

全渠道布局、电商领先的黄金珠宝新秀

华泰研究

2026年5月12日 | 中国香港

首次覆盖

零售

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

28.20

首次覆盖周六福并给予“买入”评级，目标价 28.2 港币，对应 2026 年 12 倍目标 PE。公司是中国珠宝行业知名企业，深耕珠宝市场 20 余年。我们认为公司核心竞争力来源于高效运营的电商渠道、均衡布局的线下门店、丰富的产品矩阵及稳定高效的供应链管理。展望未来，伴随 Z 世代消费崛起与“悦己消费”理念渗透，公司有望依托产品设计创新切入年轻客群实现增量突破。同时，线上渠道强势崛起，2023-25 年线上收入复合增长率达 40%，位居行业前列，有望重塑公司增长引擎。此外，公司持续优化门店布局、提升精细化运营管理能力，夯实长期发展基础。

渠道扩展快、品牌建设优、供应链管理强，筑牢竞争壁垒

渠道端，公司线下渠道以自营和加盟相结合，截至 2025 年底，自营店共 112 家，集中于一二线城市的中高端商场；加盟店共 3440 家，其中一二线城市的门店占比近 50%，在华南/华中/西南等优势市场的市占率居于前列，并不断开拓华东/华北/东北等新兴区域。电商渠道凭借先发优势、高效的运营效率等保持快速增长，2023-25 年线上销售收入 CAGR 达 40%。品牌端，周六福商标已获深圳老字号、中国 500 最具价值品牌、广东十大影响力品牌等多项荣誉，同时依托线上线下全渠道推广及明星代言助力品牌出圈。产品及供应链端，公司着力打造多元产品矩阵覆盖全场景需求，同时基于总部地理优势，上游供应链稳定高效。

锚定新消费趋势创新产品矩阵，电商运营+品牌升级打开增长空间

展望未来，我们认为周六福在“线上提效、线下提质、产品升级”战略下有望实现稳健增长：1) 顺应“悦己”消费浪潮，紧抓 Z 世代消费偏好，加大在非遗工艺、文创 IP、时尚内容等领域的产品投入，多场景消费潜能充裕。2) 电商渠道通过全域流量运营构建“内容种草-直播转化-电商承接”闭环。公司在持续深化与天猫、京东两大核心平台合作的同时，2025 年推出的互联网子品牌“喵际”已在抖音、快手实现破圈，在渠道和产品品类上与主品牌“周六福”实现协同互补。3) 终端门店形象系统性升级提升品牌调性，在境内高端商场新开旗舰店，同时加大对加盟商的运营和品牌营销支持，并不断拓展中国港澳及海外市场，公司预计 2026 年新增约 10 家海外门店。

我们与市场观点不同之处

1) 市场可能担忧公司因黄金及线上业务占比提升而导致毛利率下滑。我们认为，这一短期盈利能力波动是公司主动布局高景气赛道的阶段性特征。此外，公司积极通过产品创新提升品牌附加值，长远看将有效提升产品溢价，对冲利润率压力。2) 市场或对以加盟为主的渠道模式可持续性存疑，尤其关注到 2024 及 2025 年加盟门店数量的净减少。我们认为此为黄金珠宝行业在金价高涨背景下面临的共性问题，而公司的加盟网络展现出较高的忠诚度和健康度，为未来的渠道稳定及增长奠定了坚实基础。

盈利预测与估值

我们预测周六福 2026-28 年归母净利润分别为 9.09/10.13/11.33 亿元，同比分别+18.0%/11.5%/11.9%，对应 EPS 分别为 2.06/2.30/2.57 元。参考可比公司 Wind 一致预期 2026 年 PE 均值为 12 倍，给予周六福 2026 年 12 倍 PE (港币兑人民币汇率 0.88 元)，对应目标市值 124 亿港元，目标价为 28.2 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，加盟商管理风险，原材料价格波动风险。

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

惠普

SAC No. S0570524090006
SFC No. BSE005

研究员

huiipu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

杨耀*

SAC No. S0570124070059

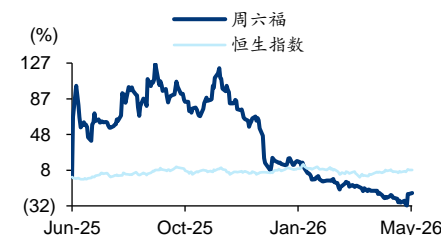
联系人

yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

| | |
|----------------------|-------------|
| 收盘价 (港币 截至 5 月 11 日) | 19.57 |
| 市值 (港币百万) | 8,623 |
| 6 个月平均日成交额 (港币百万) | 73.40 |
| 52 周价格范围 (港币) | 16.02-57.55 |

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

| 会计年度 (人民币) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万) | 5,834 | 6,039 | 6,587 | 7,259 |
| +/-% | 2.03 | 3.52 | 9.06 | 10.21 |
| 归属母公司净利润 (百万) | 770.30 | 908.66 | 1,013 | 1,133 |
| +/-% | 9.06 | 17.96 | 11.52 | 11.85 |
| EPS (最新摊薄) | 1.75 | 2.06 | 2.30 | 2.57 |
| ROE (%) | 22.57 | 20.21 | 20.36 | 20.71 |
| PE (倍) | 9.79 | 8.30 | 7.44 | 6.65 |
| PB (倍) | 1.77 | 1.59 | 1.45 | 1.32 |
| EV EBITDA (倍) | 7.05 | 6.25 | 5.54 | 4.87 |
| 股息率 (%) | 5.51 | 7.23 | 8.06 | 9.02 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



盈利预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 5,718 | 5,834 | 6,039 | 6,587 | 7,259 |
| 销售成本 | (4,239) | (4,230) | (4,254) | (4,633) | (5,111) |
| 毛利润 | 1,479 | 1,604 | 1,785 | 1,953 | 2,148 |
| 销售及分销成本 | (486.30) | (497.33) | (511.80) | (554.88) | (607.92) |
| 管理费用 | (127.92) | (139.90) | (144.82) | (154.65) | (166.81) |
| 其他收入/支出 | 29.98 | (1.72) | 6.88 | 18.95 | 35.17 |
| 财务成本净额 | (2.00) | 13.31 | 23.08 | 22.07 | 0.00 |
| 应占联营公司利润及亏损 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 税前利润 | 885.19 | 954.73 | 1,129 | 1,259 | 1,409 |
| 税费开支 | (178.89) | (185.45) | (219.34) | (244.61) | (273.60) |
| 少数股东损益 | 0.00 | 1.02 | (1.20) | (1.34) | (1.50) |
| 归母净利润 | 706.31 | 770.30 | 908.66 | 1,013 | 1,133 |
| 折旧和摊销 | (66.80) | (83.64) | (52.43) | (63.17) | (71.02) |
| EBITDA | 953.99 | 1,025 | 1,159 | 1,300 | 1,480 |
| EPS (人民币, 基本) | 1.89 | 1.75 | 2.06 | 2.30 | 2.57 |

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 存货 | 2,318 | 3,166 | 3,224 | 3,384 | 3,593 |
| 应收账款和票据 | 209.87 | 187.65 | 198.56 | 216.55 | 238.66 |
| 现金及现金等价物 | 561.75 | 1,170 | 948.66 | 898.46 | 899.23 |
| 其他流动资产 | 212.13 | 522.40 | 545.69 | 585.65 | 634.77 |
| 总流动资产 | 3,302 | 5,045 | 4,917 | 5,085 | 5,366 |
| 固定资产 | 136.52 | 367.50 | 570.12 | 812.75 | 1,109 |
| 无形资产 | 4.12 | 4.74 | 4.25 | 3.94 | 3.62 |
| 其他长期资产 | 515.18 | 365.55 | 365.55 | 365.55 | 365.55 |
| 总长期资产 | 655.82 | 737.79 | 939.93 | 1,182 | 1,478 |
| 总资产 | 3,958 | 5,783 | 5,857 | 6,267 | 6,844 |
| 应付账款 | 234.33 | 680.80 | 460.19 | 501.20 | 552.88 |
| 短期借款 | 637.52 | 361.42 | 161.42 | 61.42 | 61.42 |
| 其他负债 | 458.64 | 389.14 | 389.14 | 389.14 | 389.14 |
| 总流动负债 | 1,330 | 1,431 | 1,011 | 951.76 | 1,003 |
| 长期债务 | 49.28 | 95.47 | 95.47 | 95.47 | 95.47 |
| 其他长期债务 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| 总长期负债 | 49.48 | 95.67 | 95.67 | 95.67 | 95.67 |
| 股本 | 378.71 | 440.62 | 440.62 | 440.62 | 440.62 |
| 储备/其他项目 | 2,199 | 3,809 | 4,302 | 4,770 | 5,294 |
| 股东权益 | 2,578 | 4,250 | 4,743 | 5,211 | 5,735 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 6.33 | 7.35 | 8.52 | 9.89 |
| 总权益 | 2,578 | 4,256 | 4,750 | 5,220 | 5,744 |

估值指标

| 会计年度 (倍) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 9.04 | 9.79 | 8.30 | 7.44 | 6.65 |
| PB | 2.48 | 1.77 | 1.59 | 1.45 | 1.32 |
| EV EBITDA | 8.52 | 7.05 | 6.25 | 5.54 | 4.87 |
| 股息率 (%) | 3.08 | 5.51 | 7.23 | 8.06 | 9.02 |
| 自由现金流收益率 (%) | 0.50 | 0.27 | 4.99 | 7.66 | 8.10 |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBITDA | 953.99 | 1,025 | 1,159 | 1,300 | 1,480 |
| 融资成本 | 2.00 | (13.31) | (23.08) | (22.07) | 0.00 |
| 营运资本变动 | (413.04) | (618.02) | (313.01) | (177.24) | (228.51) |
| 税费 | (178.89) | (185.45) | (219.34) | (244.61) | (273.60) |
| 其他 | 26.02 | (171.37) | 46.17 | 44.13 | (2.02) |
| 经营活动现金流 | 390.09 | 36.92 | 649.29 | 900.59 | 975.44 |
| CAPEX | (324.19) | (203.65) | (254.57) | (305.48) | (366.57) |
| 其他投资活动 | (181.45) | 311.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流 | (505.64) | 107.64 | (254.57) | (305.48) | (366.57) |
| 债务增加量 | 556.71 | (214.74) | (200.00) | (100.00) | 0.00 |
| 权益增加量 | 245.00 | 1,355 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 派发股息 | (644.47) | (196.90) | (415.62) | (545.31) | (608.09) |
| 其他融资活动现金流 | (44.89) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 融资活动现金流 | 112.35 | 656.32 | (615.62) | (645.31) | (608.09) |
| 现金变动 | (3.21) | 800.87 | (220.90) | (50.20) | 0.77 |
| 年初现金 | 177.98 | 176.99 | 975.54 | 754.64 | 704.44 |
| 汇率波动影响 | 2.22 | (2.33) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 年末现金 | 174.77 | 977.87 | 754.64 | 704.44 | 705.21 |

业绩指标

| 会计年度 (倍) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 11.04 | 2.03 | 3.52 | 9.06 | 10.21 |
| 毛利润 | 9.47 | 8.48 | 11.27 | 9.42 | 9.98 |
| 营业利润 | 7.15 | 7.90 | 17.61 | 11.22 | 11.55 |
| 净利润 | 7.07 | 9.06 | 17.96 | 11.52 | 11.85 |
| EPS | 5.14 | (7.70) | 17.96 | 11.52 | 11.85 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 25.86 | 27.50 | 29.56 | 29.65 | 29.59 |
| EBITDA | 16.68 | 17.57 | 19.18 | 19.74 | 20.38 |
| 净利润率 | 12.35 | 13.20 | 15.05 | 15.38 | 15.61 |
| ROE | 29.18 | 22.57 | 20.21 | 20.36 | 20.71 |
| ROA | 20.09 | 15.82 | 15.61 | 16.72 | 17.29 |
| 偿债能力 (倍) | | | | | |
| 净负债比率 (%) | 4.85 | (16.77) | (14.59) | (14.23) | (12.95) |
| 流动比率 | 2.48 | 3.52 | 4.86 | 5.34 | 5.35 |
| 速动比率 | 0.74 | 1.31 | 1.67 | 1.79 | 1.77 |
| 营运能力 (天) | | | | | |
| 总资产周转率 (次) | 1.63 | 1.20 | 1.04 | 1.09 | 1.11 |
| 应收账款周转天数 | 14.11 | 12.26 | 11.51 | 11.34 | 11.29 |
| 应付账款周转天数 | 20.00 | 38.94 | 48.27 | 37.35 | 37.12 |
| 存货周转天数 | 179.63 | 233.34 | 270.33 | 256.70 | 245.71 |
| 现金转换周期 | 173.74 | 206.67 | 233.57 | 230.70 | 219.88 |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| EPS | 1.89 | 1.75 | 2.06 | 2.30 | 2.57 |
| 每股净资产 | 6.91 | 9.64 | 10.76 | 11.83 | 13.01 |



正文目录

| | |
|--|-----------|
| 投资要点 | 6 |
| 成长驱动力 1: 聚焦新消费趋势, 构建多元产品矩阵 | 6 |
| 成长驱动力 2: 线上渠道强势崛起, 数字化营销革新增长模式 | 6 |
| 成长驱动力 3: 终端形象焕新+高端产品设计, 品牌溢价有望突破 | 6 |
| 我们与市场观点不同之处 | 6 |
| 黄金珠宝市场: 下沉市场持续扩容, 年轻客群强势崛起 | 7 |
| 黄金珠宝市场高景气延续, 市场规模稳步扩张 | 7 |
| 低线城市放量+文化价值重塑+投资属性凸显, 驱动黄金消费增长 | 8 |
| 周六福: 黄金珠宝知名品牌, 线上业务高增 | 11 |
| 深耕珠宝行业二十余年, 股权高度集中、管理团队年轻 | 11 |
| 黄金珠宝主导增长, 加盟+线上渠道双轮支撑营收 | 13 |
| 毛利率短期承压, 25 年有所回升, 费控能力持续优化 | 13 |
| 核心竞争力: 加盟模式助力快速扩张, 供应链稳定高效 | 15 |
| 加盟模式驱动快速扩张, 深度覆盖下沉市场 | 15 |
| 品牌认证叠加全渠道推广, 品牌影响力持续增强 | 16 |
| 产品矩阵丰富, 供应链管理高效 | 17 |
| 成长驱动力 1: 顺应 Z 世代及“悦己”浪潮, 打造多元产品矩阵 | 18 |
| 消费主体代际更迭, “Z 世代”与“悦己经济”崛起 | 18 |
| 工艺迭代提升饰品质感, 古法金饰拉动溢价增长 | 18 |
| 金价上涨催化保值增值预期, 税收新政下线上需求或仍延续快速上升趋势 | 19 |
| 成长驱动力 2: 线上渠道强势崛起, 数字化营销重构增长逻辑 | 20 |
| 渠道变革驱动增长, 直播电商重塑黄金珠宝销售路径 | 20 |
| 线上业务高增长验证, 行业地位日益凸显 | 20 |
| 构建多元化数字营销矩阵, 从流量获取到品牌情感共鸣 | 21 |
| 成长驱动力 3: 门店形象与产品升级协同, 驱动品牌调性提升 | 22 |
| 围绕四季元素, 推出第五代形象门店 | 22 |
| “潮金”门店升级, 精准卡位年轻消费群 | 22 |
| 打造多元产品线, 触达消费者多样化需求 | 23 |
| 强化高端产品设计研发, 拉动品牌溢价 | 24 |
| 盈利预测与估值 | 25 |
| 风险提示 | 27 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 中国珠宝市场分品类规模 | 7 |
| 图表 2: 各品类珠宝年复合增长率 | 7 |
| 图表 3: 中国黄金珠宝市场规模及增速 | 7 |
| 图表 4: 中国黄金珠宝市场消费量及增速 | 7 |
| 图表 5: 中国黄金珠宝分渠道市场规模 | 8 |
| 图表 6: 2020-2024 年加盟店与电商市场增长率 | 8 |
| 图表 7: 2025-2029 年预计加盟店与电商市场增长率 | 8 |
| 图表 8: 中国黄金珠宝市场市场规模 (分城市) | 9 |
| 图表 9: 中国各线城市黄金珠宝市场增长率 (2020-2024) | 9 |
| 图表 10: 中国各线城市黄金珠宝市场增长率预测 (2025-2029) | 9 |
| 图表 11: 常见轻奢金饰类型 | 10 |
| 图表 12: 中限额以上企业(单位)金银珠宝类商品零售值及同比 | 10 |
| 图表 13: 周六福发展历程 | 11 |
| 图表 14: 周六福股权结构图 (截至 2025 年末) | 12 |
| 图表 15: 周六福管理层情况 | 12 |
| 图表 16: 周六福收入拆分 (分产品) | 13 |
| 图表 17: 周六福收入拆分 (分业务模式) | 13 |
| 图表 18: 周六福分业务毛利率 | 13 |
| 图表 19: 周六福分产品毛利润及毛利率 | 13 |
| 图表 20: 周六福及同行业公司净利率 | 14 |
| 图表 21: 周六福期间费用率 | 14 |
| 图表 22: 周六福 EBITDA/EBITDA 利润率 | 14 |
| 图表 23: 周六福经营性现金流及净现比 | 14 |
| 图表 24: 周六福及同行业公司存货周转天数 | 14 |
| 图表 25: 周六福及同行业公司应收账款周转天数 | 14 |
| 图表 26: 周六福业务模式 | 15 |
| 图表 27: 周六福加盟店数量 | 15 |
| 图表 28: 周六福典型门店 | 15 |
| 图表 29: 周六福中国加盟店和自营店地理分布 (2024 年) | 16 |
| 图表 30: 周六福收入拆分 (分区域模式) | 16 |
| 图表 31: 周六福连续九年获评“中国 500 最具价值品牌” | 16 |
| 图表 32: 周六福营销活动丰富 | 16 |
| 图表 33: 周六福黄金及钻石产品 | 17 |
| 图表 34: 周六福业务流程图 | 17 |
| 图表 35: 2022 年全球黄金消费目标调查 | 18 |
| 图表 36: 2023 年全球黄金消费种类及占比 | 18 |
| 图表 37: 黄金产品工艺的特点 | 19 |
| 图表 38: 沪金连续期货价格 (截至 2026 年 4 月) | 19 |
| 图表 39: 黄金首饰 2021-2024 年线上销量 | 20 |



| | |
|---|----|
| 图表 40: 周六福 2024 年线上黄金消费者年龄构成..... | 20 |
| 图表 41: 周六福线上销售额在黄金珠宝公司中排名前四 (2025, 统计平台为天猫、京东、抖音) | 20 |
| 图表 42: 周六福品牌代言人引发关注..... | 21 |
| 图表 43: 周六福自制短剧《寻梦颐和》 | 21 |
| 图表 44: 周六福五代形象设计 | 22 |
| 图表 45: 周六福潮金门店实拍图 | 23 |
| 图表 46: 潮金宣传图片 | 23 |
| 图表 47: 周六福部分产品线 | 24 |
| 图表 48: 周六福设计饰品获得三项大奖 | 24 |
| 图表 49: 周六福加盟店/自营店运营情况拆分 | 25 |
| 图表 50: 周六福盈利预测拆分 | 26 |
| 图表 51: 可比公司估值表 | 27 |
| 图表 52: 周六福 PE-Bands | 27 |
| 图表 53: 周六福 PB-Bands | 27 |

投资要点

周六福珠宝股份有限公司成立于2004年，总部位于深圳，是一家中国知名的珠宝企业。公司的主营业务涵盖珠宝产品的设计研发、采购供应、加盟服务及品牌运营。凭借其规模优势和持续的品牌投入，周六福已成长为行业内较具竞争力的公司之一。根据Frost & Sullivan的数据，按中国门店数目计算，公司在2017年至2023年连续七年位列中国珠宝市场前五大品牌。

成长驱动力 1：聚焦新消费趋势，构建多元产品矩阵

年轻客群与悦己消费已成为驱动黄金珠宝市场增长的核心动能。世界黄金协会发布数据显示，2022年全球黄金饰品的需求中，年龄在18至35岁之间的消费者占比已经超过了40%，年轻客群成为购金主力军；同时，女性经济实力提升推动黄金珠宝产品首饰属性凸显，以“自戴”为目标的消费者为受访零售商贡献近40%的零售收入。在此背景下，周六福聚焦新消费趋势，依托3D、5D、5G及古法金饰等工艺持续丰富产品矩阵，加大在非遗工艺、文创IP、时尚内容等领域的产品投入，推动消费场景从传统婚庆、节庆向日常化延伸，进一步释放增长潜能。

成长驱动力 2：线上渠道强势崛起，数字化营销革新增长模式

2023-2025年周六福线上收入复合增速达40%。据弗若斯特沙利文统计，其2023-24年在线收入平均增速在珠宝企业中位列第二，2024年线上收入占比已跃居行业第一，线上增长动能强劲，推动营收稳健增长。2025年公司推出互联网子品牌“喵际”，主打文化金及金条销售，在快手、抖音等平台已实现破圈，贡献重要增量。同时，公司持续探索多元化营销路径，通过链接时尚艺术、体育赛事、IP合作等场景，搭配代言人、自制短剧及“520爱跑节”等特色活动，以立体式传播深化品牌故事与价值观传递，品牌认知强化下市场渗透率有望进一步提升。

成长驱动力 3：终端形象焕新+高端产品设计，品牌溢价有望突破

通过终端形象革新与高端产品布局，周六福持续向高附加值领域突破。以“春夏秋冬”四季为设计理念的五代门店形象，打破传统单一风格，凭借独特视觉张力斩获「饰界杯」一等奖，强化品牌辨识度；旗下潮金品牌推进2.0门店焕新，采用黑金色调营造奢雅光影，精准契合“场景式消费”升级趋势。公司近年更加注重门店质量，在境内高端商场新开多家旗舰店，并不断拓展中国港澳及海外市场。同时，公司深耕高工艺价值的“古法金”、“无极金”系列，并以“Column·柱”等高端设计产品斩获国际大奖，高附加值领域潜力充沛。叠加港股募资将投向门店扩张、品牌建设及供应链优化，持续为其高端化、高附加值布局注入动能，推动品牌价值跃升。

我们与市场观点不同之处

1) 市场可能担忧公司因黄金及线上业务占比提升而导致毛利率下滑。我们认为，这一短期盈利能力波动是公司主动布局高增长赛道的阶段性特征，而非战略失误。2023-24年间公司线上销售收入平均增长率在全国性珠宝公司中排名第二，主动迎合了年轻消费者和“悦己经济”的崛起。更重要的是，公司正积极通过产品创新提升品牌附加值，例如大力发展具备高工艺价值的“古法金”和“无极金”系列，并凭借“Column·柱”等高端设计产品斩获国际大奖。这些举措长远看将有效提升产品溢价，对冲利润率压力。

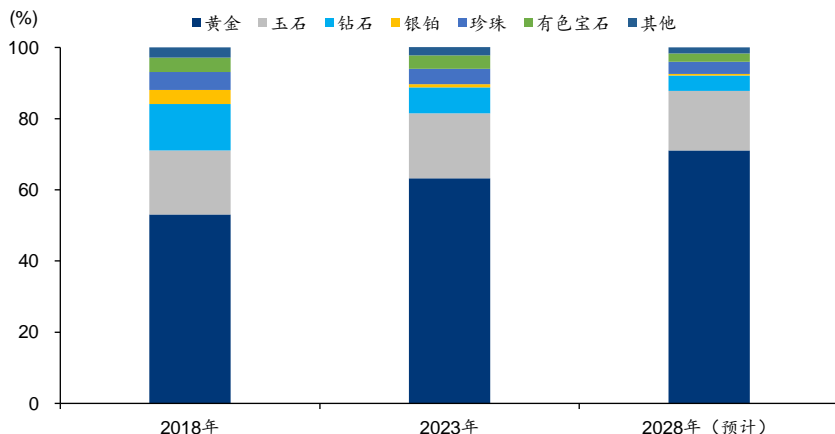
2) 市场或对以加盟为主的渠道模式的可持续性存疑，尤其关注到2024-2025年加盟门店数量的净减少。我们认为，加盟模式仍是公司实现市场下沉与轻资产扩张的核心优势。该模式助力公司在中国三线及以下城市的快速扩张，而这正是增长潜力最大的市场之一。关键在于，公司的加盟网络展现出较高的忠诚度和健康度：2024年新开业的加盟店中，超过70%由现有加盟商集团开设。这表明核心加盟商对公司的品牌和运营模式高度认可，并愿意持续投入，为未来的渠道稳定和增长奠定了坚实基础。

黄金珠宝市场：下沉市场持续扩容，年轻客群强势崛起

黄金珠宝市场高景气延续，市场规模稳步扩张

黄金珠宝市场规模增速持续领跑，预计 2024-28 年间 CAGR 达 9.4%。珠宝市场按材质可细分为黄金珠宝、钻石镶嵌珠宝、玉石饰品、银铂饰品等类别，其中黄金珠宝长期占据市场核心地位。根据 Frost & Sullivan 数据，2019-23 年间黄金珠宝在中国珠宝市场的份额从 53.1% 提升至 63.2%，预计到 2028 年份额有望达到 71.1%。从规模增速看，2019-23 年间黄金珠宝实现 CAGR+11.0% 的增长，显著高于玉石/钻石等品类增速（7.5%/-4.5%），预计 2024-28 年间有望延续 CAGR+9.4% 的高景气态势，持续占据珠宝市场的主导地位。

图表1：中国珠宝市场分品类规模



资料来源：Frost & Sullivan、华泰研究

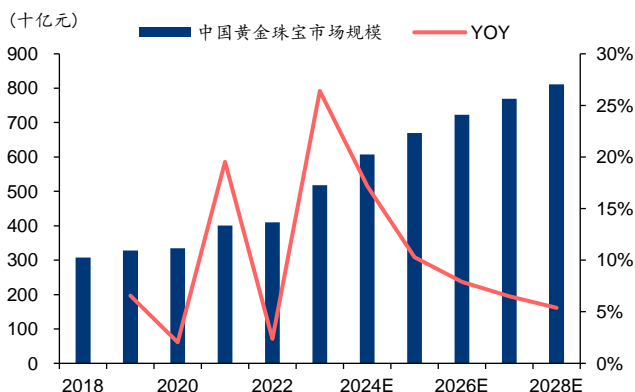
图表2：各品类珠宝年复合增长率

| | 黄金 | 玉石 | 钻石 | 银铂 | 珍珠 | 有色宝石 | 其他 |
|----------------|-------|------|-------|--------|------|-------|------|
| 2019-23 年 | 11.0% | 7.5% | -4.5% | -21.3% | 3.8% | 6.0% | 2.5% |
| 2024-28 年 (预计) | 9.4% | 4.9% | -3.9% | -4.0% | 2.1% | -3.3% | 0.1% |

资料来源：Frost & Sullivan、国家统计局、华泰研究

黄金珠宝销量有望重回增长，市场规模稳步扩张。根据 Wind 数据，近年来黄金珠宝消费量呈震荡波动态势，由 2018 年的 736.3 吨略微下降至 2023 年 706.5 吨，在此期间的年复合增长率为 -0.8%，主要系 2020 年及 2022 年宏观经济波动影响。然而，随着消费日益复苏与消费偏好提升，预计黄金珠宝消费量将稳步增长至 2028 年的 898.0 吨，2024-28 年间 CAGR 恢复至 +4.9%。受可支配收入增加、消费者信心增强及数字平台建设落地等因素推动，黄金珠宝市场规模在 2018-23 年间稳步增长，于 2023 年达到 5180 亿元，达到重要里程碑。据 Frost & Sullivan 预测，该市场规模将持续扩张，于 2028 年达到 8110 亿元。

图表3：中国黄金珠宝市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan、华泰研究

图表4：中国黄金珠宝市场消费量及增速



资料来源：Wind、Frost & Sullivan、华泰研究

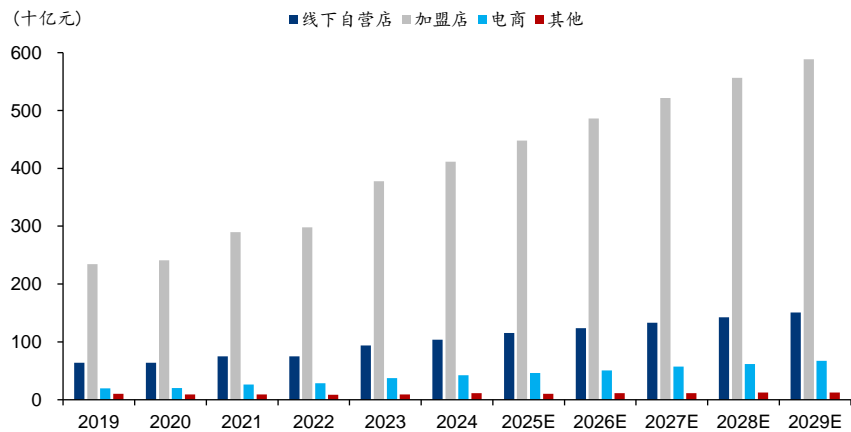
低线城市放量+文化价值重塑+投资属性凸显，驱动黄金消费增长

我们认为，黄金消费量自 2022 年起持续反转提升，主要受益于加盟模式带动低线城市高增、文化工艺重塑内涵与投资价值提升的三重因素共振。

因素一：加盟商模式与电商渠道赋能，低线城市需求持续释放

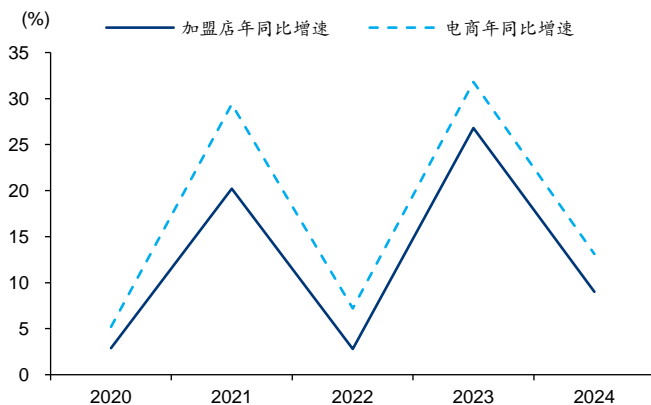
电商渠道增速亮眼，全渠道融合助力增长。2019-24 年，中国黄金珠宝市场来自电商的销售收入由 194 亿元提升至 422 亿元，比例由 5.9% 增至 7.4%，2020-24 年 CAGR 高达 +16.8%，直播带货、线上促销等为黄金销售打开新渠道。Frost & Sullivan 预测电商销售将继续快速增长，销售规模至 2029 年达 670 亿元，2025-29 年 CAGR 为 +9.7%。传统实体店亦广泛运用直播、小程序、云平台等数字技术，迎合消费者喜好以保持稳步增长。其中，加盟店作为收入主力，市场份额由 2019 年的 71.4% 小幅增长至 2024 年的 72.3%，期间 CAGR 为 +11.9%；预计 2029 年市场份额为 71.9%，2025-29 年 CAGR 为 +7.4%。销售渠道发展多元化、数字化趋势明显。

图表5：中国黄金珠宝分渠道市场规模



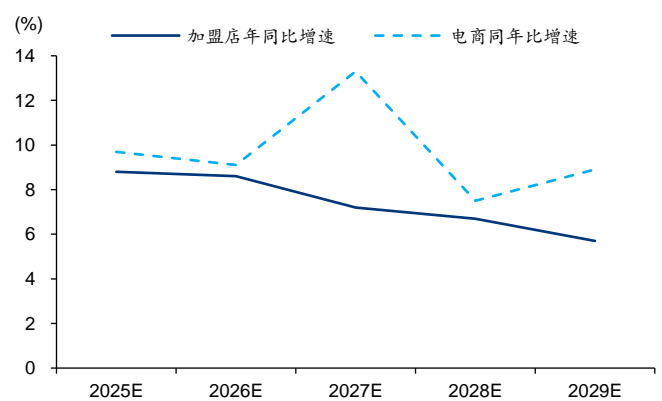
资料来源：Frost & Sullivan、华泰研究

图表6：2020-2024 年加盟店与电商市场增长率



资料来源：公司公告、华泰研究

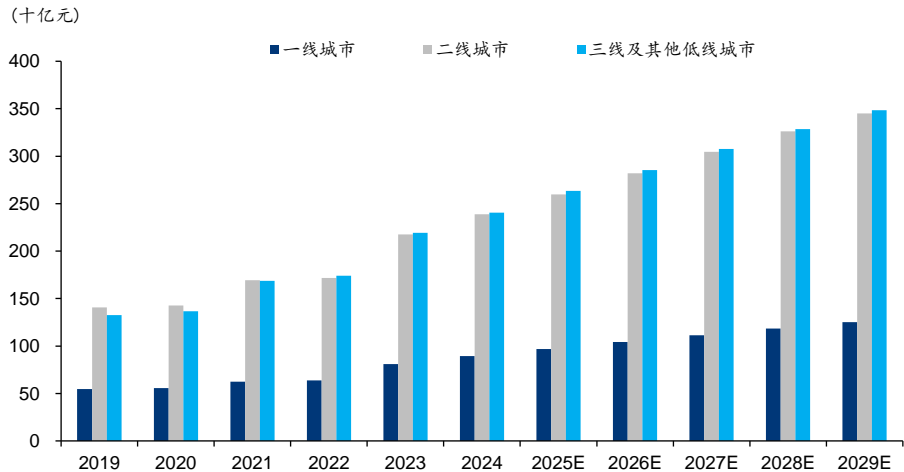
图表7：2025-2029 年预计加盟店与电商市场增长率



资料来源：公司公告、华泰研究

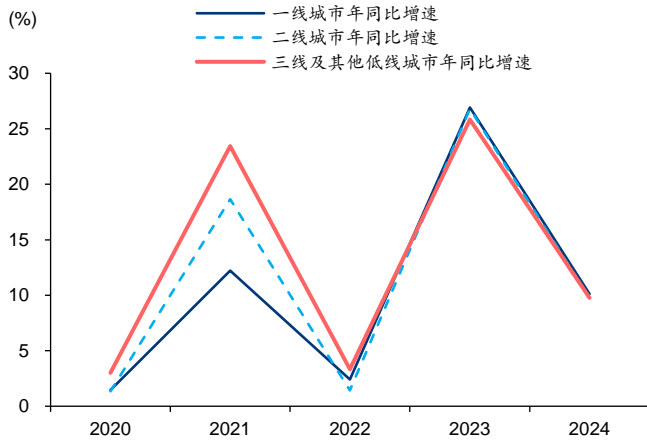
下沉市场快速扩张，二三线城市成为增长主力。受国内多元化消费市场格局影响，黄金珠宝在不同层级城市呈现不同增长率，其中二线、三线及其他低线城市增速最为强劲。2018-23 年间，二线城市市场规模由 1334 亿元增长至 2177 亿元，CAGR 达 +10.3%；三线及其他低线城市市场规模由 1213 亿元增长至 2192 亿元，CAGR 达 +12.6%；一线城市在此期间 CAGR 则为 +8.8%。在城市化建设及地方经济政策支持的推动下，黄金珠宝市场将继续发力下沉市场销售网络。据 Frost & Sullivan 预测，2023-28 年间，二线、三线及其他低线城市 CAGR 分别为 +9.7% 和 +9.3%，2028 年市场规模分别为 3453 亿元和 3418 亿元。同时，一线城市预计将保持稳定增长。

图表8：中国黄金珠宝市场规模（分城市）



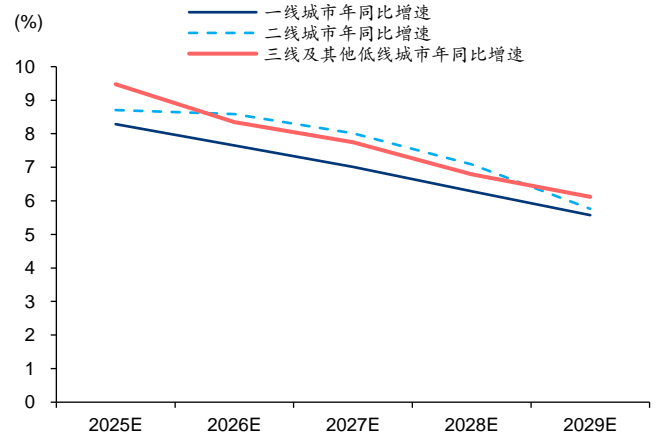
资料来源：Frost & Sullivan 预测、华泰研究

图表9：中国各线城市黄金珠宝市场增长率（2020-2024）



资料来源：Frost & Sullivan、华泰研究

图表10：中国各线城市黄金珠宝市场增长率预测（2025-2029）



资料来源：Frost & Sullivan 预测、华泰研究

因素二：文化属性筑牢市场根基，工艺迭代拓宽增量空间

日常消费+文化传承，双重属性构筑黄金珠宝市场韧性。受兴旺、福运等美好寓意的传统浸润，黄金珠宝在中国市场具有日常消费和文化刚需两层属性。从消费视角看，黄金珠宝作为高端可选消费品，既满足了消费者身份标识、装饰美化等功能性需求，同时兼具情感价值，是消费者自我表达、心理满足与价值实现的重要载体，具备较强的消费升级属性。而在文化传承层面，黄金珠宝早已融入中国人的生活脉络。在婚庆市场，三金五金等黄金饰品作为传统婚嫁必备品形成稳定需求；在传统节庆期间与家族传承场景中，黄金饰品成为代际财富与情感传递的重要介质。黄金珠宝已超越普通商品范畴，以其刚需属性成为行业稳健发展的驱动要素。

工艺设计持续迭代，助推黄金消费年轻化、多元化。近年来，黄金珠宝饰品加工工艺不断升级，3D、5D、5G 等新工艺及古法技艺创新大幅提高了黄金饰品硬度与韧性，为设计带来了更广阔的创意空间。“90 后”和“00 后”已经成为我国黄金首饰主流消费群体，世界黄金协会在其发布的《2024 中国金饰零售市场洞察》指出，18-34 岁的年轻消费者已然成为黄金首饰消费的主力军，贡献了超过三分之一的销售额。年轻消费群体的审美偏好深深影响了黄金饰品的设计风格。年轻消费者倾向于选择独特、时尚的产品，而不再局限于克重及传统款式。为匹配这一市场需求，众多珠宝品牌聚焦轻量化设计、个性化定制，提升了黄金饰品的日常适用性，金饰佩戴场景拓展至通勤、聚餐等场景，消费场景实现多元化突破。

图表11：常见轻奢金饰类型

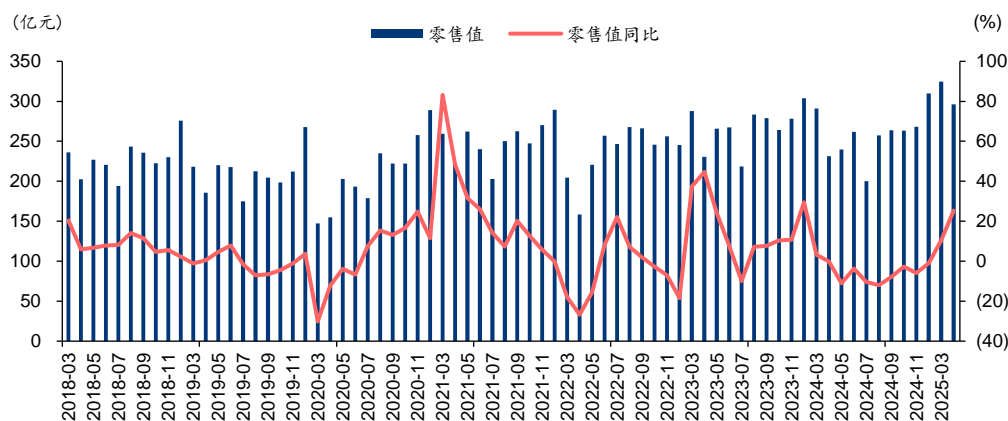


资料来源：公司官网、华泰研究

因素三：金价上涨强化看涨预期，投资保值需求凸显

黄金价格近年来历经多阶段演变：2017至2019年间，金价基本保持平稳态势，黄金珠宝行业瞄准时机，下沉市场开拓逐步提速；2020年至2021年间，受宏观经济波动影响，黄金保值属性凸显，消费者受避险情绪驱动进行投资，黄金价格迅速增长，零售值同比大幅攀升；2021至2022年间，全球经济缓慢复苏，金价略有回落，但居民可支配收入恢复偏慢，对非必需品的支出更为谨慎，零售值同比回落；2022年以来，地缘政治、通胀压力及美联储降息等多因素叠加，致使黄金价格持续攀升，零售值同比在震荡中稳步上行。我们认为，未来面对金价的反复波动，消费者受短期避险情绪及长期买涨不买跌投资理念影响，对黄金饰品的投资需求将稳步增加。

图表12：中限额以上企业(单位)金银珠宝类商品零售值及同比



资料来源：wind、华泰研究

周六福：黄金珠宝知名品牌，线上业务高增

深耕珠宝行业二十余年，股权高度集中、管理团队年轻

中国知名珠宝企业，线上&线下双轮驱动开启新征程。周六福成立于2004年，总部位于深圳罗湖区，主营业务包括珠宝产品的设计研发、采购供应、加盟服务以及品牌运营。二十多年来，公司建立了覆盖全国的零售网络，同时积极拓展线上销售渠道，实现了业务高速增长。根据 Frost & Sullivan，以中国门店数目计，公司于2017年至2023年连续七年维持在中国珠宝市场前五大品牌之列。依托规模优势和持续的品牌投入，周六福已成长为具有行业竞争力的珠宝公司。公司发展历程如下：

1) 战略初创期（2004年-2012年）：

2004年4月，公司创立于深圳罗湖区，最初注册资本为100万元，主营黄金珠宝与钻石镶嵌珠宝产品，以零售模式开启珠宝事业探索，初步积累品牌知名度与客户基础。同年在新疆乌鲁木齐开设首家加盟店，标志着加盟模式正式起航，开启全国市场扩张，通过加盟模式加速品牌传播与市场覆盖。2009年，推出第一代门店形象，获得“华南时尚产业最佳新锐企业”称号。2012年3月，公司更名为深圳市周六福珠宝有限公司，制定全新的品牌发展战略，强势登陆央视，品牌形象深入人心。

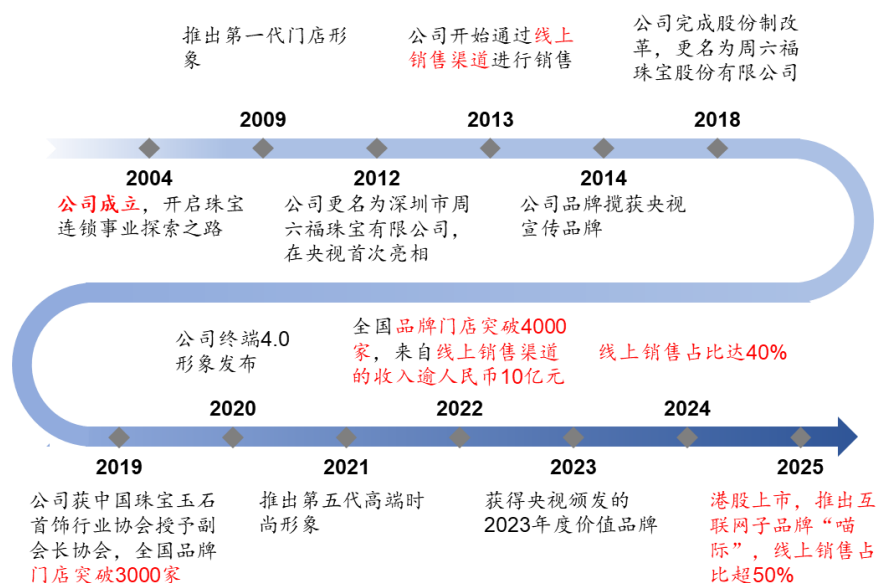
2) 品牌建设与初步扩张期（2013年-2018年）：

2013年，公司开始通过线上渠道进行销售，拓展销售网络，适应消费趋势，增强品牌影响力。2014年，品牌揽获“央视宣传品牌”，获得官方认可，进一步提升品牌形象。2017年，第三代门店形象全新亮相。2018年，全国终端门店近2790家。

3) 资本化运作与全国化布局期（2019年至今）：

2018年11月，公司完成股份制改革，正式更名为周六福珠宝股份有限公司，为资本运作与规范化管理奠定基础。2019年，全国品牌门店突破3000家，门店网络加密，标志着加盟模式的成功与市场的高度认可。同年获得中国珠宝玉石首饰行业协会授予的“副会长单位”荣誉，行业地位与品牌影响力显著提升。2021年，结合四季元素推出第五代高端时尚形象，提升品牌形象与吸引力，加强品牌传播。2022年，线上销售渠道收入突破10亿元，线上销售成为重要增长极。2023年，公司主动撤回第二次A股上市申请，选择在香港联交所上市，以提升国际形象与市场知名度，拓展境外资本渠道。2025年公司完成港股上市，品牌影响力更上层楼，公司线上渠道保持高增，推出互联网子品牌“喵际”，全年线上收入占比超50%。

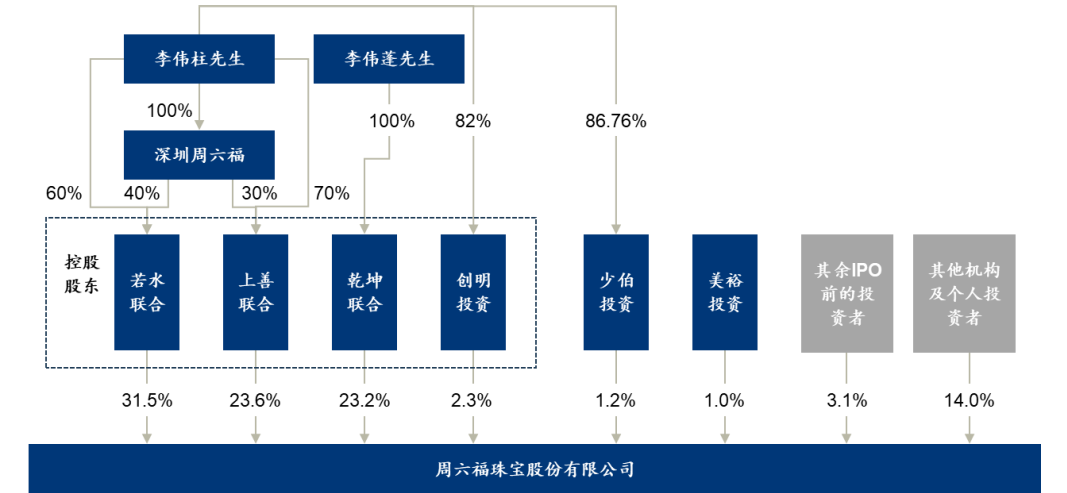
图表13：周六福发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

李氏兄弟二人实际控制，合计持股 81.2%。李伟柱先生作为周六福董事长、执行董事，通过若水联合、上善联合、创明投资、少伯投资间接持有公司合计 58%的股份；李伟蓬先生担任公司副董事长、执行董事、总经理，通过乾坤联合间接持有公司 23.2%的股份。李伟柱先生和李伟蓬先生系兄弟关系，为一致行动人，合计持有公司 81.2%的股份，公司股权集中度较高。2024 年 6 月 19 日，公司分别与祥龙创美、永诚拾伍号、谛爱珠宝及正福投资订立增资协议，总额 2.5 亿元，合计扩股 3.7%。

图表14：周六福股权结构图（截至 2025 年末）



注：创明投资、少伯投资、美裕投资为公司的员工持股平台
资料来源：公司公告，华泰研究

高层经验丰富，管理团队年轻化。董事长李伟柱先生具有逾二十年黄金珠宝行业的经验，自 2019 年起担任中国珠宝玉石首饰行业协会第六届理事会副会长职务。总经理为李伟蓬先生，负责本集团供应链及后勤管理。财务负责人为徐志立，于 2014 年 12 月取得中南财经政法大学财务管理博士学位，自 2018 年 11 月 7 日起担任副总经理兼财务总监。同时，公司管理团队年轻而充满活力。根据 Frost & Sullivan，截至 2024 年 12 月 31 日，公司董事、监事及高级管理层平均年龄约为 44 岁，为全国性黄金珠宝公司中最年轻的管理团队。这一优势使得团队充满活力，能够更加敏锐地把握市场趋势和年轻消费者的需求。

图表15：周六福管理层情况

| 姓名 | 出生年份 | 核心高管主要职位 | 高管 |
|-----|------|-------------|-----------------------------|
| 李伟柱 | 1977 | 董事长 | 清华大学工商管理硕士，负责集团整体业务战略及管理 |
| 李伟蓬 | 1971 | 总经理 | 拥有 20 余年珠宝行业经验，负责集团供应链及后勤管理 |
| 谢明育 | 1979 | 副总经理 | 2008 年加入集团，出任过多个职位，负责集团加盟业务 |
| 钟锡鹏 | 1988 | 副总经理、电商总监 | 负责集团自营业务，包括电商子公司、直营及产品研发中心 |
| 吴阳 | 1982 | 副总经理、联席公司秘书 | 拥有丰富的投资银行经验，负责集团资本市场和投资者关系 |
| 徐志立 | 1975 | 副总经理及财务负责人 | 曾担任多家公司财务总监，负责集团财务管理 |

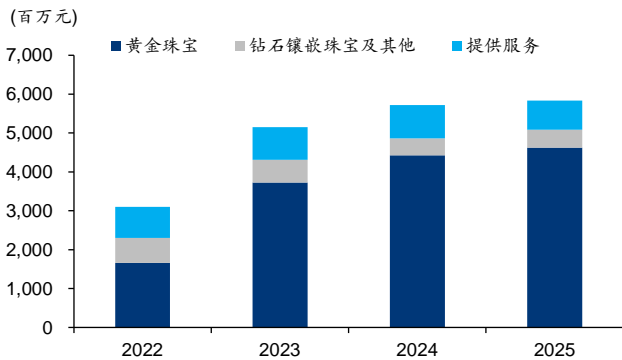
资料来源：公司公告，华泰研究

黄金珠宝主导增长，加盟+线上渠道双轮支撑营收

黄金珠宝驱动收入增长，产品结构向黄金集中。2022-2025 年黄金珠宝收入分别为 16.6/37.2/44.3/46.2 亿元，分别占同期总收入的 53.7%/72.3%/77.5%/79.3%，占比逐年上升主要得益于期间国际金价的持续上涨，以及公司持续专注于开发并促进黄金珠宝产品的销售。

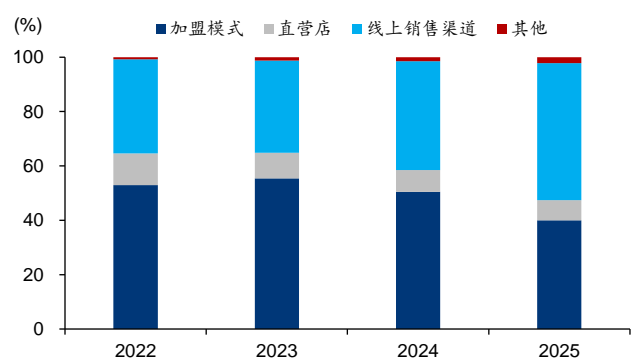
加盟模式基本盘稳固，线上渠道高增稳居行业前列。加盟模式是公司收入的中流砥柱，包括向加盟店销售和向加盟商收取服务费。2022-2025 年，公司加盟模式收入分别为 16.4、28.5、28.9、23.3 亿元，占同期总收入的 52.9%、55.4%、50.5%、40.0%。同时，公司也积极布局线上渠道，在电商领域拓展业务，线上销售渠道由 2022 年的 10.72 亿元增长至 2025 年的 29.4 亿元，2023-2025 年复合增长率达 40%。根据 Frost & Sullivan 统计，公司 2023-2024 年的总收入及线上销售收入平均增速在全国性珠宝公司中排名第二。

图表 16：周六福收入拆分（分产品）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 17：周六福收入拆分（分业务模式）

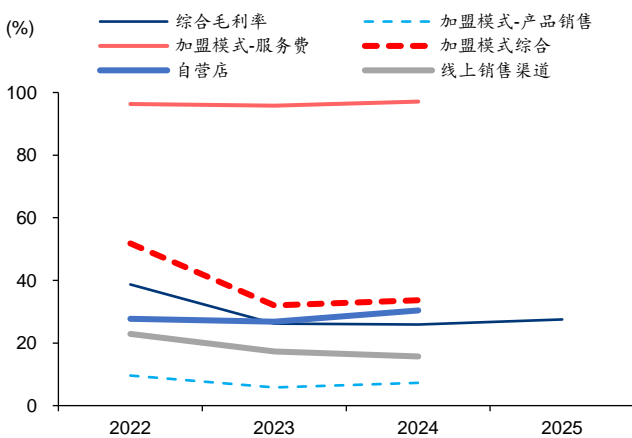


资料来源：公司公告，华泰研究

毛利率短期承压，25 年有所回升，费控能力持续优化

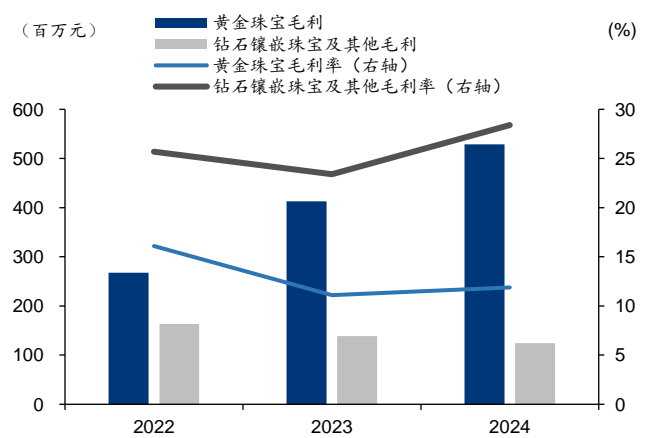
营收稳健增长，毛利率 2023-24 年短期承压，25 年有所回升。公司营收从 2022 年的 31.0 亿元增长至 2025 年的 58.3 亿元，期间 CAGR 达 23.4%，主要受益于黄金珠宝产品需求增长及线上渠道扩张。2022-2025 年，周六福毛利率分别为 38.7%/26.2%/25.9%/27.5%，2023-2024 年毛利率下降主因：1) 市场对钻石镶嵌珠宝需求下降，钻石镶嵌珠宝销售额减少；2) 薄利珠宝产品及金条线上销售增加，且线上平台更多推出促销活动；3) 加盟服务费收入占比下降。2025 年金价上涨、渠道结构优化及定价产品占比上升带动毛利率回升。

图表 18：周六福分业务毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

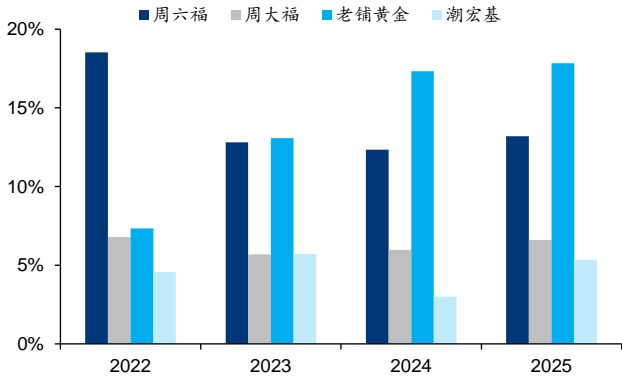
图表 19：周六福分产品毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

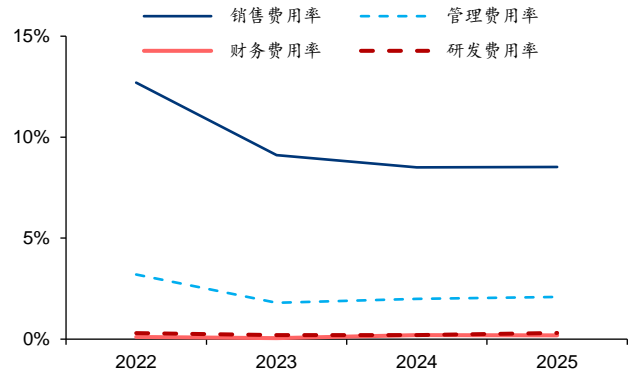
费控能力持续优化，盈利能力居于行业前列。公司持续强化品牌建设，通过多平台开展宣传推广活动，销售及营销费用有所提升，但费用率显著下降：2022-2025 年销售费用分别为 3.9/4.7/4.9/5.0 亿元，对应销售费用率为 12.7%/9.1%/8.5%/8.5%。同时，管理费用率相对稳定，财务及研发费用率维持低位，有效保障整体盈利能力。在行业竞争加剧的背景下，公司净利润由 2022 年的 5.8 亿元增至 2025 年的 7.7 亿元，期间 CAGR 为 10.2%；2025 年公司净利率为 13.2%，居于行业前列。

图表20：周六福及同行业公司净利率



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

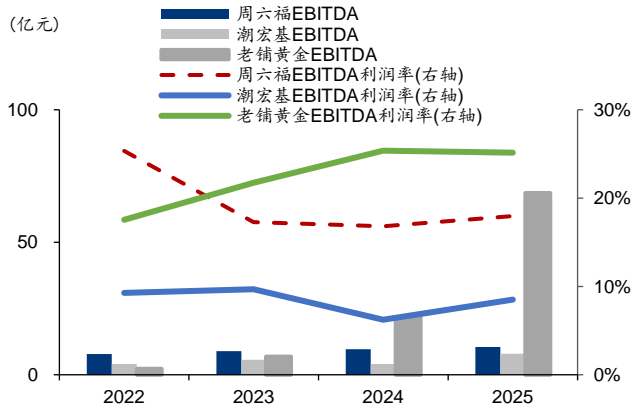
图表21：周六福期间费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

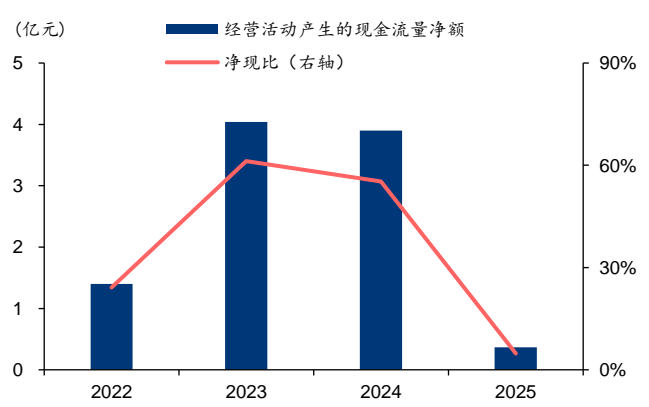
渠道调整致营运指标有所波动。2022-2025 年公司经营性现金流分别为 1.4、4.0、3.9、0.4 亿元，我们认为 2025 年经营性现金流短期下降主因公司加大力度建设线上线下自营渠道，相关营运资本有所增加。公司 25 年存货周转天数、应收账款周转天数分别为 233.3 天、12.3 天，营运能力处于同业公司中游。

图表22：周六福 EBITDA/EBITDA 利润率



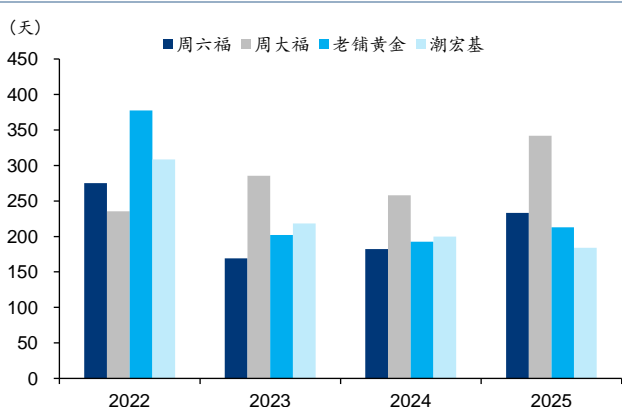
资料来源：公司公告，iFind，华泰研究

图表23：周六福经营性现金流及净现比



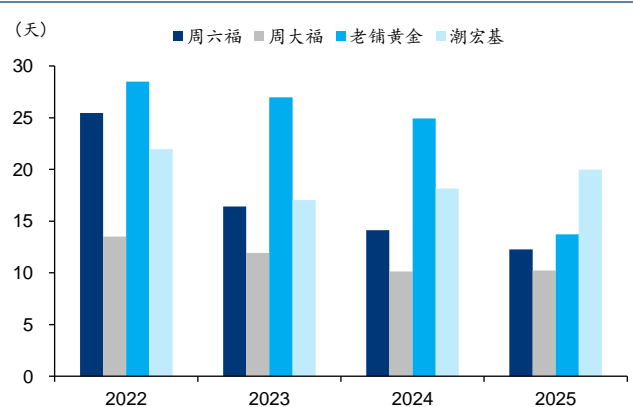
资料来源：公司公告，华泰研究

图表24：周六福及同行业公司存货周转天数



资料来源：公司公告，iFind，华泰研究

图表25：周六福及同行业公司应收账款周转天数



资料来源：公司公告，iFind，华泰研究

核心竞争力：加盟模式助力快速扩张，供应链稳定高效

周六福构建了涵盖珠宝产品开发设计、采购供应、加盟、品牌运营等环节的完整业务模式，有效串联起产业链的上下游。通过授权供应商模式，既确保了产品质量和品牌形象的一致性，又以轻资产方式运营，降低自身成本，提升运营效率。因此，公司具有渠道优势、品牌优势及产品与供应链管理优势。

图表26：周六福业务模式



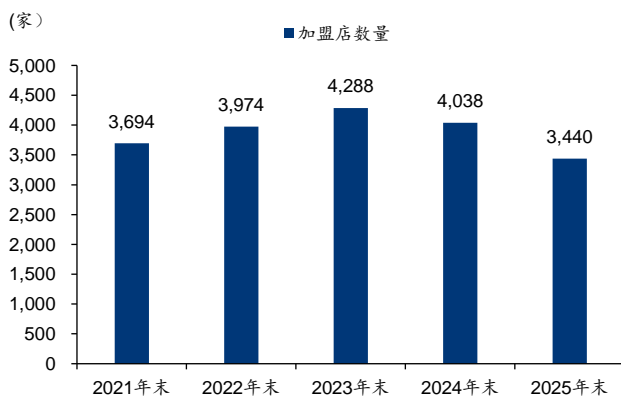
资料来源：公司官网、华泰研究

加盟模式驱动快速扩张，深度覆盖下沉市场

加盟门店占比超九成，轻资产模式驱动快速扩张。截至 2025 年 12 月 31 日，周六福拥有 3552 家门店，其中加盟门店占比超 96%，是业内加盟门店数量较多的珠宝品牌之一，能广泛触达消费者。根据 Frost & Sullivan，截至 2023 年 12 月 31 日，以中国门店数目计，公司在中国珠宝品牌中排名第四，以中国南方地区线下门店数目计，公司在中国珠宝品牌中排名第三。公司采用加盟模式，以轻资产的方式快速实现门店扩张，降低了运营成本和风险，有助于公司快速拓展市场，提高品牌知名度和市场占有率。

集团化加盟商贡献半数门店，品牌黏性强、扩张动力足。截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有 3543 名加盟商（含三家海外加盟商），其中许多形成“加盟商集团”，即多家加盟商受同一实际控制人管理。这种模式增强了运营管理的凝聚力和效率，促进了加盟商之间的资源共享和最佳实践交流，提升了整个加盟网络的业绩和稳定性。具体来看，2024 年末前五大加盟商集团平均拥有超过 30 家加盟店，最大的加盟商集团拥有 59 家门店。至少拥有三家加盟店的集团所运营的店铺占总加盟店数的约 50%。此外，2024 年新开业的加盟店中，超过 70% 由现有加盟商集团开设，体现了加盟商对周六福经营模式的高度认可和对品牌长期价值的信心。

图表27：周六福加盟店数量



资料来源：公司公告、华泰研究

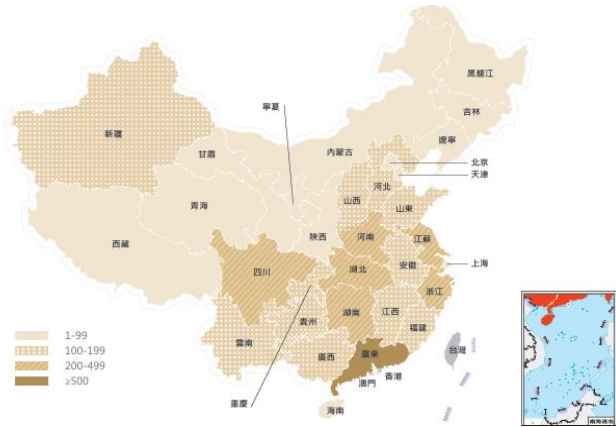
图表28：周六福典型门店



资料来源：公司公告、华泰研究

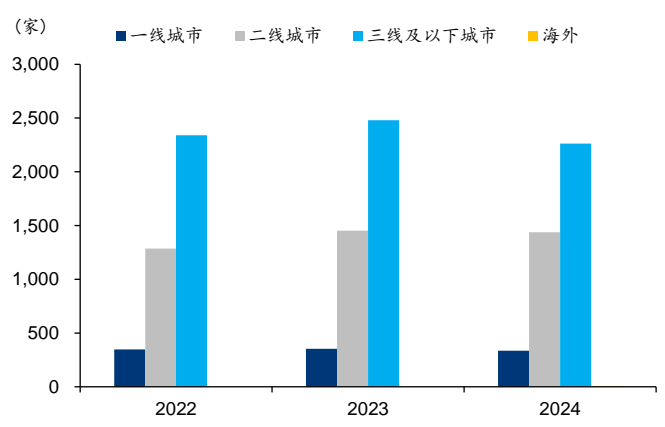
门店覆盖广，25年渠道有所优化。公司以加盟模式为主，同步拓展自营业务门店布局，实现了全国市场的广泛渗透和深度覆盖。截至2024年末，公司共有遍布中国31个省份及305个地级市的4125家门店（包括加盟店和自营店）和位于海外的4家加盟店。公司聚焦下沉市场，兼顾各级城市均衡发展，门店分布于全国各大城市的优质商场与商圈，繁华都市及三四线城市均有布局，形成了覆盖面广且深的线下营销网络。截至2024末，周六福在一线城市、二线城市、三线城市及其他低线城市的门店数目，分别占中国门店总数的8.4%、36.5%、55.1%；位于购物中心及百货商场的门店数量占总门店数的55%。2025年公司推动渠道优化，关闭了部分低效加盟店，总门店数量为3552家（其中加盟店3440家，自营店112家）。

图表29：周六福中国加盟店和自营店地理分布（2024年）



资料来源：公司公告、华泰研究

图表30：周六福收入拆分（分区域模式）



资料来源：公司公告、华泰研究

品牌认证叠加全渠道推广，品牌影响力持续增强

多元品牌营销覆盖核心消费客群，多项权威认证持续强化品牌影响力。周六福致力于满足不同消费者群体的需求，如年轻消费者、婚嫁人群及注重性价比的消费者等。经过长期市场培育与品牌沉淀，“周六福”商标已具备较高市场认可度，先后被多家省市级法院认定为中国驰名商标，并获得“深圳老字号”、“中国500最具价值品牌”、“广东十大影响力品牌”等荣誉，品牌权威性持续凸显。公司采用线上线下联动的全渠道推广策略，线下通过“潮玩快闪店”活动、520爱跑节活动、会员沙龙活动等增强消费者互动；线上依托抖音、小红书、淘宝等平台深化用户触达；同时，借助签约当红演员、歌星担任品牌代言人的方式强化公众曝光，推动品牌影响力稳步提升。

图表31：周六福连续九年获评“中国500最具价值品牌”



资料来源：世界品牌实验室、华泰研究

图表32：周六福营销活动丰富

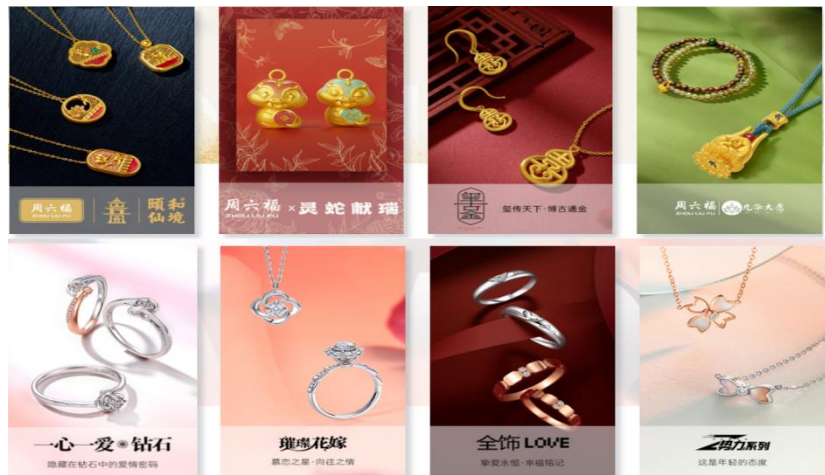


资料来源：公司官网、华泰研究

产品矩阵丰富，供应链管理高效

产品矩阵覆盖多场景消费需求，工艺升级打造品牌特色。公司主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰和其他首饰，每类饰品涵盖戒指、项链、吊坠、手链等，致力于满足消费者在不同场合和人生阶段的珠宝佩戴需求，顺应珠宝首饰消费需求多元化的趋势。例如，“灵蛇献瑞”系列传递新年的希望与对新生儿的祝福，而“金禧良缘”系列则专为婚礼设计，融合了对爱情与婚姻的美好祝愿。在工艺方面，周六福不断推陈出新，推出了多个广受欢迎的产品系列。其中，“玺古金”系列采用传统古法金工艺，融合了丰富的瑞意元素，成为2023年的顶级系列；“无极金”系列则运用先进的5G及5D黄金工艺，自上市以来一直是公司的畅销系列之一。

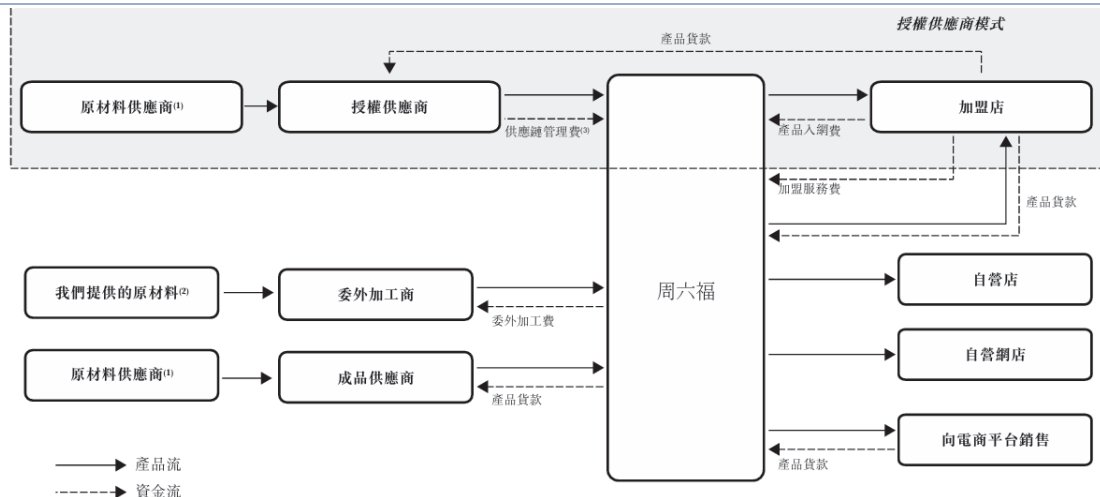
图表33：周六福黄金及钻石产品



资料来源：公司官网、华泰研究

采用授权供应商管理制度，供应链管理高效。公司采用授权供应商入网模式，充分利用深圳罗湖区水贝地区优质加工商的产业集群优势与研发设计能力，有效支撑加盟店款式需求。同时，公司制定了授权供应商管理制度，确保每种产品均配备两家及以上的稳定供应商，保障供应稳定性与议价弹性。在此基础上，公司凭借业务规模扩张与品牌影响力提升，逐步强化上游供应链话语权。一方面，在委外加工及成品采购环节具备较强议价能力，实现成本有效控制；同时依托规模效应获取更灵活的采购条款与更高效的交付周期，提升生产灵活性及市场响应速度。另一方面，公司凭借长期合作关系争取一手设计款式优先挑选权及部分潮流款式独家锁定权，不断加固产品壁垒，增强产品竞争力。

图表34：周六福业务流程图



资料来源：公司公告、华泰研究

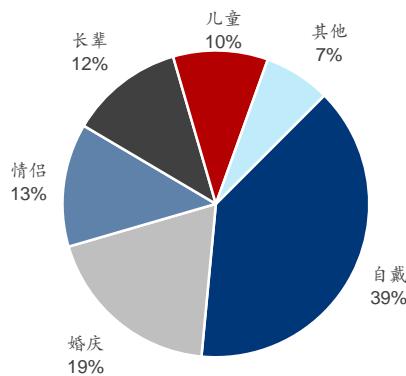
成长驱动力 1：顺应 Z 世代及“悦己”浪潮，打造多元产品矩阵 消费主体代际更迭，“Z 世代”与“悦己经济”崛起

Z 世代成为购金主力，18 - 35 岁人群占比超四成。如今的黄金市场，客群年轻化趋势已极为明显。Z 世代不仅在消费意愿上增长迅猛，更在事实上逐渐成为购金的主力军。根据世界黄金协会发布的报告，2022 年，在全球黄金饰品的需求中，年龄在 18 至 35 岁之间的消费者占比已经超过了 40%。这代人成长于物质相对丰裕、信息高度发达的时代，而黄金兼顾了保值性与满足消费需求的双重特性，对年轻人的吸引力较大。

女性自戴场景贡献近四成收入，悦己消费成为首饰销售主力。随着女性的经济实力提升和消费能力提高，女性在消费上拥有更多的话语权。女性自我犒赏、自我鼓励、自我装扮、自我表达的个性化需求，有望给珠宝产品消费市场的悦己消费场景带来进一步渗透。根据世界黄金协会调研数据，以“自戴”为目标的消费者为受访零售商贡献近 40% 的零售收入，而以往被认为首饰(以金饰为主)销售大头的婚庆需求则贡献近 20% 的销售额。

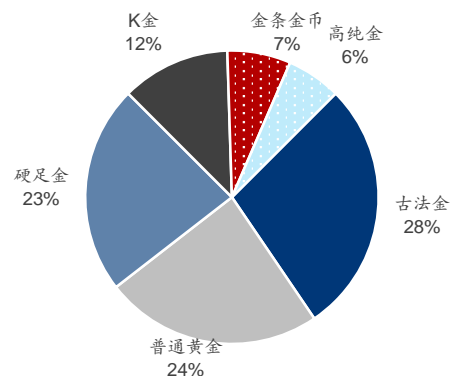
首饰属性凸显，多元场景应用驱动消费扩容。随着消费客群迭代、黄金工艺升级与国潮文化崛起，黄金产品的功能正在突破传统边界：除了作为资产保值工具和婚庆刚需选择，其首饰属性正不断强化——逐渐成为承载情感表达的核心载体。这种转变不仅拓宽了消费群体，更延伸出多元使用场景，如彰显个性、祈福开运、传递祝福、时尚装扮等。

图表 35：2022 年全球黄金消费目标调查



资料来源：世界黄金协会、华泰研究

图表 36：2023 年全球黄金消费种类及占比



资料来源：世界黄金协会、华泰研究

工艺迭代提升饰品质感，古法金饰拉动溢价增长

黄金工艺升级创新，支撑饰品质感升级。近年来随着黄金工艺的不断提升，更复杂精致的黄金饰品制作成为可能。其中 3D 工艺是行业内使用较为普遍的一种工艺，这种工艺能够让黄金首饰在同等克重下看起来体积更大，同时能够改善黄金原本过软的质地。此外，古法黄金则能够让黄金饰品呈现出哑光质感，赋予首饰复古时尚气息。5G 工艺则从另一个层次提升了黄金饰品的观赏性。多元工艺共同推动着黄金饰品的品质与美感升级。

国潮风尚下古法黄金崛起，量价齐升带动品牌溢价。黄金工艺的不断升级，让黄金首饰在设计、造型和颜色上都更加丰富。古法黄金更以其典雅精致的工艺质感，以及含蓄典雅的东方韵味，在国潮文化盛行的当下持续风靡。根据中国黄金协会发布的《中国黄金首饰市场报告 2024》，2023 年古法金饰品的消费量同比增长 37.3% 至 249.4 吨，占黄金首饰年度消费量的 35.3%；零售收入总额同比增长 66.4% 至 1618.7 亿元。黄金首饰尤其是古法金饰以其高手工费、高附加值特性，为提升黄金珠宝行业品牌溢价注入强劲动能。古法黄金与现代技术双因素驱动下，黄金饰品质感升级，持续扩展黄金珠宝行业边界。

图表37: 黄金产品工艺的特点

| 工艺 | 应用时间 | 工艺特点 |
|----------|------|---|
| 普通足金 | 古代 | 质地较柔软, 易磨损、变形 |
| K金 | 近代 | 日常生活中镀层磨损后就会裸露出 18K 金的本色, 会出现淡淡的黄白色, 影响观感 |
| 3D/5D 硬金 | 2015 | 采用电铸工艺, 对电铸液中的黄金含量、PH 值等进行改良, 从而提升黄金的硬度及耐磨性。特点是重量减少、硬度提升, 硬度是传统足金的 4 倍, 可制作更复杂的造型 |
| 古法金 | 2017 | 主要采用接胎、锤揲、花丝、篆刻、镶嵌、修金等传统古法技艺。形状更加饱满, 造型更加古朴 |
| 5G 黄金 | 2017 | 加入石墨烯与其他稀有元素(硬金粉), 通过高温炼催化紧密黄金分子结构, 增加硬度。特点为韧性好, 重量轻, 硬度高, 永不褪色 |

资料来源: 中国黄金协会, 华泰研究

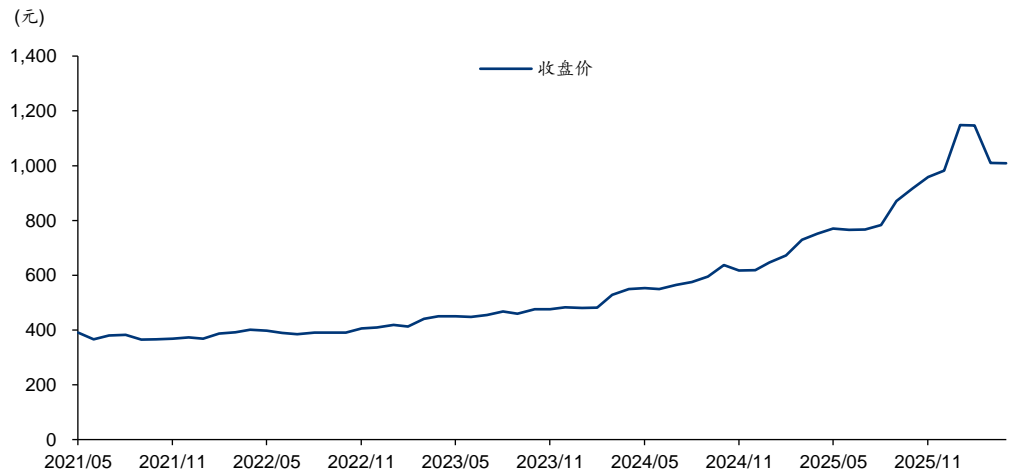
金价上涨催化保值增值预期, 税收新政下线上需求或仍延续快速上升趋势

金价上涨强化黄金饰品投资属性, 线上电商一口价产品接受度有所上升。当金价处于稳定的上升通道时, 市场的关注度和讨论热度会不断升温。媒体对金价新高的报道、分析师对未来趋势的预测, 共同构建了一种“未来会更贵”的社会共识。这种升值预期使得消费者在购买黄金首饰时, 除了传统的装饰和情感需求外, 更多了一重对资产增值保值的考量。对周六福而言, 2022、2024 与 2025 年线下单店收入增速显著低于金价上涨幅度, 例如 2022-25 年间加盟单店收入增速为-14.1%/71.6%/7.6%/-5.2%, 对应同期上海金价涨幅达 11.0%/17.3%/28.6%/58.6%, 我们认为公司线下主营的克重类产品需求受金价上涨呈现倒“U”型影响, 因此在当前或因金价快速上升受到抑制。但同期线上电商营收增速达 45.1%/62.8%/31.0%/28.5%, 线上需求持续释放显著受益于金价上涨, 或主因线上主营一口价小克重(线上客单价约 1500 元)产品更受顾客青睐。

税收新政下黄金首饰成本上升约 7%, 短期看线上小克重产品敏感度较低, 中期或有助于头部品牌整合市场份额。2025 年 11 月 1 日, 财政部、国家税务总局发布《关于黄金有关税收政策的公告》。该公告自 2025 年 11 月 1 日起实施, 执行至 2027 年 12 月 31 日, 适用时间以发生实物交割出库的时间为准。公告对于会员单位主要影响为: 1) 非投资性用途如黄金首饰, 企业进项税抵扣率从 13%降至 6%, 成本上升 7%; 2) 投资性用途如金条, 企业客户因无法再抵扣 13%的增值税, 成本上升约 13%。我们认为, 对于黄金珠宝行业而言, 或将抬升品牌方的采购成本, 部分品牌的实物金条的定价吸引力或有所下降, 同时规范化发展下有助于头部品牌市场份额提升。

周六福线上电商主营小克重产品, 目前客单价约 1500 元, 我们认为线上用户在金价上涨预期下对税收成本敏感度不高(如此前金价上涨并未显著抑制需求)。2025 年公司推出互联网子品牌“喵际”, 主打文化金及金条销售, 在快手、抖音等平台已实现破圈, 贡献重要增量。从中长期来看, 我们认为公司将加快海外市场开拓, 加强内采、业态模式调整等。

图表38: 沪金连续期货价格(截至 2026 年 4 月)



资料来源: Wind, 华泰研究

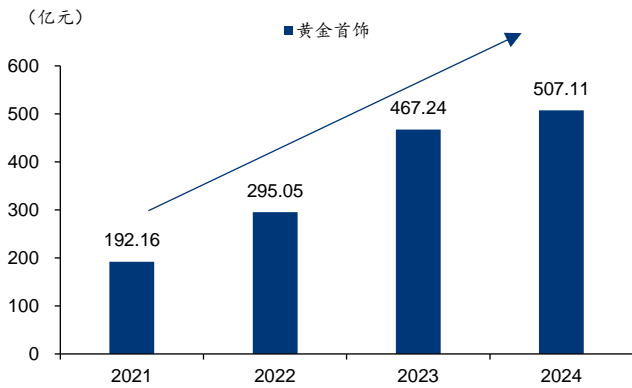
成长驱动力 2：线上渠道强势崛起，数字化营销重构增长逻辑

在珠宝零售行业经历深刻数字化转型的浪潮中，线上平台已不再是传统渠道的补充，而是品牌构建影响力、触达新客群、实现跨越式增长的核心战场。周六福准确把握了这一时代脉搏，通过线上营销组合拳，保持线上珠宝营销的行业前列地位，开辟新的高速发展之路。

渠道变革驱动增长，直播电商重塑黄金珠宝销售路径

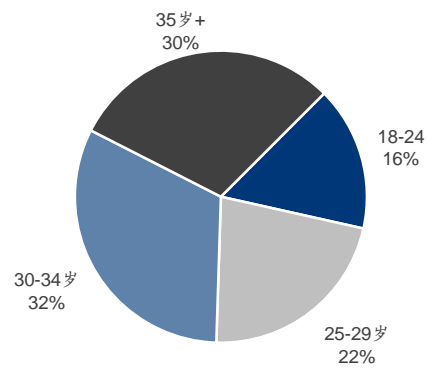
社交媒体与电商重构渠道，线上线下融合驱动市场增长。随着电子商务和社交媒体的发展，珠宝首饰行业的销售渠道正在发生变革。年轻消费者更倾向于通过社交媒体了解黄金首饰的款式、工艺和投资价值。线上直播放大黄金的视觉冲击力，同时可以用特写镜头展示产品工艺细节，强化消费者对产品的认知。消费者开始尝试通过直播间的讲解“种草”产品，在线上平台直接购买或者在线上了解信息后到实体店试戴或验货。这种线上线下相结合的消费模式正成为新趋势，同时带动了更多的年轻消费者去接触黄金首饰并产生动力去购买。在2021-2024年，黄金首饰线上销量从192.2亿元增长至507.1亿元，期间CAGR为28%。

图表39：黄金首饰 2021-2024 年线上销量



资料来源：久谦中台、华泰研究

图表40：周六福 2024 年线上黄金消费者年龄构成

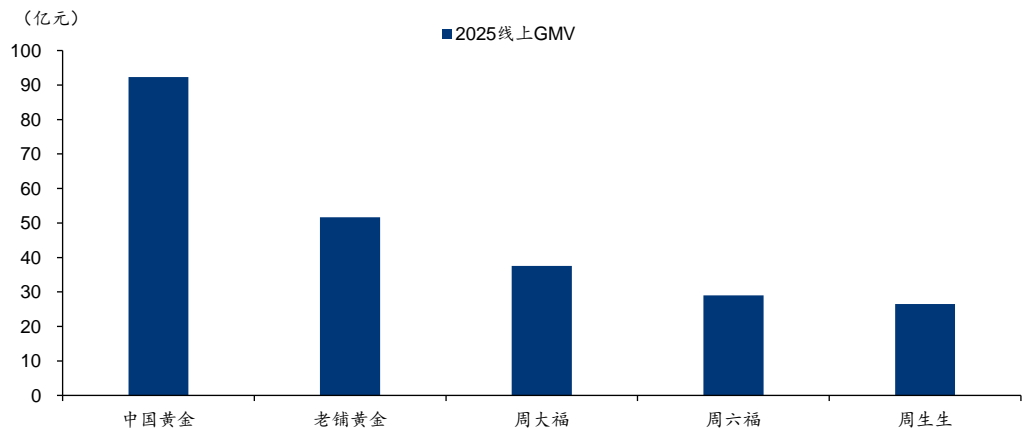


资料来源：周六福官网、华泰研究

线上业务高增长验证，行业地位日益凸显

线上渠道强势突围，周六福领跑珠宝行业线上销售增长。2023-2025 年线上销售收入占比 33.9%/40.0%/50.4%，提升较快。在网上品牌销售额比较中，2025 年销售额排名全行业第四，显示出公司扩展线上销售渠道卓有成效。根据弗若斯特沙利文的资料，2023 年至 2024 年间周六福线上收入的平均增速达到 46.1%，在珠宝公司中排名第二。周六福就 2024 年在线销售收入占总收入的比例计，在珠宝公司中排名第一。

图表41：周六福线上销售额在黄金珠宝公司中排名前四（2025，统计平台为天猫、京东、抖音）



注：以上统计口径中，中国黄金的销售额里约 50%+为投资金（金条）

资料来源：久谦中台、华泰研究

构建多元化数字营销矩阵，从流量获取到品牌情感共鸣

多元营销破圈，“珠宝+”战略激活年轻消费市场。周六福在不断探索与年轻群体共鸣的营销新路径，以巧妙的方式传递品牌故事和价值观，如链接时尚艺术、体育活动、IP 赛事等，以“珠宝+”传递品牌核心理念。公司启用代言人黄景瑜，一经公布，就创造了 5142.1W 阅读量。同时以「七夕相“瑜”盛“饰”长安」为主题，在武汉开展 7 店联动的打卡赢周边活动。周六福品牌官网数据显示，活动期间武汉地区客流与销售显著增长，线上声量方面，活动相关话题#黄景瑜热成水光肌了#一度登上微博文娱榜第 2 位，创造了 1671.8W 阅读量。

图表42：周六福品牌代言人引发关注



资料来源：公司官网、华泰研究

自制短剧《寻梦颐和》开行业先河，多元活动助推品牌影响力提升。融合了家族传承、情感纠葛和穿越等元素，巧妙地将周六福的最新系列产品“颐和仙境”融入到角色的日常生活之中。通过男女主人公的感情线深刻而自然地传递出珠宝首饰背后的情感寓意和文化价值。在沉浸剧情的享受中，年轻观众潜移默化地吸收了品牌理念，实现了品牌传播与产品推广的巧妙融合。同时周六福自 2018 年起举行“520 爱跑节”，2025 年创新性采用“九城同启模式”，单场比赛超千人次完赛，多地联动持续强化品牌影响力，进一步提升周六福的公益影响力和品牌形象。

图表43：周六福自制短剧《寻梦颐和》



资料来源：公司官网、华泰研究

成长驱动力 3：门店形象与产品升级协同，驱动品牌调性提升

围绕四季元素，推出第五代形象门店

五代门店形象融合四季主题色调，强化品牌终端视觉影响力。新时代背景与消费环境下，周六福进一步强化战略布局，在终端门店形象方面，周六福紧跟时代审美趋势，不断在原有造型元素上进行延展与探索，打造出周六福全新五代形象，以“春夏秋冬”四季作为设计理念，提炼出四种不同的主题色调，通过不同色系、光影、元素的巧妙搭配，力求在色调中为大家构建年轻、时尚的空间感受。打破传统的单一形象，更好地匹配不同环境，为消费者带来更深刻的视觉印象。周六福五代形象设计荣获「饰界杯·中国装饰艺术设计大赛」一等奖。

图表44：周六福五代形象设计



资料来源：公司官网、华泰研究

“潮金”门店升级，精准卡位年轻消费群

潮金门店全新升级，黑金色调打造沉浸式奢雅空间。周六福旗下 IN 时尚黄金品牌潮金 2025 年对品牌零售门店进行了战略调整，推动线下 2.0 门店形象的焕新升级。在厦门 SM 百货及福州东百爱琴海购物中心等地的门店焕新中，「潮金」围绕空间美学、商品陈列与文化艺术三大核心维度展开。在空间美学上，「潮金」采用黑金色调，凸显黄金产品的厚重感与价值感，暗调氛围使照明光影更加聚焦于产品，营造出奢雅的光影效果。这一设计思路与黄金饰品行业“场景式消费”的升级方向相契合，通过沉浸式的感官体验吸引客流。在陈列体系上，聚焦“艺术+体验”的双重目的，通过干净素雅的皮质道具与极致简约的柜台风格，为消费者提供了一个与产品亲密接触的纯粹私享空间，精准回应了目标客群的情感需求。

图表45: 周六福潮金门店实拍图



资料来源: 公司官网、华泰研究

线上线下双轮驱动，精准定位年轻消费群体。潮金品牌主要面对年轻消费群体，以硬足金这一备受年轻群体青睐的热门品类为重要支点。在线上，以天猫、小红书等主流电商平台和社交媒体平台为主阵地，充分利用直播、种草等新兴营销方式，将产品信息和品牌理念快速、广泛地传递给年轻消费者。通过线上线下的有机结合实现了对年轻客群的全方位覆盖。

图表46: 潮金宣传图片



资料来源: 公司官网、华泰研究

打造多元产品线，触达消费者多样化需求

构建多元产品矩阵，精准触达多样需求。周六福陆续推出“潮金实验室”系列、“无极金”系列、“粹”系列等产品，并通过全新“18K 古法黄金黄”工艺打造“福家金·青春”系列产品，让消费者耳目一新。多年来，周六福不断推出符合当代年轻人审美与需求的黄金产品，为消费者提供多样化的选择。同时与多种文化符号及潮流 IP 结合。“寻缘九华系列”以九华大愿经典文化符号为灵感，融合祥纹、莲花、手印等元素，既保留庄严感，又巧妙融入新中式的刚柔。周六福 x 葫芦娃、周六福 x 西安博物院等融入中华传统文化及童年记忆。

图表47：周六福部分产品线



资料来源：公司官网、华泰研究

强化高端产品设计研发，拉动品牌溢价

发力高端产品设计，募资布局高附加值领域。2025年3月，周六福凭借其全新打造的高端珠宝“Column·柱”系列，在国际设计舞台上大放异彩，一举斩获了法国设计奖（FrenchDesignAward）金奖、伦敦设计奖（LondonDesignAwards）金奖以及IAI设计奖（IAIDesignAward）优秀奖三项极具分量的国际权威殊荣。这一成就不仅是品牌设计实力的有力佐证，更是一个清晰的战略信号。港股拟募资金用于门店扩张、品牌建设及供应链优化，将进一步推动周六福向高端化、高附加值领域布局，通过打造独特的、结合中国传统文化的设计语言，构筑起坚实的品牌护城河。

图表48：周六福设计饰品获得三项大奖



资料来源：公司官网、华泰研究

盈利预测与估值

我们预计 2026-28 年公司营业收入分别为 60.39、65.87、72.59 亿元，同比+3.5%、+9.1%、+10.2%；归母净利润分别为 9.09、10.13、11.33 亿元，同比+18.0%、+11.5%、+11.9%。具体如下：

1) 加盟模式：2025 年收入为 23.3 亿元，同比-19.3%，主因高金价导致终端动销放慢，加盟商拿货意愿下降。据上海黄金交易所数据，Au9999 于 2025 年末收盘价较年初开盘价上涨 58.6%，高金价背景下，终端消费及加盟商观望情绪浓厚，黄金珠宝板块整体承压，渠道端陆续进入净关店阶段，公司亦于 2025 年净关闭加盟店 598 家。单店贡献收入短期也有所承压，我们测算 2025 年平均单加盟店贡献收入 67.8 万元，同比-5.2%。我们预计公司 26-27 年加盟业务仍为优化调整期，28 年有望重回增长轨道：1) 加盟门店结构优化：公司有望通过门店结构优化与战略性扩张，在控制净关店节奏的基础上稳健推进高线城市优质门店布局，26 年或仍以门店优化为主，27-28 年有望实现净开店；2) 单店模型优化：26 年以来金价高位波动，持续影响终端动销和加盟商进货意愿，我们预计 26-27 年公司单加盟店贡献收入或有所承压。后续随着消费者逐步适应高金价、公司产品力升级与品牌势能释放，加盟商向公司采购的意愿与频次有望提升，推动渠道批发业务增长。我们预计 2026-2028 年加盟业务收入分别为 18.06、17.51、18.19 亿元，同比分别-22.6%、-3.0%、+3.9%。

2) 自营店：2025 年收入为 4.33 亿元，同比-5.2%；自营店平均单店年收入约 387 万元，同比-22.9%，我们认为主因高金价导致消费者观望情绪浓厚。公司 25 年净开自营门店 21 家至 112 家，稳步推进 IPO 开店计划（2025-2027 年分别开设 12/13/15 家自营店，同时每年对 10-15 家运营时长达 3-5 年的旧店进行翻新与升级）。我们认为，门店翻新有望在形象提升与运营效率优化双重驱动下提升单店产出水平，叠加门店数量的稳步扩张和新店销售收入爬坡效应，自营业务收入亦具备一定成长空间。我们预计 2026-2028 年自营模式收入分别为 5.65、6.23、6.85 亿元，同比分别+30.4%、+10.4%、+9.9%。

图表 49：周六福加盟店/自营店运营情况拆分

| (单位：百万元) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 销售收入 | | | | | | | |
| 加盟 | 1,541 | 2,853 | 2,890 | 2,333 | 1,806 | 1,751 | 1,819 |
| 自营 | 362 | 487 | 457 | 433 | 565 | 623 | 685 |
| 销售收入增长率 | | | | | | | |
| 加盟 | -7.6% | 85.1% | 1.3% | -19.3% | -22.6% | -3.0% | 3.9% |
| 自营 | 5.5% | 34.4% | -6.2% | -5.2% | 30.4% | 10.4% | 9.9% |
| 加盟 | | | | | | | |
| 净开店 (闭店) | 280 | 314 | -250 | -598 | -50 | 30 | 30 |
| 自营 | | | | | | | |
| 净开店 (闭店) | 8 | 17 | -4 | 21 | 30 | 10 | 10 |
| 单店年收入 (万元/家) | | | | | | | |
| 加盟 | 39 | 67 | 72 | 68 | 53 | 51 | 53 |
| 自营 | 464 | 513 | 502 | 387 | 398 | 410 | 423 |
| 单店年收入增长率 | | | | | | | |
| 加盟 | -14.1% | 71.6% | 7.6% | -5.2% | -21.5% | -3.9% | 3.0% |
| 自营 | -5.3% | 10.4% | -2.1% | -22.9% | 2.8% | 3.1% | 3.1% |
| 上海金价年度涨幅 | 11.0% | 17.3% | 28.6% | 58.6% | - | - | - |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

3) 线上销售渠道：2025 年收入为 29.41 亿元，同比+28.5%。公司深度布局多元化线上平台，在立足综合性电商平台（京东、天猫）的同时，积极拓展社交电商（拼多多）、直播电商（抖音、快手）、及垂类平台（得物、唯品会）。2025 年在周六福主品牌之外，公司进一步推出互联网子品牌“喵际”，主打金条销售，在快手、抖音等平台已实现破圈。2023-2025 年公司线上渠道收入 CAGR 达 40%。2025 年线上销售保持高增势头，收入占比提升至 50.4%。我们认为，基于公司线上运营的丰富经验与高匹配度的产品投放，以及新渠道、新品牌贡献增量，线上销售渠道有望延续增长，我们预计 2026-2028 年线上业务收入分别为 35.29、40.58、45.86 亿元，同比分别+20.0%、+15.0%、+13.0%。

结合金价及线上下营收变动，我们认为金价持续上涨或短期抑制线下克重类产品需求，但线上电商一口价小克重类产品或更受青睐。2022-25 年间加盟单店收入增速为 -14.1%/71.6%/7.6%/-5.2%，对应同期上海金价涨幅达 11.0%/17.3%/28.6%/58.6%，2022 及 24 年线下单店收入增速低于金价上涨幅度，我们认为公司线下主营的克重类产品需求受金价上涨呈现倒“U”型影响，因此在当前或因金价快速上升受到抑制。但同期线上电商营收增速达 45.1%/62.8%/31.0%/28.5%，线上需求持续释放显著受益于金价上涨，或主因线上主营一口价小克重（线上客单价约 1500 元）产品更受顾客青睐。

毛利率方面，2025 年公司综合毛利率达 27.5%，同比+1.6pct，金价上涨、渠道优化和定价产品占比上升共同带动毛利率提升。展望未来，考虑到公司品牌势能不断增强，渠道策略更注重盈利，毛利率相对较高的一口价黄金产品占比有望提升，从而带动加盟和自营渠道毛利率提升。但由于毛利率偏低的线上渠道增长更快，占总收入比重或持续提升，或导致公司综合毛利率有所波动。我们预计公司 2026-28 年毛利率分别为 29.6%、29.7%、29.6%。

费用率方面，公司 2025 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.5%/2.4%/0.2%，同比持平/+0.2pct/持平。受益于公司收入规模扩张及费用投放效率的提升，我们预计 2026-2028 年公司销售费用率为 8.5%、8.4%、8.4%；管理费用率预计为 2.4%、2.3%、2.3%。

图表50：周六福盈利预测拆分

| (单位: 百万元) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总收入 | 3,102 | 5,150 | 5,718 | 5,834 | 6,039 | 6,587 | 7,259 |
| YoY | 11.4% | 66.0% | 11.0% | 2.0% | 3.5% | 9.1% | 10.2% |
| 总成本 | 1,902 | 3,799 | 4,239 | 4,230 | 4,254 | 4,633 | 5,111 |
| YoY | 5.1% | 99.8% | 11.6% | -0.2% | 0.6% | 8.9% | 10.3% |
| 总毛利 | 1,200 | 1,351 | 1,479 | 1,604 | 1,785 | 1,953 | 2,148 |
| YoY | 23.1% | 12.6% | 9.5% | 8.5% | 11.3% | 9.4% | 10.0% |
| 总毛利率 | 38.7% | 26.2% | 25.9% | 27.5% | 29.6% | 29.7% | 29.6% |
| 营业收入 | | | | | | | |
| 加盟 | 1,541 | 2,853 | 2,890 | 2,333 | 1,806 | 1,751 | 1,819 |
| 自营 | 362 | 487 | 457 | 433 | 565 | 623 | 685 |
| 线上 | 1,072 | 1,746 | 2,288 | 2,941 | 3,529 | 4,058 | 4,586 |
| 占比 | | | | | | | |
| 加盟 | 49.7% | 55.4% | 50.5% | 40.0% | 29.9% | 26.6% | 25.1% |
| 自营 | 11.7% | 9.5% | 8.0% | 7.4% | 9.3% | 9.5% | 9.4% |
| 线上 | 34.6% | 33.9% | 40.0% | 50.4% | 58.4% | 61.6% | 63.2% |
| 营业收入增速 | | | | | | | |
| 加盟 | -7.6% | 85.1% | 1.3% | -19.3% | -22.6% | -3.0% | 3.9% |
| 自营 | 5.5% | 34.4% | -6.2% | -5.2% | 30.4% | 10.4% | 9.9% |
| 线上 | 45.1% | 62.8% | 31.0% | 28.5% | 20.0% | 15.0% | 13.0% |
| 毛利率 | | | | | | | |
| 加盟 | 55.1% | 32.0% | 33.7% | 36.6% | 48.1% | 51.6% | 51.6% |
| 自营 | 27.7% | 26.8% | 30.4% | 41.5% | 43.3% | 43.4% | 43.4% |
| 线上 | 22.9% | 17.3% | 15.7% | 19.3% | 18.9% | 19.1% | 19.8% |
| 费用率 | | | | | | | |
| 销售费用率 | 12.7% | 9.1% | 8.5% | 8.5% | 8.5% | 8.4% | 8.4% |
| 管理费用率 | 3.5% | 2.0% | 2.2% | 2.4% | 2.4% | 2.3% | 2.3% |
| 归母净利润 | 575 | 660 | 706 | 770 | 909 | 1013 | 1133 |
| YoY | 35.3% | 14.7% | 7.1% | 9.1% | 18.0% | 11.5% | 11.9% |
| 归母净利润率 | 18.5% | 12.8% | 12.4% | 13.2% | 15.0% | 15.4% | 15.6% |
| EPS | 1.57 | 1.80 | 1.89 | 1.74 | 2.06 | 2.30 | 2.57 |

注：2025 公司未披露分渠道营业成本，分渠道毛利率为我们预测值

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上,我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 9.09、10.13、11.33 亿元,同比分别+18.0%、+11.5%、+11.9%。我们选择主营业务同为黄金珠宝、且渠道结构以加盟模式为主的周六福、周大生、老凤祥、潮宏基作为可比公司。参考可比公司 Wind 一致预期 2026 年 PE 均值为 12 倍,给予周六福 2026 年 12 倍 PE (港币兑人民币汇率 0.88 元),对应目标市值 124 亿港元,目标价为 28.2 港元,首次覆盖给予“买入”评级。

图表51: 可比公司估值表

| 股票代码 | 股票简称 | 收盘价 (当地币种) | 市值(百万) (当地币种) | EPS(当地币种) | | | | PE(倍) | | | |
|-----------|------|---------------|------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 1929 HK | 周六福 | 11.51 | 113,550 | 0.59 | 0.86 | 0.89 | 0.99 | 19.5 | 13.4 | 12.9 | 11.6 |
| 002867 CH | 周大生 | 13.23 | 14,361 | 1.02 | 1.18 | 1.37 | 1.55 | 13.0 | 11.2 | 9.7 | 8.5 |
| 600612 CH | 老凤祥 | 38.93 | 16,816 | 3.35 | 2.94 | 3.26 | 3.59 | 11.6 | 13.2 | 11.9 | 10.8 |
| 002345 CH | 潮宏基 | 10.20 | 9,063 | 0.56 | 0.86 | 1.03 | 1.26 | 18.2 | 11.9 | 9.9 | 8.1 |
| 平均 | | | | | | | | 15.6 | 12.4 | 11.1 | 9.8 |

注:可比公司盈利均采用华泰研究预期;数据截至 2026.05.11。

资料来源:Wind、华泰研究

风险提示

- 1) 行业竞争加剧:** 当前黄金珠宝市场品牌较多,竞争激烈,若公司在品牌建设、渠道效率或产品创新方面应对不及时,可能面临市场份额被蚕食、盈利能力下滑等风险。
- 2) 加盟模式管理风险:** 公司业务高度依赖加盟商模式,若对加盟商的管理机制、品牌标准、服务质量控制不力,可能影响品牌口碑与业绩表现。
- 3) 原材料价格波动风险:** 公司使用多种原材料生产产品,其中黄金为主要原材料,若未来国际金价剧烈波动,可能对公司盈利能力和存货管理带来一定压力。

图表52: 周六福 PE-Bands


资料来源: S&P、华泰研究

图表53: 周六福 PB-Bands


资料来源: S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、惠普，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰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。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、惠普本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司