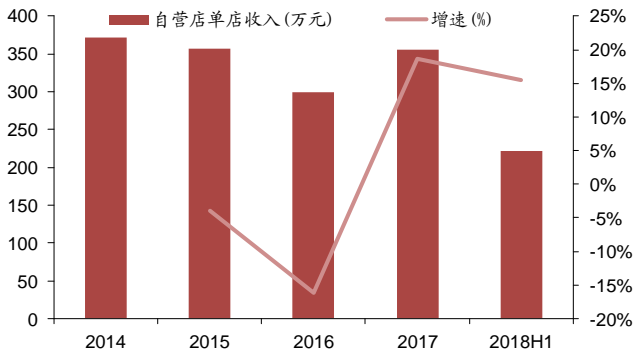
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：2014-2018Q3 归母净利润及增速



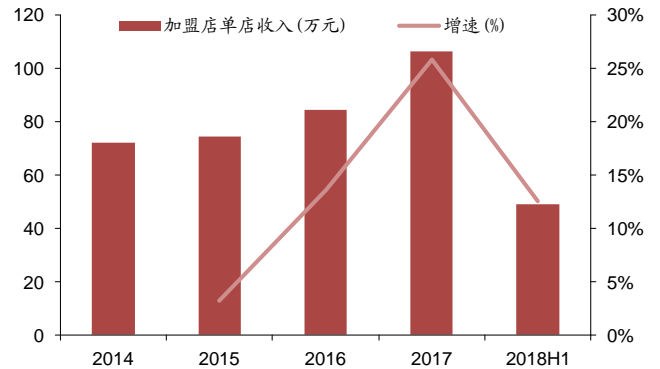
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：公司自营门店收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

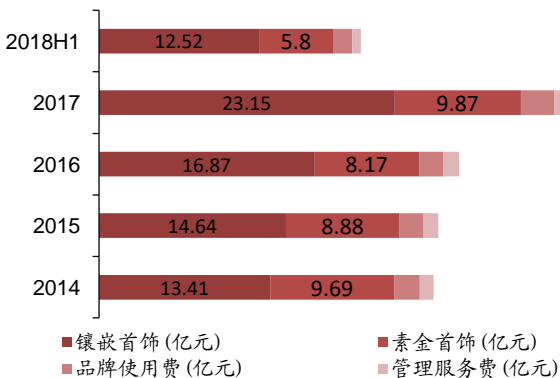
图 9：公司加盟门店收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

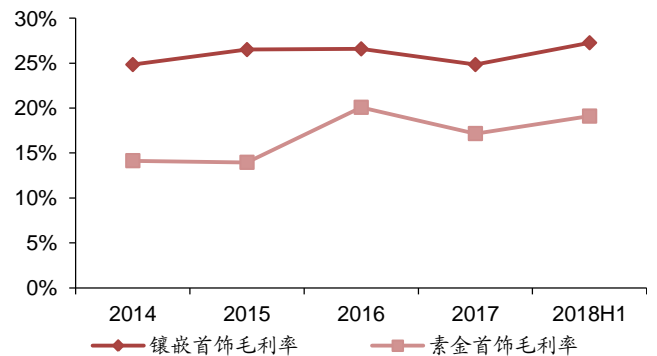
公司毛利率稳步上升，净利率持续向上。公司毛利率基本处于稳步上升状态，主要由于公司毛利率较高的镶嵌产品收入占比逐渐增加。2017 公司毛利率 32.38%，同比减少 1.96 个百分点，主要由于公司镶嵌产品促销，卖给加盟商的毛利率有所降低，使得整体毛利率小幅下降。2018Q3 公司毛利率上升幅度较大，一方面由于公司前三季度产品结构发生调整，镶嵌产品的毛利率在提升的同时占比也在同步提高；另一方面加盟商数量在持续扩张，会带来毛利率为 100% 的品牌使用费及管理服务费的增加，拉高公司总体毛利率。2018Q3 净利率增长幅度小于毛利率，主要由于高毛利率的镶嵌首饰占比继续增加。

图 10：公司收入结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：公司毛利率和净利率对比

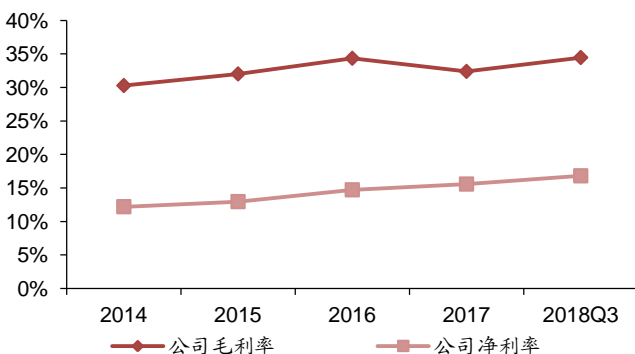
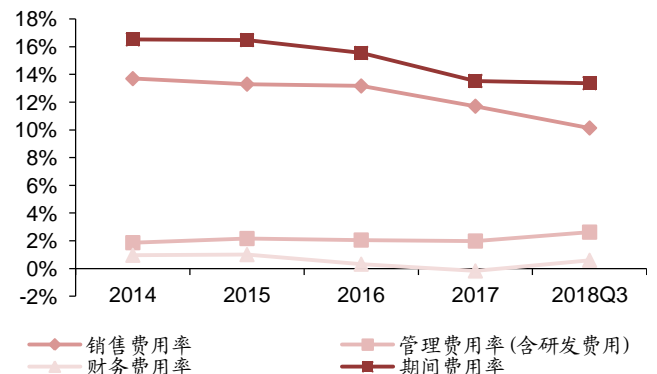


图 13：公司期间费用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

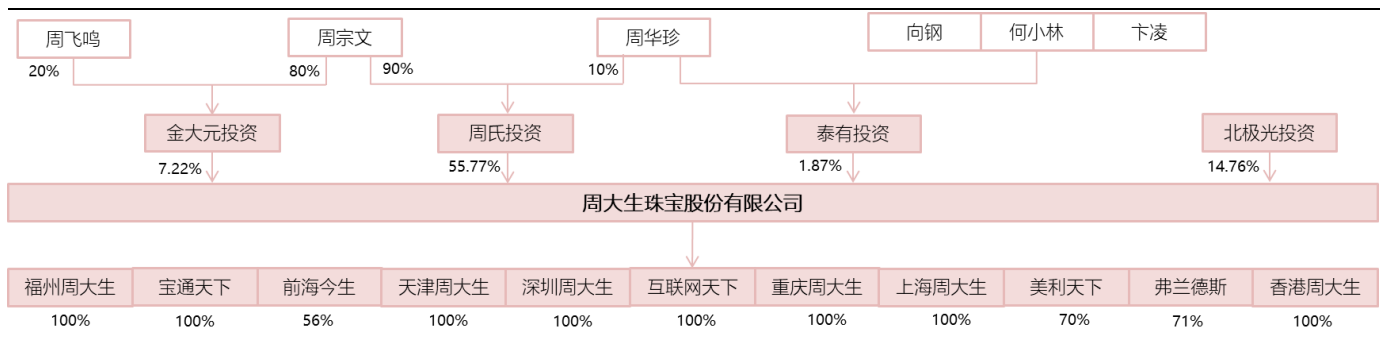
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

前三季度期间费用率整体稳定，同比去年小幅增加。2018Q3 期间费用率为 13.37%，同比去年增加 0.26 个 pct。具体来看，销售费用率同比下降 1.09 个 pct，管理+研发费用率同比去年增加 0.67 个 pct，主要由于第一期股权激励股份支付费用分摊以及无形资产摊销费用增加所致，同时公司延续整合研发与自主研发相结合的模式，通过推进研发设计中心项目建设，塑造自主研发能力，前三季度研发费用同比增长 55.42%。财务费用率同比去年增加 0.69 个 pct，主要由于银行借款及黄金租赁额度增加而支付的银行借款利息增加以及汇率变动使得汇兑损益增加所致。

1.3. 股权结构稳定，激励机制到位

公司实际控制人为周宗文、周华珍夫妇，股权高度集中。周宗文先生和周华珍女士通过周氏投资、金大元、泰有投资间接控制公司 64.86% 的股份。

图 14：周大生股权结构图(截至 2018-10-12)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股权激励计划分期解除限售，激励机制到位。公司于 2018 年 1 月 11 日发布第一期限限制性股票激励计划，并于 3 月 15 日完成首次股票激励计划授予。本计划向 177 名被激励员工发放 712.9 万股，占总股本 1.57%。该批限制性股票必须满足公司业绩要求和个人所在组织业绩要求后方可解锁。预计 2018、2019、2020 和 2011 年最低同比增速分别为 15%、13.04%、15.38%、13.33%。

表 2：公司销售模式分类

解除限售期	业绩考核指标
首次授予限制性股票第一次解除限售	以 2017 年业绩为基准，2018 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 15%。
首次授予限制性股票第二次解除限售/预留限制性股票第一次解除限售	以 2017 年业绩为基准，2019 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 30%。
首次授予限制性股票第三次解除限售/预留限制性股票第二次解除限售	以 2017 年业绩为基准，2020 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 50%。
首次授予限制性股票第四次解除限售/预留限制性股票第三次解除限售	以 2017 年业绩为基准，2021 年公司实现的净利润较 2017 年增长不低于 70%。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4. 入股恒信玺利，未来有望带来业务协同

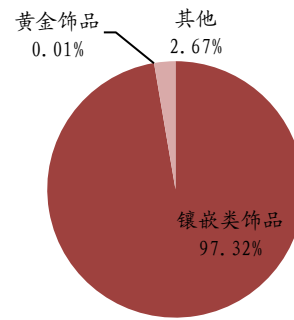
2018年9月20日，周大生旗下子公司宝通天下通过天津风创新能股权投资基金合伙企业(有限合伙)以403,580,000元对价与天津红杉资本签署份额转让协议。经过本次交易之后，周大生通过直接投资风创新能100%股权来间接持有恒信玺利16.60%股份，成为恒信玺利第二大股东。

图 15：恒信玺利三大品牌



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 16：2017 年恒信玺利营收结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

恒信玺利定位中高端，业绩增长稳健。恒信玺利成立于1999年，为国内珠宝行业优秀企业，主营钻石珠宝首饰产品的设计研发和销售，其中镶嵌类饰品占比97.32%。恒信玺利目前旗下拥有三个独立品牌：I Do、ooh Dear、恒信钻石宫殿，依托细分品牌战略，面向中高端所有珠宝钻石市场。公司销售渠道覆盖140多个城市，拥有超过500家门店。2017年恒信玺利实现营收16.44亿元，同比增长15.50%；实现净利润2.8亿元，同比增长27.26%，2018上半年，公司营收7.16亿元，同比增长1.36%；归属挂牌公司股东的净利润1.27亿元，同比增长5.99%。现阶段周大生对恒信玺利仍为财务投资，未来有望业务协同。


表 3：I DO 品牌主要产品分类

品牌简介	产品类别	产品材质	产品系列	产品图示
<p>“I DO”作为恒信玺利旗下高端市场的珠宝首饰品牌，主要针对三、四线城市中消费力较高的高端人群。</p> <p>“I DO”专注于镶嵌首饰及K金产品销售，围绕着婚庆主题进行产品设计，并以爱的主题，将产品设计延伸至两性纪念日礼品市场，公司产品定位清晰，主题明确，已在行业内建立了牢固的市场地位。</p>	香水		香榭指之吻	
	戒指	镶嵌	结婚对戒	
			订婚钻戒	
	项链吊坠	镶嵌、K金	纪念日 Gift	
手链	镶嵌、K金	纪念日 Gift		

	耳饰	镶嵌、K金	纪念日 Gift	
--	----	-------	----------	---

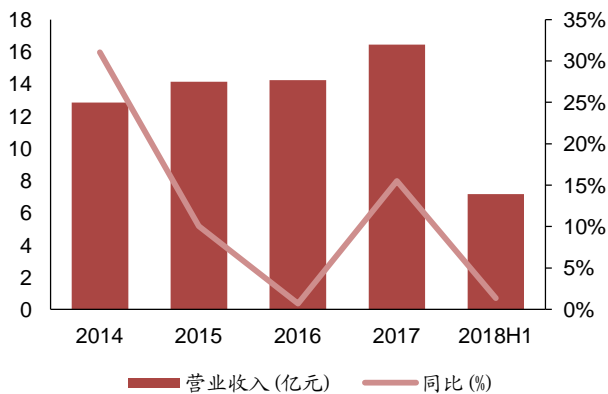
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 4：Ooh Dear 品牌主要产品分类

品牌简介	产品系列	产品材质	产品种类	产品图示
<p>“Ooh Dear”为恒信玺利打造的亲子礼品珠宝品牌，主要针对 0-1 岁的亲子市场消费者。</p> <p>“Ooh Dear”致力于亲子市场，以“纪念与珍藏孩子成长过程中的宝贵点滴”作为品牌核心概念，将“亲自情感”传达至消费者。在产品方面，“Ooh Dear”以 953 银为产品主要原材料，产品设计理念新颖独特，款式不断推陈出新，深受消费者喜爱。</p>	出生礼	952 银	手镯、吊坠、戒指、摆件等	
	周岁礼	952 银	手镯、吊坠、戒指、摆件等	

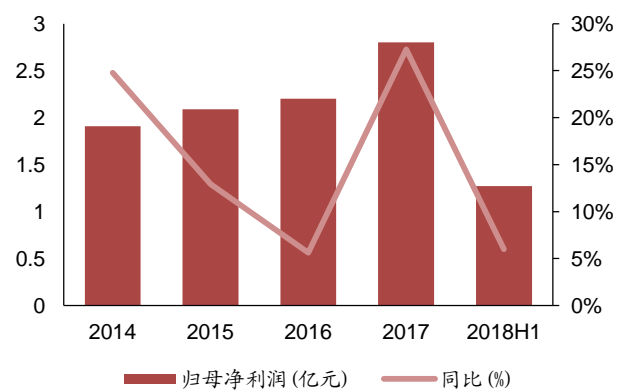
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 17：恒信玺利营业总收入及其同比



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 18：恒信玺利净利润及其同比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

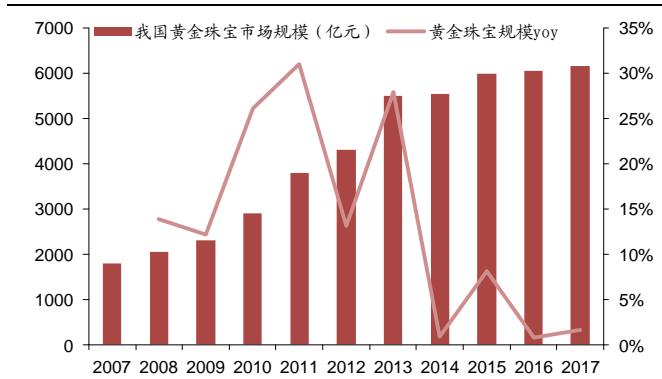
2. 我国黄金钻石市场体量巨大，多因素驱动未来渗透率有望进一步提升

2.1. 黄金钻石市场规模体量巨大，2017 年以来行业有回暖迹象

我国黄金钻石市场 6000 亿元规模，人均消费仅为美国 1/6，未来消费潜力巨大。根据 Euromonitor 的数据，2017 年我国黄金珠宝市场规模已经迈入 6000 亿人民币，根据 De Beers 集团 2017 年发布的《Diamond Insight Report》，2015 年我国成品钻消费全球第二，仅次于美国，占全球消费份额的 16%，体量巨大。2016 年钻石镶嵌首饰市场规模超过 640 亿元，2006-2016 年 CAGR 为 12%。从人均消费角度来看，2016 年我国人均珠宝钻石消费金额为 54.11 美元，而同期美国和日本人均额分别为 306.7 和 180.2 美元，我国人均消费水平仅约为美国的 1/6，日本的 1/3，未来

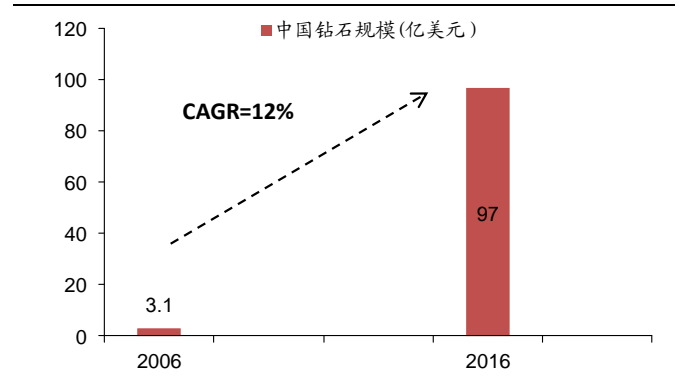
消费潜力巨大。

图 19: 黄金珠宝行业市场规模及增速



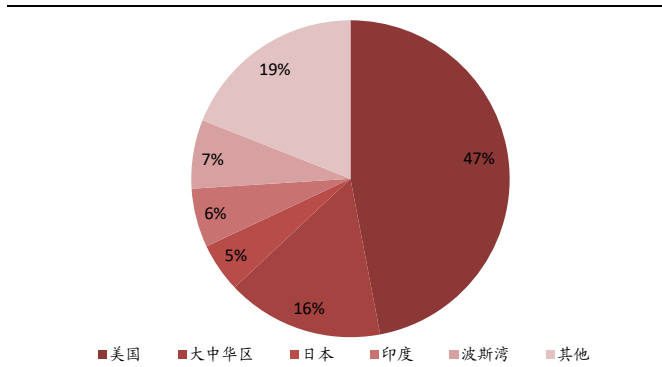
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 20: 中国钻石规模



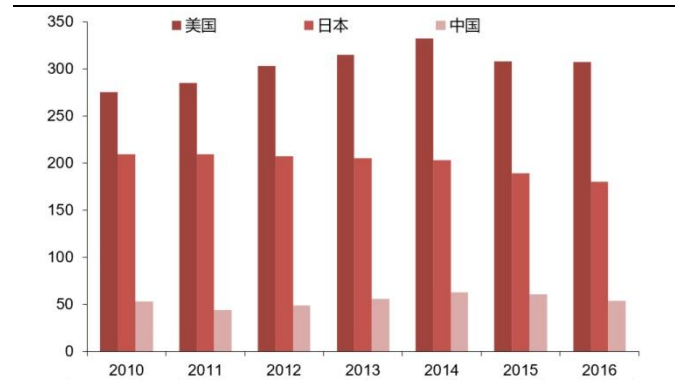
资料来源: Debeers, 浙商证券研究所

图 21: 全球成品钻消费份额



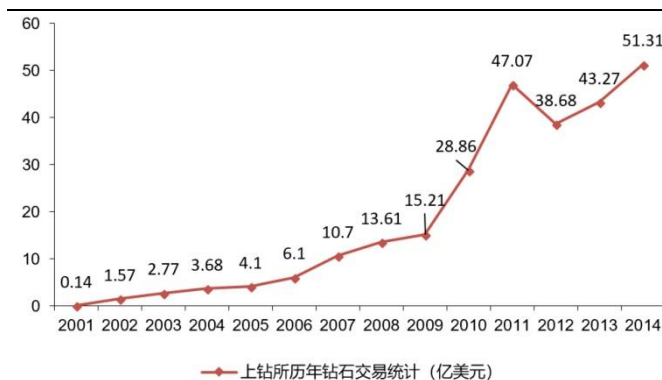
资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

图 22: 我国人均珠宝消费金额有待抬升 (美元)



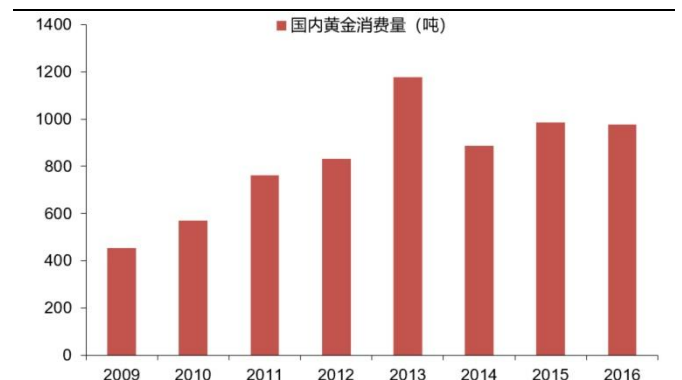
资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

图 23: 钻石交易规模稳固上升



资料来源: 上海钻石交易所, 浙商证券研究所

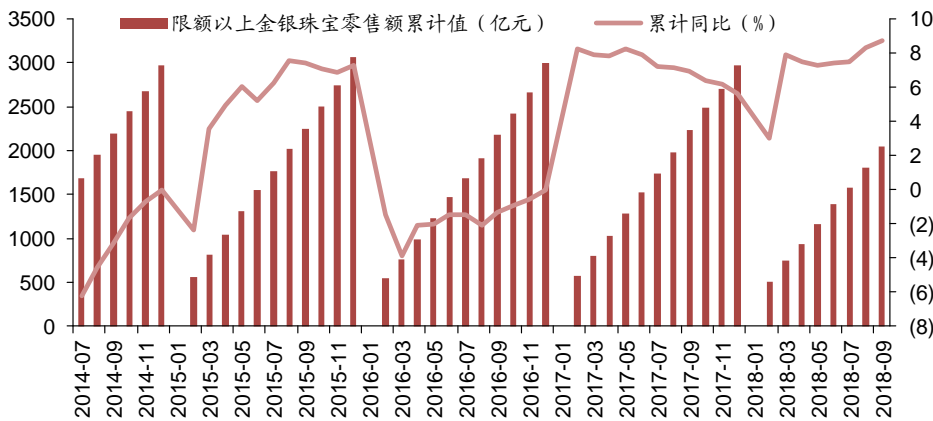
图 24: 国内黄金消费量抬升



资料来源: 中国黄金协会, 浙商证券研究所

2017 年以来, 金银珠宝零售额有回暖迹象。2017 年底, 国内限额以上金银珠宝零售额累计值近 3000 亿元, 同比增长 5.6%, 2018 年 1-9 月国内限额以上金银珠宝零售额累计值 2044.1 亿元, 同比增长 8.7%, 上年同期增速为 8.3%, 消费增速加快。

图 25：限额以上金银珠宝零售额月度累计同比增速



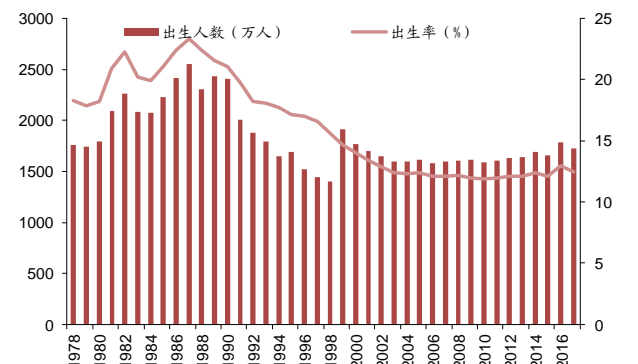
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 驱动因素：婚庆以外需求+三四线消费升级带动金银珠宝消费

2.2.1. 婚庆刚需平稳增长，婚庆以外的市场逐步扩大

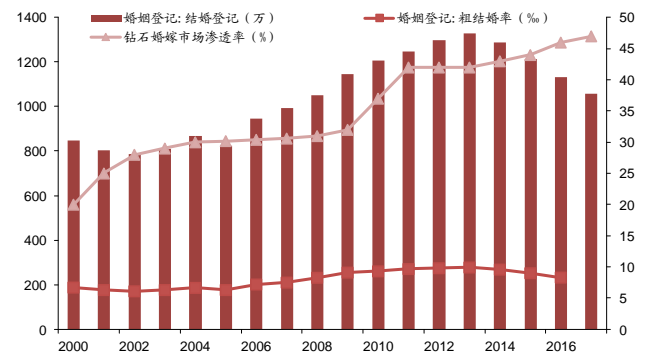
婚庆市场需求趋于稳定，未来有望受益于婚庆市场上钻石渗透率的进一步提升。目前婚庆需求仍为主要需求，在钻石消费市场中占比接近 50%。目前第三次婴儿潮（1986-1991）期间出生的人口现已进入适婚年龄，随着出生率的逐年下降，未来结婚人数趋于平稳。目前中国的钻石婚嫁市场渗透率不到 50%，而美国、日本在上世界 90 年代均已达到 70%，因此整体而言，婚庆市场需求趋于稳定，未来增量需求主要来自钻石渗透率的提升。

图 26：出生人口数（万人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：钻石在婚嫁市场渗透率提升主力钻石消费



资料来源：wind，DeBeers，浙商证券研究所

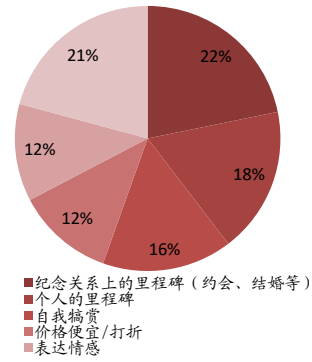
作为钻石消费主力，女性购买力的提升带动婚庆市场以外的消费需求增加。根据 DeBeers 的报告，全球范围内女性钻石消费额占了所有钻石消费总额的 90%，女性消费者是钻石消费的主力军。民政部公布的数据显示，2016 年从事社会服务类和社会工作类工作的女性分别占 41.3% 和 31.5%，相较于 2010 年二者分别增长了 3.3% 和 3.0%。日益崛起的女性意识结合女性消费能力的提升，以优雅、高贵的钻石在女性消费中越来越受欢迎。在国内自购市场中，26% 的女性（包括已婚）和 39% 的单身女性会给自己购买钻饰，83% 的钻饰礼物由女性建议购买，并且这一比例呈现增加趋势。根据 DeBeers 的报告，在选择购买礼品时，68% 的女性会把钻石放在第一、第二位，用以表达自己希望这段关系持久的美好愿景；也有超过 40% 的女性会在自己跨越关键节点时购买钻石奖励自己，以自我犒赏的形式表达对自己的认可。2016 年钻石消费市场中戒指的消费占比在下降，项链、耳环的消费比例在上升，说明钻石消费正在更多的渗透到日常消费场景中。

图 28：中国女性劳动力参与率不断提升



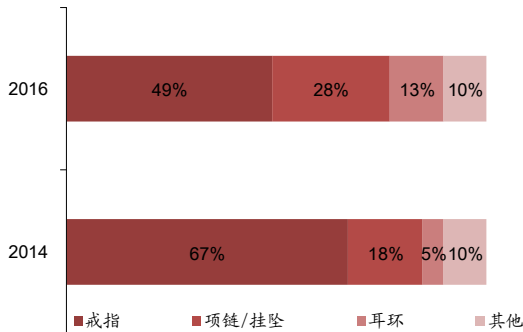
资料来源：民政部，浙商证券研究所

图 29：中国女性自我购买钻石的目的



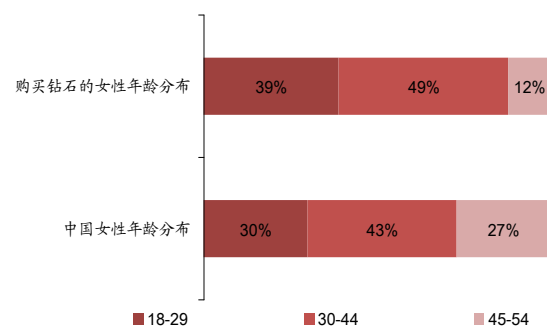
资料来源：DeBeers，浙商证券研究所

图 30：中国钻石首饰各品类的消费占比



资料来源：DeBeers，浙商证券研究所

图 31：年轻女性对钻饰有更高偏好

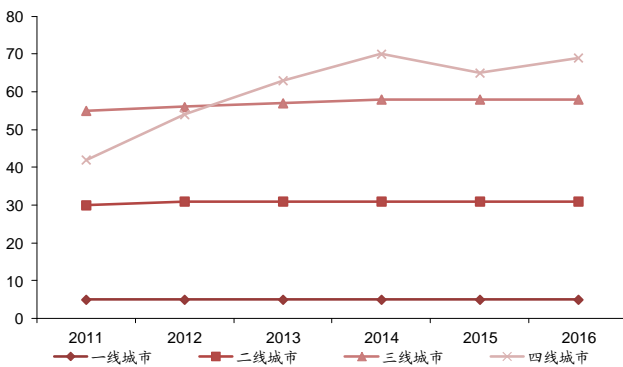


资料来源：DeBeers，浙商证券研究所

2.2.2. 三四线城市消费升级，带动金银珠宝消费

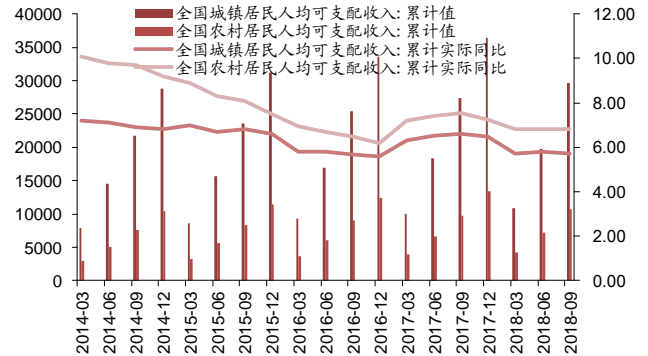
农村居民人均可支配收入增速超过城镇，越来越多的四线城市人均 GDP 超过 5000 美元，乡村的社会消费品零售总额增速也已超过城镇，购买力的提升将带来三四线城市的消费升级。麦肯锡的报告指出，在人均 GDP 超过 5000 美元时，人们会提升在珠宝、名表上的消费。截止到 2016 年，一、二线城市均已突破门槛，而 61 个三线城市中 58 个已经达到了 5000 美元，另有多于一半的四线城市人均 GDP 达到了这一数额，并且势头更盛。农村居民人均可支配收入增速连续多年超过城镇，农村的社会消费品零售总额增速也超过城镇，2018 年 1-9 月农村的社零累计同比增速为 10.4%，城镇的社零累计同比增速为 9.1%，三四线城市的消费正在崛起。

图 32：越来越多的四线城市人均 GDP 超过 5000 美元



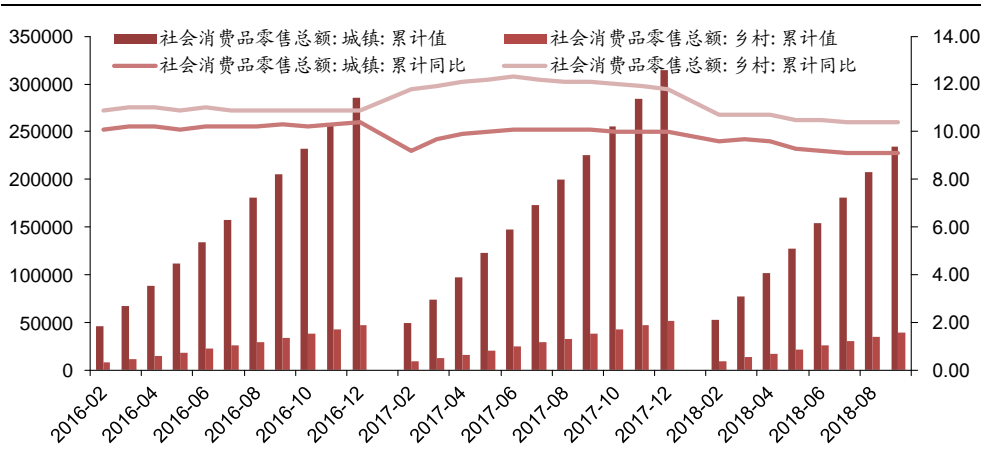
资料来源：中国产业信息，浙商证券研究所

图 33：城乡人均可支配收入对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

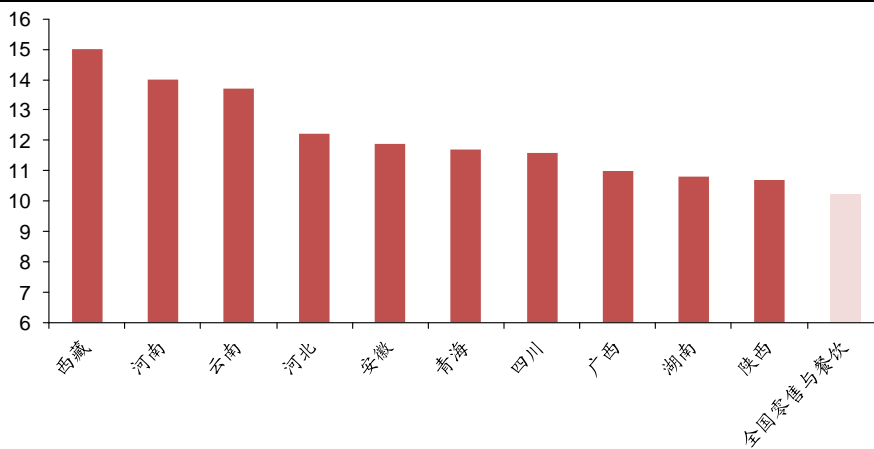
图 34：乡村的社零增速超过城镇



资料来源：wind，浙商证券研究所

春节期间三四线城市消费迎来高速增长，金银珠宝消费增速前三的均为偏三四线省份。商务部监测的数据显示，2018 年春节黄金周期间，西藏、河南、云南、河北、安徽重点监测零售企业销售额同比分别增长 15%、14%、13.7%、12.2%和 11.9%，青海、四川、广西、湖南、陕西分别增长 11.7%、11.6%、11%、10.8%和 10.7%。在珠宝消费方面，消费增速排名前三的省份分别为陕西、贵州、吉林，其中陕西省金银首饰销售额同比增长 43%，贵州、吉林的销售额增速分别达到了 30.6%和 17.8%。2017 年春节金银珠宝消费增速前三的也为内陆偏三四线省份。

图 35：内陆省份春节期间重点监测零售企业销售额增速超平均



资料来源：商务部，浙商证券研究所

图 36：春节期间内陆省份金银钻石消费增加

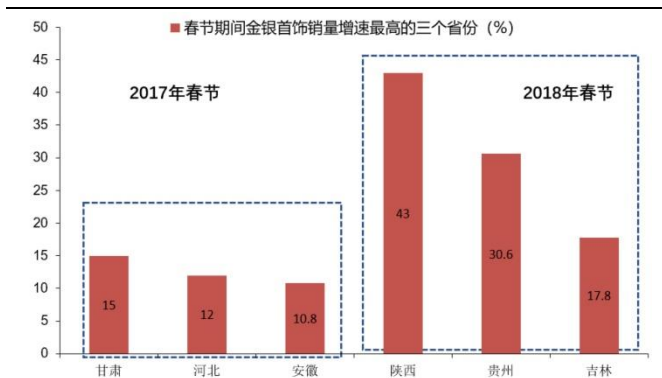
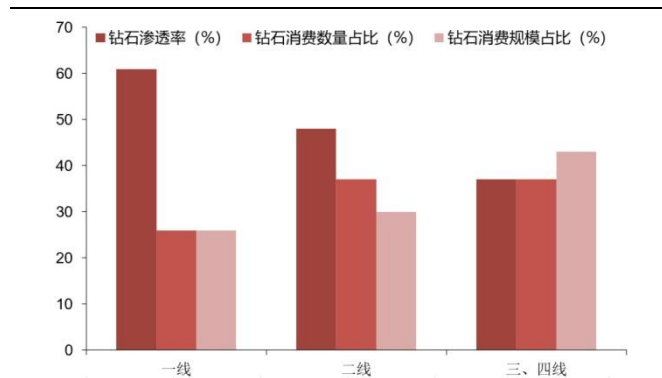


图 37：2017 年三四线城市钻石渗透率上涨空间大



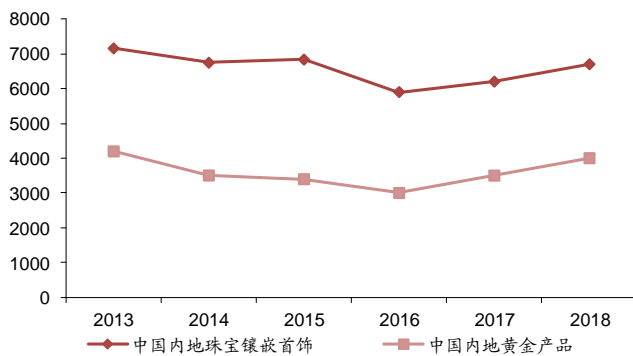
资料来源：商务部，浙商证券研究所

资料来源：DeBeers，浙商证券研究所

目前钻石在三四线城市和内陆省份渗透率较低，未来钻石消费规模有望进一步扩大。三四线城市的钻石渗透率为37%，远低于一线、二线城市，钻石消费潜力巨大。假设三四线城市渗透率能达到一线水准，粗略按人口和钻石客单价估算，三四线城市钻石消费潜在市场仍是千亿级别。

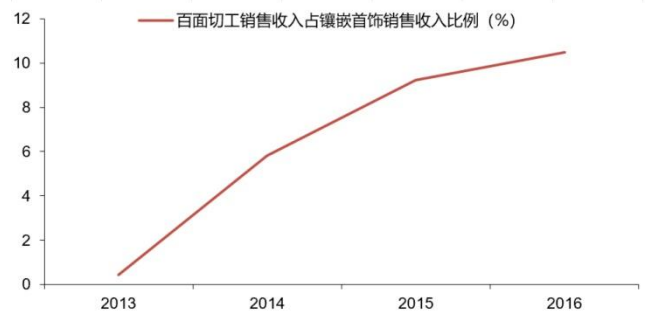
消费客单价逐渐提升，高端化消费趋势逐步显现。消费者的消费能力普遍提升，消费观念转变，边际消费倾向有所提高，消费结构改善，人们在自己能接受的价格范围内倾向于选择价格更高的产品。从具体公司数据来看，周大福最近一年钻石镶嵌类和黄金类产品客单价提升，周大生旗下高端产品“LOVE100”百面切工钻石营收占比也持续走高。

图 38：周大福产品客单价小幅提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 39：高品质产品受到更多消费者追捧



资料来源：招股书，浙商证券研究所

2.3. 行业格局

目前，中国珠宝行业格局大致可分为四个部分，分别是**国际知名品牌**、**港资品牌**、**内地全国品牌**和**区域性品牌**。**国际知名品牌**面向**高端市场**，定位奢华、高端，品牌文化悠久，设计和产品质量是其核心优势，但其地域范围覆盖面低，门店主要面向一、二线城市。代表品牌如 Cartier、Tiffany、Bvlgari 等。占据市场主要份额的**中高端市场**则竞争激烈，主要竞争品牌有**港资品牌**的周大福、周生生等和**内地品牌**老凤祥、周大生、潮宏基、明牌珠宝等。**港资品牌**面向**中高端市场**，渠道覆盖主要集中在一、二线城市，近年来也开始积极布局三、四线城市。**内地品牌**渠道覆盖一线至四线，在渠道拓展方面，多采用加盟/经销模式。

行业内企业销售运营模式多以**加盟模式**为主，辅以**自营**。其中以黄金首饰为主要产品的老凤祥门店数位居首位，总门店数为 3174 家，连锁店与经销网点占总门店数 94.80%。以钻石镶嵌首饰为主要产品的周大生位列第二，门店数 2448 家，加盟店占总数 89.87%。随着各家公司纷纷采用渠道下沉模式，门店数的快速增长与加盟店数占比不断提高将成为大概率事件。

表 5：行业各品牌企业多维对比

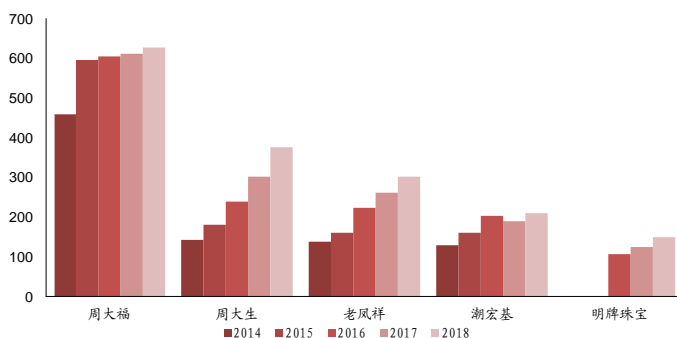
	品牌	门店总数	经营模式	内地范围内主要经营区域	主要产品及结构
国际知名品牌	Cartier	315	仅自营	一线城市	珠宝首饰销售为主。
	Bvlgari				
	Tiffany				
港资品牌	周生生	431	仅自营	一、二线城市，华南占比最高，28.29%。	黄金、铂金产品为主。
	周大福	2585	直营店为主，占比 60.1%。	一、二、三线城市零售值占比分别为 17.4%/59.5%/23%。	黄金销售为主，占比 47.86%。
	六福	1631	自营店 225 家；加盟为主，占比	一至四线城市	黄金及铂金产品为主，

			86.2%。		占比 55.5%。
	谢瑞麟	441	自营店 224 家; 加盟店 187 家。	一、二线城市	以 K 金、钻石首饰为主。
内地全 国品牌	老凤祥	3174	自营店 165 家; 加盟店 1418 家; 经销网点 1578 家。	一至四线城市	以黄金饰品为主
	明牌珠宝	900 余	近千家自营门店、加盟店、经 销网点。	一至四线城市	黄金饰品为主, 占比 87.67%。
	周大生	2724	自营店 276 家; 加盟为主, 占比 89.87%。	三、四线城市为主	钻石首饰为主, 镶嵌产 品占比 60.83%。
	莱绅通灵	712	直营店 110 家, 直营厅 206 家, 加盟店 396 家。	一至四线城市, 江苏省占 比最高, 58.15%。	钻石饰品为主, 占比 90.8%。
	爱迪尔	563	自营店 4 家; 加盟店 559 家。	一至四线城市, 华南占比 最高, 28.29%。	钻石产品为主, 钻石镶 嵌产品占比 57.53%。
	潮宏基	1108	专营店 1108 家, 其中珠店 818 家, 女包店 290 家。	一至四线城市, 华东地区 占比最高, 44.71%	黄金、K 金为主, 时尚 珠宝首饰占比 64.12%。
区域 性 品牌	萃华珠宝	422	自营店 18 家; 加盟店 404 家。	特定区域	黄金饰品为主, 占比 90.5%。
	北京菜百		自营、加盟		黄金
	金伯利		自营、加盟		钻石

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

行业品牌价值逐年上升, 周大生突破 300 亿元大关, 年度排名第二。根据世界品牌实验室(World Brand Lab)各年度编制的《中国 500 最具价值品牌》统计, 行业内各珠宝企业品牌价值均逐年上升。排名第一位为周大福, 2018 年年度品牌价值 628.15 亿元。周大生从 2011 年起连续 8 年进入前 500 强, 2018 年品牌价值高达 376.85 亿元, 珠宝行业排名第二。

图 40: 2014-2017 国内珠宝企业品牌价值



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

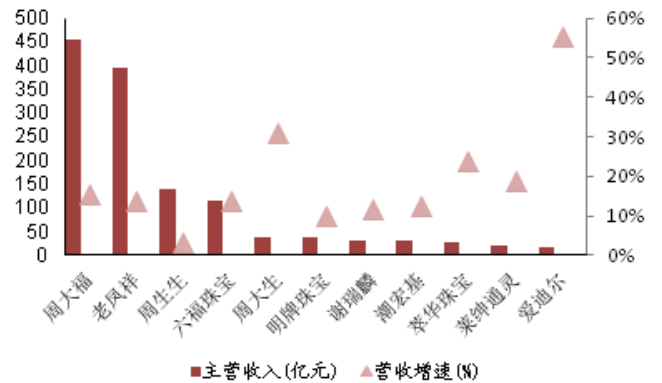
行业集中度不高, 周大生位居第三。根据水贝·中国珠宝指数网发表的《2015 年中国珠宝行业发展概况》, 境内珠宝首饰市场品牌占有率前三名的品牌合计市场份额为 18.60%, 分别为周大福 8.5%、老凤祥 5.8%、周大生 4.3%。根据中宝协出具的证明, “周大生”品牌市场占有率在境内珠宝首饰市场均排名前三。市场集中度不高。

图 41：2015 珠宝行业市占率



资料来源：水贝中国指数网，浙商证券研究所

图 42：2017 珠宝行业企业营业收入及增速

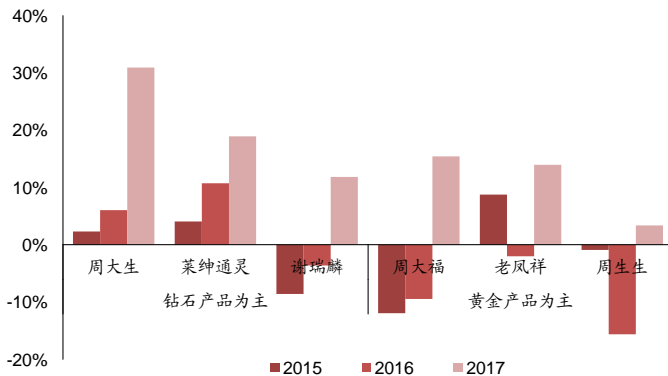


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

按照钻石产品和黄金产品分类，选取 6 家代表性企业对 3 年财务指标做对比。以钻石产品为主的企业分别是周大生、莱绅通灵和谢瑞麟；以黄金产品为主的企业分别是周大福、老凤祥和周生生。我们发现：

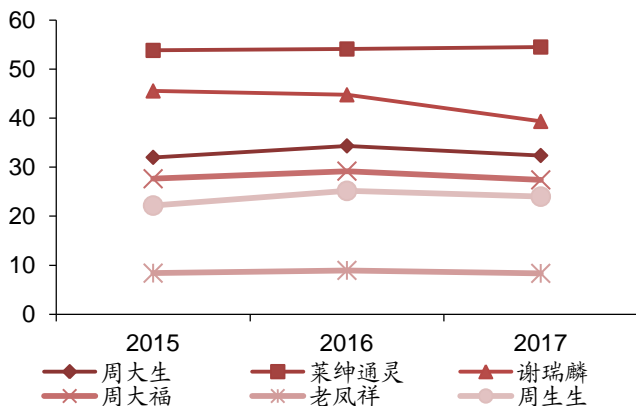
钻石产品为主的企业收入增速显著高于黄金产品为主的企业，且钻石为主的三家品牌毛利率显著高于黄金产品为主的品牌。主要由于人们消费理念的变化，逐步偏好更具时尚性的钻石消费，另一方面金饰的盈利模式主要为金价+加工费，毛利率普遍偏低。2017 年行业内公司收入增速普遍转为正向增长，预示着行业性的回暖。

图 43：2015-2017 六家品牌同比营收增速



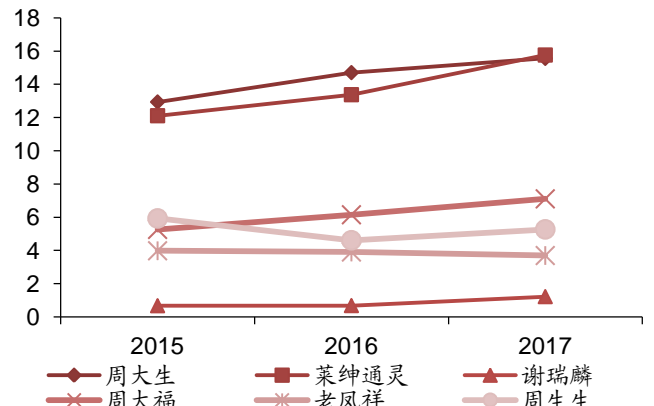
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 44：2015-2017 六家品牌销售毛利率(%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 45：2015-2017 六家品牌销售净利率(%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 公司看点:轻资产运营、公司让利加盟商空间大, 带来线下快速扩张

3.1. 公司让利加盟商空间大, 带动渠道快速扩张

公司以加盟模式为主, 线下扩张速度快。在销售模式方面, 主要经营模式有三类, 分别是自营、经销和加盟。加盟模式较自营模式优势明显, 该模式线下扩张市场速度快, 对于陌生的区域, 企业需要承受的风险更加小, 存货风险也大大降低。另外, 公司在实施外延式、规模先行的渠道战略的同时, 也建立了加盟商管理体系, 从资质评估、开店评估、经营标准、营运管控、整合营销、经营辅导、员工培训、规范督导和经营考核等方面进行标准化管理, 从根源上杜绝了加盟商对品牌形象的不利影响。

表 6: 公司销售模式分类

销售模式	模式简介	经营品牌	渠道拓展	品牌建设	盈利模式	主要企业
自营模式	公司以设立商场专柜、旗舰店或专卖店的方式进行铺货销售。	单一品牌专卖	一、二线城市	强	产品零售	Tiffany、Cartier、谢瑞麟、周生生、周大福、潮宏基等
经销模式	公司与经销商签订协议, 经销商根据自身销售情况定期或不定期到公司提货, 提货价格一般以公司公布的最新批发价为准, 经销商在提货后的一定期限内完成付款。公司与经销商之间是买卖关系, 经销商提货后, 自行销售、自负盈亏、自担风险。	混合品牌	区域中心	弱	产品批发	老凤祥、明牌珠宝等
加盟模式	加盟商在公司授权下开设加盟店, 并自行负责人、财、物、房屋租金等一切经营管理费用。公司根据协议为经销商供相应的服务和监督, 包括特许经营权、人员及经营管理培训、统一装修设计等, 同时收取一定的费用。	单一品牌专卖	三、四线城市	强	加盟费、品牌使用费	六福珠宝、周大生等

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

公司留给加盟商的毛利空间大, 加盟商开店意愿强。除少量素金产品, 其余素金产品均由加盟商向指定供应商采购, 而镶嵌产品则是加盟商直接从公司采购。公司的收入来源一方面来源于向加盟商销售商品, 一方面来源于收取的加盟商管理费和品牌使用费。

在镶嵌产品方面, 公司在自营与加盟中各自镶嵌产品毛利率分为 56.40%与 19.15%。由于加盟店与自营店在同一区域终端售价基本一致, 可以测算加盟商自身的销售毛利率为 46.08%。根据 2014-2017 数据统计, 该指标持续保持在 44%-46%之间并逐年提升。对比莱绅通灵, 加盟商终端的销售毛利率区间约为 35%。需要说明的是, 由于周大生自营门店中多为商场联营模式, 即确认的销售收入为终端销售收入扣除商场扣点后的收入, 因此计算加盟商自身销售毛利率所依据的自营模式下的毛利率是扣除商场扣点后的毛利率。在计算莱绅通灵的加盟商自身销售毛利率时, 选用了两种口径: 一种是选用专厅模式下的自营毛利率来计算 (包含商场扣点, 与周大生模式相近), 一种是将专厅和专卖店按所占比重计算下的自营毛利率。我们发现, 口径一下通灵的加盟商自身毛利率中枢为 35%, 口径二下中枢为 40%, 无论哪种口径, 周大生的加盟商所获的毛利空间都超过通灵。

在素金产品方面, 加盟商的素金产品除去产品成本外, 需要额外向公司支付品牌使用费, 素金产品保持在 3-5 元/克之间。由于素金产品与镶嵌产品定价类似, 即在同一地区加盟商终端售价与自营店一致。因此, 以黄金价采购价 266

元/克为例，品牌使用费仅约占总成本的 1.1%，对加盟商对外销售素金产品的成本影响甚微。故加盟商的素金单位产品毛利率与自营素金产品相差无几。相比较主营 91% 以上都是素金产品的萃华珠宝，周大生素金产品毛利率仍居高位。并且，随着产品结构调整，素金产品占比的下降会使得加盟商在该处成本支出减少，加盟商单店综合毛利率增加。

表 7：公司镶嵌产品分渠道毛利率

	2014	2015	2016	2017
镶嵌(自营)毛利率	52.92%	54.59%	56.26%	56.40%
镶嵌(加盟)毛利率	15.82%	18.74%	20.08%	19.15%
加盟商镶嵌终端销售毛利率	44.07%	44.12%	45.27%	46.08%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 8：莱绅通灵分渠道毛利率

	2014	2015	2016	2017
直营店毛利率	62.77%	63.75%	65.11%	67.30%
直营厅毛利率	54.47%	53.64%	57.53%	58.79%
加盟毛利率	33.77%	35.92%	33.02%	35.33%
加盟商终端销售毛利率(口径一)	31.25%	27.65%	35.34%	36.28%
加盟商终端销售毛利率(口径二)	37.81%	34.78%	40.79%	42.32%

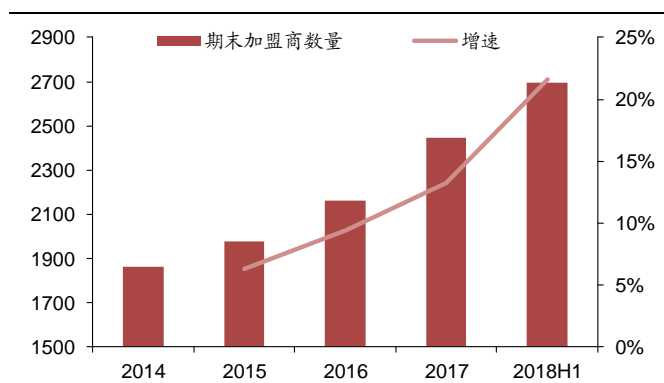
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 9：周大生与萃华珠宝素金产品毛利率对比

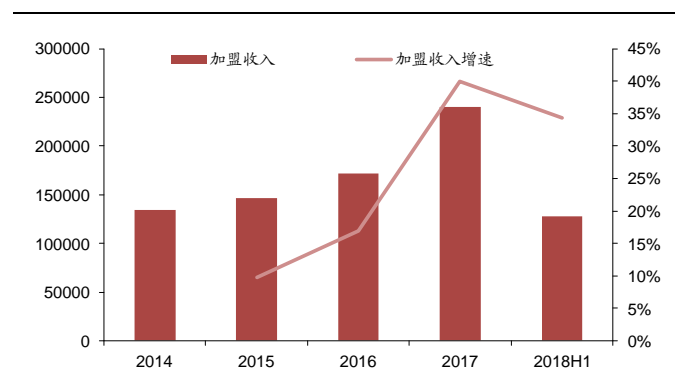
	2014	2015	2016	2017
周大生素金产品毛利率	14.14%	13.96%	20.08%	17.16%
萃华珠宝黄金饰品毛利率	5.93%	9.86%	4.38%	5.44%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

高毛利空间下加盟商开店意愿强，开店数量的增加带动公司加盟商收入的增加。截至上半年，公司已有加盟商数量 2696 家，比 2017 年末净增加 248 家，相对于 2016 年 6 月 30 日的门店数量净增加 479 家，增速高达 21.61%。截至三季度末，公司加盟商数量相对年初净增加 450 家。开店数量的增加带动公司加盟收入的增加，公司加盟商收入 2018 年上半年同比增长 34.34%。

图 46：期末加盟商数量


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 47：公司加盟商收入及增速


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

加盟商首次铺货收入占比有限，单店收入的增长维持了公司增长的可持续性。根据公司历史数据，2014-2016 年新增加盟店首次铺货金额在当年新增加盟店的总进货金额中占比仅为 50% 左右，后续进货金额也占有较大比重。新增加盟店首次铺货金额在当年所有加盟店的总进货金额中占比仅为 16%-18%。从加盟商门店数量增速与加盟商收入增速的对比可以看出，新增门店首次铺货的贡献有限，同店数据仍保持稳定的增长。2018 年上半年，公司加盟商单店收

入增速为 12.76%，其中占比 80% 以上的镶嵌产品收入增速为 17.41%。单店收入的稳定增长为公司带来了收入增长的持续性。

表 10：截止 2016 年底新增加盟店首次铺货与后续进货情况

(万元)	新增店数	新增门店合计首次铺货金额	新增门店店均首次铺货金额	新增门店报告期后后续累计进货金额	新增门店后续累计进货期数	新增门店年均后续累计进货金额	新增门店店均后续进货金额	首次铺货金额占比
计算公式	A	B	C=B/A	D	E	F=D/E	G=F/A	C/(C+F)
2014 新增加盟店	318	16863	53	36112	2.5	14445	45	53.86%
2015 新增加盟店	346	20419	59	29363	1.5	19575	57	51.05%
2016 新增加盟店	428	25297	66	6299	0.5	12599	54	54.98%

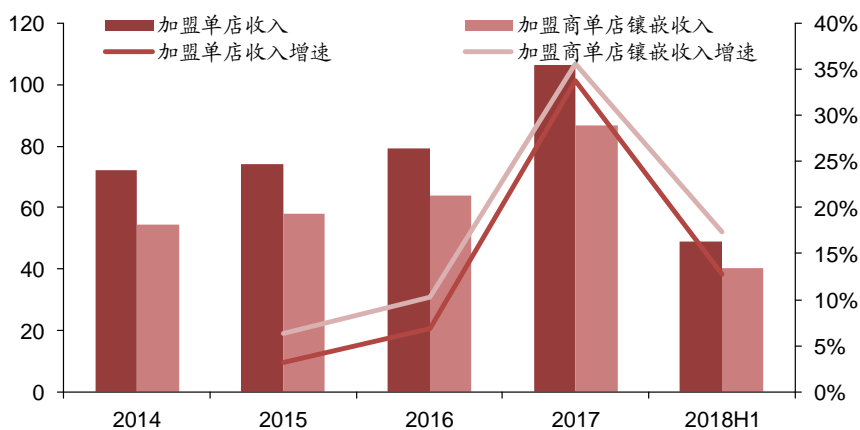
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 11：截止 2016 年底新增加盟店首次铺货与后续进货情况

	加盟产品销售收入	年度新增门店首次铺货金额	年度所有门店后续进货金额	首次铺货金额占比	后续进货金额占比	年度新增门店数量	年度新增门店店均首次铺货金额	年度所有门店店数(月加权平均)	年度所有门店店均后续进货金额
计算公式	A=B+C	B	C	B/A	C/A	D	B/D	E	C/E
2014	103168.84	16,862.85	86,305.99	16.34%	83.66%	318.00	53.03	1,787.00	48.30
2015	116,636.77	20418.76	96,218.01	17.51%	82.49%	346.00	59.01	1,897.00	50.72
2016	140,489.51	25,296.75	115,192.76	18.01%	81.99%	428.00	59.10	2,034.00	56.63

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 48：加盟商单店总收入、镶嵌收入及增速

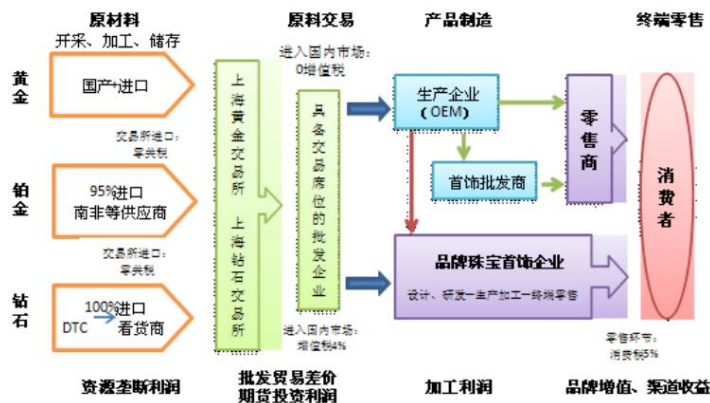


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.2. 生产环节外包，供应链整合轻资产运营

公司生产环节外包，主要专注于珠宝首饰品牌的运营。其上游是原材料供应商，委外加工厂商，下游是加盟商和终端消费者。

图 49：珠宝产业链



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

在生产与供应模式方面，公司将加工商与供应商进行供应链整合，向加盟商收取管理服务费和品牌使用费。通过供应链资源的整合，公司突破了传统生产加工为主的珠宝首饰行业发展周期瓶颈，致力于产业链中高附加值的品牌推广和渠道建设环节，实现了经营规模的快速柔性扩张。在该模式下，公司向加盟商收取的加盟管理服务费，产品品牌使用费无直接成本，对利润贡献能力较强。

对于素金产品公司采取指定供应商模式供货，公司按一定比例向加盟商收取品牌使用费。为提高产品的供货效率和降低公司存货库存压力，公司素金首饰产品供货一般通过指定供应商完成，产品仅限于公司指定品类和指定标准。指定供应商和加盟商自行结算货款，所选购产品均需经过公司内检和国家/地方检测机构检测合格后使用“周大生”品牌销售，基于“周大生”的品牌价值，公司根据黄金/铂金、黄金摆件、线沙金摆件、K金、钯金、黄金镶嵌、银饰、翡翠、和田玉、珍珠等产品种类的重量、成本或件数的一定比例收取产品品牌使用费，一般素金 3-5 元/克，其他配套产品为当期成本的 8.8%-15.6%。

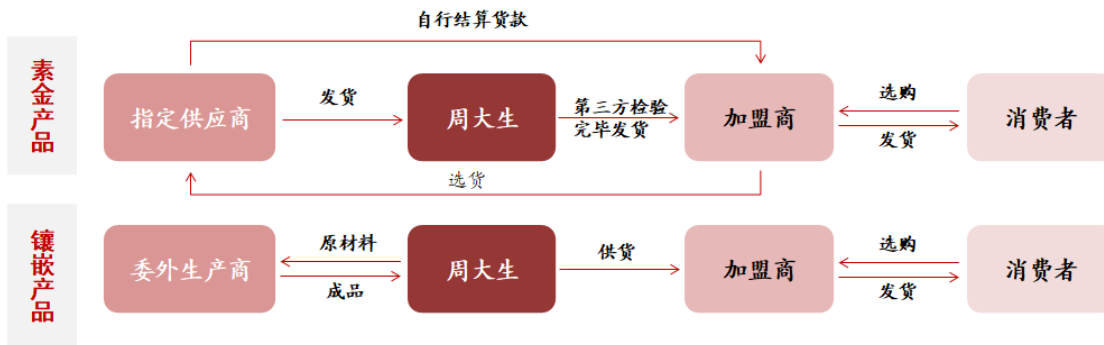
对于镶嵌首饰采取委外加工模式供货。镶嵌首饰加工难度比较大，公司在充分考虑到工艺水平、质量把控、交付能力和价格水平之后，向委外加工厂进行委托加工，公司自行采购成品钻石、黄金和铂金金料等原料，委外加工商根据公司的要求提供加工，完成后由公司对产品进行验收，成品经过加盟商选货之后，最终流入市场。

表 12：加盟商费用分类

		一类地区	二类地区	三类地区	四类地区
管理服务费	特许经营费（按店收取）	5 万元/年	5 万元/年	4 万元/年	3 万元/年
	品牌宏观管理费（按店收取）	3000 元/月	3000 元/月	2500 元/月	2000 元/月
品牌使用费	指定供应商模式	素金 3-5 元/克，其他配套产品为当期成本的 8.8%-15.6%			

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 50：发行人供货模式下的供应链结构图



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

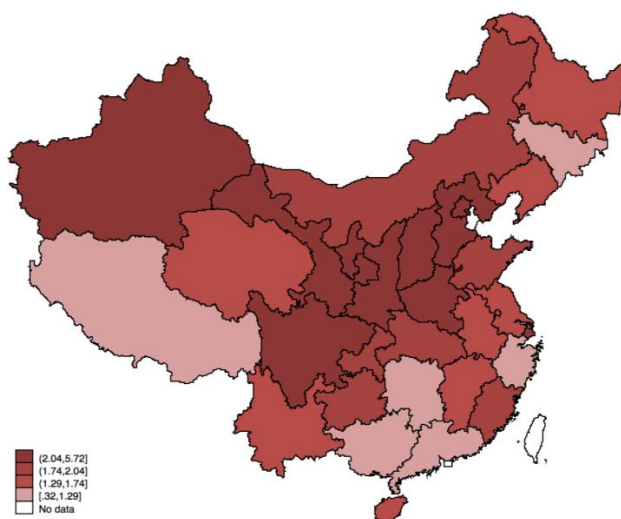
3.3. 渠道下沉：未来门店空间近 5000 家

公司目前门店扩张速度快，未来渠道覆盖率还有很大提升空间。截至 2018 年 9 月 30 日，公司门店总数为 3190 家，其中自营店 292 家，加盟店 2898 家，不到一年时间相比 2017 年底增加了近 500 家门店。目前门店大约覆盖县级行政区 1500 个左右，对于我国近 3000 个县级行政区而言覆盖率也仅有 50% 左右，未来还有很大提升空间。

从区域覆盖角度，我们测算未来门店数量空间为 5113 家。根据公司 2016 年在每个省级行政区的门店数量，用门店数量/对应省或直辖市下辖县级行政区数量，表示公司的区域覆盖率。2016 年，区域覆盖率排名靠前的省市分别是北京、上海、天津、重庆、河南，前五名平均覆盖率达到 2.63，即平均每个县级行政区拥有 2.63 个门店。对于 2016 年人均 GDP 高于 5.4 万元的省/直辖市（2016 年全国平均水平），按照区域覆盖率为 2.5 测算，当前区域覆盖率高于 2.5 的则按照当前值计算。对于 2016 年人均 GDP 低于 5.4 万元的省/直辖市，按照区域覆盖率为 1.5 测算，当前区域覆盖率高于 1.5 的则按照当前值计算。由此得到，公司的门店覆盖空间为 5113 家店。

从人均覆盖角度，我们测算未来门店数量空间为 4791 家。根据公司 2016 年在每个省级行政区的门店数量，用门店数量/对应省或直辖市的人数，得到每百万人拥有门店数量来表示百万人均覆盖率。排名前五的省市分别是北京、上海、陕西、山西、河南，均值为 3.5，即平均每 100 万人拥有 3.5 家周大生门店。若按照全国各省市覆盖率均达到 3.5 测算，则公司的门店覆盖空间为 4791 家。

图 51：各省市平均门店辐射量（家/百万人）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所（选用 2016 年数据）

表 13：公司门店空间预测

省市	2016 门店数量	行政区 (区) 数量	区域覆盖率 (1)	百万人均覆盖率 (2)	2016 年人口 (万人)	2016 人均 GDP	未来区域覆盖率	门店数预测 (3)	未来人均覆盖率	门店数预测 (4)
北京	78	16	4.88	5.72	1363	18.83	4.88	78	5.72	78
上海	49	16	3.06	3.38	1450	19.43	3.06	49	3.5	51
天津	30	16	1.88	2.87	1044	17.13	2.5	40	3.5	37
重庆	66	38	1.74	1.95	3392	5.23	1.74	66	3.5	119
河南	249	158	1.58	2.61	9532	4.25	1.58	249	3.5	334
山东	195	137	1.42	1.96	9947	6.84	2.5	343	3.5	348
江苏	123	96	1.28	1.54	7999	9.67	2.5	240	3.5	280
四川	213	183	1.16	2.58	8262	3.99	1.16	213	3.5	289
陕西	123	107	1.15	3.23	3813	5.09	1.5	161	3.5	133
湖北	111	103	1.08	1.89	5885	5.55	2.5	258	3.5	206
河北	166	168	0.99	2.22	7470	4.29	1.5	252	3.5	261
福建	79	85	0.93	2.04	3874	7.44	2.5	213	3.5	136
山西	100	119	0.84	2.72	3682	3.54	1.5	179	3.5	129
浙江	72	89	0.81	1.29	5590	8.45	2.5	223	3.5	196
安徽	84	105	0.80	1.36	6196	3.94	1.5	158	3.5	217
江西	79	100	0.79	1.72	4592	4.03	1.5	150	3.5	161
辽宁	76	100	0.76	1.74	4378	5.08	1.5	150	3.5	153
甘肃	65	86	0.76	2.49	2610	2.76	1.5	129	3.5	91
贵州	64	88	0.73	1.80	3555	3.31	1.5	132	3.5	124
湖南	86	122	0.70	1.26	6822	4.62	1.5	183	3.5	239
宁夏	15	22	0.68	2.22	675	4.69	1.5	33	3.5	24
海南	13	23	0.57	1.42	917	4.42	1.5	34.5	3.5	32
云南	70	129	0.54	1.47	4771	3.10	1.5	194	3.5	167
新疆	51	99	0.52	2.13	2398	4.02	1.5	149	3.5	84
内蒙古	46	103	0.45	1.83	2520	7.19	2.5	258	3.5	88
吉林	26	60	0.43	0.95	2733	5.41	2.5	150	3.5	96
黑龙江	50	128	0.39	1.32	3799	4.05	1.5	192	3.5	133
广东	35	121	0.29	0.32	10999	7.35	2.5	303	3.5	385
广西	30	111	0.27	0.62	4838	3.79	1.5	167	3.5	169
青海	9	43	0.21	1.52	593	4.34	1.5	64.5	3.5	21
西藏	3	72	0.04	0.91	331	3.48	1.5	108	3.5	12
合计	2426	2843						5113	3.5	4791

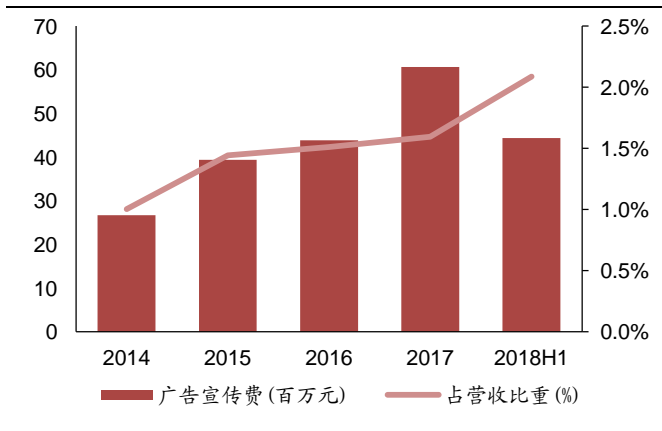
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.4. 加强品牌建设，完善信息化布局

公司多次举办营销活动加强品牌建设，广告费用占营收比重在行业内处于上游水平。周大生自成立以来就非常重视广告营销活动，公司在广告费用方面的支出占营收比例逐年提升。2017 年公司广告宣传费 6065.6 万元，占营收比重 1.6%，2018H1 广告宣传费 4434.3 万元，占比 2.1%。从 2018 年上半年的数据来看，行业内广告费用占比最高的

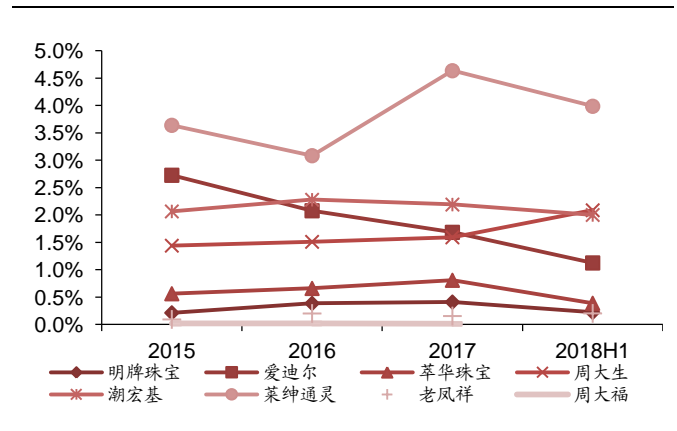
为莱绅通灵，约为 4%，其次则是周大生，占比为 2.1%。未来随着公司营销活动的大力推广，公司的品牌知名度有望进一步提升。

图 52：公司广告宣传费



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 53：广告宣传支出占营收比重



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 14：公司营销活动

时间	营销活动
2006	在河南开展“千万钻石换光明”救助贫困白内障患者活动，计划在未来 5 年内将使数万名白内障患者重见光明。
2008	汶川地震第一时间通过中国儿童少年基金会，为灾区孩子捐建一所抗震“春蕾学校”，随后又决定从 2008 年 6 月开始，全国所有连锁店，每卖出一件钻石镶嵌首饰，都为灾区的孩子捐赠一元，将爱心源源不绝的用于灾后教育重建。
2009/9-2013/10	邀请到林志玲为“周大生”品牌代言
2013	成功举办第一届周大生“中国流行风”珠宝设计大赛
2014	成立互联网事业部，并且正式入驻天猫
2014/9	成功举办第二届周大生“中国流行风”珠宝设计大赛
2014/1-至今	邀请到 Angelababy 杨颖为“周大生”品牌代言
2015/11	与深圳沸点天下签约战略合作仪式，成为首届微商春晚赞助商。
2016/6	1. 周大生联合其他品牌试水直播，邀请明星柳岩在淘宝直播上首次开播； 2. 周大生还推出场景化升级营销，首次提出珠宝分类场景风格化的珠宝佩戴新概念，细化区分珠宝的搭配风格、佩戴场景、送礼功能，顾客根据自己需求精确选择，节省时间并实现高效购物。
2017	广告植入《急诊科医生》
2017/5	天猫与周大生签署为期五年的战略合作协议，打造以黑科技为主的智慧门店。门店以电子屏幕为主要体验载体，将人工智能算法应用至消费者从登录会员身份至最终买单的所有环节，成为行业内首批拥抱新零售的领先企业之一。
2017/11	1. 参加 2017 中国国际珠宝展； 2. 周大生把产品理念融入进战争类型的短视频，通过拍摄珠宝宣传片来将产品消费理念传达至特定消费者。周大生把产品消费者定位 20-30 岁的女性，把女性比作女兵，标签就是有奋斗的事业，有一定的能力和思想，但是也有一颗在任何的战场上不愿妥协的心； 3. 在双 11 前夕，周大生在线上打造“珠宝城”。“珠宝城”不仅有精美的 c4d 画面，来彰显品牌力，而且将情景风格巧妙融入，最终营销落地到产品。这样的营销形式通过趣味与新潮引导 80/90 后年轻人，在珠宝行业激烈的竞争中脱颖而出。
2018/6	周大生在抖音举办创意短视频活动，通过拍摄带有周大生 LOGO 的 15 秒短视频，根据点赞个数来赢取千元礼

宝礼品。

资料来源：公司官网、公开资料整理，浙商证券研究所

IPO 募投项目：扩大营销渠道，完善信息化布局。公司 2017 年上市募集资金 14 亿元，主要用于营销服务平台建设项目、研发设计中心建设项目、信息化系统及电商平台建设项目。

表 15：IPO 募投项目

项目名称	投资总额	募集资金投入金额	截至 2017 年底已投入金额	进度
营销服务平台建设项目	96,887.48	96,887.48	14,758.58	15.23%
研发设计中心建设项目	6,114.30	6,114.30	1,611.48	26.36%
信息化系统及电商平台建设项目	13,043.00	13,043.00	3,692.96	28.31%
补充与主营业务相关的营运资金	30,000.00	30,000.00	30,043.45	100%
合计	146,044.78	146,044.78	50,106.47	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

扩大营销渠道，提升市场竞争力。项目建成后，周大生将新增 120 家自营店及 6 个区域营销服务中心：新增自营店遍布全国 21 个省、36 个市，区域营销服务中心分布在北京、西安、成都、郑州、南京及沈阳 6 个城市，并以上述 6 家区域营销服务中心为据点拓展 1,000 家加盟店。通过本项目的建设，公司自营专卖店和联营店数量将有较大幅度的提升，增强品牌战略在重点区域的实施，提升品牌在区域消费者中的影响力。

新建研发设计中心，增强品牌实力。珠宝首饰的设计风格、款式、工艺也日益被消费者看重，产品原创设计能力将成为珠宝首饰企业获得市场份额的核心竞争力之一。为了增强品牌实力，公司将建设高水平的款式和工艺研发平台，提高公司原创设计能力、品牌辨识度支持加盟商和自营店的发展需求，公司需要持续不断推出具有自身品牌基因的新产品。本项目的实施能进一步提高公司的自主研发能力，是实现快速扩张的必要保障。

新建信息化系统及电商平台项目，提高公司的管理能力和 O2O 布局。从内部管理看，本项目有利于进一步优化公司业务流程，提升管理效率。通过本项目建设，公司建立同时面向供应商、加盟商的全供应链集成式信息管理平台，实现公司内部各个业务部门之间、公司与上下游合作伙伴之间信息传输、交换和处理的无缝衔接，提升管理绩效和节约管理成本。**电商平台的建设将与公司现有业务形成良好互动：**（1）新增电商销售渠道可以实现线上线下所有平台库存共享；（2）增加裸钻业务与私人订制业务，与线下已有资源形成互补，更好地满足客户需求；（3）无边界和即时发布公司经典产品和最新款式的新品品牌推广，这进一步提升公司市场知名度，有效增加消费者覆盖面；（4）为未来公司 O2O 布局提供必要的技术平台建设。

4. 盈利预测与估值

核心假设:

1) 门店数量预测:

自营门店方面, 根据公司 IPO 募投项目, 2018-2020 年一共增加 120 家自营门店, 假设每年增加 40 家, 关店 25 家, 因此自营门店每年净增加 15 家。加盟店方面, 公司 2018 年 9 月底的加盟门店数量已经相对于 2017 年底净增加了 450 家, 假设 2018-2020 年每年净增加数量分别为 480、350、350。

表 16: 公司门店数量预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
门店总数量	2199	2276	2456	2724	3129	3484	3839
自营门店							
增加	56	30	37	27	40	40	40
减少	56	70	42	45	25	25	25
老店	283	269	257	249	251	266	281
期末数	339	299	294	276	291	306	321
加盟							
增加	318	346	428	532			
减少	218	229	243	246			
老店	1542	1631	1734	1916			
净增加		117	185	286	480	350	350
期末数	1860	1977	2162	2448	2928	3278	3628

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2) 单店收入预测:

自营: 2017 年公司直营店单店收入增速 22.9%, 扭转了前几年的下滑局面, 主要由于公司近几年一直在关闭业绩不佳的自营店, 目前门店调整逐步到位, 结构持续优化, 品牌力逐渐增强, 2018 年上半年自营门店单店收入同比增长 15.47%, 考虑到未来三年新增 120 家直营门店, 新店需要一定培育期, 保守预计未来 2018-2020 年直营店单店收入增速分别为 15%、10%、10%。

加盟: 2017 年公司加盟店单店收入增速 23.56%, 一方面由于终端需求旺盛带来的加盟商订货需求的增加, 另一方面加盟店数量的扩张同时带动加盟商的管理服务费和品牌使用费收入的增加。预计 2018-2020 年加盟商的单店收入增速分别为 14%、12%、12%。

表 17: 公司单店收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
自营门店单店收入	372	357	300	368	423.60	465.96	512.56
YOY		-3.94%	-16.15%	22.90%	15.00%	10.00%	10.00%
加盟门店单店收入	72.01	74.32	79.43	98.15	111.89	125.32	140.36
YOY		3.20%	6.89%	23.56%	14%	12.00%	12.00%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3) 电商渠道收入:

以上门店数量*单店收入计算出来的仅为自营渠道和加盟渠道的收入,公司的珠宝销售还通过线上电商渠道进行销售,2015-2017年公司的电商渠道销售增速分别为446.90%、80.03%、28.16%,考虑到未来电商渠道的红利逐渐消失,未来增速将趋于稳定,假设2018-2020年电商渠道收入增速分别为25.00%、20.00%、20.00%。

表 18: 公司珠宝首饰收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
自营	126143	106877	88114	101664	123,267.78	142,583.97	164,530.72
YOY		-15.27%	-17.56%	15.38%	21.25%	15.67%	15.39%
加盟	133938.04	146924.14	171737.78	240272.12	327,618.10	410,793.71	509,213.77
YOY		9.70%	16.89%	39.91%	36.35%	25.39%	23.96%
电商模式	2241.56	12259.19	22069.99	28284.59	35355.73	42426.88	50912.25
YOY		446.90%	80.03%	28.16%	25.00%	20.00%	20.00%
珠宝首饰收入	262322.96	266060.24	281922.10	370220.85	486,241.61	595,804.56	724,656.74
YOY		1.42%	5.96%	31.32%	31.34%	22.53%	21.63%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

4)根据珠宝首饰收入在总收入中的比重,可以预测出公司2018-2020年收入分别为50.02、61.32、74.54亿元,同比增长31.44%、22.59%、21.56%,净利润分别为8.09、9.99、12.20亿元,同比增长36.63%、23.43%、22.15%,对应EPS分别为1.67、2.06、2.51元,PE分别为17.47、14.15、11.59,给予“增持”评级。

表 19: 公司各项收入占比

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
珠宝首饰行业	98.48%	97.49%	97.15%	97.29%	97.21%	97.17%	97.22%
镶嵌首饰	50.35%	53.66%	58.14%	60.83%	60.62%	60.81%	61.00%
素金首饰	36.39%	32.53%	28.16%	25.94%	25.70%	25.60%	25.50%
品牌使用费	7.51%	6.87%	6.60%	6.88%	6.79%	6.76%	6.81%
管理服务费	4.04%	4.22%	4.16%	3.57%	3.99%	3.91%	3.82%
其他主营业务	0.19%	0.21%	0.08%	0.07%	0.12%	0.09%	0.09%
供应链服务	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
其他业务	0	2.51%	2.85%	2.56%	2.64%	2.68%	2.63%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

表 20: 公司收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入合计	266382.83	272906.27	290180.14	380544.52	500,206.45	613,187.62	745,377.11
YOY		-0.54%	2.45%	6.33%	31.14%	31.44%	22.59%
珠宝首饰行业	262322.96	266060.24	281922.10	370220.85	486,241.61	595,804.56	724,656.74
镶嵌首饰	134115.93	146433.64	168714.41	231475.22	303,204.14	372,883.44	454,665.18
素金首饰	96941.98	88771.47	81718.91	98713.98	128,553.06	156,976.03	190,071.16
品牌使用费	20013.43	18762.07	19165.71	26180.19	33,946.25	41,432.83	50,742.97
管理服务费	10755.76	11525.31	12082.56	13602.70	19,944.11	23,966.49	28,498.79
其他主营业务	495.86	567.76	240.51	248.76	594.07	545.77	678.64
供应链服务				586.38	770.77	944.86	1,148.55
其他业务	4059.87	6846.02	8258.04	9737.29	13,194.06	16,438.20	19,571.81

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

表 21：公司毛利率预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
珠宝首饰行业	29.71%	30.69%	32.84%	30.87%	32.85%	33.09%	33.15%
镶嵌首饰	24.83%	26.50%	26.58%	24.83%	27.00%	27.50%	27.50%
素金首饰	14.14%	13.96%	20.08%	17.16%	18.50%	18.50%	18.80%
品牌使用费	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
管理服务费	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他主营业务	30.50%	31.70%	38.90%	30.60%	33.73%	34.41%	34.50%
供应链服务				100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务	66.65%	82.85%	85.44%	85.81%	84.70%	85.32%	85.32%
综合毛利率	30.27%	32.00%	34.34%	32.38%	34.32%	34.60%	34.63%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E	单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3882.88	4740.84	5157.55	6250.34	营业收入	3805.45	5002.06	6131.88	7453.77
现金	1191.13	1410.93	1211.06	1535.24	营业成本	2573.30	3285.22	4010.48	4872.88
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	38.11	40.92	54.86	67.44
应收账款	98.98	135.03	160.83	220.51	营业费用	445.53	510.21	625.45	760.28
其它应收款	15.90	18.14	22.47	28.50	管理费用	75.71	130.05	159.43	193.80
预付账款	11.05	13.14	13.40	18.90	财务费用	-6.36	16.48	26.84	15.40
存货	2106.04	2659.51	3246.63	3944.78	资产减值损失	17.90	30.01	36.79	44.72
其他	459.78	504.08	503.16	502.41	其他经营收益*	101.70	32.95	44.38	59.67
非流动资产	498.05	1023.43	1204.96	1414.38	投资净收益	22.37	18.00	20.00	20.00
金额资产类	284.38	284.38	284.38	284.38	营业利润	785.33	1040.11	1282.41	1578.92
长期投资	0.00	82.11	82.11	82.11	营业外收入	8.56	40.22	50.00	50.00
固定资产	30.85	49.23	74.56	101.69	营业外支出	3.31	1.78	1.90	2.33
无形资产	152.50	495.42	602.95	750.67	利润总额	790.58	1078.55	1330.51	1626.58
在建工程	3.57	90.66	145.37	189.02	所得税	198.51	269.56	331.94	406.91
其他	26.77	21.63	15.60	6.51	净利润	592.07	808.99	998.57	1219.67
资产总计	4380.94	5764.27	6362.52	7664.72	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	986.20	1747.65	1638.52	1963.61	归属母公司净利润	592.07	808.99	998.57	1219.67
短期借款	0.00	600.00	300.00	300.00	EBITDA	799.08	1109.63	1380.24	1676.16
应付款项	580.79	624.19	740.03	974.94	EPS (最新摊薄)	1.22	1.67	2.06	2.51
预收账款	84.13	101.90	135.37	160.39					
其他	321.28	421.56	463.11	528.27					
非流动负债	13.10	12.62	12.65	12.79	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2017	2018E	2019E	2020E
其他	13.10	12.62	12.65	12.79	成长能力				
负债合计	999.30	1760.26	1651.17	1976.40	营业收入增长率	31.14%	31.44%	22.59%	21.56%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	52.96%	32.44%	23.30%	23.12%
归属母公司股东权益	3381.64	4004.01	4711.35	5688.33	归属于母公司净利润	38.77%	36.64%	23.43%	22.14%
负债和股东权益	4380.94	5764.27	6362.52	7664.72	获利能力				
					毛利率	32.38%	34.32%	34.60%	34.63%
					净利率	15.56%	16.17%	16.28%	16.36%
					ROE	23.71%	21.91%	22.92%	23.46%
					ROIC	17.00%	17.26%	19.87%	20.18%
					偿债能力				
					资产负债率	22.81%	30.54%	25.95%	25.79%
					净负债比率	0.00%	35.60%	18.71%	15.78%
					流动比率	3.94	2.71	3.15	3.18
					速动比率	1.80	1.19	1.17	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	0.99	1.01	1.06
					应收账款周转率	46.81	44.17	44.08	43.98
					应付账款周转率	6.10	5.45	5.88	5.68
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.22	1.67	2.06	2.51
					每股经营现金流(最	0.73	0.62	1.34	1.71
					每股净资产(最新摊	7.08	8.25	9.71	11.72
					估值比率				
					P/E	23.87	17.47	14.15	11.59
					P/B	4.11	3.53	3.00	2.48
					EV/EBITDA	15.13	12.09	9.62	7.73

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层
邮政编码：200120
电话：(8621)80108518
传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>