

黄金珠宝行业系列专题之五

港资珠宝本轮反弹逻辑梳理：以自我革新顺应行业焕新

行业研究 · 行业专题

商贸零售 · 黄金珠宝

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
执证编码：S0980523090004

- **港资珠宝企业业绩复苏，股价走出亮眼反弹趋势：**今年以来，黄金珠宝板块个股行情表现突出，而除了市场关注度普遍较高的如老铺黄金、潮宏基等“新消费”主题范畴下标的外，周大福、六福集团及周生生等传统港资珠宝龙头的股价同样较为突出，并在近期因板块轮动而消费行情降温背景下，实现了逆势持续上涨：截止2025/09/10，三者涨幅分别达到151%/95%/135%。我们认为其上涨驱动远不止“补涨”这么简单，更源于企业自身基本面的革新，其中六福集团4-6月内地同店销售进一步加速增长19%；周生生2025H1归母净利润同比增长76%。在此基础上，伴随企业未来转型逻辑的进一步兑现和改善空间的打开，估值水平也将从低位实现持续修复，从而呈现戴维斯双击特征。
- **行业变化：**饰品消费底层逻辑已形成“为时尚+保值双重价值买单”。近年来，金价持续上涨，以及消费者对钻石镶嵌等高溢价品类的祛魅，黄金的保值属性认知持续强化。但过快抬升的金价也压制了部分传统需求的释放，且成本加成定价的克重黄金产品也面临毛利压力；与此同时，设计工艺的突破让黄金的时尚属性显著提升，悦己消费需求场景得以打开，具备强产品设计的一口价黄金首饰实现“时尚+保值”的完美融合，多家企业24年一口价黄金饰品增长幅度达到100%以上。同时具备产品溢价的一口价产品毛利率达到30%-40%，确保了企业盈利水平。
- **港资珠宝企业自身变革：产品力+渠道力+品牌力的三重升级。**1) 加大产品设计及差异化布局，近年定价黄金饰品的营收贡献持续增长，如2025财年周大福中国内地黄金饰品中，定价模式产品贡献值从7.1%提升至19.2%；六福集团定价黄金产品同店实现高双位数增长。2) 门店变革优化，以聚焦优质高端区位及服务体验为抓手，提升单店产出，抵御短期门店收缩压力。3) 品牌力积淀深厚，以社媒营销、IP联名及明星代言等方式，重塑年轻化标签。近期来看，主要港资珠宝品牌小红书近30天曝光量实现高双位数增长，同时粉丝80%以上为18-34岁人群。
- **投资建议：**整体来看，港资珠宝企业在近年来的行业变化中虽有短期挣扎，但也展现了自身较强应变能力，通过从产品到渠道的多维度转型变革，依托自身强品牌力基础，正逐步重回增长轨道，并带动估值持续修复。重点推荐：1) **周大福**：作为行业龙头，通过加强高毛利定价产品的布局，以及优化城市结构及以新形象门店以提振单店销售，从而实现持续的业绩增长。2) **六福集团**：中国内地同店销售持续加速增长，海内外稳健拓店，业绩和估值有望迎来双修复。3) **周生生**：直营模式为主有望直接受益金价上涨带来的毛利率提升、同店销售有望改善。
- **风险提示：**珠宝消费终端景气度不及预期；金价大幅波动；企业未能顺应产品及渠道变化新趋势；行业竞争环境恶化；加盟商管理不善

[01] 港资珠宝企业业绩复苏，股价走出快速上涨趋势

[02] 行业层面，供给创新与需求升级带来复苏增长机遇

[03] 企业层面：产品力+渠道力+品牌力的三重升级

[04] 历史估值回顾及对比

[05] 投资建议及相关公司简介

一、港资珠宝企业业绩复苏，股价走出快速上涨表现

2025年黄金珠宝行情回顾



- 今年以来，黄金珠宝板块个股行情表现突出，年初以来首先领涨的是以老铺黄金、潮宏基、曼卡龙等“新消费”主题范畴下的标的，但随着行情的演进与扩散，以周大福、六福集团、周生生及英皇钟表珠宝等为代表的传统港资珠宝龙头的股价在近期同样表现极为优异，并显著跑赢恒生指数。并在近期因板块轮动而新消费行情有所降温背景下，实现了逆势持续上涨。
- 其中周大福2025年以来至9月10日，股价上涨151%，跑赢恒生指数96pct；六福集团股价上涨95%，跑赢恒生指数50pct；周生生股价上涨135%，跑赢恒生指数63pct。
- 我们此前的新消费系列报告中就提出，本轮新消费趋势驱动的实质是产品力变革下的新质消费，虽然港资珠宝品牌在近年来的行业变化中有过短期挣扎，但凭借扎实的品牌基础，顺势而为的产品变革，以及精细化的渠道管控，已经逐步走出颓势重回增长轨道。因此本轮港资珠宝品牌的行情驱动绝不仅仅是简单的“补涨”行情，更多源于企业底层经营模式的变革下激发的基本面动能。

图1：黄金珠宝板块今年以来行情变化图



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表1：今年以来港资黄金珠宝企业股价涨幅

证券代码	证券简称	2025年以来股价涨幅	跑赢恒生指数
1929. HK	周大福	151%	121pct
0590. HK	六福集团	95%	95pct
0116. HK	周生生	135%	135pct
0887. HK	英皇钟表珠宝	82%	82pct

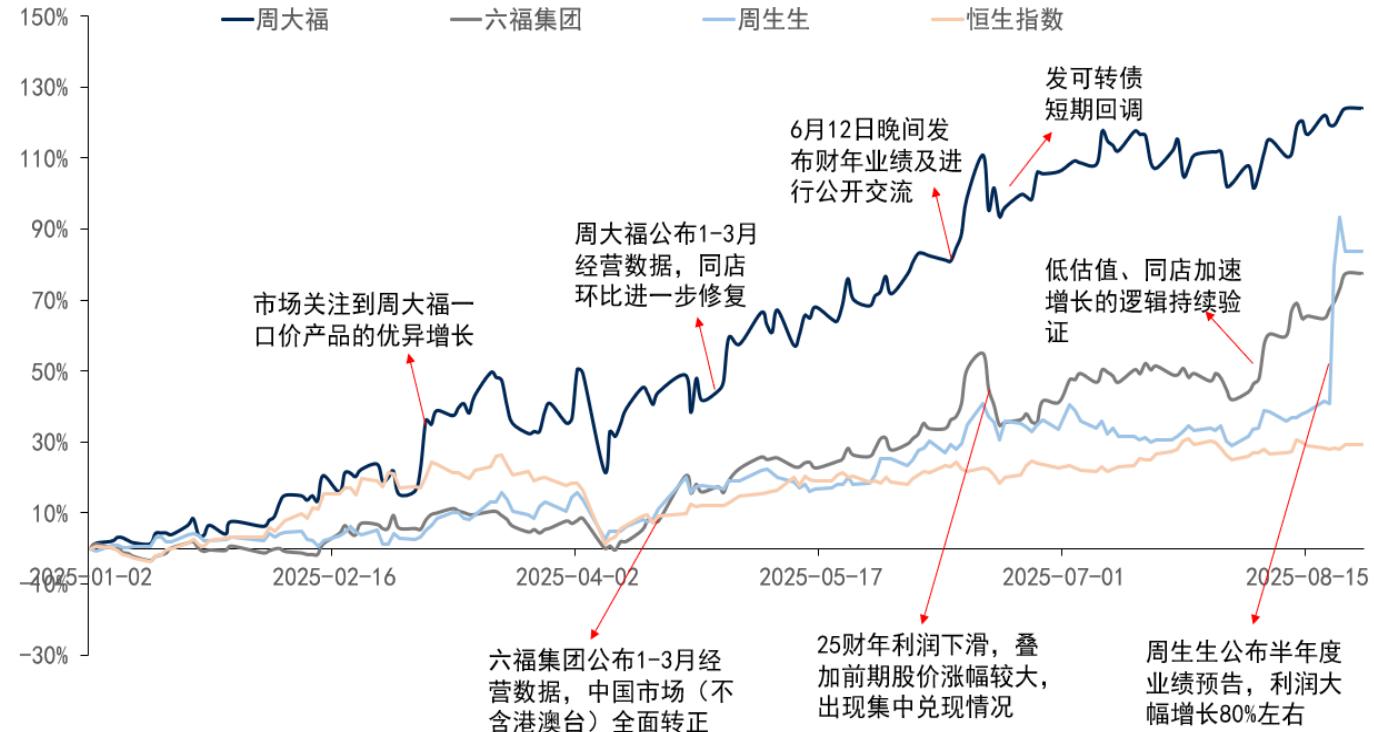
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：时间截止2025. 9. 10

2025年港资珠宝行情复盘



- 虽然上述每家企业上涨的催化各有不同，但总体离不开业绩的复苏表现。
- 1) 周大福4-6月整体零售值下滑1.9%，较此前实现显著收窄，且我们预测周大福2026财年归母净利润将达到74.25亿港元，同比增长36%。2) 六福集团4-6月中国内地市场同店增长19%，较1-3月2%的增长进一步加速。3) 周生生8月19日发布中期业绩预告，预计归母净利润9-9.2亿港元，同比增长80%左右，直接带动次日股价大涨27.51%。4) 英皇钟表珠宝股价波动较大，但也与基本面潜在变化预期有关：公司在上半年开展外部合作，成立合资公司，计划未来在中国内地市场开设数百家黄金珠宝加盟店。
- 后文我们将从行业变迁新机遇、公司自身变革及估值三个维度，分析今年以来港资珠宝股价上涨原因，以及对后续走势进行分析预判。

图2：港资黄金珠宝今年以来股价变化图



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

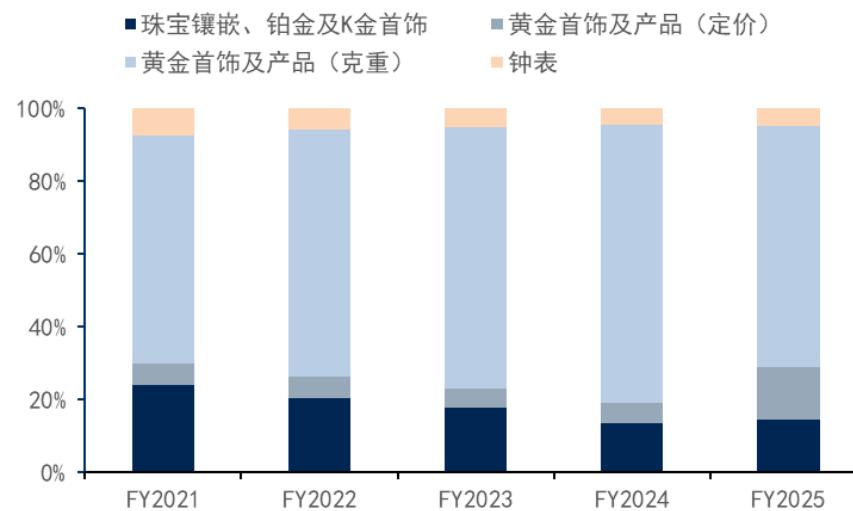
二、行业层面，供给创新与需求升级带来复苏增长机遇

1. 饰品消费底层逻辑变化：从“为时尚买单”到“为时尚+保值双重价值买单”



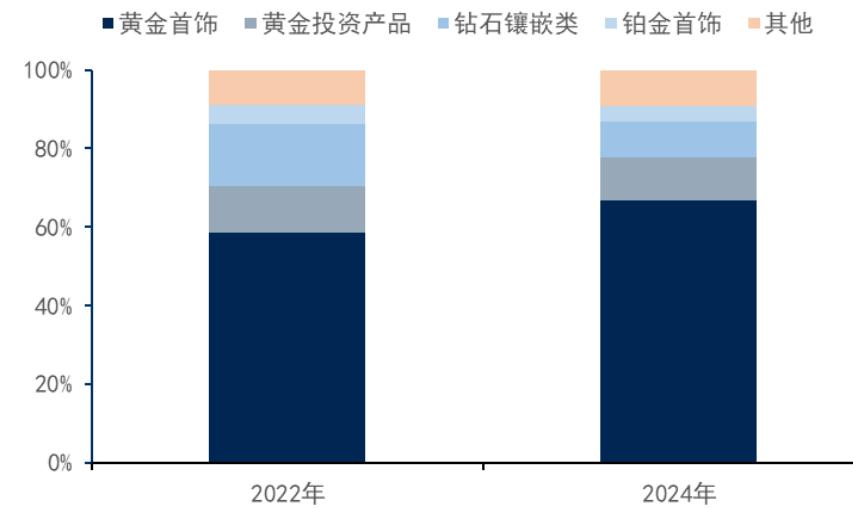
- 回看周大福过去五年的财报数据，其产品结构中，珠宝镶嵌、铂金及K金首饰的收入占比从24.1%降至14.3%，而黄金首饰及产品的收入占比从68.2%增加至80.8%。这并非企业个案，同样是行业普遍性代表。据世界黄金协会数据，各类珠宝对零售额的贡献占比变化中，钻石镶嵌类从2022年7月的16%降至2024年7月的9%，黄金首饰则从59%增加至66%。
- 这一数据变化背后的核心逻辑在于：当经济环境不确定性增加，当钻石的“稀缺性”被技术挑战，而黄金工艺的突破让时尚与保值完美融合，消费者便越来越倾向于选择兼具时尚与保值属性的黄金首饰产品。这一逻辑演绎，实际上也反映了黄金首饰消费场景转向悦己的趋势，打破婚嫁等传统场景压力下市场对于行业需求长期疲软的担忧。

图3：周大福分产品类型收入占比（%，不含珠宝贸易及加盟服务收入）



资料来源：周大福财报、国信证券经济研究所整理

图4：各类珠宝对零售额的贡献占比



资料来源：世界黄金协会、国信证券经济研究所整理 注：数据截至当年7月

1. 1 金价涨势支撑下，黄金的保值属性进一步凸显



- 以伦敦金现的价格看，2022年以来的涨幅达到98.64%，其中2024年上涨27.2%，2025年以来继续维持了38.47%的涨幅。近几年在其他各大类资产投资表现相对疲软背景下，金价持续的上涨进一步强化了消费者对于黄金品类其保值乃至增值的认知。据世界黄金协会的调查数据，过去一年购买过金饰的消费者，绝大部分认可金饰是一种投资的说法。
- 而据戴比尔斯财报数据，2023年/2024年平均毛坯钻石价格指数分别下降6%/20%，2025上半年再次下降14%。这也带来了戴比尔斯钻石销售平均克拉价格的下降，影响财报表现。且从终端零售的价格看，钻石往往加价倍率高，毛利率达到60-70%，回收时给消费者带来的心理落差更大，这在居民财富效应整体有所承压的大环境下，给予消费者的消费体验更显不佳。

图5：伦敦金现2022年以来价格走势（美元/盎司）

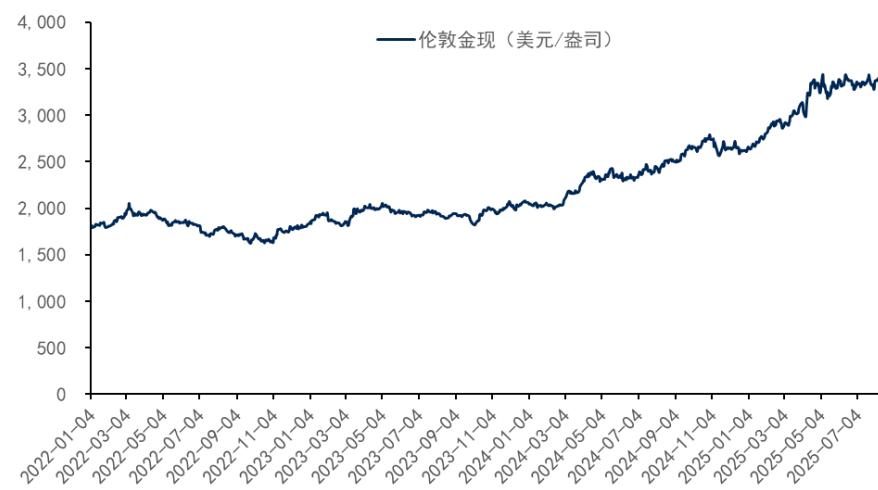
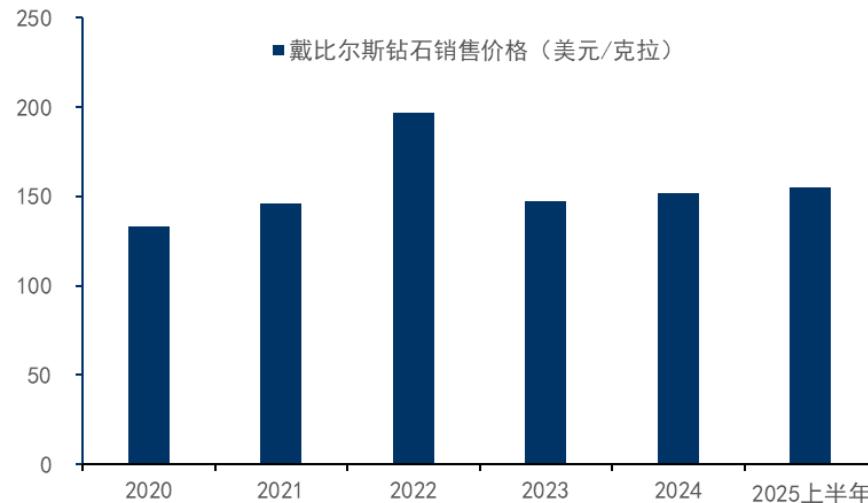


图6：戴比尔斯钻石的平均销售价格（美元/克拉）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

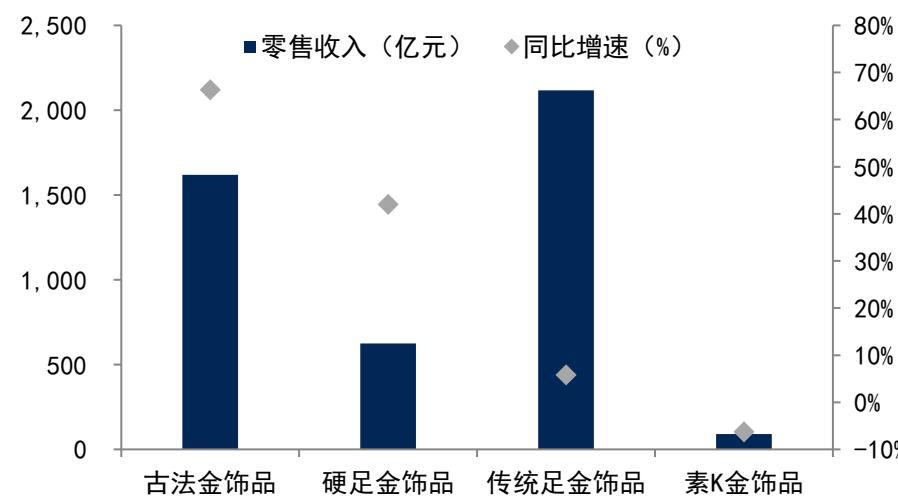
资料来源：戴比尔斯财报、国信证券经济研究所整理

1. 2黄金工艺提升，持续突出产品时尚属性



- 早年黄金饰品往往和“素”、“土气”等标签挂钩，传统黄金工艺生成的产品也确实存在硬度不足的问题，无法完成较为精美的雕刻和图案。而随着3D硬金、5G黄金、古法等工艺出现，保留足金纯度的基础上，具有更高的硬度和延展性，打破传统黄金的工艺限制，实现多种造型设计，更具时尚感。
- 据中国黄金协会数据，一是从加工环节看，2023年传统足金饰品的加工量为377.05吨，同比下降5.06%，占黄金首饰年度加工量的52.46%；而硬足金饰品和古法金饰品的加工量分别同比增长13.98%/37.27%，占黄金首饰年度加工量的10.51%/35.19%。二是零售环节看，传统足金饰品的零售收入同比增长5.85%，硬足金饰品同比增长15.49%，古法金饰品同比增长达到66.38%。

图7：2023年不同种类金饰品零售额及增速（%）



资料来源：中国黄金协会、国信证券经济研究所整理

表2：不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体差别

产品品类	工艺	产品特点	主要消费群体
普通足金饰品	现代机械加工工艺	硬度不高，产品易变形；产品款式单一	消费群体覆盖广泛
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，整体呈现哑光质感；细节处理更加精致；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，但由于平均客单价较高，主力消费人群为消费能力较强的30-45岁人群。不过近年来年轻化趋势显著
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	耐磨性强、纯度高、韧性好、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：中国珠宝玉石首饰行业协会、国信证券经济研究所整理

2. 悅己及年轻消费崛起推动一口价金饰占比提升，并演绎利润提升逻辑



- 前文所述展现了近年来珠宝消费中黄金饰品占比提升的趋势，但客观而言，这短期利空企业的毛利率。因为钻石品类的定价机制复杂以及标准化程度较低，毛利率可高达70%左右。而黄金饰品的定价与金价直接挂钩，定价机制相对透明，克重计价产品毛利率多在10-20%，一口价产品在30%-40%。
- 不过，黄金饰品消费自去年以来出现显著新趋势：高毛利一口价产品占比提升，这带动了企业毛利率实现修复增长，所以也拉高了市场对于企业利润率的预期，也将从基本面角度驱动股价抬升。如周大福2025财年剔除黄金价格波动影响后的毛利率为21.5%，同口径下较2024年增加1pct，其中产品组合变动贡献了2.1pct。而该财年，周大福一口价黄金产品营业额同比增长105.5%，在中国内地黄金饰品中的贡献值从7.1%提升至19.2%。六福集团2025财年黄金及定价黄金品类毛利率27%，同比增加6.3pct，同时受益于金价上涨及一口价黄金饰品占比提升。

表3：周大福产品组合变动和毛利率的关系：定价黄金大幅增加实现了产品组合对毛利率的正贡献

	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
综合毛利率	28.90%	23.60%	24%	24%	29.50%
产品组合变动对当年毛利率的影响		-0.4pct	-0.8pct	-1.5pct	2.1pct
收入分品类占比					
镶嵌、铂金及K金	24.10%	20.40%	17.80%	13.40%	14.30%
定价黄金	5.70%	5.80%	5.30%	5.80%	14.60%
克重黄金	62.50%	67.90%	71.70%	76.20%	66.20%
钟表	7.70%	5.90%	5.20%	4.60%	4.90%

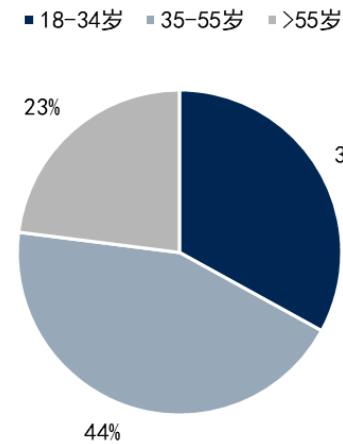
资料来源：周大福财报、国信证券经济研究所整理

2.1 悅己及年轻消费崛起推动一口价金饰占比提升，演绎利润提升逻辑



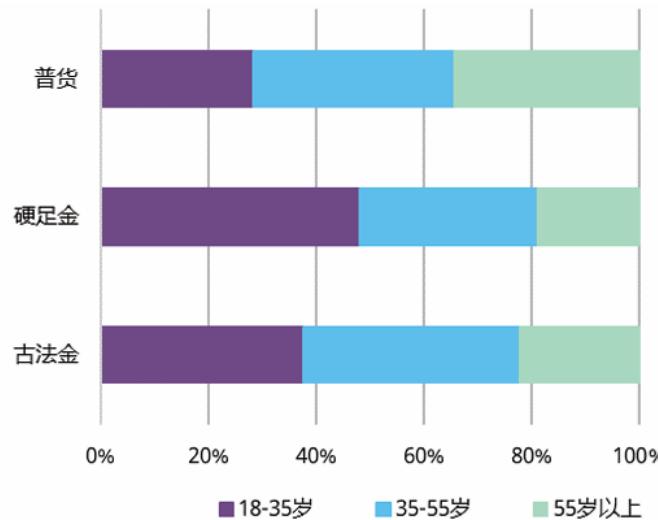
- 一口价金饰占比提升的逻辑在于：一是对企业而言，创新设计和产品研发的投入需要更高的毛利支撑，故也更偏好一口价的定价方式。反过来而言，也就意味着企业采取一口价定价方式后，产品的质感、设计美学必须跟上，否则容易被消费者所抛弃。
- 二是消费者结构中，年轻消费群体增加，该群体在产品提供足够的设计美感和情绪价值的前提下，也具备接受较克重方式更高溢价的意愿。且在新媒体渠道的种草传播下，优质黄金珠宝供给与年轻消费群体需求实现精准对接和快速扩圈，将形成行业发展的良性驱动力。
- 据世界黄金协会数据，2024年中国18至34岁的消费者贡献了超过三分之一的金饰零售额，已逐步成为核心消费群体。且从消费的产品种类看，硬足金等产品主要由年轻消费者贡献，该类产品设计新颖、单价低、轻量化的特性吸引了年轻消费群体。热门的古法金，年轻消费者也贡献了38%的份额，仅次于中年群体（35-55岁）40%的份额。

图8：各年龄段金饰消费者占比（%）



资料来源：世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

图9：各年龄及各品类金饰消费者占比（%）



资料来源：世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

三、企业层面：产品力+渠道力+ 品牌力的三重升级

1.1 产品升级：以设计及差异化把握定价金饰红利，提高产品管理效率



- 战略规划和资源投入方面，前述的港资珠宝企业当前均更为重视定价黄金首饰的投入。**一是技术工艺投入：**周大福2024年8月推出的“故宫系列”产品，融合了黄金花丝工艺、粒状镶嵌工艺、珐琅工艺等多种传统工艺技术。六福集团2024年11月推出的“冰·钻光影金”系列，以新一代炫彩工艺，打造出犹如带有钻石光芒的炫彩黄金，既满足了消费者对足金保值的追求，又保留了钻石般的闪耀，实现差异化竞争。
- **二是人才团队的建设：**周大福引入前Tiffany & Co. 设计总监刘孝鹏，并于2024年4月任命为公司的高级珠宝创意总监。在刘孝鹏带领下，周大福推出全新传福系列，作为品牌于未来几年蜕变转型的当代演绎，该系列一年时间便实现了约40亿港元的销售表现。
- **三是策略性IP联名合作：**周大福通过与《黑神话：悟空》、《鬼灭之刃》和《吉伊卡哇Chi ikawa》等人气IP合作，进一步丰富其产品组合。《黑神话：悟空》系列推动了男性自用而非送礼的购买需求，成功打入此前尚未开发的市场领域。周生生联名海贼王、DIMOO、哈利波特等知名IP，以手串、转运珠等产品形式打开年轻消费市场。

图10：周大福故传福系列



资料来源：周大福官网、国信证券经济研究所整理

图11：六福集团 冰·钻光影金系列



资料来源：六福珠宝官网、国信证券经济研究所整理

1.2 产品升级：以设计及差异化把握定价金饰红利，提高产品管理效率



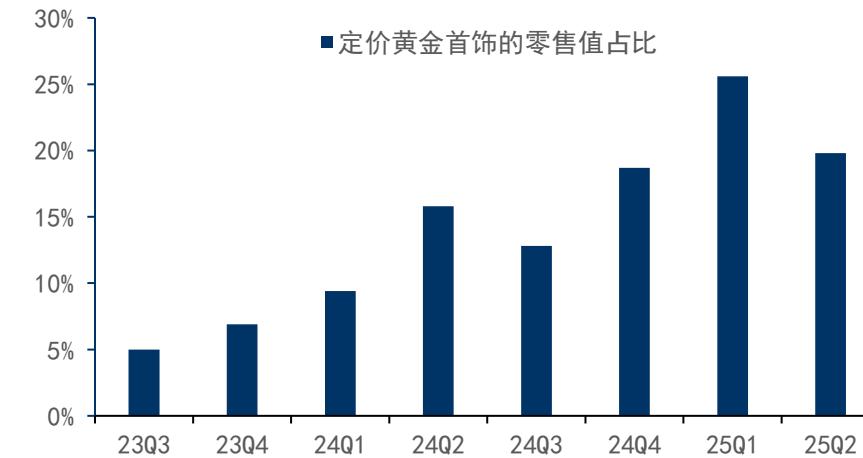
- 从目前的数据看，港资珠宝品牌的产品升级均取得了较好的成效。周大福2025财年（2024年4月-2025年3月）定价黄金首饰取得105.5%的增长，其中传福和故宫系列均取得了约40亿的销售额。六福集团的公布的经营数据显示，1-3月集团整体同店销售下滑10%，而定价黄金同店销售增长达到79%；4-6月集团整体同店销售增长5%，定价黄金的增长继续维持73%的高增长。
- 此外，为强化定价首饰的整体战略布局，提高产品管理效率和把控品质，港资珠宝企业也在策略上加大集团自采比例，优化配货模型，这有助于提升集团收入规模及品牌形象。如在钻石依旧疲弱的情况下，六福集团中国内地市场批发收入降幅从2024财年的30%收窄至2025财年的12%，主要受益加大了冰钻系列等定价黄金首饰的集团出货比例，计入批发收入。

表4：六福集团定价黄金的同店销售表现较好

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
集团整体同店销售	-34%	-35%	-22%	-10%	5%
其中定价黄金同店销售	-7%	11%	58%	79%	73%

资料来源：六福集团财报、国信证券经济研究所整理 注：时间为自然季度

图12：周大福定价黄金首饰对整体零售值的贡献提升



资料来源：周大福财报、国信证券经济研究所整理 注：时间为自然季度，数据为中国内地

2.1 门店变革优化：以聚焦优质区位及服务体验为抓手，单店产出增长



- 去年以来，周大福相继在香港、深圳、武汉、西安及上海开设5间新形象店，成功实现了更高的平均售价（ASP，Average Selling Price）和产品销量增长，开业后几个月均取得了高于以前一般门店的店效。这也是港资珠宝企业推动门店变革的缩影，商业逻辑从增量时代的“人找货”变成效益优先时代的“货找人”。
- **1、配合产品升级策略，店铺布局消费力较好的区位，与消费人群实现契合。**如前文分析指出，兼具市场+保值属性的一口价金饰品是近年来珠宝市场消费主流，但其零售终端毛利率通常在30%-40%，溢价率依旧高于同为足金材质的克重计价产品。叠加港资珠宝品牌本身定位中高端及古法等产品克重相对较大，其消费单价较高。港资品牌近年来门店重点抢占消费力强的核心城市、高端商圈。如周大福一方面收缩下沉市场门店，另外一二线城市的单店效益提升，贡献更高的收入占比。其在内地的4家新形象店分别开设在深圳万象城、武汉武商MALL、西安万象城及上海南京东路步行街核心位置，符合抢占高端商圈和消费力的战略方向。

表5：周大福珠宝按城市级别划分的门店数量和零售值占比（%）

		2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
门店占比	一线城市	11.90%	12.30%	12.20%	12.10%
	二线城市	40.20%	41.80%	42.30%	42.30%
	三线城市	22.90%	21.70%	21.90%	22.20%
	四线城市及其他	25.00%	24.20%	23.60%	23.40%
零售值占比	一线城市	16.40%	15.40%	15.50%	16.50%
	二线城市	46.20%	46.70%	46.90%	47.80%
	三线城市	19.40%	19.50%	19.50%	18.70%
	四线城市及其他	18.00%	18.40%	18.10%	17.00%

资料来源：周大福财报、国信证券经济研究所整理 注：二线城市包括新一线

2.2 门店变革优化：以聚焦优质区位及服务体验为抓手，单店产出增长



- 2、从店铺环境、内部陈设到员工培训，强化服务体验。从展厅到服务为重，品牌的服务能力是强化忠诚度的有力方式，也是提升客单价的重要抓手，以及提升品牌的进店购买转化率、复购率和连带率。如周大福新形象店增加了店内面积，采取展示式的布局方式，消费者犹如在小型博物馆进行购物体验。同时配备DIY专区、贵宾室、工艺互动展示等。周大福整体2025财年国内地珠宝镶嵌首饰同店平均售价为9700港元，较2024财年提升1700港元。
- 此外，企业积极从门店形式上进行突破，以联名快闪等方式吸引年轻消费者。如周生生于2025年8月6日-9月7日，在广州携手亚洲50佳酒吧——庙前冰室，在广州东山口小洋楼中打造快闪门店活动。

图13：周大福新形象门店图片



图14：周生生——庙前冰室快闪店



资料来源：周大福官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：周生生官方公众号、国信证券经济研究所整理

3.1 品牌力重塑：多维度策略强化中高端定位及抢占年轻消费者心智



- 港资珠宝品牌进入中国内地市场之初，主要定位中高端市场，这一点从早年门店的城市分布可以看出，主要集中在一二线城市。周大福2008财年至2018财年的11年间，一线城市门店数量平均占比为14.79%，二线城市为51.7%，在高线市场建立了较强的品牌心智。后续在快速抢占市场份额的战略下，以加盟方式扩大了下沉市场布局。
- 而在当前消费分化的趋势下，港资品牌重新战略聚焦高线市场，重组品牌力：收缩下沉市场的低效门店+一二线城市抢占核心商圈并行，提升了整体单店经营效益。周生生在2024年报中表示，将在主要城市的高端地段扩大网点，以实体店进入高端市场。六福集团2025财年内地净关店311家，其中三线及以下229家，占比74%。且其一线城市门店呈现了更强的经营韧性，2025财年在行业销售整体承压下，六福集团一线城市品牌店的同店销售下滑6%，三线/四线及以下城市则分别下滑10%/13%。
- 此外，周大福的数据看，其2025财年少于两年的新店平均月销售额略高于100万港元，同比增加10万港元以上，同时是关闭门店平均的两倍。这意味着，周大福在收缩下沉门店短期影响收入的同时，聚焦一二线的优质门店实现了更高单店效益，有效缓和了近两年净关店的影响。

表6：周大福珠宝不同级别城市零售值变动

城市层级	2024财年	2025财年
一线城市	17.70%	-13.70%
二线城市	18.10%	-17.60%
三线城市	15.50%	-19.50%
四线城市及其他	17.70%	-21.10%

资料来源：周大福财报、国信证券经济研究所整理 注：二线城市包括新一线城市

表7：六福集团品牌店/专门店不同城市级别同店销售数据

城市层级	2024财年	2025财年
一线城市	1%	-6%
二线城市	2%	-12%
三线城市	-3%	-10%
四线及以下	5%	-13%

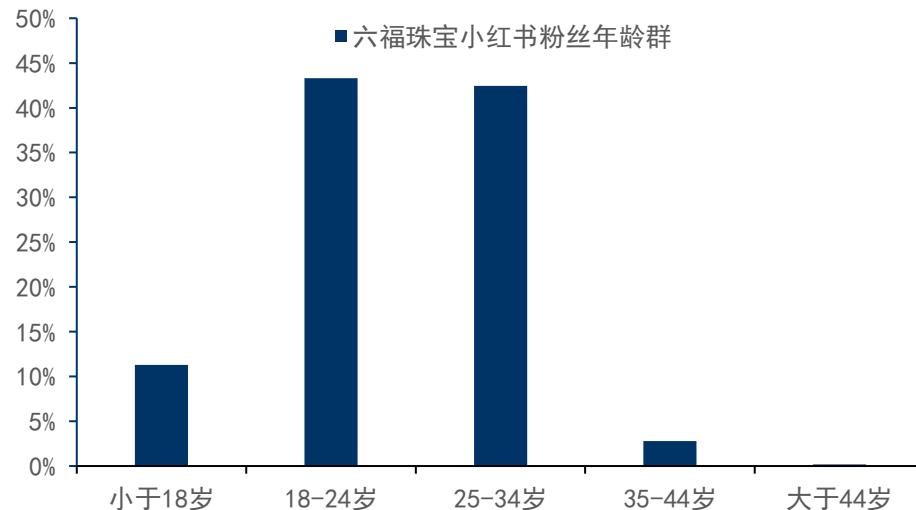
资料来源：六福集团、国信证券经济研究所整理

3.2 品牌力重塑：多维度策略强化中高端定位及抢占年轻消费者心智



- 据千瓜数据，港资珠宝品牌社媒渠道曝光量实现显著增长，把握黄金首饰年轻化消费趋势。如六福珠宝（六福集团主品牌）在小红书平台，近30天笔记预计曝光总数环比增长99.46%，近30天粉丝画像中，18-24岁年龄段占比43.32%，25-34岁占比42.46%。主要的举措包括：
 - 1、加大社媒渠道的投放力度，以小红书渠道品牌号的近90天数据看，六福珠宝商业笔记数环比增长7.32%；周生生商业笔记数环比增长53.52%；周大福商业笔记数环比增长3.32%。
 - 通过非遗联名、明星代言等强化年轻化标签。六福集团2025年4月官宣1990年出生的男演员成毅为其全球代言人，公司近30天小红书最热的笔记多数均和成毅话题相关，有效提高了品牌在年轻群体中的曝光。

图15：六福珠宝品牌小红书粉丝群年龄分布



资料来源：千瓜数据、国信证券经济研究所整理 注：截止2025年9月7日的近30天

表8：六福珠宝、周生生近30天小红书笔记相关数据

	六福珠宝	周生生
商业笔记数	79	92
环比增长	364.71%	557.14%
笔记预估曝光总数 (万)	880.23	2694.08
环比增长	99.46%	84.11%
笔记互动总量 (万)	11.1	27.23
环比增长	57.91%	142.59%

资料来源：千瓜数据、国信证券经济研究所整理 注：截止2025年9月7日的近30天

四、历史估值回顾：低估值+业绩修复 为上涨提供支撑

1. 港资珠宝品牌企业前期估值较低的原因分析



■ 时间回到2024年底最后一个收盘日，彼时周大福、六福集团、周生生的PE(TTM) 分别为15/6.7/6.1倍，纵向对比看，分别位于2022年以来15%/17%/19%分位，均处于较低水平。横向与A股黄金珠宝公司对比看，彼时黄金珠宝指数(003198.CJ) PE (TTM) 为17.3倍，港股的周大福作为行业龙头，15倍的PE也相对较低。

图16：周大福/六福集团/周生生2022年以来PE (TTM) 变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：复权方式为前复权

2. 周大福：前期走低主要系渠道调整、行业需求走弱带来业绩承压



- 周大福作为黄金珠宝龙头企业，2023年年中至2024年底估值走低，主要受业绩下滑影响。一方面是公司对下沉市场进行渠道调整，战略收缩低效门店，2024年全年在中国内地净关约586家周大福珠宝店，门店数量从7548家减少至6820家。另一方面，受制于短期金价快速上涨抑制终端需求及整体消费走弱等因素影响，公司同店亦有所承压。同时金价快速上涨也导致公司黄金借贷亏损扩大，影响了利润表现。
- 而2025年以来公司股价实现底部持续反弹，一是门店收缩在未来两年预计逐步进入尾声，同时新开高质量门店提升了综合单店效益。二是同店在低基数、以及前文分析指出的公司产品转型成效推动下有望重回增长。其中公司最新2025年3-6月数据看，中国内地同店销售下滑3.3%，较1-3月下滑13.2%的数据实现显著收窄，中国香港及澳门同店销售则增长2.2%。
- 此外，公司2025财年因金价快速上涨导致黄金借贷重估亏损61.8亿港元。而公司今年6月发行2030年到期的88亿港元可转股债券，净筹资约87.15亿港元，其中部分资金用于自购金料，有助于减少未来黄金借贷损益的影响。

图17：周大福珠宝中国（不含港澳台）市场门店情况（家）

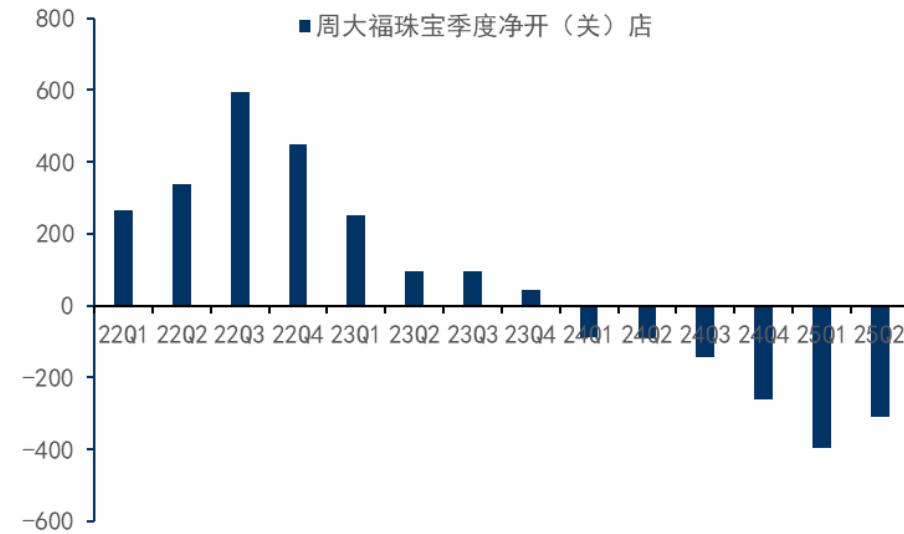
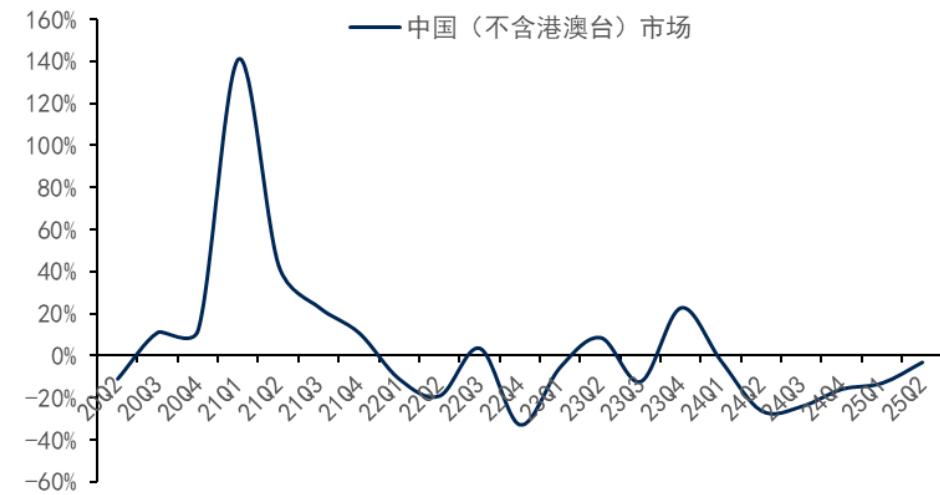


图18：周大福中国（不含港澳台）市场同店销售（%）



资料来源：周大福财报、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

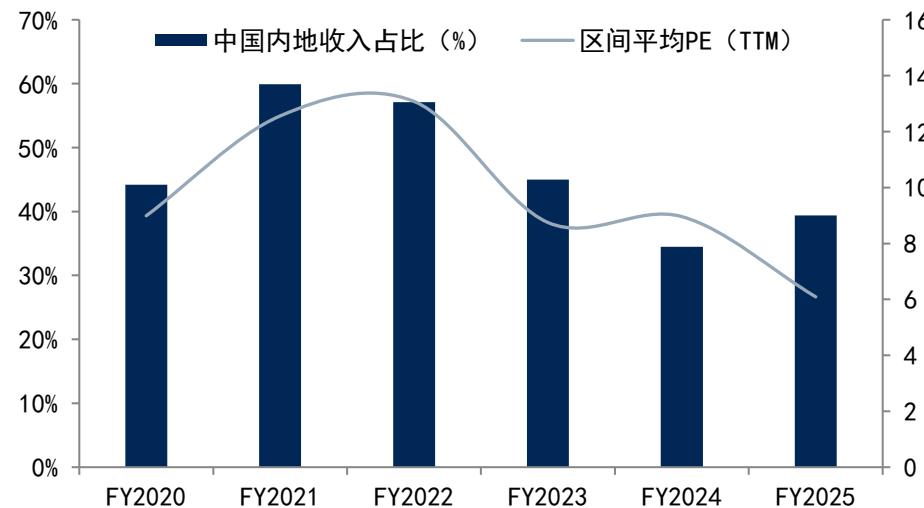
资料来源：周大福财报、国信证券经济研究所整理

3. 六福珠宝：历史估值变动与内地业务占比走弱趋势基本一致



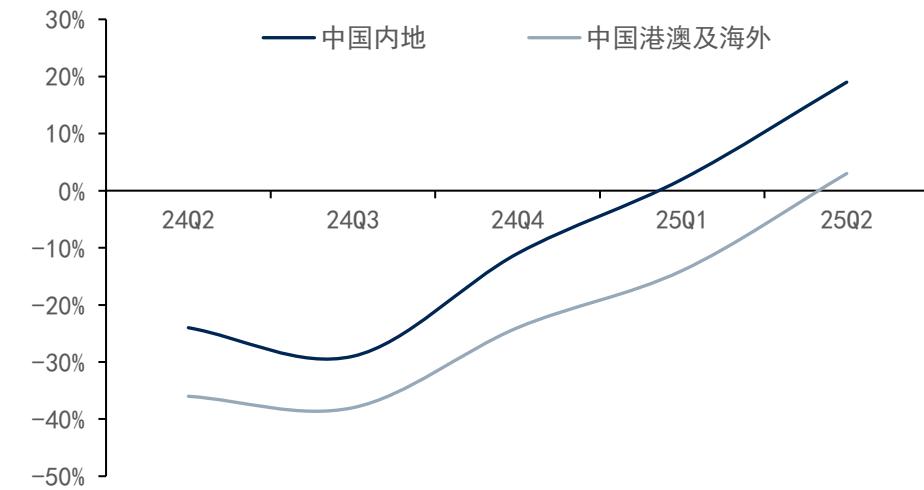
- 六福集团截止2025年3月底的财年，中国内地营业收入占比为39.53%，较2021财年的高点下降了20.5pct。随着内地业务占比下降，市场在一定程度上担忧公司长期成长空间不足、港澳市场规模偏小的问题，给予的估值也较其他珠宝公司低。公司2021-2022财年平均PE估值为12.82倍，而2023-2025财年平均PE估值降至7.9倍。其中2025财年内地业务占比较2024财年略有提升4.9pct，但估值进一步下降，受到行业整体需求走弱、黄金借贷亏损等因素造成净利润下滑38%影响。
- 而公司今年的股价上涨也伴随着市场对其中国内地业务占比提升的预期。根据公司4月17日晚间公布的1-3月经营数据，内地同店销售实现2%的正增长，公司股价也随之启动。4-6月内地同店销售进一步加速增长19%，继续支撑股价持续走高。此外，公司计划2026财年在内地净增加50家门店，进一步拉动公司内地业务的业绩增长。

图19：六福集团中国内地业务占比下降一定程度上影响其市场估值



资料来源：六福集团财报、Wind、国信证券经济研究所整理

图20：六福集团分季度同店销售增长情况 (%)



资料来源：六福集团财报、国信证券经济研究所整理

4. 周生生：前期较低主因直营模式下开店逻辑较弱，同时流动性相对不足



- 我们在《黄金珠宝行业系列专题四》中分析提到，此前在渠道扩容、经济复苏的大环境中，市场对于行业的核心关注点在于开店逻辑，尤其是广阔的下沉市场开店，也给予了开店加速公司以更高的估值。
- 而周生生作为直营模式公司，过去几年开店速度较加盟模式慢，其2020-2024年门店净增210家，年复合增速6.4%。同期周大福、六福集团的门店数量年复合增速分别为13.64%/10.42%。
- 此外，周生生纯直营模式下，相关费用率亦相对较高，导致净利率低于直营+加盟模式的企业。以及其暂未纳入港股通，整体市场关注度偏低，流动性相对不足。

图21：周生生2020年以来月度成交额及换手率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表9：周生生、六福集团、周大福门店数量变化

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	年复合增速
周生生	748	872	977	1032	958	6.38%
六福集团	2249	2683	2999	3353	3343	10.42%
周大福	4442	5646	7404	7885	7409	13.64%

资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所整理

5. 当前估值水平仍有一定提升空间

- 总结来看，港资珠宝品牌此前估值相对较低的原因包括：1) 主业基本面承压是主因，在行业变化初期的模式转型中，因为渠道收缩，产品改革导致业绩阵痛，也引发了市场对于未来成长性的担忧；2) 金价大幅波动下，黄金借贷等利润端扰动因子被放大，业绩呈现较大不确定性；3) 前期H股的流动性折价因素。
- 从当前情况来看：首先，基本面来看，根据我们前文的详细分析，港资珠宝在行业需求出现结构性调整下，虽有短期压力但也展现了较强的转型应变能力，未来将继续变革提效，从而重新步入增长轨道。其次，随着金价逐步企稳，盈利端的扰动项预计也将逐步可控。最后，随着当前港股市场的整体好转，以及珠宝板块的关注度提升，港资珠宝因流动性导致的估值洼地也将得到逐步改善。
- 从最新估值水平来，如下表所示，港资珠宝企业相对于板块整体，仍有较为明显的估值性价比，也为后续行情的延续提供支撑。

表10：港资珠宝相对于其他黄金珠宝品牌仍有一定估值提升空间

公司 代码	公司 名称	总市值（百万元）		预测净利润（百万元）		PE	
		2025/09/10		2025E	2026E	2025E	2026E
6181. HK	老铺黄金	130,370.9		4,522.6	6,310.2	28.8	20.7
300945. SZ	曼卡龙	5,980.5		129.8	167.1	46.1	35.8
603900. SH	莱绅通灵	4,058.0		83.3	135.7	48.7	29.9
002345. SZ	潮宏基	13,372.1		508.6	615.6	26.3	21.7
600612. SH	老凤祥	29,294.6		1,652.6	1,816.0	17.7	16.1
605599. SH	菜百股份	11,262.2		816.3	893.5	13.8	12.6
002867. SZ	周大生	15,587.4		1,112.3	1,246.8	14.0	12.5
1929. HK	周大福	161,693.4		7,693.8	8,500.0	21.0	19.0
0590. HK	六福集团	16,004.6		1,480.8	1,680.9	10.8	9.5
0116. HK	周生生	9,618.9		1,411.5	1,463.5	6.8	6.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：以上预测均为wind一致预测，周大福、六福集团为截止次年3月财年数据，周大福、六福集团、周生生货币单位为港元，其余为人民币

五、相关公司简介及投资建议

1. 投资建议：业绩复苏向好，叠加估值压制因素逐步释放而实现股价走强



- 根据前文分析所述，以周大福、六福集团、周生生为代表的港资珠宝企业，从产品升级+渠道优化+品牌力重塑三个维度进行改革转型，把握了一口价金饰品及年轻悦己消费崛起的行业机遇，业绩逐步实现复苏好转。在自身业绩修复的前提下，伴随着板块整体行情扩散，港资珠宝企业估值也逐步实现回归，股价迎来双击驱动。
- 展望后续看，Q4行业进入传统旺季，有望推高整体黄金珠宝消费需求。叠加金价在经历数月横盘后，8月底至今逐步上涨，有望在一定程度上刺激观望的需求释放，进而利好终端动销。中长期看，港资珠宝企业去年以来，在产品方面持续创新打造差异化，并在渠道优化收缩后有望重新步入扩张轨道，因而其业绩的改善并不是短期的反弹，而是具备长期势能释放下的持续性反转。
- 我们继续推荐：1) 周大福，其作为行业龙头，产品端进一步研发投入及设计，加强高毛利定价产品的布局；渠道端优化门店结构及以新形象门店以提振单店销售，实现持续的业绩增长。2) 同时建议关注中国内地同店销售持续加速增长，未来仍保持海内外稳健拓店的六福集团，有望迎来业绩和估值的双修复。3) 以及直营模式直接受益金价上涨带来的毛利率提升、同店销售有望改善的周生生。

表11：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价（港元）	EPS		PE			总市值（亿港元）
				2025/09/11	2024	2025E	2026E	2024	
代码	名称	评级							
1929.HK	周大福	优于大市	16.48	0.65	0.75	0.85	17.73	21.97	19.39
0590.HK	六福集团	暂无	27.40	1.87	2.52	2.86	8.17	10.86	9.57
0116.HK	周生生	暂无	14.38	1.19	2.10	2.18	5.42	6.84	6.60
									1,625.81
									160.87
									96.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测 注：六福集团、周生生来自wind一致预测，周大福、六福集团为次年3月底财年

2.1周大福：百年黄金珠宝龙头，产品及渠道变革提效



- 周大福品牌历史最早可追溯至1929年，成立以来始终从事黄金珠宝零售业务，经营品类齐全，涵盖黄金/钻石/铂金/K金/宝石等主要品类，截至2025年3月底，公司营收体量896.56亿港元，旗下门店总数6644家，在行业内均处于领先水平。
- 业绩方面，2025财年实现营收895.56亿港元，同比-17.75%，其中内地市场营收占比83.2%，中国香港、澳门及其他市场占比16.8%，归母净利润59.16亿港元，同比-8.98%。整体受制于高金价短期抑制终端需求影响收入，黄金借贷合约产生亏损影响利润等。而扣除黄金借贷公允价值变动等因素影响后，公司经营利润147.46亿港元，同比+9.8%，实现了较强的经营韧性。此外，最新4-6月经营数据显示，公司整体零售值同比-1.9%，中国内地同店销售-3.3%，中国香港及澳门同店增长2.2%，均实现修复好转。

图22：周大福营业收入及增速（亿港元、%）

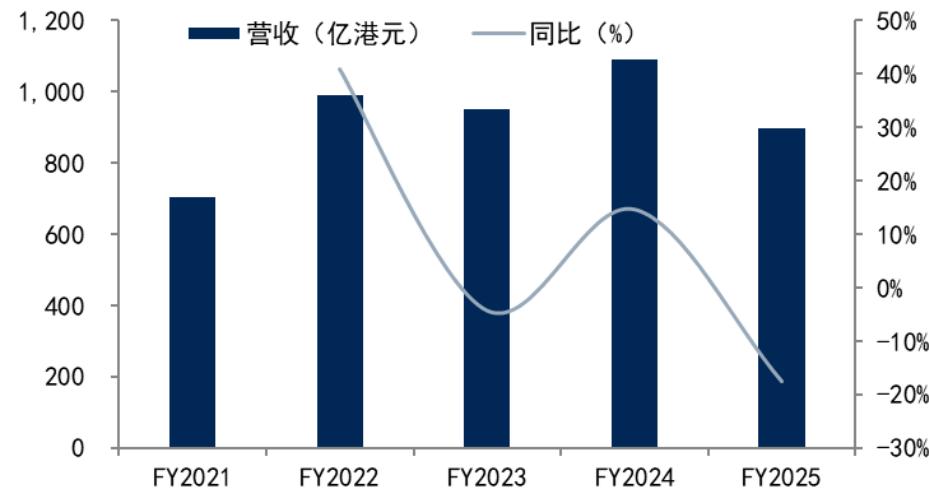
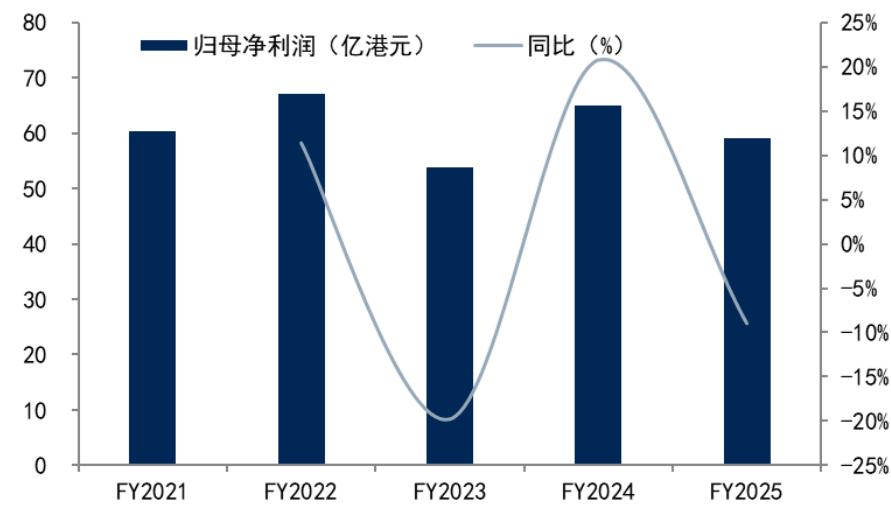


图23：周大福归母净利润及增速（亿港元、%）



资料来源：周大福财报、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：周大福财报、Wind、国信证券经济研究所整理

2.2 周大福：百年黄金珠宝龙头，产品及渠道变革提效



- 分产品看，公司近年来以黄金饰品为主，其中定价黄金首饰产品收入同比增长105.5%至127.82亿港元，占零售额的比重提升8.8pct至14.6%，代表性的传福和故宫系列均实现约40亿港元的销售额。克重类黄金首饰产品受制于高金价而收入同比-29.4%至579.55亿港元。钻石镶嵌等品类下跌13.8%，但其中金镶钻产品营业额同比增长一倍多。
- 分渠道及经营模式看，公司旗下门店总数6644家，其中中国港澳及海外市场门店143家，主要以直营模式运营；中国内地门店6501家，包括周大福自主品牌门店6274家，钟表门店121家，其他珠宝品牌门店106家，6274家自主品牌店中，加盟模式4711家，占比75%。从收入贡献的维度看，内地业务批发模式占比56.6%，零售模式占比43.4%。
- 公司近年来渠道方面进行转型调整，一方面关闭低效门店，2025财年净关店905家。但同时通过门店升级、产品优化及服务体验提升单店效益，2025财年轻门店的平均效益是已关闭门店的两倍。

图24：周大福按产品划分的营业额占比（%）

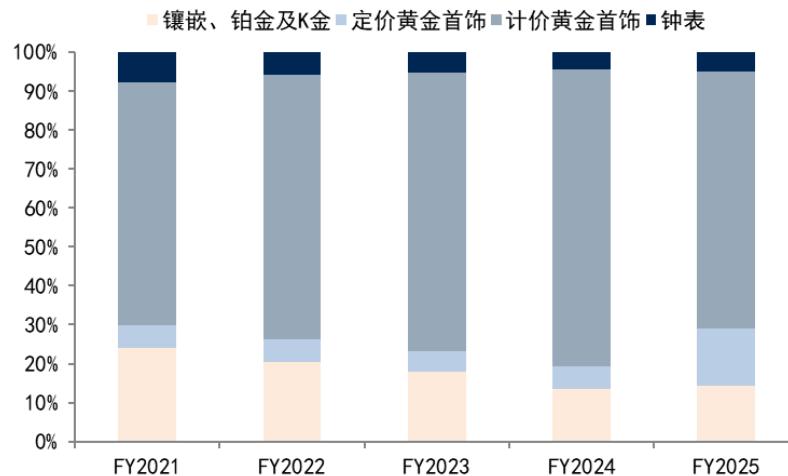
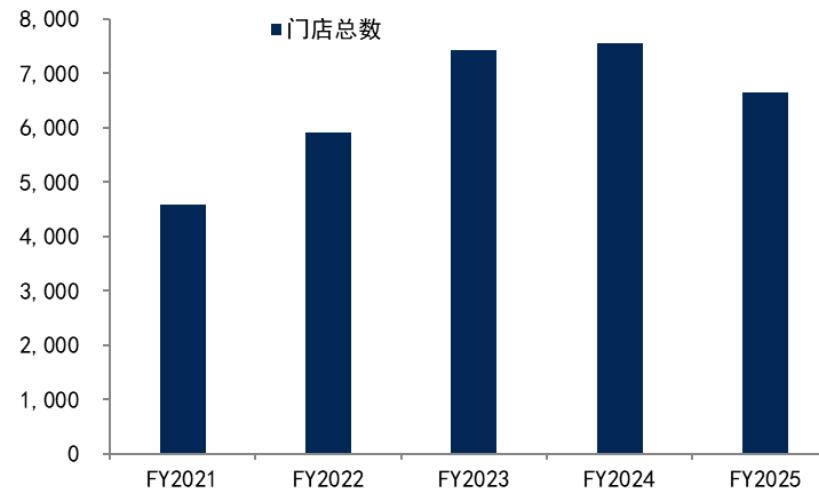


图25：周大福门店数量变化（家）



资料来源：周大福财报、Wind、国信证券经济研究所整理

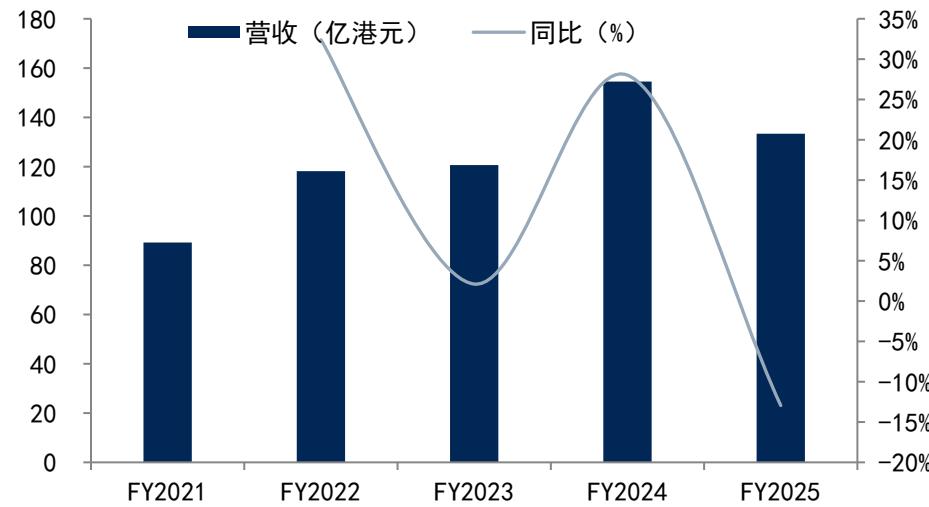
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.1 六福集团：港资珠宝一线品牌，内地经营提速



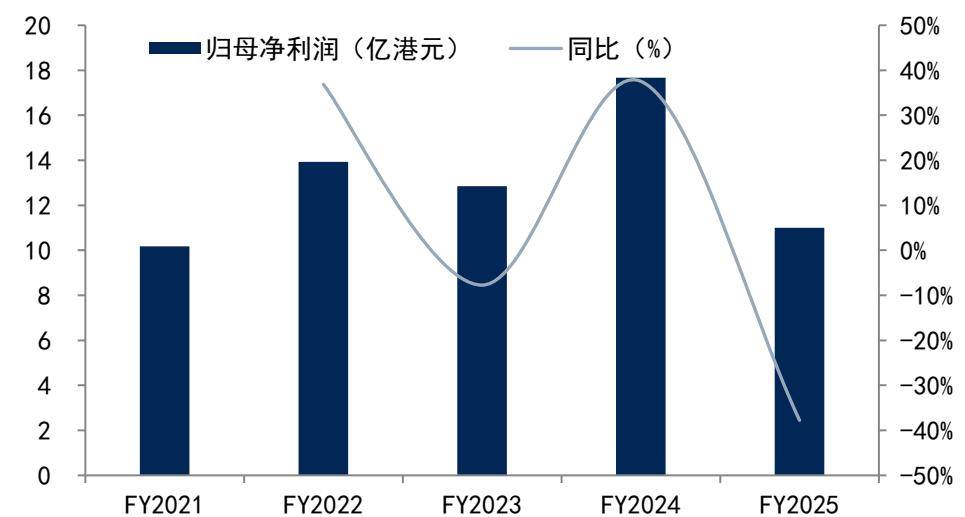
- 公司成立于1991年，主营黄金珠宝零售业务，以六福珠宝为主品牌，以及拥有金至尊、Goldstyle、六福精品廊、福满传家及Love LUKFOOK JEWELLERY几个副品牌线，其中金至尊为2024年收购而来。截至2025年6月底，公司合计拥有3162家门店，其中内地合计3051家，以加盟店为主，港澳及其他市场111家，以自营为主。
- 整体业绩情况看，公司2025财年营收133.41亿港元，同比-12.95%，归母净利润11亿元，同比-37.8%，受制于高金价短期抑制终端需求影响收入，黄金借贷合约产生亏损影响等。其中剔除黄金借贷合约影响后，公司年内利润跌幅收窄至17%。而最近数据看，公司在产品创新及品牌年轻化重塑下，零售及同店等实现显著好转，4-6月整体零售值增长13%，同店销售增长5%，其中内地市场同店销售增长19%。

图26：六福集团营业收入及增速（亿港元、%）



资料来源：六福集团财报、Wind、国信证券经济研究所整理

图27：六福集团归母净利润及增速（亿港元、%）



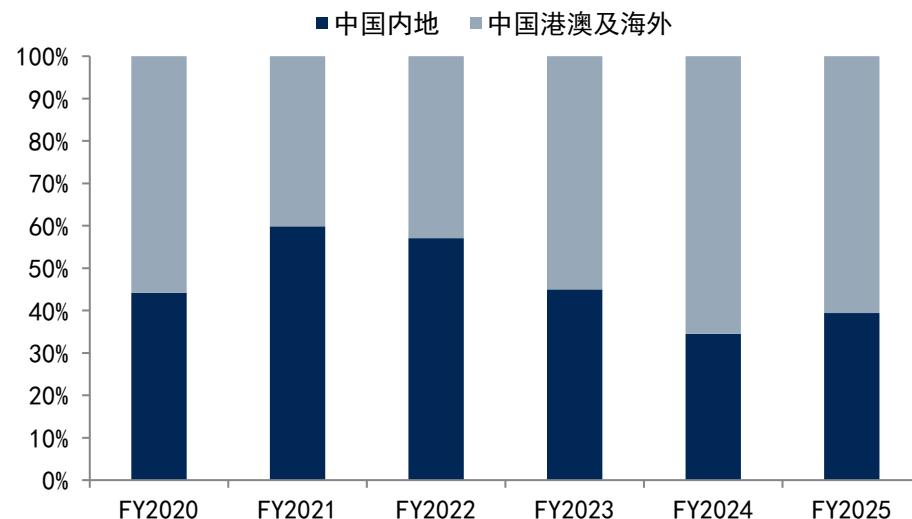
资料来源：六福集团财报、Wind、国信证券经济研究所整理

3.2 六福集团：港资珠宝一线品牌，内地经营提速



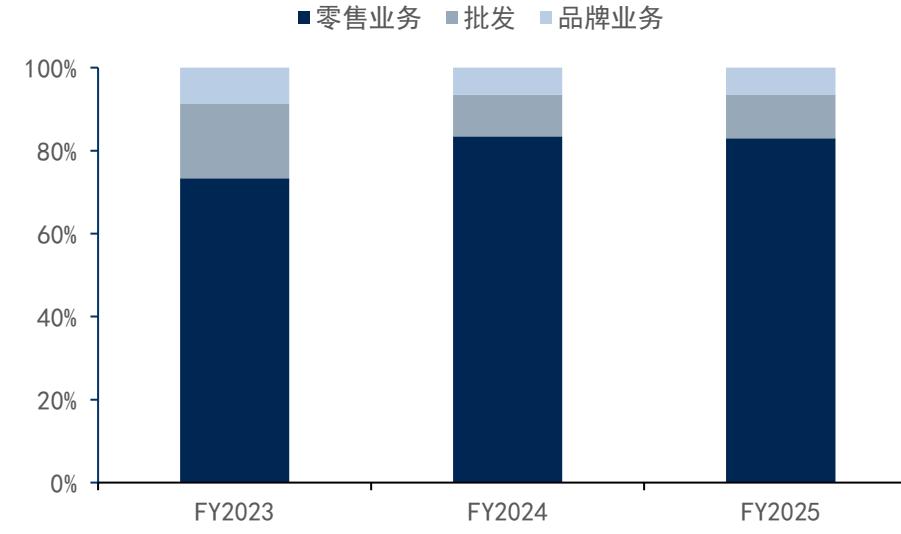
- 分品类看，公司以黄金产品为主，2025财年黄金及定价黄金产品收入109.74亿港元，占总收入的比重为82%，占除品牌业务外收入的比重为88%，其中以冰钻系列为代表的定价黄金去年以来增长更为优异。
- 分业务模式看，2025财年零售业务收入110.31亿港元，占总收入的比重为82.7%，主要由自营店和电子商务贡献。批发业务收入14.06亿元，占总收入的比重为10.5%，主要系公司自身出货给加盟商，以钻石镶嵌及部分特色一口价黄金产品为主。此外，品牌业务收入9.04亿元，占总收入比重为6.8%，主要系品牌及服务费、顾问费等收入。
- 分区域看，近年来中国香港、澳门及海外占比提升，2025财年收入80.68亿港元，占总收入的比重为60.5%。中国内地收入52.73亿港元，占总收入的比重为39.5%，较前几年有所下降。不过从2025年以来的数据看，中国内地同店销售均领先港澳市场的增长。

图28：六福集团营业收入分区域占比（%）



资料来源：六福集团财报、国信证券经济研究所整理

图29：六福集团营业收入分业务模式占比（%）



资料来源：六福集团财报、国信证券经济研究所整理

4.1 周生生：直营模式的珠宝龙头，聚焦中高端市场



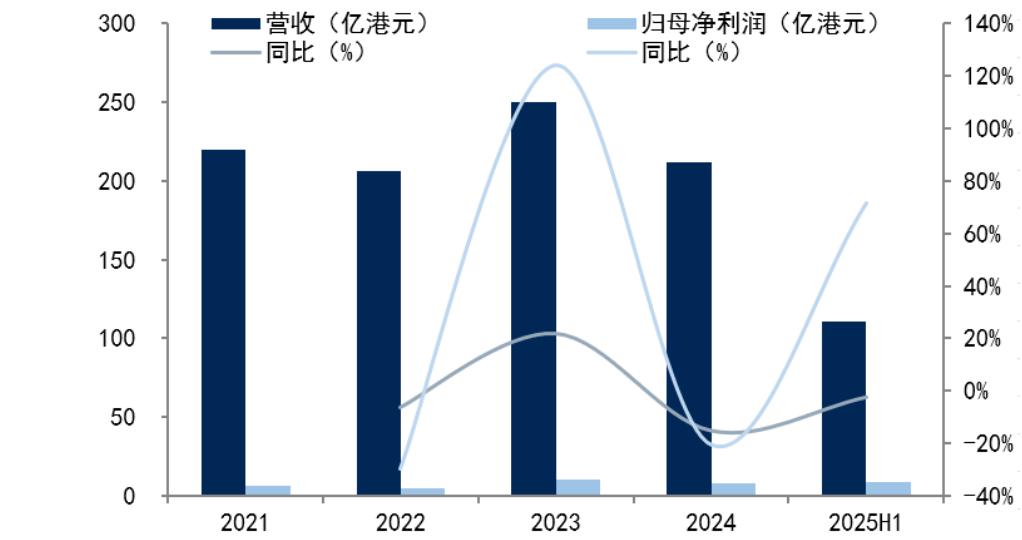
- 周生生品牌创立于1934年，1973年成为香港首家上市的黄金珠宝公司，以周生生为主品牌，同时拥有时尚珠宝品牌“點睛品”、“EMPHASIS”，婚嫁首饰品牌“PROMESSA”，年轻日常珠宝品牌“MINTYGREEN”等四个副品牌，一个代理的意大利手工设计师珠宝品牌“Marco Bicego”。截至2025上半年，公司共计拥有883家门店，其中珠宝门店866家，768家位于中国内地，另外钟表零售门店17家。
- 整体业绩看，公司2025上半年实现收入110.36亿港元，同比-2%，归母净利润9.02亿港元，同比+71%，受益于金价上行、产品结构优化带来的毛利率增长及公司降本增效举措等。过去三年的业绩看，公司2022-2024年收入复合增速1.4%，归母净利润复合增速33.45%，其中2023年增长123.88%，有效把握了疫情后消费复苏的机遇。

表12：周生生旗下品牌及门店数量

品牌	定位	门店数量
周生生	中高端综合黄金珠宝品牌	759
點睛品	时尚珠宝品牌	40
EMPHASIS	时尚珠宝品牌	8
PROMESSA	婚嫁首饰品牌	10
MINTYGREEN	年轻日常珠宝品牌	47
MARCO BICEGO	代理的意大利手工设计师珠宝品牌	2

资料来源：周生生财报、国信证券经济研究所整理

图30：周生生营业收入及归母净利润情况（亿港元、%）



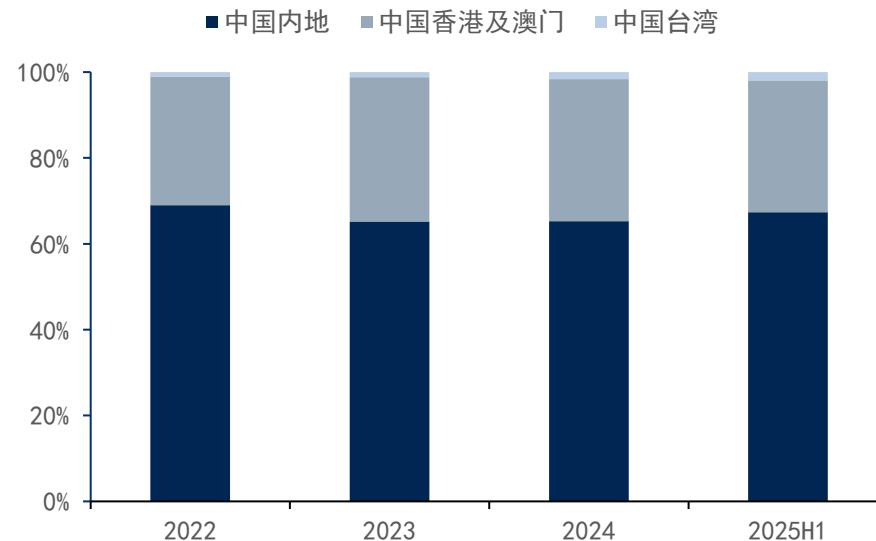
资料来源：周生生财报、Wind、国信证券经济研究所整理

4.2 周生生：直营模式的珠宝龙头，聚焦中高端市场



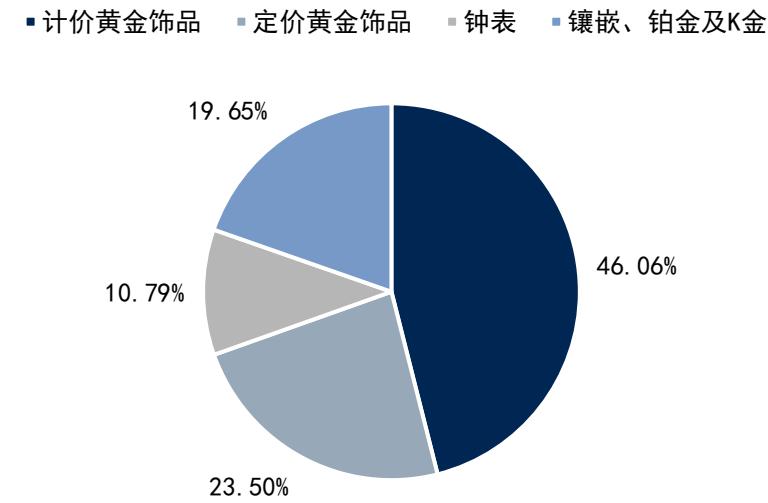
- 分区域看，2025上半年中国内地实现收入72.49亿港元，占总收入的比重为67.35%，中国香港及澳门收入33.04亿港元，占总收入的比重为30.7%，中国台湾收入2.1亿港元，占总收入的比重为1.95%。
- 分渠道看，公司构建了全渠道销售模式，2025上半年全渠道模式贡献了25%的总收入，即包括线上销售、门店私域模式等。其中在各大电商平台进行的线上销售收入21.1亿港元，占总收入的比重为19.61%。
- 分产品看，公司公布了不同市场产品结构情况：2025上半年看，中国内地以黄金饰品及产品为主，占收入的比重为82%，而其中62%为计价黄金饰品，34%为定价黄金饰品，较2024上半年增加5pct。中国香港及澳门同样以黄金饰品及产品为主，占收入的比重为77%，其中50%为计价黄金饰品，20%为定价黄金饰品。总体来看，集团定价黄金饰品合计收入25亿港元左右，占总收入的比重在23%左右。

图31：周生生分区域收入占比（%）



资料来源：周生生财报、Wind、国信证券经济研究所整理

图32：周生生2025上半年分品类收入占比（%）



资料来源：周生生财报、Wind、国信证券经济研究所整理

- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、珠宝首饰具有显著的个性化和多样化消费特征，同时市场化程度高，整体竞争环境日趋激烈。随着市场竞争日趋激烈，不排除供给过剩带来厂商之间的价格战风险，使得产品售价下降，营销和推广费用大幅增加，吞噬利润；
- 三、终端消费需求变化多样，企业未及时把握消费偏好变化的风险；
- 四、当前，互联网渠道的发展性对营销模式变化响应的速度提出了更高的要求，终端消费习惯和潮流也在持续演变，若相关公司不能及时把握市场营销模式的变化，则可能影响整体发展；
- 五、金价大幅波动的风险，可能对企业盈利能力造成影响；
- 六、加盟商管理不善的风险：若加盟商的经营活动有悖于品牌方的经营宗旨，且对加盟商管理不善，可能对品牌及价格体系造成影响。

免责声明



国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数(IXIC.GI)为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032