

强烈推荐-A (首次)

周大生 002867.SZ

目标估值: N.A.

当前股价: 25.78 元

2021 年 01 月 05 日

创新驱动，渠道为王

基础数据

上证综指	3529
总股本(万股)	7308
已上市流通股(万股)	7229
总市值(亿元)	191
流通市值(亿元)	188
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	19.2
资产负债率	19.1
主要股东	深圳市周氏投资有限公司
主要股东持股比例	55.56%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

=

宋盈盈

songyingying@cmschina.com.cn  
S1090520080001

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn  
S1090517080006

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
S1090515090001

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn  
S1090519070002

公司的核心竞争力在于渠道优势明显，终端渠道盈利能力强，展店动力充足，同时在低线城市和县城具有先发卡位优势。短期受益于消费复苏带来的婚庆市场爆发，长期受益于行业集中度提升的龙头品牌红利。潜在增长点在于电商业务快速发展与时尚珠宝子品牌的第二成长曲线。我们预计公司 2020-2022 年业绩增速分别为 6%、31%、18%，对应估值分别为 18.0x、13.7x、11.7x，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

□ **差异化定位镶嵌品类，轻资产模式专注于品牌运营。**周大生是中高端钻石珠宝领先品牌，钻石镶嵌为主打产品，素金品类为人气产品，在三四线城市率先布局加盟渠道，通过差异化定位，实现快速发展。公司镶嵌首饰的营收占比超过 50%，盈利能力也始终保持较高水平。公司专注于品牌打造与运营，将低毛利率的生产环节外包，轻资产运营优势明显。

□ **创新驱动：产品、渠道、营销全方位创新，增强核心竞争力。**产品端独创“情景风格珠宝”，根据不同消费客群的需求开发系列产品，增强品牌辨识度；渠道端先发布局电商业务，开辟珠宝行业专场直播带货模式，成为行业标杆；营销端推出钻石“以旧换新”政策，增强客户粘性；5G 黄金工艺升级，开启黄金轻量化、饰品化新时代，公司素金品类品牌使用费模式相应升级，计克转计件，大幅提升盈利能力，目前一口价黄金饰品收入占比超过素金品类的 30%，未来还有进一步提升空间。

□ **渠道为王：加盟商盈利能力强，三四线城市卡位优势明显。**公司镶嵌首饰为主的产品结构决定高毛利空间，同时公司充分让利加盟商，终端加盟商盈利能力强，展店动力充足；先发布局三四线城市，抢占优质加盟商和店面资源，低线城市卡位优势明显；钻石渗透率提升和客单价增加将推动行业规模增长，万亿级珠宝市场潜力巨大，预测周大生门店数量还有翻倍的潜力，短期内仍有高速展店空间。

□ **首次覆盖给与强烈推荐评级。**公司始终保持 20%以上的高 ROE 水平，在手现金充足，资产负债率低，兼具成长的高弹性与轻资产模式的安全性。我们预计公司 2020-2022 年业绩增速分别为 6%、31%、18%，对应估值分别为 18.0x、13.7x、11.7x，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

□ **风险因素：**产品质量风险、市场需求疲软风险、展店速度不及预期等风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4870	5439	4503	6614	8419
同比增长	28%	12%	-17%	47%	27%
营业利润(百万元)	1026	1257	1337	1762	2081
同比增长	25%	23%	6%	32%	18%
净利润(百万元)	806	991	1047	1371	1611
同比增长	28%	23%	6%	31%	18%
每股收益(元)	1.66	1.36	1.43	1.88	2.20
PE	15.5	19.0	18.0	13.7	11.7
PB	3.2	4.0	3.5	2.9	2.5

资料来源: 公司年报、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 正文目录

一、周大生：差异化定位，快速成长的珠宝行业龙头 .....	5
1.1 二十余年高速成长，打造珠宝行业龙头品牌 .....	5
1.2 差异化定位镶嵌品类，轻资产模式专注于品牌运营 .....	8
二、创新驱动：敢于破局，引领行业新风尚 .....	13
2.1 产品创新：5g 黄金等工艺推动黄金首饰轻量化 .....	13
2.2 收费模式创新：计克转计件模式升级，盈利能力不断提升 .....	15
2.3 渠道创新：电商业务快速发展，直播带货引领珠宝行业新风尚 .....	16
2.4 营销模式创新：钻石以旧换新增强客户粘性 .....	18
三、渠道为王：加盟商盈利能力强，三四线城市卡位优势明显 .....	20
3.1 加盟商盈利能力强，渠道展店动力充足 .....	20
3.2 先发布局三四线城市，卡位优势明显 .....	20
3.3 预测门店数量还有翻倍空间，规模扩张潜力较大 .....	21
四、逻辑梳理：短期受益于消费复苏，长期受益于集中度提升 .....	23
4.1 短期逻辑：消费需求复苏，2021 年将是婚庆大年 .....	23
4.2 中长期逻辑：行业集中度提升，龙头品牌受益 .....	23
4.3 主要变化：品牌使用费收费模式变化+小非减持结束 .....	24
4.4 盈利预测：渠道优势明显，增长弹性充足，估值安全边际高 .....	25
五、风险因素 .....	26

## 图表目录

图 1：周大生发展历史 .....	6
图 2：品牌门店数量全国第一 .....	6
图 3：周大生渠道端以加盟模式为主 .....	7
图 4：加盟扩张速度仍在提升 .....	7
图 5：公司营业收入稳步提升 .....	7
图 6：公司归母净利润持续增长 .....	7
图 7：毛利率呈上升趋势 .....	8
图 8：管理与财务费用率基本稳定，销售费用率有所上升 .....	8
图 9：周大生品牌价值日益增长 .....	8

图 10: 2010~2020 年镶嵌首饰比重稳步上升 .....	9
图 11: 周大生: 镶嵌首饰是核心主业.....	9
图 12: 周大福: 自营黄金产品占总营收 40%以上 .....	9
图 13: 老凤祥: 珠宝首饰销售主要为黄金饰品.....	9
图 14: 自营门店镶嵌饰品毛利率远高于素金 .....	10
图 15: 周大生镶嵌综合毛利率长期高于素金 .....	10
图 16: 周大生整体毛利和净利率水平高于同行.....	10
图 17: 优选品牌形象代言人, 强化品牌识别 .....	10
图 18: 百面切工钻石系列产品 .....	11
图 19: 百面切工钻石切割面 .....	11
图 20: 周大生轻资产运作模式 .....	12
图 21: 周大生品牌使用费逐年上升.....	12
图 22: 5g 黄金工艺引领行业新风尚.....	14
图 23: 周大生推出 5g 工艺产品 .....	14
图 24: 素金首饰营收有大幅增长.....	16
图 25: 素金转为“按件计价”, 毛利净利水平提升 .....	16
图 26: 受益于线上业务快速发展, 第三季度周大生收入恢复同比正增长.....	17
图 27: 辛巴专场带货直播获巨大成功 .....	17
图 28: 电商渠道营收稳步上升 .....	17
图 29: DC 品牌设计年轻, 品类齐全 .....	18
图 30: 周大生终端销售控制 .....	19
图 31: 业务结构中镶嵌首饰收入占主导.....	20
图 32: 加盟渠道销售能力强.....	20
图 33: 周大生三四线城市布局优势明显.....	21
图 34: 周大生加盟店占比较高 .....	21
图 35: 2019 年中国珠宝市场构成.....	21
图 36: 各线城市珠宝渗透率对比.....	21
图 37: 婚庆市场蓄势待发.....	23
图 38: 金银珠宝类消费品零售额同比复苏速度加快 .....	23
图 39: 2019 中国大陆中高端珠宝品牌集中度 Top5.....	24
图 40: 2019 香港地区高端珠宝品牌集中度 Top5 .....	24

表 1. 情景珠宝产品体系架构 .....	13
表 2. 各大 IP 推出时间线 .....	15
表 3. 周大生黄金品类价格对比 .....	16
表 4. 周大生以旧换新服务标准 .....	18
表 5. 周大生门店测算 .....	22
表 6: 北极光减持计划时间表 .....	24
表 7: 未来三年盈利预测基本假设及简表 .....	25
附: 财务预测表 .....	27

## 一、周大生：差异化定位，快速成长的珠宝行业龙头

周大生，名字源自《易经·系辞下》：“天地之大德，曰生”。公司以珠宝的设计、推广和连锁经营为主业，产品差异化定位，主打钻石镶嵌首饰，素金首饰为辅。公司成立于1999年，于2017年4月成功在深交所挂牌上市，在过去二十余年的发展历程中，公司奉行不断创新的理念，走轻资产运营路线，重视品牌运营和渠道管理。受益于公司正确的前瞻战略布局，周大生集团快速发展，截止2020年第三季度，公司终端门店数已达到4020家，成为我国中高端珠宝市场的龙头品牌之一。

### 1.1 二十余年高速增长，打造珠宝行业龙头品牌

周大生定位于中高端钻石珠宝领先品牌，虽成立时间不长，却通过主打钻石镶嵌制品，以及在三四线城市率先布局加盟渠道等差异化定位，实现了快速发展，公司的品牌形象和影响力也在不断提升。回顾周大生的发展沿革，大致可分为三个阶段。

- **品牌初创阶段（1999-2005年）：**1999年周宗文先生创立了周大生钻石首饰有限公司，标志着周大生品牌的正式创立。同年，公司在北京王府井开设了第一家专柜，随后，公司展开了战略渠道布局，以自营门店渠道为主，在中国一二线城市高速扩张。2003年周大生全国连锁店数量便已突破100家。彼时国内消费者品牌意识不强，加之珠宝市场品类混乱，质量不一，公司主打中高端钻石珠宝，一经推出便以良好的品牌形象、优秀的品质把控和完善的售后服务，获得了消费者的认可。
- **高速发展阶段（2006-2015年）：**在快速布局一二线城市自营门店后，周大生深入剖析了中国当前珠宝市场的品牌布局和地域布局，决定以先发优势抢占三四线城市的蓝海市场。同时，周大生意识到品牌未来的利润和效益应当逐步下放给加盟渠道，开始战略调整布局，以加盟取代自营成为主要的扩店形式，进一步提升了品牌的销售能力和市场占有率。公司形成了“一二线城市自营为主，展示良好品牌形象；三四线城市加盟为主，提高品牌市场占有率”的多层次布局，与市场内其他国际和港资知名品牌形成了差异化经营策略。2015年底，周大生全国连锁店数量已达2276家，扩店速度惊人。
- **创新升级阶段（2016年-至今）：**2016年后，公司再次调整战略布局，从之前以店铺数量扩张和市场占有率提高为目标，转为注重产品质量和产品创新。公司加大了工艺研发和产品设计的力度，力图针对不同年龄的消费者人群，以丰富多样的产品系列打开市场，全方面覆盖目标消费群体。同时，公司建立了渠道管理机制，对上游供应商和生产商，下游加盟店进行有效管理，提高了对产品质量、生产进度及成本、供应链等多维的把控。在这一战略指导下，公司从根本上提高了品牌竞争力，2019年9月，周大生门店总数已经跃居全国第一，成为了中国境内珠宝首饰市场最具竞争力的品牌之一。



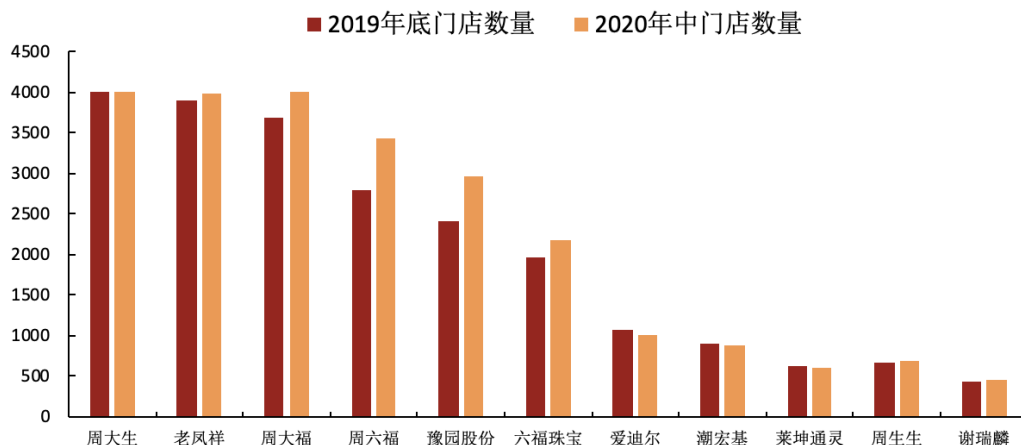
图 1：周大生发展历史



资料来源：公司官网、招商证券

周大生品牌发展至今，扩店速度极快，门店数量全国第一。公司构建了全方位、立体式的品牌整合营销战略，通过优选品牌形象代言人（林志玲、杨颖 Angelababy、王力宏等），提高公众对周大生这一品牌的辨识度。同时，周大生还通过电视、纸媒、网络、户外等各种媒介，实行全国、省、城市、店面四级广告联动。不断提高品牌的知名度、美誉度及忠诚度。

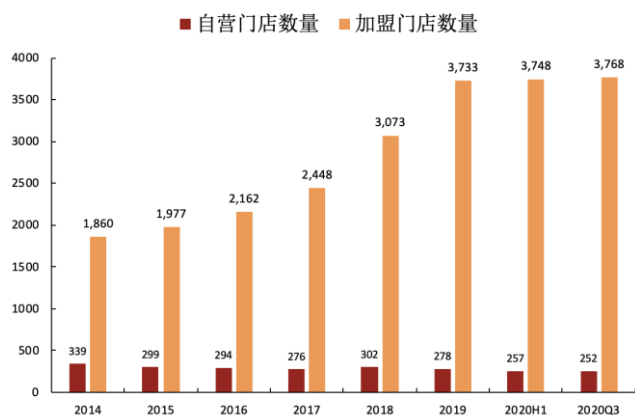
图 2：品牌门店数量全国第一



资料来源：各公司年报、招商证券

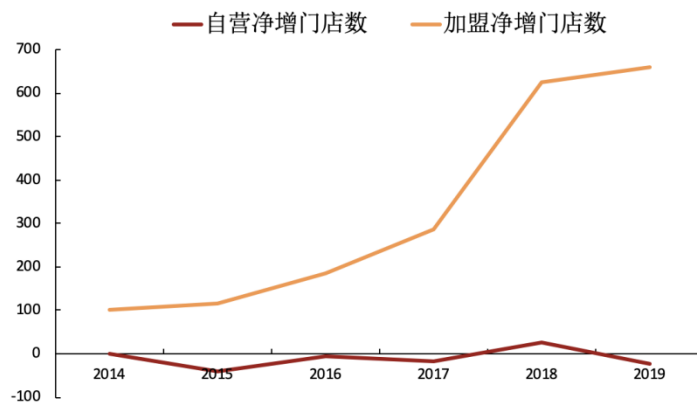
在渠道拓展方面，公司主要发展加盟模式。品牌设立之初，周大生经历了直营模式的弊端，选择更为适用我国珠宝市场的加盟模式发展战略，加盟门店占比不断提升，同时也将一部分盈利能力较弱的直营门店（如百货柜台等）转为加盟方式，帮助公司突破了收入增长的瓶颈。

图 3：周大生渠道端以加盟模式为主



资料来源：公司年报、招商证券

图 4：加盟扩张速度仍在提升

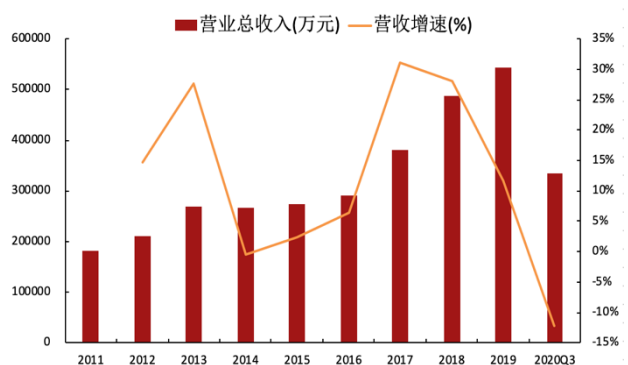


资料来源：公司年报、招商证券

周大生收入和利润规模一直保持稳健增长，盈利能力稳定。回溯周大生自 2011 年以来的营收和净利润变化情况，除 2014-2016 年因抢金潮透支消费对珠宝市场形成巨大负面冲击外，公司的收入业绩基本保持稳步增长态势。近 5 年公司整体的收入复合增速为 15%，归母净利润复合增速为 25%。此外，公司盈利能力基本保持稳定，毛利率水平维持在 30-35%，净利率水平维持在 10-15%，且近年来有小幅上升的趋势。

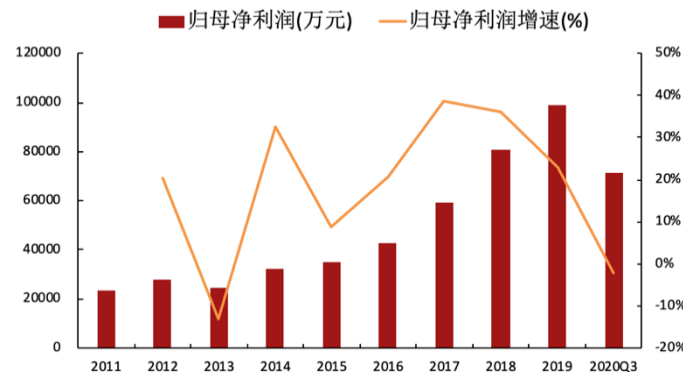
疫情影响下，三季度已经恢复业绩同比正增长。2020 上半年公司实现营业总收入 16.73 亿元，受疫情影响同比减少 29.97%；归母净利润 3.3 亿元，较去年同期减少 30.43%。公司 2020 年 Q3 实现营收同比转正，单三季度营收 16.75 亿元，增幅为 17.94%；归母净利润 3.8 亿元，较去年同期增长 51.33%。公司已然走出疫情阴霾，充分发挥直播电商等数字化营销新业态，线上业务快速增长，实现单三季度营收超过上半年营收的逆势增长。另外因疫情影响，为促进销售，公司在今年也加大了营销投入，导致销售费用整体有所上升。

图 5：公司营业收入稳步提升



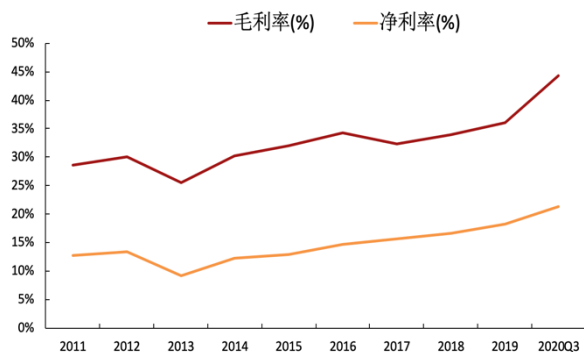
资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司归母净利润持续增长



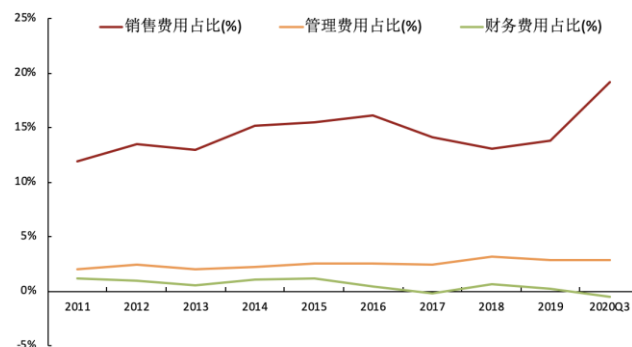
资料来源：Wind、招商证券

图 7：毛利率呈上升趋势



资料来源：Wind、招商证券

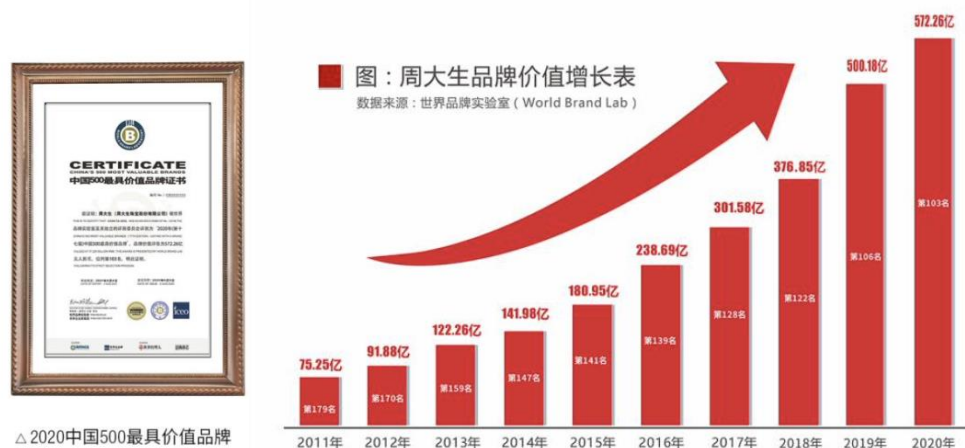
图 8：管理与财务费用率基本稳定，销售费用率有所上升



资料来源：Wind、招商证券

公司凭借品牌、渠道、产品、供应链整合、标准化运营等优势，市场影响力和竞争力不断提升。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、老凤祥、周大生。世界品牌实验室编制的《中国 500 最具价值品牌》排行榜上，周大生品牌价值连续十年排名珠宝品牌类前三，2020 年更是以 572.26 亿元的品牌价值荣登本年度最具价值品牌榜第 103 名，位居中国轻工业第二。

图 9：周大生品牌价值日益增长



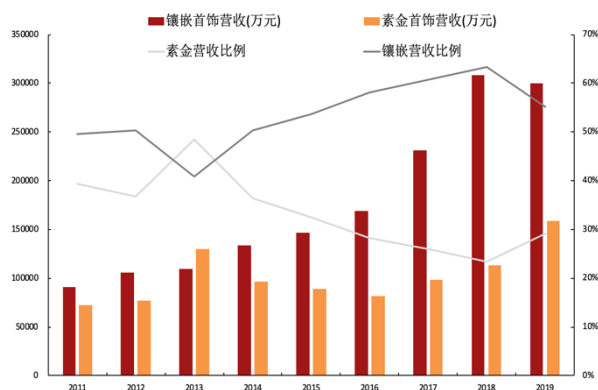
资料来源：公司年报、招商证券

## 1.2 差异化定位镶嵌品类，轻资产模式专注于品牌运营

公司核心主业以钻石镶嵌制品为主，与其他珠宝品牌形成差异化竞争。周大生基于独特的商业模式和品牌定位，一直坚持以钻石镶嵌为主力产品，黄金为人气产品，铂金、K 金、翡翠、珍珠、彩宝为配套产品的产品体系，不断丰富和完善产品线。2019 年周大生镶嵌首饰实现营收近 30 亿元，占总体营收比重为 55.14%，同期素金首饰营收为 15.85 亿元，占总体营收比重为 29.14%。相较于老凤祥、周大福等珠宝品牌以素金产品为主，公司主营业务与其有明显差异化的定位。

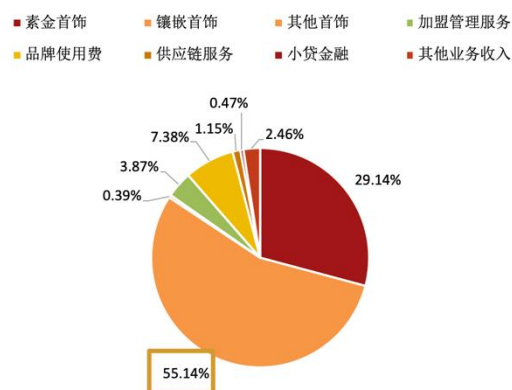


图 10: 2010~2020 年镶嵌首饰比重稳步上升



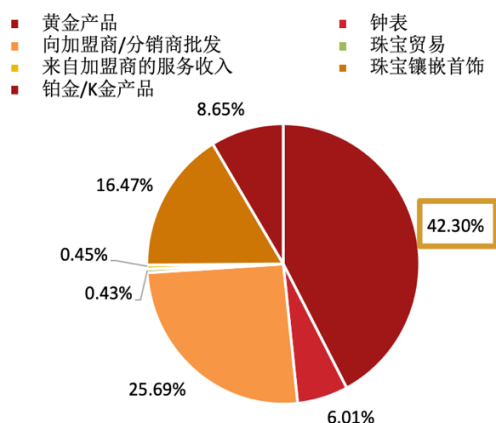
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 周大生: 镶嵌首饰是核心主业



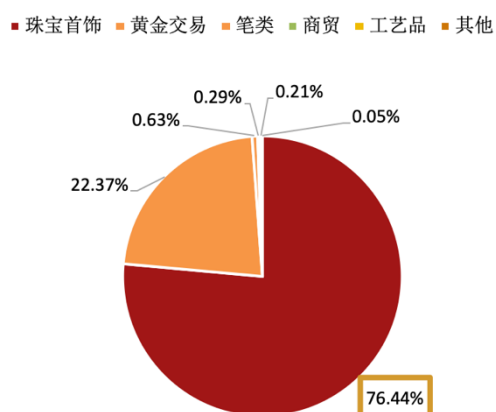
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 周大福: 自营黄金产品占总营收 40%以上



资料来源: Wind、招商证券

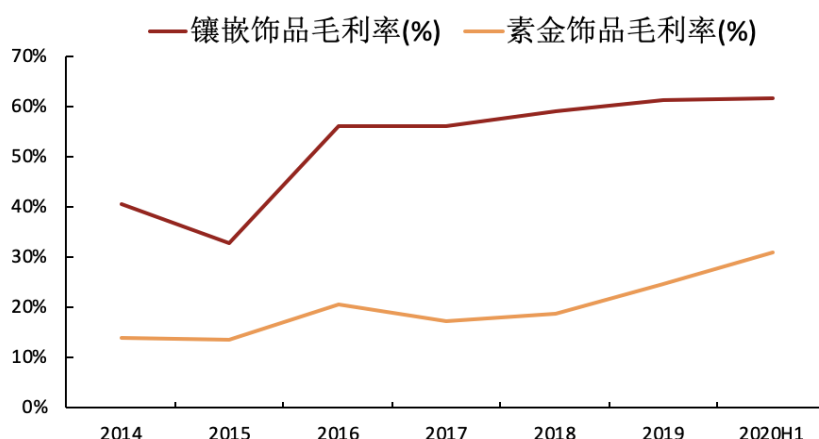
图 13: 老凤祥: 珠宝首饰销售主要为黄金饰品



资料来源: Wind、招商证券

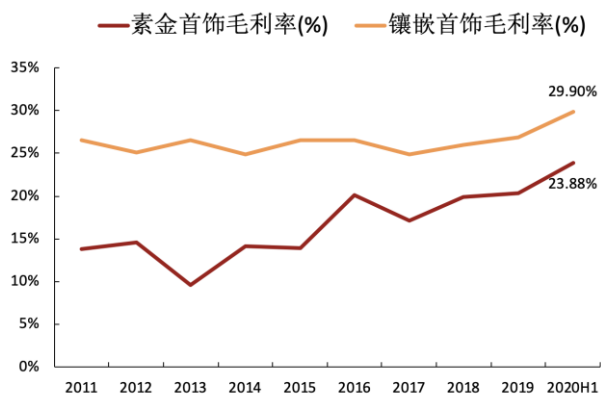
受益于产品结构差异, 公司盈利能力保持在较高水平。由于素金产品(计重黄金)的价格透明化程度高, 镶嵌制品的盈利能力明显强于素金, 终端销售的毛利率可达到 50-60%。周大生在钻石镶嵌业务上虽充分让利加盟商, 但品牌盈利能力依然保持在行业内较高水平, 2019 年公司镶嵌首饰整体毛利率为 26.85% (含加盟业务), 同期素金首饰整体毛利率为 20.30%。由于周大生镶嵌首饰占总体营收的比例较高, 公司整体产品的盈利能力强于业内其他品牌。

图 14：自营门店镶嵌饰品毛利率远高于素金



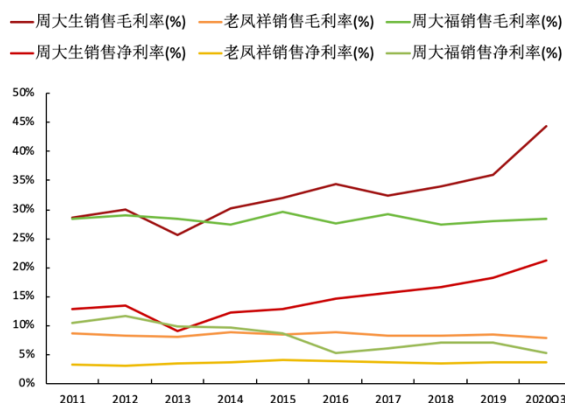
资料来源：Wind、招商证券

图 15：周大生镶嵌综合毛利率长期高于素金



资料来源：Wind、招商证券

图 16：周大生整体毛利和净利率水平高于同行



资料来源：Wind、招商证券

多年来专注品牌打造与运营，塑造年轻时尚的品牌定位，品牌知名度不断提升。随着人均收入水平的增长，公众对于珠宝首饰的品牌认知也在不断提升，更高的品牌认可度才能带来更高的产品溢价，周大生多年来专注于品牌的打造与运营，制定了全方面、立体式的品牌整合营销战略，通过电视、纸媒、网络、户外等各种媒介，实行全国、省、城市、店面四级广告联动，选择年轻受众认可度更高的品牌形象代言人，有效提升了品牌的整体形象。

图 17：优选品牌形象代言人，强化品牌识别



资料来源：公司官网、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

引进比利时百面切工工艺为独家技术，增强核心竞争力。2013 年，公司获得比利时“LOVE100”百面切工技术的中国区经销权，把百面切工钻石带入中国。一般钻石切工为 57 个或者 58 个切面，但百面切工钻石有 100 个切面（钻石冠部 56 个面，亭部 44 个面），有 99 个对称切工光学折射点，使其能最大程度得减少钻石光在亭部的泄漏，尽可能得将光汇聚至冠部，使钻石亮度提高了 20%。经过几年的深耕，周大生在此技术上展开应用研发，推出了“LOVE100 星座极光”系列。通过控制精准切磨比例，使其内部呈现出 12 箭 12 心的对称美态，富有现代美感。百面切工钻石主要面向高端市场追求品质的消费者，成为公司核心技术产品和高端产品线的代表系列，进一步增强了公司的品牌竞争力。

图 18：百面切工钻石系列产品



资料来源：公司官网、招商证券

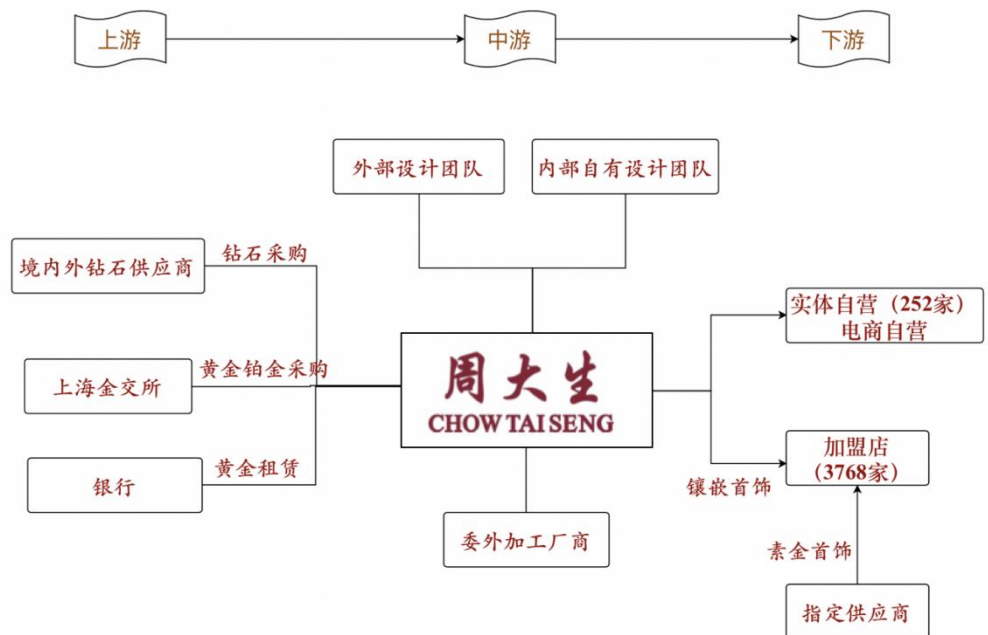
图 19：百面切工钻石切剖面



资料来源：搜狐新闻、招商证券

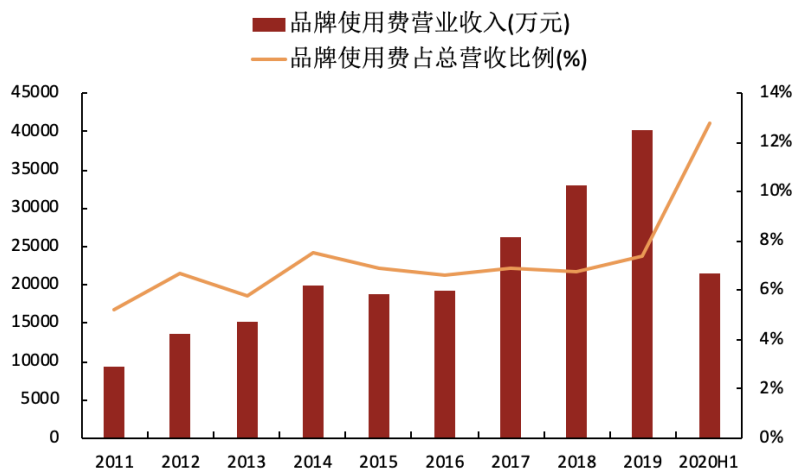
轻资产模式运营，将低毛利率的生产环节外包，专注于品牌运营、渠道管理、产品研发和供应链整合。对于素金饰品、镶嵌饰品的低毛利率生产环节，公司主要通过委外加工的方式进行生产制造。钻石制品的委外加工生产材料皆来源于公司自行采购，委外加工后由公司做产品检验与验收，提升生产效率。素金产品通过指定供应商模式运营，生产成本和工费由加盟商和生产商直接结算，公司负责验收成品和登记入库，仅按产品重量收取 3 元/g 的品牌使用费，最大程度地降低了公司运营成本，实现轻资产运营。

图 20：周大生轻资产运作模式



资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 21：周大生品牌使用费逐年上升



资料来源：Wind、招商证券

## 二、创新驱动：敢于破局，引领行业新风尚

### 2.1 产品创新：5g 黄金等工艺推动黄金首饰轻量化

独创“情景风格珠宝”，丰富产品线，增强品牌辨识度。通过洞察市场需求，探寻时尚潮流，周大生独创了“情景风格珠宝”系列，针对 5 类消费客群的婚庆和悦己饰品需求开发不同系列产品，分别呈现优雅、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、星光女神五大人群。通过“情景风格珠宝”，解析情感共鸣与场景需求，有针对性地推出产品，更契合消费者心理，有效提升了产品销售和公司品牌形象。目前情景风格珠宝已经步入 2.0 时代，产品极大的满足了消费者不同使用场景、不同审美偏好对于珠宝首饰的需求，正成为门店在激烈的市场竞争中取胜的利器，增加了消费者的选择空间，提升了品牌产品的整体竞争力。

表 1. 情景珠宝产品体系架构

人群	系列名称	系列定位	产品图片
活力女孩	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	
	幸福时刻	亲密爱人的时尚对戒系列	
	周大生 X 王力宏	明星联名系列	



	梵高	时尚艺术珠宝系列	
魅力精英	LOVE 星座极光	时光沉淀的隽永情感系列 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：公司年报、招商证券

**5G 黄金新工艺，推动黄金轻量化、饰品化发展。**2019 年 6 月，黄金加工工艺进一步升级，5G 黄金弥补了 3D 硬金韧度不足的缺陷，使足金产品的硬度达到 k 金水平，亮度进一步提升，可以做成镂空款式，从而使黄金制品实现轻量化，产品单价降低的同时显著提升了产品销量，开启黄金轻量化、饰品化的新时代。5g 黄金采用一口价计件销售，饰品总价下降，但折算为克重黄金的单价大幅提升，可以达到 800-1000 元/g，毛利率水平大幅提高。

图 22：5g 黄金工艺引领行业新风尚



资料来源：搜狐新闻、招商证券

图 23：周大生推出 5g 工艺产品



资料来源：公司官网、招商证券

**IP 联名款不断推出，差异化布局增强品牌竞争力。**周大生深谙消费者心理，采用联名、IP 和合作等方式不断推出符合时尚潮流的产品系列，保证了品牌活力，同时也达到了用差异化的布局来增强品牌竞争力的目的。公司自 18 年以来陆续推出宝可梦、梵高、兔斯基、喜羊羊与灰太狼等 IP 系列新品，此外，还推出了品牌大使联名设计系列，迎合了多样消费者的审美，形成了品牌特色和竞争区隔，也为品牌的销售注入了新力量。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

表 2. 各大 IP 推出时间线

推出时间	IP	产品图片
2018 年	梵高	
	喜羊羊与灰太狼	
	兔斯基	
2020 年	宝可梦	
	周大生 X 王力宏	

资料来源：公司官网、周大生天猫旗舰店、招商证券

## 2.2 收费模式创新：计克转计件模式升级，盈利能力不断提升

一口价黄金制品的品牌使用费模式从以克计价转为以件计价，盈利能力大幅提升。周大生对素金首饰原有的定价模式为以克计价，对加盟商采购指定供应商的素金类产品，每克收取 3 元的品牌使用费。2019 年 12 月，针对一口价黄金饰品（包括 3D 硬金和 5G 黄金），其收费模式由以克计价转为以件计价，每件收取终端售价的 3%。计克黄金的单克金价跟随黄金交易所的金价波动，一般在 550 元上下浮动。计件黄金的折算单克金价可达 1000 元/克以上，较以克计价方式高出近 50-100%，公司单克黄金产品的品牌使用费也从每克 3 元提升到每克 20-30 元，盈利能力大幅提升。

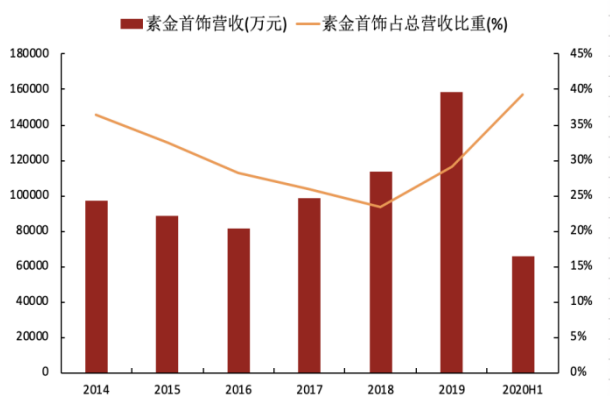
表 3. 周大生黄金品类价格对比

黄金品类	材质	工艺	代表产品	产品价格
计克黄金	999 足金	磨砂/亮面	999 足金手链	542 元/克
计价黄金	足金	3d 硬金	迎财牛转运珠	1080 元/克
	Au750	18K 金	小幸运玫瑰金手链	830 元/克
	足金	5g 黄金	小幸运玫瑰金手链	720 元/克

资料来源：周大生天猫旗舰店、招商证券

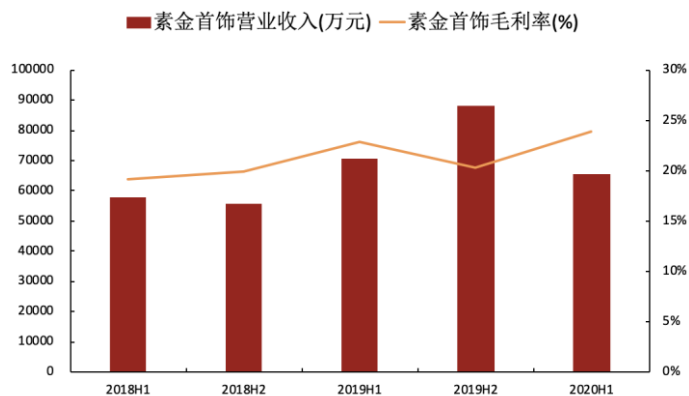
目前一口价黄金饰品收入占比已超过 30%，未来将继续提升。周大生是国内珠宝行业内较早推出一口价黄金的龙头品牌之一，目前一口价黄金占周大生黄金品类收入的 30% 左右，且有较明显的逐年上升趋势。此外，以件计价的一口价黄金多集中于硬金产品，近年来公司积极与其他品牌联名，推陈出新，设计了众多以硬金为主的联名款式，吸引了广大年轻消费者，也极大得促进了公司整体盈利水平的上升。

图 24：素金首饰营收有大幅增长



资料来源：Wind、招商证券

图 25：素金转为“按件计价”，毛利净利水平提升

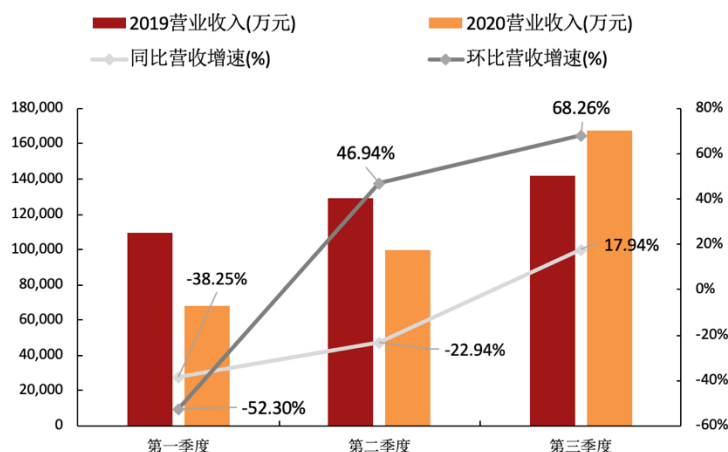


资料来源：Wind、招商证券

## 2.3 渠道创新：电商业务快速发展，直播带货引领珠宝行业新风尚

疫情影响线下门店受到较大冲击，但线上业务高速增长。2020 年新冠疫情爆发，珠宝首饰作为可选消费产品，行业整体受到了巨大冲击，同时疫情防控使得公司门店销售、市场发展、供应链等主要经营活动相应停滞或延后，线下门店受到较大影响。对此，周大生管理层积极应对，在线下渠道受抑情况下快速展开直播电商等数字化营销新业态，使得线上业务快速增长，前三季度线上销售收入相较于去年同期实现翻倍增长。此外，公司还构建了信息化系统及电商平台，进一步扩大公司的线上业务规模。

图 26: 受益于线上业务快速发展, 第三季度周大生收入恢复同比正增长



资料来源: Wind、招商证券

头部主播专场带货模式成为行业标杆, 单场销售额突破 4 亿。2020 年上半年, 周大生累计与头部主播合作 30 多场, 为品牌带来超 5.3 亿次曝光, 实现品牌知名度提升和销售收入增长的双丰收。2020 年 3 月, 薇娅帮助周大生带货单品爆卖 19 万件, 创造珠宝单品销量最高纪录。6 月父亲节, 周大生举办了“辛选珠宝节”专场, 邀请了辛巴与佟大为亮相, 引发了市场轰动, 单场销售额突破 4 亿, 头部主播专场带货模式也成为了行业标杆。

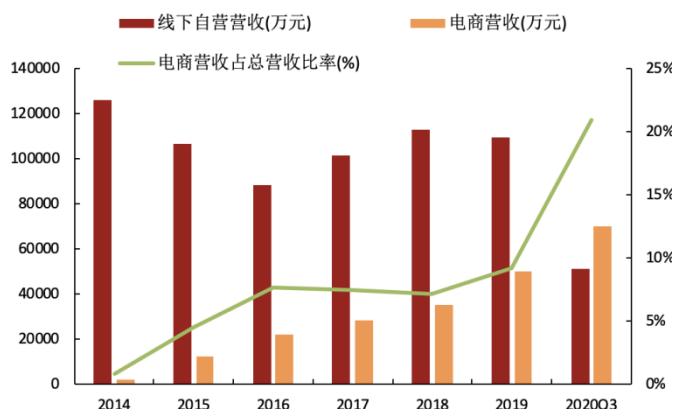
在店铺自播方面, 公司也组建了一支成熟优秀的主播和直播运营团队, 上半年店铺直播累计引导销售数千万, 并在 618 大促期间获得了天猫珠宝饰品类店铺直播成交第一名的佳绩。在达人直播合作方面, 周大生与淘宝、快手、抖音三大主流平台的头部主播如薇娅、李佳琦、烈儿、快手辛巴、张庭等都进行了深度合作。直播带货模式将成为公司未来线上业务的重要增长来源。

图 27: 辛巴专场带货直播获巨大成功



资料来源: 搜狐新闻、招商证券

图 28: 电商渠道营收稳步上升



资料来源: 公司年报、招商证券

推出线上时尚珠宝子品牌 DC, 打造珠宝快消品模式, 与主品牌形成差异化互补。周大生专门推出针对线上渠道的时尚珠宝子品牌 DC (设界, Design Circles), 先发抢占线上珠宝市场, 以低客单价、高毛利的非金首饰 (如银饰品、宝玉石制品等) 销售为主, 力图打造时尚珠宝的快消品模式。品牌产品色彩丰富, 造型灵动, 且囊括了吊坠、耳环、戒指、手链等多种配饰品类, 主要客群为年轻消费者。DC 与线下主品牌形成差异化互补, 线上销售不对线下造成直接竞争, 有望实现线上线下的协同发展。



图 29: DC 品牌设计年轻, 品类齐全



资料来源: Designcircles 旗舰店、招商证券

## 2.4 营销模式创新：钻石以旧换新增强客户粘性

钻石“以旧换新”政策迎合消费者追求新潮的心理，有效增强客户粘性。周大生推出的钻石以旧换新模式，加价 30% 以上同时满足价差大于 1000 元就可以等值换新，可以增强品牌既有客户的粘性，也符合年轻消费者追求新潮款式的心理。对于公司而言，对换新的价差以及加价率的要求基本可以覆盖再加工成本，整体利润空间依然有保障。据调研了解，目前以旧换新模式的销售占比接近 10%。

表 4. 周大生以旧换新服务标准

品类	以旧换新服务
足金	按克重计价的黄金换购按克重计价的黄金产品，按 25 元/克收取折旧费，新货品工费按标签另计
按件标价类黄金	按照旧饰品售价 20% 扣除折旧损耗，折算后的金额抵值换购柜台按件标价销售的黄金产品
铂金	铂金换铂金，同成色级别或高级别换低级别的每克收取 60 元折旧费，旧货含量每差一级补差 20 元/克
18K、22K 金	按照旧饰品售价 25% 扣除折旧损耗（K 金赠链除外），折算后的金额可抵值换购柜台同类产品
钻石镶嵌饰品换购标准	新饰品标价须高出旧饰品售价 30%，并限定最低补差金额不得低于 1000 元

资料来源: 公司官网, 招商证券

同时，公司推出的以旧换新模式也从侧面反映出公司强大的终端信息化管控能力。公司赋予了每一件销售产品数字化溯源的能力，可以通过系统对该产品的生产、销售、再回收进行精准把控，对小品牌而言就形成了较大的品牌信息掌控壁垒。此外，消费者可以通过周大生公众号查询所购商品的真伪，最大程度杜绝假货出现。



图 30：周大生终端销售控制



资料来源：周大生公众号、招商证券

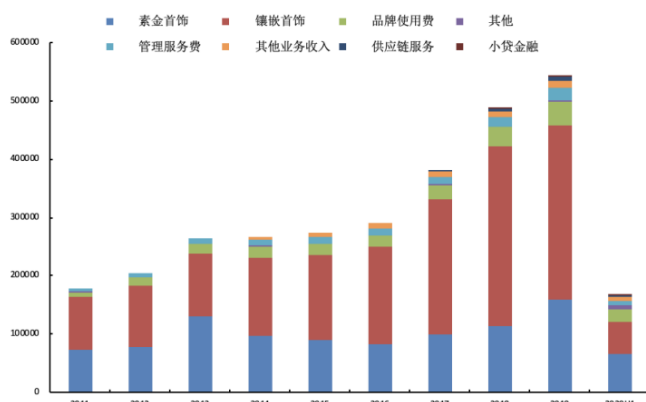
### 三、渠道为王：加盟商盈利能力强，三四线城市卡位优势明显

#### 3.1 加盟商盈利能力强，渠道展店动力充足

产品结构特点决定高毛利空间，公司充分让利加盟商，终端加盟商盈利能力强。周大生的产品结构特点为镶嵌首饰占比较高，而镶嵌首饰的毛利率高于素金和其他珠宝品类，这决定了销售端的高毛利率，提升了终端销售的盈利能力。同时，公司充分让利加盟商，进货折扣低（钻石镶嵌制品 3-4 折拿货），终端售价高（不低于 8 折），公司确认的镶嵌制品毛利率与自营的素金水平相当，将高毛利部分让与经销商，经销商盈利能力显著高于其他品牌，渠道展店动力强。

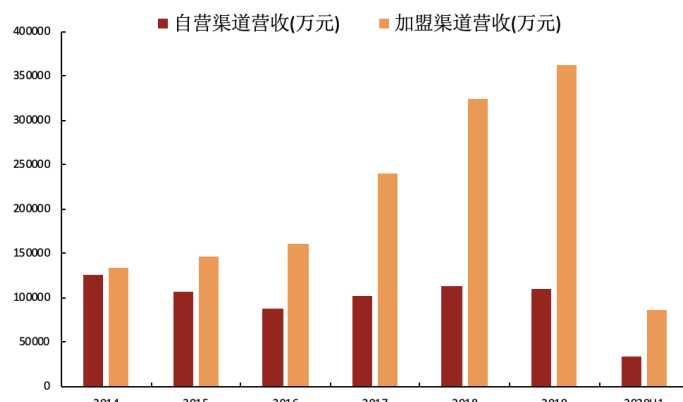
此外，公司对经销商的管控力度大，基本杜绝经销商利益漏出现象。周大生通过精心打造表达品牌概念的标准化样板店，建立了标准化门店经营管理体系。对加盟商的资质评估、经营标准、开店流程、店铺形象、培训、管理、销售、价格体系、广告投放、考核等方面都有严格的标准化管理体系，在前期为加盟商提供了高质量的品牌扶持帮助，后期的培训指导频率也远高于其他品牌。同时，周大生还建立了全国督查小组，不定期在全国终端门店巡检，提高管理水平，有效减少终端门店利益漏出现象。

图 31：业务结构中镶嵌首饰收入占主导



资料来源：Wind、招商证券

图 32：加盟渠道销售能力强



资料来源：Wind、招商证券

#### 3.2 先发布局三四线城市，卡位优势明显

先发布局三四线城市，抢占优质加盟商和店面资源，低线城市卡位优势明显。公司在品牌创立之初，一改珠宝品牌“高举高打”的作风，抢先进行三四线城市及县城的渠道布局，在低线市场占据了明显的卡位优势。在我国，三四线城市及县城人口基数大，消费者生活圈范围小，周大生通过电视流量时代的大规模央视广告投放，选择知名度高的林志玲作为品牌代言人，率先抢占低线城市消费者心智，在三四线及县城拥有较大的知名度和客户基础。同时，公司在低线城市和县城加盟制度开放的较早，率先抢占了优质加盟商和门店资源，卡位优势十分明显。

直营和加盟互补，形成全国性珠宝连锁网络体系。随着公司品牌力不断提升，公司现在采用在一、二线城市的核心商圈开设自营店的方式，形成了一批经营管理标准化的样板

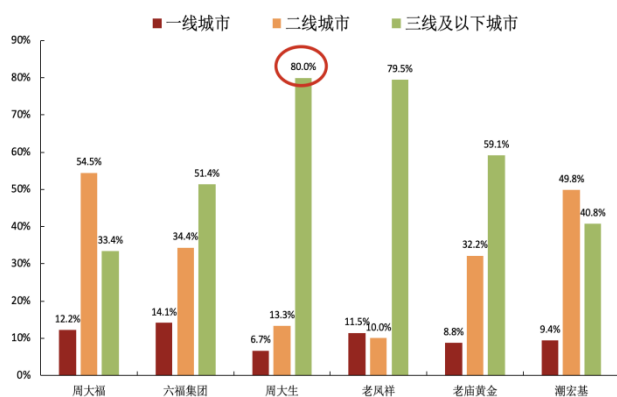
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

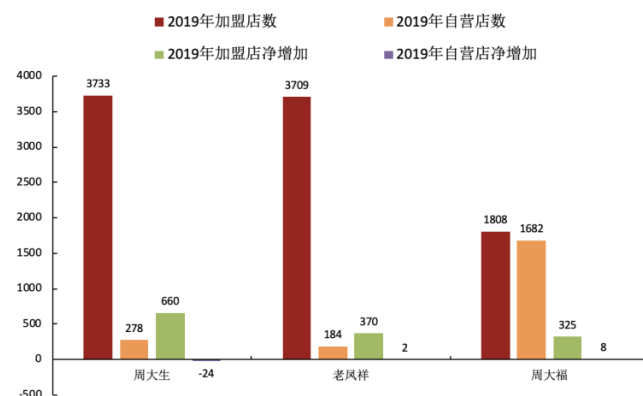
店，有效提升了周大生品牌在消费者心中的影响力和知名度。继而在城市周边和三、四线城市发展和经营加盟店，产生有力的辐射作用和带动作用。构成了以直辖市为核心、省会城市和计划单列市为骨干、三四线城市为主体的全国性珠宝连锁网络体系。

图 33：周大生三四线城市布局优势明显



资料来源：各公司年报、招商证券

图 34：周大生加盟店占比较高



资料来源：各公司年报、招商证券

### 3.3 预测门店数量还有翻倍空间，规模扩张潜力较大

钻石渗透率提升和客单价增加将推动行业规模增长，万亿级珠宝市场潜力巨大。近年来，中国经济持续快速增长，人均收入水平不断提高，珠宝首饰消费在满足人们保值需求外，也成为了人们追求时尚、彰显个性和身份地位的首选。中国已经成为世界第二大钻石加工基地、世界上最大的珠宝首饰消费市场和世界第一大黄金消费国，是重要的珠宝首饰生产和消费国家。目前我国黄金消费占比达 58%，钻石消费仅占 15%，与美国等发达国家 50%+ 的钻石消费相比仍有较大提升空间，且我国三线及以下城市钻石渗透率只有 37%，与一线城市 61% 的渗透率相比也有差距。我国传统婚礼的彩礼中讲究“三金”（金戒指、金项链、金耳环），现在越来越流行“三金加一钻”（钻戒），甚至有些地区还讲求“三金加三钻”（钻石项链、钻石耳环），钻石制品的渗透率正在不断提高。同时婚庆珠宝的客单均价也从 1-2 万提升至 3-5 万，随着人均收入水平的提高，大克拉钻石的渗透率提升，客单价还将继续提高，从而带动珠宝行业市场规模不断增长。根据智研咨询统计，2019 年我国珠宝首饰行业市场总规模超过 7500 亿元，随着客单价和钻石渗透率提升，未来我国珠宝行业总规模将有望达到万亿级别，市场潜力巨大。

图 35：2019 年中国珠宝市场构成

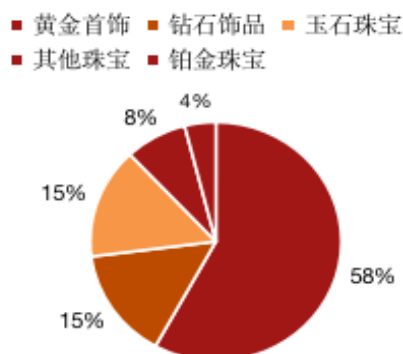
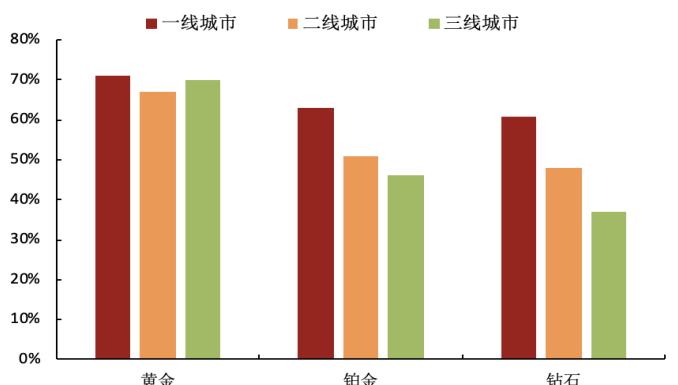


图 36：各线城市珠宝渗透率对比



敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：周六福招股书、招商证券

资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

预测周大生门店数量天花板超 8000 家,短期内仍有高速展店空间。截止 2020 年 9 月,周大生全国范围内门店数量为 4020 家,其中一线城市占比 6.7%,二线城市占比 13.3%,三线及以下城市占比 80%。根据我们的测算,我国珠宝行业总店铺数量将超过 10 万家,随着头部品牌市占率逐渐提升,假设公司长期市场占有率达到 10%,则门店数量天花板超过 8000 家,短期内仍有保持门店快速扩张的空间。

#### 门店测算核心假设:

核心假设 1:一二线城市婚庆首饰客单价为 5 万元,三线及以下城市婚庆首饰客单价为 3 万元。

核心假设 2:一二线城市珠宝首饰单店平均年销售额 1200 万元,三线及以下城市单店平均年销售额 600 万元。

核心假设 3:一二线城市婚庆首饰占珠宝首饰比率为 45%,三线及以下城市婚庆首饰占珠宝首饰比率为 60%。

核心假设 4:周大生长期市占率预期 10%。

测算结果:周大生远期店铺数量上限约 8714 家。

表 5. 周大生门店测算

城市级别	一二线城市	三线及以下城市
结婚人数(万人)	568	1461
婚庆首饰客单价(万元)	5	3
婚庆首饰市场规模(亿元)	1419.58	2190.79
婚庆首饰占比	45%	60%
珠宝市场规模(亿元)	3154.62	3651.31
单店平均年销售额(万元)	1200	600
珠宝店铺数量测算(个)	26289	60855
珠宝市场总规模(亿元)	6805.94	
珠宝店铺数量总计(个)	87144	
周大生长期市占率预期	10%	
周大生远期店铺数量天花板(个)	8714	

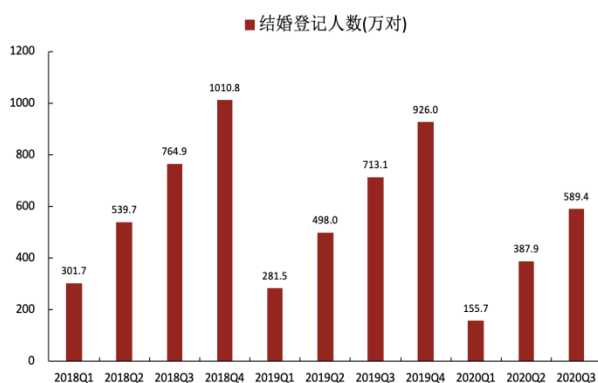
资料来源:国家统计局,招商证券(注:不同城市结婚人数是根据各省总人数和一二线城市人数乘对应结婚率测算)

## 四、逻辑梳理：短期受益于消费复苏，长期受益于集中度提升

### 4.1 短期逻辑：消费需求复苏，2021 年将是婚庆大年

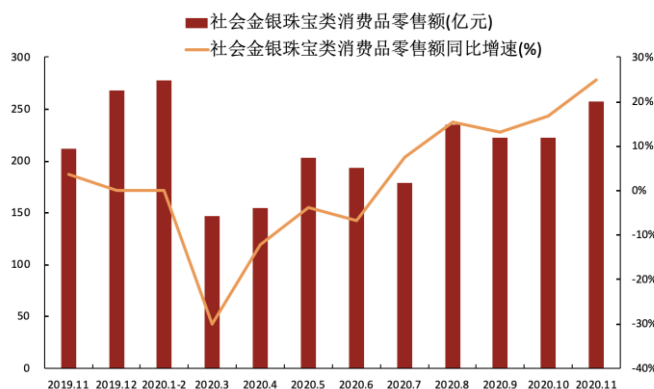
中国珠宝首饰市场有近 60% 的需求集中于婚庆市场，2019 年由于在阴历中没有“立春”节气，被称作“寡妇年”，不适宜结婚，婚庆需求受到一定压制。2020 年伊始，受新冠疫情影响，婚庆行业继续遇冷，对珠宝行业企业打击较大。目前全国范围内疫情得到基本控制，人民消费水平日渐回升，加之婚庆市场正逐步回暖，两年的需求密集释放，2021 年将迎来婚庆市场需求集中爆发，消费需求复苏将显著利好珠宝行业企业。

图 37：婚庆市场蓄势待发



资料来源：中国民政部官网、招商证券

图 38：金银珠宝类消费品零售额同比复苏速度加快



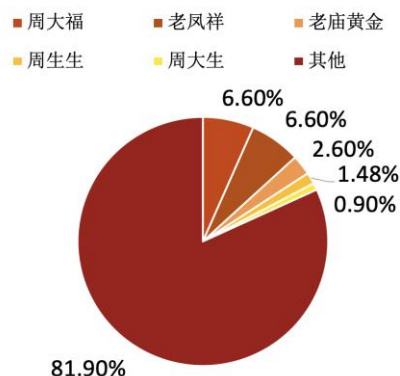
资料来源：国家统计局、招商证券

### 4.2 中长期逻辑：行业集中度提升，龙头品牌受益

我国珠宝行业经历过 2003-2013 年的黄金十年，行业规模快速增长，各品牌也不断发展壮大，但目前行业集中度依然较低，中小品牌和区域性品牌仍占有较大的市场份额，龙头品牌市占率较低。2019 年我国珠宝行业 CR5、CR10 分别为 19.4%、22.7%，与香港市场 CR5=42.7% 的市场占有率相比，市场格局相对分散。目前我国珠宝行业增速放缓，已经逐步进入成熟阶段，行业整合效应愈加明显，特别是近几年龙头品牌渠道下沉，在三四线城市和县城对当地的中小品牌形成降维打击。今年疫情期间，大部分龙头品牌都在扩张门店，逆势扩张，而腰部和中小品牌珠宝商关店和缩减门店趋势明显，经济不利的情况下行业整合进一步加速，未来头部品牌会有很大的市场集中度提升空间，为龙头企业带来巨大市场红利。

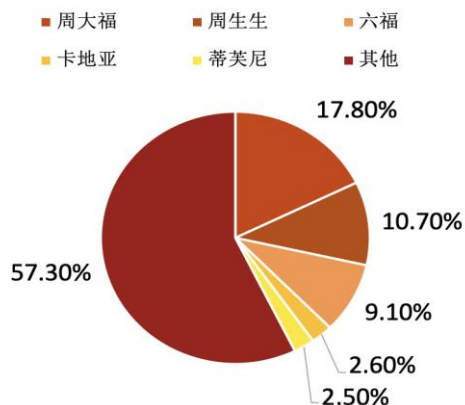


图 39：2019 中国大陆中高端珠宝品牌集中度 Top5



资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 40：2019 香港地区高端珠宝品牌集中度 Top5



资料来源：中国产业信息网、招商证券

### 4.3 主要变化：品牌使用费收费模式变化+小非减持结束

公司自 2019 年素金品类品牌使用费收费模式调整以来，品牌使用费收入规模逐步提升，带动公司毛利率和净利率水平不断上行，目前以件计价的一口价黄金销售收入占比达到素金品类的 30% 以上，未来还有进一步提升空间，预计将会持续提升公司盈利能力和收入规模。

另外，公司交易层面小非减持基本结束，对手盘风险解除，也是公司近期的一个重要变化。公司的第二股东北极光投资有限公司自 2018 年起，逐步开展以大宗交易和集合竞价的方式减持公司股票的计划，减持前持有公司股份 17.76%，目前减持计划已经完成 98% 以上，剩余仅占公司股份的 2.64%，对公司的股价影响进一步减弱，对手盘风险解除，公司股价下行压力减小。

表 6：北极光减持计划时间表

减持方式	减持期间	减持均价 (元/股)	减持股数 (股)	减持比例 (%)
大宗交易	2018.7.9	24.95	5,952,300	1.23%
集中竞价	2018.7.12-8.9	30.15	4,785,005	0.99%
大宗交易	2018.9.28	27.96	3,317,200	0.68%
集中竞价	2018.10.10-10.12	28.98	531,500	0.11%
集中竞价	2019.1.21-1.22	27.28	200,000	0.04%
集中竞价	2019.2.19-4.1	32.76	4,651,059	0.95%
大宗交易	2019.7.11-7.22	19.49	6,926,000	0.95%
集中竞价	2019.7.26-8.28	22.63	2,214,100	0.30%

大宗交易	2019.8.29	20.57	640,000	0.09%
集中竞价	2019.8.29-9.6	22.31	983,209	0.13%
集中竞价	2019.9.9-10.18	21.32	1,803,580	0.25%
大宗交易	2020.2.10-5.26	16.88	12,600,000	1.72%
集中竞价	2020.2.26-5.26	18.80	4,194,039	0.57%
集中竞价	2020.9.28-10.12	25.82	257,721	0.04%
大宗交易	2020.10.13-10.14	23.43	9,274,709	1.27%
集中竞价	2020.10.19-11.5	25.53	1,429,834	0.19%
集中竞价	2020.11.9-12.28	26.85	4,768,200	0.65%

资料来源：公司公告、招商证券

#### 4.4 盈利预测：渠道优势明显，增长弹性充足，估值安全边际高

公司的核心竞争力在于渠道优势明显，终端渠道盈利能力强，展店动力充足，同时在低线城市和县城具有先发卡位优势。短期受益于消费复苏带来的婚庆市场爆发，长期受益于行业集中度提升的龙头品牌红利。潜在增长点在于电商业务快速发展与时尚珠宝子品牌的第二成长曲线。公司始终保持 20% 以上的高 ROE 水平，在手现金充足，资产负债率低，兼具成长的高弹性与轻资产模式的安全性。我们预计公司 2020-2022 年业绩增速分别为 6%、31%、18%，对应估值分别为 18.0x，13.7x，11.7x，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

表 7：未来三年盈利预测基本假设及简表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>基本假设</b>					
营业收入增长率	28.0%	11.7%	-17.2%	46.9%	27.3%
营业成本占比	66.0%	64.0%	57.8%	60.3%	62.0%
营业外收入	33.3	34.8	34.8	34.8	34.8
营业外支出	0.1	0.1	5.5	0.1	0.1
<b>收入预测(百万元)</b>					
主营收入	4870	5439	4,503	6,614	8,419
素金首饰	1137	1585	1,256	1,815	2,191
镶嵌首饰	3083	2999	2,098	3,353	4,543
其他首饰	3	21	251	376	488
加盟管理服务	172	210	214	237	250
品牌使用费	330	402	489	621	721

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
供应链服务	47	63	50	60	66
小贷金融	5	25	32	38	44
其他业务收入	94	134	114	114	114
<b>增速预测(%)</b>					
主营收入增速	25%	23%	-17.22%	46.90%	27.28%
素金首饰	15.2%	39.4%	-20.74%	44.47%	20.74%
镶嵌首饰	33.2%	-2.7%	-30.06%	59.85%	35.49%
其他首饰	17.3%	626.6%	1081.93%	50.00%	30.00%
加盟管理服务	26.2%	22.6%	1.49%	11.15%	5.53%
品牌使用费	26.0%	21.8%	21.79%	27.02%	16.08%
供应链服务	706.4%	32.3%	-20.00%	20.00%	10.00%
小贷金融		411.7%	25.00%	20.00%	15.00%
其他业务收入	-3.6%	42.6%	-15.00%	0.00%	0.00%
<b>毛利率预测(%)</b>					
综合毛利率	34.0%	36.0%	42.20%	39.70%	38.01%
素金首饰	19.9%	20.3%	23.9%	23.9%	23.9%
镶嵌首饰	26.0%	26.9%	29.9%	29.9%	29.9%
品牌使用费	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
每股收益(元)	1.66	1.36	1.43	1.87	2.20
PE	15.5	18.9	18.0	13.7	11.7
PB	3.2	4.0	3.5	3.0	2.5

资料来源：公司年报、招商证券

## 五、风险因素

我们认为未来公司主要的风险因素在于产品质量风险、市场需求走弱、展店速度不及预期三个方面。

- 产品质量风险：**公司目前产品均为委外加工生产，若合作生产商产品质量不达标，再次出现类似 2013 年 3.15 曝光的黄金纯度不足等影响力较大的产品质量问题，会对品牌形象造成负面影响。
- 市场需求走弱风险：**珠宝首饰作为可选消费，受经济和社会形势影响较大，若疫情再次反复，无法得到有效控制，或出现其他影响经济形势的社会事件，可能会导致 2021 年珠宝行业消费需求继续受到抑制，将对公司业绩造成不利影响。
- 展店速度不及预期风险：**公司近几年保持快速展店的发展趋势，2020 年受到疫情影响店铺净增数量有所下降，若未来公司展店速度不及预期，将影响公司业绩表现。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4428	4162	5540	6293	8355
现金	1086	1294	3396	3019	4081
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	2
应收款项	83	74	49	71	91
其它应收款	17	20	16	24	30
存货	2589	2597	1935	2965	3880
其他	654	176	143	212	271
<b>非流动资产</b>	1459	1760	1706	1658	1616
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	29	32	35	36	38
无形资产	453	435	392	352	317
其他	976	1292	1279	1268	1260
<b>资产总计</b>	<b>5887</b>	<b>5922</b>	<b>7246</b>	<b>7951</b>	<b>9971</b>
<b>流动负债</b>	1904	1153	1795	1443	2264
短期借款	600	0	800	200	800
应付账款	637	359	268	411	538
预收账款	125	115	86	131	172
其他	542	679	641	701	755
<b>长期负债</b>	15	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他	15	26	26	26	26
<b>负债合计</b>	<b>1919</b>	<b>1179</b>	<b>1821</b>	<b>1469</b>	<b>2290</b>
股本	485	731	731	731	731
资本公积金	1719	1551	1551	1551	1551
留存收益	1737	2429	3110	4167	5367
少数股东权益	27	33	33	33	33
归属于母公司所有者权益	3941	4710	5392	6449	7648
<b>负债及权益合计</b>	<b>5887</b>	<b>5922</b>	<b>7246</b>	<b>7951</b>	<b>9971</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	367	798	1585	454	787
净利润	806	991	1047	1371	1611
折旧摊销	37	44	63	56	50
财务费用	22	17	5	4	2
投资收益	(24)	(1)	(97)	(97)	(97)
营运资金变动	(464)	(256)	575	(891)	(787)
其它	(10)	3	(8)	10	9
<b>投资活动现金流</b>	(865)	313	88	88	88
资本支出	(381)	(181)	(9)	(9)	(9)
其他投资	(484)	494	97	97	97
<b>筹资活动现金流</b>	394	(903)	429	(918)	187
借款变动	615	(729)	800	(600)	600
普通股增加	8	246	0	0	0
资本公积增加	37	(168)	0	0	0
股利分配	(239)	(243)	(365)	(314)	(411)
其他	(28)	(8)	(5)	(4)	(2)
<b>现金净增加额</b>	<b>(105)</b>	<b>208</b>	<b>2102</b>	<b>(377)</b>	<b>1062</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4870	5439	4503	6614	8419
营业成本	3214	3482	2603	3988	5218
营业税金及附加	46	56	46	68	87
营业费用	519	587	486	714	909
管理费用	126	121	100	147	187
研发费用	10	13	11	16	21
财务费用	26	8	5	4	2
资产减值损失	(41)	(12)	(12)	(12)	(12)
公允价值变动收益	(4)	19	19	19	19
其他收益	98	85	85	85	85
投资收益	142	78	78	78	78
<b>营业利润</b>	1026	1257	1337	1762	2081
营业外收入	33	35	35	35	35
营业外支出	0	0	6	0	0
<b>利润总额</b>	1059	1292	1366	1797	2116
所得税	253	301	319	426	505
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>806</b>	<b>991</b>	<b>1047</b>	<b>1371</b>	<b>1611</b>

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	28%	12%	-17%	47%	27%
营业利润	25%	23%	6%	32%	18%
净利润	28%	23%	6%	31%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.0%	36.0%	42.2%	39.7%	38.0%
净利率	16.6%	18.2%	23.3%	20.7%	19.1%
ROE	20.5%	21.0%	19.4%	21.3%	21.1%
ROIC	16.7%	20.1%	16.2%	19.9%	18.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.6%	19.9%	25.1%	18.5%	23.0%
净负债比率	10.2%	0.0%	11.0%	2.5%	8.0%
流动比率	2.3	3.6	3.1	4.4	3.7
速动比率	1.0	1.4	2.0	2.3	2.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.9	0.6	0.8	0.8
存货周转率	1.4	1.3	1.1	1.6	1.5
应收帐款周转率	53.4	68.5	72.0	108.2	101.8
应付帐款周转率	5.3	7.0	8.3	11.7	11.0
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.66	1.36	1.43	1.88	2.20
每股经营现金	0.76	1.09	2.17	0.62	1.08
每股净资产	8.12	6.44	7.38	8.82	10.46
每股股利	0.50	0.50	0.43	0.56	0.66
<b>估值比率</b>					
PE	15.7	19.3	18.2	13.9	11.9
PB	3.2	4.1	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	16.6	13.8	12.5	9.6	8.2

敬请阅读末页的重要说明

Page 27

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

宋盈盈，CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020 年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020 年起任招商证券轻工纺服行业分析师。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，主要研究方向为电商和新零售。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

Page 28

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>