

周大福：黄金珠宝龙头品牌，推陈出新实现新突破。 创立于1929年，珠宝行业深耕多年；采用差异化品牌战略，以周大福旗舰品牌为核心，推出 HEARTS ON FIRE、ENZO、SOINLOVE 与 MONOLOGUE 等品牌；通过自营与加盟模式扩张市场，截至2023年年末，集团共有零售点7885个，FY2023集团零售值达946.84亿港元，归母净利润达53.84亿港元。通过直营店与加盟店搭建广泛的零售网络，直营店直接向消费者销售黄金产品、珠宝镶嵌首饰等，批发营业额来源于向加盟商销售产品收入（自有工厂生产）及品牌使用费（外协工厂生产）。

引领珠宝行业变革，三大维度稳固龙头地位。 复盘周大福发展历程，其引领珠宝行业变革，通过产品、渠道与品牌力稳居龙头地位。据欧睿数据，周大福在中国内地黄金珠宝市场的市占率由2014年的6.1%增至2023年的10.9%。

1) 产品端：推陈出新开辟年轻客群，严格标准强化竞争力。 2017年周大福推出致敬中国黄金传统工艺及中华文化的黄金产品周大福传承，引领古法金行业潮流，传承系列占中国内地黄金产品零售值比例由FY2020的32.2%提至FY2022的42.1%，FY2023与FY24H1保持在40%与37%的比例，拉高集团黄金产品平均售价，助力整体毛利率提升。此外，与迪士尼、蜡笔小新、大英博物馆等多家知名IP合作，推出款式丰富的联名款。公司拥有合作关系紧密的优质供应商，保证产品高质量水平；在设计工艺方面保持高标准要求以及突出的产品创新能力；推出珠宝定制线上平台，充分满足消费者的个性化需求。

2) 渠道端：自营门店设立核心城市标杆，加盟模式提高覆盖率。 行业快速扩张期间（2003~2013年）：先发布局中国内地市场，通过直营店抢占一二线的市场份额，收入增速跑赢行业。需求回补与行业阵痛期（2014-2017年）：将重心放在产品创新与子品牌建设上，2014年收购美国高端钻石品牌 HEARTS ON FIRE，2016年设立平价潮流品牌 MONOLOGUE，2017年推出轻奢蜜恋珠宝品牌 SOINLOVE，通过多品牌矩阵的方式满足细分市场需求，吸引年轻群体的消费力。渠道下沉与低线城市渗透率提升阶段（2018-2022年）：提出“新城镇计划”，实行省级代理商政策，加速加盟店数增长，布局由一、二线向三、四线城市渗透，截至2023年3月31日，集团在中国内地共7269个周大福珠宝零售点，超越为FY2025定下的开设7000家门店的目标，门店数量增长计划超额完成。产品差异化竞争与品牌力塑造阶段（2023年至今）：提出从快速扩张策略到门店精细化运营与门店升级的战略。24Q3，将在中国香港中环开设全新形象门店，25年初将在上海开设品牌旗舰店，计划未来五年战略性翻新近8000家门店。

3) 品牌端：主品牌深厚积淀奠定基础，子品牌创新多元丰富内涵。 周大福主品牌影响力深远，满足细分需求的子品牌助力周大福矩阵的品牌矩阵日益丰富，提升整体竞争力。

后续看点：行业景气度持续向上，低估值高股息值得关注。

1) 行业集中度提升与景气度向上：行业规模稳步扩张，龙头集中或成必然趋势；金价长期增长驱动板块景气度上行。

2) 公司未来看点：推出门店翻新计划，提高单店盈利能力，估值处于历史低位。 优化产品组合，提升高附加值产品占比；推出新品牌标志，全新革新零售业务，战略性翻新旗下门店，有望提高单店盈利能力；现金分红比例较其他港资品牌高，FY2021以来保持在40%以上；股息率在稳定区间；目前估值处在历史低位，受益行业驱动与公司布局有望驱动估值提升。

投资建议：公司的珠宝龙头地位稳固，产品、渠道与品牌力突出，预计FY24-FY26实现营收1091.13、1218.60、1346.00亿港元，同比+15.2%、+11.7%、+10.5%；归母净利润为75.69、86.00、96.25亿港元，同比+40.6%、+13.6%、+11.9%，对应PE为13/11/10倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险、终端需求不及预期的风险、原材料价格波动或供应短缺的风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万港元	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	94,684	109,113	121,860	134,600
增长率 (%)	-4.3	15.2	11.7	10.5
归母净利润	5,384	7,569	8,600	9,625
增长率 (%)	-19.8	40.6	13.6	11.9
EPS	0.54	0.76	0.86	0.96
P/E	18	13	11	10
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为6月6日收盘价，会计年度为4月1日至次年3月31日）

推荐

首次评级

当前价格：

9.76 港元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

目录

1 周大福：黄金珠宝龙头品牌，推陈出新实现新突破	3
1.1 发展历程：百年积淀成就行业领先地位	3
1.2 股权结构：家族企业股权结构集中	4
1.3 营收回顾：黄金产品韧性显现，盈利能力基本稳定	6
1.4 运营模式：全产业链经营，自营与加盟覆盖网络广泛	10
2 引领珠宝行业变革，三大维度稳固龙头地位	12
2.1 推陈出新开辟年轻客群，严格标准强化产品竞争力	14
2.2 自营模式打造标杆，加盟模式加速城市覆盖率	18
2.3 主品牌深厚积淀奠定基础，子品牌创新多元丰富内涵	23
3 行业景气度持续向上，低估值高股息值得关注	25
3.1 行业角度：金价上行趋势带动景气度持续向上	25
3.2 公司角度：低估值高股息标的值得关注	26
4 盈利预测与投资建议	29
4.1 盈利预测	29
4.2 估值分析	31
4.3 投资建议	31
5 风险提示	32
插图目录	34
表格目录	35

1 周大福：黄金珠宝龙头品牌，推陈出新实现新突破

1.1 发展历程：百年积淀成就行业领先地位

周大福集团创立于 1929 年，在黄金珠宝行业深耕多年，主营业务包括黄金首饰及产品，珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰、钟表等产品销售；采用差异化品牌战略，以周大福旗舰品牌为核心，推出 HEARTS ON FIRE、ENZO、SOINLOVE 与 MONOLOGUE 等其他品牌；通过自营门店与加盟门店模式扩张门店网络，截至 2023 年年末，零售点网络合计 7885 个，包括周大福珠宝品牌 7645 家、其他品牌 240 家门店零售网络，分布在中国内地、中国香港、中国澳门及其他地区。FY2023，集团销售额达 946.84 亿港元，归母净利润达 53.84 亿港元。

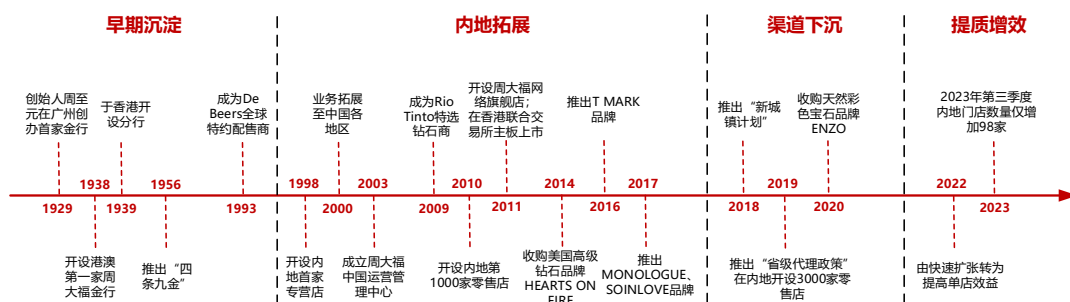
早期沉淀阶段 (1929-1997 年)：1929 年，创始人周至元于广州市洪德路创办首家金行，取名为“周大福”，寓意“五福临门，大富大贵”。1938 年，周大福金行从广州扩展至中国澳门，开设了港澳第一家周大福金行。1939 年，周至元在中国香港开设分行。到 50 年代，周大福规模不断扩张，先后在九龙和铜锣湾开设分店，整个周大福的重心也由中国澳门移至中国香港。50 年代，中国香港金银贸易鱼龙混杂，值此时机周大福于 1956 年推出“四条九金”，即纯度 999.9 的黄金，后成为中国香港地区足金饰品的成色标准。1993 年，周大福成为 De Beers 集团的全球特约配售商。

内地拓展阶段 (1998-2017 年)：1998 年，周大福看到内地市场的消费潜力，开始进军中国内地珠宝市场，在北京开设第一家内地周大福珠宝专营店。2000 年，随着内地城镇化的持续发展，集团开始扩展至全国各地。从此，周大福在中国内地的业务进入了高速发展期，在 2003 年，成立周大福中国营运管理中心。2009 年，周大福成为了 Rio Tinto 特选钻石商。次年，在北京开设内地第 1000 家零售店，内地业务实现迅猛发展。2011 年 10 月，周大福开设网络旗舰店，同年 12 月，周大福于香港联合交易所主板上市。2014 年 1 月在武汉开设集团第 2000 个零售点。此后周大福持续拓展品牌风格，于 2014 年 8 月收购美国高级钻石品牌 HEARTS ON FIRE。2016 年推出 T MARK 钻石品牌，次年 3 月推出 MONOLOGUE 品牌、4 月推出 SOINLOVE 品牌，满足消费者差异化的珠宝需求。

渠道下沉阶段 (2018 年-2021 年)：2018 年，周大福推出“新城镇计划”，将市场从一二线拓展至三四线城市，于次年推出“省级代理政策”，带动下沉渠道门店数量增长，当年内地周大福零售店数量突破 3000 家。截至 2021 年年末，周大福集团共有 5646 个零售点。

提质增效阶段 (2022 年至今)：截至 2023 年 3 月 31 日，中国内地共有 7269 个周大福珠宝零售店，超越为 2025 财年定下的开设 7000 家门店的目标，集团将未来的业务增长计划专注于高质量扩张，提升现有零售网络的门店效益及提供卓越的客户体验，将快速扩张的销售战略转为提高单店效益，发展进入提质增效阶段。

图1：周大福发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

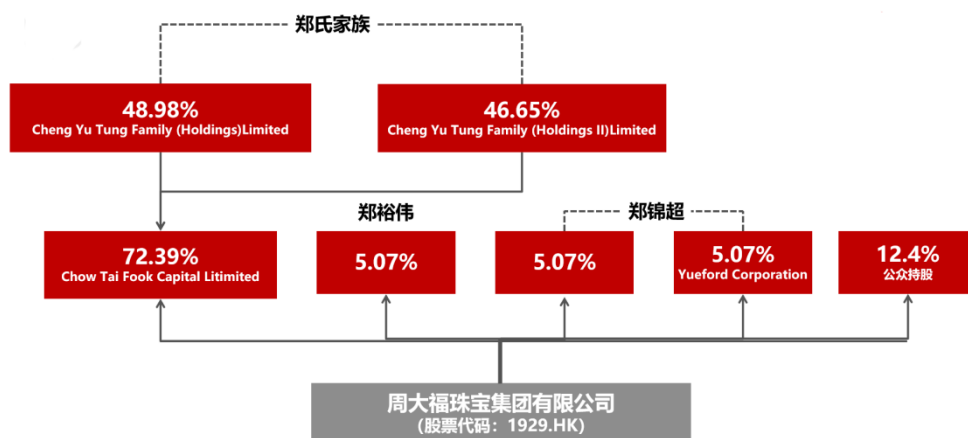
图2：周大福主要产品类别



资料来源：周大福官方商城，民生证券研究院

1.2 股权结构：家族企业股权结构集中

郑氏家族控制，家族企业股权结构集中。周大福集团股权结构较为集中，最大股东为 Chow Tai Fook Capital Limited，持股比例高达 72.39%，公司由郑氏家族控股的两家离岸公司直接控制；此外，郑裕伟和郑锦超分别直接持股 5.07%，同时郑锦超通过 Yueford Corporation 间接持股 5.07%。截至 2023 年 9 月 30 日，郑氏家族共持有周大福集团 87.6% 股份，拥有集团的核心控制权。

图3：周大福股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理团队稳定，经验与活力兼备。周大福董事会由郑氏家族和职业经理人组成，专业背景与行业情怀兼具。管理团队加入周大福多年，熟悉行业与公司业务情况，均拥有丰富的管理与行政经验，其中，董事会主席郑家纯 1971 年加入集团，统领集团策略方针及整体表现；副主席郑志恒、郑志雯主要负责集团战略方针、表现及企业改革；职业经理人黄绍基 1977 年加入集团，2011 年获委任为董事总经理，负责集团整体企业管理、战略与营运，在中国的业务拓展及企业运营与管理方面拥有丰富的管理经验。

多元化专业背景，迎合年轻一代消费趋势。周大福管理团队除了老牌管理人才的保障，还有近年来不断加入的新一代创新人才。新任执行董事郑志刚拥有哈佛大学文学艺术类教育背景，重视中国年轻一代消费潜力，将艺术与个性化注入珠宝设计中，推动集团的改革与创新。

表1：周大福管理团队履历

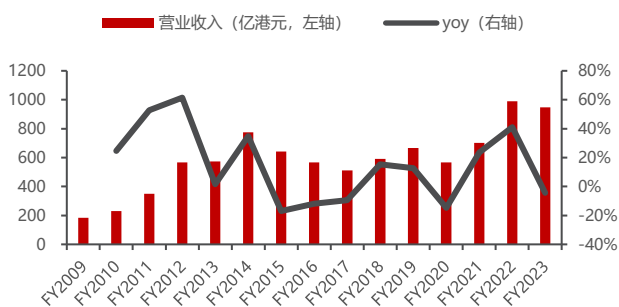
姓名	职务	加入集团时间	职责
郑家纯	主席兼执行董事	1971 年	集团战略方针及整体表现
郑志恒	副主席兼执行董事	2007 年	集团战略方针、表现及企业改革
郑志雯	副主席兼执行董事	2019 年	集团战略方针、表现及企业改革
黄绍基	董事总经理	1977 年	集团整体企业管理、战略与运营
郑志刚	执行董事	2007 年	集团策略投资及智慧零售
郑锦标	执行董事	1979 年	集团的银行及业主关系管理
郑炳熙	首席财务官	2004 年	集团财务管理、企业管治及投资者关系
孙志强	执行董事	1985 年	集团在中国香港、中国澳门及其他市场的业务
廖振为	执行董事	1999 年	集团个性品牌发展，包括 ENZO、SOINLOVE 和 MONOLOGUE，及中国内地钟表业务

资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.3 营收回顾：黄金产品韧性显现，盈利能力基本稳定

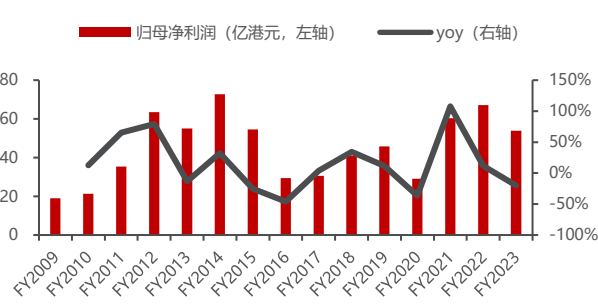
营业收入保持稳定, 归母净利润波动上升。①从收入端来看, FY2009-FY2012 (2008.4.1-2012.3.31), 周大福营业收入从 184.1 亿港元增长至 565.7 亿港元, 期间 CAGR 为 32.4%, 受益于行业的高增长以及集团进入中国内地市场快速发展, 收入端呈现快速扩张; FY2013-FY2017 (2012.4.1-2017.3.31), 周大福营业收入先涨后跌, 从 574.3 亿港元至 512.5 亿港元, CAGR 为-2.8%, 因“抢金潮”提前透支部分消费需求, 加上国际金价震荡局势, 收入增速放缓; 2HFY2017 业务有所回升, 营业额同比+4.4%, 较 1H FY2017 按年下降 23.5%有明显改善, 主要因前几年中国内地经济进入调整期及港澳地区受客流减少等影响, FY2018 (2017.4.1-2018.3.31) 收入迎来回升, 随可支配收入、中国人口等基本因素整体走向乐观, 加之千禧世代的兴起、城镇化发展持续, 促进需求稳定增长; FY2019-FY2023 (2018.4.1-2023.3.31), 周大福营收从 666.6 亿港元增至 946.8 亿港元, 期间 CAGR 为 9.2%; 受到 Q3 疫情的影响, FY2023 出现小幅负增长, 营业收入较 FY2022 下降 4.3%。②从利润端看, FY2009-FY2012, 周大福归母净利润从 19.0 亿港元增长至 63.4 亿港元, CAGR 高达 49.5%; FY2013-FY2017, 周大福归母净利润从 55.1 亿港元先增后降至 30.6 亿港元, 期间 CAGR 为-13.7%; FY2018 集团归母净利润出现回升; FY2019-FY2023, 集团的归母净利润从 45.8 亿港元增长到 53.8 亿港元, 期间 CAGR 为 4.1%, 增速稳定, 其中 FY2020 和 FY2023 出现下滑, 归母净利润波动较大。总体而言, 利润与收入变动较为一致。

图4：周大福营业收入及同比增速（亿港元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：周大福归母净利润及同比增速（亿港元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

黄金产品韧性显现，中国内地市场优势突出。

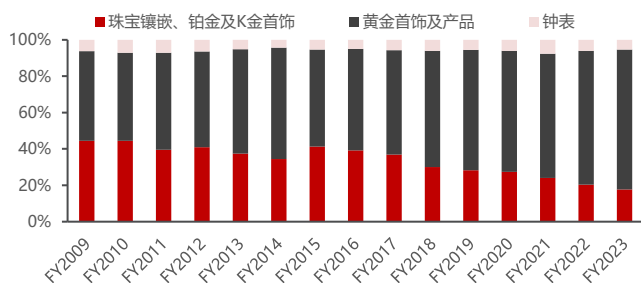
按产品划分, 黄金产品贡献公司主要收入来源且占比逐年增加, 产品韧性显现。 FY2009-FY2014, 黄金产品占营业收入的比例逐年增加, 从 49.31% 增至 61.18%。FY2015, 黄金产品占比下滑至 53.3%, 主要因 FY2014 抢金潮提前透支了部分消费需求, 但随后一直逐年稳步增长, FY2023, 黄金产品的收入占比达 76.90%。在 FY2020 及 FY2023 营收受到疫情影响而下降的情况下, 黄金产品的创收能力仍保持增长, 展现出较强的韧性。FY2019-FY2023, 珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰

占比由 28.3%降至 17.8%，钟表占比由 5.5%小幅降至 5.3%。

按地区划分,中国内地市场营收能力突出,贡献集团的绝大多数收入。FY2009-FY2023,中国内地市场营收占集团总营收比例整体呈上升趋势,与港澳及海外市场营收的比例从 FY2009 的 1:1,上升至 FY2023 的 9:1。FY2020、FY2021,中国内地市场营收占比出现明显提升,主要因疫情影响导致港澳地区客群基础转变、经营环境疲软。FY2023,港澳地区展现出疫情后强劲的收入恢复势头,港澳及海外市场的营收占比增速五年来首次超过中国内地市场;中国内地市场仍占据营业收入总额的 86.2%,贡献主要营收。

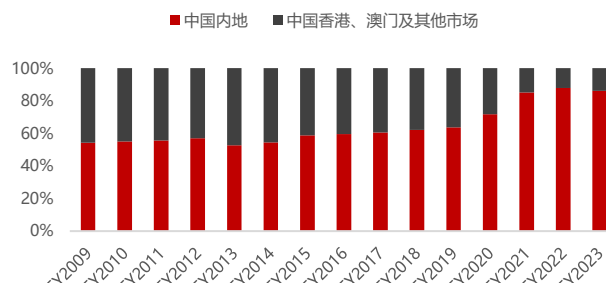
按运营模式划分,中国内地由直营零售为主转变为加盟批发模式为主,而港澳即其他市场仍以直营零售模式为主。周大福业务可分为零售及批发两种模式,中国内地的批发模式主要指向加盟商销售货品及向加盟商提供服务的收入,而港澳及海外地区则包含向加盟商、零售商销售货品及来自珠宝贸易的销售额。FY2009-FY2018,内地批发(加盟)收入占比基本在 20%左右。FY2019-FY2023,内地批发(加盟)收入占比逐年增加, FY2023 超过零售收入占比,主要系下沉渠道下加盟门店的开拓。同中国内地不同,港澳及海外市场零售与批发收入占比相对稳定,零售模式是营收主要来源。FY2009-FY2017,港澳及海外市场批发收入占比在 5%以下; FY2018 年开始增长,并稳定在 10%左右。

图6: 周大福营业收入占比按产品划分



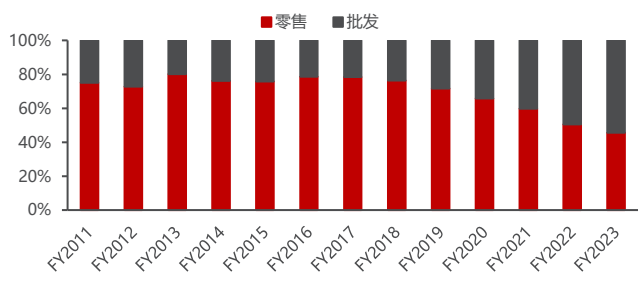
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图7: 周大福营业收入占比按地区划分



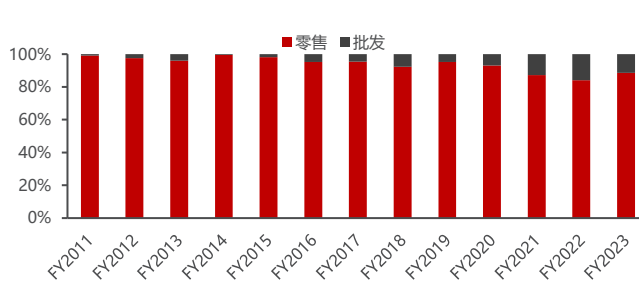
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图8: 周大福营收占比按运营模式划分(中国内地)



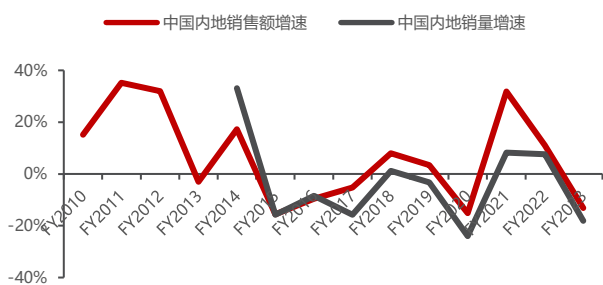
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图9: 周大福营收占比按运营模式划分(港澳及海外)

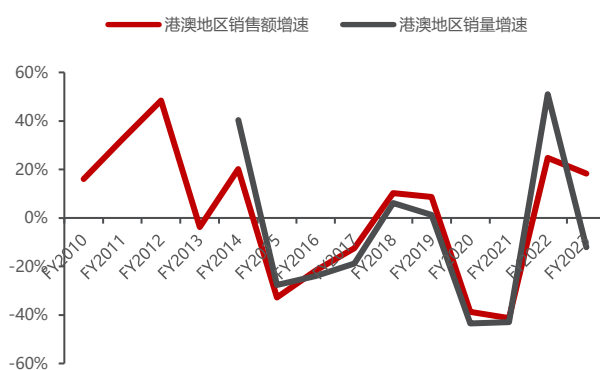


资料来源:公司公告,民生证券研究院

疫情冲击下同店销售承压，港澳市场率先恢复。 FY2010-FY2014，同店销售整体向好；FY2015-FY2017，由于“抢金潮”提前透支部分消费需求及国际金价波动，同店销售持续下滑；FY2018及FY2019集团同店销售稍有增长；但受疫情影响，FY2020集团整体同店销售大幅下滑，FY2021-FY2022，中国内地的同店销售额与销量增速止跌转增，主要系中国内地零售点持续扩张且消费意愿有所改善及金价涨幅走弱，带动终端复苏。FY2023受疫情再次影响，同店销售再次面临大幅下降，业绩承压。FY2023Q4因出入境限制取消、居民出行环境好转的影响，港澳地区市场率先恢复，FY2023销售额增速为18.3%，呈现高速增长势头。

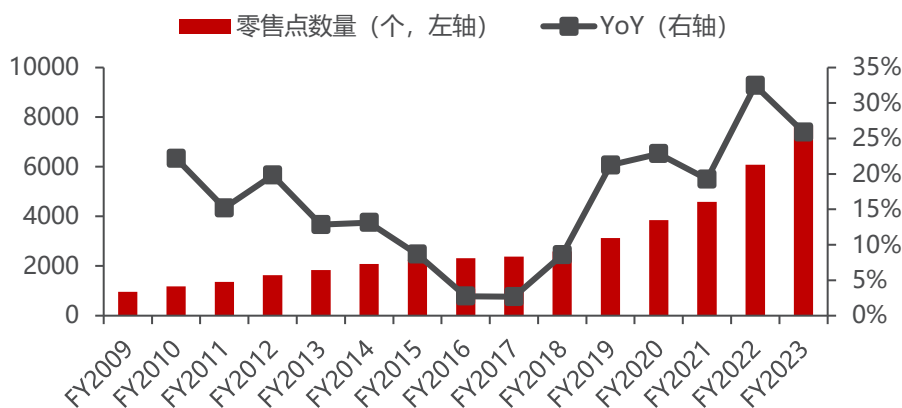
图10：周大福中国内地同店销售额及销量同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：周大福港澳地区同店销售额与销量同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

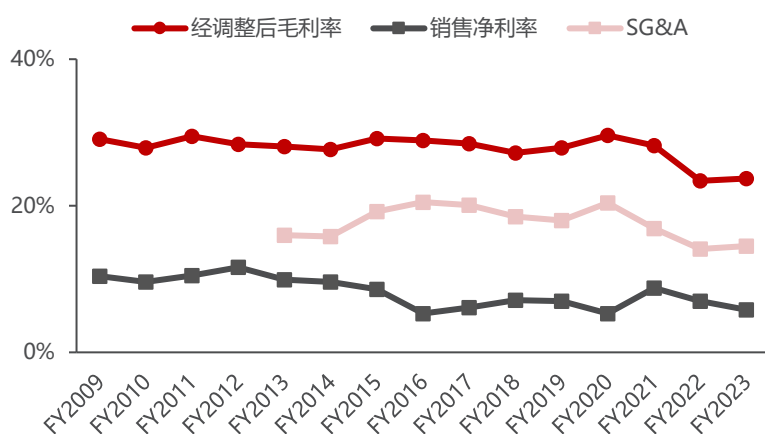
门店快速扩张之后，转变策略注重单店效益优化。 FY2009-FY2023，周大福集团零售点数量稳步增长。FY2019-FY2023，在“渠道下沉”策略的影响下，周大福集团零售点数量快速扩张，由3262家零售点增长到7655家，保持20%左右的年增速。FY2023后，周大福改变快速扩张策略，转为注重提升单店经营效率。

图12：周大福集团零售点数量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

盈利能力基本稳定, 费用率水平控制良好。从毛利率来看, FY2009-FY2019, 周大福经调整毛利率稳定在较高水平; FY2020-FY2023, 经调整毛利率呈下降趋势但仍保持较高水平, FY2023 经调整毛利率为 23.7%, 较 FY2022 小幅上涨 0.3%。从净利率来看, FY2009-2023 周大福整体净利率相对稳定, 保持在 5% 以上, 盈利能力基本稳定。从费用控制来看, FY2009-FY2019, 销售及行政开支占营业额比例整体保持稳定, FY2020-FY2023 销售及行政开支占营业额百分比稳步下降, 由 20.4% 下降为 14.5%, 费用率水平控制良好。

图13: 周大福经调整毛利率、净利率和销售及行政开支占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

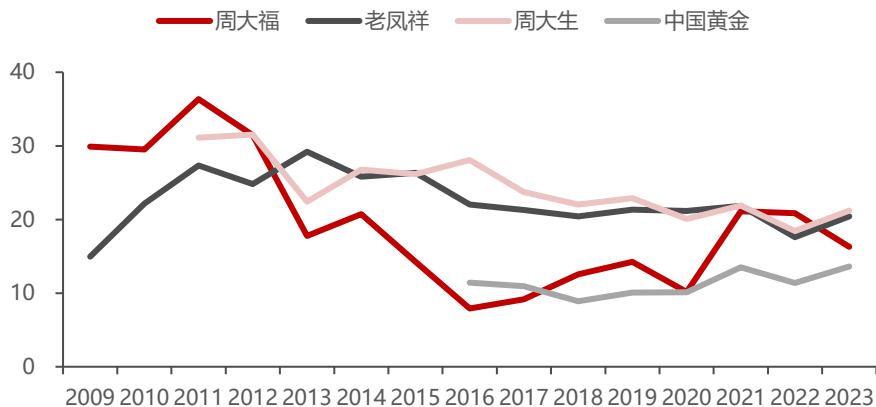
周大福 ROE 情况大致可分为四个阶段: FY2009-FY2011, 维持在 25% 以上, 主要系净利率处于较高水平; FY2013-FY2017 整体下滑, 主要系行业增速放缓, 公司业务拓张受到影响; FY2018 起, 受益于公司的渠道拓展战略与行业复苏, ROE 开始回升; FY2020 中国内地受疫情影响, ROE 下滑, 之后企稳回升。**整体上, 珠宝行业 ROE 维持在 8%~36% 的区间。**从行业的发展趋势看, 黄金珠宝企业的 ROE 走势整体一致, 但个股波动存在分化, 在 2009-2012 年的行业快速扩张期, 周大福因具备先发布局优势, 在 ROE 表现上也跑赢行业, 而在行业调整期, 公司也在进行渠道变革与调整, 其表现弱于行业均值, 之后在渠道变革、品牌调整等促进下, 实现了 ROE 的快速提升, 回归到行业均值水平。

表2: 周大福 ROE 及拆分

指标	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
销售净利率	10.40%	9.62%	10.48%	11.62%	9.89%	9.62%	8.61%	5.26%	6.15%	7.11%	7.03%	5.26%	8.80%	6.95%	5.80%
总资产周转率	1.28	1.46	1.52	1.48	1.27	1.47	1.05	0.97	0.98	1.11	1.11	0.89	1.08	1.30	1.08
权益乘数	2.27	2.17	2.37	1.90	1.46	1.50	1.60	1.57	1.58	1.64	1.87	2.23	2.27	2.36	2.65
ROE	29.71%	29.50%	36.35%	31.48%	17.79%	20.75%	14.24%	7.91%	9.16%	12.56%	14.26%	10.16%	21.10%	20.85%	16.31%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图14: 黄金珠宝企业 ROE (单位: %)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院; (注: 周大福为财政年度, 其余为会计年度)

1.4 运营模式: 全产业链经营, 自营与加盟覆盖网络广泛

公司涵盖从原材料采购、生产与设计环节进行产品增值, 在销售环节通过自营门店及加盟门店的方式, 并进行市场推广与品牌营销。

原材料采购环节, 具备稳定的原材料供应与合作关系。据公司招股书, 公司所用成品钻石中约 60%来自交易商及批发商, 其余 40%由集团购入的钻石毛坯由工厂进行切割打磨; 彩色宝石材料主要向 50 多名彩色宝石供应商、切割商及矿主购买; 约 15 名经常往来的珍珠供应商; 黄金及铂金原材料方面, 向中国香港从事贵金属业务的公司以及上海黄金交易所采购贵金属, 此外, 也通过银行进行黄金租赁方式进行黄金原材料的获取。

通过黄金借贷与黄金远期方式, 减轻金价波动对于黄金库存的影响。因黄金借贷的利率一般较银行存款低, 不仅可以降低公司获取原材料时的利率支付, 也可以减轻金价波动对黄金存货的影响。公司采用黄金远期的方式, 对冲通过黄金租赁获得的黄金原料价格波动对毛利率造成的影响。

图15: 黄金采购与对冲策略



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院绘制

表3：银行贷款及黄金借贷逐年变动、黄金借贷公允价值变动

百万港元	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
银行贷款	10057	11431	6418	9065	5855
银行贷款年利率	2.1%-2.5%	1.8%-3.9%	0.8%-1.0%	0.9%-1.2%	3.8%-4.2%
黄金借贷	8012	11280	5725	15721	15086
黄金借贷年利率	0.8%-3.0%	0.7%-2.3%	0.8%-2.1%	0.8%-2.0%	0.8%-1.9%
黄金借贷的公允价值变动	117.2	1276.1	168.4	1021.2	1546

资料来源：公司公告，民生证券研究院

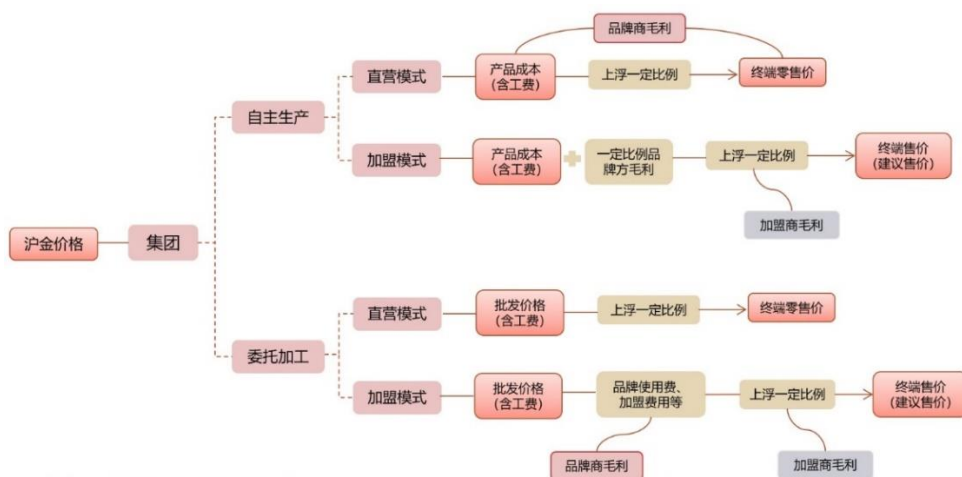
生产环节中保证较高自产占比，并提高生产自动化率。在生产模式上，采取自产与外协方式。公司在顺德、深圳、武汉、中国香港均有产业园，为保证产品质量，自行生产约 80%的珠宝镶嵌首饰，其他珠宝首饰则在集团严格质量监控下外包予外部生厂商生产，外包生产的整体占比约 50%。**在设计与生产环节**，具体分 OEM（原厂委托制造）、ODM（原厂设计制造）、C2M（顾客对工厂）；大力发展智能制造，通过优化工序及技术研发创新，使生产线的自动化比例由 FY2020 的 14% 提升至 FY2022 的约 35%。

销售模式：通过直营门店与加盟门店搭建广泛的零售网络，直营门店中直接向消费者销售黄金产品、珠宝镶嵌首饰等，批发渠道的营业额来源于向加盟商销售产品所得的销售收入（自有工厂生产）、品牌使用费（外协工厂生产）以及加盟费用。

1) 直营模式：开设直营门店的方式进行产品销售，自营门店收入来源于产品销售收入，产品定价基于大盘金价的上浮、工艺费用提高产品附加值等；**2) 加盟模式：**

2018 年，在中国内地推行新城镇计划，并在 2019 年 5 月推出“省代”政策，通过省代及加盟商在区域扩展门店，加强对加盟品牌的管理。在县级城镇的周大福珠宝加盟零售点，大多以批发卖断模式经营，当产品交付予加盟商时候确认销售金额；余下大部分在中国内地的周大福珠宝加盟零售点，均以寄售模式运营，在零售消费者完成销售交易前，保留存货所有权，当交易完成时确认批发营业额。

图16：自营门店与加盟门店盈利传导图

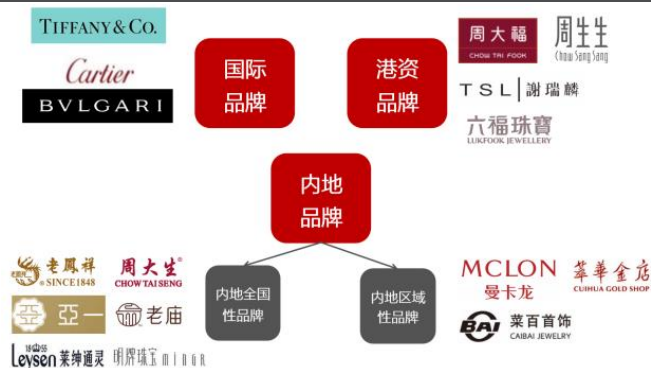


资料来源：民生证券研究院绘制

2 引领珠宝行业变革，三大维度稳固龙头地位

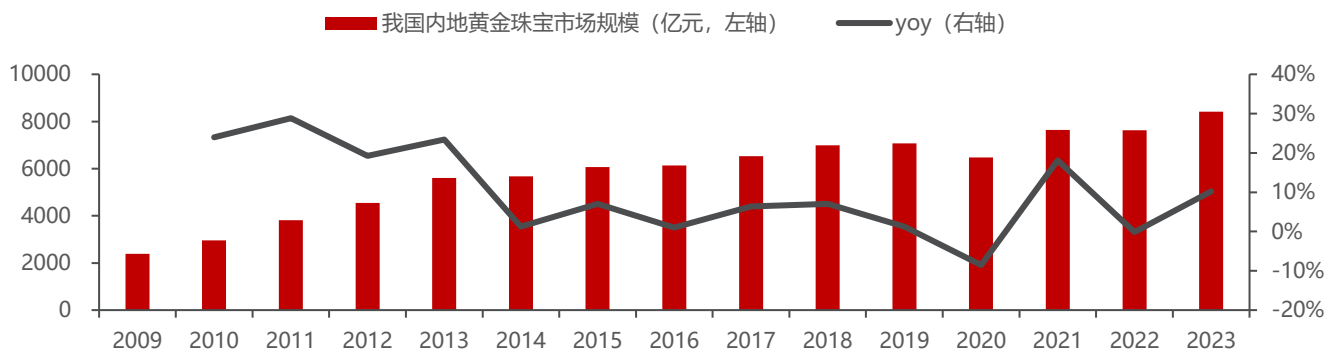
复盘我国黄金珠宝行业的发展历程：经历统购统销、逐步放开、“黄金十年”，现阶段步入了成熟发展阶段。黄金珠宝行业经历了由“统购统销”的计划管理体制到市场化开放程度不断加深的发展过程；2002年，上海黄金交易所成立；2003年，央行取消黄金收购许可，黄金珠宝市场随贵金属制品市场的开放进入快速发展的“黄金十年”，期间国际金价上扬叠加城镇居民收入水平持续提升提供增长驱动力，2003-2013年，黄金珠宝行业快速发展，据欧睿数据，2009-2013年，我国内地黄金珠宝市场规模由2385.0亿元增至5604.9亿元，市场规模CAGR约24%；2013年，黄金价格达到拐点，珠宝企业纷纷调整战略布局寻求发展，头部珠宝品牌加速渠道渗透，以提升品牌影响与知名度，随黄金价格逐步趋稳，珠宝消费需求复苏，行业进入成熟发展时期，2018-2023年，我国内地黄金珠宝市场规模由6988.1亿元增至8413.0亿元，CAGR约为4%。**而在珠宝的品牌端，已经形成了由国际品牌、港资品牌与内地品牌三足鼎立的竞争格局，以周大福为代表的头部港资品牌已建立起较为深厚的品牌形象，主打中高端市场，通过直营+加盟的运营模式布局一二线市场，逐步向三四线市场布局，品牌影响力日益强化。**

图17：国内珠宝市场品牌竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

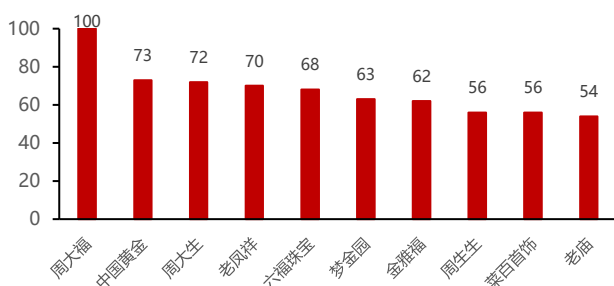
图18：我国黄金珠宝市场规模（亿元）



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

周大福品牌经过百年传承与积淀，获得了消费者的广泛认可。自 1929 年创立至今，“周大福”主品牌已有 90 余年的深厚历史，周大福首创的“四条九金”成为行业足金饰品成色含量的标准，为其树立了良好的品牌形象，消费者认可度较高。通过近百年的传承积淀，“周大福”品牌已经形成了极高的品牌价值，据世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌排行榜》显示，2023 年，周大福品牌价值高达 1032.59 亿元，在黄金珠宝行业稳居行业龙头地位。此外，在公司规模、品牌战略和销售渠道三方面的综合评比中，周大福荣获《2022 胡润中国珠宝品牌排行榜》首位，且其综合指数显著领先于其他品牌。FY2019-FY2023，周大福珠宝零售值占比保持 90%左右高位，稳居集团零售总值第一位，为集团探索多元化品牌战略提供了强大支持。**主品牌“周大福”凭借深厚的品牌积累及消费者的高度认可为周大福集团打下了坚实的基础，子品牌满足了消费者多元化与差异化的需求，公司未来发展动力充足。根据欧睿数据，周大福在中国内地市场的公司市占率由 2014 年的 6.1%增长至 2023 年的 10.9%，稳居中国内地市场行业龙头地位。**

图19：2022 胡润中国珠宝品牌指数排名



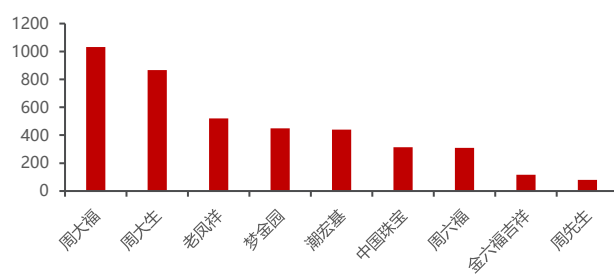
资料来源：胡润中国研究院，民生证券研究院

表4：中国内地市场珠宝公司占有率（%，按销售额计）

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
周大福	6.1	5.1	5.2	6.0	6.5	7.1	7.6	11.2	11.1	10.9
老凤祥	5.5	5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9	8.5	8.8
豫园股份	2.9	2.6	2.2	2.2	2.4	3.0	3.5	3.6	4.3	4.6
历峰集团	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2	2.0	2.5	2.4	2.7
梦金园珠宝	2.7	2.8	2.6	2.7	2.5	2.6	2.3	2.7	2.5	2.5
周大生	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	1.7	2.1	2.4
LVMH	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	1.9	2.0	2.1
潮宏基	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7	1.8
六福珠宝	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
明牌珠宝	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8	0.6	0.7
CR5	17.9	16.5	15.9	17.5	18.6	20.6	22.9	27.9	28.8	29.5
CR10	21.0	19.5	19.0	20.9	22.3	24.4	26.8	34.5	35.8	37.2

资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图20：2023 年中国 500 最具价值品牌排行榜（珠宝）



资料来源：世界品牌实验室，民生证券研究院

梳理了我国黄金珠宝行业由逐步开放、快速发展到进入成熟发展阶段的过程，周大福通过多年品牌积淀与深耕布局抢占消费者心智，铸就珠宝行业龙头地位，接下来从产品、渠道及品牌分析周大福成为龙头的行业背景与公司内在核心竞争力。

2.1 推陈出新开辟年轻客群，严格标准强化产品竞争力

从行业发展视角：黄金珠宝企业不断推陈出新与工艺改进，增加产品附加值。

黄金珠宝工艺经历了普通足金饰品、古法金饰品、3D 硬金、5G 黄金的发展历程：

1) 普通足金饰品：覆盖较广泛消费人群，但产品硬度不高、易变形、款式较单一，其他黄金产品在普货黄金基础上进行工艺变革与产品创新。**2) 古法金饰品：**采用国家古老铸金工艺打造，包括接胎、锤揲、篆刻、镶嵌、花丝等多种工艺，融合传统元素，更具文化内涵与收藏价值。从供给侧看，成立于 2009 年的老铺黄金为最早推广古法黄金概念的品牌，2017 年，周大福推出“周大福传承系列”，老凤祥、老庙、明牌珠宝、六福珠宝等知名珠宝品牌也开始古法黄金产品的推广；另一方面，在消费者品质化消费的驱动下叠加文化自信、“国潮风”兴起，承载中国传统文化元素的古法金受到消费者的喜爱。因古法金产品具备更高的客单价与毛利率，终端品牌商有更强的推广动力，在品牌宣传与供给端推动下，消费者对古法金认知程度与喜好程度不断增加，古法金热度持续提升。**3) 3D 硬金工艺：**2006 年，凯恩特成功研发了 3D 硬金工艺，解决传统黄金首饰因质地较软容易磨损和变形的难题，在同样体积下，3D 硬金饰品重量比普通足金低，具备较高耐磨性与立体感，深受年轻时尚群体的喜爱。**4) 5G 黄金饰品：**5G 黄金饰品在 2019 年左右开始兴起，其比普通黄金首饰的韧性好，且可以像 K 金首饰一样设计出更丰富的款式与新颖造型，比 3D 硬金更不容易损坏，重量介于 3D 硬金与普通黄金之间，工艺在 3D 硬金的基础上进行的改良，收获很多年轻消费群体的喜爱。

表5：黄金饰品工艺变革与对比

产品种类	工艺	产品特点	消费群体
普通足金饰品	现代机械加工工艺	硬度不高、产品易变形；产品款式较单一	消费群体覆盖广泛，整体年龄偏高，主要分布在三四线城市
古法金饰品	以传统古法手工制金工艺为主，辅以现代机械加工工艺	古色古香，整体呈现哑光质地；细节处理更加精致，没有接头和焊点；融合传统元素，更具文化内涵和收藏价值	消费群体覆盖广泛，但因平均客单价较高，消费主力人群为消费能力较强的 30-45 岁人群
3D 硬金饰品	现代机械加工工艺	同体积下重量仅为普通足金的 30%；硬度高，不易变形；具有高耐磨性；极具立体感	以年轻时尚消费人群为主
5G 黄金饰品	现代机械加工工艺	耐磨性高、纯度高、韧性强、硬度高、重量轻、质感足、色泽亮、款式时尚感强	以年轻时尚消费人群为主

资料来源：智研咨询，民生证券研究院

周大福传承系列引领古法金行业潮流，助力公司销售收入与盈利能力提升。

2017 年，周大福推出致敬中国黄金传统工艺及中华文化的黄金产品系列——周大福·传承，在传承传统的基础上，结合现代审美、进行设计创新；从工艺角度，传承系列产品表面呈现哑光质感，表面采用厚壁中空或空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 2017 年推出市场后，获得很多年轻消费者青睐，周大福传承系列占内地黄金产品零售值比例由 FY2020 年 32.2% 增至 FY2022 的 42.1%，在 FY2023 与 FY24H1 保持在 40%与 37%的稳定比例，

其有效拉动黄金类产品销售，拉动集团黄金产品平均销售单价的同时，一定程度上助力周大福毛利率水平提升。此外，周大福传承系列的推广引领古法金的潮流发展，进一步提振品牌力。

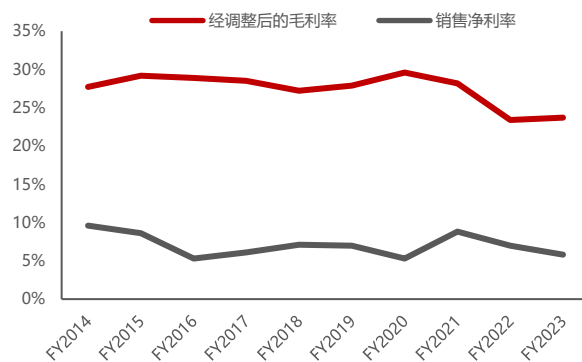
表6：各珠宝品牌推出古法金时间

品牌	产品系列	时间	产品特点
周大福	传承系列	2017	产品采用中国传统的古法浇铸倒膜工艺制成，多采用厚壁中空或实心设计配以整刻及浮雕工艺进行表面处理，呈哑光质感，层次丰富，兼具佩戴和把玩的双重特性
老凤祥	古法花丝、古法福祿、古法龙凤系列	2018	采用传统古老的铸金工艺以儒、道、佛三教为基础，以华夏五千年的传统文化为设计素材将祈福图腾、礼俗文化、祥瑞纹样呈现于产品之中
老庙	古韵金系列	2018	老庙古韵金系列，采用相传来自古代宫廷的古法铸金工艺，醇厚静美的质感，低调奢华的光彩，如同流沙一般暗暗发出光泽，尽力还原黄金本色
明牌珠宝	传家金系列	2018	通过古法金制作工艺将中国古代文化图腾充分融合，回归黄金的古朴浑茂、厚重沉着。同时，产品采用高浮雕工艺，将中国传统纹饰表现得更加清晰、细腻、立体、生动
六福珠宝	古醇金系列	2019	追溯金饰本源，揉合尚福、庆福、藏福、瑞福、佑福、旺福六大设计理念，诠释中华古韵。为迎合不同场合需要，融合镶嵌古老铸金工艺与中国传统特色文化图案，打造出丰富多样的古法金饰
周生生	文化祝福系列、传奇系列	2019	文化祝福系列从象征美好的标志、植物、典故、经文、神话及宗教文化上汲取灵感，将千年的手工匠艺糅合，更具现代感的时尚审美理念，不断加以创新，让千年黄金文化通过更年轻的演绎展现黄金潮流的更多可能性
中国黄金	承福金系列	2019	“中国黄金·承福纹样”以福字为设计载体，将黄金为民的形象，福多财旺的美好祝福赋予其中。该系列产品进行了标准化处理，手镯、戒指内壁、吊坠顶珠、珠串三通均会雕刻承福纹样，确保产品专利独有唯一性
潮宏基	臻金·珍藏系列	2019	回归制金工艺的本质魅力，用诚挚匠心让古法传承，让黄金之美穿越文化与历史，再现高贵且极富质感的皇家风范，让经典之美留世传承
周大生	非凡古法金系列	2021	在沿袭工艺、保持匠心的基础上，更多的关注受众的消费心理及需求，依据佩戴场景和人生阶段，将“非凡金”产品分为“幸福花嫁”、“吉祥人生”、“美丽人生”、“璀璨人生”四个系列

资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，民生证券研究院整理

图21：周大福传承系列占中国内地黄金产品零售值比例


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：周大福盈利能力稳中有升


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司洞悉消费者需求，布局古法金饰品领域，乘“国潮”东风引起消费者共鸣。
分析“周大福传承系列”获得较大市场成功的公司层面原因，来源于集团层面的战略布局、工艺创新能力等方面的诸多赋能。

在集团战略方面，提出精准打造品牌定位，吸引更广泛及年轻的消费者。集团高度重视产品创新能力，并精准捕捉终端消费趋势变化，通过细化消费人群，满足

更具个性化、更多元的消费人群。此外，通过和知名 IP 进行跨界合作方式，吸引更多差异化的消费群和追求个性化的年轻消费者，比如周大福推出的 Hello Kitty、迪士尼经典系列等，进一步彰显对于年轻消费群体的产品打造，正是对于终端消费趋势的洞察能力与集团层面对于年轻群体的重视与产品推广，让周大福传承系列在“国潮风”的推动下起到引领行业变革的重要作用。**周大福迎合年轻化消费趋势，赋予珠宝产品更多文化内涵，除“周大福传承”系列，周大福与迪士尼、蜡笔小新、大英博物馆等多家知名 IP 开展合作联名，推出造型可爱、款式多样的联名款。同时周大福同明星艺人开展合作推出相关产品，吸引粉丝群体，提高产品附加值的同借明星影响力进一步提高品牌知名度，扩大客户群。**

图23：周大福联名与合作产品系列



资料来源：天猫官方旗舰店，民生证券研究院

公司拥有合作关系紧密的优质供应商，保证产品的高质量水平；在设计工艺方面保持高标准要求，以及突出的产品创新能力；此外，公司推出珠宝定制线上平台，充分满足消费者的个性化需求。

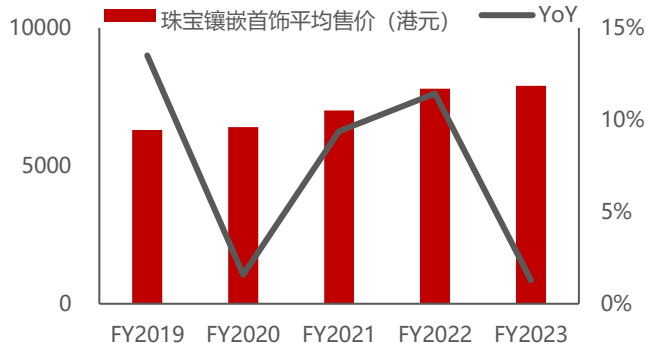
在产品品质方面，三大供应商合作深远，优质原料供应稳定。周大福早在 1993 年成为戴比尔斯的特约配售商，后于 2009 年成为 Rio Tinto 特选钻石商、2012 年与 Alrosa 签订原材料供应合同，并遵循金伯利流程认证计划的规定采购钻石，保证其原材料供应的稳定和品质。同时周大福配备专业的钻石加工打磨工厂，拥有数百台自动打磨机和采用先进镭射切割技术的钻石专家，同国内其他珠宝企业相比具有领先优势。为监测产品质量标准，周大福在深圳设立贵金属测试化验室，配合先进仪器测试珠宝产品的物理完整性及化学成分，有效保障产品质量标准。FY2019-FY2023 周大福内地珠宝镶嵌首饰同店平均售价保持上升趋势，FY2023 平均售价为 7900 港元，以优质的原料来源、严谨的质量标准打造其强大产品力，为未来业务竞争持续赋能。

图24: 顺德工厂工人检查钻石底部磨光质量和对称性



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

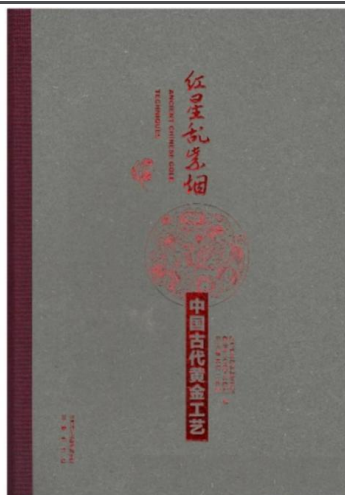
图25: 周大福珠宝镶嵌首饰同店平均售价 (港元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

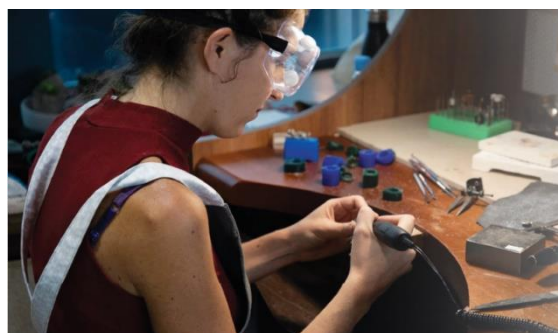
在设计工艺方面, 周大福高度重视产品设计与工艺的传承发展, 创新能力突出, 在兼具古典工艺的同时, 又有现代工艺的融合, 结合传统文化与现代工艺。在设计人才培养方面, 周大福于 2019 年与世界权威珠宝学院合作成立 Loupe 珠宝研学院, 定期举办工作坊活动帮助参与者分享设计概念, 获取工艺技术, 培养创意设计人才。在工艺传承方面, 公司吸纳众多珠宝工艺大师成立“周大福大师工作室”, 致力于传承优秀技艺、改进黄金制作工艺, 并同陕西省文物保护研究院、香港中文大学文物馆开展合作, 推出《中国古代黄金工艺》一书, 基本厘清了中国古代黄金工艺的起源、发展历程、制作方法, 发掘出古法黄金工艺价值。周大福于 2017 年推出其古法金产品, 其中传承系列利用古法制作工艺, 以千年前的符号、图案、文化为元素, 结合现代的审美、结构、佩戴习惯进行时尚创作, 备受市场青睐。

图26: 《中国古代黄金工艺》



资料来源: 陕西文物保护网, 民生证券研究院

图27: Loupe 为设计师提供共享工作空间



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

在个性化定制方面, 推出珠宝定制线上平台, 充分满足顾客个性化需求。通过 D-ONE 定制平台, 顾客可以自主选择钻石和款式设计, 之后高度自动化的智能生产系统将设计转化为实际产品, 不到 24 小时即可完成订单以备交付, 获得专属自

定珠宝的独有体验。除了简单定制款式，D-ONE 平台还支持顾客自选戒指配件，打造更复杂、自由度更高的定制产品，部分产品能于 10 天内完成，较以往生产周期快一倍。FY2021，D-ONE 定制产品的平均售价比内地镶嵌类产品平均售价高出一倍以上，零售值达 1.33 亿港元，周大福珠宝定制市场未来可期。

图28: D-ONE 裸钻定制


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29: D-ONE 定制程序


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 自营模式打造标杆，加盟模式加速城市覆盖率

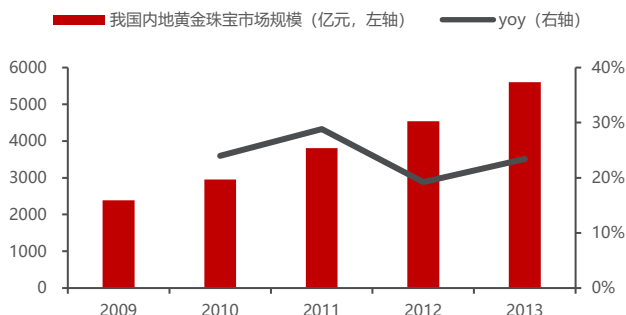
在渠道端，从行业发展的视角，分别梳理在行业的快速扩张期、缓慢增长期、重回增长期及步入稳定发展期的几个阶段，周大福重点在渠道端的布局，如何成为引领行业的标杆企业。

第一阶段 (2003~2013 年): 行业快速扩张期间，公司主要通过直营店抢占一、二线的市场份额。在该阶段，从宏观层面，中国消费者日益富裕、可支配收入不断提升，因此对于品质化消费与产品质量更为重视，2006-2010 年，消费品零售总额年复合增速为 19.7%；行业层面，2009-2013 年，我国内地黄金珠宝行业市场规模由 2385 亿元增至 5605 亿元，CAGR 为 23.8%，作为品质化消费代表，增速十分可观。周大福集团作为率先布局国内市场的港资品牌，具备较强先发优势，从其集团的营收增速表现看，较行业增速更佳，也凸显起建立的品牌力带动其在行业快速增长期有更优异的表现。

先发布局中国内地市场，实现收入增速跑赢行业。1998 年，周大福在北京建国门开设了内地的第一家珠宝门店，也成为第一家布局内地市场的港资珠宝品牌；2003-2013 年，迎来珠宝消费的“黄金十年”，率先进入中国内地市场的周大福，实现了门店数量与收入体量的快速提升。**在重点布局的城市层级选择上**，据弗若斯特沙利文数据，2010 年，来自一线及二线城市的销售额占中国珠宝首饰零售总额约 66.3%，因此周大福在进入中国内地市场时首选一、二线城市进行布局。**在渠道模式选择上**，以周大福、六福集团为代表的港资品牌及以老凤祥等为代表的内地品牌往往选择在一、二线城市布局直营门店，在次级城市通过加盟模式扩张的方式。据欧睿数据，2009-2013 年，我国内地黄金珠宝行业市场规模由 2385 亿元增至 5605 亿元，CAGR 为 23.8%；而周大福集团的营业总收入由 FY2010 的 229 亿港元增长到 FY2014 的 774 亿港元，CAGR 达 35.5%，**说明在行业的高速成长期**，

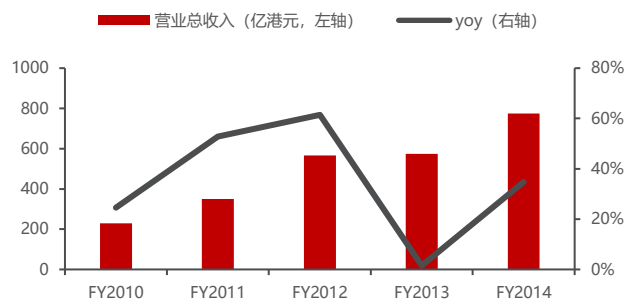
具备先发布局优势的周大福拥有跑赢行业的增速。

图30：2009-2013 年我国内地黄金珠宝市场规模



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

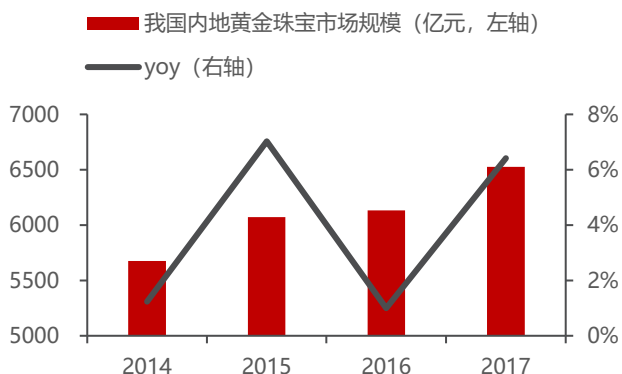
图31：FY2010-FY2014 周大福营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

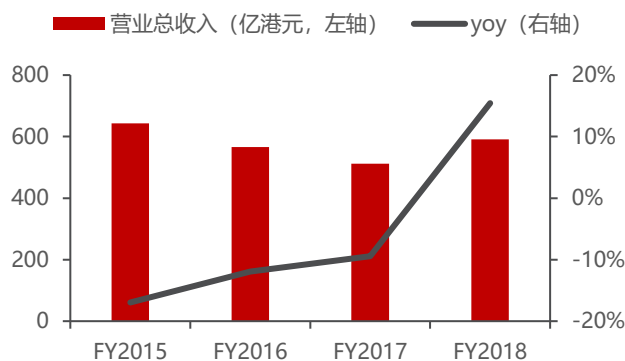
第二阶段 (2014-2017 年)：需求回补与行业阵痛期，黄金珠宝企业积极寻找变革。 2013 年 4 月以来，黄金价格出现大幅度下跌，出现“抢金潮”，之后随经济增速下行，消费低迷，2014 年起行业增速明显放缓，之后叠加楼市的挤出效应，及“抢金潮”提前透支消费者需求等，行业进入调整期，珠宝企业也积极寻找变革。在该阶段，因珠宝行业市场规模增速放缓，行业进入阶段性的“出清期”，具备较强资金实力的珠宝企业可以有比较稳定的投资，且在存货周转率不高的情况下，仍拥有稳定的经营现金流，头部珠宝品牌周大福、老凤祥等给到加盟商更有利的政策与账期，与加盟商共度难关。据欧睿数据，2014-2017 年，我国内地黄金珠宝市场规模由 5674.3 亿元增至 6526.8 亿元，CAGR 达 4.8%，而 FY2015-FY2018，周大福营收 CAGR 为-2.7%，该阶段其营收表现不及行业增速。

图32：2014-2017 年我国内地黄金珠宝市场规模



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图33：FY2015-FY2018 周大福营业收入及同比增速

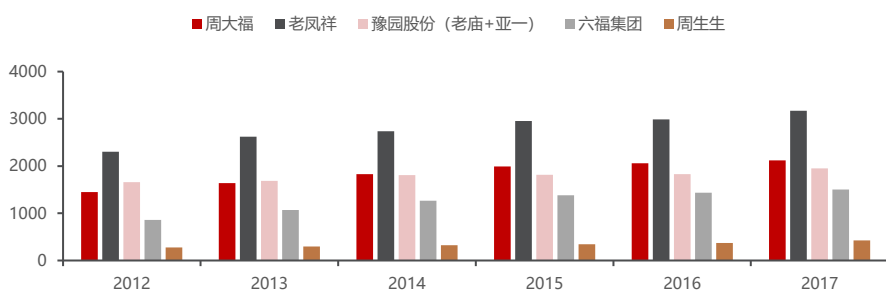


资料来源：iFinD，民生证券研究院

加盟商统一管理完善渠道建设，推出子品牌推动产品创新发展。 周大福集团对加盟商进行统一管理，承诺开店 3 年后，返还所有装修费用，降低加盟商的资金负担。因此在该阶段，也加速了在行业扩张期进入的中小品牌退出市场，头部品牌的市占率进一步提升，周大福市占率由 2015 年的 5.1% 提升至 2017 年的 6.0%。在渠道扩展相对受阻的阶段，周大福将重心放在产品创新与子品牌建设上，在

2014 年收购美国高端钻石品牌 HEARTS ON FIRE，2016 年设立平价潮流品牌 MONOLOGUE，2017 年推出轻奢蜜恋珠宝品牌 SOINLOVE，2017 年推出古法金系列产品周大福传承，通过多品牌矩阵方式满足细分市场需求，尤其是吸引更多的年轻群体的消费力。

图34：2012-2017 年各品牌门店数量变动

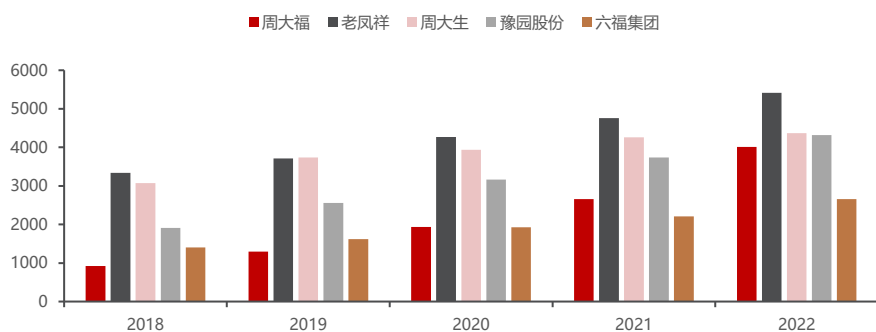


资料来源：各公司公告，民生证券研究院；（注：周大福、六福集团为财政年度，周大福门店数据统计范围是中国内地周大福珠宝，周生生为中国内地门店，六福集团为全球门店）

第三阶段（2018-2022 年）：渠道下沉阶段与低线城市渗透率提升阶段。

在该阶段，经过多年发展的黄金珠宝企业，已经有了比较广泛的“自营+加盟”的连锁网络，在渠道布局方面，往往倾向于在一、二线城市的核心商圈开设自营店，在城市周边和三、四线城市发展加盟店的发展，进行渠道的快速扩张，因此，周大福、老凤祥、周大生等头部的珠宝企业在加强一、二线城市建设的同时，也开始战略布局三四线城市，在相对品牌渗透率较低的情况下，加深品牌的覆盖广度。

图35：2018-2022 年各品牌加盟门店数量变动

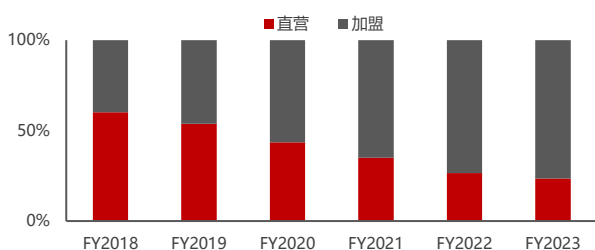


资料来源：各公司公告，民生证券研究院；（注：周大福、六福集团为财政年度，周大福门店数据统计范围是中国内地周大福珠宝，周生生为中国内地门店，六福集团为全球门店）

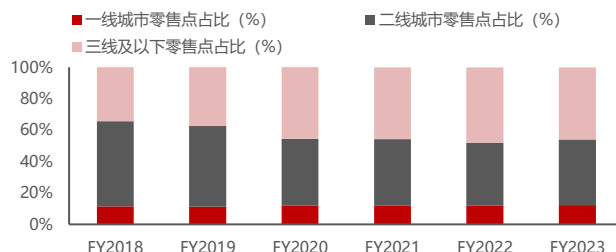
在该阶段，周大福提出“新城镇计划”，并实行省级代理商政策，加速加盟渠道的门店数量增长，实现覆盖区域由一、二线城市向三、四线城市的逐步渗透，于 2023 年 3 月 31 日，集团在内地共有 7269 个周大福珠宝零售点，超越为 FY2025 定下的开设 7000 家门店的目标，门店数量增长计划超额完成。

渠道下沉成效显著，品牌渗透率提高。该阶段，周大福认识到下沉市场的消费潜力，加速布局三四线市场，2018 年推出“新城镇计划”引领渠道变革，由一二线向三四线迅速拓展，并在 2019 年实行省级代理商政策，以加盟模式抢占低线城

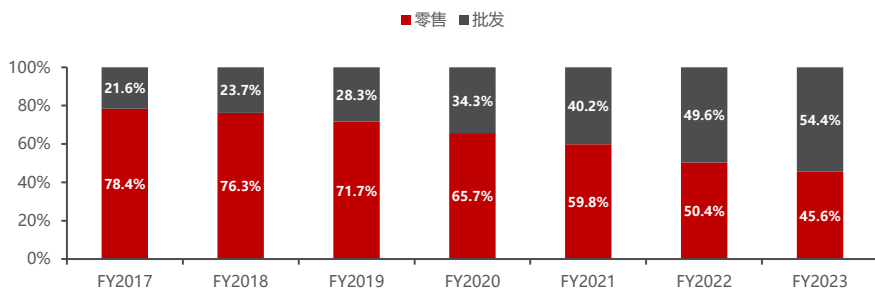
市珠宝消费市场,在该阶段通过开辟省级代理商的模式,将品牌授权给省代,给予其在固定区域内开设加盟店的权利,加盟商可以选择从总部或者省代进货,灵活降低成本,同时,公司也保有部分的利润作为省代的激励;2022年1月,提出“精致店计划”,通过缩小门店面积减轻投资压力,吸引更多加盟商的加入。FY2018-FY2023,周大福在中国内地的加盟零售点占比稳步提升,从39.9%提升至76.5%;同期周大福三线及以下零售点占比从34.4%提高至45.9%,渠道下沉初见成效。通过加盟商的赋能,周大福的门店数量实现快速扩张,截至2023年3月31日,周大福珠宝在内地的零售点已达7269家,超额完成财年开店目标,品牌渗透率进一步提高,FY2023净开设1631个零售点。此外,加盟模式下集团向加盟商销售商品和提供服务贡献的批发收入的占比持续提升,批发收入占中国内地的营业额比例由FY2017的21.6%提升至FY2023的45.6%,为集团的收入增长贡献动能。

图36: 周大福加盟零售门店占比


资料来源:公司公告,民生证券研究院

图37: 周大福零售点各线城市占比


资料来源:公司公告,民生证券研究院

图38: 周大福中国内地零售营业额与批发营业额占比


资料来源:公司公告,民生证券研究院

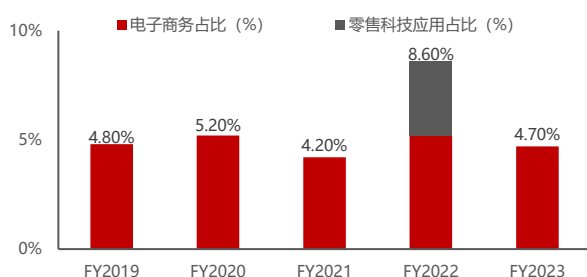
线上业务高增长,全渠道助力销售。周大福较早察觉线上渠道的消费潜力,在2010年就成立电子商务部,并于次年开设官网旗舰店,积极布局线上市场。2021年周大福推出“双动力策略”,即实体店升级扩张的同时应用零售科技大力布局电商,推出云柜台、云商365及智能奉客盘等零售科技应用,进一步提高客户体验。FY2023,周大福推出线上专属产品并借助抖音等短视频和直播平台进行宣传,进一步扩大电商平台影响力,同期周大福电子商务占比为4.7%。未来进一步明确电子商务发展方向,将零售科技应用于更多品牌,“线上+线下”全渠道助力销售。

图39: 周大福云柜台、云商 365 及智能奉客盘



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图40: 周大福电子商务及零售科技销售值占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图41: 周大福电商专款



资料来源: 周大福天猫旗舰店, 民生证券研究院

第四阶段 (2023 年至今): 产品差异化竞争与品牌力塑造阶段。

黄金珠宝行业初期的“供不应求”吸引了众多品牌商进入, 加剧行业竞争, 从“渠道”角度提高拓店速度成为品牌间竞争的重心。从门店数量角度, 截至 2023 年末, 周大福珠宝中国内地零售网点达 7501 家、老凤祥、周大生、豫园股份 (老庙+亚一) 门店数量分别为 5994、5106 与 4994 家。一方面, 在快速扩店模式下, 珠宝品牌往往通过加盟店提高覆盖广度; 另一方面, 通过品牌精细化运营提高单店收入与盈利能力。随渠道布局和品牌格局的相对成熟, 未来黄金珠宝行业竞争将发展为产品创新性与品牌影响力的竞争, 公司间的较量将聚焦于品牌影响力、技术变革与新品推出速度的角逐。

表7: 各珠宝公司开店情况 (单位: 个)

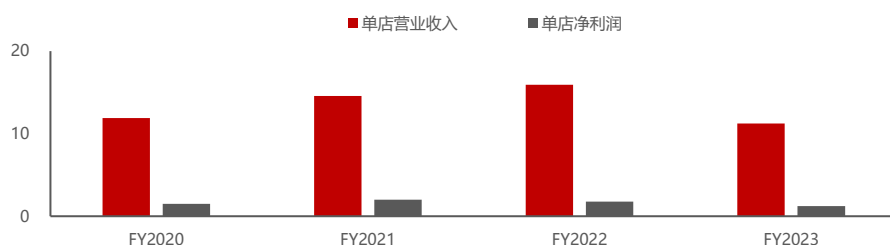
公司	2021			2022			2023			优势省份 (区域)
	直营	加盟	合计	直营	加盟	合计	直营	加盟	合计	
周大福	1220	3972	5192	1684	5332	7016	1748	5753	7501	-
周大生	238	4264	4502	249	4367	4616	331	4775	5106	华东、华北、华中
潮宏基	365	711	1076	324	834	1158	274	1125	1399	华东、华北、华南
老凤祥	186	4759	4945	194	5415	5609	-	-	5994	-
菜百股份	59	-	59	70	-	70	89	-	89	华北、华东、华南
豫园股份	223	3959	4182	250	4565	4815	261	4773	4994	上海、江苏、甘肃
曼卡龙	102	104	206	99	111	210	98	120	218	浙江
中国黄金	91	3630	3721	105	3537	3642	103	4154	4257	华东、华北、华南
迪阿股份	461	-	461	688	-	688	528	-	528	华东、华南、华北
周生生	690	-	690	766	-	766	815	-	815	-
六福集团	77	2135	2212	77	2569	2646	69	2793	2862	-

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院; (其中: 周大福为中国内地周大福珠宝, 周生生为中国大陆地区, 六福集团为截至 3 月 31 日中国内地自主品牌数量)

在该阶段，周大福提出从快速扩张策略到门店精细化运营与门店升级的战略。

单店模型优化，高盈利助推拓店计划。周大福改进工艺，推出国潮产品，并不断更新镶嵌产品系列，有效拉动高附加值产品销售，内地单店模型持续优化。FY2018-FY2022,周大福内地单店营业收入由 1190 万港币增长至 1592 万港币，同期单店净利润由 149 万港币增长至 176 万港币，单店盈利能力持续增强，高盈利模式将驱动更多加盟商加入，加快周大福拓店步伐，为集团发展赋能。FY2023，由于线下门店扩张进程加快，周大福内地单店营业收入和单店净利润有所下滑，公司积极调整经营策略，放缓拓店速度，着力于提高单店经营效率。**从周大福品牌对于渠道的规划看，24 年 Q3，周大福集团将在中国香港中环开设全新的形象门店，25 年初将在上海开设品牌旗舰店，并计划于未来五年战略性翻新旗下近 8000 家门店，也将是未来在行业内的一大“壮举”。**

图42：周大福内地单店营业收入及净利润（百万港元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 主品牌深厚积淀奠定基础，子品牌创新多元丰富内涵

在公司产品质量具备高标准、产品创新持续赋能的同时，渠道布局从一二线城市到三四线城市的渗透率提升，提高覆盖门店的深度与广度，与此同时，周大福主品牌影响力日益深远，满足细分需求的子品牌助力周大福矩阵的品牌矩阵日益丰富，提升整体的公司竞争力。

采用差异化品牌战略，满足消费者的多元化需求。近年来，公司不断充实下属品牌，满足日益多元化的消费需求。**旗舰品牌周大福珠宝方面**，集团升级部分周大福珠宝门店，打造周大福荟馆和周大福艺堂两大高端品牌，以更舒适的购物环境和精选设计珠宝满足消费者的高端需求。**其他品牌方面**，集团相继推出国际高端钻石品牌 HEARTS ON FIRE、个性化钻石品牌 T MARK、时尚潮搭珠宝品牌 MONOLOGUE、定位“千禧女生的轻奢蜜恋珠宝品牌” SOINLOVE 及彩色宝石品牌 ENZO，在契合品牌形象定位的地点拓展个性品牌，以丰富的品牌定位满足不同客户群的需求。周大福集团差异化品牌战略已逐步成熟，FY2022，T MARK 产品占中国内地以及中国香港、中国澳门市场的钻石产品零售值比例分别为 20.7% 与 33.2%，全面的品牌定位将持续为集团增添新的发展动力。

图43：周大福珠宝门店系列对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

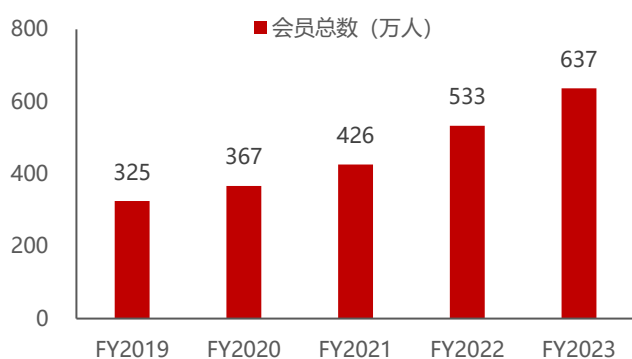
图44：子品牌成立时间及定位

品牌logo	成立时间	成立方式	品牌定位	产品实例
HEARTS ON FIRE	1978年于美国创立	2014年收购	国际高端钻石品牌	
T MARK	2016年8月	自创	个性化钻石品牌	
HONOLOGUE	2016年9月	自创	时尚潮流品牌	
Soinlove	2017年4月	自创	千禧女生的轻奢蜜恋珠宝品牌	
ENZO	1979年	2020年收购	彩色宝石珠宝品牌	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

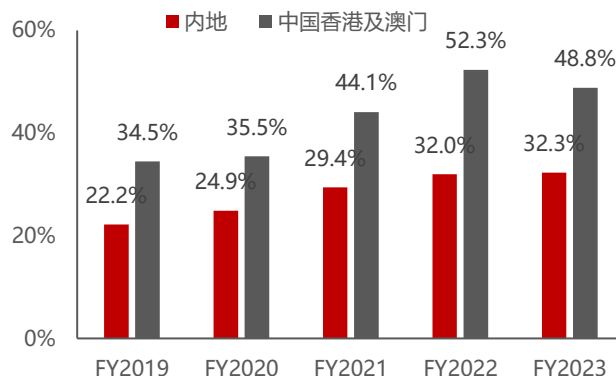
会员制度增加客户粘性，提高品牌号召力。为进一步增强品牌与顾客的粘性，周大福建立了完善的会员制度，会员可凭消费积分兑换礼品，并依据消费额划分等级享受不同福利。FY2019-FY2023，周大福会员人数从325万增长到636.9万人，会员再次消费占零售值的比重呈增长趋势，同时期内地会员再次消费占比从22.2%提高至32.3%，港澳地区占比从34.5%提高至48.8%，将近达到零售总值的一半，可见周大福已具备良好的客户基础和较强的品牌号召力，面对珠宝品牌间的竞争具有核心优势。

图45：周大福会员总数（万人）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图46：周大福会员消费占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

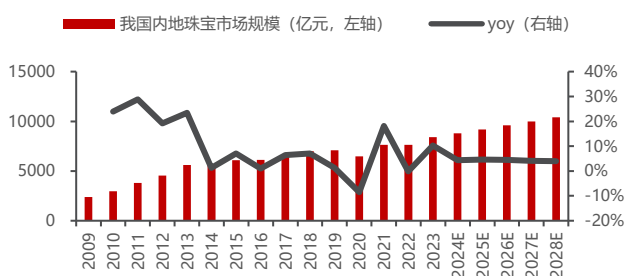
主品牌强势保障，子品牌多元发展，精耕细作未来市场。周大福在深耕主品牌的基础上，开发出多个细分子品牌，从“粗放式”的抢占市场，到精细化的“精耕细作”，多品牌布局更好的迎合逐渐多元化的市场需求。周大福强势品牌力作保障，同时子品牌提升各自市场竞争力，将进一步助力于公司整体的多元化发展。

3 行业景气度持续向上，低估值高股息值得关注

3.1 行业角度：金价上行趋势带动景气度持续向上

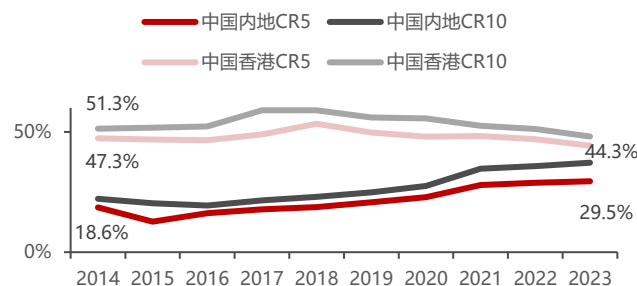
行业规模稳步扩张，集中度提升或成必然趋势。市场规模方面，根据欧睿数据，2024-2028年，我国内地珠宝市场规模将保持逐年4.0%~5.0%的平稳增速，预计到2028年，我国内地黄金珠宝市场的市场规模将突破1万亿。市场集中度方面，选择与我国内地市场的消费习惯较为相似但起步更早，市场更成熟的我国香港市场进行对比，2014-2023年，我国香港市场的黄金珠宝公司市占率CR5保持在44%~54%，CR10在48.0%~59.0%；而我国内地珠宝市场的公司市占率CR5由2014年的18.6%增至2023年的29.5%，CR10由22.2%增至37.2%，从渠道的角度讲，头部的珠宝品牌有更强的在一、二线市场的核心商圈布局能力，凭借其替代模式与激励政策在三、四线市场实现快速渗透，提高其品牌影响力，获取更多市场份额；从产品的角度讲，头部品牌更为重视产品的创新与新品推出，拥有稳定合作的设计师团队，不断推陈出新且合作知名IP打造差异化产品的能力较强，更容易形成自己独特品牌印记，在竞争中有望抢占更多小型珠宝品牌的份额，且在终端门店的实际经营过程中，大品牌支持的加盟商在更规范化的经营策略下，经营效率更高，有望获取更稳定的现金流与稳健的投资回报率。**综上，我们认为我国内地珠宝市场集中度仍有进一步的提升空间，未来有望趋近于中国香港的黄金珠宝市场的集中度水平。**

图47：我国内地珠宝行业市场规模及同比增速（亿元）



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图48：中国内地与中国香港珠宝行业集中度

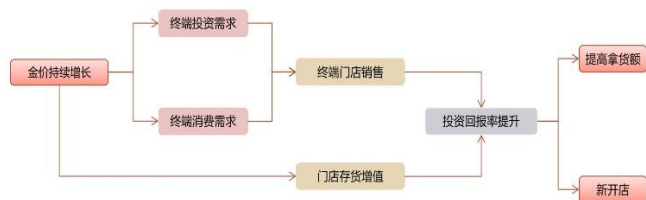


资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

金价长期稳步向上带动板块景气度上行。从行业的角度，金价长期稳步上行的趋势，终端消费者的黄金产品的消费与投资需求提升，此外，加盟商黄金存货增值预期下，加盟门店投资回报率提升，共同驱动加盟商增加黄金拿货与新开门店的意愿。**从公司盈利能力的角度**，黄金价格持续上行趋势下，增厚上市公司收入规模与利润体量。1) **收入体量视角**，珠宝企业销售往往通过自营与加盟门店销售产品，自营模式下，黄金价格上涨带动终端定价上行，从而提升单店销售额，加盟模式下，黄金价格长期温和上涨预期下终端销售乐观与存货增值下，加盟商投资回报率可观，具备较强开店意愿，共同推动品牌方收入体量提升；2) **毛利率视角**，珠宝企

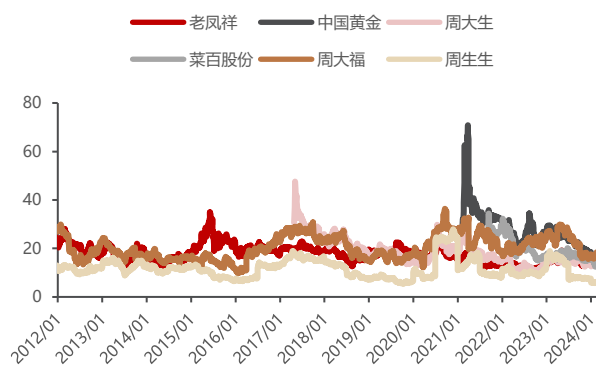
业往往倾向于保有一定的黄金存货以保证自营模式下终端销售及加盟模式下订货会的加盟商大批量进货及日常补货需求，按照先进先出法会计准则，对毛利率提升有促进作用；**3) 板块 PE 估值视角**，当前板块个股处在 15~25 倍 PE 估值区间，且受金价变动趋势及行业规模增速影响较大。2012-2013 年，处在金价下跌时期，板块个股 PE 估值震荡下行，由 25~30 倍左右降至 15~20 倍左右；2015-2016 年，金价趋势性拉升期间，板块个股 PE 估值上移，提升至 20 倍左右；2019-2020 年间，金价快速拉升但受疫情影响，行业规模增速下滑，板块个股 PE 估值普遍下移，回落到 15 倍；2022-2023 年随金价拉升与行业增速恢复平稳增长期，共同驱动板块个股 PE 估值上行，板块估值在 15~20 倍左右。

图49：黄金价格上涨的传导链条



资料来源：民生证券研究院绘制

图50：黄金板块个股 PE 估值水平



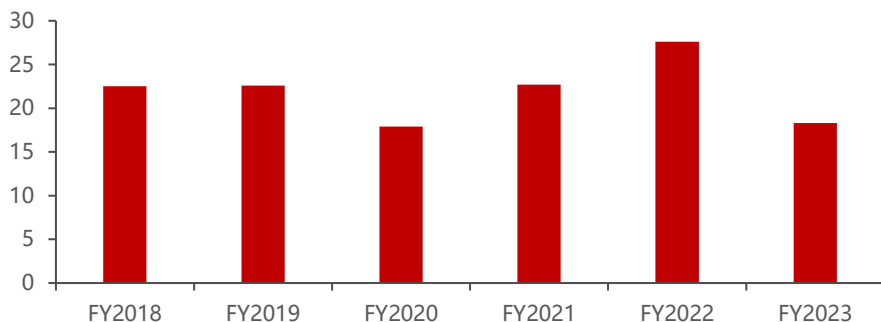
资料来源：iFinD，民生证券研究院

3.2 公司角度：低估值高股息标的值得关注

公司未来看点：推出门店翻新计划，提高单店盈利能力，估值处于历史低位。

优化产品组合，提升高附加值产品占比。从产品端的布局来看，集团重点推广高附加值、工艺精美的珠宝首饰，且推广黄金与镶嵌产品的结合，用黄金产品的需求拉动镶嵌产品销售；周大福传承系列销售额稳中有增，FY2022~1HFY2024，在黄金产品中占比稳定在 40%左右；结合精致黄金工艺与 T MARK 天然钻石的人生四美系列销售表现突出，未来战略仍将重点推广相关产品系列，提升整体盈利能力。

推出新品牌标志，全新革新零售业务，战略性翻新旗下门店，有望提高单店盈利能力。4月18日，周大福宣布推出新品牌标志，并将全面革新其零售业务，计划于未来5年战略性翻新旗下所有门店。从渠道扩张的视角，自FY2024，集团将业务的增长计划专注于高质量扩张，提升现有零售网络的门店效益及提供卓越的客户体验。**一方面，随加盟零售点运营年限提升，收入体量仍有提升空间。**截至2023年9月30日，加盟零售点占中国内地门店数量约77%，内地门店有接近一半为近1~2年开设，随门店逐步运营成熟，单店零售值与盈利能力仍有提升空间，带动集团总收入增长；**另一方面，直营门店的单店效益仍有优化提升空间。**FY2023财年的中国内地门店平均销售额受疫情影响，从门店经营仍具较强韧性与稳定性。

图51: 同店店均零售值 (百万港元)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院; (其中: FY2023 同店计算包括直营与加盟店在内)

现金分红比例较其他港资品牌高, FY2021 以来保持在 40% 以上; 股息率维持在稳定区间, 较大部分的内地品牌高。 FY2021-FY2023, 周大福现金分红比例在 40% 以上, 高于港股上市企业周生生、六福集团。除 FY2022, FY2018 至今, 周大福的股息率维持在 4.73%~7.42% 的区间, 处在较稳定区间。

表8: 珠宝企业现金分红比例及股息率 (%)

公司名称	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
分红比例 (%)													
周大福	-	28.27	25.23	34.51	20.63	14.66	34.00	49.10	48.84	26.22	82.73	46.46	41.71
周生生	30.33	30.93	30.00	30.65	21.56	31.92	32.46	29.45	26.32	32.35	29.49	22.47	-
六福集团	42.86	29.24	21.20	29.69	17.37	12.36	24.50	31.76	25.72	19.67	33.89	31.74	23.19
股息率 (%)													
周大福	-	-	-	0.93	2.04	3.34	2.60	7.42	4.73	5.29	6.03	2.23	3.71
周生生	3.93	5.12	7.14	6.55	8.10	7.26	7.38	5.12	6.07	7.02	4.64	5.60	5.00
六福集团	0.92	2.34	3.70	5.22	4.67	6.89	5.98	5.98	5.98	5.98	6.25	5.43	8.15
公司名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
分红比例 (%)													
老凤祥	25.01	51.34	50.56	50.09	44.94	49.47	48.34	47.77	42.73	41.23	40.43	44.92	46.07
豫园股份	11.77	30.15	30.77	30.09	30.27	30.02	30.79	34.69	35.02	35.46	35.09	35.49	36.55
周大生	-	-	-	--	-	67.20	49.19	69.52	33.18	79.33	44.33	59.72	53.61
潮宏基	41.77	179.89	36.03	38.29	33.10	-	31.85	-	109.43	127.21	50.67	89.24	66.64
股息率 (股票获利率, 2023 年度, %)													
老凤祥	0.13	0.79	1.13	1.19	1.27	1.32	1.39	1.45	1.52	1.65	1.91	1.93	2.57
豫园股份	1.17	3.39	3.51	3.51	2.84	1.67	2.50	4.51	4.84	5.51	5.84	5.84	3.17
周大生	-	-	-	-	-	3.68	3.68	3.99	2.76	3.68	4.91	3.68	5.83
潮宏基	5.65	4.85	2.42	1.62	1.62	-	3.23	-	1.62	3.23	3.23	3.23	4.04

资料来源: iFinD, 民生证券研究院; (注: 股息率采用 2024 年 5 月 6 日收盘价计算)

目前 PE 估值处在历史低位, 受益行业驱动与公司布局有望驱动估值提升。 复盘周大福上市以来的市盈率 (PE, TTM) 水平, 处在 11~35 倍 PE 的范围之间, 其中受到行业层面金价波动、疫情等外部影响, 以及公司的渠道布局、新品销售、

子品牌推出等个股因素影响而波动,以 24 年 6 月 7 日收盘价为基准, PE (TTM) 在 15 倍左右,处在历史分位数 15% 以下的水位。结合上文所述行业层面金价长期上行预期下,公司结合产品、渠道及品牌的多方布局,有望驱动公司的估值提升。

图52: 周大福市盈率 (PE, TTM)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院; (截至 2024 年 6 月 7 日)

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设:

对周大福收入拆分与盈利预测根据地区进行拆分,按照中国内地、中国香港、中国澳门及其他市场分别进行预测。

收入预测依据:

1) 中国内地市场: 将收入分为零售渠道与加盟渠道,零售渠道中按产品进行拆分:具体分为珠宝镶嵌首饰、黄金产品、钟表产品, FY2024-FY2026, 预计黄金产品在黄金价格提升与同店店效提升的带动下构成收入增长的主要驱动力, 预计黄金产品分别同比+24.6%、+15.0%、+13.0%; 镶嵌产品市场较为低迷, 但单件价格有增长趋势, 预计收入缩减有收窄趋势, 预计收入分别同比-19.0%、-4.8%、-1.8%, 预计钟表业务延续过往态势, FY2024 存在一定反弹后恢复平稳增速, 预计收入增速分别为+13.4%、+11.3%、+10.3%, 因此预计 FY2024-FY2026, 中国内地的零售业务收入为 450.79、512.76 与 582.89 亿港元, 分别同比+63.4%、+13.7%、+13.7%。加盟渠道与加盟门店的拿货情况与单店收入增速相关, 在 FY2023 后, 集团将门店数量扩张策略转变为单店精细化运营, 因此预计收入贡献更多来源于单店效益提升, 预计 FY2024-FY2026, 中国内地加盟收入分别为 497.3、552.0、601.7 亿港元, 分别同比+12.0%、+11.0%、+9.0%。

2) 中国香港、中国澳门及其他市场: 预计 FY2024-FY2026, 零售业务分别同比+8.1%、+7.2%、+4.5%, 加盟业务收入同比+20.0%、+10.0%、+8.0%, 主要受益于终端市场的需求反弹以及旅游恢复带来的客流量提升。预计 FY2024-FY2026, 中国香港、中国澳门及其他市场实现营收 143.0、153.8、161.4 亿港元, 分别同比+9.5%、+7.6%、+4.9%。

毛利率预测依据:

从黄金珠宝细分行业的发展趋势上, 近几年黄金市场的销售与投资均有亮眼表现, 受益于金价上行趋势, 带动黄金产品的毛利率上行; 而镶嵌市场表现低迷, 且受去库存影响, 毛利率存在边际下滑迹象, 综合来看, 我们预计公司的毛利率呈现稳中向上趋势, 预计 FY2024-FY2026 年, 公司毛利率为 23.5%、23.6%与 23.6%。

综上所述, 预计 FY2024-FY2026, 集团实现营业总收入 1091.1、1218.6 与 1346.0 亿港元, 分别同比+15.2%、+11.7%、+10.5%, 毛利率分别为 23.5%、23.6%、23.6%。

表9：周大福收入拆分与盈利预测

百万港元	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入	70164	98938	94684	109113	121860	134600
yoy	23.6%	41.0%	-4.3%	15.2%	11.7%	10.5%
毛利率	28.6%	22.6%	22.4%	23.5%	23.6%	23.6%
中国内地收入	59698	86932	81623	94810	106477	118459
yoy	46.5%	45.6%	-6.1%	16.2%	12.3%	11.3%
零售渠道	35699	43814	27589	45079	51276	58289
yoy	33.3%	22.7%	-15.0%	63.4%	13.7%	13.7%
珠宝镶嵌首饰	14984	17821	14937	12099	11513	11304
yoy	27.4%	11.8%	-7.6%	-19.0%	-4.8%	-1.8%
黄金产品	40833	64851	63339	78916	90740	102498
yoy	57.7%	49.4%	7.9%	24.6%	15.0%	13.0%
钟表	3880	4260	3347	3795	4224	4657
yoy	84.0%	3.5%	-13.2%	13.4%	11.3%	10.3%
加盟渠道	23999	43118	44403	49731	55202	60170
yoy	71.6%	79.7%	2.9%	12.0%	11.0%	9.0%
中国香港、澳门及其他市场收入	10466	12006	13061	14302	15383	16141
yoy	-34.5%	14.7%	8.8%	9.5%	7.6%	4.9%
零售渠道	9126	10109	11559	12500	13400	14000
yoy	-38.6%	10.8%	14.3%	8.1%	7.2%	4.5%
加盟渠道	1340	1897	1502	1802	1983	2141
yoy	19.7%	41.6%	-20.8%	20.0%	10.0%	8.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费率假设：

1) **销售费率**：FY2022-FY2023 年，公司销售费率保持在 10.5%~10.6%，费率管控较为优异，预计随收入规模增长，费率将进一步摊薄，因此我们预计 FY2024-FY2026 销售费率维持稳定在 10.5%。

2) **管理费率**：随着管理提效，以及门店管理优化，公司管理费率随收入提升有摊薄作用，预计 FY2024-FY2026，公司的管理费率分别为 3.8%、3.7%、3.6%。

3) **财务费率**：FY2021-FY2023，公司的财务费率维持在 0.2%~0.3%的区间，预计 FY2024-FY2026 财务费用率的波动较小，分别为 0.5%、0.3%与 0.1%。

表10：费用率预测

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
销售费率	12.3%	10.6%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费率	4.6%	3.5%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%
财务费率	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.3%	0.1%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

在可比公司的选择上，我们选取同样有深厚品牌积淀的内地黄金珠宝品牌老凤祥、中国黄金、菜百股份以及产品创新能力突出、线上渠道表现亮眼的曼卡龙作为可比公司进行对比。可比公司 24-26 年 PE 均值为 17/14/13 倍，而周大福 24-26 年的 PE 分别为 13/11/10 倍，24-26 年 PE 低于行业水平，考虑到公司作为黄金珠宝行业龙头的稳固地位，公司估值仍有提升空间。

表11：可比公司 PE 估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元/港元)		EPS (元/港元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600612.SH	老凤祥	72.15	4.23	4.92	5.6	6.32	17	15	13	11	
600916.SH	中国黄金	10.52	0.58	0.72	0.84	0.97	18	15	13	11	
605599.SH	菜百股份	13.70	0.91	1.06	1.20	1.34	15	13	11	10	
300945.SZ	曼卡龙	9.20	0.31	0.38	0.45	0.52	30	24	20	18	
	平均值						20	17	14	13	
1929.HK	周大福	9.61	0.54	0.76	0.86	0.96	18	13	11	10	

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(收盘价为 2024 年 6 月 6 日，老凤祥、中国黄金、菜百股份、曼卡龙采用 wind 一致预期；周大福为港元)

4.3 投资建议

公司的珠宝龙头地位稳固，产品、渠道与品牌力突出，预计 FY24-FY26 实现营收 1091.13、1218.60、1346.00 亿港元，同比+15.2%、+11.7%、+10.5%；归母净利润 75.69、86.00、96.25 亿港元，同比+40.6%、+13.6%、+11.9%，6 月 6 日收盘价对应 PE 为 13/11/10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险: 公司经营所在行业竞争十分激烈, 倘无法有效竞争, 公司的销售额、盈利能力及增长前景可能受到重大不利影响。竞争对手可能拥有更高品牌知名度或更多财务资源, 且可能更快地对新兴市场趋势做出反应。在市场中与其他珠宝首饰品牌竞争可能会导致资本投资、营销及其他支出增加, 或妨碍公司提高价格以收回增加的成本, 导致利润下降或失去市场份额。若公司无法有效地与竞争对手竞争, 则业务、经营业绩、财务状况及增长前景可能会受到重大不利影响。

2) 终端消费需求不及预期的风险: 公司的主要业务板块包括黄金产品、钻石镶嵌产品、钟表产品等, 主要为低消费频次的消费品, 受到消费力影响较大, 若消费者的消费意愿较低, 将影响公司的经营活动, 对公司的收入与利润增长造成压力。

3) 原材料价格波动或供应短缺的风险: 原材料采购额构成销售成本最大的份额, 且原材料 (主要包括黄金) 价格倘有大幅波动, 可能对公司的业务、经营业绩及财务状况造成重大影响。公司的绝大多数原材料为可通过不同的渠道获取的商品, 倘若产品所需之若干原材料的 (i) 供应; (ii) 采购渠道; 或 (iii) 采购成本受到不利影响 (如由于有关原材料的供应商数目减少, 或不不论因供应短缺、失去供应合约、竞争对手的需求增加或全球市价波动所导致之有关原材料的整体供应减少), 公司的采购价或会增加, 亦可能无法购得有关原材料。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万港元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产合计	77,267	90,309	99,197	109,022
现金及现金等价物	11,695	16,540	16,863	18,124
应收账款及票据	3,213	3,637	4,062	4,487
存货	59,290	66,818	74,517	82,257
其他	3,068	3,313	3,755	4,155
非流动资产合计	10,074	10,174	10,224	10,324
固定资产	5,144	5,194	5,194	5,244
商誉及无形资产	1,211	1,261	1,311	1,361
其他	3,718	3,718	3,718	3,718
资产合计	87,341	100,482	109,421	119,346
流动负债合计	51,022	61,947	68,117	74,730
短期借贷	19,452	24,452	24,452	24,452
应付账款及票据	993	1,114	1,242	1,371
其他	30,577	36,381	42,423	48,907
非流动负债合计	2,959	2,959	2,959	2,959
长期借贷	1,488	1,488	1,488	1,488
其他	1,471	1,471	1,471	1,471
负债合计	53,981	64,906	71,077	77,690
普通股股本	10,000	10,000	10,000	10,000
储备	23,142	25,211	27,812	30,936
归属母公司股东权益	32,397	34,466	37,067	40,191
少数股东权益	962	1,110	1,278	1,465
股东权益合计	33,360	35,576	38,344	41,656
负债和股东权益合计	87,341	100,482	109,421	119,346

现金流量表 (百万港元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	10,066	8,374	9,479	11,067
净利润	5,384	7,569	8,600	9,625
少数股东权益	105	148	167	188
折旧摊销	2,220	2,250	2,350	2,450
营运资金变动及其他	2,356	-1,593	-1,639	-1,196
投资活动现金流	-1,782	-2,348	-2,398	-2,548
资本支出	-1,982	-2,350	-2,400	-2,550
其他投资	199	2	2	2
筹资活动现金流	-10,705	-1,181	-6,758	-7,258
借款增加	-3,845	5,000	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-5,079	-5,500	-6,000	-6,500
其他	-1,781	-681	-758	-758
现金净增加额	-3,247	4,845	323	1,261

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

利润表 (百万港元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	94,684	109,113	121,860	134,600
其他收入	333	360	360	360
营业成本	73,513	83,523	93,146	102,821
销售费用	9,974	11,457	12,734	13,998
管理费用	3,721	3,928	4,363	4,792
研发费用	0	0	0	0
财务费用	284	414	443	439
权益性投资损益	0	2	2	2
其他损益	-39	0	0	0
除税前利润	7,447	10,153	11,536	12,911
所得税	1,957	2,437	2,769	3,099
净利润	5,490	7,717	8,768	9,812
少数股东损益	105	148	167	188
归属母公司净利润	5,384	7,569	8,600	9,625
EBIT	7,731	10,567	11,979	13,350
EBITDA	9,951	12,817	14,329	15,800
EPS (元)	0.54	0.76	0.86	0.96

主要财务比率	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力(%)				
营业收入	-4.30	15.24	11.68	10.45
归属母公司净利润	-19.78	40.57	13.63	11.91
盈利能力(%)				
毛利率	22.36	23.45	23.56	23.61
净利率	5.69	6.94	7.06	7.15
ROE	16.62	21.96	23.20	23.95
ROIC	10.50	13.05	14.16	15.01

偿债能力	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
资产负债率(%)	61.80	64.59	64.96	65.10
净负债比率(%)	27.71	26.42	23.67	18.76
流动比率	1.51	1.46	1.46	1.46
速动比率	0.35	0.38	0.36	0.36
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.16	1.16	1.18
应收账款周转率	36.00	31.86	31.66	31.49
应付账款周转率	68.46	79.31	79.09	78.70

每股指标 (元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
每股收益	0.54	0.76	0.86	0.96
每股经营现金流	1.01	0.84	0.95	1.11
每股净资产	3.24	3.45	3.71	4.02
估值比率				
P/E	18	13	11	10
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	11.70	9.09	8.13	7.37

插图目录

图 1: 周大福发展历程.....	4
图 2: 周大福主要产品类别.....	4
图 3: 周大福股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日).....	5
图 4: 周大福营业收入及同比增速 (亿港元).....	6
图 5: 周大福归母净利润及同比增速 (亿港元).....	6
图 6: 周大福营业收入占比按产品划分.....	7
图 7: 周大福营业收入占比按地区划分.....	7
图 8: 周大福营收占比按营运模式划分 (中国内地).....	7
图 9: 周大福营收占比按营运模式划分 (港澳及海外).....	7
图 10: 周大福中国内地同店销售额及销量同比增速.....	8
图 11: 周大福港澳地区同店销售额与销量同比增速.....	8
图 12: 周大福集团零售点数量.....	8
图 13: 周大福经调整毛利率、净利率和销售及行政开支占比.....	9
图 14: 黄金珠宝企业 ROE (单位: %).....	10
图 15: 黄金采购与对冲策略.....	10
图 16: 自营门店与加盟门店盈利传导图.....	11
图 17: 国内珠宝市场品牌竞争格局.....	12
图 18: 我国黄金珠宝市场规模 (亿元).....	12
图 19: 2022 胡润中国珠宝品牌指数排名.....	13
图 20: 2023 年中国 500 最具价值品牌排行榜 (珠宝).....	13
图 21: 周大福传承系列占中国内地黄金产品零售值比例.....	15
图 22: 周大福盈利能力稳中有升.....	15
图 23: 周大福联名与合作产品系列.....	16
图 24: 顺德工厂工人检查钻石底部磨光质量和对称性.....	17
图 25: 周大福珠宝镶嵌首饰同店平均售价 (港元).....	17
图 26: 《中国古代黄金工艺》.....	17
图 27: Loupe 为设计师提供共享工作空间.....	17
图 28: D-ONE 裸钻定制.....	18
图 29: D-ONE 定制程序.....	18
图 30: 2009-2013 年我国内地黄金珠宝市场规模.....	19
图 31: FY2010-FY2014 周大福营业收入及同比增速.....	19
图 32: 2014-2017 年我国内地黄金珠宝市场规模.....	19
图 33: FY2015-FY2018 周大福营业收入及同比增速.....	19
图 34: 2012-2017 年各品牌门店数量变动.....	20
图 35: 2018-2022 年各品牌加盟门店数量变动.....	20
图 36: 周大福加盟零售门店占比.....	21
图 37: 周大福零售点各线城市占比.....	21
图 38: 周大福中国内地零售营业额与批发营业额占比.....	21
图 39: 周大福云柜台、云商 365 及智能奉客盘.....	22
图 40: 周大福电子商务及零售科技销售值占比.....	22
图 41: 周大福电商专款.....	22
图 42: 周大福内地单店营业收入及净利润 (百万港元).....	23
图 43: 周大福珠宝门店系列对比.....	24
图 44: 子品牌成立时间及定位.....	24
图 45: 周大福会员总数 (万人).....	24
图 46: 周大福会员消费占比.....	24
图 47: 我国内地珠宝行业市场规模及同比增速 (亿元).....	25
图 48: 中国内地与中国香港珠宝行业集中度.....	25
图 49: 黄金价格上涨的传导链条.....	26
图 50: 黄金板块个股 PE 估值水平.....	26
图 51: 同店店均零售值 (百万港元).....	27
图 52: 周大福市盈率 (PE, TTM).....	28

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 周大福管理团队履历	5
表 2: 周大福 ROE 及拆分	9
表 3: 银行贷款及黄金借贷逐年变动、黄金借贷公允价值变动	11
表 4: 中国内地市场珠宝公司占有率(%, 按销售额计)	13
表 5: 黄金饰品工艺变革与对比	14
表 6: 各珠宝品牌推出古法金时间	15
表 7: 各珠宝公司开店情况(单位: 个)	22
表 8: 珠宝企业现金分红比例及股息率(%)	27
表 9: 周大福收入拆分与盈利预测	30
表 10: 费用率预测	30
表 11: 可比公司 PE 估值对比	31
公司财务报表数据预测汇总	33

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026