

周大福 (01929)

黄金珠宝行业领袖，渠道与品牌双轮驱动

行业标准制定者，全方位尽显龙头优势

周大福是中国黄金珠宝行业老牌龙头企业，胡润百富名单中国黄金珠宝榜首品牌。公司以周大福旗舰品牌为核心，同时发展 HEARTS ON FIRE、ENZO、SOINLOVE 与 MONOLOGUE 等其他个性品牌。作为行业标准制定者，公司先后引领“999.9 黄金”、“一口价”行业标杆建设。

公司在**采购端**拥有稳定的高质量货源，是国内唯一一家拥有全球三大钻石供应商看货资格的珠宝企业。**生产端**内外部生产结合，三地生产基地与设计平台齐发力。**零售端**，内地设有零售点最多的黄金珠宝企业，渠道覆盖广度与深度具有较大优势。“云柜台”、“D-ONE”等智慧平台赋能销售新渠道。

营业额展现韧性，毛利率高位稳定

受制疫情影响，FY2023（日历日期 2022 年 4 月-2023 年 3 月）公司实现营业总额 964.84 亿港元，同比减少 4.3%。**分地区来看**，中国内地营业额 816.18 亿，占比 86.2%，同比减少 6.1%；中国港澳及其他地区营业额 130.66 亿，占比 13.8%，同比增长 8.8%。**防疫措施转变带动 Q4 业绩表现迎来拐点**，疫情积压需求进一步释放，叠加中国港澳口岸恢复通关带来中国内地游客客流量增加的因素，Q4 中国香港及澳门的相关零售值增长超过 170%。从公司公布的 2023 年 4 至 5 月未经审核的经营数据来看，**实现低基数下高增长**：集团零售值同比增长 38.1%，其中中国内地零售值同比增长 34.6%，中国香港、澳门及其他市场同比增长 64.6%。

毛利率和净利率保持高位稳定。FY2018-2023，公司毛利率基本保持在 22%-30%之间，净利率维持在 7%左右。FY2023 经调整后的毛利率（扣除了黄金借贷的未实现亏损/收益的影响）为 23.7%，高于上一财年 23.4%水平，主要得益于 FY2023 下半年金价上涨以及公司高毛利产品的推出。

三大利好因素驱动行业 β 稳步提升

短期来看，线下场景修复，黄金珠宝市场修复能力超预期。社零同比稳步复苏，黄金珠宝品类表现优于社零整体。2023 年社会消费品零售总额 1-2 月/3 月/4 月/5 月同比增速分别为 3.5%/10.6%/18.4%/12.7%，4、5 月均实现在低基数下快增长。**中期来看**，头部加速集中，渠道扩张壁垒基本成型，预计短期内由渠道扩张带来的估值提升空间有限。**长期来看**，“国潮经济”与“悦己经济”的崛起，黄金首饰消费属性与投资属性并行凸显，**产品驱动与品牌驱动有望成为估值新逻辑**。

三大着力点支撑公司 α 长期成长

渠道端，截至 2023 年 3 月 31 日，中国内地共开设 7,269 个周大福珠宝零售点，提前两年达成在内地开设 7,000 间零售点的目标，公司或将着力高质量扩张。**品牌建设和产品设计双线发力，打造高奢珠宝品牌形象**，实现品牌驱动下的毛利率增厚。传承系列零售端表现优异，FY2023 占内地黄金产品零售值 40%。**生产端**，发展智慧制造以支持产量需求持续增加。

调整盈利预测，维持“买入”评级。公司作为行业龙头，将保持高质量扩张，着力品牌建设和产品设计。传承系列表现佳，人生四美系列展现潜力。FY2024 疫情影响减弱，我们调整盈利预期，预计公司 FY24-26 营业总额分别为 1,150/1,562/2,170 亿港元，归母净利润分别为 84/105/152 亿港元（24-25 对应前值为 75/91 亿港元），EPS 分别为 0.84/1.05/1.52 港元，对应 PE 分别为 16/13/9x。

风险提示：消费能力回弹乏力风险、金价波动风险、管理能力不足风险

证券研究报告

2023 年 07 月 10 日

投资评级

行业 非必需性消费/专业零售

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 13.6 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	10,000.00
港股总市值(百万港元)	136,000.00
每股净资产(港元)	3.24
资产负债率(%)	61.80
一年内最高/最低(港元)	18.16/12.48

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《周大福-公司点评:2022 年底内地周大福珠宝零售点突破 7000 家，充分利用规模效应，注重高质量发展》 2023-01-31
- 《周大福-公司点评:FY2023 上半年实现营收 465.35 亿港元同增 5.3%，黄金产品销售依旧强势，零售网络扩展成效显著》 2022-12-02
- 《周大福-公司点评:FY2023Q2 内地销售额同增 28%，产品迭代+加盟扩展持续突破》 2022-10-18

内容目录

1. 行业标准制定者，全方位尽显龙头优势	4
1.1. 信誉超著，行业标准制定者	4
1.2. 渠道王者，垂直整合业务模式	5
1.2.1. 采购与加工能力卓越，上游主导优势显著	5
1.2.2. 客户主导智能定制，中游引领营运模式创新	6
1.2.3. 行业龙头地位稳固，下游渠道扩张具有较大优势	6
1.3. 营业额展现韧性，毛利率高位稳定	7
2. 三大利好因素驱动行业 β 稳步提升	9
2.1. 短期：线下场景修复，黄金珠宝市场修复能力超预期	9
2.2. 中期：头部加速集中，渠道扩张壁垒基本成型	10
2.3. 长期：黄金首饰工艺革新，品牌溢价有望成为估值新逻辑	11
3. 三大着力点支撑公司 α 长期成长	12
3.1. 强化单店管理，着力渠道高质量扩张	12
3.2. 产品与品牌双线发力，有效提升溢价空间	13
3.2.1. 差异化品牌策略	13
3.2.2. 多层次门店布局	14
3.2.3. 多元化产品矩阵	14
3.3. 全渠道品牌营销，线上线下齐发力	16
3.4. 全链条智能化改革，实现“快产、快销、快补”	16
4. 盈利预测与估算	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 风险提示	17

图表目录

图 1：周大福历史沿革与重大事件	4
图 2：周大福股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）	4
图 3：2022 年胡润中国珠宝首饰品牌 Top10	5
图 4：2022 年中国珠宝 Top10 公司零售额统计（CNY）	5
图 5：周大福股价回顾（港元）	5
图 6：周大福云柜台	6
图 7：D-ONE 客户定制界面	6
图 8：各品牌中国内地门店数量（个，截至 2022 年末）	6
图 9：周大福 FY2018-FY2023 零售点数量与变化	6
图 10：FY2018-FY2023 按城市级别划分的零售值及零售点占比（%）（中国内地）	6
图 11：FY2018-2023 营业额（按地区划分）及年增长率（%）	7
图 12：FY2018-2023 本公司股东收益（百万港元）及年增长率（%）	7
图 13：FY2022/2023 内地平均季度销售额（百万港元）与占比（%）	8

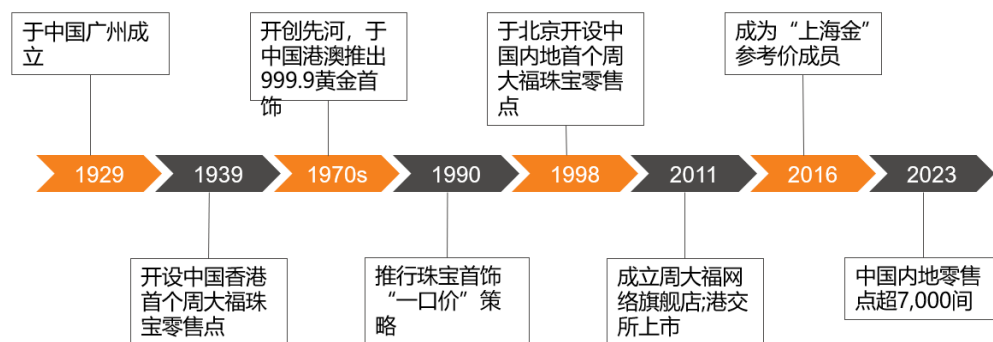
图 14: FY2022/2023 中国港澳平均季度销售额（百万港元）与占比.....	8
图 15: 以销售模式分拆 FY2018-2023 营业额（百万港元）	8
图 16: FY2018-2023 毛利/净利数据（%）	8
图 17: FY2018-2023 内地销售及行政开支所占营业额百分比（%）	9
图 18: FY2018-2023 内地专柜分成及所占相关营业额百分比（%）	9
图 19: 2018-2023 社零同比增速（%）及黄金珠宝同比增速（%）	9
图 20: 2018-2023 黄金首饰消费量（吨）	9
图 21: 2022 年中国珠宝首饰行业市场细分品类占比（%）	9
图 22: 2017-2022 珠宝首饰行业规模（亿元）与同比增速（%）	9
图 23: 黄金首饰消费需求与金价相关性	10
图 24: 2017-2022 中国珠宝专利申请情况（个/件）	11
图 26: 周大福传承系列古法金	11
图 27: 周大福人生四美系列金镶钻	11
图 28: 按营运模式划分的零售值及零售点占比（%，中国内地）	12
图 29: 每店年度零售值与同店店均零售值之比例（%，按店龄）	12
图 30: FY2023 按地区划分的同店销售额增长（%）及同店销量增长（%）（中国内地） ..	13
图 31: 周大福艺堂陈列品-幻响系列高级珠宝	14
图 32: 周大福荟馆门店	14
图 33: 周大福珠宝在售主推产品系列	14
图 34: 周大福传承系列在内地黄金产品零售值占比（%）	15
图 35: 主要产品在中国内地同店平均售价（港元）	15
图 36: 钻石 4C 标准释义	15
图 37: 各品牌在社交平台官方账号/旗舰店粉丝量（万人，截至 2023 年 6 月 21 日） ..	16
图 38: 周大福自动物理和配货中心	17
图 39: 位于顺德的周大福产业园区	17
表 1: 中国黄金珠宝品牌市场品牌矩阵	10
表 2: 各品牌古法金产品系列	11
表 3: 周大福品牌矩阵	13
表 4: 盈利预测与收入拆分表	17

1. 行业标准制定者，全方位尽显龙头优势

1.1. 信誉超著，行业标准制定者

中国内地及中国港澳地区黄金珠宝行业龙头企业。于 1929 年由创始人周至元在中国内地广州市洪德路创办。周氏借用传统贺词“五福临门，大富大贵”起名“周大福”。1950 年代，周大福规模不断扩张，随后郑裕彤接掌周大福的营运决策。1998 年在北京开设中国内地首个周大福珠宝零售点。2000 年后，随着内地城镇化政策持续推动，公司零售点开始扩展至全国各地。此后公司以周大福旗舰品牌为核心，同时发展 HEARTS ON FIRE、ENZO、SOINLOVE 与 MONOLOGUE 等其他个性品牌。2011 年 12 月在中国香港联合交易所主板上市。

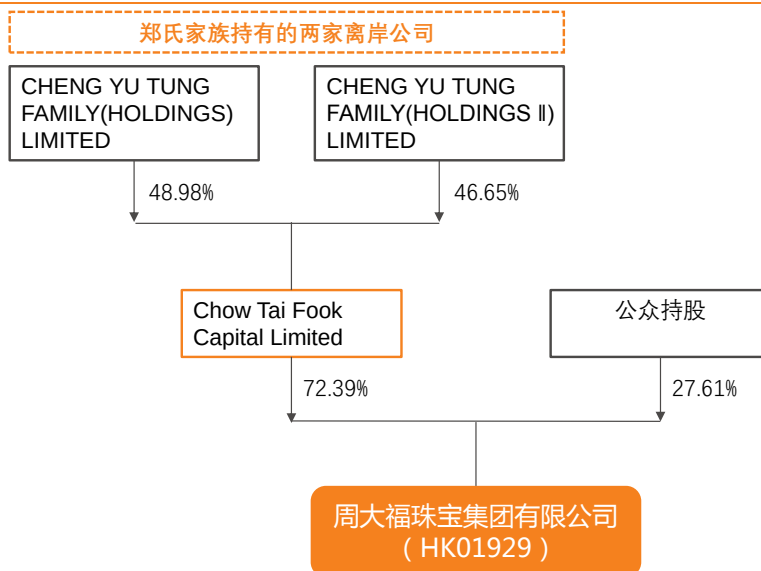
图 1：周大福历史沿革与重大事件



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

郑氏家族控股，把控集团整体策略，经理人挂帅管理层，实现专业化管理。股权结构方面，郑氏家族为公司实控人，持有两家离岸公司，通过控制周大福资本对周大福珠宝持股 69.23%。管理层组织架构方面，郑家纯任主席及执行董事，孙志强（1985 年加入公司）为中国港澳地区业务负责人，郑志刚（郑家纯之子）负责策略投资与智慧零售，廖振为（1999 年加入公司）主管个性品牌发展（ENZO、SOINLOVE、MONOLOGUE）。

图 2：周大福股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

市占率第一的黄金珠宝企业。2022 年，胡润百富名单根据企业规模、品牌战略和销售渠道维度对中国珠宝首饰品牌进行综合评选，前三名分别为周大福、中国黄金和周大生，其中，周大福综合评分 100 排名首位。根据欧睿国际数据，以 2022 年中国珠宝首饰行业前十企业零售额为统计口径，周大福市占率第一，约占 11.8%。

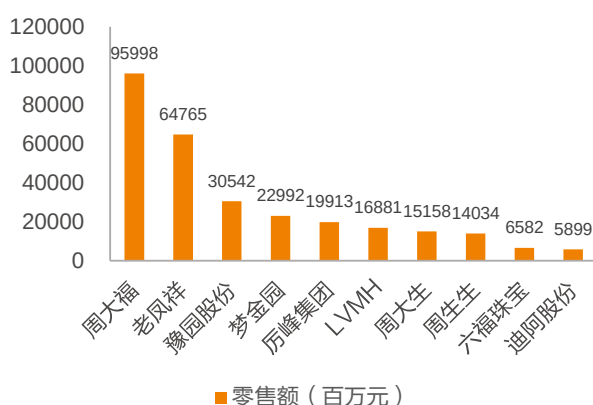
行业标准制定者。1956 年公司于中国港澳地区首次推出“999.9”黄金首饰，在中国香港黄金制品立法中被规定为中国香港足金成色含量标准。1990 年，公司为打击恶性价格竞争，率先提出“一口价”策略，建立行业新标杆。

图 3：2022 年胡润中国珠宝首饰品牌 Top10

排名	品牌	评分指数
1	周大福	100
2	中国黄金	73
3	周大生	72
4	老凤祥	70
5	六福珠宝	68
6	梦金园	63
7	金雅福	62
8	周生生	56
9	菜百首饰	56
10	老庙黄金	54

资料来源：胡润中国，天风证券研究所

图 4：2022 年中国珠宝 Top10 公司零售额统计 (CNY)



资料来源：欧睿国际数据库，天风证券研究所

历史上公司股价经历过三次大涨行情，疫后恢复与产品迭代或将带来新一轮上涨周期。我们认为第一轮由 2013 年金价下跌引起的抢金潮，提振业绩；第二轮发生于 2016 年市场回暖阶段，彼时抢金潮引发的需求透支刚刚被市场消化，公司随即开启渠道下沉；第三轮上涨行情则由产品驱动，传承系列产品是该轮广受市场欢迎是该轮上涨的底层逻辑。

图 5：周大福股价回顾 (港元)



资料来源：同花顺 iFinD，人民网，公司公告等，天风证券研究所

1.2. 渠道王者，垂直整合业务模式

1.2.1. 采购与加工能力卓越，上游主导优势显著

公司在采购端拥有稳定的高质量货源。周大福在钻石镶嵌产品的布局较早，公司于 1993 年成为 DTC 特约配货商。

内外部生产结合，三地生产基地与设计平台齐发力。公司的三所钻石切割打磨工厂分别位于南非和顺德两地。FY2016/2017 公司产品内部生产占比约 45% (按零售值计算)，其余约 55% 产品通过外包生产。目前，自有三大生产基地位于深圳、顺德和武汉，其中顺德钻石厂是全国最大的钻石加工生产基地；深圳智造研发中心设有 C2M 定制中心，专注于满足消费者个性化定制需求；武汉珠宝文化产业园定位“周大福最大规模综合生产服务基地”；中国香港设立 Loupe 设计创业培育空间，为全球工匠提供多元化培训机会。

1.2.2. 客户主导智能定制，中游引领营运模式创新

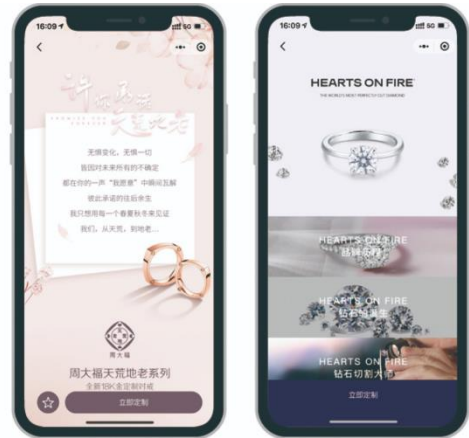
营运模式上，推动顾客主导制造（C2M）珠宝供应生态。通过引入零售科技应用“云商365”“云柜台”“D-ONE”等零售科技应用，顾客实现数码化定制个性化首饰。云商365提供了员工与顾客的远程交流平台；云柜台在超过40%的内地零售点均有配置（截至2021年3月31日数据），在实体店购物顾客可通过云柜台挑选商品，大大缩短交易时间；D-ONE提供24h极速定制的简约款式，同时开展复杂多样的专业定制服务，凭借高度自动化的生产线及智能化的供应链，部分产品能于10天内完成，比以往的生产周期快一倍，达到更高效生产多样化珠宝定制产品。

图6：周大福云柜台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图7：D-ONE 客户定制界面

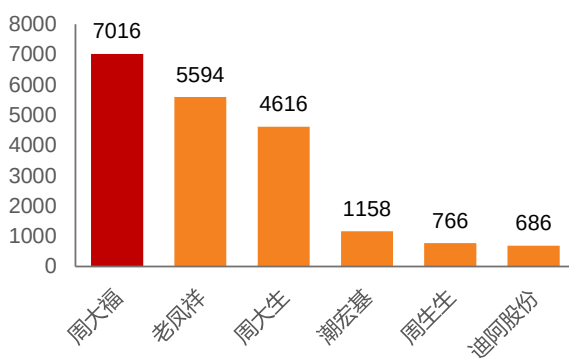


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2.3. 行业龙头地位稳固，下游渠道扩张具有较大优势

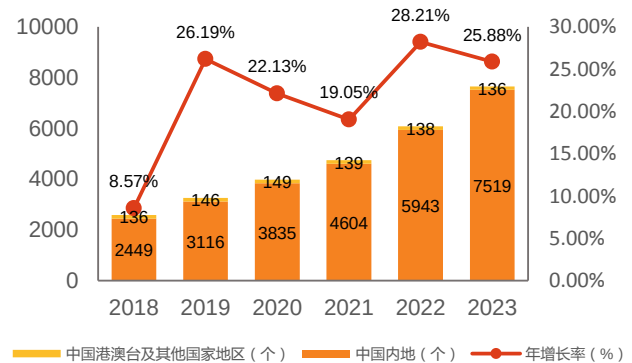
渠道覆盖广度与深度具有较大优势，疫后紧密把握契机进一步扩张。FY2023 净开设 1,631 个零售点。截至 2023 年 3 月 31 日，中国内地共开设 7,269 个周大福珠宝零售点，提前两年达成在内地开设 7,000 间零售点的目标。与同业公司相比，周大福在中国内地渠道铺设更加广泛而深入。

图8：各品牌中国内地门店数量（个，截至2022年末）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

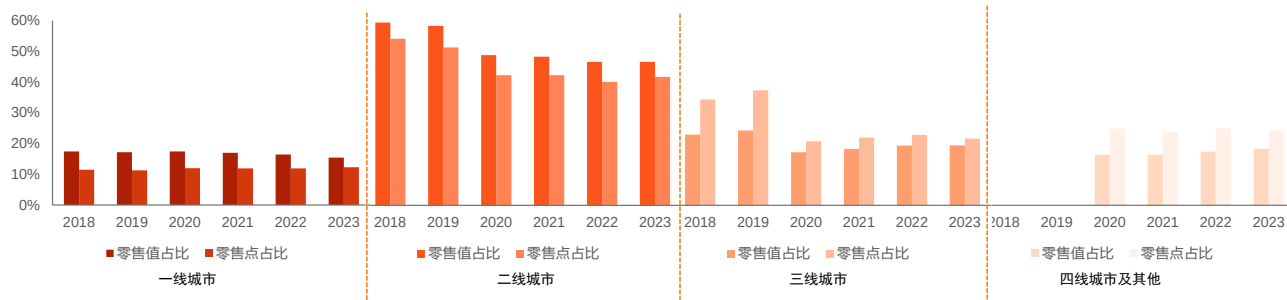
图9：周大福 FY2018-FY2023 零售点数量与变化



资料来源：公司年报（将分拆传承系列专柜列为独立门店），天风证券研究所

FY2018 至 FY2023，公司在一线城市的零售点占比稳定在 12% 左右，零售值占比稳定在 17% 左右；二线城市零售值与零售点占比最大，随着四线及其他城市市场发力，二线城市占比逐年低幅减小；2020 年公司开始对四线城市及其他更低线城市进行下沉扩张，市场反应良好，零售值占比年均约 20% 左右。FY2023 年一线、二线、三线、四线及其他零售点个数净变动分别为 218/704/302/407。

图10：FY2018-FY2023 按城市级别划分的零售值及零售点占比 (%) (中国内地)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

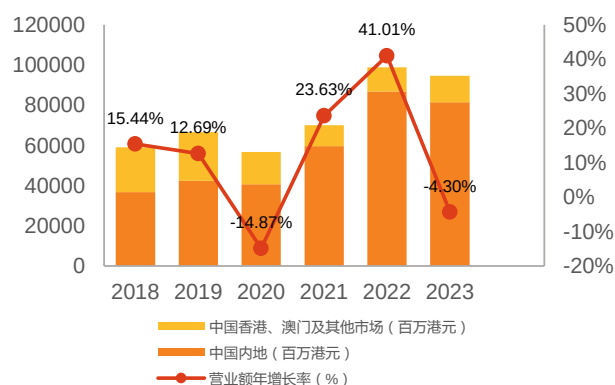
公司组合直营与加盟，广泛铺设渠道，渗透至不同级别城市。截至 2023 年 3 月 31 日，公司设有 5,560 个加盟零售点，针对大部分加盟零售点，公司在销售交易完成前保留存货拥有权，待交易完成后确认批发营业额，这类加盟零售点的营业额约占内地批发零售额约 63%。与同业公司相比，周大生终端零售柜台所售卖商品的所有权归属于加盟商，公司在将货品销售给加盟商时确认收入；中国黄金与省级加盟商直接开展业务往来，终端加盟商一般不与中金珠宝直接开展日常业务往来。

我们认为，相较于后两者，周大福对加盟商拥有更强的管控力度，更易在产品质量监督和营销等方面进行标准化管理。在应对宏观不确定性时，公司的销售额确认制度或可缓解加盟商存货压力和风险。

1.3. 营业额展现韧性，毛利率高位稳定

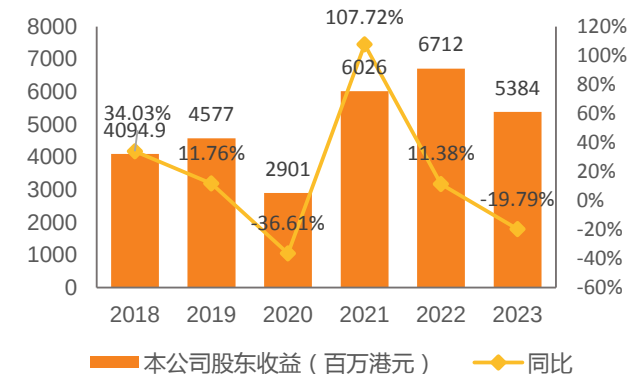
复盘近五年公司发展成长，公司营业额展现韧性。分地区看，FY2018 及 2019 年采取双线发展策略，在不同级别城市采用不同策略，一、二线城市着重提升平均售价，较次级城市以扩大市场渗透率为首要。FY2020 上半年中国内地营业额同比增长 12.2%，Q4（日历日期 2019 年 12 月-2020 年 3 月，疫情初始）受疫情影响及国际金价上涨，内地同店销售同减 49.5%，中国港澳地区同店销售同减 65%，2020 整个财年录得 14.87% 营收跌幅。FY2021 下半年因消费意愿改善及金价回软，中国内地业务有所恢复，但中国港澳地区业务仍停滞，总体营收水平恢复超疫情前水平。在 FY2022，中国内地营业额大幅增长 45.6%，占集团营业额 87.9%，公司 FY2022 整体营收同比增长 41%。

图 11：FY2018-2023 营业额（按地区划分）及年增长率（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：FY2018-2023 本公司股东收益（百万港元）及年增长率（%）



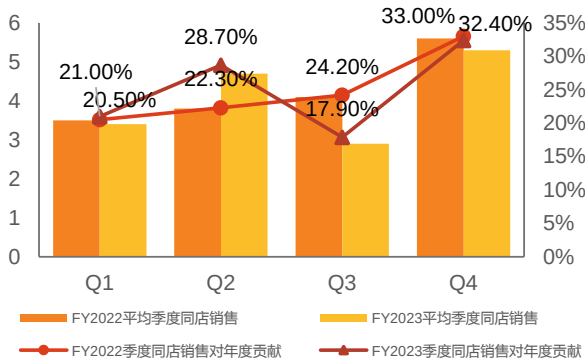
资料来源：公司年报，天风证券研究所

疫情影响持续至 FY2023Q3（日历日期 2022 年 11 月），FY2023 公司实现营业总额 946.84 亿港元，同比减少 4.3%，其中中国内地营业额 816.23 亿，占营业总额 86.2%，同比减少 6.1%；中国港澳及其他地区营业额 130.61 亿，占营业总额 13.8%，同比增长 8.8%。FY2023Q4（日历日期 2022 年 12 月-2023 年 3 月）防疫措施转变带动复苏，迎来拐点，婚嫁首饰的积压

需求进一步释放，叠加中国港澳口岸恢复通关带来中国内地游客客流量增加的因素，Q4 中国香港及澳门的相关零售值增长超过 170%。

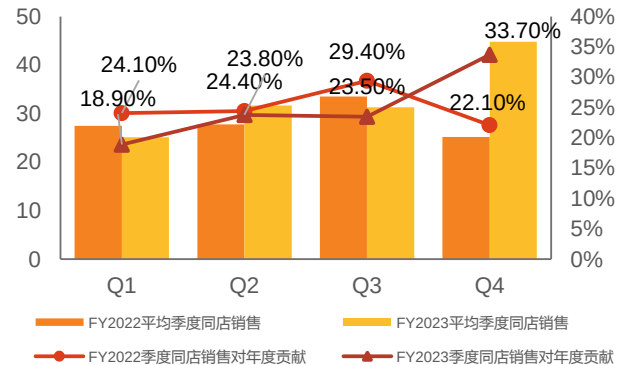
从公司公布的 2023 年 4 月 1 日至 5 月 31 日未经审核的经营数据来看，**实现低基数下高增长**：集团零售值同比增长 38.1%，其中中国内地零售值同比增长 34.6%，中国香港、澳门及其他市场同比增长 64.6%。2023 年 2 月起，内地与中国港澳人员往来全面恢复，2023 年 4 月中国香港地区的中国内地旅客入境（关）人数为 230.4 万人次。以日均访港旅客数计算，恢复至疫情前（2017-2019 年平均）约 58%；内地居民赴澳人数为 138.7 万人次，恢复至 19 年同期的 59%。

图 13：FY2022/2023 内地平均季度销售额（百万港元）与占比（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 14：FY2022/2023 中国港澳平均季度销售额（百万港元）与占比

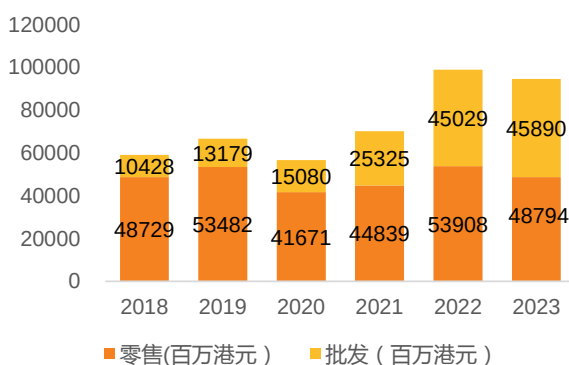


资料来源：公司年报，天风证券研究所

分销售模式看，零售业务（指来自直营零售点、电子商务及其他渠道）为主，随着直营零售点占比逐年下降，零售业务在 FY2023 占比有所下滑。FY2023 录得零售业务营业额 488 亿港元，同比减少 9.49%；批发业务零售额 459 亿港元，同比增长 1.91%。

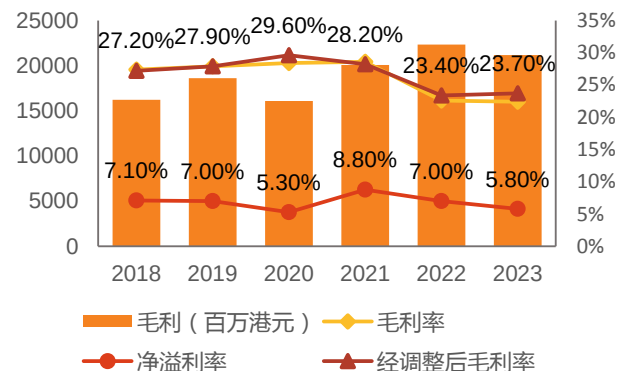
毛利率和净利率保持高位稳定。公司毛利率基本保持在 22%-30% 之间，净利率维持在 7% 左右（除疫情影响外）。一般而言，批发业务的毛利率低于零售业务，FY2023 批发组合增加导致经调整后的毛利率（扣除了黄金借贷的未实现亏损/收益）下降 60 个基点；另由于黄金首饰需求强劲，黄金首饰及产品组合在营业总额占比从 FY2022 的 74.6% 增至 77.8%，导致经调整后的毛利率下降 70 个基点。FY2023 经调整后的毛利率回升 30 个基点至 23.7%，主要得益于 FY2023 下半年金价上涨，同时公司产品毛利率提高，缓解了黄金和批发营业额占比增加的影响。

图 15：以销售模式分拆 FY2018-2023 营业额（百万港元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

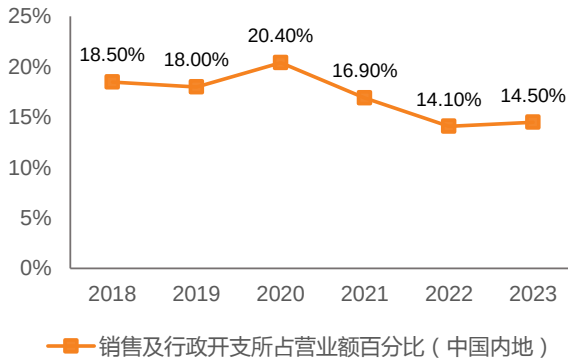
图 16：FY2018-2023 毛利/净利数据（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

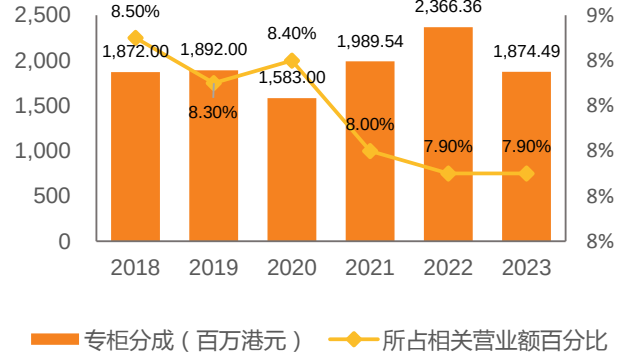
受益于营运效率的提高，销售及行政开支所占营业额比例整体呈下降趋势。FY2023 固定性开支占销售及行政开支 50%（FY2022 约为 45%），占比较稳定。专柜分成在营业额中占比基本稳定在 8% 左右。近两个财年由于营业额下降销售组合转向分成比率较低黄金首饰及产品，专柜分成下降 16.6%。

图 17: FY2018-2023 内地销售及行政开支所占营业额百分比 (%)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 18: FY2018-2023 内地专柜分成及所占相关营业额百分比 (%)



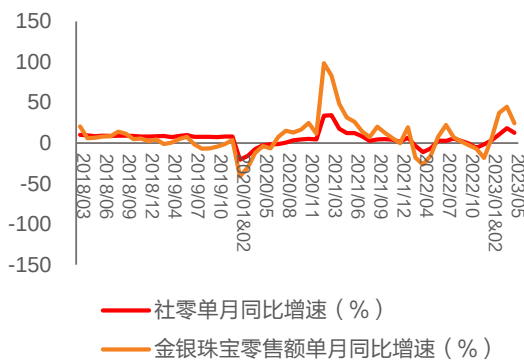
资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

2. 三大利好因素驱动行业β稳步提升

2.1. 短期: 线下场景修复, 黄金珠宝市场修复能力超预期

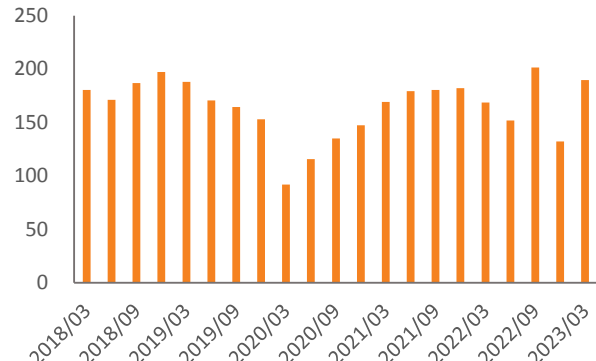
社零同比稳步复苏, 黄金珠宝类零售额表现优异。2023 年社会消费品零售总额 1-2 月/3 月/4 月/5 月同比增速分别为 3.5%/10.6%/18.4%/12.7%, 4、5 月均实现在低基数下快速增长。分品类看, 黄金珠宝表现较好, 2023 年 1-2 月/3 月/4 月/5 月黄金珠宝零售总额同比增速分别为 5.9%/37.4%/44.7%/24.4%, 黄金珠宝品类表现显著优于社零整体。从黄金首饰消费量来看, 2022 年 9 月开始需求激增, 我们判断线下消费场景与售卖场景同步修复, 婚庆典礼与社交需求尚未大规模释放; 黄金珠宝具有高客单价特点, 线下购买在黄金珠宝消费中仍占很大比重, 线上零售额占比有限, 以周大福为例, 其 FY2023 电商零售值占比仅 4.7%; 周大生 2022 年线上收入占报告期营业收入的 13.9%。线下客流量的恢复或将为黄金珠宝行业带来客观提振效应。

图 19: 2018-2023 社零同比增速 (%) 及黄金珠宝同比增速 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 2018-2023 黄金首饰消费量 (吨)

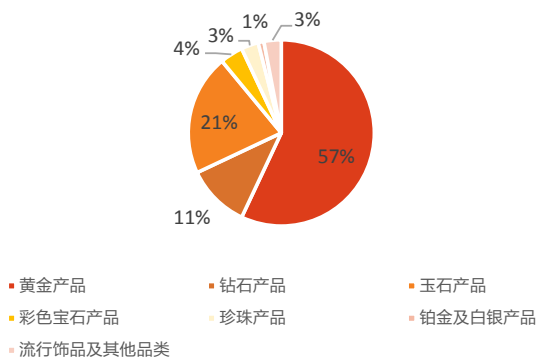


资料来源: Wind, 天风证券研究所

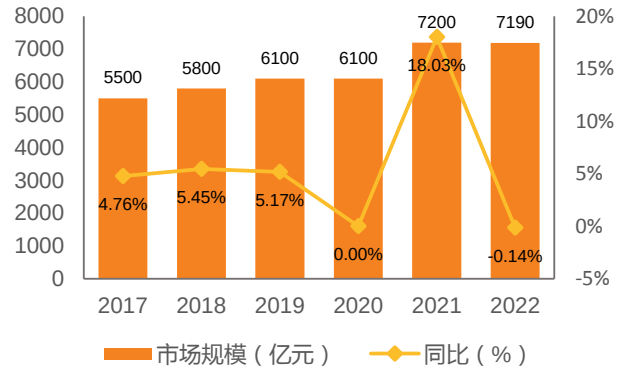
行业规模逐年稳定扩张, 整体结构呈现黄金占比大特点。根据中宝协对珠宝行业近全品类综合统计来看, 2022 年国内珠宝首饰市场总规模为 7,190 亿元, 与 2021 年持平, 2017-2022 年复合增长率 (CAGR) 为 5.51%, 行业规模逐年稳定扩张。各珠宝品类市场规模有增有减, 其中黄金产品市场规模约 4,100 亿元, 占珠宝市场 57%; 钻石产品市场规模约为 820 亿元, 占比 11%。

图 21: 2022 年中国珠宝首饰行业市场细分品类占比 (%)

图 22: 2017-2022 珠宝首饰行业规模 (亿元) 与同比增速 (%)



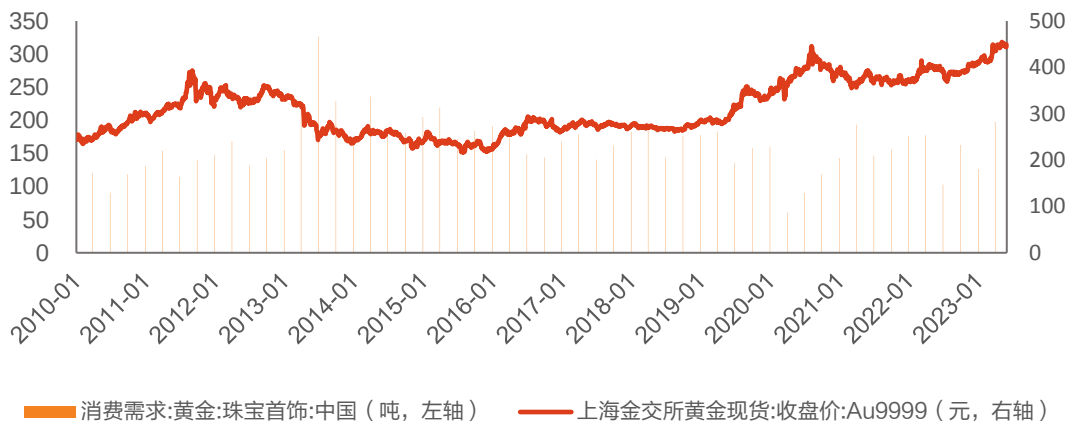
资料来源：中宝协，天风证券研究所



资料来源：中宝协，天风证券研究所

金价短期内上行或助益于毛利率的提高，但同时可能对黄金产品需求有一定抑制，长期的趋势性上涨有望带来黄金产品的销量增加。从黄金首饰消费需求与金价走势图可以看出，2020 年疫情前市场消费需求滞后于金价变动，两者呈现滞后相关关系；2020 年后随着宏观环境不确定性，黄金避险与抗通胀属性被放大，金价随之上涨，叠加各国央行“去美元化”预期拉动黄金储备需求，金价长期或震荡上行；但珠宝首饰受制于消费属性，未随势上涨，呈现震荡上升态势，2023 年下半年珠宝首饰市场需求或将持续放量。

图 23：黄金首饰消费需求与金价相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 中期：头部加速集中，渠道扩张壁垒基本成型

错位覆盖竞争格局，龙头布局基本确定。中国内地珠宝市场目前呈现外资高奢珠宝品牌及中资、港资黄金珠宝品牌错位覆盖的特点。外资高奢品牌如卡地亚、海瑞温斯顿、蒂凡尼等主攻高端珠宝市场，以镶嵌类珠宝为优势品类，核心优势是高辨识度的产品设计；港资黄金珠宝品牌如周大福（HK1929）、六福珠宝（HK0590）、周生生（HK0116）及中资黄金珠宝品牌如中国黄金（SH600916）、周大生（SZ002867）、迪阿股份（SZ301177）广覆盖中高端黄金珠宝市场。根据欧睿国际的统计数据，我国黄金珠宝行业 CR5 从 2018 年 18.6% 上升至 2022 年 28.6%，CR10 从 2018 年 22.2% 上升至 2022 年 35.8%。预计短期内由渠道扩张带来的行业集中度上升空间有限，品牌和产品差异化逻辑将成为主导。

表 1：中国黄金珠宝品牌市场品牌矩阵

品牌	品牌定位
外资品牌：Bvlgari、Cartier、TIFFANY & CO 等	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；渠道覆盖有限，仅局限一、二线城市珠宝市场

港资品牌：周大福、周生生、谢瑞麟等 定位产品设计时尚，渠道覆盖主要集中在一、二线城市，近年来开始积极布局三、四线城市

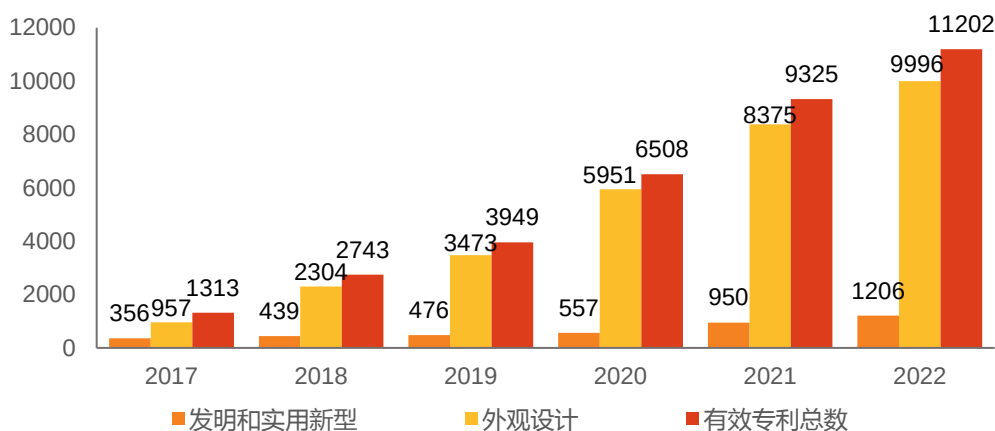
内资品牌：老凤祥、周大生、潮宏基、产品覆盖全面，渠道覆盖一线至四线城市，在渠道拓展方面，多采用加盟/经销模式
中国黄金、明牌珠宝、萃华珠宝等

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：统计截止时间为 2021 年 1 月 26 日

2.3. 长期：黄金首饰工艺革新，品牌溢价有望成为估值新逻辑

尽管渠道扩张仍然存在短期驱动力，但对龙头企业估值提升有限。随着行业集中度进一步提升，行业将进入品牌与产品驱动长逻辑。在“国潮经济”与“悦己经济”的崛起背景下，黄金珠宝饰品的婚嫁刚需属性或有所下降，消费属性与投资属性凸显。

图 24：2017-2022 中国珠宝专利申请情况（个/件）



资料来源：中宝协《2022 中国珠宝行业发展报告》，中国珠宝行业网，天风证券研究所

各品牌均推出古法金系列产品。主营古法金的老铺黄金在 2019 年营收规模同比增长 42.5%，营业利润同比增长 133.67%；FY2023 周大福传承系列占内地黄金产品零售值约 40%。目前古法金产品铺货主要集中在一二线城市，未来在低线城市存在较大铺货空间，有望带来新一轮盈利增长。

表 2：各品牌古法金产品系列

品牌	产品系列	上市时间
周大福	传承系列	2017
老庙	古韵金系列	2018
明牌珠宝	传家金系列	2018
中国黄金	承福金系列	2019
周生生	文化祝福系列；传奇系列	2019
周大生	非凡金系列	2021
潮宏基	臻金·珍藏系列	2022

资料来源：各公司官网，各公司公众号，天风证券研究所

自古法黄金后，各品牌相继推出金镶钻系列产品。公司于 2022 年 7 月推出“人生四美”，将周大福特有 T MARK 钻石镶嵌于黄金中；老铺黄金于 2019 年推出“老铺点钻”系列；周大生于 2023 年推出“点钻潮金”系列。我们认为，金镶钻产品或将成为继古法金后另一高附加值产品，有望成为下一个增量市场。

图 25：周大福传承系列古法金

图 26：周大福人生四美系列金镶钻



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

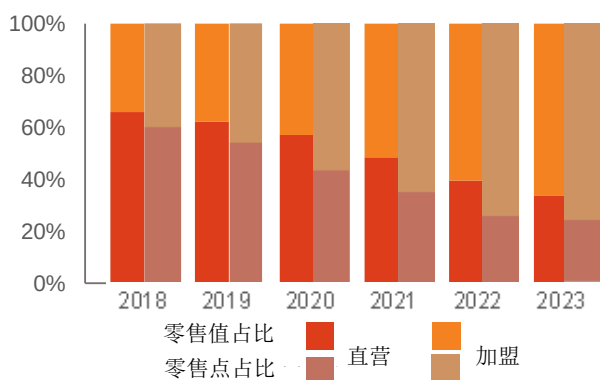
3. 三大着力点支撑公司 α 长期成长

3.1. 强化单店管理，着力渠道高质量扩张

从零售点数量来看，公司在 FY2022 及 FY2023 分别实现 28.21% 和 25.88% 的零售点同比增速，FY2023 净开设 1,631 个零售点。公司将致力于存量店铺管理升级，由总部统一管理营销策略以提高一致性，同时更新店铺形象、产品陈列方式、包装及革新服务。

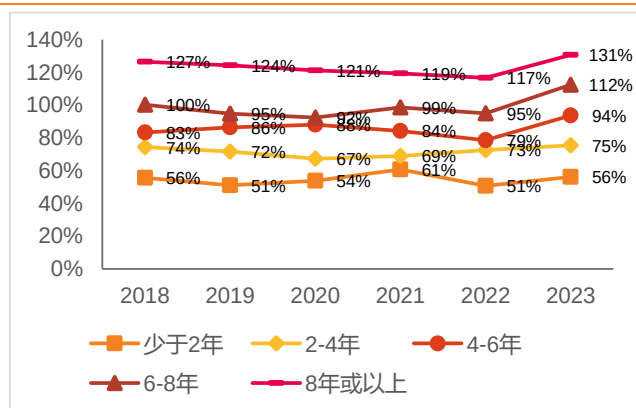
从直营与加盟店比例来看，公司直营零售点占比逐年下降，FY2023 占比 76.5% 的加盟零售点带来 66.2% 的零售值；占比 23.5% 的直营零售点实现 33.8% 的零售值。公司直营零售点主要位于一、二线城市，FY2023 内地加盟零售点的零售值同比增长 15.6%，而直营零售点零售值同比减少 10.1%，在新开店铺带动下加盟零售点零售值增长表现优于直营零售点。约有 56% 加盟零售点店龄少于两年，高于直营零售点的相关比例，因此 FY2023 在同一城市级别中，加盟零售点的平均单店销售额普遍低于直营零售额。公司将着力提升现有零售网络的门店效益，疫后新设加盟零售点在未来培育下表现可期。

图 27：按运营模式划分的零售值及零售点占比（%，中国内地）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 28：每店年度零售值与同店店均零售值之比（%，按店龄）

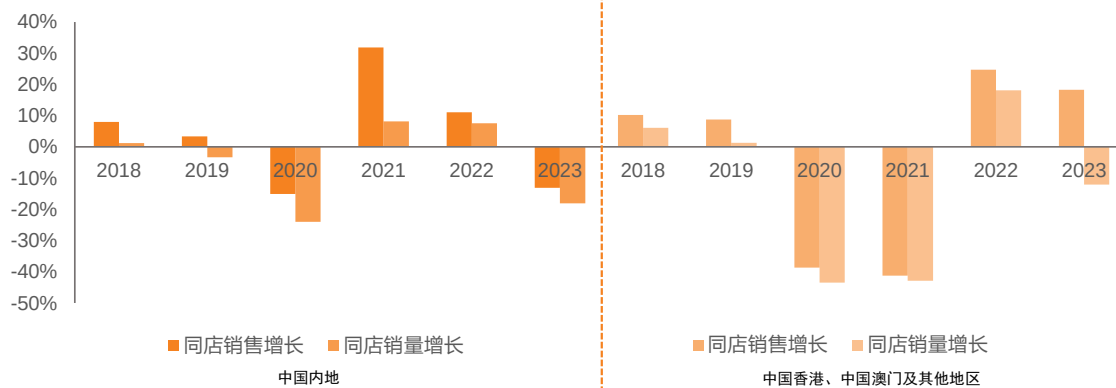


资料来源：公司年报，天风证券研究所

从同店销售来看，FY2023 中国内地同店销售受制于疫情影响，内地同店销售增速为 -13.1%，口岸通关大陆游客数量恢复，中国港澳地区为 18.3%；中国内地黄金产品同店销售增速 -10.9%，镶嵌产品 -19.2%。

通过 2023 年 4-5 月数据展望下一财年，我们预计 FY2024 迎来恢复，未来新店与次新店业务潜力有望逐步释放。根据公司公布的 2023 年 4 月 1 日至 5 月 31 日未经审核的经营数据来看，中国内地同店销售增速为 16.8%，中国港澳及其他地区 61.3%；分产品来看，中国内地珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同比减少 1.3%，但黄金首饰与产品销售额同比增长 17.1%，中国港澳地区黄金首饰与产品销售额大幅增长，同比增长率高达 92.3%。

图 29：FY2023 按地区划分的同店销售额增长（%）及同店销量增长（%）（中国内地）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.2. 产品与品牌双线发力，有效提升溢价空间

3.2.1. 差异化品牌策略

公司采用差异化品牌策略，以周大福旗舰品牌为核心，以 HEARTS ON FIRE、ENZO、SOINLOVE 及 MONOLOGUE 分别针对性布局高端钻石市场、彩色珠宝市场、轻奢蜜恋珠宝市场及音乐文化市场。品牌矩阵覆盖高端到大众全线，服务于顾客不同人生阶段珠宝需求，在不同维度涵盖市场需求。

高端品牌布局：

2014 年公司收购美国高端钻石品牌 Hearts On Fire，该品牌以出众的钻石切工著名，并迅速于 2014 年年底进入中国市场。公司从 2016 年开始通过该品牌在美国销售裸钻和钻石毛坯。FY2023，HEARTS ON FIRE 营销额增加 0.5%，北美营业额占该品牌总营业额 52.9%，在中国香港地区销售额同比增长 51.3%。目前在中国内地设有 1 个零售点，中国港澳及其他市场（主要是北美市场）设有 10 个零售点。

2018 年 4 月公司创立高端珠宝品牌 HOUSE 1929，其首个高端珠宝系列“梦萦尚艺”于 2018 年 4 月在北京鉴赏会中展出，当天 13 套珠宝于 2018 年 11 月在中国香港进行拍卖，其中 2 套在博物馆珍藏供展出。

2016 年下半年公司开始推广自有钻石品牌“周大福 T MARK”，顾客可通过每颗 T MARK 天然钻石的印有纳米印记编号追溯钻石来历。

潮搭设计品牌布局：

2017 年 3 月公司推出 MONOLOGUE 潮搭珠宝品牌，针对年轻一代消费群体，鼓励顾客自由搭配。目前在中国内地设有 60 个零售点。

轻奢品牌布局：

2017 年 4 月公司推出 SOINLOVE，打造轻奢蜜恋珠宝品牌，以粉钻戒指镶嵌为重要卖点，补充婚嫁前空白蜜恋市场。目前在中国内地设有 21 个零售点。

2020 年公司收购深圳市劳伦斯实业集团有限公司旗下品牌 ENZO，进军天然彩色宝石领域。ENZO 对巴西摩根石、帕拉伊巴碧玺等稀有彩色珠宝拥有各大矿源优先挑选和采购权。目前在中国内地设有 30 个零售点。

表 3：周大福品牌矩阵

品牌	定位	FY2023 零售点数量(内地)
周大福珠宝	旗舰品牌	7269
周大福钟表	分销不同品牌钟表	129

HOUSE 1929	高端珠宝品牌	鉴赏会形式陈列
HEATS ON FIRE	高端钻石品牌, 选用全世界切工最完美钻石	1
ENZO	彩宝品牌, 定位轻奢	30
SOINLOVE	轻奢蜜恋珠宝品牌	21
MONOLOGUE	时尚设计, 潮酷属性, 针对年轻群体	60

资料来源: 公司官网, 公司公告, 天风证券研究所

3.2.2. 多层次门店布局

2019 年周大福传承开设首家传承专营店, 以传承产品系列为主要陈列品, 推广“传承系列”名片。与同业品牌相比, 成功打造出大众印象中差异化门店形象和品牌声望。公司在旗舰店“周大福珠宝”下衍生出高端体验店“周大福荟馆”和“周大福艺堂”。

周大福艺堂: 公司于 2019 年 3 月在中国香港开设首间周大福艺堂陈列室, 设立私人陈列室, 旨在为顾客提供奢华高级定制珠宝。

周大福荟馆 (JEWELRIA): 属于公司直营的高端门店, 相较于普通门店, 荟馆主要售卖传承系列部分高端系列产品、Annoushka、MÉMOIRE 等一些海外引入的品牌产品, 其珠宝镶嵌首饰 FY2021 的平均售价约为 10,000 港元, 较中国内地珠宝镶嵌首饰的整体同店平均售价高约 40%。

图 30: 周大福艺堂陈列品-幻响系列高级珠宝



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 31: 周大福荟馆门店



资料来源: 周大福荟馆 JEWELRIA 公众号, 天风证券研究所

3.2.3. 多元化产品矩阵

黄金首饰与产品方面, 公司得益于早期工艺积淀深厚, 始终致力于黄金传统工艺的保育和传承, 有望为传承系列古法金产品、人生四美金镶钻产品持续走红打下基础。

围绕传承系列完善市场需求, 推出藏家金系列、大幅红系列、ING 系列、17916 系列。镶嵌珠宝方面, 除了 HEARTS ON FIRE 及 T MARK 高端钻石产品线, 公司同时推出灿若星辰系列产品。

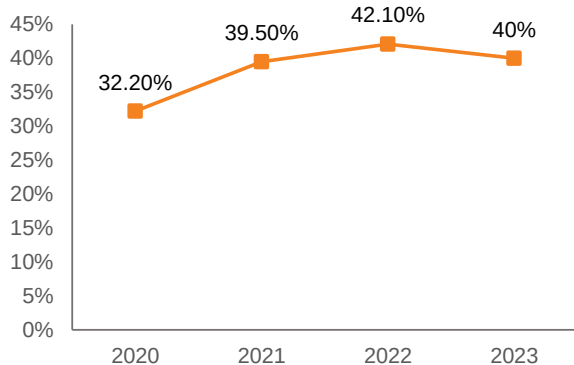
图 32: 周大福珠宝在售主推产品系列

市场定位	产品线	价格区间（元）	产品展示图	市场定位	产品线	价格区间（元）	产品展示图
高端	人生四美系列	12,000-50,000		轻奢	灿若星辰系列	5,000-60,000	
	周大福传承系列	3,000-90,000			17916系列	3,000-13,000	
	国玉系列	5,000-40,000			ING系列	700-12,000	
	藏金家系列	6,000-30,000		大众	大福红系列	150-6,000	

资料来源：天猫官方旗舰店，天风证券研究所；注：价格区间（2023年6月21日统计）仅供参考，具体价格以官方旗舰店价格为准

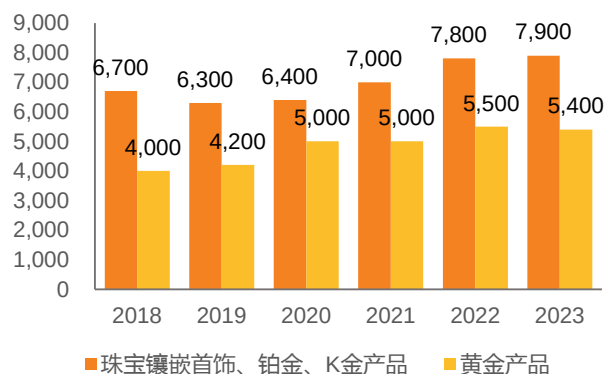
分产品类别预估未来营收增量空间。黄金产品类来看，传承系列占内地黄金产品零售值的比重趋势性上升，其目前主要在一二线门店出售，随着市场古法金产品逐渐实现量产，成本端价格有望降低，传承系列下沉铺货空间可期。

图 33：周大福传承系列在内地黄金产品零售值占比（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 34：主要产品在中国内地同店平均售价（港元）

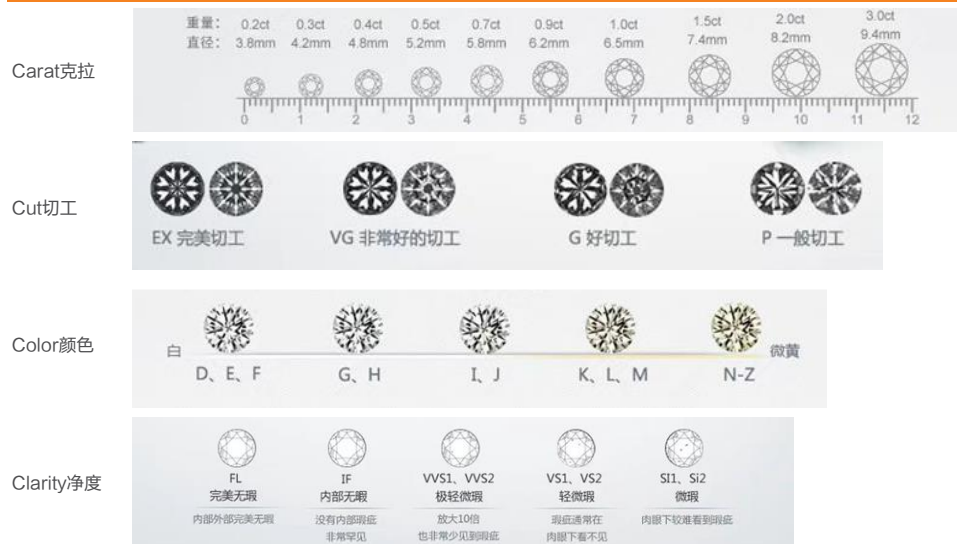


资料来源：公司年报，天风证券研究所

镶嵌珠宝类来看，公司钻石产品在中港资品牌具有领先优势，具有一定溢价能力。从钻石 4C（克拉重量 Carat、颜色 Color、净度 Clarity、切工 Cut）评价标准来看，公司在钻石毛坯供应链的优势保证其钻石产品的三个自然属性（克拉、颜色、净度）质量上乘，在切工方面，公司拥有 Crossworks 公司专利八心八箭切割钻石的大中华区独家销售权，以及 HEARTS ON FIRE 世界顶级切工钻石。不同系列产品线使用不同品质钻石，公司可提供 SI-FL 净度级别的钻石。

图 35：钻石 4C 标准释义

4C 指标释义

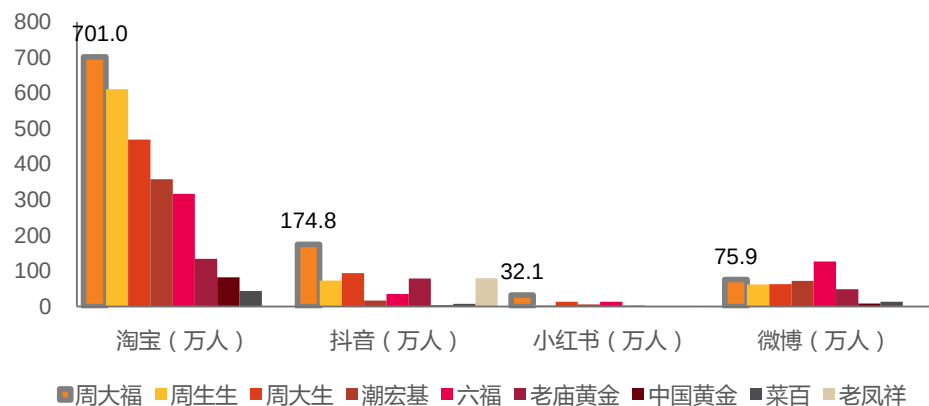


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 全渠道品牌营销，线上线下齐发力

实施全渠道推广策略。线上加强顾客互动力度，带动公私域流量，农历新年期间，公司为周大福传承系列发起抖音挑战活动，点击率超过 1.4 亿次。通过统计黄金珠宝各品牌旗舰店和官方账号在淘宝、抖音、小红书及微博几大社交平台上粉丝数量，周大福在各大平台上均位列前茅。线下端，随着年轻消费者越来越重视节日仪式感，公司针对农历新年及七夕等节日推出主题性营销活动。公司在公域流量具有优势，品牌声誉建设成果显著。

图 36：各品牌在社交平台官方账号/旗舰店粉丝量（万人，截至 2023 年 6 月 21 日）



资料来源：各公司自媒体官方账号及品牌旗舰店，天风证券研究所

3.4. 全链条智能化改革，实现“快产、快销、快补”

发展智慧制造以支持产量需求持续增加。公司生产线的自动化比例由 FY2020 约 14%提升至 FY2022 约 35%。物流配送系统方面，FY2022 公司总配货量约 40%由自动化物流仓处理。设于中国顺德的第二期自动化物流及配货中心即将投入服务，公司的自动化物流能力不但支援黄金产品，也将用于运送独立处理的珠宝镶嵌类首饰产品，将有助于缩短门店铺货周期并改善库存管理。依托深圳、顺德、武汉三地生产工厂，公司计划在 2025 年达成 50% 的年度生产通过智能制造和自动化生产线完成，届时年生产力将有效提升 30%。

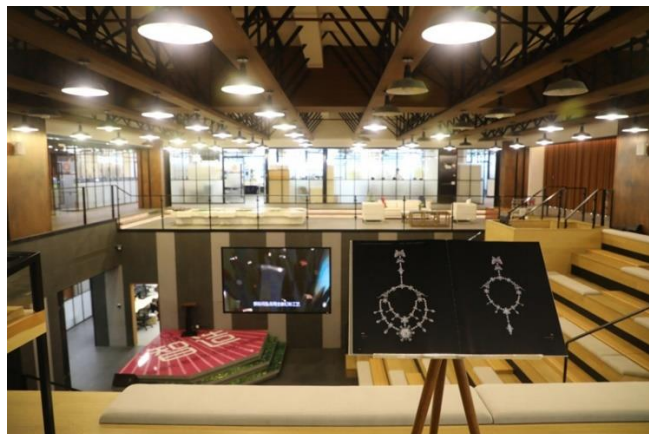
推动数据主导的文化，加码数码转型以优化业务表现。公司将在已有的“云柜台”、“D-ONE”等科技应用基础上打造更强的销售赋能工具及设备，优化全渠道顾客体验。同时完成企业数据库同步化管理，增强分析能力，优化业务表现。

图 37：周大福自动物理和配货中心



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 38：位于顺德的周大福产业园区



资料来源：新华网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估算

4.1. 盈利预测

我们预计 FY2024-2025 疫情影响减弱，预计公司 FY24-26 营业总额分别为 1,150/1,562/2,170 亿港元，净利润分别为 86/107/156 亿港元，归母净利润分别为 84/105/152 亿港元，维持“买入”评级。

表 4：盈利预测与收入拆分表

FY	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总额（亿港元）	701.64	989.38	946.84	1,150.08	1,561.56	2,169.50
YoY(%)	23.63%	41.01%	-4.30%	21.46%	35.78%	38.93%
分产品：						
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰	154.13	166.99	199.51	166.84	170.39	175.96
YoY(%)	-17.44%	8.34%	19.48%	-16.38%	2.13%	3.27%
黄金首饰及产品	374.06	472.55	720.78	720.78	918.99	1,318.75
YoY(%)	-14.21%	26.33%	52.53%	0.00%	27.50%	43.50%
钟表	34.31	53.35	59.36	49.68	50.67	55.23
YoY(%)	-5.43%	55.49%	11.27%	-16.32%	2.00%	9%
珠宝贸易、服务收入等其他业务收入	5.01	8.75	9.73	9.55	10.03	11.62
YoY(%)	-34.15%	74.65%	11.18%	-1.84%	5%	15.85%
净利润（亿港元）	61.76	68.80	54.90	86.26	107.44	156.12
YoY(%)	107.04%	11.40%	-20.21%	67.60%	18.47%	45.62%
净利率	8.80%	7.00%	5.80%	7.50%	6.88%	7.20%
归母净利润（亿港元）	60.26	67.12	53.84	84.24	104.92	152.46
YoY(%)	107.72%	11.38%	-19.79%	56.46%	24.55%	45.31%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 风险提示

- 消费能力回弹乏力：后恢复不及预期，叠加黄金珠宝消费需求弹性大，可能会对公司

业绩增长产生阻力；

- 金价波动：黄金产品是公司主营产品之一，金价波动会引发消费者观望态度，对短期销量影响较大，同时带来存货管理风险；
- 管理能力不足：新设零售点数量大，管理能力未同步加强，可能对同店销售数据有不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com