

2025 年 6 月 19 日 星期四

【新股评论】

王柏俊

852-25321915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

hk

行业 消费

周六福 (6168.HK, 未评级): 中国头部的珠宝公司之一

公司简介

周六福创立于 2004 年，是一间中国珠宝公司，通过线下门店和线上销售渠道提供各种珠宝产品。公司的业务模式集珠宝产品的开发设计、采购供应、加盟、品牌运营为一体，连接产业价值链各环节。根据弗若斯特沙利文的资料，公司于 2017 年至 2023 年连续七年维持于中国珠宝市场前五大品牌之列（以中国门店数目计）。截至 2024 年 12 月 31 日，在内地公司的线下销售网络门店总数为 4,125 家（包括加盟店和自营店）遍布中国 31 个省份及 305 个地级市。在海外，有四家加盟店，包括位于泰国（两家）、老挝（一家）及柬埔寨（一家）。截至 2023 年 12 月 31 日止年度，公司在中国所有黄金珠宝公司中排名第十（以来自黄金珠宝产品的收入计）。近年，公司也积极拓展线上销售渠道。2022 年至 2024 年间，公司线上销售收入的复合年增长率达到 46.1%；2024 年线上销售收入占总收入的 40.0%。根据弗若斯特沙利文的资料，就 2021 年至 2023 年线上销售收入的复合年增长率及 2023 年线上销售收入占总收入的比例计，公司在中国全国性珠宝公司中排名第一。

行业概况

根据弗若斯特沙利文的资料，中国珠宝市场规模由 2018 年的人民币 5,800 亿元增至 2023 年的人民币 8,200 亿元，复合年增长率为 7.2%。其中，中国黄金珠宝市场规模由 2018 年的人民币 3,080 亿元增至 2023 年的人民币 5,180 亿元，复合年增长率为 11.0%。按销售渠道划分的市场规模计，加盟店占 2023 年黄金珠宝市场的最大份额，达 72.9%，其次为自营店及电商销售。然而，电商板块于 2018 年至 2023 年的增长迅速，复合年增长率为 16.2%，显示加速向数字化转移，以及消费者更喜好饰品业在线购物带来的方便。根据弗若斯特沙利文的资料，黄金珠宝市场预期在 2028 年会达到人民币 8,110 亿元，复合年增长率为 9.4%。

商业模式

公司主要透过加盟商，自营渠道和线上销售渠道来销售。于 2024 年，加盟商，自营渠道和电商渠道的收入占比分别为 50.5%，8%及 40%。于 2024 年，内地加盟店和自营店的门店数分别为 4034 家和 91 家（大部分位于二线及三线以下城市）。线上销售渠道主要分为两种，自营网店及向电商平台销售。在自营网店模式下，公司通过在电商平台（主要包括京东及天猫）的自营网店向终端消费者直接销售产品。终端消费者可在自营网店浏览、下达订单及完成支付购买款项。在向电商平台销售模式下，公司根据与电商平台签订的协议向电商平台销售产品，主要包括京东及唯品会。公司将产品交付予第三方物流供应商，由他们将产品运送到电商平台指定的仓库或终端消费者手中。终端消费者直接向这些平台下订单并付款。

图表 1:收入结构

	2022年		截至12月31日止年度 2023年		2024年	
	人民幣千元	(%)	人民幣千元	(%)	人民幣千元	(%)
加盟模式	1,641,056	52.9	2,852,830	55.4	2,889,706	50.5
產品銷售	843,234	27.2	2,020,325	39.2	2,041,117	35.7
(i) 黃金珠寶 ⁽¹⁾	427,697	13.8	1,669,334	32.4	1,878,402	32.8
(ii) 鑽石鑲嵌珠寶及 其他 ⁽²⁾	415,537	13.4	350,991	6.8	162,715	2.8
服務費	797,822	25.7	832,505	16.2	848,589	14.8
(i) 加盟服務費	78,102	2.5	78,539	1.5	76,328	1.3
(ii) 產品入網費	627,150	20.2	631,655	12.3	646,397	11.3
(iii) 其他服務費 ⁽³⁾	92,570	3.0	122,311	2.4	125,864	2.2
自營店	362,296	11.7	487,016	9.5	456,594	8.0
(i) 黃金珠寶 ⁽¹⁾	319,380	10.3	450,677	8.8	425,738	7.4
(ii) 鑽石鑲嵌珠寶及 其他 ⁽²⁾	42,916	1.4	36,339	0.7	30,856	0.6
線上銷售渠道	1,072,127	34.6	1,745,817	33.9	2,287,601	40.0
(i) 黃金珠寶 ⁽¹⁾	908,903	29.3	1,555,960	30.2	2,074,313	36.3
(ii) 鑽石鑲嵌珠寶及 其他 ⁽²⁾	163,224	5.3	189,857	3.7	213,288	3.7
其他 ⁽⁴⁾	26,211	0.8	63,938	1.2	84,294	1.5
總計	3,101,690	100.0	5,149,601	100.0	5,718,195	100.0

资料来源：公司资料

财务情况

2022 到 2024 年，公司收入分别为 31.0/51.5/57.2 亿元，同比分别增长 66%/11%。净利润分别为 5.7/6.6/7.1 亿元，同比分别增长 14.7%/7.4%，净利率为 18.5%/12.8%/12.4%。2024 年的收入增长主要受益于黄金价格的大幅上涨及公司继续专注于开发和促进黄金珠宝产品的销售，部分被同年金价飙涨导致的消费需求减弱所抵销，及线上渠道的推动。2023 年的收入增长主要受益于市场对黄金产品的需求强劲及加盟网络的稳步扩展和线上渠道的推动。线上渠道的增长主要受益于公司 (i) 通过在线销售渠道提供丰富的黄金产品及在电商平台为最畅销的黄金珠宝提供更具竞争力的价格，以迎合在线消费者的喜好；(ii) 金条的在线销售增加，主要归因于在线销售渠道的促销活动；(iii) 合作的电商平台数量增加，促进产品销量的大幅增长；及(iv) 在线渠道的黄金珠宝市场规模不断扩大。净利润的下跌主要受毛利率的影响，而毛利率的减少是受拥有较低毛利率的线上渠道收入占比的提升和产品结构变化的影响。公司并无正式的股息政策或预定派息比率。

图表 2:财务概要

	截至12月31日止年度					
	2022年		2023年		2024年	
	人民幣千元	(%)	人民幣千元	(%)	人民幣千元	(%)
收入	3,101,690	100.0	5,149,601	100.0	5,718,195	100.0
銷售成本	(1,901,602)	(61.3)	(3,798,706)	(73.8)	(4,239,356)	(74.1)
毛利	1,200,088	38.7	1,350,895	26.2	1,478,839	25.9
其他收入及收益	55,262	1.8	52,619	1.0	38,054	0.7
銷售及營銷開支	(394,315)	(12.7)	(469,552)	(9.1)	(486,299)	(8.5)
行政開支	(98,256)	(3.2)	(92,439)	(1.8)	(115,368)	(2.0)
研發開支	(9,462)	(0.3)	(9,935)	(0.2)	(12,553)	(0.2)
其他開支淨額	(8,179)	(0.3)	3,289	0.1	(8,078)	(0.1)
財務成本	(2,144)	(0.1)	(2,446)	(0.0)	(9,397)	(0.2)
稅前利潤	742,994	24.0	832,431	16.2	885,198	15.5
所得稅開支	(167,753)	(5.4)	(172,737)	(3.4)	(178,886)	(3.1)
年內利潤	575,241	18.5	659,694	12.8	706,312	12.4
其他綜合收益	(3)	(0.0)	129	0.0	2,231	0.0
年內綜合收益						
總額	575,238	18.5	659,823	12.8	708,543	12.4

资料来源：公司资料

竞争优势

以下是公司的竞争优势：

1. 高速增长的珠宝公司，拥有巨大的增长潜力；
2. 广泛的线下销售网络及快速增长的在线渠道；
3. 备受广泛认知及高度认可的品牌；
4. 开放的加盟模式，积累长期稳定且高效经营的加盟商伙伴；
5. 卓越的供应链管理能力和，建立严格把控的质量管理体系；及
6. 经验丰富、年富力强且有远见的管理团队。

发展战略

以下是公司的发展战略：

1. 拓展与优化门店网络，提升门店运营精细化管理；
2. 深化产品工艺与创新，丰富产品矩阵；
3. 加强品牌建设，提升品牌影响力和辨识度；
4. 把握渠道扩展带来的销售机遇；
5. 优化数字化运营体系，提高全链路的经营效率；及
6. 完善供应链管理能力和。

集资用途

集资主要用于扩大和加强销售网络；加强品牌以提高品牌的市场知名度；提升产品供应及加强产品设计和开发能力；及作运营资金及一般企业用途。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务状况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

网址：<http://www.myStockhk.com>