

2025年06月19日

周六福(6168.HK)

SDICS

IPO 点评

证券研究报告

黄金珠宝

周六福-IPO 点评

公司概况

周六福是一间中国珠宝公司，成立于2004年，主要产品为黄金珠宝产品及钻石镶嵌珠宝，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。公司的门店网络覆盖全球，截至2024年12月31日，线下销售网络门店总数为4,129家(包括加盟店和自营店)，包括位于中国地区的4,125家门店(包括加盟店和自营店)和位于海外的四家加盟店(包括泰国的两家加盟店、老挝的一家加盟店及柬埔寨的一家加盟店)。公司也积极拓展线上销售渠道，2022至2024年线上收入的复合年增长率达到46.1%，且2024年线上收入占比达到40.0%。

2022/2023/2024年公司收入为31.02/51.50/57.18亿元，同比增长8.3%/26.4%，主要是由于公司持续拓展门店网络并大力推广线上渠道带来收入的快速提升；毛利率为38.7%/26.2%/25.9%，主要是由于线上渠道占比提升而线上通常毛利率水平低于线下自营；净利润为5.75/6.60/7.06亿元，同比增长14.68%/7.07%。

行业状况及前景

根据弗若斯特沙利文资料(下同)，按销售收入计，中国珠宝市场规模由2019年的6100亿元增至2024年的7280亿元，CAGR为3.6%，随着消费场景的多元化和消费者购买力的持续提升，预计中国珠宝市场规模在2029年会达到9370亿元，2024至2029年CAGR为5.2%。从不同品类来看，2024年黄金珠宝的销售占比高达73%，排名第一，玉石销售占比12.6%，排名第二。

中国黄金珠宝市场规模由2019年的3282亿元增至2024年的5688亿元，CAGR为11.6%，其中线下加盟店销售占比最大，2024年占比达到72.3%。由于黄金兼具消费和投资属性，且近年来金价的持续走高也带动了黄金珠宝消费需求，预计中国黄金珠宝市场规模也将持续增长，在2029年会达到8185亿元，2024至2029年CAGR为7.6%。

中国黄金珠宝行业集中度较高。按2024年来自黄金珠宝产品的收入计，公司在中国黄金珠宝公司中排名第十，市占率为1.0%，前五大参与者市占率共计41.4%。按2024年黄金珠宝GMV计，公司在中国黄金珠宝公司中排名第六，市占率为6.2%，前五大参与者市占率共计58.5%。

优势与机遇

公司的线下销售网络分布广泛、遍布全国多地，能够覆盖更多消费者；公司已经积累了长期稳定且高效经营的加盟商伙伴；管理团队在行业中深耕多年，经验丰富；不依赖单一客户，前五大客户收入占比不到2成。行业存在一定的壁垒，品牌忠诚度需要持续和大量的营销，同时渠道和供应链网络方面需要时间布局，因此在短期难以和现有品牌进行竞争。

弱项与风险

消费者需求和偏好快速变化，可能会使得现有产品失去竞争力；知识产权可能会被侵犯，新产品推出后可能被同行很快模仿；对加盟商的管控有限；生产外包可能带来一定风险。

招股信息

招股时间为2025年6月18日至6月23日，上市交易时间为6月26日。

基石投资人

基石投资人合计认购5.73亿港元(2389.17万股)，占发行股份(绿鞋前)的51.04%。

股份名称:	周六福
股份代码:	6168.HK
IPO 专用评级	5.6
— 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	5
主要发售统计数字	
上市日期:	2025/6/26
发行价范围(港元)	24
发行股数, 绿鞋前(百万股)	68.22
— 香港公开发售: 占比	4.68; 10%
— 最高回拨后股数: 占比	42.13; 90%
总发行金额, 绿鞋前(亿港元)	11.23
总集资金额, 绿鞋前(亿港元)	11.23
净集资金额, 绿鞋前(亿港元)	10.24
发行后股本(百万股)	
— 绿鞋前	425.52
— 绿鞋后	433.59
发行后市值(亿港元)	
— 绿鞋前	102.12
— 绿鞋后	104.06
备考每股有形资产净值(港元)	9.08
备考市净率(倍)	2.64
保荐人	中金公司、中信建投国际
账簿管理人	中金公司、中信建投国际、招银国际、农银国际、交银国际、中国银河国际证券、兴证国际、复星国际证券、富途证券、老虎证券
会计师	安永
资料来源: 公司招股书	

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

基石投资人包括：罗湖投资、永诚贰号香港、Jump Trading、凯因家族办公室、Seraphim Advantage、君宜深圳、灵宝黄金、广发基金。

募集资金及用途

不考虑超额配售，预计净募资额10.24亿港元。资金未来用途规划上，50.0%用于扩大加强销售网络，20.0%用于加强品牌、提高知名度，20.0%用于提升产品供应及加强产品设计开发能力，10.0%用于一般营运资金。

投资建议

招股价为24.0港元，预计发行后公司市值为102.12亿港元。公司近年业绩持续增长，2024年收入/净利润分别为57.2/7.1亿元，2024年净利润对应PE为13.2x。从同业估值对比情况来看（见附录表格），公司收入和利润规模均不及同行，估值在同行中处于中等偏高水平，考虑到近期黄金珠宝板块较为火热，且近期市场打新情绪较好，该新股仍具有一定吸引力。但基石认购占发售股份超5成，可能会导致实际流通量不足。综合考虑行业前景和风险因素，我们给予IPO专用评分5.6分，建议适当申购。

公司财务概览

(人民币千, 31/12 年结)	2022	2023	2024
损益表			
收入	3,101,690	5,149,601	5,718,195
销售成本	-1,901,602	-3,798,706	-4,239,356
毛利	1,200,088	1,350,895	1,478,839
其他收入及收益	55,262	52,619	38,054
销售及营销开支	-394,315	-469,552	-486,299
行政开支	-98,256	-92,439	-115,368
研发开支	-9,462	-9,935	-12,553
其他开支净额	-8,179	3,289	-8,078
EBIT	745,138	834,877	894,595
财务成本	-2,144	-2,446	-9,397
税前利润	742,994	832,431	885,198
所得税开支	-167,753	-172,737	-178,886
年内利润	575,241	659,694	706,312
资产负债表主要项目			
存货	1,614,741	1,912,683	2,318,011
贸易应收款项及应收票据	231,072	238,382	209,867
银行结余及现金	217,480	188,064	561,745
总流动资产	2,158,969	2,483,896	3,301,751
总资产	2,584,835	3,075,203	3,957,571
贸易应付款项及应付票据	36,096	35,521	37,806
短期借款	-	84,123	612,754
长期借款	-	-	28,299
总流动负债	657,794	793,614	1,330,486
总负债	679,796	811,579	1,379,965
总股东权益	1,905,039	2,263,624	2,577,606
YOY%			
收益	-	66.03%	11.04%
EBIT	-	12.04%	7.15%
税前利润	-	12.04%	6.34%
年内利润	-	14.68%	7.07%
损益表财务比率			
毛利率, %	38.69%	26.23%	25.86%
销售开支占销售比率, %	12.71%	9.12%	8.50%
行政开支占销售比率, %	3.17%	1.80%	2.02%
研发开支占销售比率, %	0.31%	0.19%	0.22%
EBIT/财务支出, x	347.55	341.32	95.20
有效税率, %	22.58%	20.75%	20.21%
存货周转日数	-	169.47	182.13
贸易应收账款周转日数	-	16.64	14.31
贸易应付账款周转日数	-	3.44	3.16
营运资金周转日数	-	182.66	193.28
ROAE, %	-	31.65%	29.18%
ROAA, %	-	23.31%	20.09%

资料来源：公司招股书，国证国际

同业业绩及估值对比

公司名称	代码	近一财年收入 (人民币/港币亿元)	近一财年净利润 (人民币/港币亿元)	市值 (人民币/港币亿元)	对应 PE
周大福	1929.HK	896.56	59.16	1310.34	22.1
老凤祥	600612.SH	567.93	25.44	270.98	10.7
中国黄金	600916.SH	604.64	8.27	139.10	16.8
周大生	002867.SZ	138.91	10.02	146.31	14.6
周生生	116.HK	211.76	8.06	58.10	7.2
六福集团	590.HK	153.26	17.67	117.07	6.6
周六福	6168.HK	57.18	7.06	102.12	13.2

资料来源: Wind, 公司资料, 国证国际研究 (市值截至 2025 年 6 月 18 日)

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010