

证券研究报告—动态报告/公司快评
商业贸易
零售
周大生 (002867)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2018 年 09 月 25 日

成长机制卓越、蕴含超预期潜能，收购 I DO 期待协同

证券分析师：王念春

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

联系人：刘馨竹

liuxinz@guosen.com.cn

近期我们调研了周大生四川大区经销商，对于市场上普遍关注的问题，希望得以解答。我们认为：

- 1) 加盟模式与管理：周大生在加盟模式下的管理精细化程度已经非常优秀，且还在不断改善的过程；
- 2) 市场空间与天花板：3000 家门店不是天花板。终端调研显示，平均每 30-40 万人口可支撑一家门店，且门店加密可获得更好的品牌认可度提升及同店增长。
- 3) 消费增速下滑与可选：行业数据波动并不意味着可选品类不可投资。珠宝行业格局高度分散，行业增长放缓加速落后企业淘汰，更利于优势企业抢占份额。

此外，公司 9 月 20 日晚间公告：公司及其全资子公司深圳市宝通天下供应链有限公司拟以 4.04 亿元收购天津红杉以及杨涛持有的天津风创新能股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“风创新能”）100%财产份额和所有权益，并间接持有恒信玺利实业股份有限公司（以下简称“恒信玺利”）16.6%的股份。本次收购不构成重大资产重组。

评论：

■ 市场的普遍担忧：加盟与失控 vs 精细化、人性化的管理

此前市场普遍担忧：1) 占极高比例的加盟门店，尤其是三四线城市门店，是否会伤害品牌；2) 公司尚未广泛推广统一 IT 系统，不掌握终端动销数据。

我们认为，加盟商和品牌之家的关系并非对立的，在当前市场环境下，加盟商从动机上以及客观条件上，都不会做出伤害品牌的行为，加盟商和品牌之间反而是共同壮大的过程。

主观的角度，主要基于：

- 1) **珠宝行业复购率大幅超出市场预期，是基于口碑的生意**：我们发现三四线消费者在选择门店时，会考虑 1) 开店时长 2) 门店地址及面积珠宝是靠口碑的生意，经营时间更长的老店更有优势。公司多类情景珠宝、百面美钻等品类适应顾客时尚选款需求，叠加加盟商对当地消费人群的偏好选款等因素，多数门店重复购物超过 40%。
- 2) **珠宝门店投资额高，进入门槛极高**：珠宝行业进入门槛在连锁行业是非常高的，需要非常强的专业知识以及销售能力，以及较强的资金成本，首次铺货金额基本都以几百万起步，加盟商在开店时初期投入非常大，以次充好得不偿失。一旦发现以次充好，重罚，甚至可能被关店。

客观条件方面，周大生已经形成非常完善的监管模式，包括门店交叉督导，明访暗访，通过产品钢标、唯一条码进行产品锁定，以及严格的售后监督与客户维护渠道。

此外，我们发现，公司在精细化管理层面已经有了显著的提升，终端加盟商对此反馈良好。公司对加盟商的一系列管理还包括：辅导、培训、营运指导以及督导四个层面，细节至帮助门店进行数据分析、提升业绩、店长的培训、店员的销售培训方面，这一系列培训甚至不逊于诸多采取强管控模式的品牌。

相对于强管控品牌而言，除了选址、装修、首次铺货金额、统一零售价等硬性要求，公司给予加盟商较大的自主权，包

括选款、采购周期等，这些自主权在 3-5 线城市显得尤为重要：区域性差异很大，往往经营经验丰富的加盟商自主选款可以取得更好的效果。此外，公司较快的新品推出速度、指定供应商模式下极快的产品发货周期（对于资金周转极为重要），都备受加盟商好评。

我们认为，**高速展店意味着加盟商的认可，同时也是终端消费者的认可。**

珠宝行业加盟商大多深耕多年，且同时经营多个品牌，在品牌选择上，他们会选择投资回报率更高的品牌。更高的投资回报率并不意味着最高的毛利空间，许多品牌甚至允许加盟商自主终端定价，最终影响的投资回报还是消费者的认可——更高的销售收入带动更快的周转。因此我们认为，加盟渠道的高速展店，不仅仅意味着加盟商的认可，也是消费者的认可。

不掌握终端动销数据并不意味着管理失控：对于加盟商而言，公司掌握进货数据已经足够了。加盟商补货大多采用每周小补，1-2 个月一大补的节奏，最多不超过 2 个月会进行一次大补。加盟商大多对建立统一终端销售系统并不感到排斥，首先部分品牌已经采用，其次进货数据和动销数据对于加盟商而言并没有太大差异，最后，动销数据更利于公司对产品结构的调整，这是利于企业发展也利于加盟商的。

诚然，公司不掌握进货数据意味着 1-2 个月数据的滞后，这也是公司后续持续需要改善的关键点，我们也看到了改善的可能性，以及目前完善的反馈机制也在一定程度上减轻这一影响。

■ 市场空间与天花板 vs 加盟商极高的展店热情

通过草根调研，我们发现在成都及周边地区大约 12-15 万人口足以一家周大生门店，虽然可能和客观经济条件相关，但是平均而言，每 30-40 万人口是足以支撑一家珠宝门店的。我们认为，公司当前门店数量翻番的额空间还是存在的。同一区域的门店加密不会对同店造成影响，反而因为密集效应使得品牌在消费者心目中认知度提升，同时提升珠宝日常消费的渗透率。

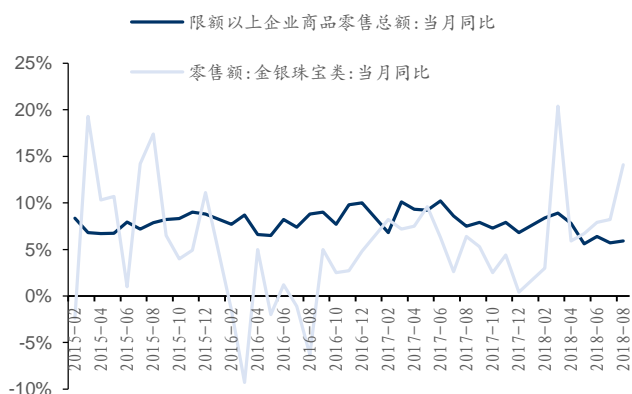
上半年净开店 251 家，其中加盟店/自营店分别净开 248 家/3 家。7 月净开店 39 家，截止 7 月底门店总数达到 3014 家。终端加盟商高度的展店热情，也体现了加盟商对品牌的乐观态度。

■ 消费增速下滑与可选 vs 更高性价比的解决方案

我们认为，市场对于可选品类有些过于悲观，消费增速下行并不意味着“消费降级”，同时即使“消费降级”并不意味着消费者完全不消费可选，反而是以更高性价比的方式进行消费选择。我们认为，消费增速下行对于珠宝行业的影响或许客观存在，但是公司高性价比、大众化的定位受到的冲击是最小的，同时行业过冬甚至更利于优胜劣汰，提升集中度。

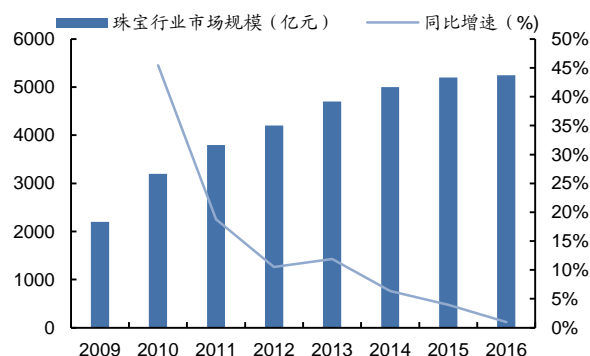
1. **公司客单价较低，产品均价 3000 元左右**（周大福 18 年镶嵌客单均价 12300 港元），产品定位并不是奢侈品，而是日常消费的定位。我们认为，行业首先受到冲击的是高端定位品牌，即品牌附加值更高的品牌，部分高端品牌消费者可能会转向大众化、高性价比的品牌。
2. 珠宝消费存在刚性需求场景：结婚场景的钻戒、日常佩戴需求、以及节假日礼品都是珠宝的刚性需求场景。珠宝品类每年超过 5000 亿的销售规模是巨大的客观存在的市场。
3. **我国珠宝首饰消费市场空间巨大，行业回暖。**据中宝协，2016 年我国珠宝行业市场规模达 5250 亿元 2011-2016 年行业市场规模 CAGR 为 6.68%。

图 1: 限额以上金银珠宝类企业零售总额同比增速小幅上行 (%)



资料来源:统计局、国信证券经济研究所整理

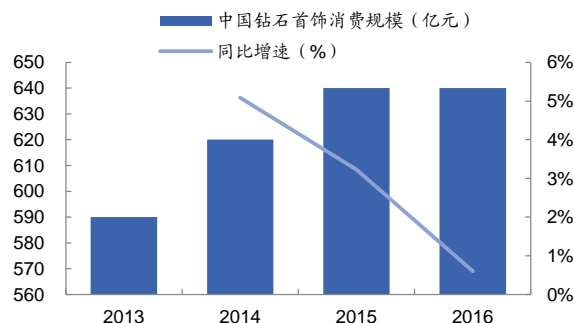
图 2: 中国珠宝行业历年市场规模 (%)



资料来源:中宝协、国信证券经济研究所整理

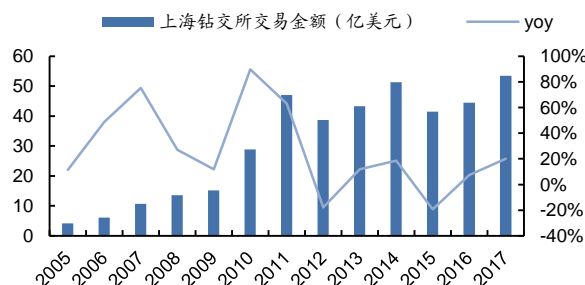
- 据 De Beers 集团 2017 年发布的《Diamond Insight Report》，2016 年我国钻石首饰消费规模为 97 亿美元（约 640 亿人民币），而 2006 年的规模仅为 31 亿美元，年均复合增速高达 12%。
- 钻交所口径的数据则比 de beers 的更为乐观：2017 年全年上海钻石交易所以重量计交易总量为 49258.77 万克拉，同比去年增长 59.30%；2017 年上海钻交所钻石交易总额累计为 338.467 亿元，同比去年增长 19.96%；2017 年上海钻石交易所一般贸易项下成品钻进口量为 243.42 万克拉，同比去年增长 32.8%；2017 年上海钻石交易所一般贸易项下成品钻进口总额为 159.29 亿元，同比去年增长 23.4%，创历史新高。

图 3: 中国钻石首饰消费规模 (亿元)



资料来源: de beers、国信证券经济研究所整理

图 4: 我国上海钻石交易所钻石交易金额及其增速 (亿美元、%)



资料来源:上海钻石交易所、国信证券经济研究所整理

我们认为，公司主要具备以下优势：

1. 灵活弹性的加盟商管理制度

和竞争对手相比，周大生管理的人性化，让加盟商有认同感。相比于其他竞争对手：

港资品牌大多采取强管控模式，高保证金、订货款，在门店日常运营、产品挑选层面相对严格；

部分中资品牌，甚至不乏有较好品牌积淀的也缺乏售后督导和持续服务，没有畅通的意见反馈机制。

2. 更高的品质和优秀的设计，以及产品上新速度

公司钻石多采用国检体系，而部分地方品牌很多是地方检测；公司重视产品设计，每年新款推出频繁，并推出系列新品

3. 年轻的定位以及更好的时尚感，对主力消费客群具有较强吸引力

公司目标客群以消费主流人群 80-90 后为主，产品定位时尚，推出五大情景珠宝；此外，公司的代言人制度对年轻消费

者有较大吸引力，更易获得消费者认同。

图 5：公司新品图示独白系列宣传照



资料来源：第一黄金网、国信证券经济研究所整理

图 6：公司聘请 Angela Baby 作为形象代言人



资料来源：上海钻石交易所、国信证券经济研究所整理

■ 收购恒信玺利部分股权，期待品牌协同效应

收购标的恒信玺利是中国知名珠宝品牌，于 2015 年 7 月 10 日在新三板挂牌，主要从事钻石珠宝首饰产品的设计研发和销售。恒信玺利旗下拥有“恒信”、“I Do”、“ooh Dear”和“恒信钻金殿”四个定位不同的品牌面向不同的目标市场进行销售，其中“I do”品牌为主打品牌。恒信玺利主要产品涵盖钻石镶嵌类戒指、项链、耳饰、手链、吊坠等。2013 年至 2017 年，恒信玺利营业收入从 9.80 亿元增长到 16.44 亿元；同期归母净利润从 1.53 亿元增长到 2.80 亿元，销售收入以及归母净利润连续五年高速增长。

截至 18 年 6 月，恒信玺利在全国共拥有 641 家门店。18 年上半年恒信玺利实现销售收入 7.16 亿元，同比增长 1.36%；归母净利润 1.27 亿元，同比增长 5.99%。此次交易后，公司将以 4.04 亿元间接持有标的公司 16.60% 股权，标的公司整体估值为 24.31 亿元，对应 2017 年 PE 为 8.66 倍，PB 为 1.25 倍，作价公允，将增厚公司业绩。

此外，我们还期待公司与标的企业在品牌建设、运营管理、研发设计等方面的协同。

表 1：恒信玺利主要财务数据一览（单位：万元）

	2018 年 6 月 30 日	2017 年
总资产	306,447.86	289,251.78
总负债	98,616.25	94,091.05
净资产	207,831.60	195,160.73
营业收入	71,613.87	164,374.19
净利润	12,670.87	28,042.34

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 公司成长机制卓越、蕴含超预期潜能，收购 IDO 将有望形成较好协同成长

公司 2018 年以来展店表现超预期，灵活的加盟商管理制度、品牌影响力、新款设计迎合市场需求等优势正在呈现加强向上趋势，此次收购恒信玺利部分股权预期将有望形成较好的协同成长，给公司带来业绩增厚。预计公司 2018、2019、2020 年 EPS 分别为 1.55/1.97/2.39 元，同比增长 27%/27%/21%。维持对公司的“买入”评级。

■ 风险提示

自营门店改善状况不及预期；股票解禁压力。

图 7: I Do 门店示意图



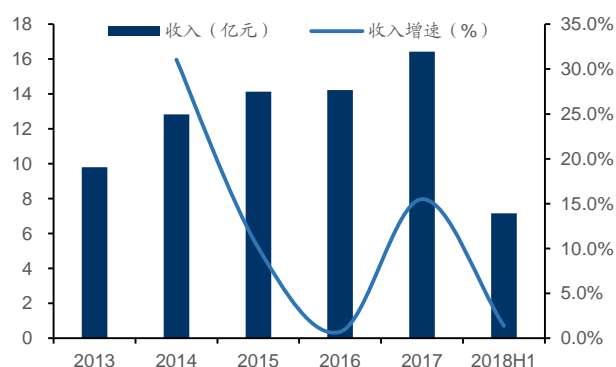
资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 8: I Do 产品示意图



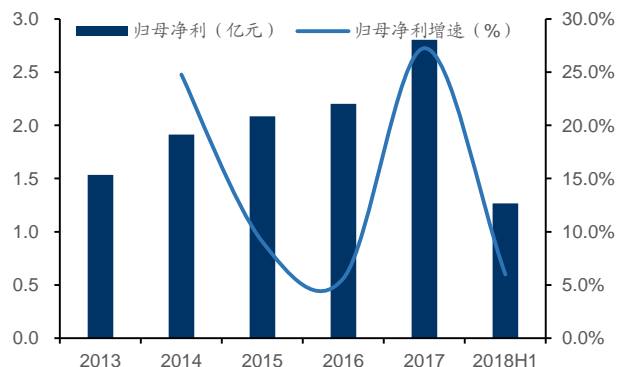
资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司历年收入与收入增速 (亿元、%)



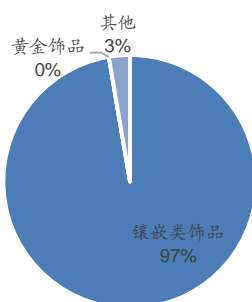
资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司历年归母净利与净利增速 (亿元、%)



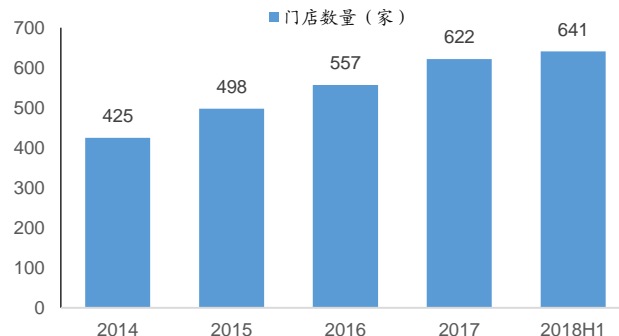
资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

图 11: 17 年公司营业收入构成 (%)

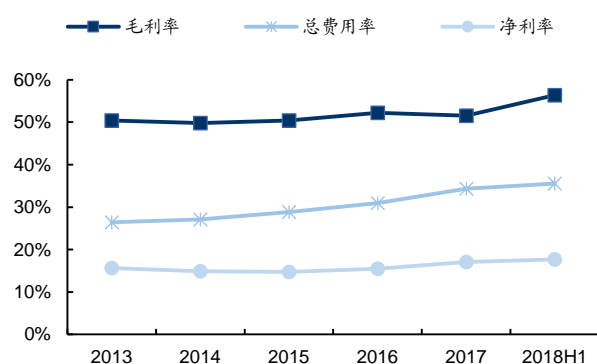


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

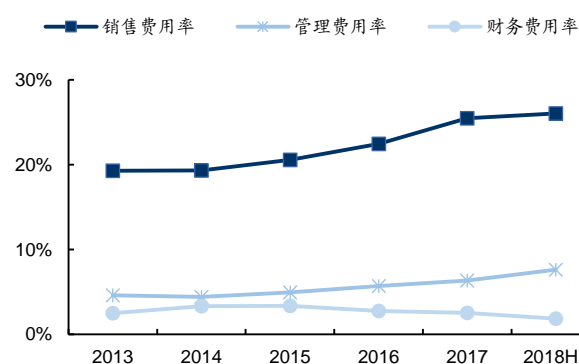
图 12: 恒信玺利历年门店数量图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司历年毛利率、费用率和净率 (%)


资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司历年销售、管理、财务费率 (%)


资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

表 2: 收购前后恒信玺利五大股东明细 (股、%)

收购前			收购后		
股东名称	持股数	持股比例	股东名称	持股数	持股比例
西藏恒信正隆经贸有限责任公司	98,995,830	46.88%	西藏恒信正隆经贸有限责任公司	98,995,830	46.88%
天津凤创新能股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	35,055,000	16.60%	周大生珠宝股份有限公司	35,055,000	16.60%
李厚霖	24,736,264	11.72%	李厚霖	24,736,264	11.72%
东方证券股份有限公司	8,416,924	3.99%	东方证券股份有限公司	8,416,924	3.99%
李朝辉	8,000,000	3.79%	李朝辉	8,000,000	3.79%

资料来源: choice、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1191	1445	1740	2212	营业收入	3805	4805	5903	7035
应收款项	115	132	146	164	营业成本	2573	3255	3993	4749
存货净额	2106	2529	2991	3425	营业税金及附加	38	48	59	70
其他流动资产	471	480	590	704	销售费用	446	529	632	732
流动资产合计	3883	4586	5467	6505	管理费用	76	90	106	122
固定资产	34	57	78	93	财务费用	(6)	0	0	0
无形资产及其他	152	146	140	134	投资收益	22	8	23	24
投资性房地产	311	311	311	311	资产减值及公允价值变动	(21)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	105	110	130	150
资产总计	4381	5100	5996	7043	营业利润	785	1001	1266	1536
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	581	813	1108	1449	利润总额	791	1006	1271	1541
其他流动负债	405	508	621	735	所得税费用	199	253	314	381
流动负债合计	986	1321	1729	2184	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	592	753	957	1161
其他长期负债	13	13	13	13					
长期负债合计	13	13	13	13					
负债合计	999	1334	1742	2197					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	3382	3766	4254	4846					
负债和股东权益总计	4381	5100	5996	7043					

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	592	753	957	1161
资产减值准备	24	11	9	9
折旧摊销	13	12	15	17
公允价值变动损失	21	0	0	0
财务费用	(6)	0	0	0
营运资本变动	(844)	(103)	(170)	(101)
其它	(24)	(11)	(9)	(9)
经营活动现金流	(218)	663	802	1076
资本开支	(27)	(40)	(38)	(35)
其它投资现金流	5	0	0	0
投资活动现金流	(21)	(40)	(38)	(35)
权益性融资	1481	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(290)	(369)	(469)	(569)
其它融资现金流	106	0	0	0
融资活动现金流	1007	(369)	(469)	(569)
现金净变动	768	253	295	473
货币资金的期初余额	423	1191	1445	1740
货币资金的期末余额	1191	1445	1740	2212
企业自由现金流	(354)	531	645	906
权益自由现金流	(248)	565	687	959

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.22	1.55	1.97	2.39
每股红利	0.60	0.76	0.97	1.17
每股净资产	6.97	7.76	8.77	9.99
ROIC	20%	20%	27%	33%
ROE	18%	20%	22%	24%
毛利率	32%	32%	32%	33%
EBIT Margin	18%	18%	19%	19%
EBITDA Margin	18%	19%	19%	20%
收入增长	31%	26%	23%	19%
净利润增长率	39%	27%	27%	21%
资产负债率	23%	26%	29%	31%
息率	2.0%	2.6%	3.3%	4.0%
P/E	24.1	18.9	14.9	12.3
P/B	4.2	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	22.2	17.4	14.2	11.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《周大生-002867-2018 年中报点评：业绩靓丽，展店超预期》——2018-08-28
- 《周大生-002867-2018 年一季报点评：业绩符合预期，盈利能力持续优化》——2018-05-02
- 《周大生-002867-2017 年年报点评：营收利润高增长，展店维持高速》——2018-04-17
- 《周大生-002867-加盟模式业内领先，渠道下沉高速扩张》——2018-03-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。