



# 黄金饰品乘风而上，品牌化推动集中度提升

## —— 周大福深度报告

研究所副所长、大消费负责人、家电首席分析师：何伟  
家电分析师：刘立思，陆思源，杨策



## 黄金饰品乘风而上，品牌化推动集中度提升

2026年05月12日

### 核心观点

- 公司介绍：**1) 公司是中国最大的黄金饰品龙头，历史悠久。FY2025，公司定价黄金珠宝/计价黄金珠宝收入 128 亿港元/580 亿港元；珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰 125 亿港元；钟表 43 亿港元。截至 2026 年 3 月 31 日，公司门店总数达 5689 家；截至 2025 年 3 月 31 日，会员总数突破 5370 万，FY2025 贡献了内地及港澳市场约 65% 的销售额。中国内地，直营店贡献零售值约 30%。2) 公司最近的一次成长期是 FY2018-FY2024，营业收入 CAGR+10.7%、归母净利润 CAGR+8.0%，当时大陆市场扩店，数量从 2449 家增长到 7407 家。期间，FY2020、FY2023 受疫情管控影响，出现业绩暂时的下滑。FY2025、FY2026H1 收入下滑，门店数量缩减，主要是金价大涨导致金饰品市场需求下滑，以及品牌高端化处于追赶中。
- 精耕细作，有望更上一层楼：**1) 2026 上半年黄金大幅波动、黄金税务新规短期抑制需求。虽然公司门店在减少，但经营质量在改善，并为下一步提升份额做好准备。2) 老铺黄金在高端黄金饰品创新上给出了样板。公司门店数量多，但单店产出偏低。公司的改革包括减少低效加盟店数量，以及注重提升一口价黄金饰品开发和销售。3) 黄金饰品市场主流是金价+加工费模式定价，这一模式缺乏品牌化，消费者更多将黄金饰品视为加工物。年轻的消费者更注重产品的设计感、文化内涵和情感价值，推动了“国潮”和 IP 联名产品的热销。老铺黄金古法工艺塑造了明显的品牌溢价，以及一口价模式。公司正通过增强产品设计感和文化附加值（如与故宫 IP 合作），转向溢价更高的一口价模式。FY2025，一口价黄金饰品占整体收入比例从 FY2024 的 5.7% 提升至 14.3%。4) 周大福的黄金存货主要来自于黄金借贷，金价大涨对公司实际盈利能力提升影响不大。盈利能力提升主要是一口价占比提升，经营效率提升导致。
- 金价快速涨跌不利短期零售，长期有利于金饰品市场扩容：**1) 世界黄金协会数据，印度、中国是全球前两大黄金饰品消费市场，2024 年两国黄金饰品需求量分别为 563 吨和 511 吨，分别占总需求的 29.8% 和 27.1%。2) 近些年，黄金饰品保值属性凸显，相当大一部分市场增长是替代受人造钻石负面影响的钻石类珠宝首饰。中国珠宝玉石首饰行业协会数据，中国黄金品类市场规模从 2021 年的 4200 亿元增长到 2025 年的 7600 亿元，CAGR+16.0%。但钻石珠宝市场规模从 2021 年的 1000 亿元下降到 2025 年的 480 亿元，CAGR-16.8%。3) 黄金饰品消费属性是第一性，金价温和上涨最利于金饰品公司；金价大幅涨跌会明显抑制金饰品需求；金价温和和下跌优于金价大幅下跌。
- 税务新规短期不利于零售，长期有利于品牌龙头份额提升：**1) 2025 年 10 月 29 日，《财政部 税务总局关于黄金有关税收政策的公告》规定，黄金饰品增值税抵扣率从 13% 降至 6%，且仅限通过上海黄金交易所或上海期货交易所采购黄金。这一规则增加金饰品公司约 7 个百分点增值税成本，不利于金饰品的保值增值需求。中国黄金协会数据，2025 年，中国金条及金币消费量（504 吨，同比+35.1%）首次超过黄金首饰消费量（364 吨，同比-31.6%）。2) 税务新规对于水贝市场等中小非会员厂商的影响更大，成本提升更多，这将导致市场集中度提升；此外，税务新规有利于香港、海南免税港的金饰品店销售。

周大福（股票代码：1929.HK）

推荐 首次评级

### 分析师

何伟

✉: hewei\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130525010001

刘立思

✉: liulisi\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130524070002

陆思源

✉: lusiyan\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130525060001

杨策

✉: yangce\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130520050005

### 市场数据

2026-05-11

股票代码	1929.HK
H 股收盘价(元)	11.51
恒生指数	26,406.84
总股本(万股)	986,536.74
实际流通股(万股)	986,494.46
流通港股市值(亿元)	1,135.46

### 相对恒生指数表现图

2026-05-11



资料来源：中国银河证券研究院

- **投资建议：**随着公司一口价占比提升、门店精简、高端门店同店销售大幅增长，我们预计公司 FY2027 增长将明显改善。FY2026-FY2028 年公司归属母公司净利润分别为 89.2/100.7/113.2 亿港元，对应 EPS 0.90/1.02/1.15 港元，当前股价对应 12.7/11.3/10.0x P/E。公司长期保持高分红率，股息率具有吸引力，**首次覆盖，给予公司“推荐”评级。**
- **风险提示：**黄金价格大幅波动的风险；市场竞争加剧的风险；消费需求表现不及预期的风险。

**主要财务指标预测**

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万港元)	89,656	93,959	99,796	106,302
收入增速 (%)	-17.5	4.8	6.2	6.5
归母净利润(百万港元)	5,916	8,923	10,066	11,319
利润增速 (%)	-9.0	50.8	12.8	12.4
摊薄 EPS(港元)	0.60	0.90	1.02	1.15
PE	19.2	12.7	11.3	10.0

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

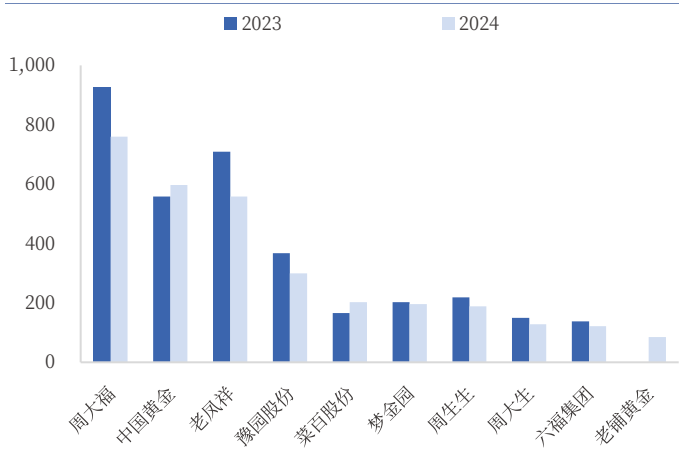
一、公司概况 .....	4
(一) 历史悠久、规模领先的综合珠宝零售商 .....	4
(二) 家族企业股权结构集中 .....	5
(三) 四轮扩张与结构优化塑造跨周期韧性 .....	6
(四) 中国内地市场为主，定价首饰产品占比提升 .....	8
二、中国黄金珠宝市场转型升级 .....	12
(一) 全球珠宝市场持续扩容 .....	12
(二) 中国独爱黄金珠宝，黄金首饰消费升级 .....	13
(三) 黄金首饰保值属性凸显 培育钻石冲击天然钻石市场 .....	21
(四) 中国黄金首饰集中度提升，周大福是行业引领者 .....	22
三、品牌重塑在继续，盈利提升可持续 .....	26
(一) 产品结构持续优化，从“卖黄金”到“卖品牌” .....	26
(二) 低效门店优化+高端大店布局，渠道结构提质增效 .....	29
(三) 数字化与创新技术赋能增长 .....	31
四、盈利预测与估值 .....	34
(一) 盈利预测 .....	34
(二) 杜邦分析 .....	34
(三) 相对估值 .....	35
(四) 绝对估值 .....	35
五、风险提示 .....	37
六、附录 .....	38

# 一、公司概况

## (一) 历史悠久、规模领先的综合珠宝零售商

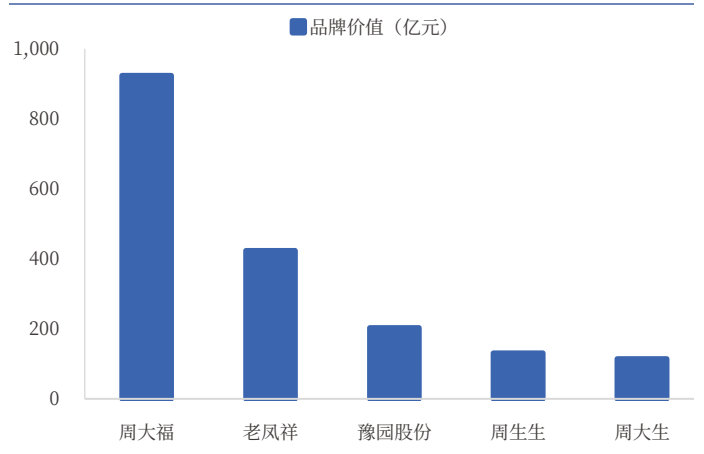
周大福珠宝集团有限公司 (1929.HK) 是中国乃至全球领先的综合性珠宝零售龙头企业，覆盖设计研发、原料采购、生产制造到批发零售的全产业链。公司创立于 1929 年，于 2011 年 12 月在香港联合交易所主板上市。在前期中国黄金首饰行业仍以传统手工作坊为主、未形成现代品牌体系的背景下，周大福凭借品牌化经营理念和规范化工艺流程迅速崛起，包括在港澳地区推出 999.9 黄金首饰、首推珠宝首饰“一口价”政策等。

图1: 中国珠宝销售十大企业 (亿元)



资料来源: 中国黄金协会, 中国银河证券研究院

图2: 2025 年中国 500 最具价值品牌 (珠宝) 排行榜



资料来源: GYBrand 全球品牌研究院, 中国银河证券研究院

### 周大福主营黄金首饰、珠宝镶嵌、铂金/K 金饰品及钟表销售:

1) 公司具备多品牌矩阵, 主品牌 CHOW TAI FOOK 面向大众黄金珠宝市场; Hearts On Fire 于 2014 年被收购, 定位高端钻石珠宝, 强调“钻石+工艺”与国际化设计; ENZO 专注彩色宝石珠宝, 满足彩宝爱好者及中高端细分市场; MONOLOGUE 是旗下潮搭珠宝品牌, 产品采用独家专利 BLACK 6C 复古黄金工艺打造, 主要面向追求潮流风格、忠于自我的新生代顾客群。

表1: 周大福珠宝集团核心品牌

<p>CHOW TAI FOOK 周大福</p> 	<p>HEARTS ON FIRE 赫兹 斐亚</p> 	<p>ENZO</p> 	<p>MONOLOGUE 独白</p> 
周大福	Hearts On Fire	ENZO	MONOLOGUE

资料来源: 周大福京东官方旗舰店/自营店, 中国银河证券研究院

2) 周大福推动品牌转型，注重年轻化发展，近些年大量开发 IP 联名产品，是目前黄金首饰行业中 IP 联名最活跃的品牌之一。公司的合作对象涵盖动漫、文化、文博、国际卡通等多个领域，如迪士尼联名系列、奥特曼联名、主打文化国潮的国家宝藏/盛世华彩·传承系列、以古法黄金工艺为基础的传承系列等。

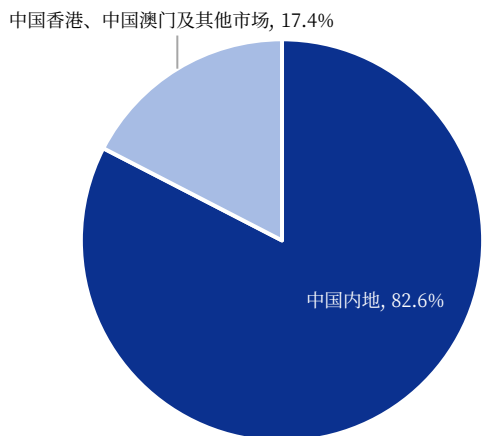
图3: 周大福部分 IP 联名及宠物系列



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

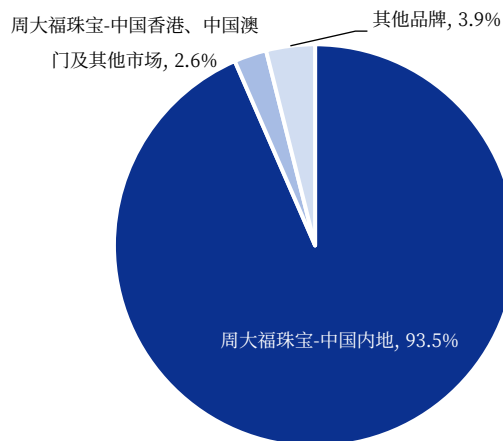
3) 中国内地为主要收入来源，FY2026H1 实现营收 389.9 亿港元，其中中国内地/中国香港、中国澳门及其他市场分别占比 82.6%/17.4%。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有 5813 个零售点，以中国内地的周大福珠宝为主，其数量占比 93.5%。

图4: 周大福收入区域结构 (FY2026 H1)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图5: 周大福零售点数量结构 (FY2026 H1)



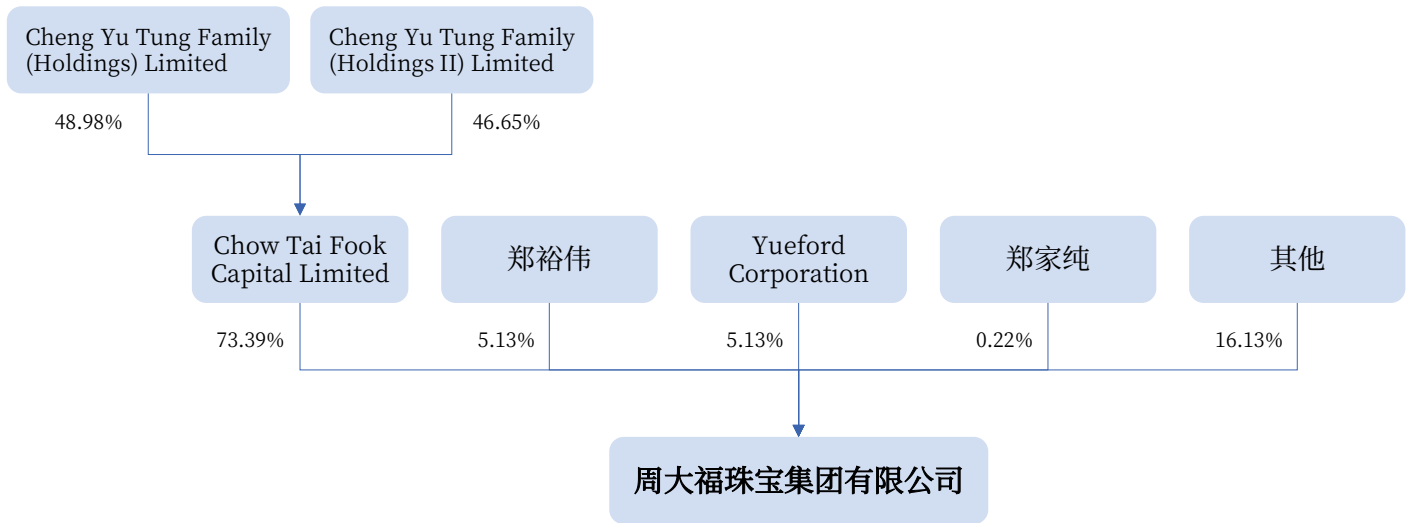
资料来源: 公司公告, iFinD, 中国银河证券研究院

## (二) 家族企业股权结构集中

周大福是家族控股企业，股权结构高度集中，由郑氏家族通过多层离岸公司控股。Chow Tai Fook Capital Limited，持股比例高达 73.39%，公司由郑氏家族控股的 Cheng Yu Tung Family (Holdings) Limited 和 Cheng Yu Tung Family (Holdings II) Limited 两家离岸公司直接控制。

此外，家族成员郑锦超通过 Yueford Corporation 和 Manor Investment Holdings Ltd 间接持股 5.14%，郑裕伟、郑家纯分别直接持股 5.13%，0.22%。

图6：周大福股权结构图



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

### （三）四轮扩张与结构优化塑造跨周期韧性

**1929~1997 年，立足港澳塑造品牌，模式创新引领行业发展：**1929 年，创始人周至元在广州创办首家金行，名为周大福，寓意“五福临门，大富大贵”；后受国内战乱影响于 1938 年拓展至澳门，并于 1939 年在香港开设分行，后续在 1950 年代将重心由澳门移至香港。1956 年，周大福在港澳地区推出 999.9 黄金首饰，高纯度标准吸引消费者，该规则在后来成为香港黄金首饰足金成色标准。1990 年，周大福推行珠宝首饰“一口价”（Fixed Price）政策，打破传统按克议价的定价方式，使定价更加透明、消费体验更好。1993 年，周大福香港获得 DTC 特约配售商资格，有权向其采购钻石毛坯。

**1998~2010 年，进军内地、全国扩张，成为中国珠宝龙头：**1998 年，周大福在北京开设了内地首个周大福品牌珠宝零售店，标志着正式进军内地市场。2003 年，于深圳成立周大福中国营运管理中心。2008 年钟表业务拓展至内地。2009 年，周大福选为力拓集团（Rio Tinto）特选钻石商。2010 年，周大福开设了在内地的第 1000 家零售店，FY2011 营业额达 350 亿港元。

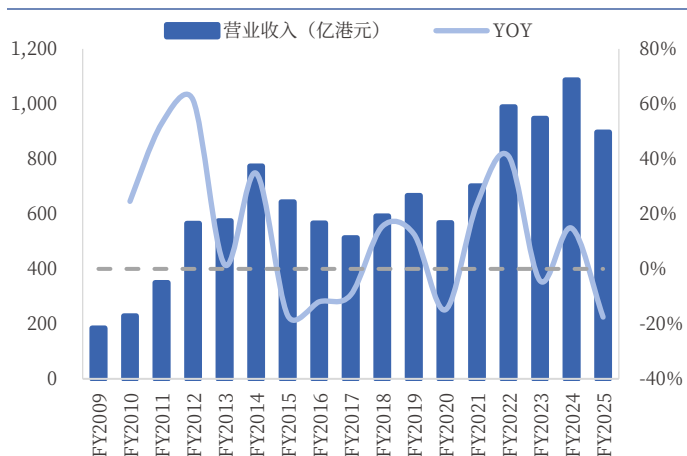
**2011~2017 年，港股上市融资，构建多品牌矩阵：**2011 年，于香港联合交易所主板上市。2014 年，1 月在武汉开设了第 2000 家零售点，8 月收购美国高端钻石品牌 HEARTS ON FIRE。2016 年，推出 TMARK 钻石品牌，强化钻石溯源与工艺故事；推出 MONOLOGUE，针对年轻人市场，提供平均售价较低的时尚珠宝首饰。2017 年推出 SOINLOVE，针对准婚情侣。

**2018~2022 年，推动渠道下沉，零售点数量大幅增长：**2018 年，周大福启动“新城镇计划”，开放下沉市场加盟。2019 年，实行“省代政策”，经品牌授权在指定省份的部分地区按周大福统一的管理制度和流程标准发展周大福加盟店。截至 2022 年 12 月 31 日，集团共有零售点 7016 个，较 2017 年底的 2565 个增长 174%。

**2023 年至今，高质量发展，推动品牌转型：**周大福于 2024 财年启动品牌转型、优化产品、加速数字化转型、提升营运效率及强化人才培育五大策略方针。产品方面持续优化产品组合，提供不同定位的产品满足客户喜好和情感共鸣，包括古法黄金、IP 联名等，定价产品占比提升；渠道方面

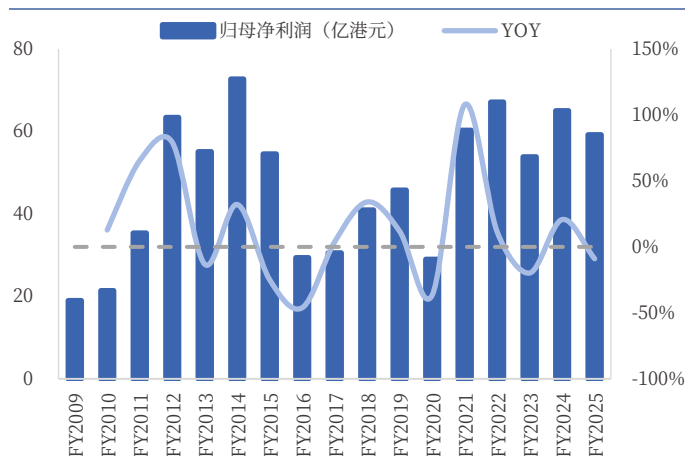
提质增效，淘汰低效门店、开设新形象店、投入线上渠道，焕新品牌形象并重新定义零售体验。

图7：周大福收入规模



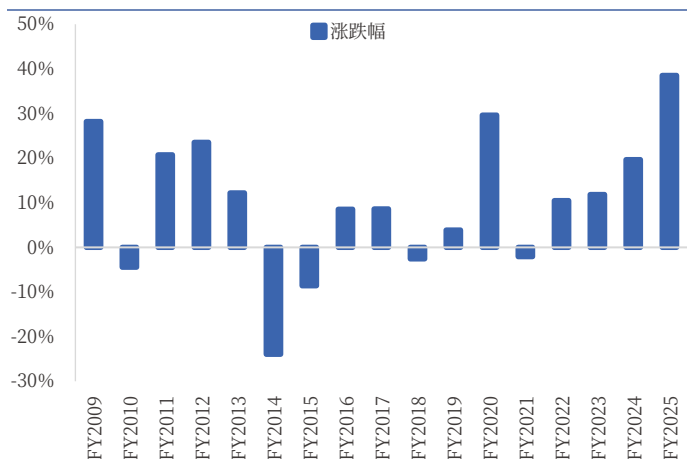
资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

图8：周大福归母净利润规模



资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

图9：FY2009-2025 中国黄金年度涨跌幅



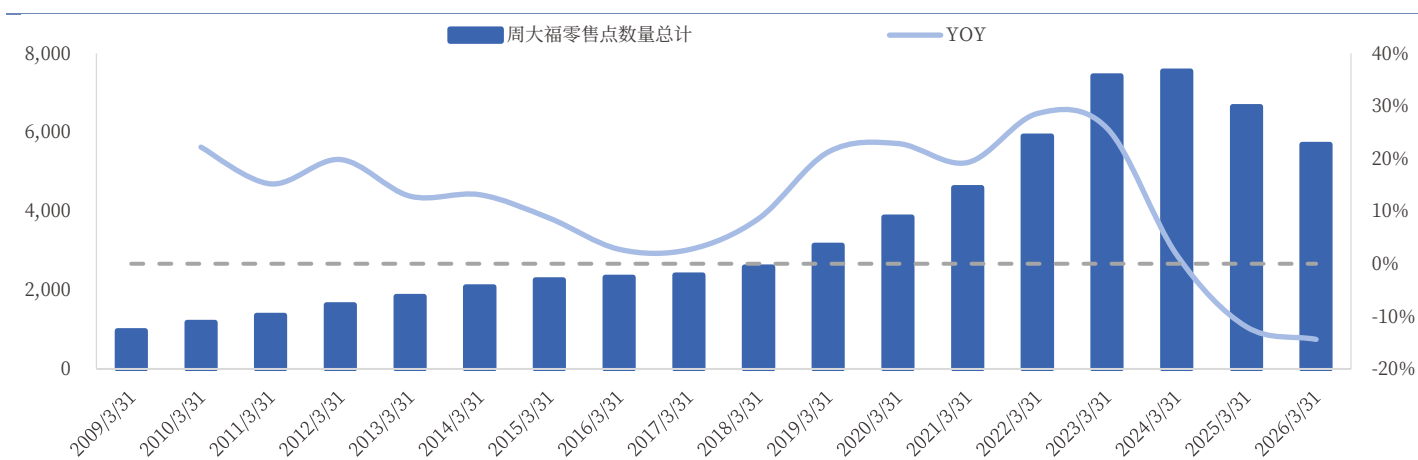
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图10：中国黄金价格



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图11：周大福门店数量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

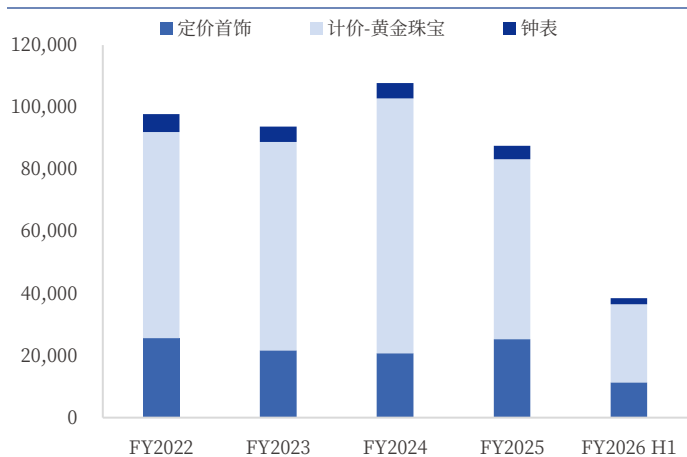
注：2023、2024 财年涉及分拆合并传承系列专柜为独立门店，但 2025 财年调整回 2022 财年及之前口径，因此 2023、2024 财年门店数量使用 2025 财年披露值

### (四) 中国内地市场为主，定价首饰产品占比提升

#### 1. 产品结构：计价黄金首饰为主，定价首饰的占比在持续提升

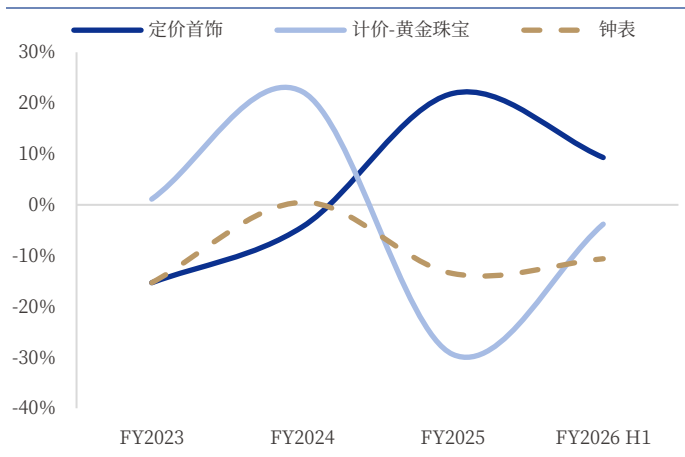
定价产品是公司战略重点，古法黄金、IP 联名等产品均受消费者喜爱，近几年占比持续提升。2025 财年，定价首饰实现收入 252.7 亿港元，占零售批发收入比例为 28.9%。其中，定价珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰产品/定价黄金首饰产品分别实现 124.8/127.9 亿港元，分别占零售批发收入比例为 14.3%/14.6%。计价黄金首饰仍占据主要地位，2025 财年实现收入 579.9 亿港元，占零售批发收入比例为 66.2%。

图12：周大福零售&批发收入结构（按产品）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图13：周大福不同产品业务零售&批发收入 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：周大福营业收入拆分-按模式及产品

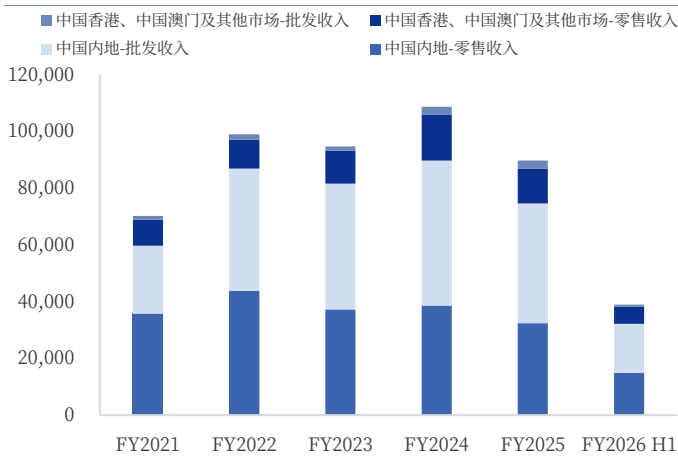
	FY2023	FY2024	FY2025	FY2025 H1	FY2025 H2	FY2026 H1
<b>营业收入 (百万港元)</b>	94,684	108,713	89,656	39,408	50,248	38,986
零售&批发	93,729	107,757	87,546	38,771	48,775	38,496
定价首饰	21,668	20,727	25,267	10,427	14,840	11,392
计价黄金首饰	67,132	82,075	57,991	26,116	31,876	25,112
钟表	4,929	4,955	4,288	2,228	2,059	1,991
珠宝贸易	360	511	1,599	401	1,198	226
加盟商服务	596	445	511	236	275	264
<b>营业收入 YOY</b>	-4.3%	14.8%	-17.5%	-20.4%	-15.1%	-1.1%
零售&批发	-4.2%	15.0%	-18.8%	-20.9%	-16.9%	-0.7%
定价首饰	-15.3%	-4.3%	21.9%	11.4%	30.5%	9.3%
计价-黄金珠宝	1.1%	22.3%	-29.4%	-29.7%	-29.1%	-3.8%
钟表	-15.3%	0.5%	-13.5%	-12.5%	-14.5%	-10.6%
珠宝贸易	-45.4%	41.9%	212.7%	44.7%	411.1%	-43.5%
加盟商服务	24.2%	-25.4%	15.0%	7.9%	22.0%	11.8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2.区域结构：中国内地市场贡献主要规模

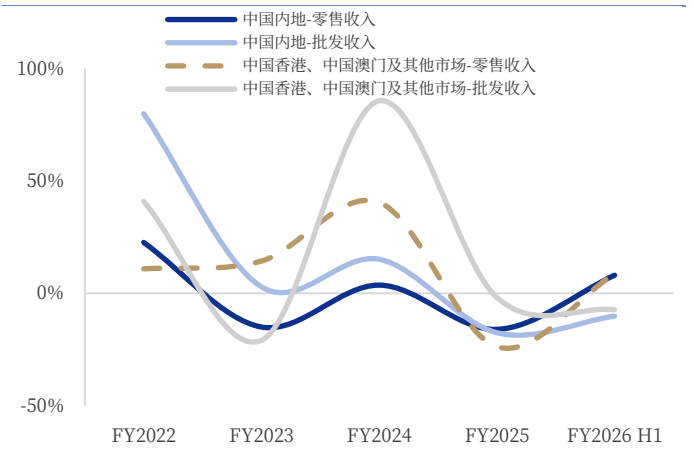
2025 财年，公司实现营业收入 896.6 亿港元，其中中国内地/中国香港、中国澳门及其他市场分别实现 745.6/151.0 亿港元，分别占比 83.2%/16.8%，中国内地市场贡献了公司的核心收入。中国内地收入中，零售和批发分别占比 43.4%/56.6%，零售指直营零售点、电子商务及其他直接渠道的销售，批发指向加盟商销售货品及向加盟商提供服务。

图14：周大福营业收入结构（按区域及模式）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图15：周大福不同区域及模式业务收入 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表3：周大福营业收入拆分-按区域及模式

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2025 H1	FY2025 H2	FY2026 H1
<b>营业收入（百万港元）</b>	94,684	108,713	89,656	39,408	50,248	38,986
中国内地	81,623	89,698	74,556	33,031	41,524	32,194
零售收入	37,229	38,580	32,392	13,851	18,542	14,966
批发收入	44,395	51,118	42,163	19,181	22,983	17,228
中国香港、中国澳门及其他市场	13,061	19,015	15,101	6,377	8,724	6,792
零售收入	11,566	16,239	12,376	5,489	6,888	5,969
批发收入	1,496	2,776	2,724	888	1,837	823
<b>营业收入 YOY</b>	-4.3%	14.8%	-17.5%	-20.4%	-15.1%	-1.1%
中国内地	-6.1%	9.9%	-16.9%	-18.8%	-15.3%	-2.5%
零售收入	-15.0%	3.6%	-16.0%	-21.9%	-11.1%	8.1%
批发收入	2.9%	15.1%	-17.5%	-16.4%	-18.4%	-10.2%
中国香港、中国澳门及其他市场	8.8%	45.6%	-20.6%	-27.9%	-14.2%	6.5%
零售收入	14.3%	40.4%	-23.8%	-28.5%	-19.6%	8.7%
批发收入	-20.9%	85.6%	-1.9%	-24.2%	14.4%	-7.3%
<b>销量（万件）</b>						
中国内地	2,199	2,377	1,723			
中国香港、中国澳门及其他市场	149	211	142			

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 1) 中国内地

中国内地市场以周大福珠宝为主，其中低线城市、加盟模式占比更高。2026 财年上半年，周大福珠宝/电子商务在中国内地的零售值占比分别为 87.9%/7.1%，零售值分别同比-1.5%/+27.6%。中

国内地周大福珠宝拆分来看，二线城市贡献近一半零售值，2026 财年上半年一线/二线/三线/四线及其他的零售值占比分别为 17.4%/47.3%/18.5%/16.9%；周大福珠宝零售点以加盟模式为主，直营模式占比高于友商，2026 财年上半年直营/加盟零售值占比分别为 31.8%/68.2%。

表4: 周大福中国内地市场零售值拆分-按渠道

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026 H1
<b>零售值占比</b>				
周大福珠宝	90.8%	91.0%	89.8%	87.9%
其他店铺品牌	4.5%	4.3%	4.4%	5.0%
电子商务	4.7%	4.8%	5.8%	7.1%
<b>零售值 YOY</b>	3.7%	17.3%	-14.8%	0.0%
周大福珠宝	5.4%	17.4%	-16.0%	-1.5%
其他店铺品牌	-14.4%	11.7%	-11.5%	-3.0%
电子商务	-6.4%	18.8%	3.6%	27.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表5: 周大福中国内地市场周大福珠宝零售值拆分

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026 H1
<b>中国内地周大福珠宝零售值占比</b>				
<b>按城市级别</b>				
一线城市	15.4%	15.5%	16.5%	17.4%
二线城市	46.7%	46.9%	47.8%	47.3%
三线城市	19.5%	19.5%	18.7%	18.5%
四线城市及其他	18.3%	18.2%	17.1%	16.9%
<b>按营运模式</b>				
直营	33.8%	30.4%	29.6%	31.8%
加盟	66.2%	69.6%	70.4%	68.2%
<b>按店铺类型</b>				
购物中心	46.2%	47.4%	50.6%	54.1%
百货公司	33.7%	31.5%	30.4%	29.2%
其他	20.1%	20.8%	19.0%	16.7%
<b>中国内地周大福珠宝零售值 YOY</b>	5.4%	17.4%	-16.0%	-1.5%
<b>按城市级别</b>				
一线城市	-0.8%	17.7%	-13.7%	8.7%
二线城市	4.5%	18.1%	-17.6%	-1.8%
三线城市	7.3%	15.5%	-19.5%	-6.2%
四线城市及其他	11.7%	17.7%	-21.1%	-4.8%
<b>按营运模式</b>				
直营	-10.1%	5.8%	-18.2%	8.4%
加盟	15.6%	23.4%	-15.0%	-5.5%
<b>按店铺类型</b>				
购物中心	7.9%	21.0%	-10.6%	7.2%
百货公司	-8.0%	10.3%	-18.9%	-4.6%
其他	30.3%	21.1%	-23.7%	-18.3%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2) 中国香港、中国澳门及其他市场

**中国香港市场贡献超 6 成零售。**2026 财年上半年，公司中国香港、中国澳门、其他市场零售点分别占比 43.8%、13.1%、43.1%，零售值分别同比+6.5%、+16.7%、+16.9%，零售值分别占比 66.7%、18.8%、14.5%；得益于香港及澳门零售消费气氛回暖、人流回升，以及东南亚市场的强劲表现和内地免税业务的复苏。

表6：周大福中国香港、中国澳门及其他市场零售值拆分-按地区

	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026 H1
<b>零售值占比</b>				
中国香港	69.4%	63.0%	67.5%	66.7%
中国澳门	19.7%	20.7%	17.8%	18.8%
其他市场	10.9%	16.3%	14.7%	14.5%
<b>零售值 YOY</b>	12.9%	45.6%	-24.9%	9.7%
中国香港	24.4%	32.0%	-19.6%	6.5%
中国澳门	-13.0%	53.2%	-35.6%	16.7%
其他市场	7.2%	118.9%	-32.0%	16.9%
<b>零售点占比</b>				
中国香港	45.5%	43.9%	44.6%	43.8%
中国澳门	13.1%	12.3%	11.5%	13.1%
其他市场	41.4%	43.8%	43.9%	43.1%

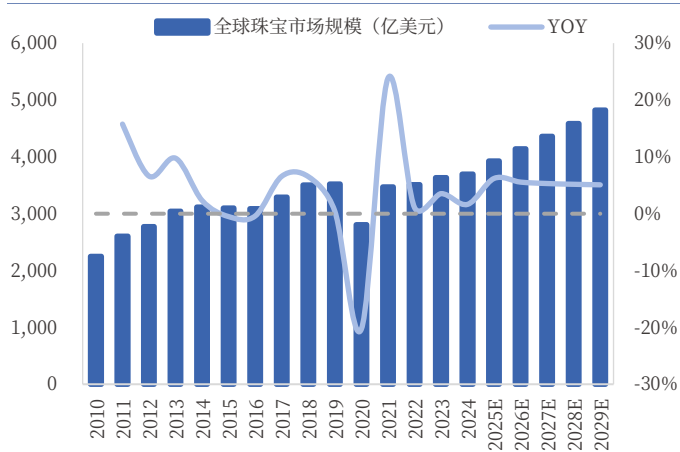
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、中国黄金珠宝市场转型升级

### (一) 全球珠宝市场持续扩容

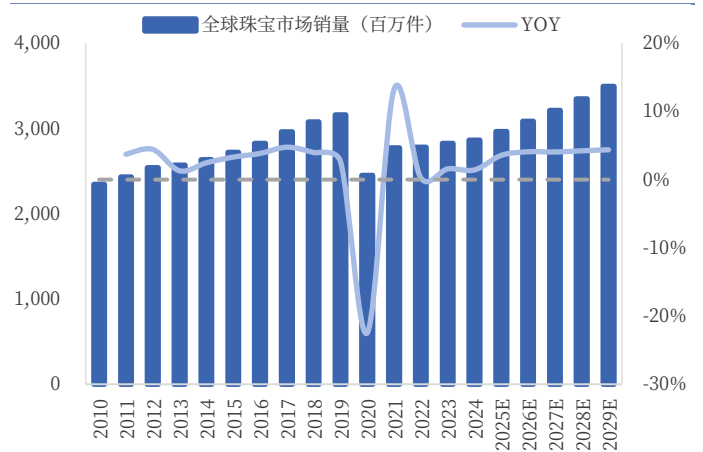
**全球珠宝市场规模持续扩大。**据欧睿统计数据,2024年全球珠宝零售市场规模为3696亿美元,同比+1.6%,2010-2024年CAGR为3.6%。受疫情冲击,全球珠宝零售市场规模与销量均于2020年显著下滑,2021年市场实现快速反弹,此后恢复平稳增长态势。预计至2029年,全球珠宝市场规模将达到4822亿美元,2024-2029年CAGR为5.5%。从销量来看,2024年全球珠宝零售市场销量为28.6亿件,同比+1.4%,2010-2024年CAGR为1.4%,预计未来五年CAGR为4.1%。

图16: 全球珠宝零售市场规模



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

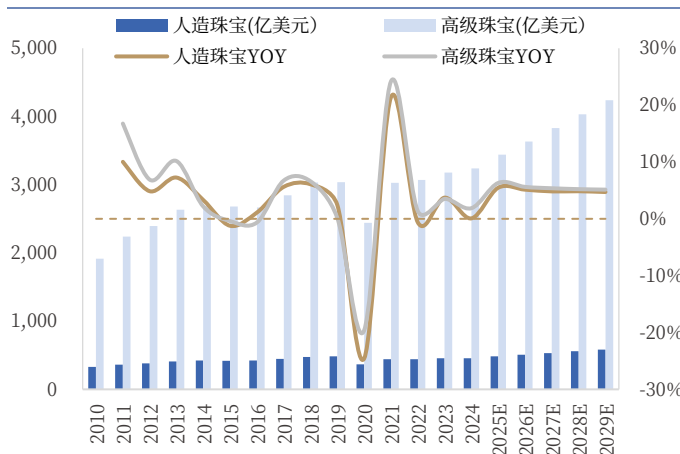
图17: 全球珠宝零售市场销量



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

**高级珠宝占据全球珠宝市场的主要份额。**珠宝可分为以黄金、铂金等贵金属及宝石为核心材质的高级珠宝,以及以非贵金属及合金、玻璃、塑料等材料制成的人造珠宝。高级珠宝凭借高产品附加值,占据全球珠宝市场的主要份额。据欧睿统计数据,2024年全球高级/人造珠宝首饰市场规模分别为3237/458亿美元,分别占全球珠宝市场的比重为87.6%/12.4%。

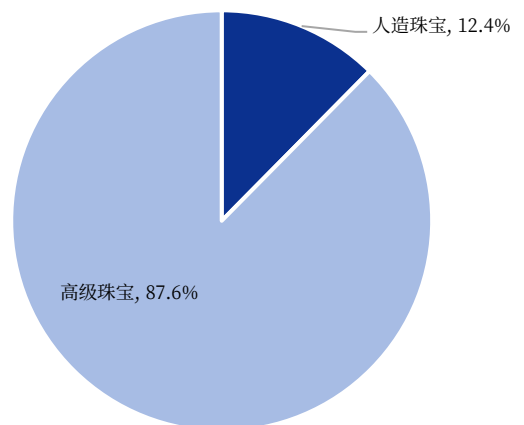
图18: 全球珠宝零售市场规模-按品类拆分



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

注: 高级珠宝首饰指用贵金属和/或宝石制造的珠宝首饰,包含黄金、铂金、钻石等材质;人造珠宝首饰指所有用非贵金属及其合金、银(纯银除外)、半宝石、玻璃、塑料、皮革或其他合成材料制造的珠宝首饰

图19: 全球珠宝市场品类结构占比 (2024年,按零售额)



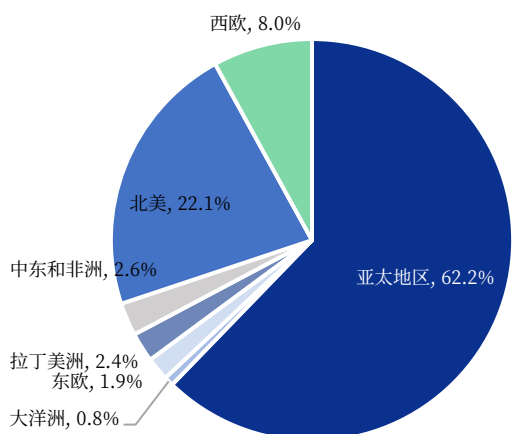
资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

**中国是全球规模最大的珠宝消费市场。**

区域来看，2024年亚太地区珠宝市场规模达2300亿美元，占全球市场总量的62.2%，市场份额位居全球首位；北美、西欧分别以22.1%、8.0%的市场份额位列全球第二、三位；中东非、拉丁美洲、东欧及大洋洲区域市场份额均不足3%。

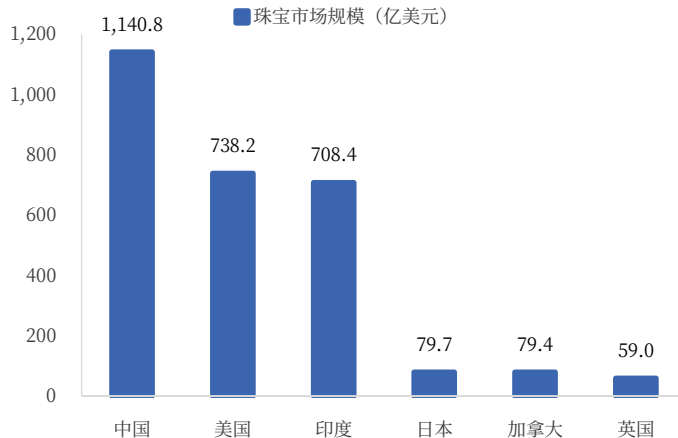
国家来看，2024年中国以1141亿美元的市场规模位居全球第一，占全球市场总量的30.9%，为全球最大的珠宝消费国；其次位美国、印度，分别以738亿美元、708亿美元的位列全球第二、三位，对应全球市场份额分别为20.0%和19.2%，显著领先于其他国家。

图20: 全球珠宝市场地区结构 (2024年, 按零售额计)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

图21: 全球珠宝市场规模排名前五国家 (2024年)



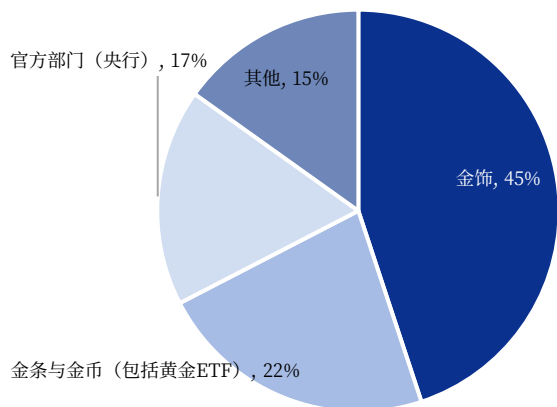
资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

**(二) 中国独爱黄金珠宝, 黄金首饰消费升级**

**1. 金饰制造为黄金核心的需求来源, 中国黄金珠宝需求规模稳居全球第二**

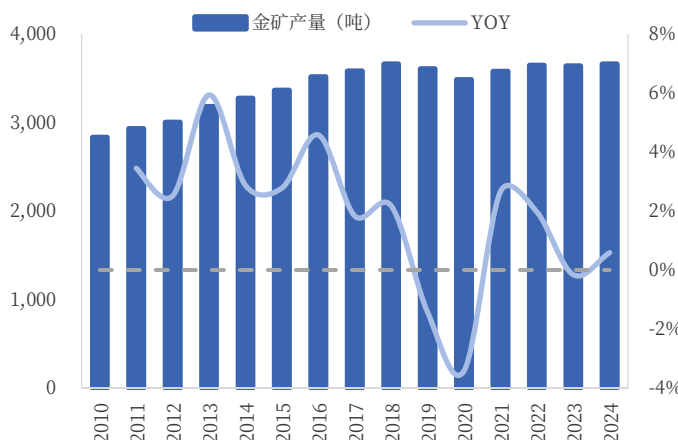
**黄金存量以首饰形态为主。**据世界黄金协会统计数据, 截至2023年底, 全球黄金地上存量约21.6万吨。其中, 黄金首饰为黄金最主要的存量形态, 约9.7万吨, 约占总量的45%; 其次分别为金条与金币(含黄金ETF)、官方部门(央行)持有量及其他用途, 对应占比分别为22%、17%、15%。黄金属于稀缺化学元素, 全球黄金地上存量增长速度长期偏低。2024年全球金矿产量为3661吨, 同比+0.6%。

图22: 全球黄金地上存量结构 (截止2023年底)



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

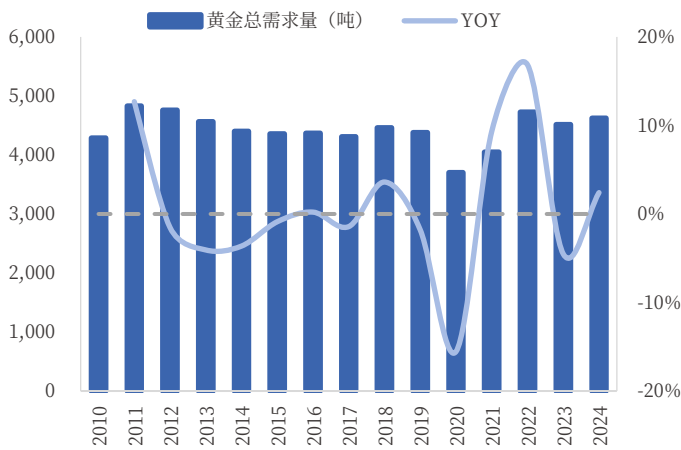
图23: 全球金矿产量



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

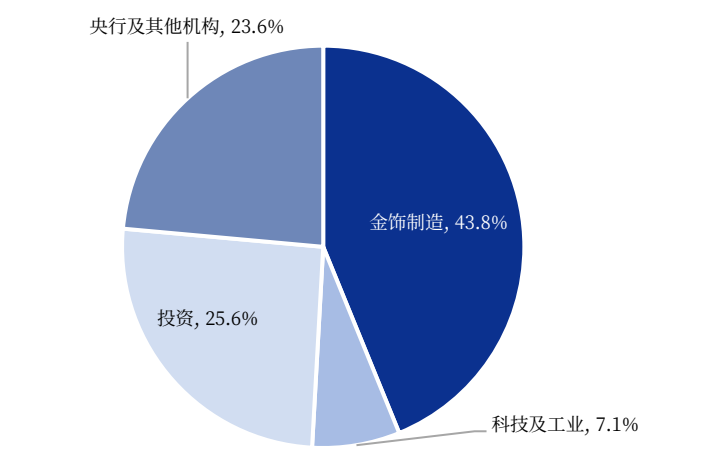
**全球黄金消费需求基本保持稳定**，除 2020-2022 年受疫情冲击影响外，全球黄金总需求量基本维持在 4500 吨左右。据世界黄金协会统计数据，2024 年全球黄金总需求量（不含场外交易）为 4624 吨，同比+2.4%。结构来看，金饰制造仍为黄金最核心的需求来源，占总需求量的 43.8%；其次为投资需求（含金条、金币及黄金 ETF）、央行购金、科技与工业用金，占总需求量的比重分别为 25.6%、23.6%、7.1%。

图24：全球黄金总需求量



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院  
注：不包含场外交易（OTC 和其他）

图25：全球黄金需求结构（2024 年）

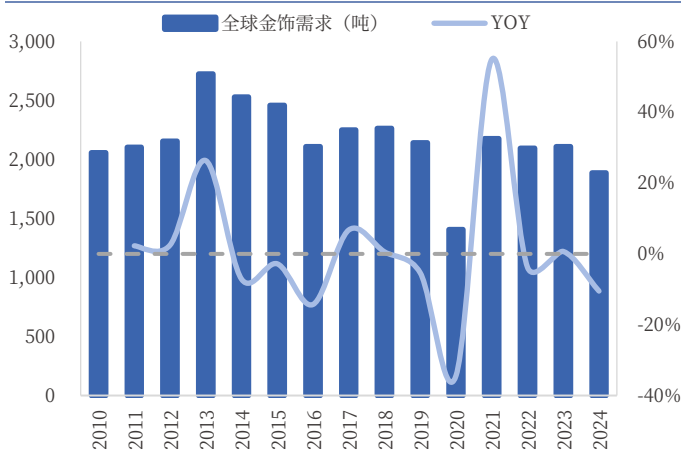


资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

**中国黄金珠宝需求全球占比第二**。全球金价屡创新高，消费者购买力减弱，全球金饰需求疲软。据世界黄金协会统计数据，2024 年全球黄金饰品需求量为 1888 吨，同比-10.5%，2010-2024 年 CAGR 为 0.6%。

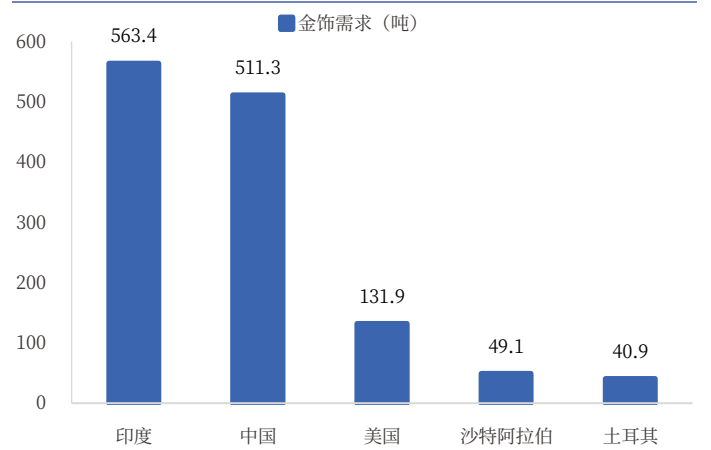
分区域来看，印度和中国是全球前两大黄金珠宝市场，合计占全球金饰总需求量的 56.9%。2024 年，印度/中国黄金需求量分别为 563/511 吨，全球市场占比分别为 29.8%/27.1%。印度市场以婚庆与节庆刚需为核心，黄金饰品是财富与吉祥的象征，为居民家庭资产的重要组成部分；中国市场黄金消费则兼具保值与文化遗产属性，消费场景从传统婚嫁“三金”习俗延伸至“国潮金饰”兴起带来的新增需求，消费结构日趋年轻化与多元化。

图26：全球黄金珠宝需求量



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

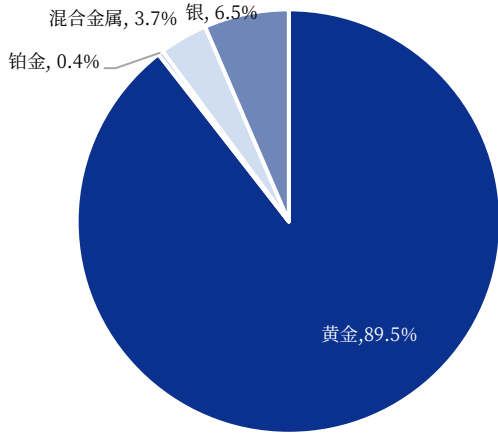
图27：全球前五大黄金珠宝需求国家（2024 年）



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

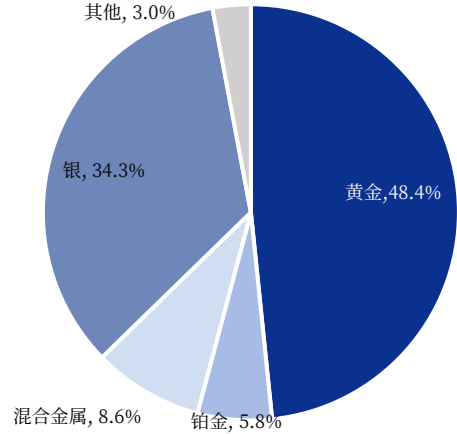
**高端珠宝市场中，印度市场以黄金为主导，美国市场以黄金、银为核心品类。**据欧睿统计数据，2024 年印度高级珠宝市场中黄金饰品占比达 89.5%，高于中国的 73.0%，凸显黄金在印度传统文化及日常生活中的核心地位。美国高级珠宝市场结构更为多元，黄金、银、混合金属、铂金占比分别为 48.4%、34.3%、8.6%、5.8%，整体更注重设计与时尚属性。

图28: 印度高级珠宝市场结构 (2024 年, 按金属材质, 零售额占比)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

图29: 美国高级珠宝市场结构 (2024 年, 按金属材质, 零售额占比)



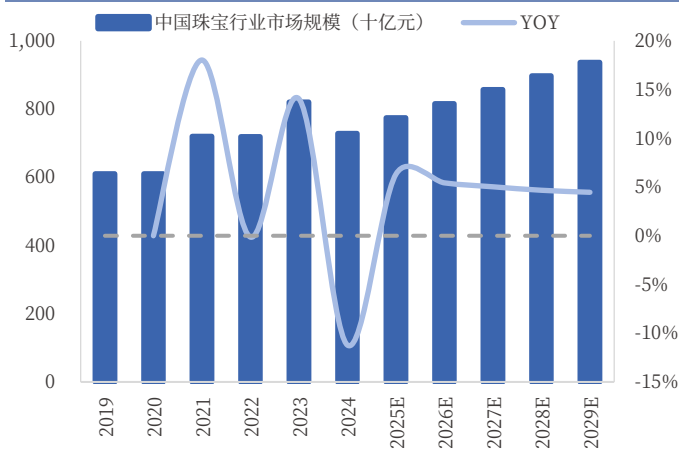
资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院

## 2.中国珠宝市场稳步增长，黄金品类占比持续扩大

受金价上涨、居民收入增长放缓等因素影响，中国珠宝市场消费阶段性疲软，2024 年中国珠宝市场规模达 7280 亿元，同比-11.2%，2019-2024 年 CAGR 为 3.6%。伴随消费者悦己需求持续释放、数字零售及电商渠道加速崛起，行业后续仍将保持增长态势，预计到 2029 年中国珠宝市场规模将达 9370 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 5.2%。

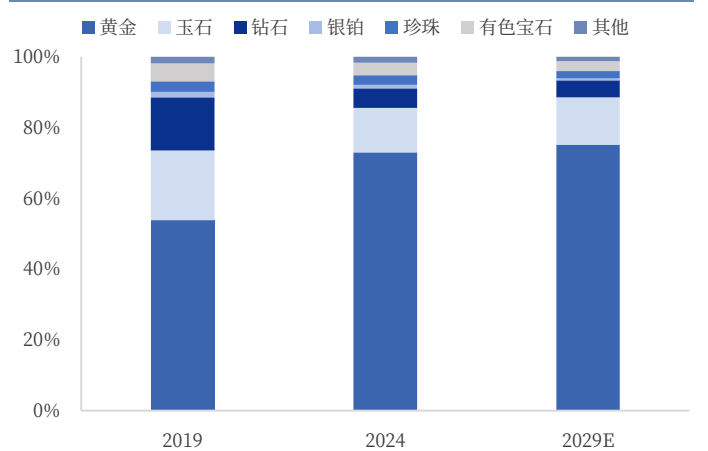
分品类结构来看，黄金珠宝依托国内深厚文化底蕴，稳居国内珠宝市场主导地位，且在行业销售收入中的占比持续提升，占比由 2019 年的 53.8% 升至 2024 年的 73.0%，预计 2029 年将进一步提升至 75.2%。其次分别为玉石、钻石，2024 年分别占比 12.6%、5.5%。钻石的保值属性逐步弱化，市场规模持续收缩，2019-2024 年 CAGR-18.2%，占比由 2019 年的 15.0% 降至 2024 年 5.5%。

图30: 中国珠宝行业市场规模 (按销售收入)



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 弗若斯特沙利文, 周六福招股说明书, 中国银河证券研究院

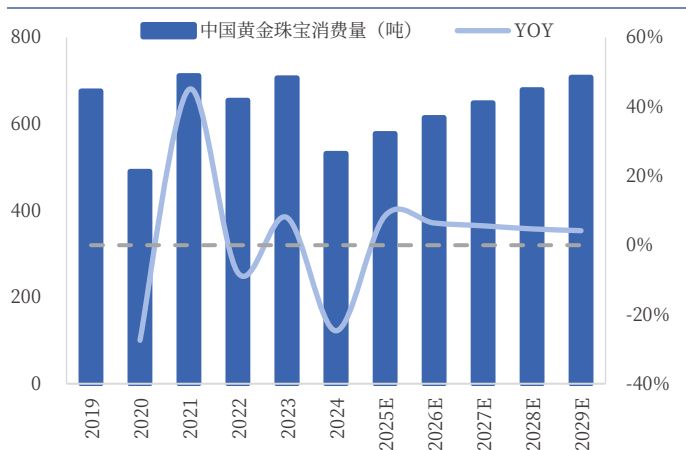
图31: 中国不同材质珠宝份额



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 弗若斯特沙利文, 周六福招股说明书, 中国银河证券研究院

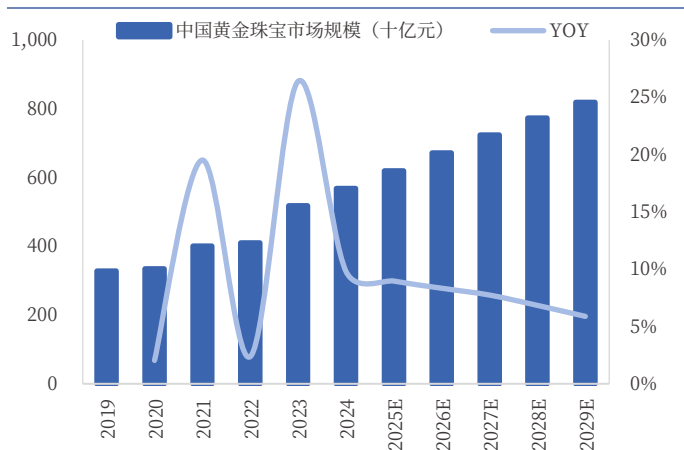
**阶段性金价上行压制黄金珠宝销量，但市场规模稳步提升。**中国黄金珠宝消费量整体呈现波动态势，2024 年地缘政治局势紧张、宏观经济不确定性加剧驱动金价大幅上行，显著压制黄金珠宝终端消费需求。据中国珠宝玉石首饰行业协会、弗若斯特沙利文统计数据，2024 年中国黄金珠宝销量为 532 吨，同比-24.7%；未来随着中国消费者对黄金珠宝消费偏好提升，预计 2029 年行业消费量将回升至 707.6 吨，2024-2029 年 CAGR 为 5.9%。黄金消费量虽然在 2020、2022、2024 年阶段性下滑，但金价上涨驱动黄金珠宝市场规模保持增长，2024 年中国黄金珠宝市场规模达 5688 亿元，同比+9.8%，2019-2024 年 CAGR 为 11.6%，预计 2029 年达 8185 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 7.6%。

图32：中国黄金珠宝市场销量



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，周六福招股说明书，中国银河证券研究院

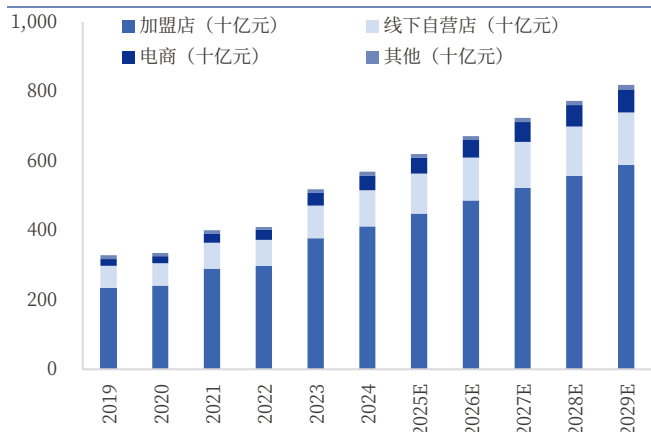
图33：中国黄金珠宝市场规模



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，中国黄金协会，弗若斯特沙利文，周六福招股说明书，中国银河证券研究院

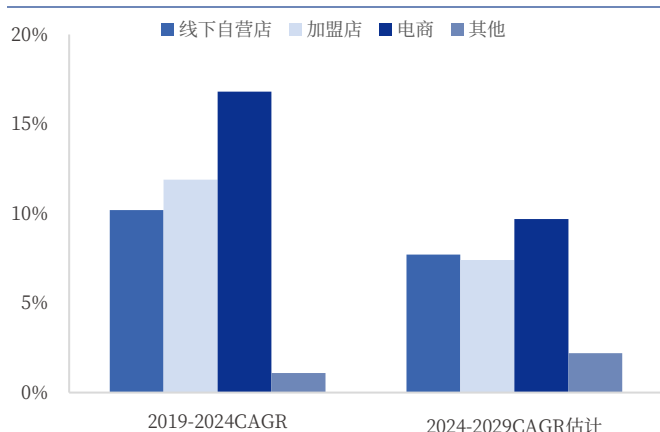
**中国黄金珠宝市场以加盟为主、自营为辅，线上电商近年来占比稳步提升。**据中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文统计数据，加盟渠道仍是中国黄金饰品行业的核心销售渠道，线下自营渠道次之。2024 年，中国加盟店/线下自营店市场规模分别为 4115/ 1040 亿元，分别同比+9.0%/ 10.9%，在黄金珠宝市场的份额占比分别为 72.3%/ 18.3%，预计 2024-2029 CAGR 分别为 7.4%/7.7%。近年来，线上电商渠道份额稳步提升，中国黄金市场电商渠道市场规模由 2019 年的 194 亿元增至 2024 年的 422 亿元，占比由 5.9%升至 7.4%，CAGR 达 16.8%，明显高于同期线下自营店和加盟店的 10.2%和 11.9%。

图34: 中国黄金珠宝市场规模 (按销售渠道划分)



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 周六福招股说明书, 中国银河证券研究院

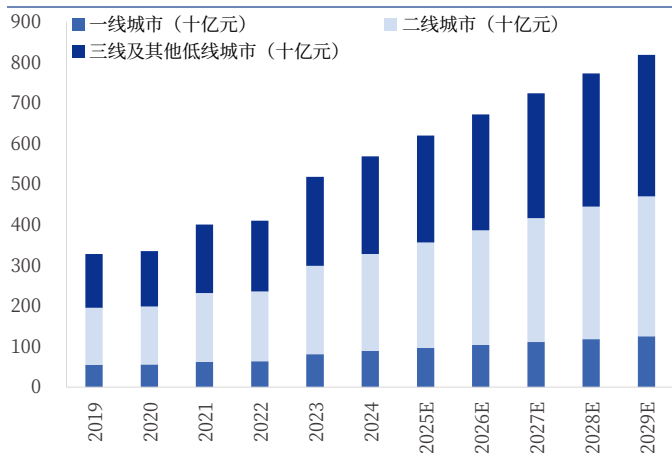
图35: 中国黄金珠宝各销售渠道 CAGR



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 周六福招股说明书, 中国银河证券研究院

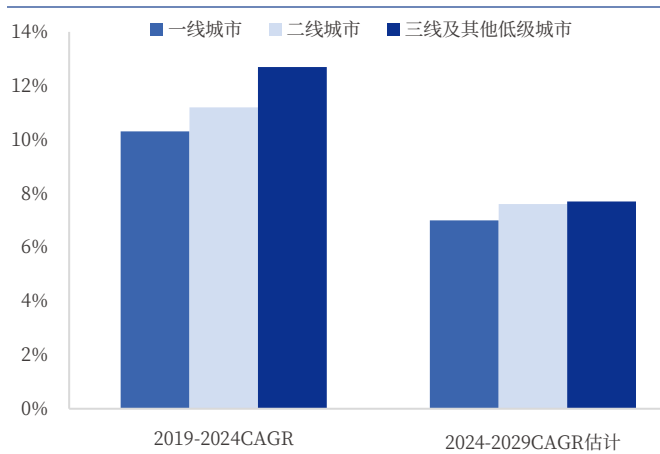
**各级市场均保持稳定增长态势。**据中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文统计数据, 中国黄金珠宝市场以二、三线及以下城市为主, 2024年一线、二线、三线及其他低线城市市场占比分别为 15.7%、42.0%、42.3%。低线城市市场增速相对更快, 2019~2024年一线、二线、三线及其他低线城市市场规模 CAGR 分别为 10.3%/11.2%/12.7%, 预计 2024~2029年各层级市场规模 CAGR 分别为 7.0%/7.6%/7.7%。

图36: 中国黄金珠宝市场规模 (按城市、销售收入划分)



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 周六福招股说明书, 中国银河证券研究院

图37: 中国黄金珠宝各层级市场规模 CAGR



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国黄金协会, 弗若斯特沙利文, 周六福招股说明书, 中国银河证券研究院

### 3. 中国市场古法金兴起与一口价首饰走红

**古法黄金、5G金等新工艺黄金饰品兴起, 带动黄金首饰产品附加值提升。**黄金饰品品类丰富, 按加工工艺可划分为普通足金饰品、古法金饰品、3D硬金饰品及5G黄金饰品。其中, 古法黄金依托锤揲、篆刻、镂空、花丝、镶嵌及烧蓝等中国传统工艺手工制作而成, 深度融合传统文化元素, 产品兼具厚重质感与文化底蕴。相较于普通足金饰品, 古法金工艺工序更复杂、制作耗时更长, 对应加工费与产品毛利率均显著更高。据灼识咨询, 古法黄金普遍采用“一口价”定价模式, 折合价格约为 800-1200元/g, 是普通足金饰品的 1-2 倍。

表7: 不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体及产品价格差别

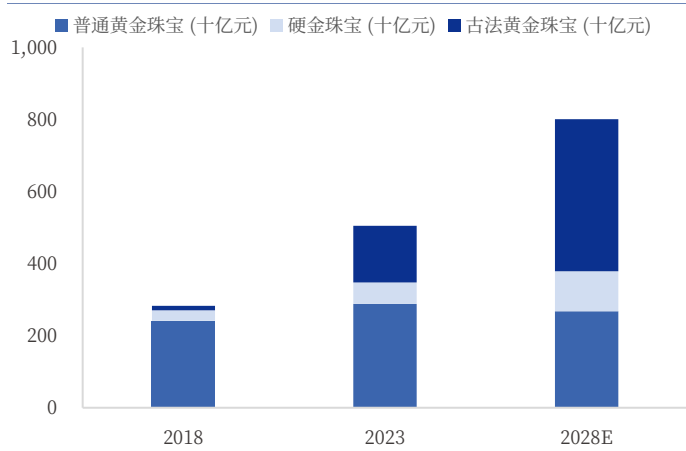
产品品类	工艺	产品特点	主要消费群体	产品价格
普通足金饰品	现代机械加工工艺	硬度不高, 产品易变形; 产品款式单一	消费群体覆盖广泛, 整体年龄偏高, 消费地主要在三四线城市	按克重计价, 500-600 元/g
古法金饰品	以传统古法手工制金工艺为主, 辅以现代机械加工工艺	古色古香, 整体呈现哑光质感; 细节处理更加精致, 没有焊接和利口点; 融合传统元素, 更具文化内涵和收藏价值	消费群体覆盖广泛, 但由于其平均客单价较高, 主力人群为具有消费能力较强的 30-45 岁人群	一口价, 折合 800-1200 元/g
3D 硬金饰品	现代机械加工工艺	同体积下重量仅为普通足金的 30%; 硬度高, 不易变形, 具有高耐磨性; 极具立体感	以年轻时尚消费者群为主	一口价, 折合 600-750 元/g
5G 黄金饰品	现代机械加工工艺	耐磨性高、纯度高、韧性强; 硬度高、重量轻、质感足、色泽亮、款式时尚感强	以年轻时尚消费者群为主	一口价, 折合 600-700 元/g

资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 灼识咨询, 中国银河证券研究院

注: 产品价格参考 2024 年

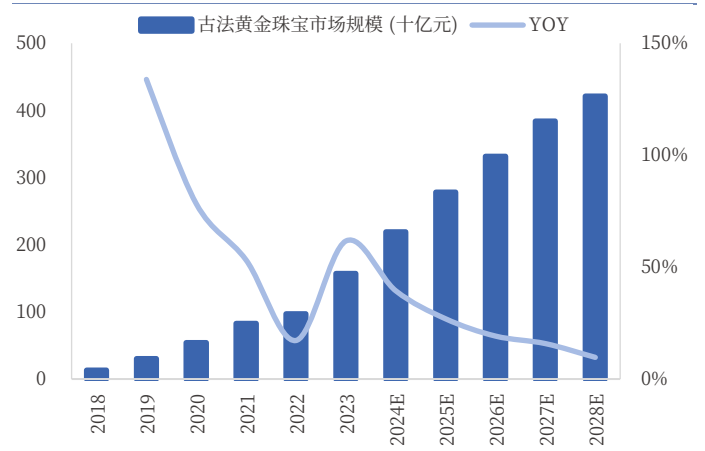
**中国古法黄金市场快速扩张, 是黄金珠宝增速最快的细分品类。**据中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文统计数据, 2018-2024 年, 我国古法黄金市场规模由 130 亿元增长至 1573 亿元, 在足金饰品市场的份额占比由 4.6% 提升至 31.2%, 2018-2024 年 CAGR 高达 64.6%, 远超同期普通黄金珠宝和硬金珠宝的增长速度, 分别为 3.6% 和 15.5%。在居民消费升级与“国潮”文化兴起的双重带动下, 兼具中国传统元素、高文化附加值与鲜明个性化特征的黄金产品广受消费者青睐。古法金饰品作为中国传统制金工艺传承的核心载体, 未来仍将延续快速增长态势。

图38: 中国足金珠宝市场规模 (按加工技术分类)



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文, 老铺黄金招股说明书, 中国银河证券研究院

图39: 中国古法黄金珠宝市场规模 (按销售收入)



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文, 老铺黄金招股说明书, 中国银河证券研究院

**老铺黄金率先开创国内古法金赛道, 主流珠宝品牌相继完成布局。**2009 年, 老铺黄金率先推出“古法金”概念, 打造兼具传统工艺、文化底蕴与时尚属性的黄金产品, 开创国内古法金消费新热潮。2017 年, 周大福推出“传承系列”, 凭借社交媒体的广泛传播迅速走红, 全面引爆国内古法金市场热潮。此后, 各大珠宝品牌纷纷布局, 推出自有古法金系列产品, 周生生推出“文化祝福”系列与“传奇”系列, 中国黄金推出“承福金”系列等。

图40: 老铺黄金-老铺金饰



资料来源: 老铺黄金官网, 中国银河证券研究院

图41: 周大福“传承”系列



资料来源: 京东周大传承旗舰店, 中国银河证券研究院

**周大福古法金的定价模式分为计价类与定价类两种。**

1) 计价类古法黄金首饰定价模式与普通足金首饰类似, 价格由“金价×克重+手工费”构成, 因古法工艺制作流程更复杂、耗时更长, 产品设计与工艺复原度显著优于普通足金产品。以周大福素圈黄金戒指为例, 普通足金产品工费约 66.7 元/克, 而“传承系列”古法金产品折合工费约 131.8 元/克, 几乎为前者的两倍。

2) 定价类古法金采用“一口价”模式, 多为工艺繁复精美、设计属性突出、镶嵌钻石或宝石的高端款式, 兼具文化与时尚溢价, 产品溢价能力及毛利水平更高。老铺黄金产品全部采用“一口价”模式, 主打纯手工古法工艺与文化收藏价值。

表8: 黄金产品的定价模式对比

	周大福-普通足金	周大福-古法黄金 (计价类)	周大福-古法黄金 (定价类)	老铺黄金
产品图				
产品	婚嫁三金素圈黄金戒指	经典传承系列素圈戒指	经典传承系列-黄金镶嵌双层钻石足金镶钻戒指	古法手工足金指环·繁星钻戒(窄边款)
计价方式	(金价*克重)+手工费	(金价*克重)+手工费	一口价	一口价
克重	1.8g	4.25 g	5.2g	5.8g
手工费	120 元	560 元		
价格	2386 元	5894 元	17800 元	13455 元
折算单克价	1326 元/克	1387 元/克	3423 元/克	2320 元/克

资料来源: 周大福官网, 天猫旗舰店, 中国银河证券研究院,

注: 价格时间为 2025/11/6

**周大福与老铺黄金在售后服务体系上呈现差异化布局。**周大福售后服务体系较为完善, 覆盖产品维修、退换货及黄金旧饰回收等多个环节, 构建完整的消费服务闭环, 可有效提升客户黏性与复购率。其中, 公司提供标准化维修流程及参照当日金价的旧金换新服务, 凸显规模化连锁品牌的运

营优势。相较之下，老铺黄金更聚焦高端工艺与长期保值属性，主打产品终身保养与人工维护，虽不提供回收服务，但在精细化维修及文化收藏价值层面具备差异化竞争定位。

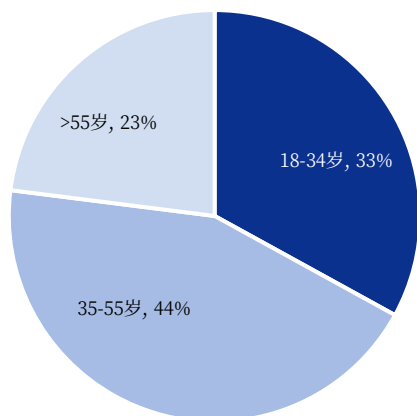
表9：周大福与老铺黄金售后服务对比

项目	周大福	老铺黄金
维修服务	提供戒指调圈、翻新、抛光、整形、焊接、重穿珠链、手链/项链调整、清洗及检测等服务。部分款式维修需经专业珠宝工匠师检查，如涉及加金或更换配件需另行收费。	提供终身保养售后维修服务，涵盖免费的简单清洗、珠宝细微调整及穿戴服务。损坏更换的珠宝零件提供收费保养服务。
退货政策	周大福官方网站购买产品可五天退货，不支持回购换货服务	一般情况下不退货或换货；若存在质量问题或特殊情形，可根据相关规定退换。
回收/换新	提供黄金旧饰换新服务，可按当日金价回收旧金，依据饰品成色、克重及损耗扣除工费后抵扣新饰价格	暂无官方回收或以旧换新服务

资料来源：周大福公司官网，老铺黄金招股说明书，中国银河证券研究院

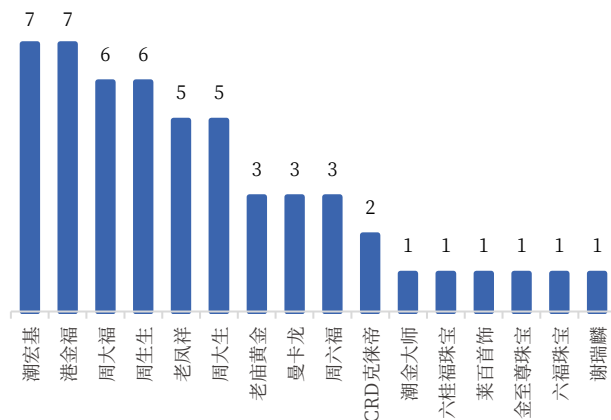
**黄金消费年轻化趋势凸显，IP 联名金饰在年轻消费群体中快速走红。**当前黄金消费年轻化进程持续加速，据世界黄金协会数据显示，18-34 岁消费群体已贡献 33% 的金饰零售额，成为黄金市场的核心增长驱动力。年轻群体更注重产品悦己与社交属性，推动轻量化、小克重、设计感突出的金饰品类快速流行。各大黄金珠宝品牌积极联动二次元、动漫、游戏等文化符号，推出 IP 联名黄金饰品系列产品。据角研社不完全统计，2025 年前三季度，国内已有 16 个黄金珠宝品牌与 47 个 IP 达成 53 次联名合作，周大福、潮宏基、周生生等头部品牌相继推出《黑神话：悟空》、哆啦 A 梦、三丽鸥等 IP 合作款。该类产品多采用“一口价”定价模式，单克金价普遍高于实时金价，依托主题化设计，兼具收藏性、社交性与时尚价值。

图42：各年龄段金饰消费者占比（2024 年，按零售额计）



资料来源：中国黄金协会，世界黄金协会，中国银河证券研究院

图43：黄金品牌 IP 联动频次（2025Q1-3）



资料来源：角研社，中国银河证券研究院

注：不完全统计

### (三) 黄金首饰保值属性凸显 培育钻石冲击天然钻石市场

#### 1. 金价上涨，黄金首饰保值增值属性提升

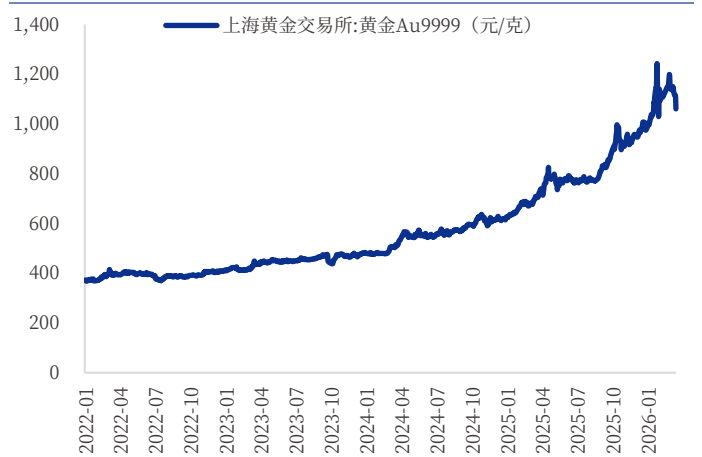
**全球金价持续上行，黄金资产保值功能强化。**2023年以来，在美国降息周期、地缘政治复杂化、各国央行增持等多重因素驱动下，全球黄金价格大幅上涨，伦敦金现货价格最高曾达到5416美元/盎司，较2023年初上涨196%；上海黄金交易所黄金价格最高曾达1243元/克，较2023年初上涨202%。黄金的金融属性不断强化，其抗通胀和财富储值功能成为居民资产配置的重要选择，黄金首饰逐渐由消费品向投资型消费转变，保值增值特征愈加突出。

图44：伦敦金现货价



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院，注：数据截止到2026/3/19

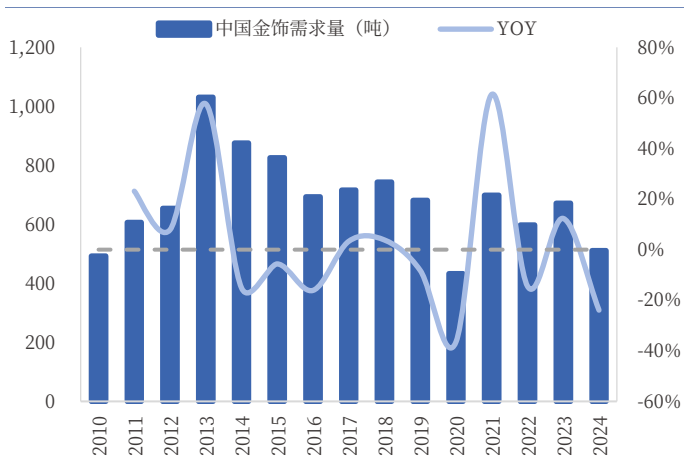
图45：上海黄金交易所黄金价格



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院，注：数据截止到2026/3/19

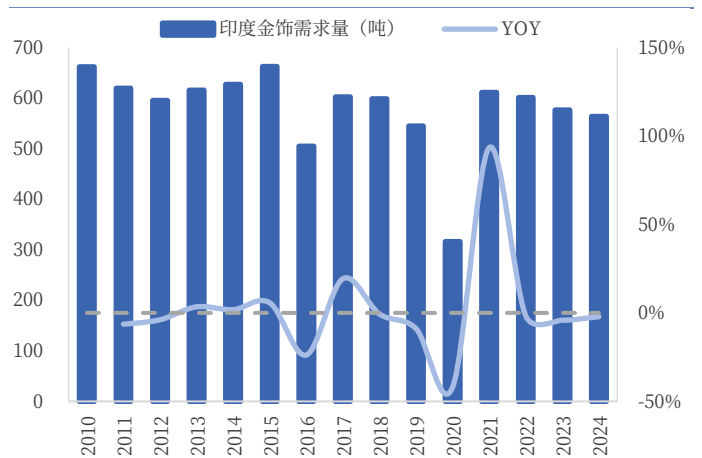
**量跌价升，市场规模逆势增长，印证黄金价值属性。**金价大幅上涨抑制了部分消费需求，导致黄金首饰消费量同比下降，据世界黄金协会统计数据，2024年中国金饰需求量为511吨，同比-23.9%；印度金饰需求量为563吨，同比-2.2%。得益于消费者对黄金首饰保值增值属性的溢价支付意愿，价格大幅上升、销量同比承压背景下，整体市场规模仍维持增长。据中国珠宝玉石首饰行业协会、中国黄金协会、弗若斯特沙利文统计数据，2024年中国黄金珠宝市场规模达5688亿元，同比+9.8%；据欧睿统计数据，2024年印度黄金珠宝市场规模达48843亿卢比，同比+11.5%。

图46：中国黄金饰品需求量



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

图47：印度黄金饰品需求量

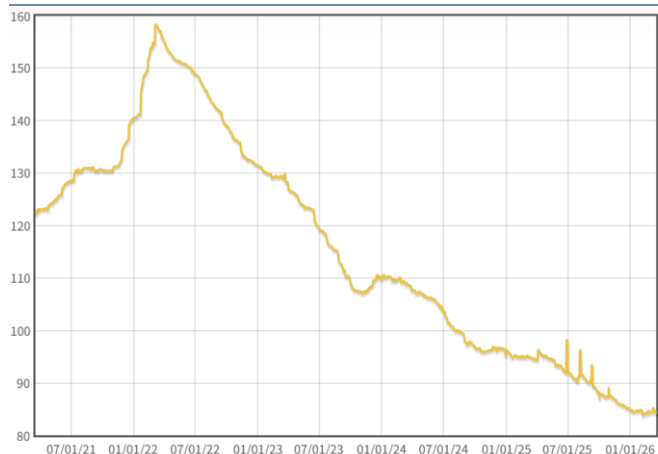


资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

## 2. 钻石市场承压，实验室培育钻石快速崛起

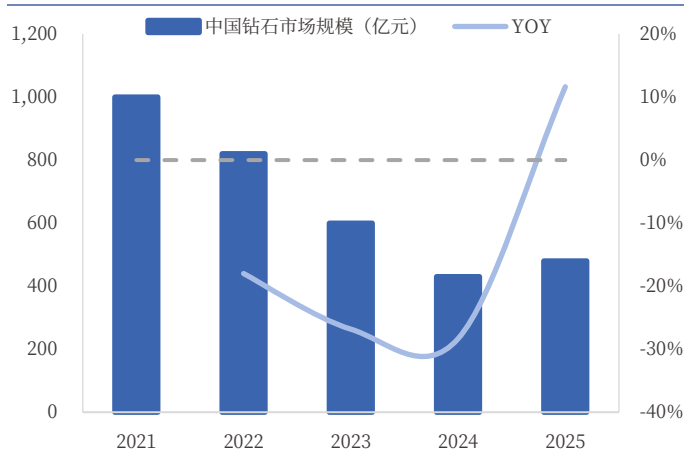
**低成本实验室培育钻石行业快速崛起，天然钻石的财富储存属性逐步弱化。**培育钻石供给快速扩张导致全球钻石价格持续承压，据国际钻石交易所(IDEX)数据，IDEX 钻石价格指数在 2021~2022 年上行，此后连续四年大幅回落，截至 2026 年 3 月 19 日达到 84.32，较 2022 年高点累计下跌 46.8%。据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，2025 年中国钻石市场规模为 480 亿元，同比+11.6%，有所改善；但较 2021 年下降 52.0%，2021~2025CAGR -16.8%。

图48: IDEX 钻石指数



资料来源: 国际钻石交易所, 中国银河证券研究院

图49: 中国钻石市场规模



资料来源: 中国珠宝玉石首饰行业协会, 中国银河证券研究院

## (四) 中国黄金首饰集中度提升，周大福是行业引领者

### 1. 黄金税改促进行业向头部品牌集中

**2025 年 10 月 29 日，财政部与税务总局联合发布了《关于黄金有关税收政策的公告》。**政策执行期设定为 2025 年 11 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，适用时间以发生实物交割出库时点为准。政策首次在税收上将黄金用途界定为“投资性”与“非投资性”两大类，并据此适用不同的增值税处理方式：投资性用途，交易所对会员单位购入实行“增值税即征即退”并免附加税；会员再销售或加工为投资金产品时缴纳增值税但只能开普通发票（法定金质货币除外）。非投资性用途，交易所免征增值税并开普通发票；一般纳税人按发票金额×6%计算进项税额；再销售环节可开增值税专用发票并按现行规定缴纳增值税。

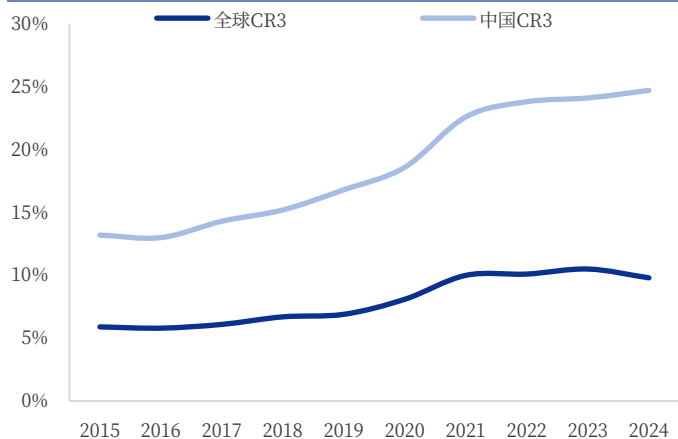
**该政策提升行业整体税负，公告发布后品牌黄金饰品价格出现短期波动。**一般纳税人通常可按 13% 税率抵扣进项税额，非投资用途的标准黄金购入以 6% 扣除率计算进项税额，对应用金成本提升 7%。企业采购成本上升将通过向下游消费者提价实现成本转嫁。新政实施后的首个交易周（11 月 3 日）市场反应剧烈，周大福、老凤祥等头部品牌普遍上调挂牌价约 5%-6%以覆盖新增的税负成本，11 月 5 日随国际金价回落有所下调。

**税改驱动市场向头部集中。**税改导致用金成本上升，并通过链条向零售端传导，短期压缩中下游利润、长期考验品牌的定价与成本转嫁能力。政策强化了官方平台的资源与议价权，推动交易数据、资金流、票据流在平台内闭环，具备交易所会员资格、品牌溢价与高毛利品类（如一口价/古法金）占比高的企业更具成本消化与价格传导能力，市占率有望提升；相反，依赖低税套利与薄利周转的中小商家出清。

## 2.中国珠宝品牌市场集中度持续提升，行业头部效应愈发凸显

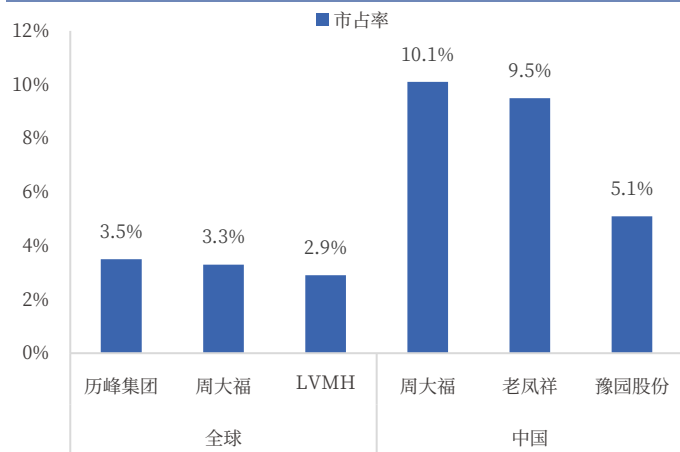
据欧睿数据，全球珠宝行业 CR3 由 2015 年的 5.9% 升至 2024 年的 9.8%，行业集中度仍处于偏低水平，市场竞争格局较为分散；同期中国珠宝市场 CR3 由 13.2% 大幅提升至 24.7%，头部品牌市场份额呈加速集中态势。2024 年，全球珠宝行业 Top3 品牌分别为历峰集团、周大福、LVMH，市占率分别为 3.5%、3.3%、2.9%；中国市场则由周大福、老凤祥、豫园股份领衔，市占率分别为 10.1%、9.5%、5.1%。

图50：全球与中国珠宝市场集中度变化趋势（按销售额）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

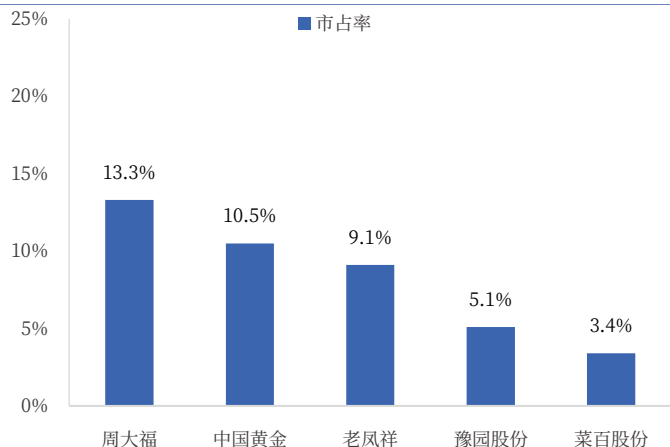
图51：全球与中国 Top 3 珠宝品牌市占率（2024 年）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

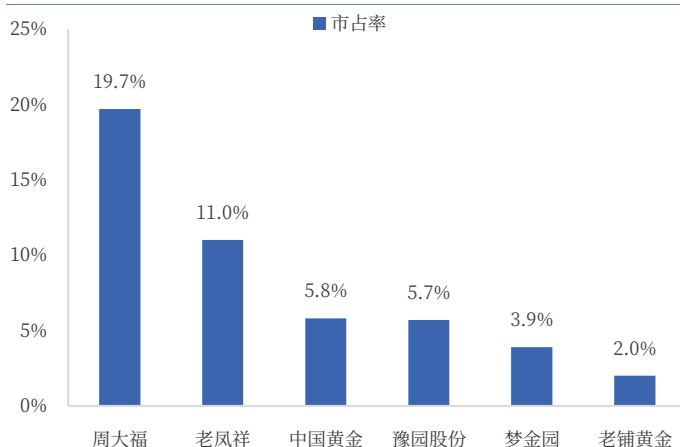
**中国黄金珠宝市场集中度较高。**据弗若斯特沙利文统计数据，2024 年中国黄金珠宝市场 CR5 达 41.4%，其中周大福以 13.3% 的市占率位居首位，其次为中国黄金、老凤祥、豫园股份及菜百股份，市占率分别为 10.5%、9.1%、5.1%、3.4%。在古法黄金细分领域，2023 年中国古法黄金市场 CR5 为 46.1%。其中周大福以 19.7% 的市场份额稳居行业首位，其次为老凤祥、中国黄金、豫园股份及梦金园，市占率分别为 11.0%、5.8%、5.7%、3.9%。老铺黄金位列中国古法黄金珠宝第七位，聚焦高端市场，2023 年其古法黄金珠宝占整体市场 2.0%。

图52：2024 年中国黄金珠宝市占率（按黄金珠宝收入）



资料来源：弗若斯特沙利文，周大福招股说明书，中国银河证券研究院

图53：2023 年中国古法黄金珠宝市占率

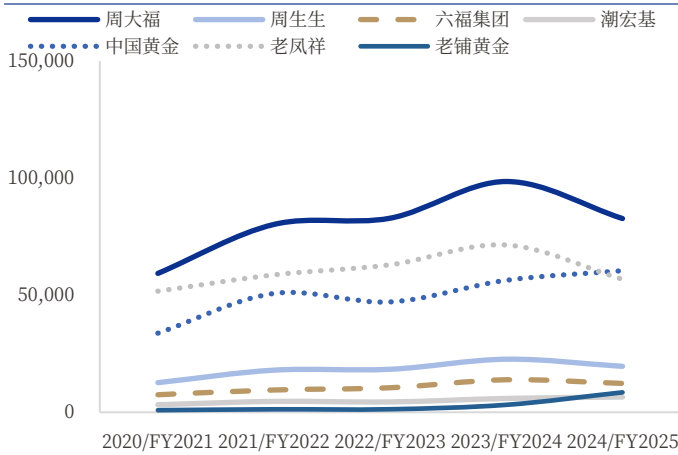


资料来源：弗若斯特沙利文，老铺黄金招股说明书，中国银河证券研究院

**周大福较友商规模领先。**周大福 FY2025（2024/4/1~2025/3/31）实现营业收入 827 亿元人民币，显著领先于中国黄金（2024 年 605 亿元）、老凤祥（2024 年 568 亿元）、周生生（2024 年 196

亿元)、六福集团(2024/4/1~2025/3/31, 123 亿元)。盈利方面, 周大福毛利率高于批发为主的老凤祥和中国黄金, 在 FY2024 及之前低于其余零售品牌, 但 FY2025 在“一口价”黄金产品占比上升带动下, 毛利率达到 29.5%, 超过周生生和潮宏基。

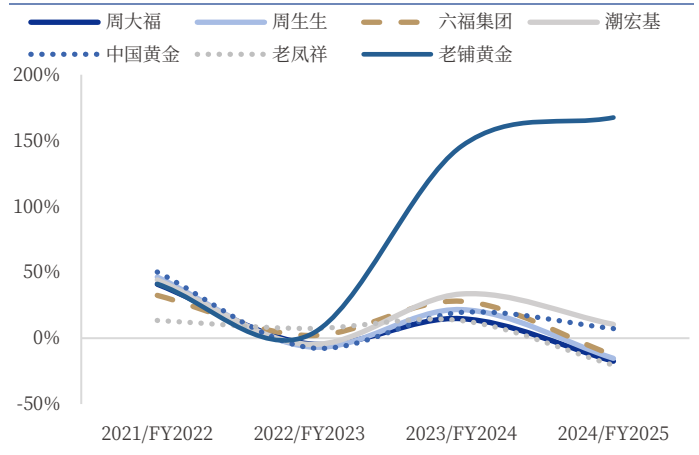
图54: 可比公司营业收入对比 (百万元人民币)



资料来源: iFinD, 各公司公告, 中国银河证券研究院

注: 周大福、六福集团报表年结日为 3 月 31 日。为使可比接近, 2024 年, 周大福、六福集团取 FY2025 财务数据, 其余年同理

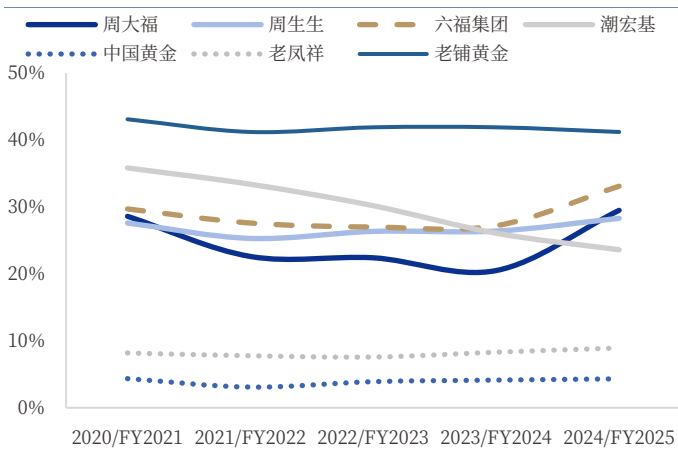
图55: 可比公司营收 YOY 对比



资料来源: iFinD, 各公司公告, 中国银河证券研究院

注: 周大福、六福集团报表年结日为 3 月 31 日。为使可比接近, 2024 年, 周大福、六福集团取 FY2025 财务数据, 其余年同理。营收 YOY 使用原始货币口径计算。

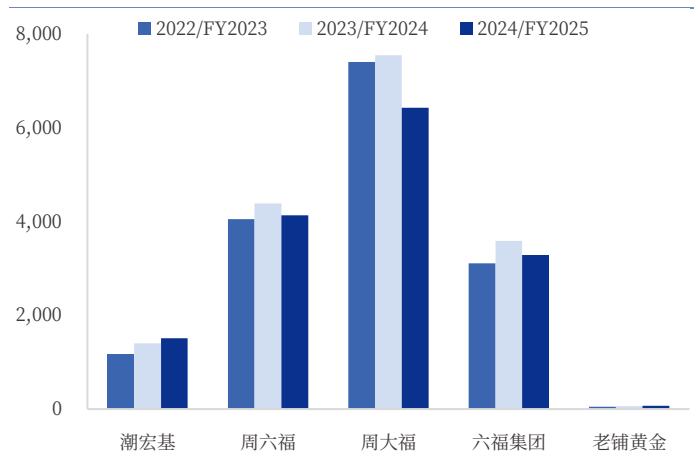
图56: 可比公司销售毛利率对比



资料来源: iFinD, 各公司公告, 中国银河证券研究院

注: 周大福、六福集团报表年结日为 3 月 31 日。为使可比接近, 2024 年, 周大福、六福集团取 FY2025 财务数据, 其余年同理

图57: 可比公司门店数量对比



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

注: 周大福、六福集团报表年结日为 3 月 31 日。为使可比接近, 2024 年, 周大福、六福集团取 FY2025 财务数据, 其余年同理

表10: 各黄金珠宝品牌门店结构与销售额对比

	周大福珠宝-内地 FY2025	潮宏基珠宝店 2024	周六福 2024	老铺黄金 2025
门店数量	6274	1511	4129	45
加盟店	4711	1272	4038	
自营店	1563	239	91	45
店铺平均年销售额 (万元)	1,188	332	60	57,317
加盟店平均年销售额	895	253	51	
自营店平均年销售额	2,072	753	502	57,317

资料来源: 各公司公告, 潮宏基招股说明书, 周六福招股说明书, 老铺黄金招股说明书, 中国银河证券研究院,

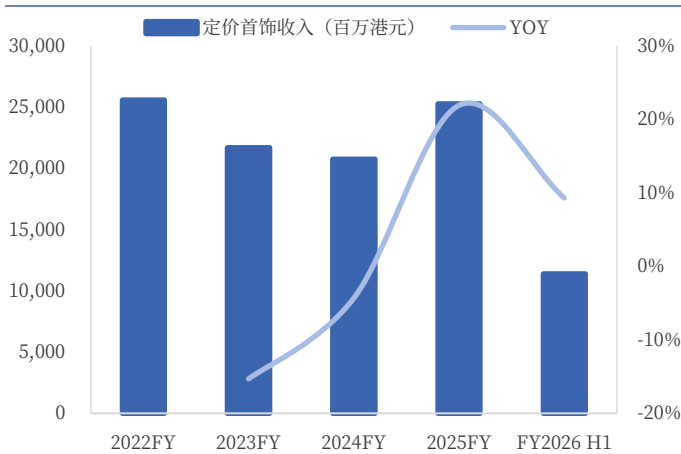
注: 1) 周大福门店数量为内地周大福珠宝品牌门店数量, 店铺平均年销售额使用中国内地收入代替周大福珠宝品牌收入作为分子, 中国内地收入中周大福珠宝占绝大部分比例; 2) 潮宏基门店销售额只包括珠宝, 不包括手袋; 3) 周六福加盟店平均年销售额不包括服务费, 加盟店平均年销售额偏低, 主要是周六福加盟模式差异导致, 历史上加盟商采购的绝大多数产品从授权供应商采购; 4) 老铺黄金为门店销售业绩; 5) 周大福珠宝店铺平均年销售额货币为港元, 其余均为人民币

### 三、品牌重塑在继续，盈利提升可持续

#### (一) 产品结构持续优化，从“卖黄金”到“卖品牌”

**定价产品系列持续发力。**公司持续推进定价首饰（一口价产品）的推广与销售，在标志性产品系列及翡翠首饰的带动下保持较强的增长动力，2025 财年定价首饰零售&批发收入实现 252.7 亿港元，同比+21.9%。2026 财年第三季度，定价首饰在内地市场的零售值同比增长 59.6%，零售值占比已达到 40.1%，同比+10.7 pct。

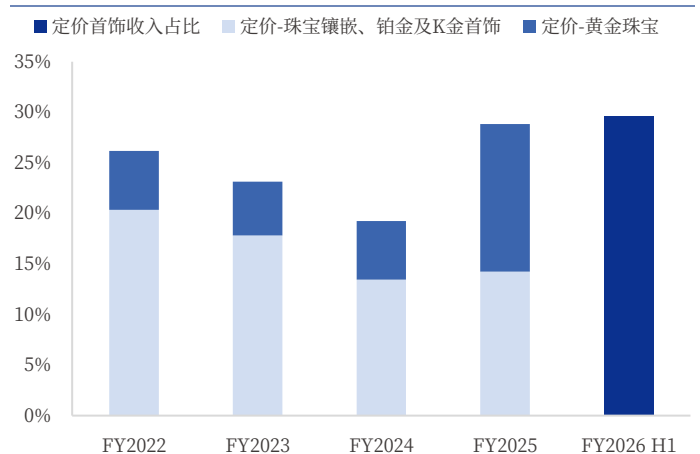
图58：周大福定价首饰收入规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：不包括珠宝贸易及来自加盟商的服务收入

图59：周大福定价首饰收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：不包括珠宝贸易及来自加盟商的服务收入

#### 1. 深度布局古法黄金赛道，在古法黄金市场中处于头部地位

传承系列是周大福 2017 推出的古法黄金旗舰标杆，以“传艺·承美”为核心理念，历经多年迭代已延伸出经典传承、国韵传承、盛世华彩传承等多个子系列，覆盖吊坠、手镯、手链等全品类。此外，公司自 2024 年以来陆续推出传福、故宫、传喜三大新系列，精准匹配大众对吉祥文化的需求，差异化补充传承系列的价格带与场景。2025 财年，传承系列占内地黄金首饰及产品零售值的 39%，传福系列和故宫系列零售值均达到约 40 亿港元。

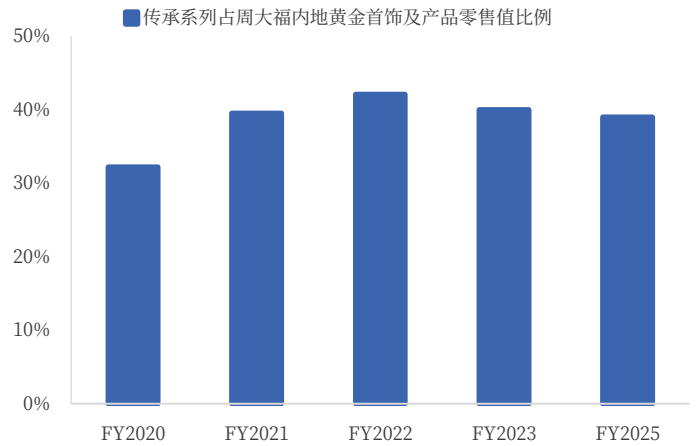
根据老铺黄金招股说明书数据，2023 年中国古法黄金珠宝的市场规模为 1573 亿元，CR5 为 46.1% 份额，周大福市占率达到 19.7%，预计古法黄金珠宝收入 31.0 亿元。

图60: 周大福传承系列海报



资料来源: 周大福官网, 中国银河证券研究院

图61: 传承系列占周大福内地黄金首饰及产品零售值比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图62: 周大福传福、故宫、传喜系列海报



资料来源: 周大福公司公告, 中国银河证券研究院

## 2. 积极寻求跨界合作与年轻化内容创新激发品牌活力

**多维度 IP 联名合作落地, 覆盖多元年轻文化圈层。**公司持续与头部文化 IP 开展跨界联名, 精准匹配年轻消费群体的兴趣偏好, 先后与《黑神话: 悟空》《鬼灭之刃》《Chiikawa》《如果历史是一群喵》等国内外高人气动漫、游戏 IP 推出联名产品, 将 IP 文化元素与黄金珠宝设计深度融合, 打造兼具话题度与消费属性的爆款产品。

图63: 周大福 x 黑神话联名



资料来源: 周大福公众号, 中国银河证券研究院

图64: 周大福 x Chiikawa 联名



资料来源: 周大福公众号, 中国银河证券研究院

**率先布局宠物珠宝赛道，开创情感消费新场景。**2025年3月，公司推出专为宠物爱好者打造的CTF PET 宠物珠宝系列，成为首个推出此类产品的中国珠宝商，该系列涵盖二十余款足金吊饰，覆盖主人佩戴与宠物佩戴双场景，紧扣宠物经济与情感消费的行业趋势。

图65: 周大福宠物专属饰品



资料来源: 中国日报网, 中国银河证券研究院

图66: 周大福宠物珠宝手链



资料来源: 中国日报网, 中国银河证券研究院

### 3.进军高端奢侈品珠宝赛道，引入顶级奢侈品行业人才，推进品牌高端化布局

2025年6月，公司正式发布全新高级珠宝系列「和美东方 Timeless Harmony」，该系列是首个完全以中华文化为灵感的高级珠宝系列，以“华夏美学，当代创绎”为定位，填补了公司高端珠宝产品线的空白。

2026年3月，公司正式委任国际奢侈品及创意产业专家谢鼎鸿为全球创意总监，统筹全球产品设计、视觉形象及品牌叙事策略，为品牌高端化提供核心创意支撑。谢鼎鸿曾担任爱马仕中国区创意总监，是该品牌首位驻巴黎总部以外的创意总监，并拥有 Burberry、Uniqlo 等国际知名品牌的核心项目操盘经验。

#### 4. 巩固天然钻石领域领先地位

**T·MARK:** 公司于 2016 年推出 T·MARK 钻石品牌，凭借专利纳米印记技术为每颗钻石雕刻专属编号，印记厚度仅为发丝的 1/500，实现钻石来源透明度的行业突破。同时，依托「CTF for You」珠宝订制平台推出「T·MARK 钻石印记订制」服务，支持消费者在钻石上镌刻专属文字或讯息，该服务还将于 2026 财政年度内拓展至雕刻图像，为产品注入情感价值。

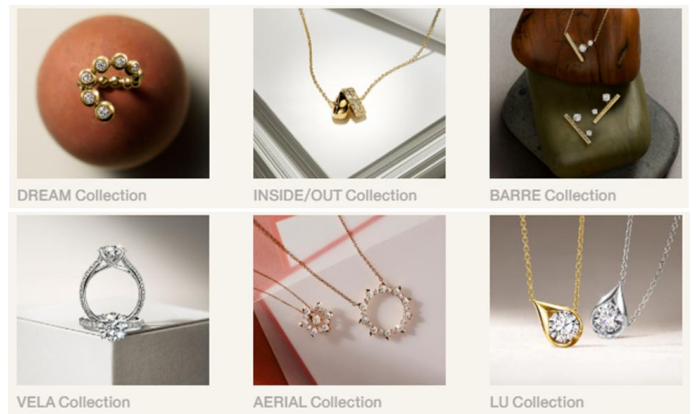
**HEARTS ON FIRE:** 2026 财年上半年推出标志性 Inside/Out 系列，在社交媒体推广、名人佩戴及专属 VIP 活动带动下，该系列期内占 HEARTS ON FIRE 全球营业额的 13%。同时，品牌持续推进策略性渠道扩张，于澳门美狮美高梅、台北微风信义开设新店，并在内地顶级购物中心北京 SKP 设置独立零售柜台，通过优化内地零售网络实现营运效率提升。

图67: 周大福 T·MARK 宣传海报



资料来源: 周大福官网, 中国银河证券研究院

图68: 周大福 HEARTS ON FIRE 产品系列



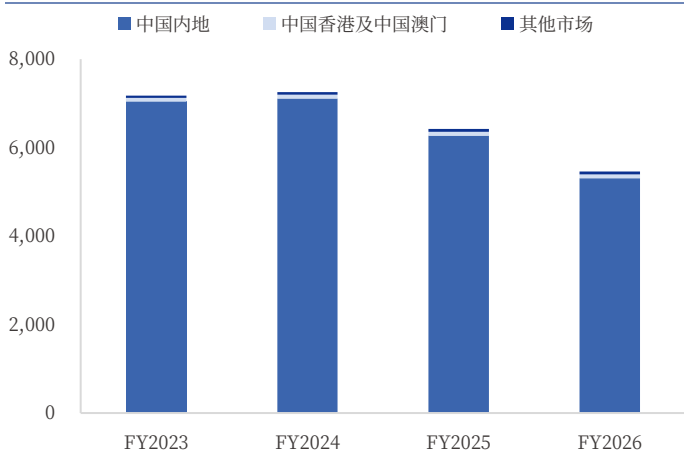
资料来源: HEARTS ON FIRE 官网, 中国银河证券研究院

## (二) 低效门店优化+高端大店布局, 渠道结构提质增效

### 1. 线下渠道提质增效, 重塑零售体验

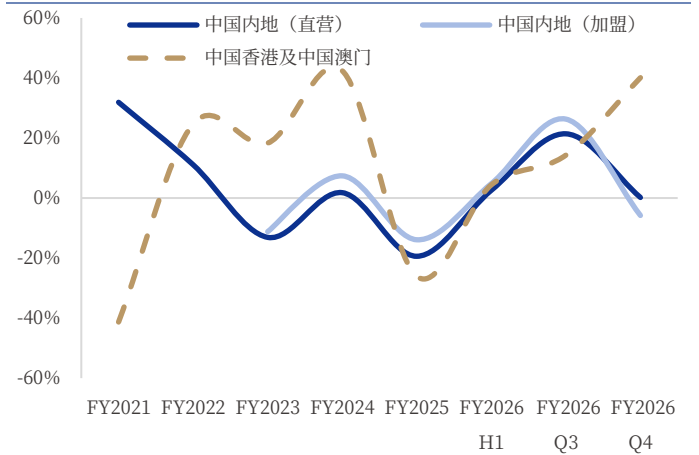
**聚焦优化门店生产力。** 公司对线下零售网络进行系统性优化，专注于提升门店生产力及盈利质量。截至 2026 年 3 月 31 日，中国内地市场周大福珠宝门店数量降至 5305 家，较 2025 年 3 月 31 日净闭店 969 家。2026 财年上半年/第三季度/第四季度，中国内地直营店同店销售分别增长 +2.6%/+21.4%/+0.2%，加盟店同店销售分别增长 +4.8%/+26.3%/-5.8%。

图69: 周大福珠宝门店数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图70: 周大福同店销售增长



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**开设新形象店重塑顾客体验。**公司持续推进高端新形象店的开设, 重点布局国内一线及新一线城市的高端购物中心与核心商圈。2026 财年上半年, 公司于北京、石家庄及澳门新增 3 间新形象店, 截至 2025 年 9 月 30 日合计设有 8 间新形象店; 2025 年 12 月, 公司于上海港汇恒隆广场开设全新形象店, 正式入驻国内核心高奢商业地标, 门店以东方雅韵为美学理念, 打造集珠宝试戴、高端消费、品牌体验于一体的精品空间。据公司披露, 高端新形象店自开业以来, 每月销售持续高于同区门店平均水平。

图71: 周大福上海港汇恒隆广场全新形象店



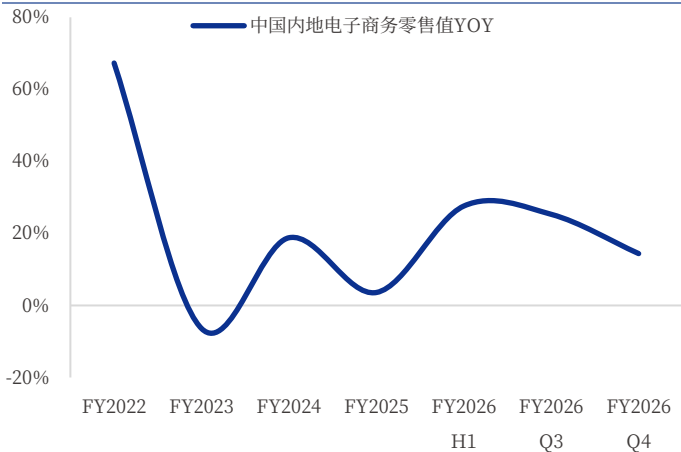
资料来源: 周大福官网, 中国银河证券研究院

## 2.线上渠道占比持续提升, 深度赋能品牌转型

1) 主流电商平台: 公司已完成天猫、京东、抖音等主流公域电商平台的全覆盖, 连续多年稳居珠宝类目销售前列, 2025 年双十一期间 (10.15~11.11) 为天猫黄金店铺成交第二名、天猫镶嵌珠宝店铺成交第一名。2026 财年第四季度, 中国内地电商零售值同比+14.4%, 占中国内地零售值的 6.6%、销量的 16.5%。

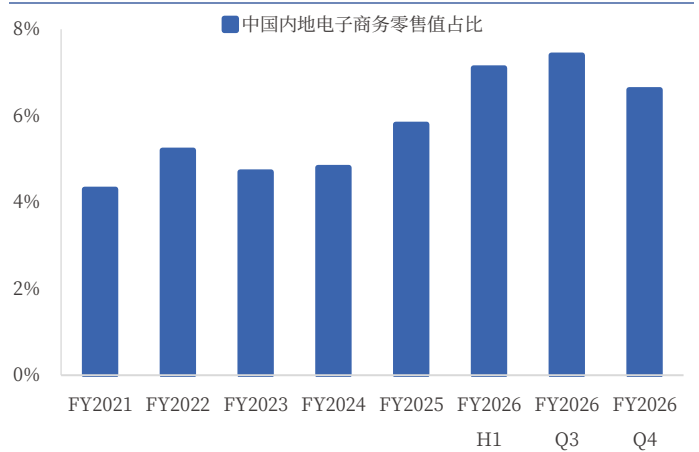
2) 新兴平台: 公司积极布局内容策划、主播合作及线上实时互动, 重点布局抖音、视频号等内容电商平台。2026 财年上半年, 直播渠道贡献了线上销售零售值的 17.6%。同时, 新兴平台成为公司品牌、产品推广的重要渠道, 通过直播首发热门 IP 联名产品, 小红书平台最热门帖文互动量最高突破 65 万次。

图72: 周大福中国内地电子商务零售值同比增长率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图73: 周大福中国内地电子商务零售值占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 数字化与创新技术赋能增长

#### 1. 数字化转型是公司的重要策略

2024年, 公司将“加速数字化转型”正式纳入集团五大策略方针为核心里程碑, 将数字化定位为企业长期发展的核心动能, 启动自上而下的长期战略规划。战略落地层面, 公司设立首席数码官(CDO)岗位, 打破传统IT部门“业务提需求、技术做执行”的线性模式, 构建技术与业务双向协同的创新机制; 在CDO主导下完成IT团队组织重构, 设立零售体验与CRM会员、数据、数字化供应链、内部管理四大产品线, 形成边界清晰、协同联动的数字化组织底座。

表11: 周大福IT团队产品线

IT 产品线	主要功能
零售体验与CRM会员产品线	专注打通线上线下的客户旅程
数据产品线	将门店、工厂的关键数据沉淀分析, 反哺业务决策
数字化供应链产品线	推动“小单快返”, 让生产更灵活
内部管理产品线	覆盖人、财、事等基础运营

资料来源: 哈弗商业评论公众号, 中国银河证券研究院

#### 2. 构建全域全渠道无缝消费闭环

公司围绕腾讯生态工具完成线上线下全渠道触点打通, 构建覆盖用户全生命周期的消费体验闭环: 通过企业微信实现导购与消费者离店场景的长期稳定连接, 借助小程序打通门店缺货场景的线上下单、送货到家履约链路, 同时通过私域场景的精细化运营(朋友圈推荐新品、派发优惠券等)实现用户潜在需求的持续触达, 打破传统零售“离店即交易终点”的用户旅程边界。

#### 3. 革新CTF Club会员计划

公司于2025财年革新CTF Club会员计划, 推出全新的会员等级制度及多币种周大福积分制度, 推动全球市场会员制度一体化。中国大陆会籍按消费门槛分为6个层级, 除零门槛挚友会籍永久有效外, 其余付费等级有效期均为1年; 积分计划实行1年有效期管理, 核心用途为抵现、换礼

与活动报名。截至 2025 财年，周大福 CTF Club 有效会员数达 5370 万人，年内内地与港澳市场合计约 65% 的销售由现有会员贡献，内地/港澳地区会员平均消费额分别同比+15%/+17%。

图74：周大福中国大陆会籍制度



资料来源：周大福官网，周大福会员中心小程序，中国银河证券研究院

图75：周大福中国大陆会员积分玩法



资料来源：周大福官网，周大福会员中心小程序，中国银河证券研究院

#### 4. 数字化工具实现运营与供应链全链路提效

公司坚持业务需求导向的数字化落地逻辑，数字化团队下沉一线门店，与前线员工共创适配业务场景的数字化工具，先后推出实时门市绩效仪表盘、畅销产品洞察仪表盘，赋能前线管理层实时掌握销售、库存等核心经营数据。供应链端，公司通过数字化改造推动“小单快返”柔性生产模式落地，同时前瞻性布局 3D 打印等前沿技术，提升生产端灵活性与供应链响应效率。通过前后端需求与供应链数据全打通，将新品从设计到上架的周期从数月压缩至 1-2 周不等，爆款补单最快可 2 小时内完成最优产能规划、7 天内产品送达全国门店。

#### 5. 完成全场景 AI 应用矩阵布局

公司前瞻性布局全场景 AI 应用体系，推出系列内部 AI 助手，全面覆盖个性化客户互动、AI 智能陪练、企业销售数据洞察、社交媒体数据分析、客户洞察、产品卖点搜货等核心业务场景。其中，核心产品 AI 助理“阿福”，整合陈列 Agent、产品 Agent 等多个功能模块，可快速输出门店上新陈列指引、产品信息解读等标准化方案，将原本需要反复查阅、跨部门请教的工作简化为即时问答，大幅降低一线员工的信息检索成本与培训周期，显著提升门店运营人效。

表12：周大福 AI “阿福” 应用

AI “阿福” 应用场景	主要功能
通用智能体	通珠宝专业知识，覆盖员工日常办公全场景的全能助手：1) 多元办公服务，提供知识问答、文案创作、文生图、文生视频等功能；2) 联网信息服务，提供最新行业资讯、市场动态、风险提示等内容；3) 营销内容生成，可结合产品、节日、客户画像，匹配品牌与平台风格，生成文案、海报等营销物料
财务	面向财务场景的专才版智能体，聚焦财务日常高频需求，专注于报销流程、费用标准等财务常见问题的自动化解答
IT Helpdesk	面向 IT 技术支持场景的专才版智能体，深度连接周大福内部专业知识库，可为超 6000 家门店的员工提供高效、便捷的 IT 技术支持，快速响应并解决门店日常 IT 相关问题
HR	面向人力资源场景的专才版智能体，以企业员工手册、人事制度等官方内容为核心知识基础，凭借强大的语义理解能力，可精准解读人力资源相关政策，快速、准确地处理员工各类人事相关咨询

<p>门店陈列</p>	<p>面向门店视觉陈列场景的专才版智能体，精通珠宝视觉陈列专业能力，可整合产品推广资料、陈列指引、品牌形象规范等相关内容；员工只需输入对应产品的陈列相关问询，即可快速获取详细的陈列步骤，还能查看橱窗效果参考图，保障周大福品牌形象和产品展示在全门店的高品质与一致性</p>
-------------	---

资料来源：火山引擎公众号，中国银河证券研究院

图76：周大福 AI 应用情况



资料来源：火山引擎公众号，中国银河证券研究院

图77：周大福 AR 试戴服务



资料来源：火山引擎公众号，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测与估值

### (一) 盈利预测

**收入：**公司持续推进品牌重塑，产品、渠道布局推进顺利。FY2026/FY2027/FY2028，我们预计公司中国内地市场零售收入分别同比+12.2%/+9.4%/+7.4%，中国内地市场批发收入分别同比-7.4%/-1.7%/+1.6%，中国香港、中国澳门及其他市场收入分别同比+23.0%/+16.7%/+13.7%。整体来看，我们预计公司 FY2026/FY2027/FY2028 营业收入分别为 940/998/1063 亿港元，分别同比+4.8%/+6.2%/+6.5%。

**盈利：**我们预计公司 FY2026/FY2027/FY2028 毛利率分别为 32.9%/+30.1%/+30.3%；归母净利润分别为 89.2/100.7/113.2 亿港元，分别同比+50.8%/+12.8%/+12.4%。

表13：公司盈利预测主要指标

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万港元）	89,656	93,959	99,796	106,302
收入增长率（%）	-17.5	4.8	6.2	6.5
归母净利润（百万港元）	5,916	8,923	10,066	11,319
利润增速（%）	-9.0	50.8	12.8	12.4
EPS（港元）	0.60	0.90	1.02	1.15
PE	19.2	12.7	11.3	10.0

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2026 年 5 月 11 日）

### (二) 杜邦分析

**周大福 ROE 相对较高。**参考公司，我们选取老凤祥、潮宏基、中国黄金、老铺黄金、周生生、六福集团作为可比公司。FY2025，公司 ROE 为 22.7%，较可比公司处于较高水平，明显高于除老铺黄金以外的可比公司。拆分来看，公司归母净利率为 6.6%；资产周转率为 1.1 次，相对偏低；权益乘数 3.2，高于可比公司。

图78：可比公司杜邦分析（2025 年/FY2025）

		ROE（平均）	=	归母净利率	×	资产周转率（次）	×	权益乘数
1929.HK	<b>周大福</b>	<b>22.7%</b>		<b>6.6%</b>		<b>1.1</b>		<b>3.2</b>
600612.SH	老凤祥	13.7%		3.3%		2.4		1.7
002345.SZ	潮宏基	13.6%		5.3%		1.4		1.8
600916.SH	中国黄金	3.8%		0.4%		5.5		1.7
6181.HK	老铺黄金	64.8%		17.8%		2.0		1.8
0116.HK	周生生	12.8%		7.7%		1.0		1.6
0590.HK	六福集团	8.4%		8.2%		0.8		1.3

		毛利率	管理费率	销售费用率	财务费用率
1929.HK	<b>周大福</b>	<b>29.5%</b>	<b>4.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>0.5%</b>
600612.SH	老凤祥	9.1%	0.9%	1.8%	0.3%
002345.SZ	潮宏基	22.1%	2.9%	8.5%	0.4%
600916.SH	中国黄金	3.3%	0.4%	0.6%	0.0%
6181.HK	老铺黄金	37.6%	2.0%	11.6%	0.5%
0116.HK	周生生	32.6%	4.3%	16.6%	0.4%
0590.HK	六福集团	33.1%	2.8%	16.7%	0.2%

资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

注：周大福、六福集团为 2025 财年，对应截止日期为 2025/3/31，其余上市公司为 2025 自然年，对应截止日期为 2025/12/31；ROE、资产周转率、权益乘数均采用平均计算方式。

### (三) 相对估值

以 2026 年 5 月 11 日收盘价为基准，使用整体法计算可比公司 FY/2026E、FY/2027E PE 为 10.8/9.0 倍，估值偏低主要源于周生生、六福集团在港股上市市值较低，受流动性折价影响。我们预计周大福 FY2026/FY2027 年归母净利润为 89.2/100.7 亿港元；EPS 分别为 0.90/1.02 港元；对应 PE 为 12.7/11.3 倍。参照可比公司估值，考虑到公司作为中国黄金饰品龙头，稳步推进品牌转型，产品、渠道持续改善，未来估值仍有提升空间，**首次覆盖，给予公司“推荐”评级。**

表14: 可比公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万 CNY)		归母净利润 (百万 CNY)		PE	
					FY/2026E	FY/2027E	FY/2026E	FY/2027E	FY/2026E	FY/2027E
老凤祥	600612.SH	CNY	38.93	16,816	48,052	50,477	1,621	1,752	12.6	11.6
潮宏基	002345.SZ	CNY	10.20	9,063	10,840	12,529	715	858	12.7	10.6
中国黄金	600916.SH	CNY	9.02	15,154	77,446	82,567	641	720	23.6	21.0
老铺黄金	6181.HK	HKD	592.50	104,721	41,757	52,069	8,117	10,286	11.3	8.9
周生生	0116.HK	HKD	12.29	8,255	21,267	22,834	1,819	2,022	4.0	3.6
六福集团	0590.HK	HKD	22.82	13,398	13,952	15,755	1,396	1,576	8.4	7.4
合计 (整体法)									10.8	9.0
周大福	1929.HK	HKD	11.5	113,550	93,959	99,796	8,923	10,066	12.7	11.3

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

注: 收盘价为 2026 年 5 月 11 日, 除周大福外其余上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期; 整体法计算合计 PE, 公式为市值总和/归母净利润总和

### (四) 绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期 (FY2026-FY2032)、过渡期 (FY2033-FY2037)、永续增长期 (FY2038 及以后) 三阶段对公司进行绝对估值, 主要参数设定及依据如下表所示。以 2026 年 5 月 11 日公司股本为基准, 在加权平均资本成本 (WACC) 为 7.3%、永续增长率 (g) 为 1% 时, 公司合理每股价值为 15.03 港元, 对应市值 1482 亿港元。

在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.2%、永续增长率 (g) 正负波动 0.05% 的情况下, 公司合理每股价值区间 14.54~15.55 港元, 对应市值区间为 1435~1534 亿港元, **首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。**

表15: FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.8%	取 2026 年 5 月 9 日 10 年期中债国债到期收益率
市场预期收益率 Rm	12.0%	假设市场预期收益率为 12.0%
贝塔值(β)	0.87	取公司上市以来原始 Beta (频率为日度), 标的指数为恒生指数
WACC	7.3%	通过公式 $WACC = Kd * Wd * (1 - T) + Ke * (1 - Wd)$ 计算得到
税率 T	24.3%	参考公司历史所得税率
永续增长率 g	1%	假设公司永续增长率为 1%

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表16: 估值敏感性分析表 (港元/股)

	永续增长率 g							
	0.85%	0.90%	0.95%	1.00%	1.05%	1.10%	1.15%	
WACC	6.7%	16.26	16.34	16.41	16.49	16.56	16.64	16.72
	6.9%	15.76	15.83	15.90	15.97	16.04	16.11	16.18
	7.1%	15.29	15.36	15.42	15.48	15.55	15.61	15.68
	7.3%	14.85	14.91	14.97	<b>15.03</b>	15.09	15.15	15.21
	7.5%	14.44	14.49	14.54	14.60	14.65	14.71	14.76
	7.7%	14.05	14.10	14.14	14.19	14.25	14.30	14.35
	7.9%	13.68	13.72	13.77	13.81	13.86	13.91	13.96

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

黄金价格大幅波动的风险，公司产品主要原材料为黄金，价格跟随市场实时变化，若黄金价格大幅波动，将影响公司产品销售价格及消费者需求，进而影响公司业绩表现。

市场竞争加剧的风险，黄金珠宝行业参与者众多，若市场竞争加剧，将对产品销售产生压力，影响公司销量、产品售价及盈利能力。

消费需求表现不及预期的风险，黄金珠宝消费受居民消费力影响，若消费需求表现不及预期，将影响公司同店销售，进而影响业绩。

## 六、附录

### (一) 营业收入拆分

表17: 营业收入-分区域和营运模式

	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY	2025FY
<b>营业收入 (百万港元)</b>	<b>70,164</b>	<b>98,938</b>	<b>94,684</b>	<b>108,713</b>	<b>89,656</b>
YOY	23.6%	41.0%	-4.3%	14.8%	-17.5%
<b>中国内地</b>	<b>59,698</b>	<b>86,932</b>	<b>81,623</b>	<b>89,698</b>	<b>74,556</b>
YOY	46.5%	45.6%	-6.1%	9.9%	-16.9%
营收占比	85.1%	87.9%	86.2%	82.5%	83.2%
零售收入	35,716	43,794	37,229	38,580	32,392
YOY	33.3%	22.6%	-15.0%	3.6%	-16.0%
区域收入占比	59.8%	50.4%	45.6%	43.0%	43.4%
批发收入	23,982	43,138	44,395	51,118	42,163
YOY	71.7%	79.9%	2.9%	15.1%	-17.5%
区域收入占比	40.2%	49.6%	54.4%	57.0%	56.6%
<b>中国香港, 中国澳门及其他市场</b>	<b>10,466</b>	<b>12,006</b>	<b>13,061</b>	<b>19,015</b>	<b>15,101</b>
YOY	-34.5%	14.7%	8.8%	45.6%	-20.6%
营收占比	14.9%	12.1%	13.8%	17.5%	16.8%
零售收入	9,123	10,114	11,566	16,239	12,376
YOY	-38.7%	10.9%	14.3%	40.4%	-23.8%
区域收入占比	87.2%	84.2%	88.5%	85.4%	82.0%
批发收入	1,343	1,892	1,496	2,776	2,724
YOY	20.7%	40.9%	-20.9%	85.6%	-1.9%
区域收入占比	12.8%	15.8%	11.5%	14.6%	18.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表18: 营业收入-分产品

	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY	2025FY
<b>营业收入 (百万港元)</b>	<b>70,164</b>	<b>98,938</b>	<b>94,684</b>	<b>108,713</b>	<b>89,656</b>
YOY	23.6%	41.0%	-4.3%	14.8%	-17.5%
<b>零售销售&amp;向加盟商/分销商批发</b>	<b>69,289</b>	<b>97,799</b>	<b>93,729</b>	<b>107,757</b>	<b>87,546</b>
YOY	23.2%	41.1%	-4.2%	15.0%	-18.8%
营收占比	98.8%	98.8%	99.0%	99.1%	97.6%
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰	16,706	19,916	16,705	14,480	12,478
YOY		19.2%	-16.1%	-13.3%	-13.8%
营收占比	24.1%	20.4%	17.8%	13.4%	14.3%
黄金首饰及产品 (定价)	3,951	5,671	4,962	6,247	12,790
营收 YOY		43.5%	-12.5%	25.9%	105.5%

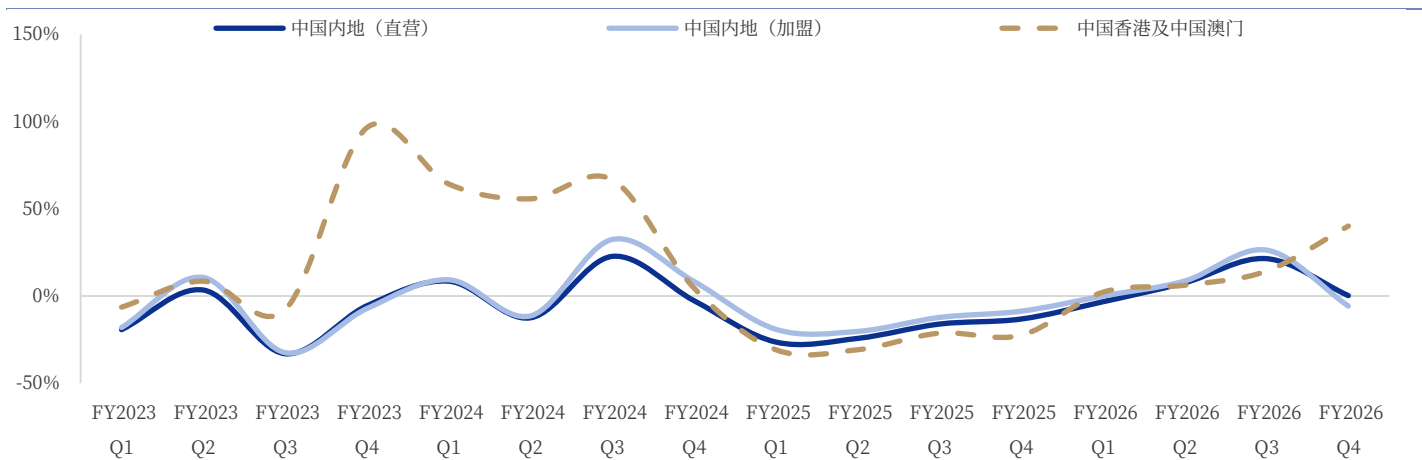
营收占比	5.7%	5.8%	5.3%	5.8%	14.6%
黄金首饰及产品 (计价)	43,324	66,392	67,132	82,075	57,991
YOY		53.2%	1.1%	22.3%	-29.4%
营收占比	62.5%	67.9%	71.7%	76.2%	66.2%
钟表	5,305	5,821	4,929	4,955	4,288
YOY		9.7%	-15.3%	0.5%	-13.5%
营收占比	7.7%	6.0%	5.3%	4.6%	4.9%
<b>珠宝贸易</b>	<b>576</b>	<b>659</b>	<b>360</b>	<b>511</b>	<b>1,599</b>
YOY	134.8%	14.5%	-45.4%	41.9%	212.7%
营收占比	0.8%	0.7%	0.4%	0.5%	1.8%
<b>加盟商服务</b>	<b>299</b>	<b>480</b>	<b>596</b>	<b>445</b>	<b>511</b>
YOY	17.2%	60.2%	24.2%	-25.4%	15.0%
营收占比	0.4%	0.5%	0.6%	0.4%	0.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 各品类历年绝对值根据占比及总额计算

## (二) 零售点数据

图79: 按主要市场划分的同店销售季度同比变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表19: 周大福同店销售增长-分区域和产品

	同店销售增长			同店销量增长		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
<b>中国内地 (直营)</b>	<b>-13.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>-19.4%</b>	<b>-18.1%</b>	<b>-4.8%</b>	<b>-30.1%</b>
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰	-19.2%	-14.4%	-22.9%	-26.6%	-20.5%	-33.4%
黄金首饰及产品	-10.9%	6.4%	-19.6%	-15.2%	-0.6%	-29.6%
钟表	-14.4%	2.8%	-12.7%	-27.8%	-2.8%	-21.3%
<b>中国内地 (加盟)</b>	<b>-11.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>-13.9%</b>	<b>-13.8%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>-28.7%</b>

中国香港及中国澳门	18.3%	42.4%	-26.1%	-12.1%	32.0%	-34.2%
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰	12.6%	-4.8%	-3.5%	-11.4%	-4.4%	-13.1%
黄金首饰及产品	23.9%	67.7%	-32.9%	-12.5%	43.0%	-38.4%
钟表	3.1%	3.9%	-8.5%	2.1%	1.3%	-27.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

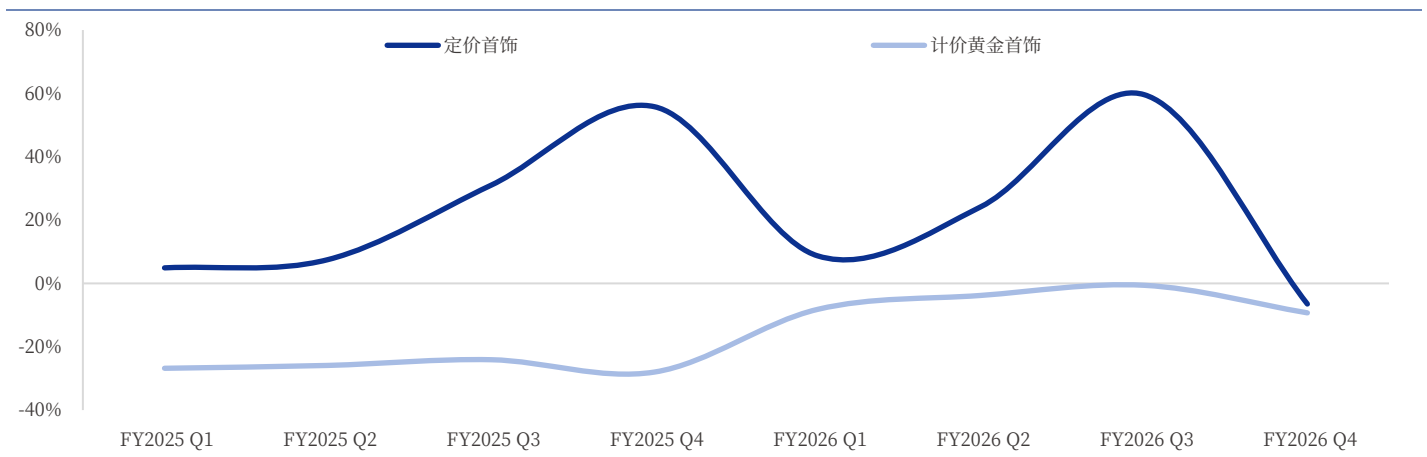
表20：周大福零售点数量-按店铺品牌

	2023FY	2024FY	2025FY
<b>中国内地</b>			
周大福珠宝	7,037	7,107	6,274
周大福钟表	129	121	109
HEARTS ON FIRE	1		
ENZO	30	23	16
SOINLOVE	21	15	7
MONOLOGUE	60	65	81
<b>中国香港、中国澳门及其他市场</b>			
周大福珠宝	135	145	149
中国香港	66	68	69
中国澳门	19	19	18
其他市场	50	58	62
HEARTS ON FIRE	10	10	8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）中国内地市场数据

图80：中国内地零售值季度同比变化-按产品



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表21: 中国内地零售值分析-按产品

	2022FY	2023FY	2024FY	2025FY
<b>零售值占比</b>				
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰	20.5%	18.3%	14.7%	15.0%
钻石首饰	62.3%	60.5%	57.7%	64.0%
其他珠宝镶嵌首饰	18.6%	20.8%	24.3%	21.5%
铂金及 K 金首饰	19.1%	18.7%	18.0%	14.5%
黄金首饰及产品	74.6%	77.6%	81.6%	81.2%
计价黄金产品	85.8%	85.0%	84.6%	71.8%
定价黄金产品	7.3%	7.0%	7.1%	19.2%
金粒/金条	6.9%	8.0%	8.3%	8.9%
钟表	4.9%	4.1%	3.7%	3.8%
<b>零售值 YOY</b>	<b>37.0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>17.3%</b>	<b>-14.8%</b>
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰	11.8%	-7.6%	-5.9%	-13.0%
黄金首饰及产品	49.4%	7.9%	23.3%	-15.2%
钟表	3.5%	-13.2%	6.3%	-13.3%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表22: 中国内地零售值分析-按渠道

	2022FY	2023FY	2024FY	2025FY
<b>零售值占比</b>				
周大福珠宝	89.4%	90.8%	91.0%	89.8%
其他店铺品牌	5.4%	4.5%	4.3%	4.4%
电子商务	5.2%	4.7%	4.8%	5.8%
<b>零售值 YOY</b>	<b>37.0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>17.3%</b>	<b>-14.8%</b>
周大福珠宝	38.2%	5.4%	17.4%	-16.0%
其他店铺品牌	3.2%	-14.4%	11.7%	-11.5%
电子商务	67.3%	-6.4%	18.8%	3.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表23: 中国内地周大福珠宝零售点分析-按城市级别

	零售点占比			零售点净变动		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
一线城市	12.3%	12.2%	12.1%	218	14	-110
二线城市	41.8%	42.3%	42.3%	704	98	-320
三线城市	21.7%	21.9%	22.2%	302	17	-194
四线城市及其他	24.2%	23.7%	23.4%	407	14	-272

	零售值占比			零售值 YOY		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
一线城市	15.4%	15.5%	16.5%	-0.8%	17.7%	-13.7%
二线城市	46.7%	46.9%	47.8%	4.5%	18.1%	-17.6%
三线城市	19.5%	19.5%	18.7%	7.3%	15.5%	-19.5%
四线城市及其他	18.3%	18.2%	17.1%	11.7%	17.7%	-21.1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表24：中国内地周大福珠宝零售点分析-按运营模式

	零售点占比			零售点净变动		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
直营	23.5%	23.3%	24.9%	169	21	-49
加盟	76.5%	76.7%	75.1%	1462	122	-847

	零售值占比			零售值 YOY		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
直营	33.8%	30.4%	29.6%	-10.1%	5.8%	-18.2%
加盟	66.2%	69.6%	70.4%	15.6%	23.4%	-15.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表25：中国内地周大福珠宝零售点分析-按店铺类型

	零售点占比			零售点净变动		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
购物中心	41.4%	42.9%	45.2%	648	167	-191
百货公司	31.0%	30.5%	30.6%	354	6	-260
其他	27.6%	26.7%	24.2%	629	-30	-445

	零售值占比			零售值 YOY		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
购物中心	46.2%	47.7%	50.6%	7.9%	21.0%	-10.6%
百货公司	33.7%	31.5%	30.4%	-8.0%	10.3%	-18.9%
其他	20.1%	20.8%	19.0%	30.3%	21.1%	-23.7%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

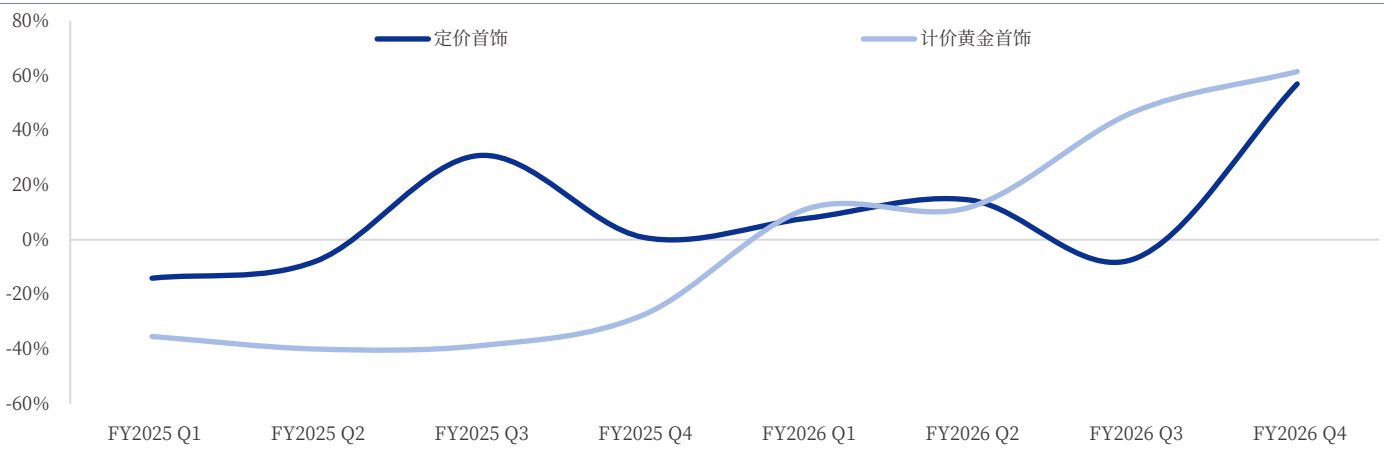
表26：中国内地周大福珠宝零售点分析-按店龄

	零售点数量			不同店龄零售值和同店店均零售值的比例			零售点占比		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
<2年	3,509	2,287	759	56.2%	64.9%	89.3%	48.3%	30.9%	12.1%
2~4年	1,472	2,165	2,358	75.4%	76.0%	78.4%	20.3%	29.2%	37.6%
4~6年	746	1,132	1,150	93.7%	94.2%	90.8%	10.3%	15.3%	18.3%
6~8年	341	408	636	112.4%	115.8%	119.8%	4.7%	5.5%	10.1%
8年或以上	1,201	1,411	1,371	130.7%	137.3%	160.2%	16.5%	19.1%	21.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 中国香港, 中国澳门及其他市场数据

图81: 按产品划分的零售值同比变化-中国香港、中国澳门及其他市场



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表27: 中国香港、中国澳门及其他地区零售值分析-按产品

	2023FY	2024FY	2025FY
<b>零售值占比</b>			
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰	24.0%	15.9%	21.0%
钻石首饰	71.0%	64.4%	70.2%
其他珠宝镶嵌首饰	15.5%	20.2%	16.4%
铂金及 K 金首饰	13.5%	15.4%	13.4%
黄金首饰及产品	67.8%	78.9%	72.8%
计价黄金产品	78.6%	84.7%	76.2%
定价黄金产品	11.1%	9.7%	18.6%
金粒/金条	10.3%	5.6%	5.2%
钟表	8.2%	5.2%	6.2%
<b>零售值 YOY</b>	12.9%	45.6%	-24.9%
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰	5.7%	-3.7%	-0.7%
黄金首饰及产品	18.0%	69.4%	-30.7%
钟表	-2.7%	-7.0%	-10.5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表28：中国香港、中国澳门及其他地区零售值分析-按地区

	零售点占比			零售点净变动		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
中国香港	45.5%	43.9%	44.6%	-10	2	2
中国澳门	13.1%	12.3%	11.5%	1	0	-1
其他市场	41.4%	43.8%	43.9%	9	8	1
	零售值占比			零售值 YOY		
	2023FY	2024FY	2025FY	2023FY	2024FY	2025FY
中国香港	69.4%	63.0%	67.5%	24.4%	32.0%	-19.6%
中国澳门	19.7%	20.7%	17.8%	-13.0%	53.2%	-35.6%
其他市场	10.9%	16.3%	14.7%	7.2%	118.9%	-32.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 中国珠宝销售十大企业 (亿元)	4
图 2: 2025 年中国 500 最具价值品牌 (珠宝) 排行榜	4
图 3: 周大福部分 IP 联名及宠物系列	5
图 4: 周大福收入区域结构 (FY2026 H1)	5
图 5: 周大福零售点数量结构 (FY2026 H1)	5
图 6: 周大福股权结构图	6
图 7: 周大福收入规模	7
图 8: 周大福归母净利润规模	7
图 9: FY2009-2025 中国黄金年度涨跌幅	7
图 10: 中国黄金价格	7
图 11: 周大福门店数量	7
图 12: 周大福零售&批发收入结构 (按产品)	8
图 13: 周大福不同产品业务零售&批发收入 YOY	8
图 14: 周大福营业收入结构 (按区域及模式)	9
图 15: 周大福不同区域及模式业务收入 YOY	9
图 16: 全球珠宝零售市场规模	12
图 17: 全球珠宝零售市场销量	12
图 18: 全球珠宝零售市场规模-按品类拆分	12
图 19: 全球珠宝市场品类结构占比 (2024 年, 按零售额)	12
图 20: 全球珠宝市场地区结构 (2024 年, 按零售额计)	13
图 21: 全球珠宝市场规模排名前五国家 (2024 年)	13
图 22: 全球黄金地上存量结构 (截止 2023 年底)	13
图 23: 全球金矿产量	13
图 24: 全球黄金总需求量	14
图 25: 全球黄金需求结构 (2024 年)	14
图 26: 全球黄金珠宝需求量	14
图 27: 全球前五大黄金珠宝需求国家 (2024 年)	14
图 28: 印度高级珠宝市场结构 (2024 年, 按金属材质, 零售额占比)	15
图 29: 美国高级珠宝市场结构 (2024 年, 按金属材质, 零售额占比)	15
图 30: 中国珠宝行业市场规模 (按销售收入)	15
图 31: 中国不同材质珠宝份额	15
图 32: 中国黄金珠宝市场销量	16

图 33: 中国黄金珠宝市场规模.....	16
图 34: 中国黄金珠宝市场规模 (按销售渠道划分) .....	17
图 35: 中国黄金珠宝各销售渠道 CAGR .....	17
图 36: 中国黄金珠宝市场规模 (按城市、销售收入划分) .....	17
图 37: 中国黄金珠宝各层级市场规模 CAGR .....	17
图 38: 中国足金珠宝市场规模 (按加工技术分类) .....	18
图 39: 中国古法黄金珠宝市场规模 (按销售收入) .....	18
图 40: 老铺黄金-老铺金饰 .....	19
图 41: 周大福“传承”系列 .....	19
图 42: 各年龄段金饰消费者占比 (2024 年, 按零售额计) .....	20
图 43: 黄金品牌 IP 联动频次 (2025Q1-3) .....	20
图 44: 伦敦金现货价 .....	21
图 45: 上海黄金交易所黄金价格 .....	21
图 46: 中国黄金饰品需求量 .....	21
图 47: 印度黄金饰品需求量 .....	21
图 48: IDEX 钻石指数 .....	22
图 49: 中国钻石市场规模 .....	22
图 50: 全球与中国珠宝市场集中度变化趋势 (按销售额) .....	23
图 51: 全球与中国 Top 3 珠宝品牌市占率 (2024 年) .....	23
图 52: 2024 年中国黄金珠宝市占率 (按黄金珠宝收入) .....	23
图 53: 2023 年中国古法黄金珠宝市占率 .....	23
图 54: 可比公司营业收入对比 (百万元人民币) .....	24
图 55: 可比公司营收 YOY 对比 .....	24
图 56: 可比公司销售毛利率对比 .....	24
图 57: 可比公司门店数量对比 .....	24
图 58: 周大福定价首饰收入规模 .....	26
图 59: 周大福定价首饰收入占比 .....	26
图 60: 周大福传承系列海报 .....	27
图 61: 传承系列占周大福内地黄金首饰及产品零售值比例 .....	27
图 62: 周大福传福、故宫、传喜系列海报 .....	27
图 63: 周大福 x 黑神话联名 .....	28
图 64: 周大福 x Chiikawa 联名 .....	28
图 65: 周大福宠物专属饰品 .....	28
图 66: 周大福宠物珠宝手链 .....	28
图 67: 周大福 T · MARK 宣传海报 .....	29

图 68: 周大福 HEARTS ON FIRE 产品系列 .....	29
图 69: 周大福珠宝门店数量 .....	30
图 70: 周大福同店销售增长 .....	30
图 71: 周大福上海港汇恒隆广场全新形象店 .....	30
图 72: 周大福中国内地电子商务零售值同比增长率 .....	31
图 73: 周大福中国内地电子商务零售值占比 .....	31
图 74: 周大福中国大陆会籍制度 .....	32
图 75: 周大福中国大陆会员积分玩法 .....	32
图 76: 周大福 AI 应用情况 .....	33
图 77: 周大福 AR 试戴服务 .....	33
图 78: 可比公司杜邦分析 (2025 年/FY2025) .....	34
图 79: 按主要市场划分的同店销售季度同比变化 .....	39
图 80: 中国内地零售值季度同比变化-按产品 .....	40
图 81: 按产品划分的零售值同比变化-中国香港、中国澳门及其他市场 .....	43
表 1: 周大福珠宝集团核心品牌 .....	4
表 2: 周大福营业收入拆分-按模式及产品 .....	8
表 3: 周大福营业收入拆分-按区域及模式 .....	9
表 4: 周大福中国内地市场零售值拆分-按渠道 .....	10
表 5: 周大福中国内地市场周大福珠宝零售值拆分 .....	10
表 6: 周大福中国香港、中国澳门及其他市场零售值拆分-按地区 .....	11
表 7: 不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体及产品价格差别 .....	18
表 8: 黄金产品的定价模式对比 .....	19
表 9: 周大福与老铺黄金售后服务对比 .....	20
表 10: 各黄金珠宝品牌门店结构与销售额对比 .....	25
表 11: 周大福 IT 团队产品线 .....	31
表 12: 周大福 AI “阿福” 应用 .....	32
表 13: 公司盈利预测主要指标 .....	34
表 14: 可比公司估值表 .....	35
表 15: FCFF 核心假设 .....	35
表 16: 估值敏感性分析表 (港元/股) .....	36
表 17: 营业收入-分区域和营运模式 .....	38
表 18: 营业收入-分产品 .....	38
表 19: 周大福同店销售增长-分区域和产品 .....	39
表 20: 周大福零售点数量-按店铺品牌 .....	40

表 21: 中国内地零售值分析-按产品 .....	41
表 22: 中国内地零售值分析-按渠道 .....	41
表 23: 中国内地周大福珠宝零售点分析-按城市级别 .....	41
表 24: 中国内地周大福珠宝零售点分析-按运营模式 .....	42
表 25: 中国内地周大福珠宝零售点分析-按店铺类型 .....	42
表 26: 中国内地周大福珠宝零售点分析-按店龄 .....	42
表 27: 中国香港、中国澳门及其他地区零售值分析-按产品 .....	43
表 28: 中国香港、中国澳门及其他地区零售值分析-按地区 .....	44

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万港元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	67,274	70,979	76,024	78,692
现金	7,582	9,396	9,980	10,630
应收账款及票据	2,189	2,240	2,351	2,476
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	575	772	820	874
存货	55,417	56,988	61,191	62,921
其他	1,511	1,583	1,682	1,791
非流动资产	9,251	8,835	8,363	7,771
长期投资	29	29	29	29
固定资产	3,618	3,270	3,113	2,867
无形资产	1,576	1,313	1,051	788
其他	4,028	4,223	4,172	4,087
资产总计	76,524	79,814	84,387	86,463
流动负债	48,128	50,104	53,197	53,607
短期借款	19,692	21,611	23,669	23,219
应付账款及票据	1,129	1,140	1,281	1,380
其他	27,308	27,354	28,247	29,008
非流动负债	1,003	1,003	1,003	1,003
长期借款	0	0	0	0
其他	1,003	1,003	1,003	1,003
负债总计	49,131	51,107	54,200	54,610
少数股东权益	968	1,072	1,189	1,321
归属母公司股东权益	26,425	27,635	28,999	30,532
负债和股东权益	76,524	79,814	84,387	86,463

现金流量表(百万港元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	10,255	13,190	10,405	13,784
净利润	5,989	9,027	10,183	11,451
折旧摊销	2,103	935	1,019	1,102
财务费用	479	595	647	666
其他经营现金流	1,684	2,632	-1,445	565
投资活动现金流	-402	-4,986	-2,529	-2,232
资本支出	-786	-519	-548	-509
其他投资现金流	384	-4,467	-1,982	-1,723
筹资活动现金流	-9,880	-6,390	-7,292	-10,901
短期借款	-5,590	1,919	2,057	-450
长期借款	-3,342	0	0	0
其他	-948	-8,309	-9,349	-10,451
现金净增加额	-27	1,813	584	651

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万港元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入	89,656	93,959	99,796	106,302
营业成本	63,201	63,032	69,796	74,085
税金及附加	54	56	60	63
销售费用	8,697	8,597	9,131	9,727
管理费用	3,794	3,852	4,092	4,358
财务费用	479	595	647	666
其他费用	54	56	60	63
其他经营性损益	0	0	0	0
投资净收益	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
营业利润	13,411	17,825	16,070	17,403
资产处置收益	0	0	0	0
其他非经营性收益	-5,493	-5,901	-2,618	-2,276
利润总额	7,917	11,924	13,452	15,127
所得税	1,928	2,898	3,269	3,676
净利润	5,989	9,027	10,183	11,451
少数股东损益	73	104	117	132
归属母公司净利润	5,916	8,923	10,066	11,319
EBITDA	10,499	13,455	15,118	16,895
EPS (元)	0.60	0.90	1.02	1.15

主要财务比率	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入增长率	-17.5%	4.8%	6.2%	6.5%
归母净利润增长率	-9.0%	50.8%	12.8%	12.4%
毛利率	29.5%	32.9%	30.1%	30.3%
净利率	6.7%	9.6%	10.2%	10.8%
ROE	22.4%	32.3%	34.7%	37.1%
ROIC	21.4%	32.7%	26.4%	26.4%
资产负债率	64.2%	64.0%	64.2%	63.2%
净负债比率	44.2%	42.6%	45.3%	39.5%
流动比率	1.40	1.42	1.43	1.47
速动比率	0.21	0.25	0.25	0.26
总资产周转率	1.17	1.18	1.18	1.23
应收账款周转率	40.96	41.95	42.44	42.94
存货周转率	1.14	1.11	1.14	1.18
固定资产周转率	24.78	28.73	32.06	37.07
每股收益	0.60	0.90	1.02	1.15
每股经营现金流	1.04	1.34	1.05	1.40
每股净资产	2.68	2.80	2.94	3.09
P/E	19.20	12.73	11.28	10.03
P/B	4.30	4.11	3.92	3.72
EV/EBITDA	12.92	10.23	9.25	8.26
PS	1.27	1.21	1.14	1.07

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		