

电商快速增长，金价上行、产品优化提升毛利率

核心观点

周六福 25H1 实现收入 31.50 亿元/+5.2%，毛利 8.27 亿元/+8.7%，归母净利润 4.15 亿元/+11.9%。分渠道看，25H1 公司加盟模式、线上销售、自营门店收入分别 12.29 亿元/-17.1%、16.32 亿元/+34.3%、2.51 亿元/-15.1%。25H1 末，公司线下门店数 3857 家（加盟店 3760 家/自营店 97 家），较年初净关店 272 家。金价急涨下，加盟商谨慎采购、部分加盟店关店，自营加强开店，25Q2 自营门店已实现同店转正，线上渠道凭借性价比优势销售持续快速增长。分产品看，黄金珠宝、钻石镶嵌珠宝及其他。服务费收入分别 25.34 亿元/+9.2%、2.35 亿元/-3.9%、3.81 亿元/-11.2%。25H1 公司毛利率 26.3%/+0.8pct，净利率 13.2%/+0.8pct，主要系金价上行，以及渠道结构、产品结构变化影响。

事件

周六福发布 2025 年中期业绩报告。公司 25H1 实现收入 31.50 亿元/+5.2%，毛利 8.27 亿元/+8.7%，归母净利润 4.15 亿元/+11.9%。公司拟派中期股息每股人民币 0.45 元，合计派息 1.98 亿元，派息比例 47.7%。

简评

金价急涨加盟商谨慎采购，线上销售持续快速增长。分渠道看，1) 加盟：25H1 公司加盟模式收入 12.29 亿元/-17.1%。金价快速上涨抑制金饰消费，加盟商采购策略谨慎，导致加盟收入下降，占公司收入占比约 39%。2) 线上销售渠道：25H1 公司线上销售收入 16.32 亿元/+34.3%，公司顺应黄金珠宝零售线上化趋势，加强线上线下零售业务管理融合、营销联动及产品整合开发，凭借高性价比吸引年轻消费者，推动线上销售增长。25 年 618 期间，公司线上全平台自营 GMV 超 7 亿元/+36%，在天猫平台 618 期间黄金品类店铺排名第四。3) 自营店：25H1 公司自营店销售收入 2.51 亿元/-15.1%。受线下终端需求承压影响，公司自营门店上半年收入下降，但公司整合渠道资源、提升门店质量，25Q2 同店增长 13.5%，实现转正。

周六福 (6168. HK)

首次评级

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 09 月 01 日

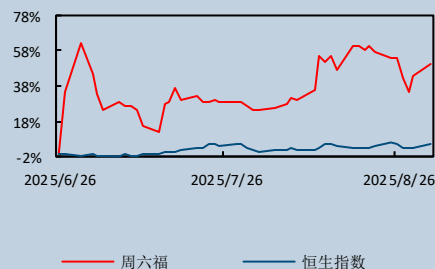
当前股价：45.00 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
20.97/17.56	/	/
12 月最高/最低价 (港元)		48.45/30.00
总股本 (万股)		44,061.60
流通 H 股 (万股)		27,368.89
总市值 (亿港元)		0.00
流通市值 (亿港元)		0.00
近 3 月日均成交量 (万)		393.92
主要股东		
深圳若水联合投资有限公司		32.06%

股价表现



渠道结构性调整，加盟收缩、自营加强开店。金价急涨下，终端金饰消费承压，公司引导终端门店主动优化调整，聚焦门店运营水平提升，部分加盟店收缩。25H1 末，公司线下门店数 3857 家（加盟店 3760 家/自营店 97 家），较年初净关店 272 家，其中 63% 的撤店名单为街铺/专卖店类型。公司门店结构优化，一二线城市门店数量合计占比接近 50%，期末平均单店面积提升至约 110 平米。

产品结构优化，一口价黄金产品销量增长。分产品和服务看，1）服务费：25H1 收入 3.81 亿元/-11.2%，主要系加盟店阶段性调整，加盟门店数量下降，导致品牌使用费收入减少。2）**黄金珠宝**（纯金、K 金、铂金珠宝等）：25H1 公司黄金珠宝收入 25.34 亿元/+9.2%，黄金珠宝驱动公司收入增长，从产品结构来看，标价类（一口价）黄金增长较多，主要系一口价产品通常采用轻质化、时尚化的产品设计，通过 IP 联名，使用金镶钻等组合材料，在产品更加美观的同时毛利率、客户粘性也更高。在公司线下零售业务中，25H1 一口价产品销量、销售额同比分别增长 73.2%、44.4%，毛利率 41.7%/+12.2pct。3）**钻石镶嵌珠宝及其他**（钻石镶嵌、银制、珍珠、宝石等）：25H1 收入 2.35 亿元/-3.9%。

金价上涨、渠道结构、产品结构变化带动公司整体毛利率提升。25H1 公司毛利率 26.3%/+0.8pct，净利率 13.2%/+0.8pct，提升主要系：1）年内金价上涨，存货升值增厚毛利；2）产品结构变化，高毛利率的金镶钻、IP 联名款销售占比提升；3）渠道结构变化，自营渠道收入占比提升。费用端，25H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.7%/-0.2pct、2.1%/-0.1pct、0.2%/持平、0.2%/持平，公司费用管控情况良好。25H1 公司毛利 8.27 亿元/+8.7%；毛销差 5.86 亿元/+11.6%；扣除服务费的毛销差 2.04 亿元/+114.4%。

展望未来：1）产品端：公司将加大产品创新和研发投入，陆续推出“九华大愿”、“颐和仙境”等品牌特色产品的升级版本，并储备更多新系列，突出点钻、花丝等工艺。2）**渠道端：**①**加盟店：**继续优化加盟店、提升竞争力；②**自营店：**加强自营店投资，目标在三年内，自营店增开至 200 家左右；③**合资店：**与加盟商合作在海内外增开合资店，实现资源互补、分摊风险；④**高端店：**公司首家高端旗舰店“周六福吉文化馆”今年五一在北京国贸商城开业，未来将升级迭代全新门店形象、差异化产品进一步扩展高端店布局；⑤**海外：**继续在东南亚增开门店，目前已在泰国、老挝、越南、柬埔寨、马来西亚开出 6 家门店，后续将在新加坡等地布局，25 年目标开至 10 家店铺，并持续开展海外电商服务，加强与 Amazon、Lazada 等平台电商合作。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年营收为 63.39、72.07、79.80 亿元，同比+10.9%、+13.7%、+10.7%，归母净利润为 7.97、8.84、9.92 亿元，同比+12.8%、+10.9%、+12.3%，对应 PE 分别为 22.7x、20.5x、18.2x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1）消费需求不达预期风险：公司产品主要是黄金和镶嵌类产品，整体客单价较高，若居民收入水平较低或宏观经济较为低迷，或将需求低迷。同时金价短期快速上涨将抑制居民终端消费及经销商开店、备货积极性，影响公司销售。以 2024 年为基数测算，若公司加盟商关店 5%、10%、15%，则公司毛利或将下降 3.3%、6.6%、9.9%，归母净利润或将下降 5.5%、11.0%、16.5%。2）加盟管理风险：公司对加盟商在产品价格、店铺选址和形象、产品质量监督、营销、售后服务等方面进行标准化的管理，并建立督导体系确保加盟商运营符合公司的相关规定，若加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，公司无法对加盟商及时进行管控，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。3）产品质量控制风险：公司较高比例黄金产品为指定供应商供货模式，若公司无法有效实施产品质量控制措施，出现产品质量问题或纠纷，则将对公司品牌和经营造成不利影响。

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,484	3,302	4,345	4,985	5,505
现金	188	192	634	721	798
应收票据及应收账款合计	238	210	333	378	419
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	43	45	53	61	67
存货	1,913	2,318	3,018	3,480	3,843
其他流动资产	102	537	308	345	379
非流动资产	591	656	595	535	474
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	71	137	115	94	72
无形资产	153	160	134	107	80
其他非流动资产	367	359	347	334	322
资产总计	3,075	3,958	4,941	5,520	5,980
流动负债	794	1,330	1,880	1,978	1,899
短期借款	84	656	848	796	591
应付票据及应付账款合计	36	38	59	68	75
其他流动负债	674	637	973	1,115	1,232
非流动负债	18	49	49	49	49
长期借款	0	28	28	28	28
其他非流动负债	18	21	21	21	21
负债合计	812	1,380	1,930	2,028	1,948
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	366	379	1,379	2,379	3,379
资本公积	1,897	2,199	1,199	199	-801
留存收益	0	0	434	914	1,454
归属母公司股东权益	2,264	2,578	3,011	3,492	4,032
负债和股东权益	3,075	3,958	4,941	5,520	5,980

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	403.9	390.1	607.8	538.1	724.3
净利润	659.7	706.3	796.8	883.6	992.0
折旧摊销	54.5	66.8	60.4	60.4	60.4
财务费用	2.4	9.4	32.6	34.7	28.9
其他经营现金流	-312.7	-392.4	-282.1	-440.7	-357.0
投资活动现金流	-192.9	-505.6	38.3	38.3	38.3
资本支出	-37.6	-321.0	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	-155.3	-184.7	38.3	38.3	38.3
筹资活动现金流	-240.8	112.4	-203.9	-489.7	-685.3
短期借款	84.1	571.6	191.9	-52.2	-204.2
长期借款	0.0	28.3	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-324.9	-487.6	-395.8	-437.6	-481.1
现金净增加额	-29.8	-3.2	442.2	86.7	77.3

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,150	5,718	6,339	7,207	7,980
营业成本	3,799	4,239	4,766	5,497	6,069
营业税金及附加	-3	8	7	8	9
销售费用	470	486	501	555	614
管理费用	102	128	120	130	144
研发费用	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	780	847	962	1,072	1,210
其他非经营损益	53	38	49	49	49
利润总额	832	885	1,011	1,121	1,259
所得税	173	179	214	237	267
净利润	660	706	797	884	992
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	660	706	797	884	992
EBITDA	889	961	1,104	1,216	1,348
EPS（元）	1	2	2	2	2

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	66.0	11.0	10.9	13.7	10.7
净利润(%)	14.7	7.1	12.8	10.9	12.3
获利能力					
毛利率(%)	26.2	25.9	24.8	23.7	23.9
销售净利率(%)	12.8	12.4	12.6	12.3	12.4
ROE(%)	29.1	27.4	26.5	25.3	24.6
ROIC(%)	32.5	29.1	24.3	22.6	22.8
偿债能力					
资产负债率(%)	26.4	34.9	39.1	36.7	32.6
净负债比率(%)	-4.6	19.1	8.0	3.0	-4.4
流动比率	3.1	2.5	2.3	2.5	2.9
速动比率	0.6	0.4	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	21.6	27.2	19.0	19.0	19.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.60	1.81	2.01	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.89	1.38	1.22	1.64
每股净资产(最新摊薄)	5.14	5.85	6.83	7.93	9.15
估值比率					
P/E	27.4	25.6	22.7	20.5	18.2
P/B	8.0	7.0	6.0	5.2	4.5
EV/EBITDA	17.0	16.8	52.0	80.9	103.3

数据来源：公司公告、Wind，中信建投证券预测

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

利益披露声明

截至本报告发布前十二个月内，中信建投（国际）证券有限公司或其香港经营的集团公司向本报告所评述的公司提供过投资银行服务。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：(8610) 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk