

A century-old brand with rich cultural heritage expands its channels in lower-tier cities to gain new market share

Buy (Initiation)

23 August 2022

 Research Analyst
 Shirui Ouyang

(852) 3892 3120

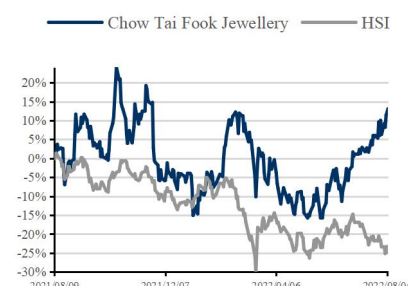
ouyangshirui@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
Revenue (HKD mn)	98937.70	107768.36	131689.09	152380.19
Growth (YoY %)	41%	9%	22%	16%
Net profit (HKD mn)	6712.30	7247.66	8707.57	11064.68
Growth (YoY %)	11%	8%	20%	27%
EPS (HKD)	0.67	0.72	0.87	1.11
P/E (X)	24.16	22.38	18.63	14.66

Investment Thesis

- **A century-old gold jewellery brand with rich cultural heritage.** Established in 1929, Chow Tai Fook is the leader of gold jewellery industry in mainland China, Hong Kong, and Macau, in terms of brand, product, channel network and process design. In FY2022, the company achieved revenue of HKD98.9bn from its main business, up by 41% YoY; it achieved net profit attributable to owners of HKD6.71bn, up by 11% YoY.
- **Product: with strong brand recognition, Chow Tai Fook's gold products set the pace for industry growth many times.** Chow Tai Fook has strong cultural heritage, product characteristics, outstanding supply chain and mature product operational system in its dominant category, the gold products. The business has set the pace for industry progress many times, such as introducing antique gold.
- **Channel: with outstanding scale advantage in channels and strong operational capability, the company continues to penetrate into lower-tier cities and there is still more room for it to open new shops.** Formation of a gold jewelry brand needs long time and the industry attaches more importance to operating, testing channel barriers. Focusing on tier 1 and tier 2 cities, Chow Tai Fook used to have a high proportion of proprietary shops in the early years. After laying good foundation and establishing strong consumer awareness, it accommodated to consumption upgrade trend in lower-tier cities and expanded the number of franchised shops in 2017. As of 22Q2, Chow Tai Fook brand owned 5,797 shops in Mainland China, of which the proportion of franchised shops had increased to over 70%.
- **In our view, Chow Tai Fook will continue to benefit from the growth of gold category consumption.** The overall market size of the gold jewelry industry has become stabilized and gold products remain the main consumption category. In the early years, gold consumption had stronger investment attributes and was easy to be affected by gold price fluctuations. However, in recent years, its consumption attributes become more prominent with the improvement of gold craft, attracting more young people to consume.
- **Earnings Forecast & Rating:** As China's top gold jewelry brand, Chow Tai Fook has high brand recognition, strong product strength, and excellent channel scale advantage. With ongoing market penetration, we expect that the company will open new stores at a high speed in the next 2-3 years and maintain stable revenue per shop. We expect its net profit to be HKD7.2/8.7/11.1bn in FY2023-2025, with a YoY growth of 8%/20%/27%. The latest closing price corresponds to a PE of 23x/19x/15x in FY2023-2025. We give a "Buy" rating in our initial coverage.
- **Risks:** Economic downturn; Lower-than-expected shop expansion and product popularity.

Price Performance



Market Data

Closing price (HKD)	16.22
52-week Range (HKD)	12.30/18.40
P/B (X)	4.82
Market Cap (HKD mn)	162,200.00

Basic Data

BVPS (HKD)	3.36
Liabilities/assets (%)	60.62
Total Issued Shares (mn)	10,000.00
Shares outstanding (mn)	10,000.00

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Jingcao Wu* (吴劲草) and *Zhiqian Tan* (谭志千).

2022 年 8 月 23 日

证券分析师
欧阳诗睿

(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

百年品牌底蕴深厚，渠道下沉发展焕新

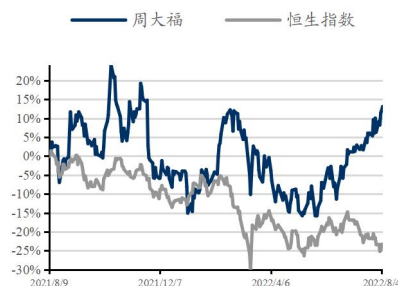
买入（首次）

盈利预测与估值	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业总收入（百万元）	98937.70	107768.36	131689.09	152380.19
同比	41%	9%	22%	16%
归属母公司净利润（百万元）	6712.30	7247.66	8707.57	11064.68
同比	11%	8%	20%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.67	0.72	0.87	1.11
P/E（现价最新股本摊薄）	24.16	22.38	18.63	14.66

投资要点

- **百年黄金珠宝品牌，历史悠久，文化底蕴深厚：**周大福成立于 1929 年，在品牌力、产品力、渠道网络、工艺设计等多领域领先行业，成长为中国内地及港澳黄金珠宝行业的龙头，2022 财年，公司实现主营业务收入 989 亿港元，同比+41%，实现归母净利润 67.1 亿港元，同比+11%。
- **品牌力：黄金产品多次引领行业发展潮流，品牌认知度高：**黄金产品正是周大福的优势品类，周大福在这个品类有较强的文化底蕴和产品特色，供应链优势突出，产品运营打法成熟，多次引领行业发展潮流，如率先推出古法金引领消费趋势等，品牌经历了时间的沉淀，消费者认可度高，在 2022 年胡润黄金珠宝品牌榜高居第一。
- **渠道力：渠道规模优势突出，运营能力强，低线城市持续渗透中，仍有较大开店空间。**黄金珠宝品牌的形成本身需要较长的时间，是一个运营比较重的行业，较为考验行业渠道壁垒，周大福早期主要聚焦一二线城市，自营比例较高，待打好基础，已经建立了较强的消费者认知之后，顺应低线城市的消费升级，2017 年推行“新城镇计划”加大加盟店开店力度，进一步渗透到低线城市，截至 2022 年 6 月末，周大福品牌在内地已经有门店 5797 家，其中加盟门店占比已提升至 70%以上。在高速扩张的同时，公司对加盟商的管控并没有放松，有较为严格的要求，也是得益于公司极强的品牌力和产品力，加盟商在较严管控下仍能够实现较快周转，回报率并不低，做时间的朋友，做长久的生意。
- **黄金产品近年来重回消费趋势，周大福或持续受益于黄金品类的消费增长：**纵观整个黄金珠宝行业，市场规模趋于稳定，黄金产品仍为主要的消费品类，早期黄金消费投资属性更强，易受到金价的波动，但近年来随着黄金工艺的改善，如古法金，3D 硬金，5G 黄金等品类等，很好地解决了传统素金在颜色，硬度，雕刻等方面的限制，消费属性愈发凸显，吸引了更多年轻人消费，我们预计这一波消费潮流的趋势仍将持续，公司也将充分发挥自身的优势，享受行业红利。
- **盈利预测与投资评级：**周大福是我国黄金珠宝的头部品牌，品牌认知度高，产品力强，有出色的渠道规模优势，下沉市场持续渗透中，我们预计未来 2-3 年仍将保持高速开店，单店收入保持基本稳定，我们预计 2023-25 财年归母净利润为 72 亿港元/87 亿港元/111 亿港元，同比增速为 8%/20%/27%，最新收盘价对应 2023-25 财年 PE 为 22 倍/19 倍/15 倍，首次覆盖，给与“买入”评级。
- **风险提示：**经济景气度下降，门店拓展和产品受欢迎程度不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	16.22
一年最低/最高价	12.30/18.40
市净率(倍)	4.82
港股流通市值(百万港元)	162,200.00

基础数据

每股净资产(港元)	3.36
资产负债率(%)	60.62
总股本(百万股)	10,000.00
流通股本(百万股)	10,000.00

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢吴劲草和谭志千的指导。

内容目录

1. 百年历史积淀，引领国内珠宝行业发展	6
1.1. 发展历程：源远流深，百年成长与沉淀铸就珠宝行业龙头	6
1.2. 家族式企业，管理团队人员稳定且具有丰富的行业经验	7
1.3. 2022 财年以来公司收入与利润恢复高增，黄金销售占主导	8
2. 消费观念转变、工艺改善带动黄金珠宝行业景气度提升	9
2.1. 黄金消费属性凸显，珠宝行业迈上新台阶	9
2.2. 消费新生力量崛起，国潮下消费者观念转变及工艺改善带动需求增长	11
2.3. 行业竞争格局稳定，周大福市场份额位居行业首位	13
3. 品牌力：与时俱进不断变革，国内黄金市场引路人，“周大福”品牌认知度高	15
3.1. 引领古法金潮流，让黄金饰品重回 Z 世代消费者怀抱	15
3.2. 多品牌矩阵满足多元饰品市场需求，IP 联名破圈迎合更多年轻消费群体	18
4. 供应链：一体化供应链全布局，为高品质的产品保驾护航	20
5. 渠道：省代模式助力渠道拓展，下沉市场仍有开店空间	22
5.1. 线下：门店数国内第一，大力下沉把握增长潜力	22
5.2. 线上：科技赋能珠宝新零售模式，线上线下运营打通	26
6. 财务：加盟业务扩张，营运效益提升	27
7. 盈利预测和投资评级	30
7.1. 盈利预测	30
7.2. 投资评级	31
8. 风险提示	31

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	公司股权架构 (截至 2022 年 3 月)	7
图 3:	FY2009-FY2022 公司营业收入及增速	8
图 4:	FY2009-FY2022 公司归母净利润及增速	8
图 5:	公司按地区划分营收结构	9
图 6:	公司销售收入构成 (不包括珠宝贸易及来自加盟商的服务收入)	9
图 7:	2007-2021 年我国黄金珠宝市场规模及增速	10
图 8:	2015-2021 年限额以上黄金珠宝类零售额	10
图 9:	2021 年中国黄金珠宝市场份额占比情况	10
图 10:	2007-2021 年我国黄金消费量及增长	11
图 11:	2011-2021 年我国黄金消费结构 (消费量口径)	11
图 12:	2010-2018 年不同城市宽裕小康和大众富裕家庭比例	11
图 13:	2021 年年轻人对不同品类国产品牌购买偏好度	12
图 14:	2021 年黄金产品库存中各金饰比重 (价值口径)	12
图 15:	珠宝品牌竞争格局	13
图 16:	2020 年各珠宝品牌市场份额	14
图 17:	2016-2020 年周大福市场份额	14
图 18:	2021 年不同定价模式的金饰产品份额	15
图 19:	周大福传承系列古法黄金占公司内地黄金产品零售额比例逐年提升	17
图 20:	周大福花丝镶嵌工艺步骤	17
图 21:	FY2010-FY2022 公司同店销售额同比增速	18
图 22:	FY2016-FY2022 周大福中国内地珠宝镶嵌、黄金首饰同店平均售价	18
图 23:	周大福珠宝集团旗下旗舰品牌及延伸品牌	19
图 24:	FY2019-FY2021 周大福荟馆数量	19
图 25:	周大福产业链一体化	21
图 26:	周大福智慧制造提升供应链运作效率	22
图 27:	FY2011-FY2022 内地零售批发业务营收占比	22
图 28:	FY2011-FY2022 港澳等地零售批发营收占比	22
图 29:	FY2009-FY2022 周大福集团零售点及净开店数量	23
图 30:	各珠宝品牌截至 2021 年末中国内地线下零售门店数量	23
图 31:	FY2009-FY2022 周大福中国内地零售点及营业收入占比	24
图 32:	FY2012-FY2022 分城市层级零售点占比	24
图 33:	FY2013-FY2022 分城市层级零售额占比	24
图 34:	FY2011-FY2022 直营、加盟店数量占比	25
图 35:	FY2013-FY2022 直营、加盟店零售额占比	25
图 36:	中国香港地区周大福体验店	25
图 37:	FY2017-FY2022 智慧零售业务零售额占比	26
图 38:	周大福电子商务及零售科技应用业务平均售价	26
图 39:	周大福智慧零售工具应用	27
图 40:	FY2013-FY2022 周大福会员数量	27
图 41:	FY2013-FY2022 会员再消费占零售值比例	27
图 42:	FY2012-FY2022 可比公司毛利率对比	28

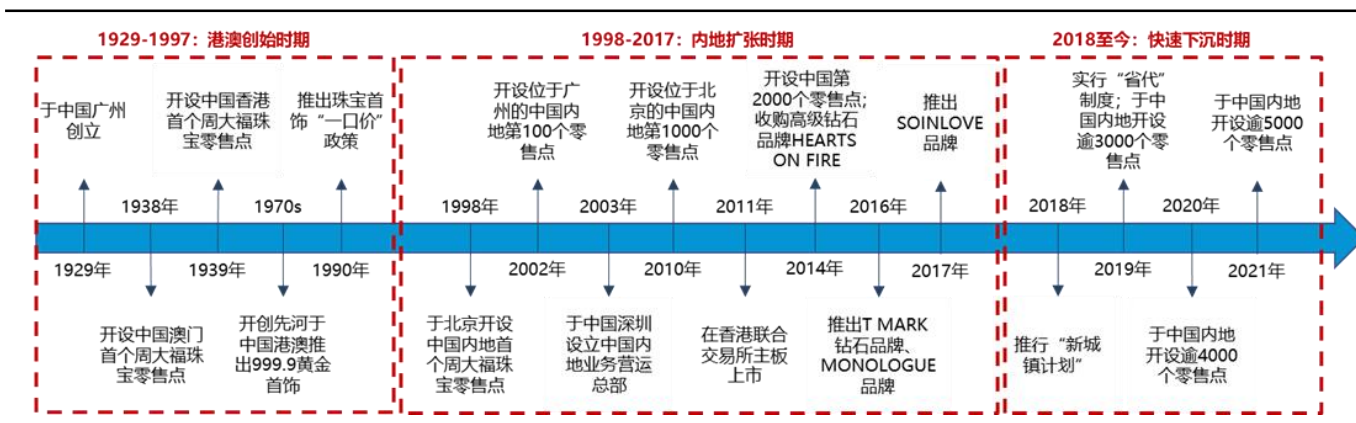
图 43: FY2012-FY2022 可比公司净利率对比	28
图 44: FY2012-FY2022 公司销售及行政开支及占营业额比率	28
图 45: FY2013-FY2022 公司存货周转天数 (天)	29
图 46: 公司存货结构 (不包括包装物料)	29
图 47: 周大福黄金对冲机制	29
图 48: FY2012-FY2022 可比公司 ROE (摊薄) 对比	30
表 1: 公司核心管理层简介 (截止 2022 年 6 月)	7
表 2: 黄金品类呈现多样化, 工艺持续改善	12
表 3: 主要品牌核心指标对比	14
表 4: 不同黄金种类所对应的含金量	15
表 5: 周大福传承系列产品一览	16
表 6: 周大福集团品牌矩阵	19
表 7: 主品牌周大福部分 IP 联名系列 (不完全统计)	20
表 8: 公司与世界知名钻石开采商实现合作	21
表 9: 公司 2023-2025 财年盈利预测	30
表 10: 可比公司估值表	31

1. 百年历史积淀，引领国内珠宝行业发展

1.1. 发展历程：源远流深，百年成长与沉淀铸就珠宝行业龙头

立足黄金珠宝行业九十余载，成就珠宝行业龙头。公司专注于主流珠宝及名贵珠宝产品，包括黄金产品、珠宝镶嵌首饰、铂金/K金产品以及钟表。公司标志性品牌“周大福”创立于1929年，经历九十多年的成长与发展，公司在品牌力、产品力、渠道网络、工艺设计等多领域领先行业，成长为中国内地及港澳黄金珠宝行业的龙头。2022财年，公司实现主营业务收入989亿港元，同比+41%，实现归母净利润67.12亿港元，同比+11%，截至2022年6月底，周大福集团共有门店6214家，其中在大陆地区有周大福珠宝门店5797家。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

纵观公司发展历程，主要分为三个阶段：

港澳创始时期（1929-1997年）：辗转港澳立足，并开始引领行业。1929年，创始人周至元在中国内地广州市创办首家金行，取名为“周大福”。而后由于国内时局动荡，遂从广州迁往澳门、香港，并且在港澳地区不断发展，公司规模不断扩大。公司后续开创先河推出999.9黄金首饰，又在1990年推出“一口价”政策，引领行业发展，改变了业界经营模式和社会消费文化。

内地扩张时期（1998-2017年）：进军中国内地市场，快速发展。时移世易，加上内地市场改革开放，公司于1998年在北京开设中国内地首个周大福珠宝零售点，重返中国内地珠宝市场。2000年后，随着内地城镇化持续发展，公司开始由北京扩展至全国各地。从此公司在中国内地的业务，进入了高速发展期。至2014年1月，公司于武汉开设集团第2000个零售点。并且2014年以来，公司相继收购高端钻石品牌HEARTS ON FIRE、推出自有钻石品牌T MARK、潮搭珠宝品牌MONOLOGUE、轻奢蜜恋珠宝品牌SOINLOVE等，以此打造多品牌矩阵，凭借多元化品牌策略为不同消费群提供针对性的零售体验，进一步稳步发展。

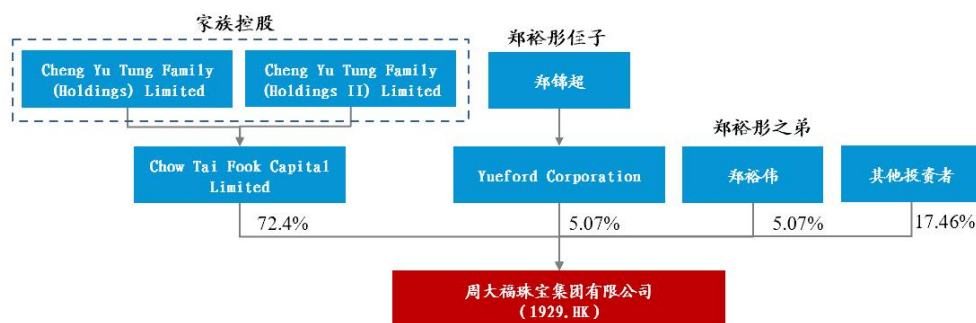
快速下沉时期（2018年至今）：加盟模式开拓下沉市场，深化渠道网路。2018年，

公司推行“新城镇计划”，扩大三四线市场，计划5年内在下沉市场开设1000家加盟店。2019年，公司实行“省代”制度，推动加盟店数量增长，在下沉市场渠道扩张进一步提速。近年来公司在下沉市场迅速扩张，截止至2022年6月底，集团共有门店6214家，其中在大陆地区有周大福珠宝门店5797家。

1.2. 家族式企业，管理团队人员稳定且具有丰富的行业经验

公司股权高度集中，由郑裕彤家族控股。截止2021年6月，周大福资本持有公司周大福珠宝集团72.4%的股权，而郑裕彤家族通过两个控股公司 Cheng Yu Tung Family Holding 和 Cheng Yu Tung Family Holding II 共持有周大福资本95.7%的股权。

图2：公司股权架构（截至2022年3月）



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券（香港）

公司核心管理层人员稳定，且具备丰富的行业经验。公司主要管理人员均加入公司多年，拥有丰富的公司管理经验，熟悉黄金珠宝行业和公司业务，管理团队整体较为稳定。其中董事总经理黄绍基先生拥有丰富的业务拓展以及营运和管理经验，另一位董事总经理陈世昌先生从事珠宝行业已有40年，并对中国内地市场拥有深厚知识和经验，助力公司内地业务发展。

表1：公司核心管理层简介（截止2022年6月）

姓名	职位	年龄	加入时间	简介
郑家纯	董事会主席， 执行董事	75	1971	2011年7月获委任为本公司主席及执行董事，主要负责本集团的策略方针及整体表现。郑裕彤之子
黄绍基	董事总经理 (企业及港澳 与海外事务)	66	1977	于2011年7月获委任为本公司董事总经理，并于2021年4月起调任为本公司董事总经理（企业及港澳与海外事务），专注于本集团整体企业管理和集团在港澳地区及海外的发展。
陈世昌	董事总经理 (中国内地)	59	1985	于2011年7月获委任为本公司执行董事，并于2021年4月起获任为本公司董事总经理（中国内地），负责本集团旗下中国内地业务的策略规划及整体管理。
郑志刚	执行董事	42	2007	2003年9月-2006年4月任职于某大国际银行，具有丰富企业融资经验。于2007年加入本集团，于2011年7月获委任为执行董事。主要负责本集团策略投资和智慧零售。郑家纯之子。
郑志恒	执行董事	44	2007	1999年-2000年于禹铭投资管理有限公司担任企业融资行政人员。于2007年加入本集团，2011年7月获委任为本公司执行董事，并于2022年6月出任副主席兼执行董事。主要负责管理本

集团钻石及宝石原料。郑家纯侄子。

郑志雯	执行董事	41	2019
郑锦标	执行董事	63	1979
郑炳熙	执行董事	47	2004
孙志强	执行董事	57	1985
廖振为	执行董事	48	1999

于2019年4月加入本集团担任本公司非执行董事，2021年4月起调任为本公司执行董事，并于2022年6月出任副主席兼执行董事。负责本集团高端珠宝业务。郑家纯之女。

2011年7月获委任为本公司非执行董事，并于2019年4月起调任为本公司执行董事，主要负责本集团的银行及业主关系管理。郑家纯堂弟。

于2004年加入本集团，2011年7月获委任为本公司执行董事，主要负责本集团财务及资讯职能。

2011年7月获委任为本公司执行董事，主要负责本集团香港、澳门及海外之业务。

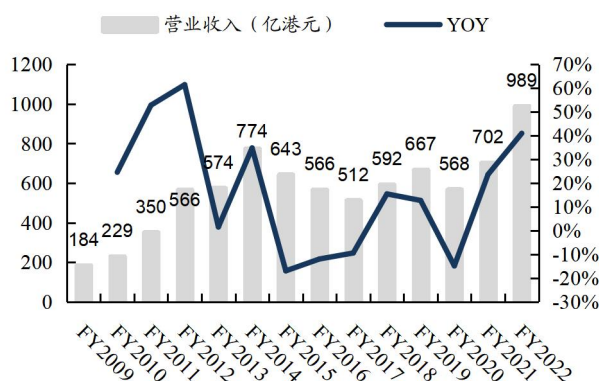
2016年1月获委任为本公司执行董事，主要负责本集团零售科技应用和生产管理。

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

1.3. 2022 财年以来公司收入与利润恢复高增，黄金销售占主导

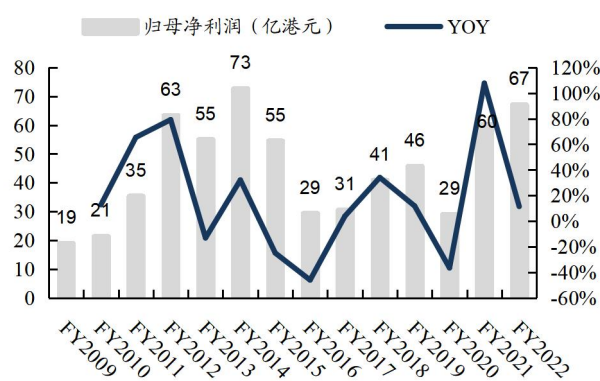
近年来公司经营战略效果显著，营业收入及归母净利润持续增长。公司早年业务中香港地区的销售占比达到40%多，受到宏观经济周期波动的影响较大，2017年以来对中国内地市场日益倚重，利用加盟模式加快渗透低线城市。虽然2020财年受到疫情影响，营业收入和归母净利润受挫。但后续得益于消费持续恢复和公司近年来在渠道扩张、产品革新方面的努力，公司在2022财年营收及归母净利润分别实现989.4/67.1亿港元，分别同比增长41%/11%。

图 3：FY2009-FY2022 公司营业收入及增速



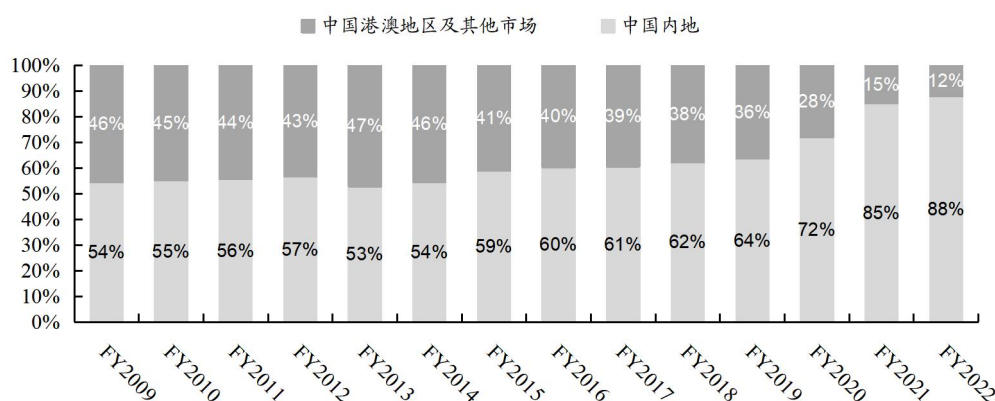
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 4：FY2009-FY2022 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

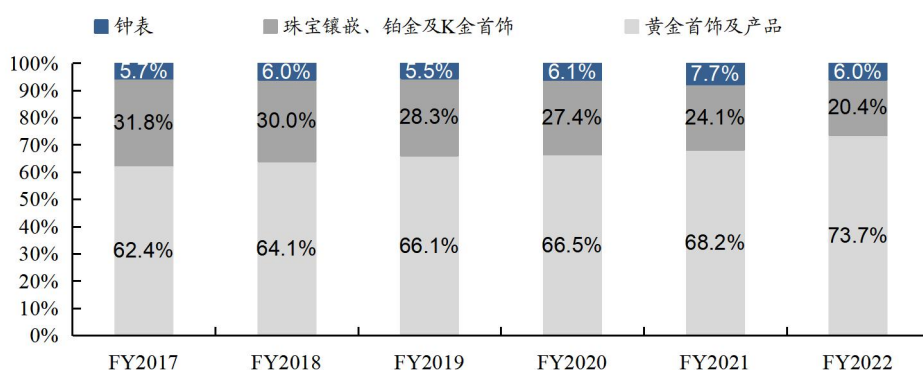
图 5：公司按地区划分营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

国内领先的综合性珠宝零售商，公司主要经营品类包含黄金产品、珠宝镶嵌首饰、铂金/K金产品以及钟表，其中黄金产品占比最高。公司主要的收入来源于黄金产品的销售，公司的黄金产品有较高的品牌认知度和产品设计水平，并且持续工艺创新引领行业发展潮流，随着近年来黄金消费重回主流，受到越来越多消费者的认可，公司黄金销售占比也在不断提升。2022 财政年度，黄金珠宝终端销售收入占比达到 73.7%。

图 6：公司销售收入构成（不包括珠宝贸易及来自加盟商的服务收入）



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

2. 消费观念转变、工艺改善带动黄金珠宝行业景气度提升

2.1. 黄金消费属性凸显，珠宝行业迈上新台阶

中国珠宝行业疫情以来恢复稳定，2021 年国内珠宝行业规模为 7642 亿元，同比增长 18%。珠宝行业的景气度与宏观经济，消费水平息息相关。随着国内经济的飞速增长，珠宝行业 2003 年起迎来“黄金十年”的高速增长期。2013 年，随着国际金价下跌，中国消费者掀起“抢金”热潮，由于黄金消费需求的透支，外加经济增速放缓，2014-2016

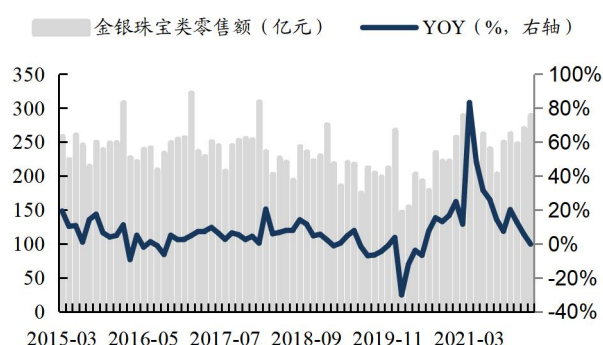
年珠宝行业市场规模增速较慢、波动较大。2020 年受疫情影响，我国珠宝首饰市场增速放缓。2021 年，国内珠宝行业反弹强劲，珠宝市场规模为 7642 亿元，同比增长 18%。

图 7：2007-2021 年我国黄金珠宝市场规模及增速



数据来源：欧睿，东吴证券（香港）

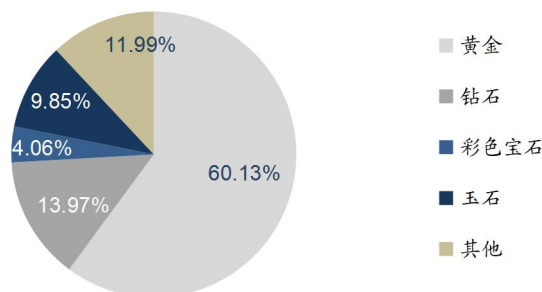
图 8：2015-2021 年限额以上黄金珠宝类零售额



数据来源：国家统计局，东吴证券（香港）

黄金是我国珠宝市场的主要消费品。我国黄金珠宝行业目前主要可以分为黄金、钻石两大类饰品以及铂金、K 金和翡翠等其他饰品。2021 年黄金在国内珠宝首饰市场占比达 60.13%，是我国珠宝市场的主要消费品。在婚庆风俗及传统的投资保值观念影响下，黄金消费依旧占据重要的地位。

图 9：2021 年中国黄金珠宝市场份额占比情况



数据来源：中商情报网，东吴证券（香港）

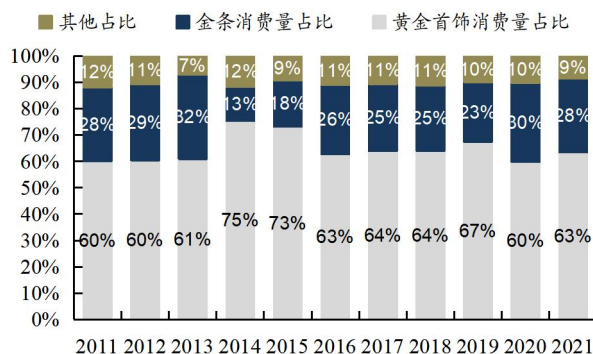
近年来黄金消费属性凸显，黄金珠宝行业迈上新台阶。从黄金市场来看，过去曾经出现过 2 次“黄金热潮”：（1）2013 年前后：黄金的投资属性为主要驱动因素，国内消费者因国际金价下跌而“囤积”黄金。（2）2021 年前后：疫情后终端消费持续恢复，黄金工艺改善拉动年轻消费群体需求，黄金的消费属性凸显，黄金珠宝行业迈上新台阶。

图 10: 2007-2021 年我国黄金消费需求及增长



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券(香港)

图 11: 2011-2021 年我国黄金消费结构 (消费量口径)



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券(香港)

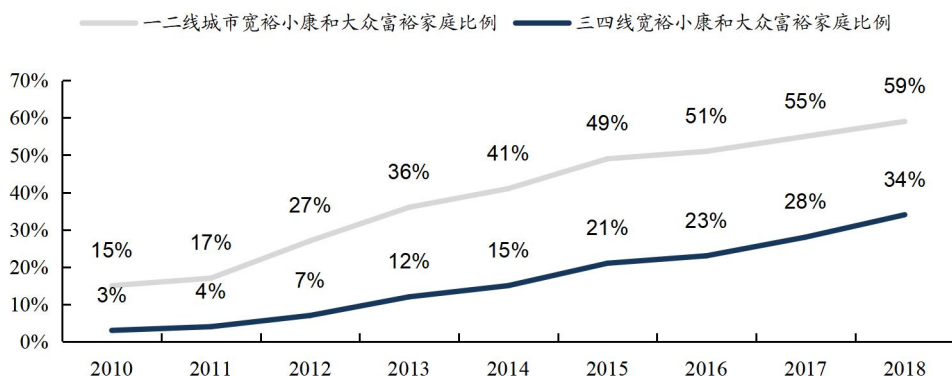
2.2. 消费新生力量崛起, 国潮下消费者观念转变及工艺改善带动需求增长

近年来我国黄金珠宝行业消费属性增加, 驱动行业消费的因素主要在于以下几点:

(1) 中低线城市释放红利, 消费新生力量崛起

麦肯锡《2020 年消费者调查报告》显示, 以二线及以下城市年轻女性为代表的消费新生代成为了增长新引擎。他们生活压力较小, 不担心生活成本或未来储蓄问题, 具有较强的购买意愿。同时, 他们拥有更多空闲时间外出就餐、追逐最新潮流趋势、购买高档产品, 提高生活品质和社会地位。因此, 对于珠宝企业而言, 渠道下沉更加能够享受中低线城市带来的红利。

图 12: 2010-2018 年不同城市宽裕小康和大众富裕家庭比例



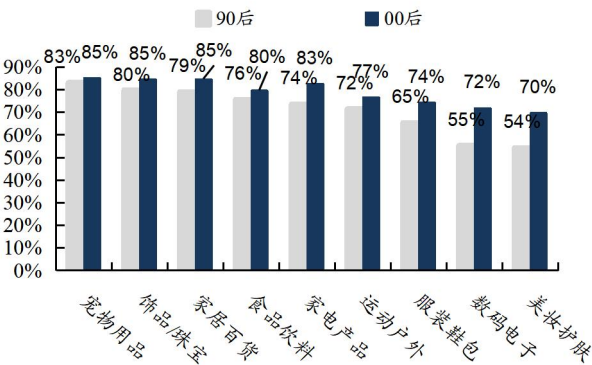
数据来源: 麦肯锡, 东吴证券(香港)

注: 宽裕小康和大众富裕家庭指年可支配收入达到 14-30 万元人民币的家庭

(2) 国潮兴起, 消费者更愿意为带有中华文化元素的品牌及产品买单

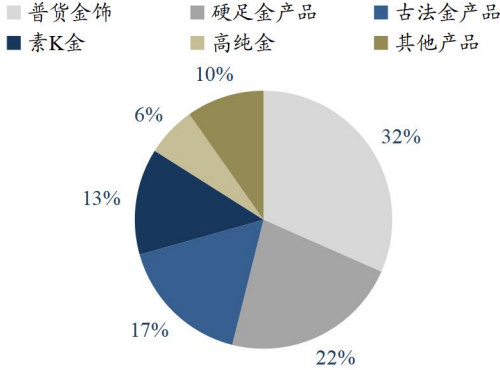
《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》显示，金店消费者有 75.59%的年龄在 25 到 35 岁。随着国潮的兴起，对传统文化的认同在不断提升，消费观念在改变，工艺进步后的黄金产品兼具传统文化的底蕴和现代饰品的时尚，也迎来了一波发展潮流。

图 13：2021 年年轻人对不同品类国产品牌购买偏好度



数据来源：极光调研，东吴证券（香港）

图 14：2021 年黄金产品库存中各金饰比重（价值口径）



数据来源：中国黄金报社，东吴证券（香港）

（3）工艺改善技术更迭，金饰设计独具匠心

消费者目前更关注饰品本身的工艺、特性、文化，更加多元化的需求带动珠宝品牌持续更新黄金工艺、加大技术研发创新。硬金、古法金等多种黄金品类问世。传统足金较软，无法进行复杂的设计。“3D 硬足金”打破传统工艺制造，主要以电铸模式生产而成，硬度是普通足金的 4 倍。“5G 黄金”经溶金、加工、高温熔炼催化后，黄金分子结构更加紧密，因此硬度更高、韧性更强。“古法金”借助浇铸、锻打、雕刻、打磨等加工手法后进行手工精雕细琢，磨砂工艺是其代表特征。由于工艺非常厚实，古法金要比普通金克重更大，所以价格比 3D 硬金和普通黄金高。因此，从普通足金，到 3D 硬金、5G 黄金、古法金是黄金工艺的不断进化。

表 2：黄金品类呈现多样化，工艺持续改善

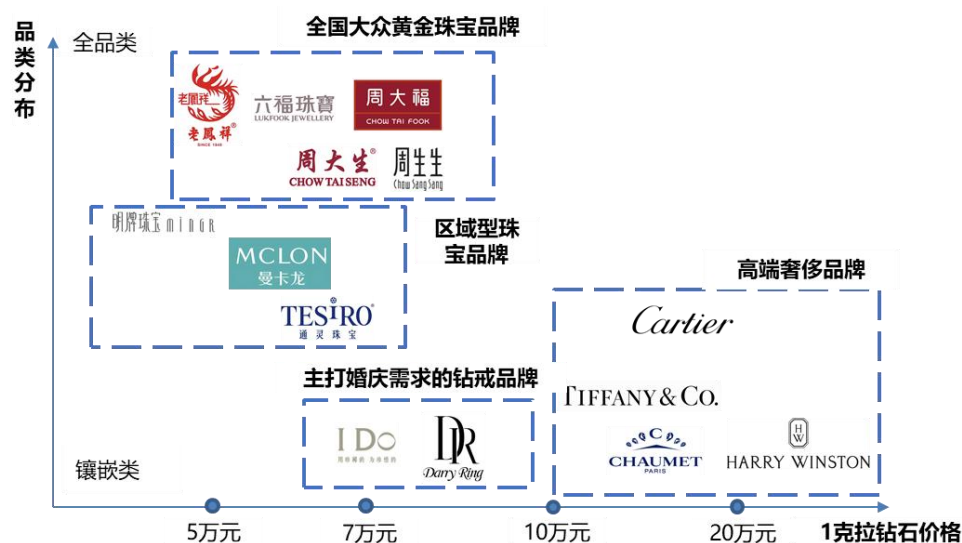
	传统足金	3D 硬金	5G 黄金	古法黄金
示意图				
工艺	基础工艺	电铸法硬化工艺	溶金时加入硬金粉，再经高温熔炼催化	纯手工黄金锻造工艺
品质	硬度较低，易磨损，不易保持花纹	高硬度（为普通足金 4 倍），耐磨，易断	高硬度，高强度，高韧性，高延展性	黄金用料密实，不易出现划痕
造型	造型传统、单一	造型丰富，艺术性强	造型多样化及个性化	哑光质感，多与传统元素结合
价格	以克计价	以件计价，较强溢价能力	以件计价，较强溢价能力	以克计价，工艺设计费用高
适宜人群	以保值为目的	以造型时尚，多变，饰品化为目的	贴合年轻市场需求	以外观优雅及厚重感强为目的

数据来源：中宝协，东吴证券（香港）

2.3. 行业竞争格局稳定，周大福市场份额位居行业首位

我国珠宝行业已形成稳定的品牌竞争格局。我国珠宝市场可以大致被分为 4 类：（1）**全国性品牌**：如周大福、周大生、老凤祥等，以黄金产品为主，消费层级覆盖齐全。其线下渠道布局广且渗透深，广泛布局于各大城市，门店数量增长较快，近年来存在渠道下沉趋势。（2）**区域性品牌**：如通灵、曼卡龙等，立足小范围地区，部分实现了跨省发展，其规模较小，但在特定区域内具备较高知名度及美誉度。（3）**镶嵌类品牌**：如 DR、I Do 等，主要产品为婚庆钻戒及结婚对戒。（4）**奢侈品牌**：如卡地亚、蒂芙尼等，具备高品牌溢价，市场营销能力卓越。

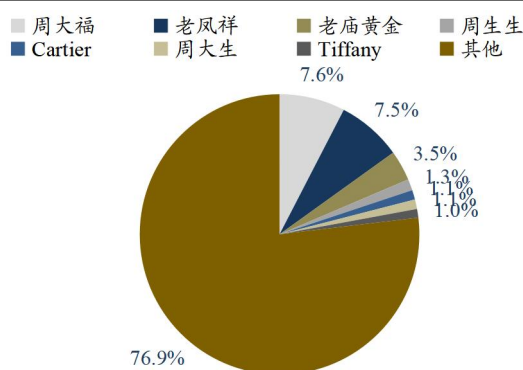
图 15：珠宝品牌竞争格局



数据来源：各公司官网，京东，东吴证券（香港）

珠宝行业集中度较低，周大福市场份额多年位居行业首位。过去 10 年间，国内珠宝行业高速发展，行业竞争格局趋于稳定。2020 年周大福、老凤祥、老庙黄金等全品类珠宝老牌占据行业前三市场份额，分别为 7.6%/7.5%/3.5%，紧随其后的是镶嵌类品牌以及奢侈品牌。珠宝行业集中度较低。随着市场逐渐成熟，消费者对产品设计、工艺技术、品牌内涵等理解日益加深，周大福以其强大的产品力及品牌影响力多年占据行业首位，且市场份额持续提升。

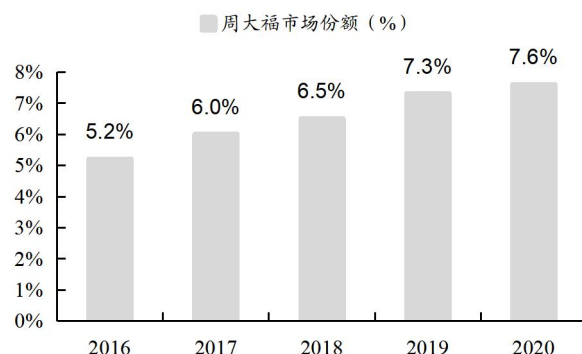
图 16: 2020 年各珠宝品牌市场份额



数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)

注: 周大生的口径为收入而非实际零售额, 故表现份额偏小

图 17: 2016-2020 年周大福市场份额



数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)

周大福门店数及单店流水处于行业较高水平。对比行业内各品牌, 周大福作为珠宝行业龙头公司, 单店流水居于行业前列, 品牌运营管理, 产品开发能力突出。黄金珠宝品牌的形成本身需要较长的时间, 是一个运营比较重的行业, 较为考验行业渠道壁垒, 资金周转效率等, 是有一定行业壁垒的。有增长的稳定性和持续性。下文我们将重点分析周大福为何能够突出重围, 在竞争激烈的行业中多年蝉联市占率首位, 打造其独特的产品力及品牌力。

表 3: 主要品牌核心指标对比

	2021 年收入 (亿元)	2021 年归母 净利润 (亿元)	内地门 店数 (家)	加盟店 占比	单店流水	主要 品类	品牌特色
周大福	821.22	55.71	5459	约 70%	~2000 万	全品类	珠宝行业龙头, 黄金产品实力强劲, 引领古法金潮流
周大生	91.55	12.25	4502	95%	~1200 万	全品类	钻石镶嵌产品为核心,
老凤祥	586.91	18.76	4945	96%	~1700 万	全品类	老牌传统黄金饰品品牌
周生生	182.50	5.34	641	0%	~1800 万	全品类	注重产品设计, 定位高端人群
六福珠宝 (六福集团)	97.43	11.55	2646	97%	~1800 万	全品类	定位大众市场, 全品类均衡发展
潮宏基	46.36	3.51	1076	66%	~600 万	全品类	走自主原创道路发展的民族品牌, 融合东方文化和国际时尚
Tiffany	305.24	37.33	约 330	0%	~9000 万	镶嵌	高端奢侈品牌
迪阿股份	46.23	13.02	483	0%	~1000 万	镶嵌	专注求婚钻戒
恒信玺利	22.61	1.13	715	81%	~500 万	镶嵌	专注婚戒

数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

注: 1) Tiffany 数据为 FY2020 收入及净利润, 按 2020 年美元兑人民币平均汇率 (1 美元=6.8996 人民币) 折算, 周生生数据为 FY2021 收入及归母净利润, 周大福、六福集团数据为 FY2022 收入及归母净利润, 均按 2021 年港币兑人民币平均汇率 (1 港币=0.83004 人民币) 折算; 2) 所有公司的货币单位均已换算成了人民币; 3) 六福珠宝、周大福门店数量为截至 2022/3 数据, 其余为截至 2021 年末数据。

3. 品牌力：与时俱进不断变革，国内黄金市场引路人，“周大福”品牌认知度高

3.1. 引领古法金潮流，让黄金饰品重回 Z 世代消费者怀抱

首创“四条九金”，成为香港首饰行业的成色标准。从 1929 年到 1950 年代，周大福在战争动荡时局下辗转广州、澳门、香港等地，1956 年周大福的经营重心已经转移至香港。当时，香港黄金珠宝贸易市场十分混乱，鱼龙混杂，大量“九零金”甚至更低含金量的金饰冒充“九九金”流通于市场。1956 年郑裕彤先生首创“四条九金”，即含金量 99.99% 的足金，以高品质助力周大福在香港迅速站稳脚跟。1984 年，香港政府将“四条九金”规定为足金饰品成色含量的标准。

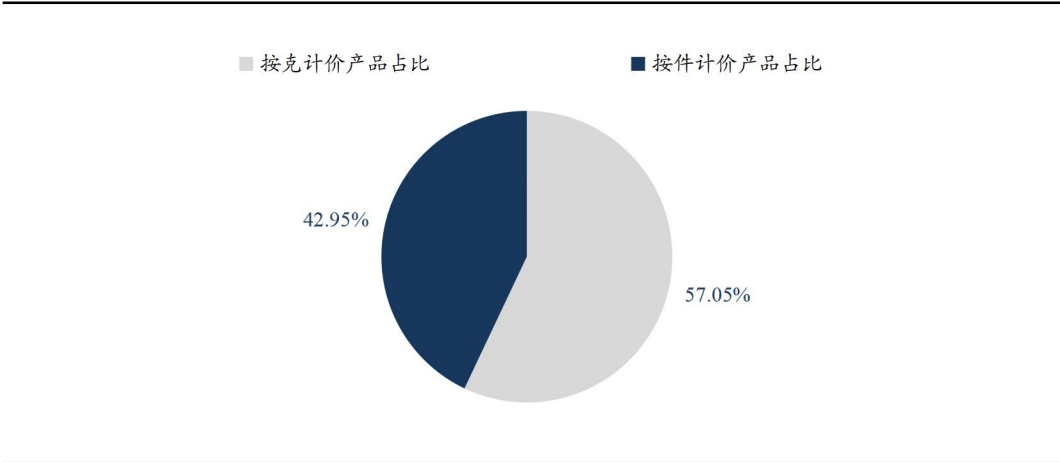
表 4：不同黄金种类所对应的含金量

黄金种类	对应含金量
90 金	含金量不小于 90%
99 金	又称足金，含金量不少于 99%
999 金	又称千足金，含金量不少于 99.9%
9999 金	四条九金，又称万足金，含金量不少于 99.99%

数据来源：珠宝商平台，东吴证券（香港）

拉动黄金珠宝行业克重黄金占比提升：传统内资品牌在低线城市多以一口价黄金居多，在下沉渗透过程中，周大福又凭借着克重黄金引领行业趋势，带动整个行业按克计算的黄金占比的提升。

图 18：2021 年不同定价模式的金饰产品份额



数据来源：中国黄金报社，东吴证券（香港）

国潮背景下，古法金掀起新凤潮。国潮崛起，消费者更加注重产品及品牌本身内涵，对文化情感表达和创新场景体验有更高的追求。在珠宝行业，黄金本就是中国传统观念下的婚嫁饰品主要材质，具备一定的文化情感。古法黄金则在中国传统制金工艺方面有

所创新，与普货黄金相比，其工艺价值和文化价值更为显赫。《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》数据显示，古法金、硬金类产品的金店主推占比分别达 87.79%和 87.32%。

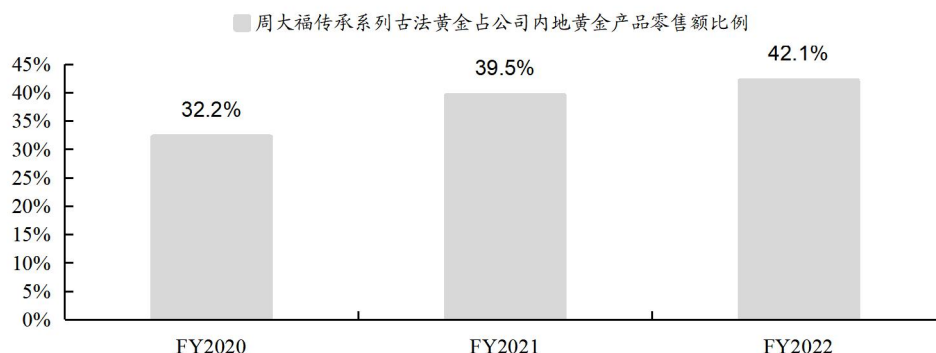
周大福引领古法金潮流，设计、工艺与文化情感并存。2017 年，周大福率先推出“经典·传承”系列，结合黄金传统工艺与中华优秀传统文化元素，提升品牌溢价。此后，周大福也推出“国玉、敦煌、故宫、韩美林艺术”等传承系列，引领古法金潮流发展。从工艺来看，“传承”系列产品表面呈现哑光质感，表面采用厚壁中空或实心设计配以篆刻及浮雕工艺，后以中国传统的古法浇铸倒膜工艺制成。传承系列古法黄金占公司内地黄金产品零售额比例从 2019 财年上半年的 11.6%提升至 2022 财年的 42.1%。

表 5：周大福传承系列产品一览

系列	推出时间	工艺及设计	产品形态
经典·传承	2017 年	采用中国传统古法浇铸倒膜工艺，厚壁中空或实心设计，配以纯手工篆刻及浮雕工艺进行表面处理，呈现无打磨、无抛光、无毛刺、无焊点的高端锻造方式	
国玉·传承	2018 年	不同色彩风格的美玉，结合哑光色泽、纹理均匀的金面花头，并精心篆刻宫廷祥瑞纹饰	
敦煌·传承	2019 年	从敦煌文化中提取佛教，窟，故事画，藻井等代表性元素进行设计，用黄金铸造、花丝与珐琅工艺呈现艺术风采	
故宫·传承	2019 年	将故宫元素融合进设计中，将熠熠生辉的馆藏资源与黄金珠宝结合	
韩美林艺术·传承	2019 年	与国宝级艺术大师韩美林联手，独具美林风的艺术特色叠加现代审美创造，结合传统黄金工艺打造造型独特的产品	

数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

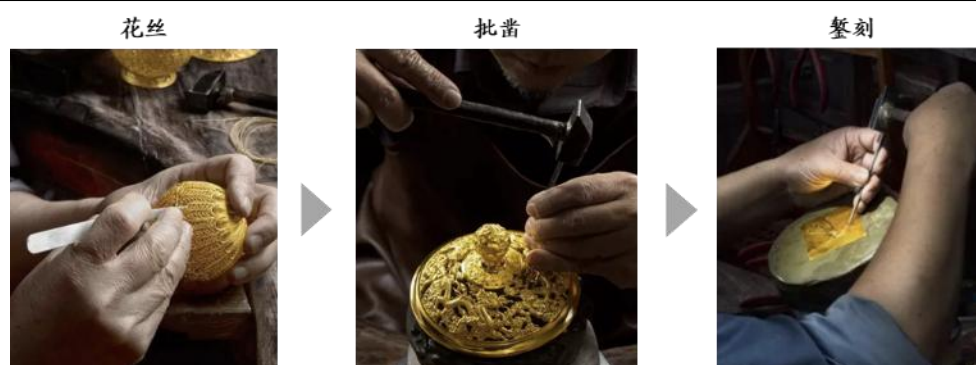
图 19: 周大福传承系列古法黄金占公司内地黄金产品零售额比例逐年提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

公司传承非物质文化遗产之一的花丝镶嵌工艺, 极具匠心。花丝工艺是一门传承久远的传统手工技艺, 主要用于皇家饰品制作。周大福资深工匠以金、银等为原料, 采用掐、填、攒、焊、堆、垒、织、编等技法, 将金属条经过十几次拉制后, 制成不同形态, 并采用批凿、篆刻等不同工艺, 雕琢成艺术珍品。

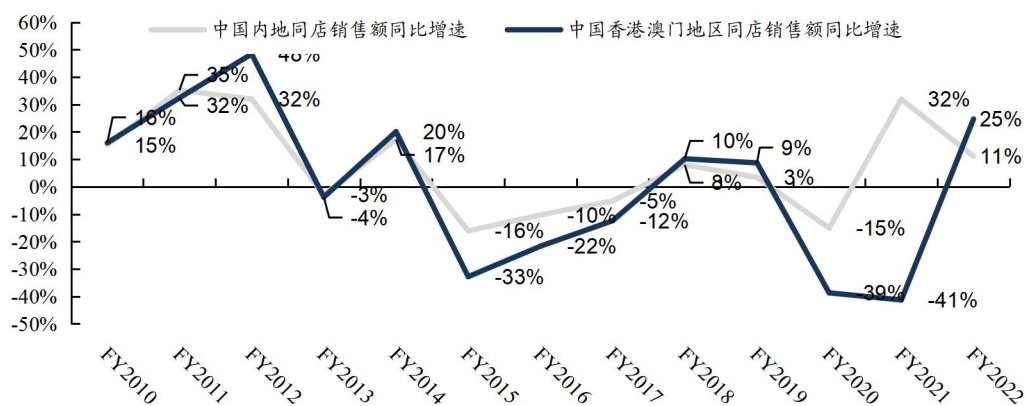
图 20: 周大福花丝镶嵌工艺步骤



数据来源: 公司官方公众号, 东吴证券(香港)

多年品牌力积淀叠加疫情期间低基数因素, FY2022 中国内地、中国港澳地区同店销售额同比增长 11%/25%。2019 年, 受到国际金价的上涨, 以及中美贸易战和经济增速放缓的影响, 珠宝行业增速放缓。但周大福仍然实现了同店销售增速在行业波动下实现正增长。2022 财年, 经过多年品牌力以及产品力沉淀累积, 公司同店销售额增速疫后有明显恢复, FY2022 中国内地、中国港澳地区同店销售额增速分别达到 11%/25%。

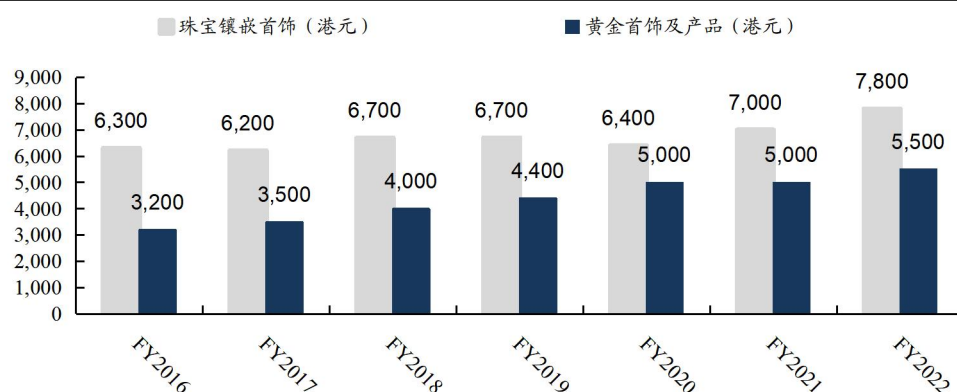
图 21: FY2010-FY2022 公司同店销售额同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

随着公司类似于古法金等一类的高端高质的产品的占比不断提升，周大福中国内地珠宝镶嵌、黄金首饰同店平均售价也在持续提升，体现出周大福领先的品牌力和产品力。

图 22: FY2016-FY2022 周大福中国内地珠宝镶嵌、黄金首饰同店平均售价



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

3.2. 多品牌矩阵满足多元饰品市场需求，IP 联名破圈迎合更多年轻消费群体

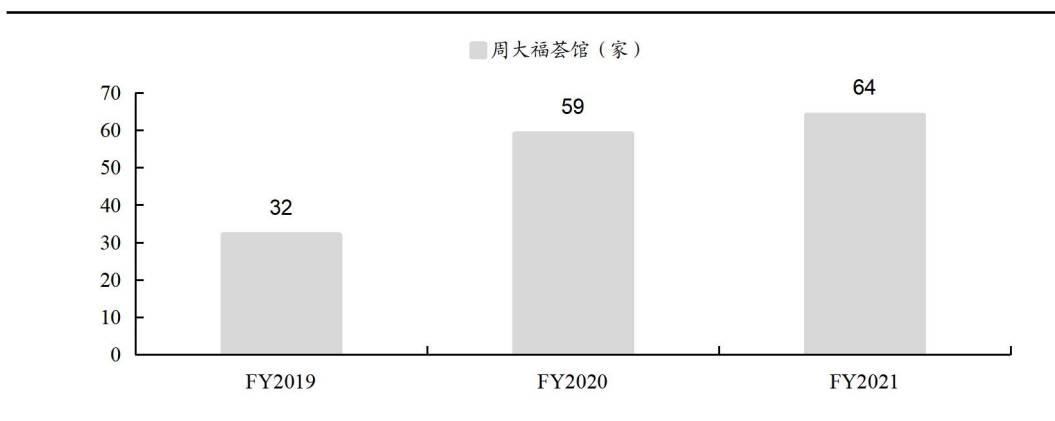
周大福荟馆突出品牌传承特色，给与更多消费体验，提升品牌认知。在周大福珠宝体系内，公司除了传统周大福品牌外，2017 年和 2018 年分别推出了子系列周大福荟馆和周大福艺堂，其中周大福荟馆门店扩张迅速，能够较好地维护周大福品牌高端的形象，同时更加突出周大福传承，底蕴深厚的品牌特色，给与消费者更多高端特色化的体验，提升消费者的品牌认知。

图 23: 周大福珠宝集团旗下旗舰品牌及延伸品牌



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

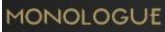
图 24: FY2019-FY2021 周大福荟馆数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

多元化品牌战略应对黄金珠宝行业变迁。针对更加多元的饰品市场需求,周大福开始尝试开发子品牌及延伸品牌、收购其他珠宝品牌,凭借多元化策略在不同客群市场稳步发展。具体而言,周大福集团的品牌策略核心为周大福旗舰品牌,其余品牌包括高级钻石品牌 HEARTS ON FIRE,可追溯历程钻石品牌 T Mark、彩宝品牌 ENZO、轻奢女性珠宝品牌 SOINLOVE、潮搭珠宝品牌 MONOLOGUE 等,每个品牌都承载着不同顾客群的生活态度和个性。

表 6: 周大福集团品牌矩阵

品牌	Logo	来源	收购/成立时间	定位	零售点
周大福		-	1929 年	旗舰珠宝品牌	5325
HEARTS ON FIRE		收购	2014 年 8 月	美国高端珠宝品牌	10
T Mark		创立	2016 年 8 月	可追溯历程钻石品牌	-
MONOLOGUE		创立	2016 年 9 月	以音乐为 DNA 的潮搭珠宝品牌	73
SOINLOVE		创立	2017 年 4 月	为千禧女性打造的轻奢珠宝品牌	45

数据来源：公司官网，各品牌官网，东吴证券（香港）

注：（1）零售点截至 2021 年 12 月 31 日（2）周大福零售点数量包括周大福珠宝、周大福艺堂、周大福荟馆

公司借助 IP 联名不断破圈，引领时尚潮流，迎合年轻消费群体。一方面，公司紧跟时尚潮流，与深受年轻人喜爱的动漫卡通 IP 以及青春主题电视剧进行合作，推出价格区间相对较低、造型样式较为可爱的联名系列产品，从而更好地吸引年轻消费群体的关注，加速向年轻群体的渗透。另一方面，公司与故宫合作的故宫系列产品，以故宫馆藏文物为设计灵感，但造型卡通化，将文化珍宝与现代时尚巧妙融合，向年轻消费群体传递中华文化。而传承系列与故宫合作产品，以中华传统符号、图案、文化为元素，造型复古、典雅，以故宫 IP 增强产品文化属性，价格相对较高，以文化内涵给产品带来更高的附加值。

表 7：主品牌周大福部分 IP 联名系列（不完全统计）

IP 联名系列	产品图示	价格区间（元）
奥特曼联名系列		560-1280
海绵宝宝联名系列		1980-2380
迪士尼系列		360-4800
故宫系列		460-3260
故宫·传承系列		14000-53800

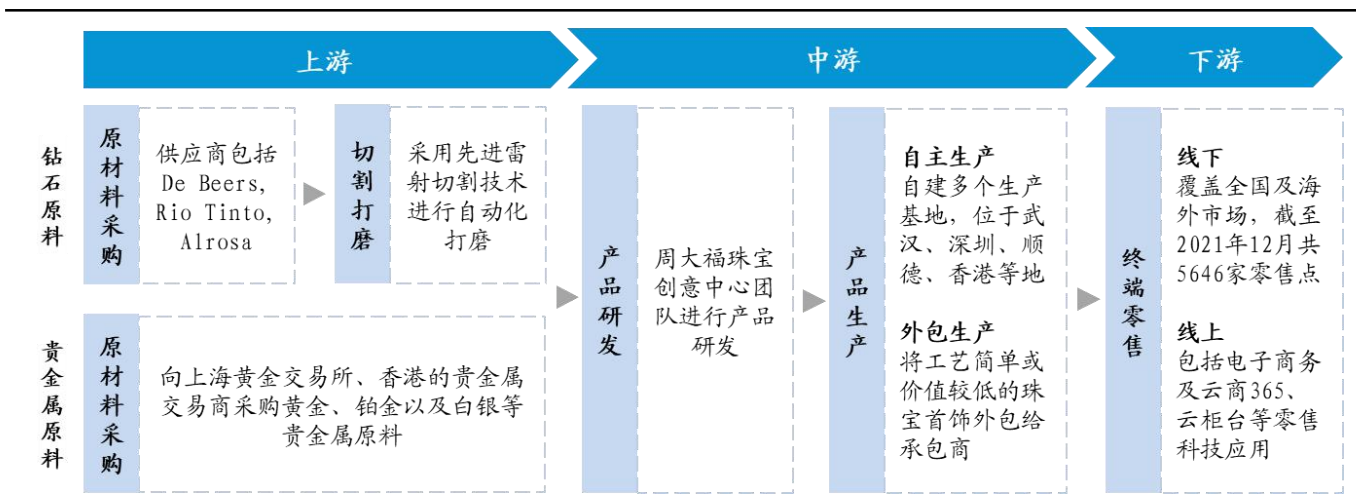
数据来源：天猫商城，东吴证券（香港）

注：故宫·传承系列部分产品为定价类定制商品，价格取自参考价

4. 供应链：一体化供应链全布局，为高品质的产品保驾护航

强大的产品力由良好品质、创新设计、精湛工艺所决定，而垂直整合的供应链则能够支持产品质量以及工艺设计不断改善。周大福的产业链集研发、设计、生产、销售于一体，自产比例在行业中处于较高的水平，约 50%。公司研发端不断精进产品设计，生产端实时把控产品质量。分阶段来看整体产业链：

图 25：周大福产业链一体化



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券（香港）

①上游端，周大福具备强大而稳定的原材料供货来源和加工能力。

从供应商来看，公司早年分别与 De Beers、Alrosa 及 Rio Tinto 等世界知名供货商签订协议，保障了毛坯钻石及天然钻石的长期货源。此外，公司拥有数百台自动打磨机，并采用先进雷射切割技术进行毛坯钻打磨，提升效率及准确度。

表 8：公司与世界知名钻石开采商实现合作

合作时间	事件
1993 年	周大福成为 De Beers 特约配售商
2009 年	周大福成为力拓集团（Rio Tinto）特选钻石商
2012 年	周大福与俄罗斯钻石开发公司 Alrosa 签订毛坯供应协议
2013 年	周大福与加拿大钻石制造公司 Crossworks 签订大中华区独家销售专利八心八箭切割方型钻石协议

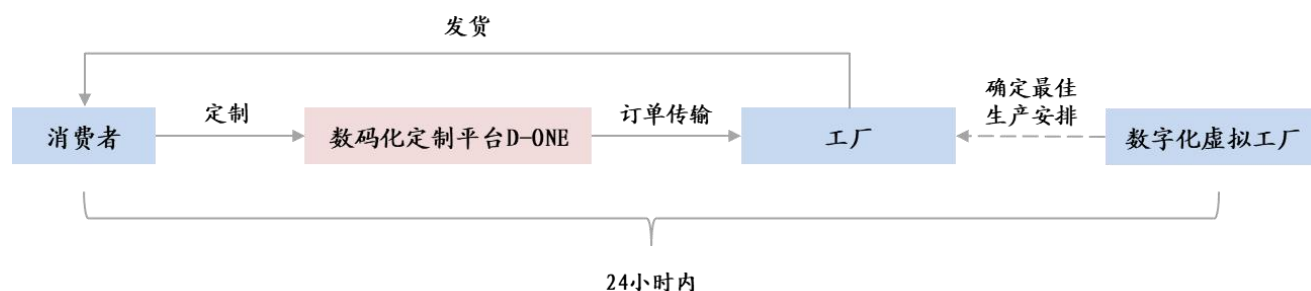
数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

②中游端，公司重视产品研发及制作工艺，为产品力提供保障

产品研发方面，周大福通过内外部创新培育，孵化员工创新意念。公司于顺德成立珠宝创意中心团队，主要负责设计、起板以及生产研制改良，截至 2017 财年珠宝创意中心已拥有 580 多名员工。2013 年，珠宝创意中心大师工作室成立，由数十名拥有超过 40 年经验的黄金及珠宝制作的工艺大师，带领 200 多位工匠，共同进行产品孵化。此外，公司 2017 年于武汉设立“C+创意园”，用于支持初创企业，并应用他们的创新技术产品；同年于香港设立共享设计培育空间 Loupe，作为与国际设计师的互动交流的平台。

生产制造方面，智慧制造提升供应链运作效率。公司通过数码化定制平台 D-ONE，将传统生产模式改变为顾客主导制造。具体而言，顾客通过 D-ONE 小程序极速定制珠宝产品后，通过高度自动化的生产线进行产品生产，并于 24 小时内发货。在生产过程中，公司通过生产仿真系统建立数字化虚拟工厂，从而确定最佳的生产安排及资源分配，提升生产效率。

图 26: 周大福智慧制造提升供应链运作效率

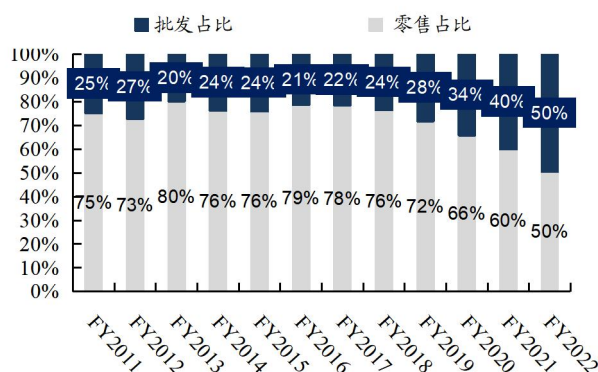


数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

5. 渠道: 省代模式助力渠道拓展, 下沉市场仍有开店空间

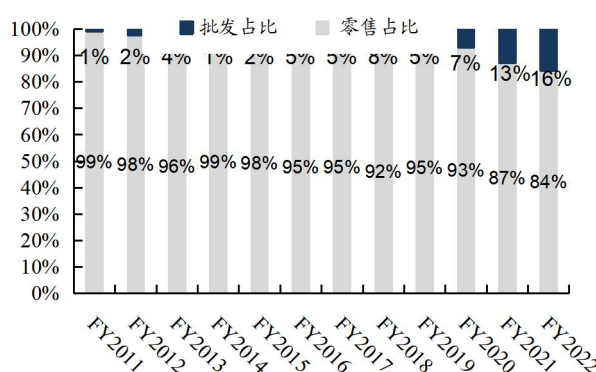
公司实现线上、线下全渠道布局, 线下以加盟为主。线上端, 公司融合科技与智慧零售, 进一步提升消费体验; 线下端, 一二线城市以直营为主、下沉市场以加盟为主。大部分中国内地的周大福加盟店均以寄售模式营运, 县级城镇的加盟店大多以批发卖断模式经营。近年来, 加盟店拓店增加带动批发营收提升, FY2022 公司零售、批发营业收入分别占比 50%/50%。

图 27: FY2011-FY2022 内地零售批发业务营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图 28: FY2011-FY2022 港澳等地零售批发营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

5.1. 线下: 门店数国内第一, 大力下沉把握增长潜力

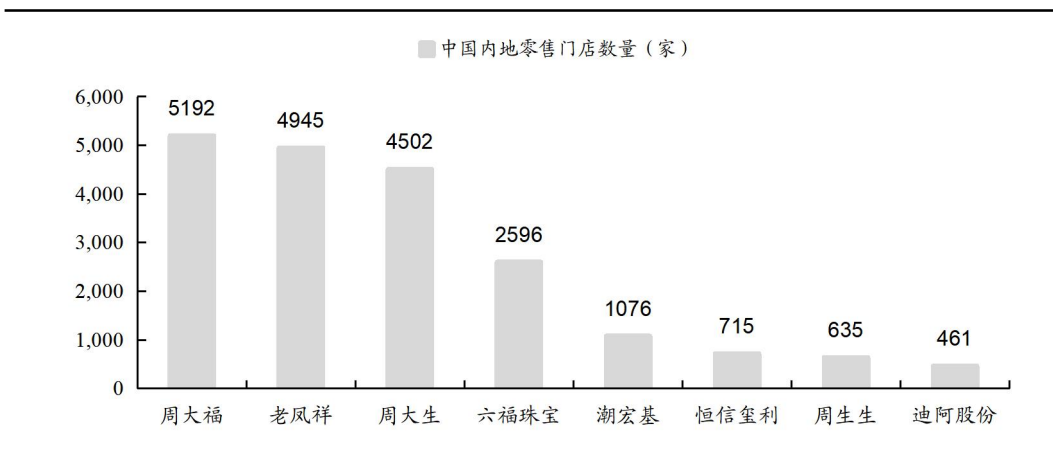
公司线下渠道总数行业第一, 优势明显。珠宝消费注重体验, 消费场景主要位于线下, 国内珠宝品牌主要采取线下渠道为主、线上平台为辅的渠道策略。国内品牌中周大福线下零售点数量较多, 截至 2022 年 6 月底, 周大福集团共有门店 6214 家, 其中在大陆地区有周大福珠宝门店 5797 家, 在黄金珠宝行业中排名第一。黄金珠宝本身更偏渠道品牌属性, 渠道优势是品牌商非常重要的核心竞争力。

图 29: FY2009-FY2022 周大福集团零售点及净开店数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图 30: 各珠宝品牌截至 2021 年末中国内地线下零售门店数量



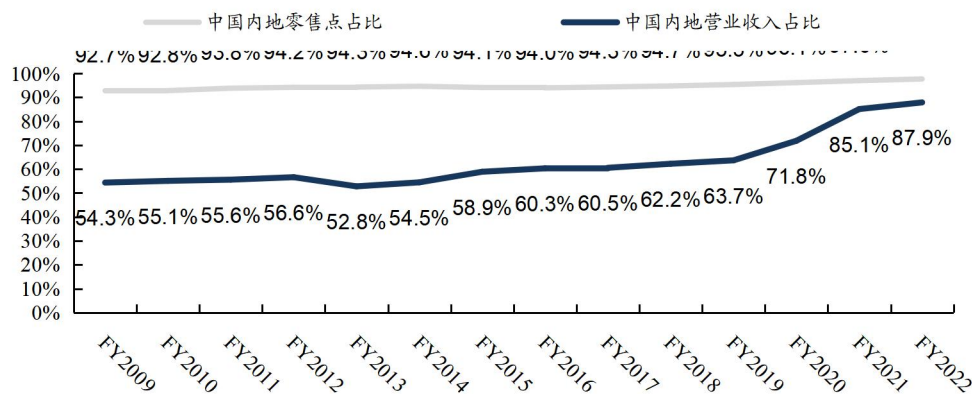
数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

自 2018 年起, 周大福实现门店快速扩张。经过几十年的品牌沉淀, 周大福在一二线城市消费者心中已经形成一定认知, 进行渠道下沉顺理成章。

(1) 省代模式下快速扩张, 加速下沉

周大福早期发源于中国港澳地区, 在中国香港地区有较高知名度。由于中国内地经济持续增长, 同时中国香港地区珠宝行业景气度受内地经济和政策波动影响较大, 周大福逐渐加强中国内地布局, 中国内地营业收入占比从为 FY2009 的 54% 提升到 FY2022 的 87.9%, 且 FY2022 中国内地零售点占比达 97.7%。

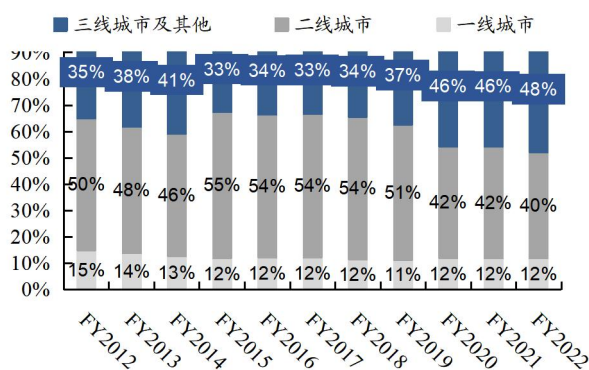
图 31: FY2009-FY2022 周大福中国内地零售点及营业收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

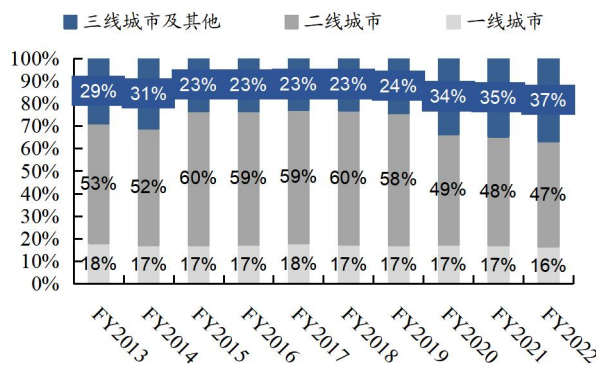
渠道下沉, 低线城市的消费升级: FY2020 三线及以下城市零售点、营业收入占比均同比大幅提升 10pct。周大福经过百年历史积淀, 其行业影响力、精湛的工艺、创新的产品共同提升周大福的品牌力。自 2016 年起, 周大福便开始发展多元化品牌, 同时也在一二线城市开设多家风格时尚年轻的体验店, 提升品牌认知。2018 年, 周大福推行“新城镇计划”, 扩大三四线市场。虽然周大福不是最早渗透入低线城市的珠宝品牌, 但其凭借着较强的品牌力和产品力, 顺应低线城市的消费升级, 下沉较为顺利。

图 32: FY2012-FY2022 分城市层级零售点占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

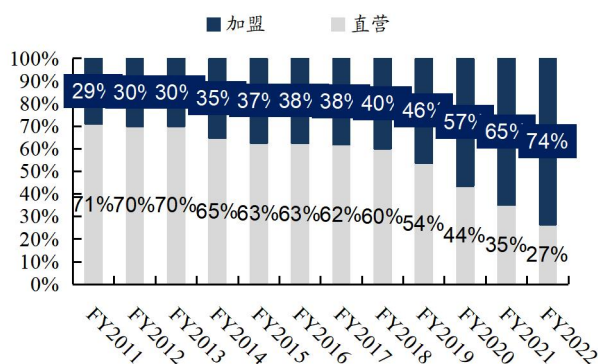
图 33: FY2013-FY2022 分城市层级零售额占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

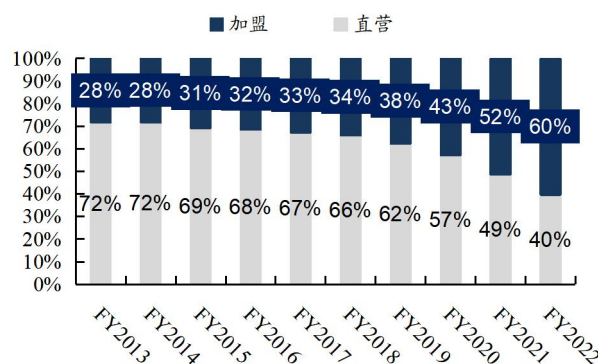
“省代”模式助推下沉市场加盟店快速铺开: 2019 年, 周大福实行“省代”制度, 授权省级代理商在指定区域开设加盟店, 同时对下沉市场加盟商开店给予资金和配货方面的支持与优惠, 推动加盟店数量增长。省代以自有资源及市场开拓运营能力帮助公司灵活布局下沉市场。此后, 周大福形成了“一二线市场直营为主、三四线市场加盟为主”的渠道策略。2019 年以来, 加盟店占整体比例快速上升, FY2022 加盟、直营门店比例超过 7: 3。

图 34: FY2011-FY2022 直营、加盟店数量占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

图 35: FY2013-FY2022 直营、加盟店零售额占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

公司对加盟商实行统一管理, 把控整体渠道网络。对加盟商的存货管控加强。在高速扩张的同时, 公司对加盟商的管控并没有放松, 对于进货批发, 员工培训, 商品组合陈设等都有较为严格的要求, 也是得益于公司极强的品牌力和产品力, 加盟商在较严管控下仍能够实现较快周转, 回报率并不低。

(2) 门店升级

公司升级直营门店, 提升客户体验感, 致力于打造良好品牌形象。在品牌众多、竞争激烈的珠宝行业中, 线下门店也是品牌露出宣传的重要途径。在一二线城市, 周大福致力于升级旗舰品牌门店, 优化消费者体验。2017 年, 周大福在中国香港地区开设 5 家主题体验店, 采用了年轻时尚的装修风格, 贴近新时代的品味。2021 年, 周大福在北京也开设了“传”、“礼”两家体验店, 周大福运用故宫皇家建筑元素, 叠加现代化的旋转台设计, 为消费者打造焕然一新的购物体验。截至 2021 年, 东莞、合肥、沈阳、昆明、重庆、武汉等城市均开设了“礼”体验店。

图 36: 中国香港地区周大福体验店



数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

5.2. 线上：科技赋能珠宝新零售模式，线上线下运营打通

公司通过公域流量及私域流量运营，拓展珠宝行业新零售业务。随着电商平台的开拓，以及智慧零售科技的运用，公司与消费者建立了紧密的联系。自 2017 财年起，智慧零售业务零售额占比稳步提升，2022 财年占总体比例为 9%。

把握公域流量端口，深化电商平台与直播平台合作。公司持续深化天猫、京东、唯品会等传统电商平台合作，并通过抖音等直播平台进行线上带货。2020 年，公司在电商平台端引入翡翠成品及定制产品直播，推出电商专属产品以满足用户多样化需求。2022 财年上半年，电商专属款式占电商平台零售值由上年同期的 42% 提升至 57%。2022 财年公司中国内地的电子商务业务零售额占整体 5.2%。

图 37: FY2017-FY2022 智慧零售业务零售额占比

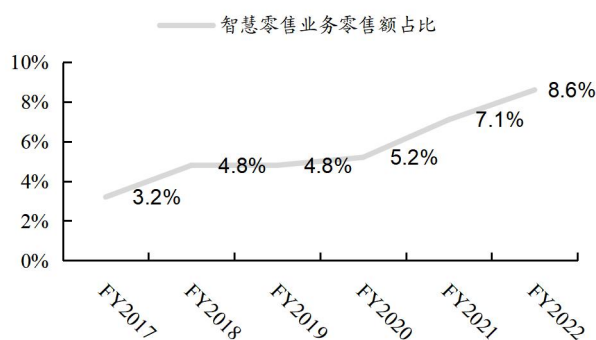
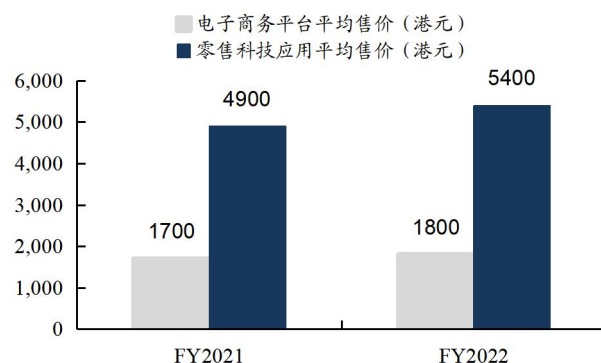


图 38: 周大福电子商务及零售科技应用业务平均售价



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

注：智慧零售业务包括电子商务业务及零售科技应用业务，FY2020 及以前该业务包括电子商务业务及 O2O 配送

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

推出智慧零售工具，部署私域流量成效显著。公司通过数字化科技，开发各种智能化系统，打通线上线下，从而能够随时与消费者维持紧密联系，将公域流量转化为私域流量，提升消费者粘性。公司打造了以下 3 种智能化系统：

(1) 云商 365：为企业小程序，2020 年初推出。消费者可通过“云商 365”进入官方旗舰店，公司员工通过顾客管理工具与顾客沟通及提供协助。2021 财年，通过“云商 365”销售产品的平均售价较电商平台高出约 80%，而其销售转化率为电商平台 10 倍。

(2) 云柜台：通过智能显示屏将实体店的线上订单连接至电商平台，云柜台还提供 3D 展示、游戏互动等展示。云柜台帮助品牌了解消费者的产品喜好，运用大数据进行精准的产品推荐。截至 2021 年 9 月，约 47% 的中国内地零售点已配置云柜台。

(3) 珠宝数码化定制平台 D-ONE：顾客通过平台定制产品，公司通过自动化产线

生产并于 24 小时内发货，实现顾客主导制造。2022 财年，D-ONE 的钻石零售额占中国内地钻石零售额 3.8%。

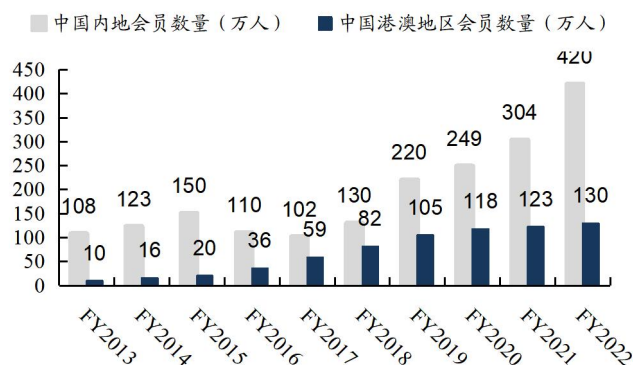
图 39：周大福智慧零售工具应用



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

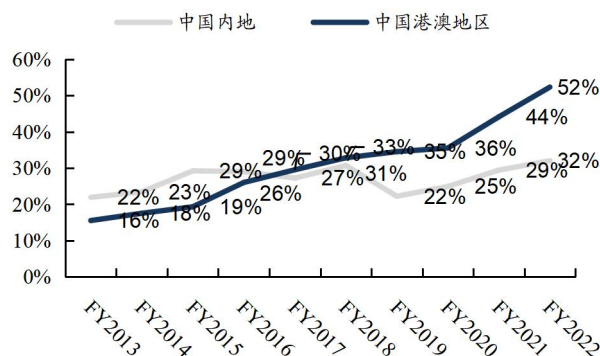
通过与消费者的紧密连接，周大福会员管理计划提升顾客忠诚度。周大福实行会员管理计划，提供礼遇、优惠及个性化服务等。在品牌效应以及良好的购物体验下，消费者粘性提升。2022 财年末，周大福会员总数为 550 万人左右，同时中国内地、中国港澳地区会员再消费占相关零售额比例分别为 32%/52%。

图 40：FY2013-FY2022 周大福会员数量



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 41：FY2013-FY2022 会员再消费占零售值比例

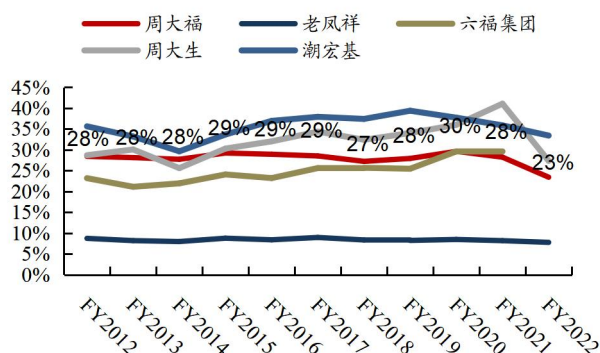


数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

6. 财务：加盟业务扩张，营运效益提升

公司批发业务及黄金零售占比增加，同时营运效益提升，经调整后毛利率及净利率总体保持稳定。公司业务发展成熟，经调整毛利率水平长期保持稳定，2012 财年以来公司经调整毛利率保持在 28% 左右，稳定在行业较高水平。近年来，由于公司加盟模式推广，批发业务占比不断提升，以及终端零售黄金消费占比的提升，2022 财年经调整毛利率同比有一定下滑至 23.4%。公司近年来提升营运效益并实现有效成本控制，净利率水平稳步增长，2022 财年净利率为 7.0%。

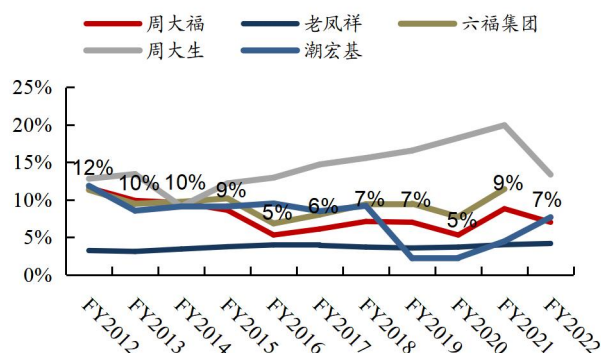
图 42: FY2012-FY2022 可比公司毛利率对比



数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券(香港)

注: (1) 老凤祥、周大生、潮宏基 FY2012 使用的是其 2011 年年报数据, 并以此类推; (2) 周大福毛利率数据使用的是经调整后的毛利率

图 43: FY2012-FY2022 可比公司净利率对比

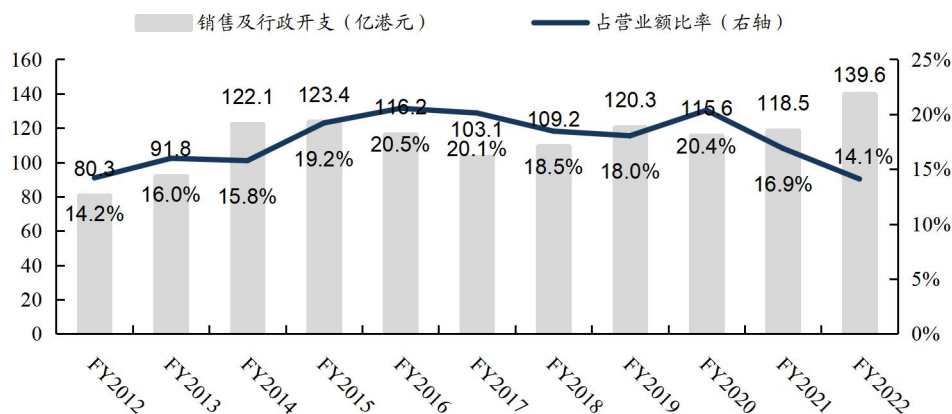


数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券(香港)

注: 老凤祥、周大生、潮宏基 FY2012 使用的是其 2011 年年报数据, 并以此类推

加盟模式推进带动公司销售及行政开支及占营业额比率持续下降。公司推行加盟模式进一步扩张市场, 加盟模式下公司租金开支、折旧及摊销费用持续下降, 公司 2022 财年的销售及行政开支占营业额比率降至 14%。

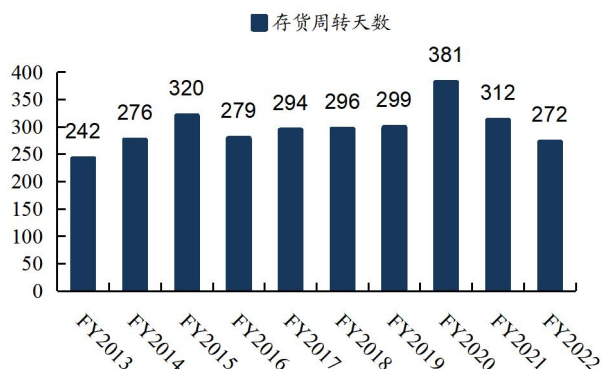
图 44: FY2012-FY2022 公司销售及行政开支及占营业额比率



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

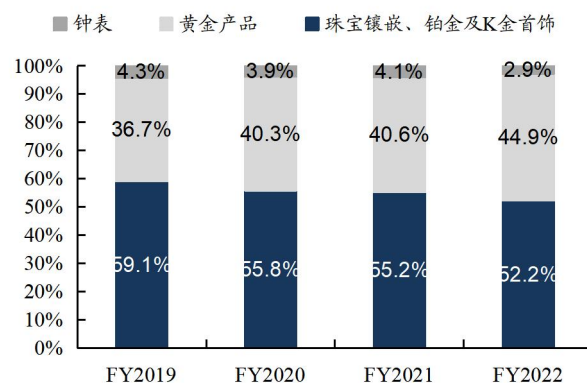
近年来, 公司加盟业务加快存货周转, 黄金业务带动公司黄金产品存货占比提升。2015 财年, 公司进行统一存货拥有权管理, 打通全渠道存货, 公司黄金周转天数也有所增长, 2020 财年公司存货周转受疫情扰动, 随着公司加盟业务持续推广, 新加入的加盟商黄金恢复到买断模式为主, 公司存货周转天数持续下降, 于 2021 财年及 2022 财年降至 312/272 天。公司存货中珠宝镶嵌、铂金/K 金首饰占比最高, 但近年来公司黄金销售占比不断提升, 带动黄金产品存货的提升。

图 45: FY2013-FY2022 公司存货周转天数 (天)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

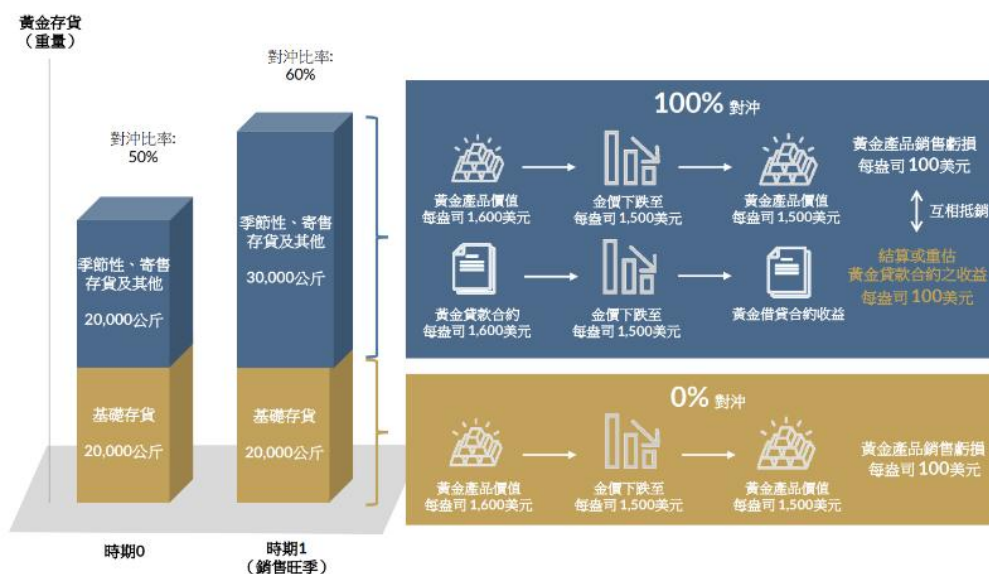
图 46: 公司存货结构 (不包括包装物料)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

公司利用黄金对冲机制来减轻黄金存货价格波动的财务影响。公司混合利用黄金借贷及衍生金融工具 (如黄金远期合约) 对黄金存货作对冲。假如金价上升, 黄金借贷合约及黄金远期合约会出现亏损将计入销售成本内, 同时黄金产品营业额因金价上升而增加, 抵消了上述大部分的亏损。因此, 黄金对冲机制将减轻金价对公司利润的影响, 以实现经济避险。

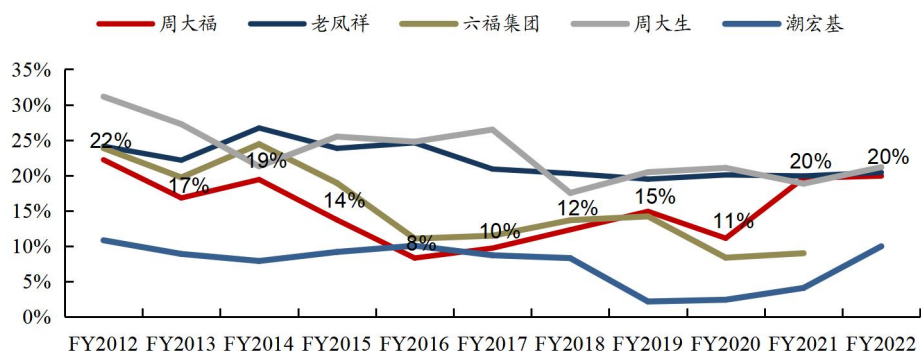
图 47: 周大福黄金对冲机制



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

公司盈利能力提升, 带动 ROE 大幅回升。近年来, 公司经营战略效果显著, 渠道扩张、多品牌矩阵建设等使得公司净利率于 2022 财年升至 7.0%, 带动公司 ROE (摊薄) 大幅提升至 19.9%。未来公司下沉市场进一步的扩张、品牌龙头地位的稳固, 公司 ROE 有望继续保持。

图 48: FY2012-FY2022 可比公司 ROE (摊薄) 对比



数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券 (香港)

注: 老凤祥、周大生、潮宏基 FY2012 使用的是其 2011 年年报数据, 并以此类推

7. 盈利预测和投资评级

7.1. 盈利预测

盈利预测假设

大陆地区业务方面, 我们假设:

1) 周大福珠宝板块加盟门店 2023-2025 财年净开门店分别为 1000/700/500 家, 直营门店数量维持不变; 其他品牌门店总门店数维持不变;

2) 单店收入方面, 周大福珠宝直营门店单店收入增速 2023-2025 财年分别为 0%/5%/5%, 加盟门店单店收入增速分别为 1%/12%/8%。

非大陆地区, 我们假设 2023-2025 财年总门店数维持不变, 单店收入年增速为 15%/20%/20%。

综上, 我们预计公司 2023-2025 财年收入分别为 1078 亿港元/1317 亿港元/1524 亿港元, 同比增速分别为 9%/22%/16%, 归母净利润为 72 亿港元/87 亿港元/111 亿港元, 同比增速为 8%/20%/27%。

表 9: 公司 2023-2025 财年盈利预测

百万港币	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
大陆地区业务	86,932	93,961	115,121	132,498
yoy	45.6%	8.1%	22.5%	15.1%
周大福珠宝	77,717	84,095	103,281	119,149
yoy	47.1%	8.2%	22.8%	15.4%
直营收入	30,776	30,776	32,315	33,931

yoy	20.1%	0.0%	5.0%	5.0%
加盟收入	46,941	53,319	70,966	85,219
yoy	72.5%	13.6%	33.1%	20.1%
其他品牌店铺收入	4,694	3,990	4,788	5,028
yoy	9.2%	-15.0%	20.0%	5.0%
电商收入	4,520	5,877	7,052	8,321
yoy	76.1%	30.0%	20.0%	18.0%
非大陆地区收入	12,006	13,807	16,568	19,882
yoy	14.7%	15.0%	20.0%	20.0%
集团主营业务收入	98,938	107,768	131,689	152,380
yoy	41.0%	8.9%	22.2%	15.7%

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

7.2. 投资评级

周大福是我国黄金珠宝的头部品牌，品牌认知度高，产品力强，有出色的渠道规模优势，下沉市场持续渗透中，我们预计未来 2-3 年仍将保持高速开店，我们预计 2023-2025 财年归母净利润为 72 亿港元/87 亿港元/111 亿港元，同比增速为 8%/20%/27%，虽然行业 2022 年平均 PE 为 9 倍，我们认为周大福是行业龙头，品牌认知度更高，渠道优势更强，在下沉市场仍有渗透空间，可以享受较高估值水平，首次覆盖，给与“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002867.SZ	周大生	145	13.26	12.2	13.9	16.5	12	10	9
0590.HK	六福集团	114	19.48	13.9	15.4	18.0	8	7	6
600612.SH	老凤祥	159	36.62	18.8	18.6	21.0	8	9	8
002345.SZ	潮宏基	39	4.44	3.5	4.0	4.8	11	10	8
行业平均							10	9	8
1929.HK	周大福	1,622	16.22	67	72	87	24	22	19

数据来源：周大福和周大生盈利预测来自于东吴证券（香港），周大福 2021 年归母净利润对应为 2022 财年数据，其他年份类推，其他公司归母净利润来自 Wind 一致预期，周大福和六福集团市场数据和财务数据的货币单位为港币，其他公司的市场数据和财务数据为人民币，数据最新截至 2022 年 8 月 5 日。

8. 风险提示

经济景气度下降：黄金珠宝消费与经济景气度高度相关，未来如果整体宏观经济和消费行业面临较大压力，黄金珠宝消费也会受到一定影响，从而影响到公司的业绩。

门店拓展不及预计：公司未来比较重要的假设是每年能够保持稳定且加快的加盟店

拓展速度，但随着门店密度越来越大，同业之间竞争激烈，可能存在加盟店拓展不及预期的风险。

产品的市场受欢迎程度不及预期：随着消费者对于产品迭代的要求越来越高且越来越多元化，新产品推出后的受欢迎程度存在一定不确定性因素，可能会影响产品的销量。

周大福三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	利润表 (百万元)	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
流动资产	78125.60	103489.26	121109.72	137564.11	营业总收入	98937.70	107768.36	131689.09	152380.19
现金及现金等价物	14942.20	21619.01	20585.56	21611.75	营业成本	76598.00	83980.15	103434.48	119448.95
应收账款及票据	2046.40	5131.83	6270.91	7256.20	销售费用	10522.10	10669.07	12510.46	13714.22
存货	57254.00	73026.22	89943.02	103868.65	管理费用	3441.90	3556.36	4214.05	4571.41
其他流动资产	3883.00	3712.21	4310.23	4827.50	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	9611.70	8432.46	7690.17	7216.20	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5038.80	4023.28	3413.97	3048.38	经营利润	8625.50	9881.35	11880.52	15031.07
商誉及无形资产	1218.60	1064.88	941.90	843.52	利息收入	124.10	75.21	108.60	103.43
长期投资	77.50	77.50	77.50	77.50	利息支出	337.70	308.87	396.82	402.53
其他长期投资	244.10	244.10	244.10	244.10	其他收益	571.10	6.20	6.20	6.20
其他非流动资产	3032.70	3022.70	3012.70	3002.70	利润总额	8983.00	9653.89	11598.50	14738.17
资产总计	87737.30	111921.72	128799.90	144780.31	所得税	2103.10	2220.39	2667.65	3389.78
流动负债	49629.40	66380.32	74327.66	78959.69	净利润	6879.90	7433.50	8930.84	11348.39
短期借款	22996.30	38777.36	40586.19	39920.13	少数股东损益	167.60	185.84	223.27	283.71
应付账款及票据	1155.10	1199.72	1477.64	1706.41	归属母公司净利润	6712.30	7247.66	8707.57	11064.68
其他	25478.00	26403.25	32263.83	37333.15	EBIT	8665.30	9881.35	11880.52	15031.07
非流动负债	3553.20	3553.20	3553.20	3553.20	EBITDA	10691.00	12150.59	13712.81	16595.04
长期借款	1788.80	1788.80	1788.80	1788.80	Non-GAAP	n.a	n.a	n.a	n.a
其他	1764.40	1764.40	1764.40	1764.40					
负债合计	53182.60	69933.52	77880.86	82512.89					
股本	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	主要财务比率	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
少数股东权益	935.40	1121.24	1344.51	1628.22	每股收益(元)	0.67	0.72	0.87	1.11
归属母公司股东权益	33619.30	40866.96	49574.53	60639.21	每股净资产(元)	3.46	4.20	5.09	6.23
负债和股东权益	87737.30	111921.72	128799.90	144780.31	发行在外股份(百万股)	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00
					ROIC(%)	12.88	10.72	10.40	11.73
					ROE(%)	19.97	17.73	17.56	18.25
现金流量表 (百万元)	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	毛利率(%)	22.58	22.07	21.46	21.61
经营活动现金流	13938.20	-7711.59	-1361.66	3178.59	销售净利率(%)	6.93	6.88	6.76	7.43
投资活动现金流	-1457.70	-1083.80	-1083.80	-1083.80	资产负债率(%)	60.62	62.48	60.47	56.99
筹资活动现金流	-3792.60	15472.19	1412.02	-1068.60	收入增长率(%)	40.59	8.93	22.20	15.71
现金净增加额	8910.30	6676.81	-1033.44	1026.19	净利润增长率(%)	11.38	7.98	20.14	27.07
折旧和摊销	2025.70	2269.24	1832.29	1563.97	P/E	24.16	22.38	18.63	14.66
资本开支	-1530.70	-1100.00	-1100.00	-1100.00	P/B	4.69	3.86	3.19	2.60
营运资本变动	4051.10	-17716.99	-12515.41	-10130.10	EV/EBITDA	14.26	14.91	13.42	10.99

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,周大福财务数据的货币单位均为港币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

