

2025 年 10 月 08 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

黄金珠宝领先品牌，线上线下双轮驱动

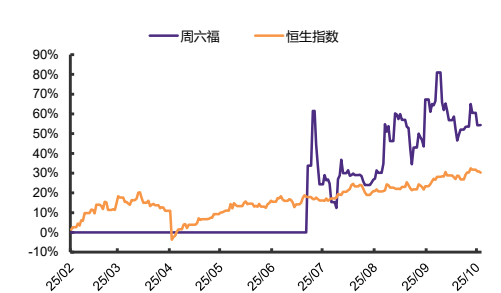
一周六福（6168.HK）公司深度报告 买入（维持） 投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（元）	45.84
总市值（亿元）	202.0
总股本（百万股）	440.6
流通股本（百万股）	273.7
52 周价格范围（元）	26.7-57.55
日均成交额（百万元）	141.6

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《周六福（6168）：盈利能力大幅提升，电商销售势能强劲》2025-09-08

■ 深耕黄金珠宝行业，门店数全国第五

周六福 2004 年创立于深圳，深耕黄金珠宝领域，2024 年营收 62.58 亿元（同增 11%），净利润 7.73 亿元（同增 7%），截至 2024 年末门店总数排名全国第五。

■ 黄金珠宝主导行业发展，马太效应延续

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%，预计 2029 年可达 9370 亿元，其中黄金珠宝占据主导地位，“国潮风”、IP 联名产品成为行业新风口。企业以开设门店直面终端为主要业态，同时线上渠道扩张迅速，2024 年黄金珠宝电商渠道规模为 422 亿元（同增 19%）。目前行业集中度仍较低，黄金珠宝产品收入口径下行业 CR5 为 41%，头部企业凭借品牌效应、终端占领有望持续获取市场份额。

■ 线下门店优势巩固，线上规模快速释放

公司位于核心黄金珠宝产区水贝，充分发挥加工端供应链优势。**渠道端**，公司以加盟店为主，由下沉市场起步，疫后顺势沿高线城市布局，通过开设高端店强化品牌力建设，截至 2025H1 公司共拥有 3857 家门店，其中一二线城市门店数合计占比 50%，伴随门店模型优化，单店效率有望进一步提升。同时公司充分承接抖音、小红书等兴趣电商流量红利做品牌曝光，2025H1 线上渠道收入 16.3 亿元（同增 34%），线上渠道快速放量。**产品端**，实施全品类、全场景覆盖的产品策略，推出玺古金、颐和仙境、一心一爱等多元化产品系列，深度聚焦年轻女性核心客群，并通过国潮 IP 联名强化年轻化品牌形象。

■ 盈利预测

公司作为行业领先珠宝企业，不断优化商业模式，根据市场需求调整产品结构，在稳步发展下沉市场同时进行高端市场尝试，精细化布局线上渠道，充分承接电商流量红利，随着品牌势能深化驱动发展，利润有望持续释放。我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 1.82/1.97/2.18（前值为 1.81/1.96/2.18）元，当前股价对应 PE 分别为 23/22/20 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、金价上涨风险、门店扩张不及预期、市场竞争加剧风险等。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5718.20	6410.74	7229.98	8281.94
YoY	11.04%	12.11%	12.78%	14.55%
净利润(百万元)	706.31	803.35	866.62	961.93
YoY	7.07%	13.74%	7.88%	11.00%
每股收益(元)	1.60	1.82	1.97	2.18
EBIT Margin	15.12%	16.24%	15.39%	15.05%
净资产收益率 (ROE)	27.40%	24.95%	22.14%	20.54%
市盈率 (PE)	26.65	23.43	21.72	19.57
EV/EBITDA	24.96	20.49	18.75	16.85
市净率 (PB)	7.30	5.85	4.81	4.02

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 黄金珠宝领先品牌，下沉市场起家..... 5

1.1、 历史沿革：精准定位下沉市场，优化品牌焕发活力 5

1.2、 股权架构：典型家族企业，高管年富力强 5

1.3、 主营业务：黄金珠宝产品放量，充分承接电商流量红利 6

1.4、 财务分析：营收稳步增长，盈利端企稳回升 8

2、 珠宝行业稳步扩张，集中度持续提升..... 10

2.1、 市场规模：悦己需求驱动，黄金品类占主导地位 10

2.2、 竞争格局：市场集中度低，马太效应持续 11

3、 品牌升级进行时，线上线下双轮驱动..... 14

3.1、 供应链高效稳定，深度绑定核心加盟商 14

3.2、 巩固下沉市场优势，高线市场推进品牌力建设 15

3.3、 产品全品类多元化，聚焦年轻客群 17

4、 盈利预测..... 20

5、 风险提示..... 21

图表目录

图表 1：公司历史发展进程..... 5

图表 2：公司为典型家族企业..... 6

图表 3：公司管理层架构..... 6

图表 4：公司分产品结构占比..... 7

图表 5：公司分产品营收及增速..... 7

图表 6：公司分渠道结构占比..... 7

图表 7：公司分渠道收入及增速..... 7

图表 8：公司 2016-2025H1 营收规模与增速..... 8

图表 9：公司 2016-2025H1 净利润规模与增速..... 8

图表 10：公司毛净利率企稳回升..... 9

图表 11：公司分渠道与分产品毛利率..... 9

图表 12：黄金期货价格..... 10

图表 13：中国黄金珠宝市场年成交额..... 10

图表 14： 2019 年珠宝市场结构..... 11

图表 15：2024 年珠宝市场结构..... 11

图表 16：2024 年按中国线下门店数目计的中国珠宝品牌排名..... 11

图表 17：2024 年按黄金珠宝收入市场份额计的公司排名..... 12

图表 18：2024 年按黄金珠宝商品交易总额市场份额计的公司排名..... 12

图表 19：2019 年至 2029 年（估计）中国黄金珠宝市场规模（亿元） 12

图表 20：黄金珠宝上市公司品牌门店分布 12

图表 21：品牌商业模式 13

图表 22：公司业务模式产品流 14

图表 23：加盟集团情况（家） 15

图表 24：五大加盟集团收入组成 15

图表 25：中国及海外分城市门店数量 16

图表 26：加盟门店营收分城市分布更为下沉 16

图表 27：“周六福·吉”文化主题形象店 16

图表 28：周六福部分营销活动 17

图表 29：主系列产品设计思路 18

图表 30：2025 年官宣王楚然为全球灵感代言人 19

图表 31：FENS 门店示例 19

图表 32：加盟店因质量问题退回金额 19

图表 33：自营店因质量问题退回金额 19

图表 34：公司盈利预测 20

1、黄金珠宝领先品牌，下沉市场起家

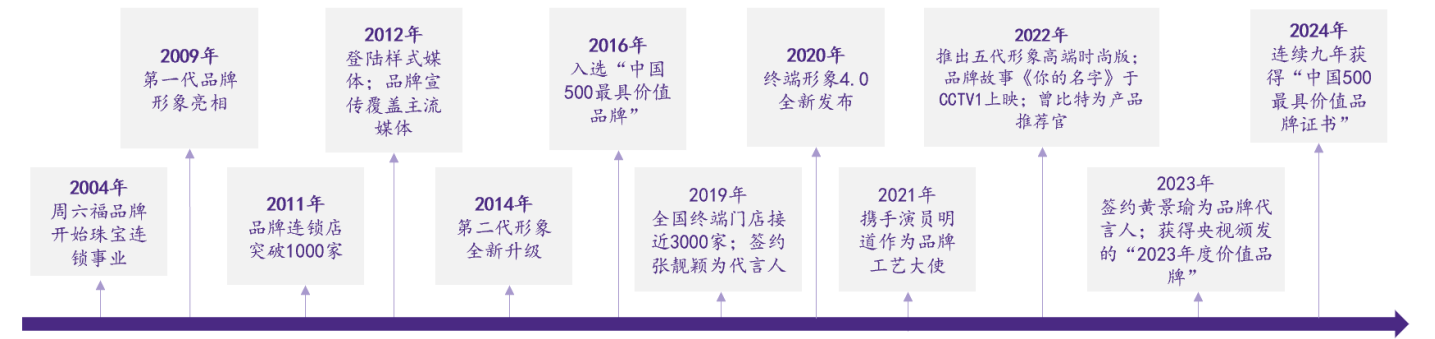
1.1、历史沿革：精准定位下沉市场，优化品牌焕发活力

农村包围城市，渠道快速扩张。周六福成立于 2004 年，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，以黄金首饰和钻石镶嵌首饰为主产品。公司较早发掘下沉市场黄金珠宝需求，打造具有性价比的黄金珠宝产品。

发展初期，公司率先实施“农村包围城市”战略，重点拓展全国三线及其他低线城市与一二线城郊，随着品牌影响力提升，公司适时推进品牌升级与区域拓展战略，将发展重心策略性延伸至高线城市。公司由华南起步，该市场的黄金珠宝人均销量领先全国，拥有高度成熟的商业经营环境。总部深圳罗湖区水贝地区是中国珠宝行业核心聚集地，坐拥庞大且成熟的上游供应链集群，为公司提供了稳定、高品质的供应链保障优势。

公司核心业务模式以加盟为主，支撑门店快速扩张：2011 年突破 1000 家门店，截至 2025H1 末，公司共有门店 3857 家，实现中国各县级城市的全面、均衡覆盖。截至 2024 年底，根据弗若斯特沙利文数据，按黄金珠宝产品收入，公司在中国企业中排名第十。

图表 1：公司历史发展进程

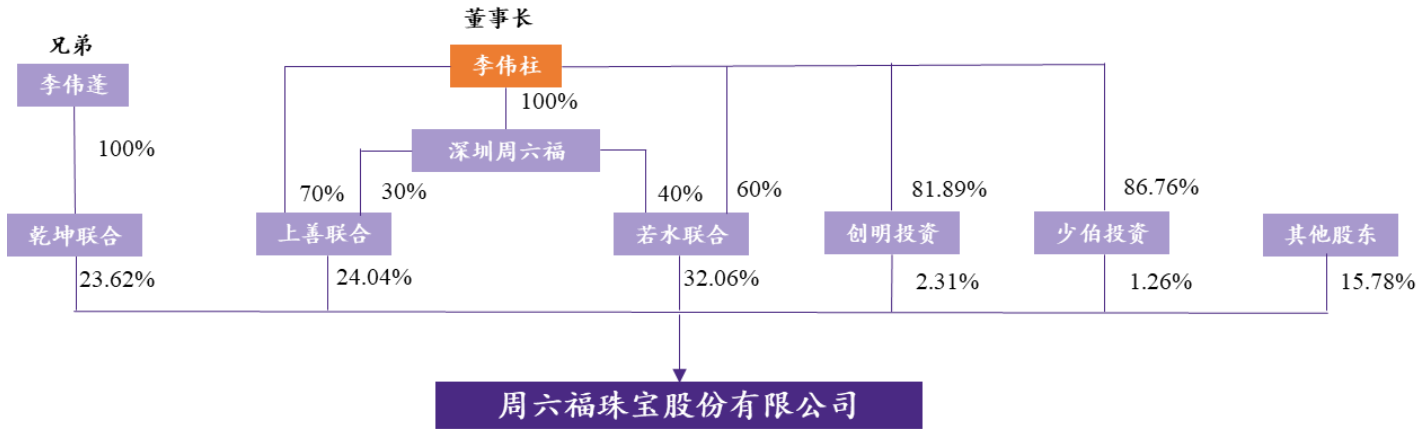


资料来源：公司小程序，华鑫证券研究

1.2、股权架构：典型家族企业，高管年富力强

典型家族企业，管理团队年富力强。公司股权高度集中，董事长李伟柱间接持有公司 60%的股份，李伟蓬和李伟柱（持股 24%）系兄弟关系，股权架构凸显强“家族控制+集团化运营”的特点。董事长李伟柱为公司创始人，于珠宝行业有 20 多年经验，对于行情把控与战略布局具有丰富经验，公司管理团队年富力强，可帮助公司更加敏锐地把握市场趋势和年轻消费者的需求，组织架构覆盖加盟商管理、自营店管理、供应链、运营支持、职能支持等诸多板块。

图表 2：公司为典型家族企业



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究
注：数据为截至2025年6月30日

图表 3：公司管理层架构

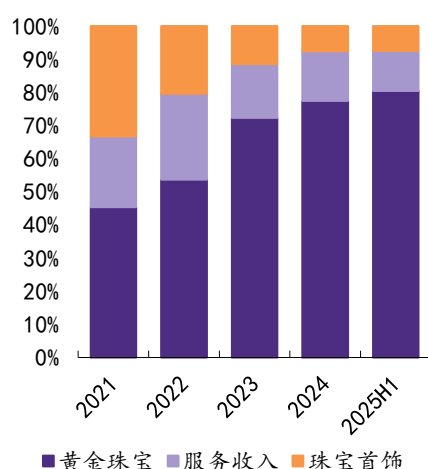
姓名	年龄	职位	职责	与其他董事、监事及高级管理层的关系
李伟柱	47	董事长兼执行董事	提供董事会的领导及管治，并负责本集团的整体业务策略及管理	钟映琴女士的配偶、李伟蓬先生的胞弟及钟锡鹏先生的姐夫
李伟蓬	53	执行董事兼副董事长、总经理	负责本集团供应链及后勤管理	李伟柱先生的胞兄及钟映琴女士的夫兄
谢明育	45	执行董事、副总经理	负责监督本集团的加盟业务	无
钟锡鹏	37	执行董事、副总经理、电商总监	负责监督自营业务	钟映琴女士的胞弟及李伟柱先生的妻弟
钟映琴	40	非执行董事	负责运营及管理提供意见	李伟柱先生的配偶、钟锡鹏先生的胞姊及李伟蓬先生的弟妇

资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.3、 主营业务：黄金珠宝产品放量，充分承接电商流量红利

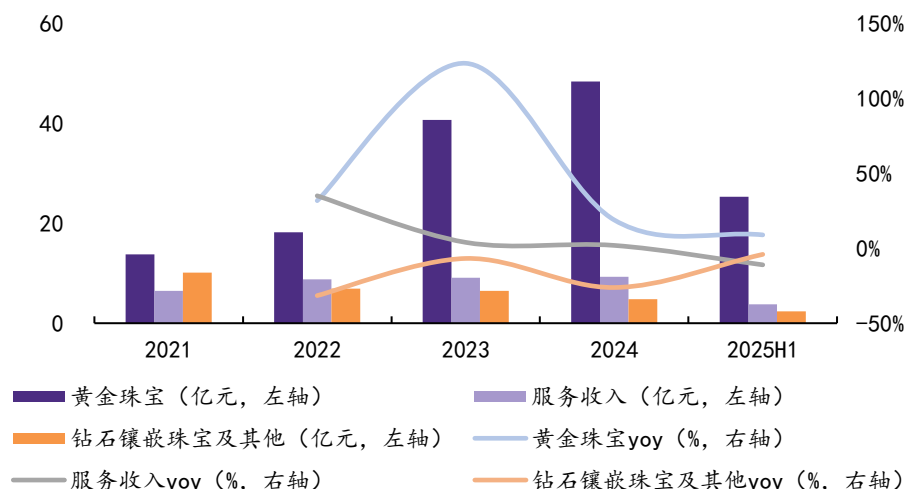
金价上行带动黄金珠宝营收占比大幅提升，未来持续跟踪终端需求迭代品类。公司营收包括为加盟商提供服务所得的服务收入，以及向终端或加盟商销售产品所得收入。服务费收入主要与加盟商开店直接相关，2022 年以来服务收入占比下降主要系单店爬坡，同时线上销售占比提升所致。产品端来看，公司主要销售黄金珠宝与钻石镶嵌珠宝首饰，2022 年以来黄金原料价格迈入上行区间，带动黄金饰品营收大幅增长，2025H1 公司黄金珠宝营收 25.34 亿元，占比总营收 80%。随着公司丰富产品设计，跟随消费者需求迭代品类，钻石镶嵌珠宝销售有望企稳回升。

图表 4：公司分产品结构占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

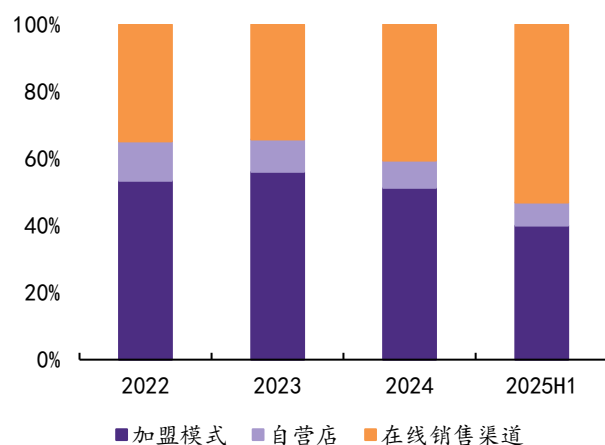
图表 5：公司分产品营收及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

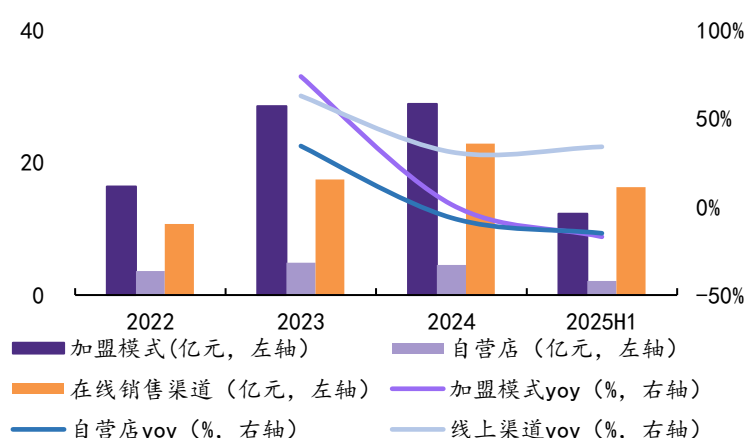
线下通过加盟业务迅速占领终端市场，线上做提前布局与快速响应承接流量红利，目前实现全渠道驱动格局。在门店业务端，2025H1 年末公司共有 3857 家门店，其中加盟店 3760 家、自营店 97 家，公司“重加盟，轻直营”，通过减少下游终端销售的资金风险和管理成本，实现快速扩张，目前加盟模式仍为公司主要营收来源，2025H1 年实现营收 12.29 亿元（同减 17%），主要系闭店影响。线上渠道来看，公司与淘宝京东等平台较早达成紧密合作，2017 年成立电商子公司，同时加大营销费用投放，充分承接兴趣电商流量红利，线上业务占比从 2020 年的 26% 跃升至 2025H1 的 53%，2025H1 线上渠道营收 16.32 亿元（同增 34%）。公司在控制线下重资产风险的同时，成功抓住线上渗透率提升的历史性机遇，形成双轮驱动的可持续增长格局。

图表 6：公司分渠道结构占比



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 7：公司分渠道收入及增速

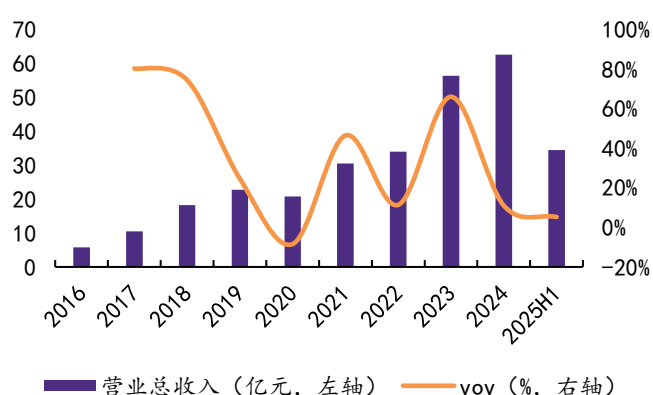


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

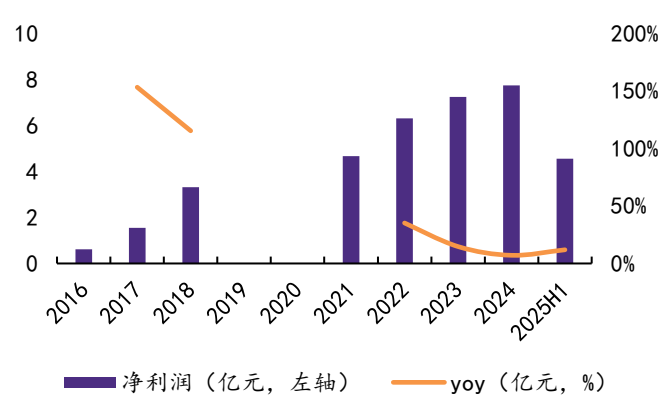
1.4、财务分析：营收稳步增长，盈利端企稳回升

业绩稳健增长，受原材料行情与宏观环境影响出现阶段性波动。公司收入自 2016 年以来整体趋势稳步向上，期间疫情阶段性抑制消费者购买力，门店端收入相对承压，2021-2022 年营收增速放缓。疫后宏观需求稳步释放，随着加盟店网络不断拓展以及线上销售渠道营销发力，2022-2024 年 CAGR 为 35.8%，根据弗若斯特沙利文资料，增长率在全国性珠宝公司中排名第一。2025H1 公司营收 34.51 亿元（同增 5%），在金价上行，宏观需求承压环境下，公司凭借电商渠道布局实现营收增长，展现较强的业绩韧性。净利润随着规模效应释放稳步爬升，2025H1 实现 4.55 亿元（同增 12%），业务结构变动带动利润率增长。

图表 8：公司 2016-2025H1 营收规模与增速



图表 9：公司 2016-2025H1 净利润规模与增速

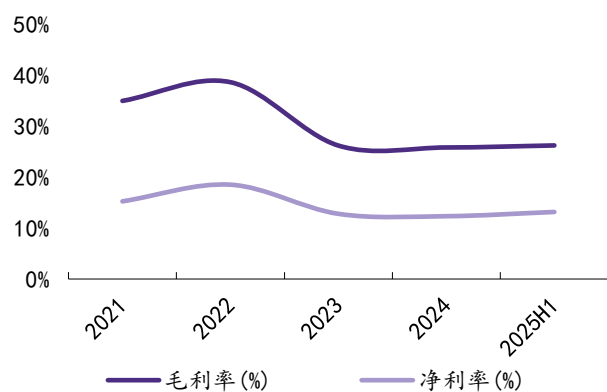


资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

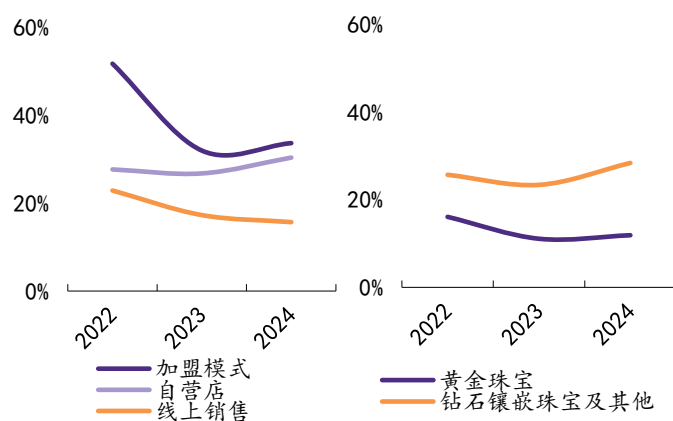
产品与渠道结构变动致使毛净利率下滑。拆分结构来看，渠道端门店业务毛利率高于线上渠道，同时由于黄金产品销售大部分采取原料价+加工费模式，原料价格上涨会摊薄毛利表现，因此黄金产品毛利率低于一口价模式下的钻石镶嵌类产品，且 2022 年以来略有下滑。**整体来看**，由于渠道与产品结构变动，2021 年以来公司毛利率呈现下降趋势，一方面低毛利线上渠道放量，另一方面高毛利钻石镶嵌类产品需求减弱，毛利率由 2021 年的 35% 下降至 2025H1 的 26%。净利率随毛利率变动略有下滑，公司持续探索高端店型、升级品牌定位，随着产品结构优化，规模效应释放，盈利能力企稳回升，2025H1 公司净利率为 13%（同增 1pct）。

图表 10：公司毛净利率企稳回升



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 11：公司分渠道与分产品毛利率



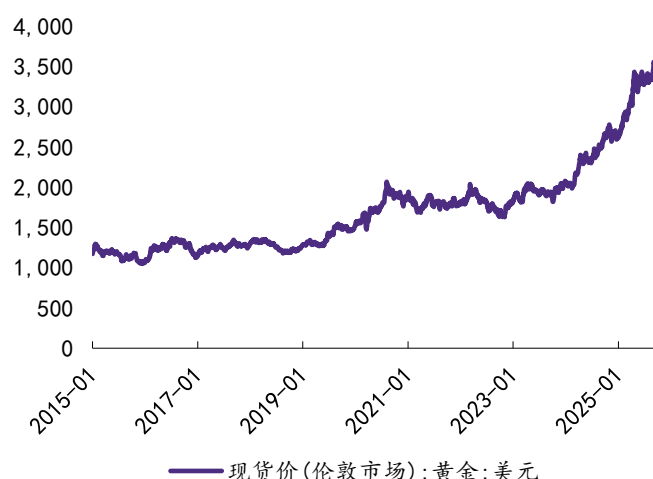
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

2、珠宝行业稳步扩张，集中度持续提升

2.1、市场规模：悦己需求驱动，黄金品类占主导地位

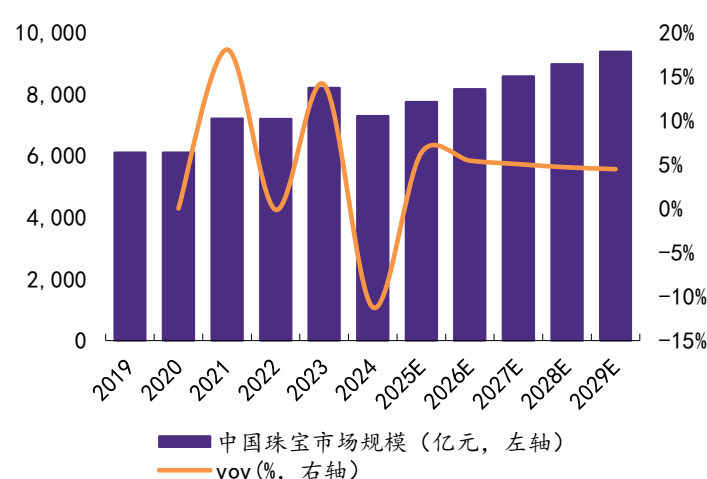
珠宝市场规模持续扩大，年轻消费市场崛起。近年来地缘政治紧张局势加剧、经济不确定性增加，市场避险情绪上升，黄金价格上升趋势加速，为传统的黄金饰品零售造成压力，2024 年全国黄金珠宝消费量同比下降 11%，由于消费者对黄金珠宝的偏好日益增加，预计未来消费量将稳步增长，2024 年至 2029 年的复合年增长率为 5.9%。而在金价推升下，黄金市场规模稳步提升，中国珠宝市场规模由 2019 年的 6100 亿元稳步增至 2024 年的 7820 亿元，CAGR 为 3.6%。根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，在数字零售电商崛起、自我满足需求上升趋势下，市场规模于 2029 年预计达到 9370 亿元。中年消费者由于拥有更高收入水平，金饰购买频率更高，但是年轻消费者消费力也在逐渐提升，根据世界黄金协会数据，中国 18-24 岁消费者贡献超过 1/3 的金饰零售额，尤其是设计新颖、单价低、轻量化硬足金产品愈加受年轻消费者欢迎。除此之外，“国潮风”产品、IP 系列产品逐渐成为国内黄金珠宝市场的新风口。

图表 12：黄金期货价格



资料来源：WIND，华鑫证券研究

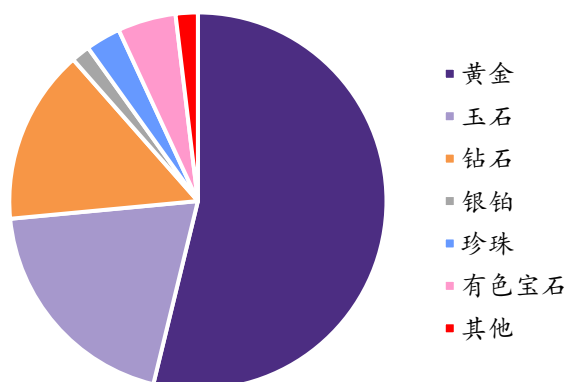
图表 13：中国黄金珠宝市场年成交额



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

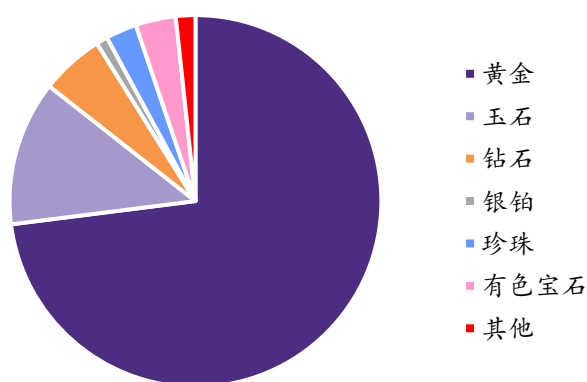
黄金品类占珠宝市场结构主导地位，具备消费品与投资品双重属性。黄金珠宝于中国有着深厚的文化意义，佩戴黄金珠宝的传统可追溯至数千年前。目前黄金材质主导珠宝市场，占 2024 年市场零售销售值的 73%，显著超越其他珠宝类别，同时在消费品属性外，黄金具有独特的投资属性，在经济不确定行持续下，居民对于黄金产品的储蓄意愿增加。钻石镶嵌类珠宝渗透率较低，存在钻石情感符号单一、产品存在高溢价、佩戴需求未激活等痛点，但依托于时代进步、消费者教育提升等因素，钻石市场中长期有望实现韧性发展。

图表 14： 2019 年珠宝市场结构



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 15： 2024 年珠宝市场结构

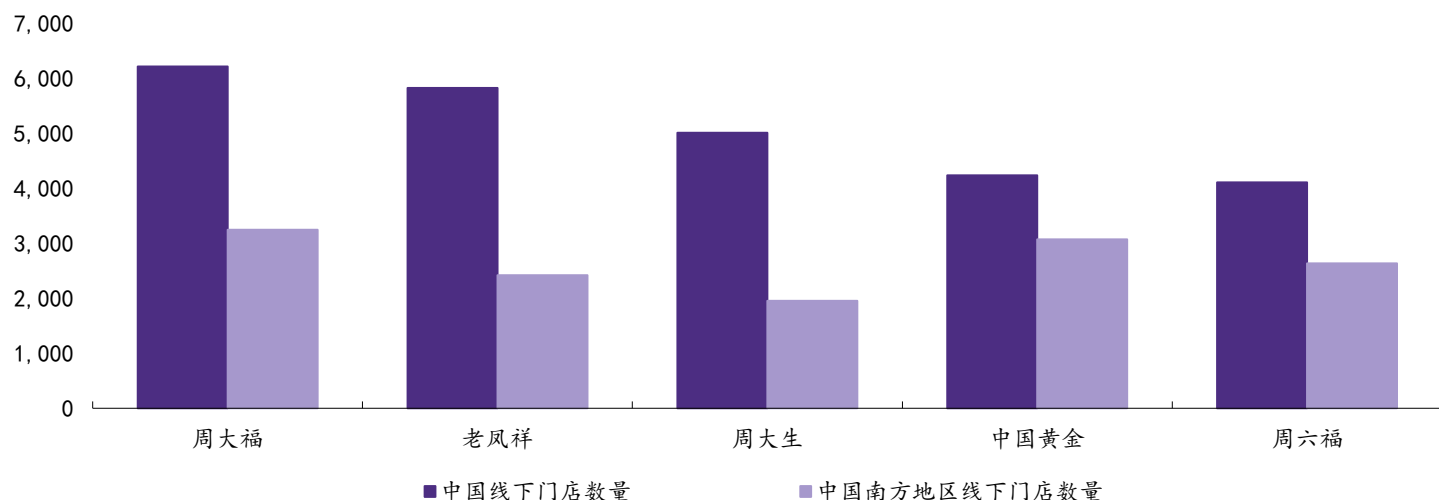


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

2.2、竞争格局：市场集中度低，马太效应持续

赛道参与者众多，龙头企业市占率提升空间充足。我国黄金首饰属于竞争型市场，行业集中度低，但头部品牌凭借规模经济、高实体运作效率加速市场整合，行业集中度逐渐提高，按门店数量计，2024 年中国排名前五的珠宝品牌分别为周大福/老凤祥/周大生/中国黄金/周六福，门店数量分别为 6211/5823/5008/4235/4106 家；按黄金珠宝产品收入计，中国黄金珠宝行业 CR5 为 41%，周六福排名第十。随着头部企业推进开店加速终端占领，预计渠道资源进一步向头部品牌收束。

图表 16： 2024 年按中国线下门店数目计的中国珠宝品牌排名



资料来源：WIND，公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 17：2024 年按黄金珠宝收入市场份额计的公司排名

排名	公司	上市状况	按商品交易总额计的市场份额
1	周大福	已上市	13.30%
2	中国黄金	已上市	10.50%
3	老凤祥	已上市	9.10%
4	老庙黄金	已上市	5.10%
5	紫金黄金	已上市	3.40%
	小计		41.40%
10	周六福	已上市	1.00%

资料来源：WIND，公司招股说明书，华鑫证券研究

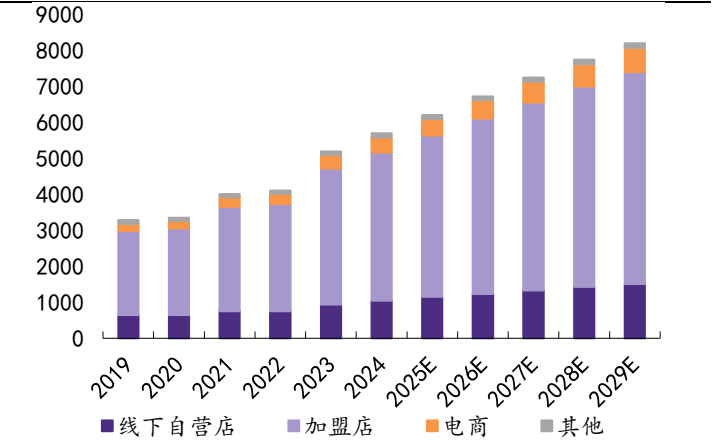
图表 18：2024 年按黄金珠宝商品交易总额市场份额计的公司排名

排名	公司	上市状况	按商品交易总额计的市场份额
1	周大福	已上市	19.00%
2	中国黄金	已上市	12.60%
3	老凤祥	已上市	12.50%
4	周大生	已上市	7.70%
5	老庙黄金	已上市	6.70%
	小计		58.50%
10	周六福	已上市	6.20%

资料来源：WIND，公司招股说明书，中国黄金珠宝华鑫证券研究

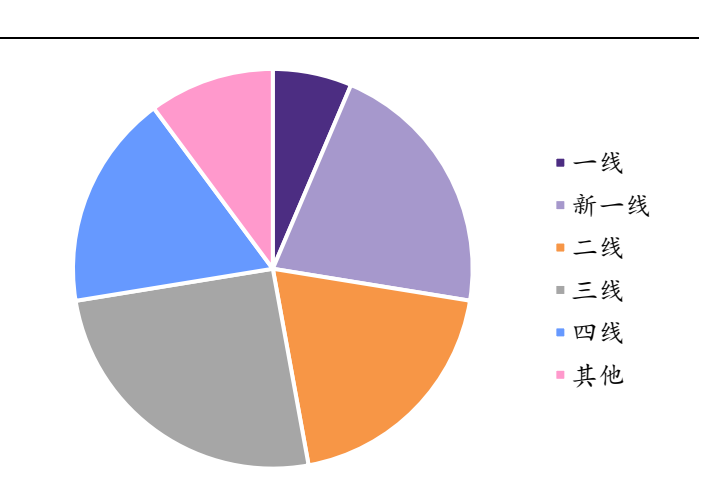
线下门店为传统基本盘渠道，疫情后线上渠道持续分流市场需求。随着产业分工深化以及行业发展，制造业务在珠宝产业链重地位逐渐下降，而渠道拓展、构建全国范围的终端门店销售网络为大多数品牌主要选择。近年企业端门店扩张速度放缓，主要系国内珠宝市场竞争加剧以及渠道流量转移所致。与此同时，线上渠道增势凸显，2024 年黄金珠宝电商渠道规模为 422 亿元（同增 19%），2019-2024 年 CAGR 为 17%，由于信息化快速发展以及现代生活方式、消费习惯改变，线上消费市场有望进一步扩张，未来 5 年有望保持 10%的复合增长率。

图表 19：2019 年至 2029 年（估计）中国黄金珠宝市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 20：黄金珠宝上市公司品牌门店分布



资料来源：珠宝玉石行业协会，华鑫证券研究

品牌营销重要性提升，马太效应延续。随着竞争加剧，国内珠宝品牌从初期的代购生产逐渐转向品牌塑造和渠道建设转变。主要依靠品牌故事、品牌调性等赋予珠宝附加价值来吸引消费者。比如周大福通过多品牌矩阵覆盖多元客群，其中“周大福”定位大众市场，高端线“周大福艺堂”瞄准艺术收藏需求；迪阿股份聚焦婚戒定制“一生只送一人”的稀缺营销强化产品唯一性，塑造品牌理念壁垒。未来，具备强大品牌力、渠道掌控力及创新能力的玩家将在行业整合中占据优势，推动市场从“价格竞争”向“价值竞争”跃迁，最

终形成“强者恒强、特色突围”的格局。

图表 21：品牌商业模式

品牌名称	商业模式
周大福	港股百年品牌，推出“传福系列”、“传喜系列”定位高端，强化传统文化叙事；直营+加盟模式，近年来放缓扩张、提升门店效率。
周大生	黄金为主力产品，钻石为优势产品；自营+加盟模式，以直辖市为核心，省会城市和计划单位骨干，三四线城市为主体的全国性珠宝连锁网络。
老凤祥	百年品牌，产品主打金银细工制作工艺，以古典风格为主，品牌调性鲜明；主要采用加盟模式、自营模式较少。
中国黄金	“中国黄金”为主品牌，主打投资金条、金饰产品；产品将历史感与时尚感相融合，子品牌分别应对轻奢市场、与快时尚消费市场。直营+加盟模式，省级加盟商加速扩张。
迪阿股份	“DR”“一生·唯一·真爱”观念深入人心；深耕珠宝定制赛道，核心产品包括求婚钻戒、对戒等；全自营模式，线上线下全渠道发展。

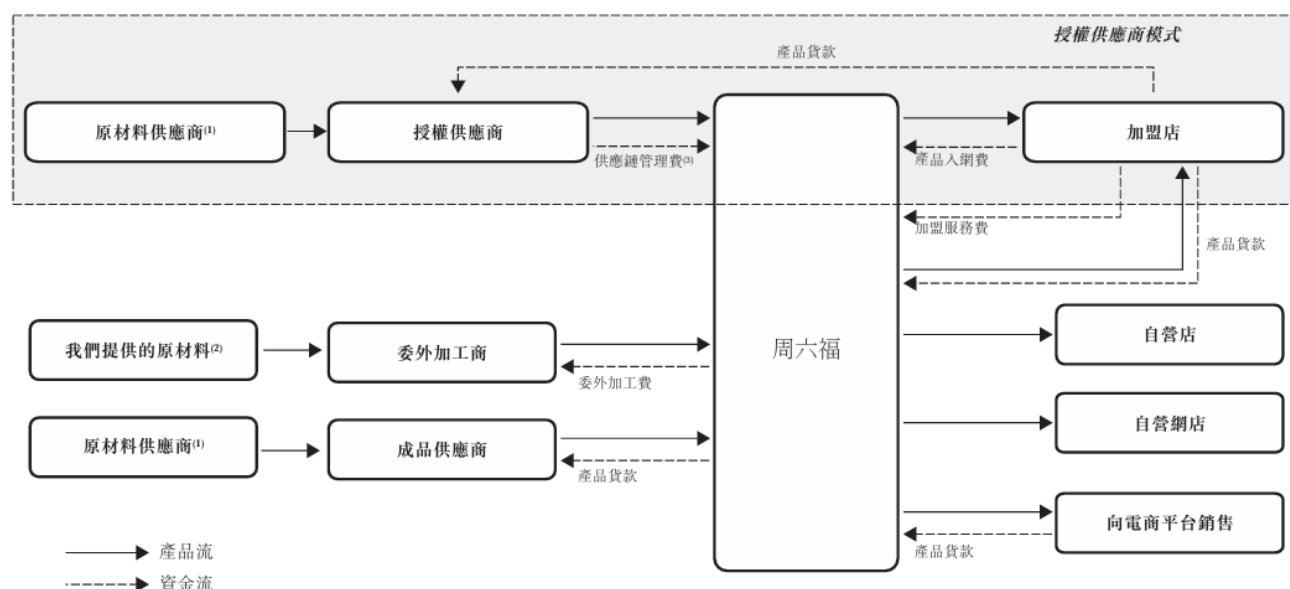
资料来源：品牌星球时尚，新榜，界面新闻，华鑫证券研究

3、品牌升级进行时，线上线下双轮驱动

3.1、供应链高效稳定，深度绑定核心加盟商

公司位于水贝核心黄金珠宝产区，委外加工充分发挥规模效应。公司总部位于深圳罗湖水贝地区，属于中国珠宝行业核心聚集地，上游供应链完备，能够很好的发挥集成效应，满足数量众多、分布不同的加盟店款式要求。考虑充分发挥规模效应，公司 2022 年 4 月停止小品类自有工厂生产，转向全面委外加工模式，与竞对将成品卖给省级代理商模式不同，公司建立完备的供应商入网程序，允许加盟商向授权供应商直接进货，并对每一件产品进行质检合格后方可销售，并且每家门店均可以根据不同因素打造不同选聘组合，供应商可以更精准、更敏捷、更灵活满足多元化产品需求，提升效率。

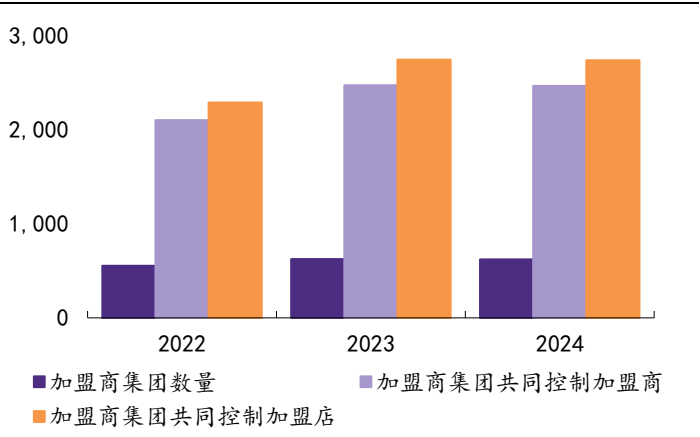
图表 22：公司业务模式产品流



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

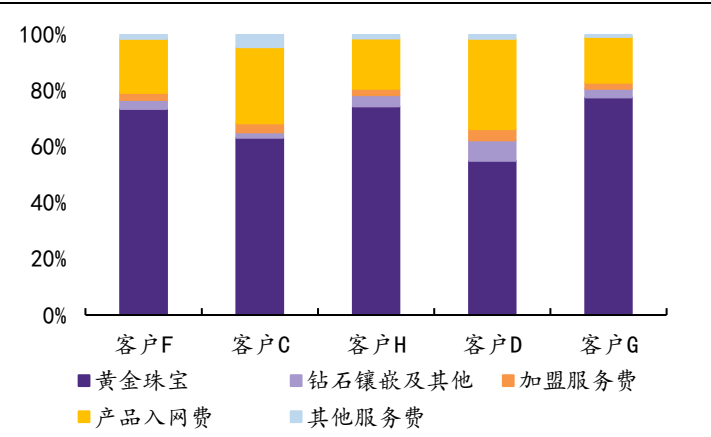
公司通过加盟商集团模式深度绑定加盟商开店，且针对性释放政策支持。公司接纳“加盟商集团模式”，即加盟商之间通过家族、雇主雇员等关系密切链接，提升加盟商运营管理的凝聚力与效率，提升加盟网络的稳定性。截至 2024 年底，前五大加盟商集团平均拥有超过 30 家加盟店，而最大的加盟商集团拥有 59 家门店，拥有 3 家及以上门店的加盟商集团所运营的店铺数量占总数的 50%，体现经销商对于公司品牌长期价值的认可度。同时公司向若干优质及具有战略重要性的加盟商提供更佳的信贷政策、福利以及优先权，鼓励扩展加盟门店网络，公司加盟模式有望在良性循环下持续健康发展。

图表 23：加盟集团情况（家）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 24：五大加盟集团收入组成



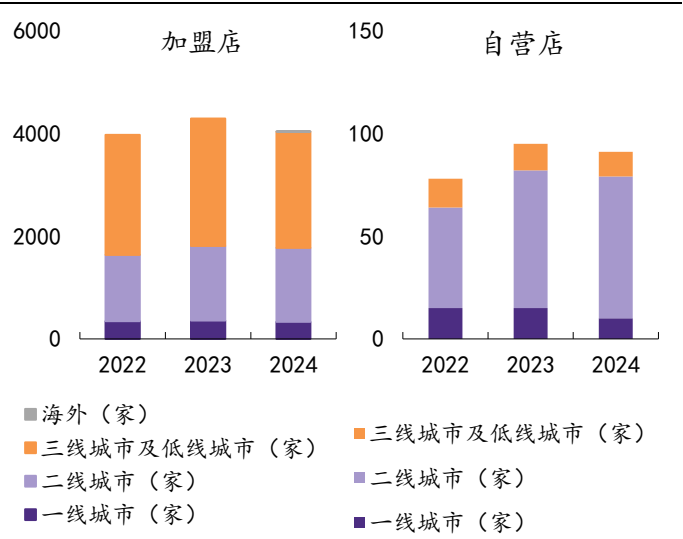
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

3.2、巩固下沉市场优势，高线市场推进品牌力建设

主攻下沉市场，建立优势地位。公司起步于下沉市场，一方面系头部老牌珠宝品牌在高线城市进行密集渗透，由下沉市场布局可实现错位竞争，另一方面随着我国人均可支配收入提升，三、四线城市的消费潜力持续释放。公司早期大程度上让利加盟商，叠加主品牌定价大众化，公司在下沉市场占据主导优势。

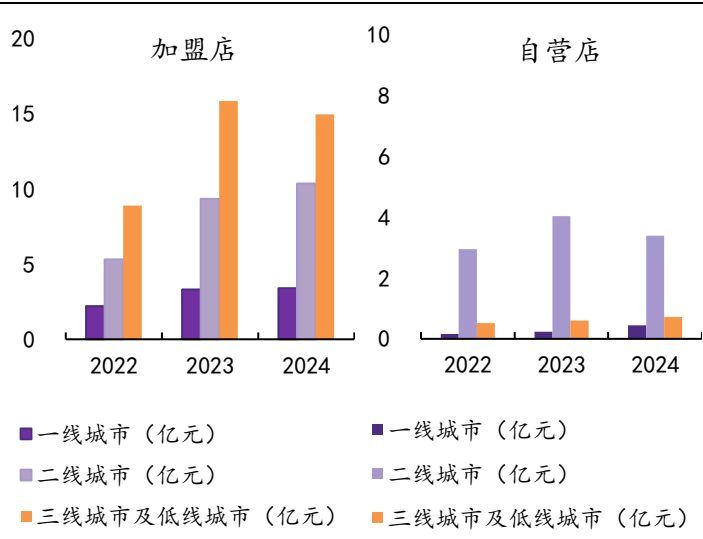
疫后逐步由下沉市场向高线城市布局。公司门店已实现全国广泛且深入的覆盖，门店分布在中国 31 个省份及海外 6 家加盟店（泰国、老挝、越南、柬埔寨和马来西亚）。公司自营门店承担更多推广与市场标杆作用，主要位于二线及以上城市，而加盟店前期主攻下沉市场，疫后一二线城市风控，部分商户空出，公司顺势从底线城市向高线城市布局。2024 年公司一线/二线/三线及低线城市加盟店分别为 335/1437/2262 家，营收占比分别为 12%/36%/52%。2025 年 5 月，公司北京国贸商厦开设“周六福·吉”文化品牌高端店，主要进行品牌差异化产品打造，将品牌文化底蕴同高端商业相结合，主动拓展品牌发展空间，加强品牌力建设，未来公司将持续挖掘高线市场潜力。

图表 25：中国及海外分城市门店数量



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 26：加盟门店营收分城市分布更为下沉



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 27：“周六福·吉”文化主题形象店



资料来源：中国黄金珠宝，华鑫证券研究

积极开展多样的线上线下营销活动，为品牌带来有效曝光。线下营销活动中，520“爱跑节”至2025年已经举办至第九届，在践行公益社会责任的同时，大范围提升品牌曝光；迎春花市核心区域打“颐和仙境”展区，从产品到场景充分融合传统文化元素，首日人流量约27万人次，公司持续通过全渠道精准营销动作为品牌赋能。线上渠道来看，公司充分利用电商平台布局，通过核心KOL、电视节目赞助等多种方式做品牌露出，比如赞助电视剧《他从火光中走来》，在抖音、小红书、哔哩哔哩等兴趣电商平台投放广告，充分利用电商流量红利放大品牌声量，触达潜在消费者。

图表 28：周六福部分营销活动

活动举例	活动介绍	活动图片
520 爱跑活动	2025 届爱跑活动以杭州为主会场其余八个城市为分会场；千余位跑着参与活动；活动融合公益性与娱乐性，传递周六福时尚品牌理念。	
迎春花市	2025 年迎春花式活动，周六福精心布置花市并打造“颐和仙境”展区吸引市民驻足，展区采用新中式风格与花市氛围相得益彰。	
会员沙龙	会员沙龙活动种类多样，包括制作冰皮月饼、品鉴咖啡等，持续为品牌赋能。	

资料来源：周六福珠宝，中国黄金珠宝，华鑫证券研究

3.3、产品全品类多元化，聚焦年轻客群

实施全品类、全场景覆盖的产品策略。公司门店提供涵盖黄金饰品、钻石镶嵌饰品、彩宝镶嵌饰品、银饰品、翡翠、玉器等多元化的珠宝品类，满足消费者多样化与个性化的需求。相较于同业，公司通过精细化的产品细分，有效覆盖全年龄段客群，适配不同消费场景（如日常佩戴、婚嫁、节庆礼品等）及人生阶段的佩戴需求，例如，“中式婚嫁”系列融入经典龙凤、富贵花及三叶草等元素，精准定位婚嫁场景需求；“灵蛇献瑞”系列则聚焦新年及本命年场景，传递美好祝福。

图表 29：主系列产品设计思路

产品系列	设计主题	产品展示	给予终端消费者的建议售价范围
玺古金	系列于 2021 年推出，从几何、蝴蝶结、锦鲤及传统如意等元素中得到启发，并以先进的 5G 及 5D 黄金工艺进行结合。		180 元/克-200 元/克 工费+金价
生肖系列	一年一度的生肖系列设计反映该年度的生肖动物，并结合文化意义和美感。蛇是 2025 年的生肖，而蛇象征着智能、知识、繁荣和力量。		150 元/克-360 元/克 工费+金价
颐和仙境	受颐和园皇家园林文化启发，于 2024 年最新推出的此系列将中国传统图腾、概念和美学融入珠宝设计，将传统文化元素与现代珠宝设计相结合。		150 元/克-260 元/克 工费+金价
一心一爱	「一心一爱」系列乃采用专利钻石切工「一心十二箭」打造，象征着夫妻的浪漫誓言。		4, 244 元-136, 043 元
Z 势力	Z 势力旨在提供价格实惠、时尚的奢侈珠宝，体现 Z 世代的生活方式。引入了几何形状和抽象符号，以反映年轻和现代的风格。		1, 314 元-46, 115 元

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

积极进行年轻化探索，深度聚焦年轻女性核心客群。公司线上及线下女性用户占比分别达 80%与 75%，主力客群画像为 18-35 岁女性，针对这一核心市场，公司 2025 年签约青年演员王楚然为全球灵感代言人，定位年轻女性客群，同时特别打造“泡泡珐琅”、“少女心事”、“半夏时光”等系列产品，深度契合年轻女性消费者的审美偏好与消费需求。

通过联名国潮 IP 与运营子品牌等方式巩固年轻化品牌形象。联名产品主攻国潮 IP，“颐和仙境”将东方美学园林艺术与珠宝相结合；与西安博物馆联名推出“福韵长安”系列；“寻愿九华”系列将九华大愿的自然景观与传统文化相结合，公司以独特的美学视角与时尚张力开拓市场，打造品牌形象。子品牌“FENS 系列”实现差异化布局，公司 2023 年收购 FENS 品牌，主打叠戴风格与镶嵌工艺，以“高级珠宝的镶嵌工艺+多样化材质”锻造产品力，截至 2024 年末，FENS 共有 17 家门店。

图表 30：2025 年官宣王楚然为全球灵感代言人



资料来源：周六福珠宝，华鑫证券研究

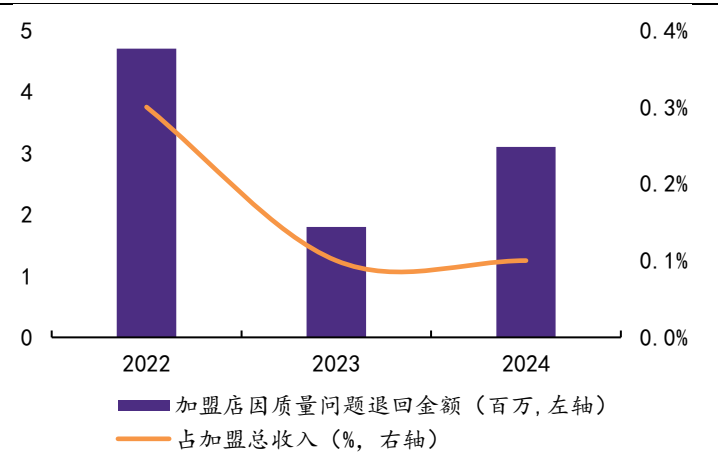
图表 31：FENS 门店示例



资料来源：宝创家，华鑫证券研究

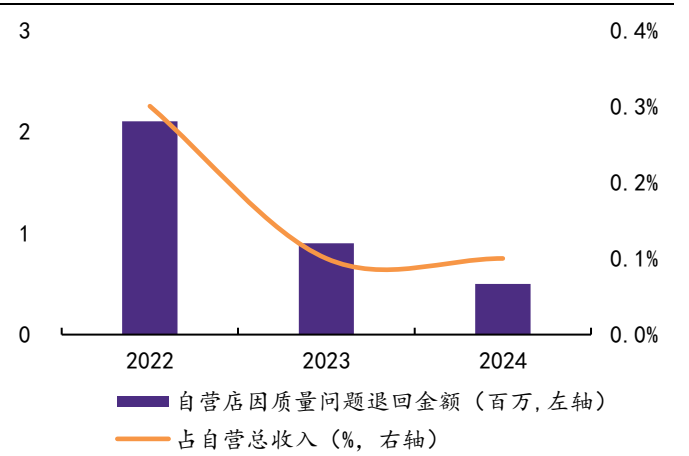
构建三位一体品质监管体系，退货比例逐年下降。公司始终恪守“每一件产品都是精品”的核心品质理念，并以此为导向，构建了一套覆盖全流程的三位一体品质监管体系。该体系以严苛的供应商准入标准为起点，贯穿设计、生产、入库及销售各环节的精细化产品质检流程进行过程把控，并辅以完善的产品专利保护机制。截至 2024 年底，公司加盟店与自营店的产品相关退款金额仅占对应业务营收的 0.1%，且呈现逐年下降趋势。

图表 32：加盟店因质量问题退回金额



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

图表 33：自营店因质量问题退回金额



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研究

4、盈利预测

公司作为行业领先珠宝企业，不断优化商业模型，根据市场需求调整产品结构，在稳步发展下沉市场同时进行高端市场尝试，精细化布局线上渠道充分承接电商流量红利，随着品牌势能深化驱动发展，利润有望持续释放。我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 1.82/1.97/2.18（前值为 1.81/1.96/2.18）元，当前股价对应 PE 分别为 23/22/20 倍，维持“买入”投资评级。

图表 34：公司盈利预测

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5718.20	6410.74	7229.98	8281.94
YoY	11.04%	12.11%	12.78%	14.55%
净利润(百万元)	706.31	803.35	866.62	961.93
YoY	7.07%	13.74%	7.88%	11.00%
每股收益(元)	1.60	1.82	1.97	2.18
EBIT Margin	15.12%	16.24%	15.39%	15.05%
净资产收益率 (ROE)	27.40%	24.95%	22.14%	20.54%
市盈率 (PE)	26.65	23.43	21.72	19.57
EV/EBITDA	24.96	20.49	18.75	16.85
市净率 (PB)	7.30	5.85	4.81	4.02

资料来源：华鑫证券研究

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 金价上涨风险；
- 3) 门店扩张不及预期；
- 4) 市场竞争加剧风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	177	188	181	182
应收款	388	436	491	563
存货	2318	2959	2998	3572
其他流动资产	15	64	72	83
流动资产合计	3302	4130	4323	5097
固定资产	137	259	323	381
无形资产及其他	49	39	30	20
投资性房地产	279	279	279	279
长期股权投资	192	255	339	450
资产总计	3958	4962	5293	6226
短期借款及交易性金融负债	656	905	465	489
应付款项	129	200	192	224
其他流动负债	546	601	684	786
流动负债合计	1330	1706	1341	1500
长期借款及应付债券	28	8	8	8
其他长期负债	21	28	30	34
长期负债合计	49	37	39	43
负债合计	1380	1742	1379	1542
所有者权益				
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2578	3220	3914	4683
负债和股东权益总计	3958	4962	5293	6226

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.60	1.82	1.97	2.18
每股红利	0.12	0.36	0.39	0.44
每股净资产	5.85	7.31	8.88	10.63
ROIC	28%	28%	26%	27%
ROE	27%	25%	22%	21%
毛利率	26%	27%	26%	25%
EBIT Margin	15%	16%	15%	15%
EBITDA Margin	15%	17%	16%	16%
收入增长	11%	12%	13%	15%
净利润增长率	7%	14%	8%	11%
资产负债率	35%	35%	26%	25%
息率	0.0%	0.8%	0.9%	1.0%
P/E	26.7	23.4	21.7	19.6
P/B	7.3	5.8	4.8	4.0
EV/EBITDA	25	20	19	17

资料来源: Wind、华鑫证券研究

注: PE换算对应汇率为: 港元兑人民币: 0.932

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5718	6411	7230	8282
营业成本	4239	4693	5370	6189
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	486	532	593	671
管理费用	128	144	154	175
财务费用	9	69	52	56
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	-8	-8	-8
其他收入	30	0	0	0
营业利润	885	964	1053	1182
营业外净收支	0	40	30	20
利润总额	885	1004	1083	1202
所得税费用	179	201	217	240
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	706	803	867	962

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	706	803	867	962
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	30	37	44
公允价值变动损失	0	8	8	8
财务费用	9	69	52	56
营运资本变动	-363	-604	-25	-518
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	343	237	887	496
资本开支	-66	-150	-100	-100
其它投资现金流	-404	-81	-97	-116
投资活动现金流	-656	-295	-280	-327
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	28	-20	0	0
支付股利、利息	0	-161	-173	-192
其它融资现金流	255	249	-440	25
融资活动现金流	312	68	-614	-168
现金净变动	-1	11	-7	1
货币资金的期初余额	178	177	188	181
货币资金的期末余额	177	188	181	182
企业自由现金流	261	108	803	423
权益自由现金流	537	282	321	403

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。