

珠宝首饰行业成熟市场对比报告（一）：中国香港篇

以香港珠宝品牌发展为镜，加盟渠道下沉拓市场，多元营销造势铸品牌

推荐（首次）

- 香港珠宝市场规模逾 600 亿，大陆游客消费占比约一半。**香港珠宝市场在 2013 年之前保持了 8% 以上的增速，自 2014 年以来出现了较大的负增长，2017 年后又恢复增长趋势。品类结构方面，目前香港镶嵌珠宝占比更大，行业在逐渐增加宝石镶嵌珠宝类产品的份额和种类，从毛利低的计重黄金向高毛利的计价黄金转型。香港地区珠宝市场内地游客消费占比近 50%，受内地经济和政策波动影响较大。
- 市场成熟稳定，行业集中度较高。**香港珠宝市场的 CR3（周大福、周生生、六福）达 36.2%，相比于大陆珠宝市场的 16.2%（周大福、老凤祥、周大生），市场集中度较高。香港地区 CR10 近 50%，而大陆市场不足 25%。相比于大陆市场，香港地区国际高端品牌（历峰、Tiffany、LVMH 等）的占比更高。大陆地区则本地品牌占比更高。香港品牌在香港地区和大陆地区的优势明显。三大品牌收入增速和行业增速基本吻合。港澳地区来看，三大品牌在 2013 年之前收入增速高于行业增速，经历了行业向龙头的集中化趋势。而大陆地区则在 2017 年之后，收入增速高于行业增速，呈现出了向龙头集中的趋势。
- 香港三大珠宝品牌：历史悠久，定位高端。**港资三大珠宝品牌中周大福和周生生发展较早，始于 1930s，六福在其兴起 60 年后的 1991 年才开设首家零售店。三家公司都在 20 世纪 90 年代进军内地市场，并逐渐扩大规模走上国际舞台。六福、周大福、周生生的主营收入与珠宝行业基本保持一致，在 2014 年骤冷后于 2018 年出现回暖迹象，其中周大福最高，2018 年主营业务收入已达 592 亿港元，周生生和六福 2018 年的主营收入分别为 188 亿港元和 146 亿港元。黄金销售仍是六福和周大福的主要收入来源，占比分别为 55% 和 58%（2018）。港澳地区，珠宝镶嵌类产品同店增速高于黄金产品，大陆地区则黄金产品同店增速更高。
- 港澳地区业务：面积小，渠道布局有限，品牌价值优先。老牌周大福优势明显，新锐六福营销有力追赶。**周大福港澳地区收入 223.5 亿元，是周生生和六福的两倍以上，成立更晚的六福略高于周生生。港澳地区面积小，渠道布局有限，相比于周生生，六福和周大福的营销更强。六福通过连续 20 余年赞助港姐活动，以及各种公开活动、广告及各类型的赞助等增加品牌曝光率，配合不同节日举办主题活动，并利用当下流行的直播、自媒体、网红等新媒体平台进行宣传，实现了良好效果，虽成立较晚收入已与周生生比肩。周大福作为老牌珠宝商，采用多品牌战略，进行针对性营销。周生生营销活动相对较少，以节日和高端活动营销居多。
- 大陆地区业务：幅员辽阔，得渠道者得天下。**大陆地区幅员辽阔，建立多个门店投入成本巨大，周大福和六福采取了先以加盟的形式进行扩张的形式抢先占领大陆市场。周大福大陆地区收入 2017 年 368 亿元，是周生生的 4 倍以上，六福的 6 倍以上。六福增速更快。主要得益于二者的轻资产加盟式扩张和加速布局渠道下沉。周大福的门店以自营店为主，2018 年自营店 1469 家，加盟店 980 家，加盟店占比 40%，近年来比例逐年提升。六福的门店以加盟为主，2018 年有自营店 157 家，加盟店 1404 家，自营店占比逐年提升。而周生生只有 509 家自营店。周大福早年先扩张一二线城市，近 10 年来加速扩张三线城市门店。其二线城市收入最高，2018 年为 219 亿元，占比 60%，三线城市次之。门店数来看，二线城市门店 1327 家，占比 54%。近年来三线城市扩张速度较快。六福早年一线城市门店较多，近几年来加速扩张三四线城市，门店数已由 2012 年的 291 家扩张至 2018 年的 792 家，占比 51%。而一线城市门店则 270 家，略低于周大福，占比 18%，二线城市门店远低于周大福。
- 风险提示：**宏观经济下行导致消费需求不振，渠道下沉不达预期。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	68	1.88
总市值(亿元)	3,861.86	0.67
流通市值(亿元)	2,422.49	0.57

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.04	5.13	-24.47
相对表现	-5.21	-11.7	-21.84



目 录

一、香港珠宝市场：成熟稳定，受大陆游客影响大.....	5
（一）香港珠宝市场规模逾 600 亿，大陆游客消费占比约一半.....	5
（二）市场成熟稳定，行业集中度较高.....	6
二、香港三大品牌：香港市场看营销，大陆市场拼渠道.....	8
（一）香港三大珠宝品牌：历史悠久，定位高端.....	8
1、分品类：港澳地区镶嵌类占比提高，大陆地区黄金产品仍是主流.....	11
2、分地区：大陆地区占比不断扩大.....	13
3、分营运模式：各公司零售业务占比 70%以上.....	14
4、生产端：垂直供应链整合，均在内地建有自有生产工厂.....	15
（二）港澳地区业务：老牌周大福优势明显，新锐六福营销有力追赶.....	16
1、港澳地区收入：周大福是周生生和六福的两倍以上.....	16
2、港澳地区渠道：全为直营，成长有限.....	17
3、营销端：六福、周大福全方位营销，效果显著.....	18
（三）大陆地区业务：得渠道者得天下.....	22
1、大陆地区收入：周大福遥遥领先，六福增速快.....	22
2、轻资产加盟渠道抢先覆盖：周生生全为自营，周大福自营为主，六福加盟为主.....	23
3、加速布局渠道下沉：周大福二线城市为主，六福三四线城市占比高.....	24
三、以香港珠宝品牌发展为镜，加盟渠道下沉拓市场，多元营销造势铸品牌.....	26
四、风险提示.....	26

图表目录

图表 1	香港珠宝、钟表及名贵礼物零售值.....	5
图表 2	香港珠宝产品销售总值及预测（亿港元）.....	5
图表 3	香港珠宝销售和内地访客数量同比关系.....	5
图表 4	香港珠宝销售和大陆珠宝销售同比关系.....	5
图表 5	香港珠宝行业进出口额（百万美元）.....	6
图表 6	香港珠宝市场份额.....	6
图表 7	大陆珠宝市场份额.....	6
图表 8	三大品牌港澳及其他地区收入增速和香港珠宝收入增速.....	7
图表 9	三大品牌大陆地区收入增速和大陆珠宝零售收入增速.....	7
图表 10	三大公司发展历史.....	8
图表 11	三大公司主营业务收入历年情况（百万港元）.....	9
图表 12	三大公司净利润历年情况（百万港元）.....	9
图表 13	周大福主营业务收入及同比增长（百万港元，右轴%）.....	9
图表 14	周大福净利润及同比增长（百万港元，右轴%）.....	9
图表 15	六福主营业务收入及同比增长（百万港元，右轴%）.....	10
图表 16	六福净利润及同比增长（百万港元，右轴%）.....	10
图表 17	周生生主营业务收入及同比增长（百万港元，右轴%）.....	10
图表 18	周生生净利润及同比增长（百万港元，右轴%）.....	10
图表 19	周大福净利率及毛利率.....	11
图表 20	六福净利率及毛利率.....	11
图表 21	周生生净利率及毛利率.....	11
图表 22	周大福分品类占比.....	12
图表 23	六福分品类占比.....	12
图表 24	周大福分品类同店增速.....	12
图表 25	六福分品类同店增速.....	12
图表 26	周生生分品类同店增速.....	13
图表 27	周大福分地区占比.....	13
图表 28	六福分地区占比.....	13
图表 29	周生生分地区占比.....	13
图表 30	周大福分地区毛利率.....	14
图表 31	六福分地区溢利率.....	14
图表 32	周大福分营运模式收入（整体）.....	14

图表 33	周大福分营运模式收入（大陆）	14
图表 34	六福分营运模式收入	15
图表 35	六福产能基地	15
图表 36	周大福产能基地	15
图表 37	周生生产能基地	16
图表 38	珠宝镶嵌首饰全产业链	16
图表 39	三大品牌港澳地区收入（百万港元）	17
图表 40	三大品牌港澳地区渠道	17
图表 41	销售及分销费用（百万港元）及其占主营收入比例	18
图表 42	珠宝公司系列产品定位	18
图表 43	珠宝公司市场策略	18
图表 44	六福珠宝市场导向策略	19
图表 45	六福珠宝赞助港姐后冠	20
图表 46	六福珠宝定制 KPL 王者之戒	20
图表 47	周大福品牌策略	21
图表 48	周大福宣传活动	21
图表 49	三大品牌大陆地区收入	22
图表 50	三大品牌大陆地区渠道	23
图表 51	周大福分自营/加盟收入（百万港元）	23
图表 52	周大福分自营/加盟门店数	23
图表 53	六福分自营/加盟门店数	24
图表 54	周生生分自营/加盟门店数	24
图表 55	周大福分城市级别收入（百万港元）	24
图表 56	周大福分城市级别门店数	24
图表 57	六福分城市级别门店数	25

一、香港珠宝市场：成熟稳定，受大陆游客影响大

（一）香港珠宝市场规模逾 600 亿，大陆游客消费占比约一半

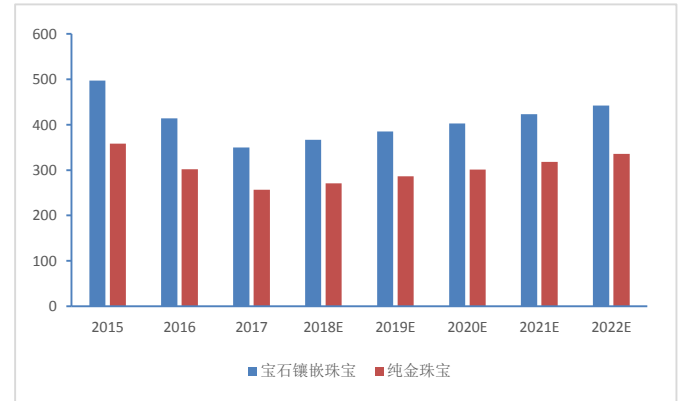
香港珠宝市场规模超过 600 亿元，在 2013 年之前保持了 8% 以上的增速，但自 2014 年以来出现了较大的负增长，2017 年后又恢复增长趋势。品类结构方面，目前香港镶嵌珠宝占比更大，企业内部也开始进行产品结构调整以期多元化发展，逐渐增加宝石镶嵌珠宝类产品的份额和种类，从毛利低的计重黄金向高毛利的计价黄金转型。

图表 1 香港珠宝、钟表及名贵礼物零售值



资料来源：Wind，华创证券

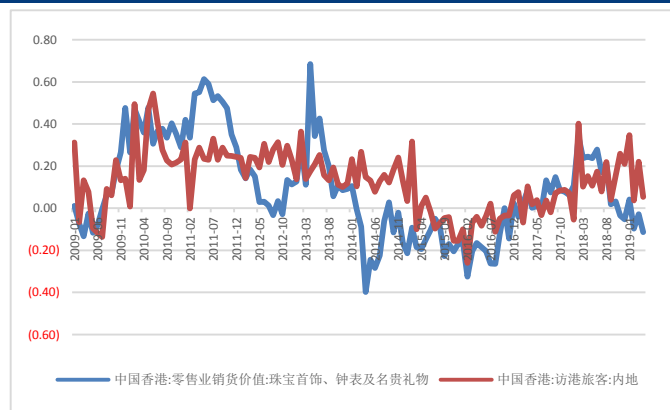
图表 2 香港珠宝产品销售总值及预测（亿港元）



资料来源：中商产业研究院，华创证券

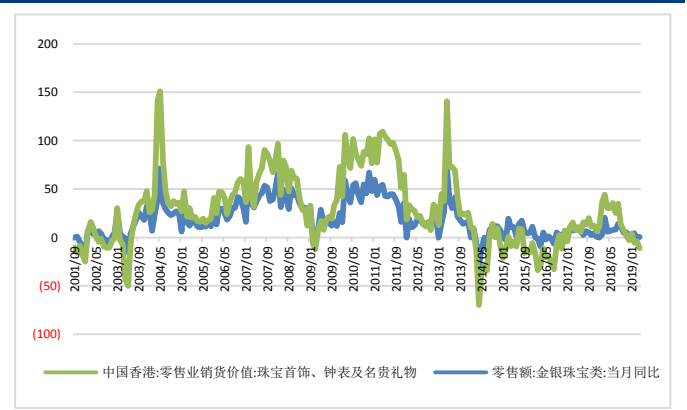
香港地区珠宝市场内地游客消费占比近 50%，受内地经济和政策波动影响较大。香港地区本地珠宝需求缺乏成长性，内地访港旅客一直是香港市场零售业务增长的主要推动力。受到中国内地经济增长放缓、赴港自由行政策改变及港币汇率走强的影响，2015-2016 年内地访港人数分别下滑 3% 和 6.7%，中国内地旅客倾向缩短留港时间，人均消费亦因宏观经济状况欠佳，消费者消费力下调而连续下滑，同期香港珠宝零售额也分别下降 15.6%、17.24%（内地市场分别+7.3%、0%）。

图表 3 香港珠宝销售和内地访客数量同比关系



资料来源：Wind，华创证券

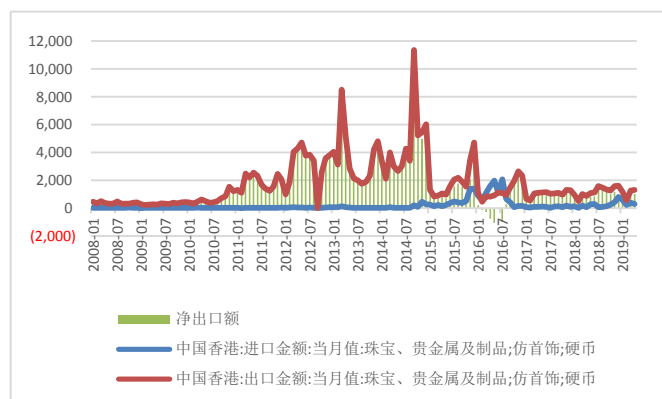
图表 4 香港珠宝销售和大陆珠宝销售同比关系



资料来源：Wind，华创证券

香港的珠宝行业在绝大多数年份都保持着较高的净出口额，2003 年起的黄金十年中尤甚，峰值 2014 年 9 月出口额约为 114 亿美元。香港为内地进口黄金的主要来源，内地同样是香港的重要出口地。且内地从香港进口的商品中珠宝类商品份额过半，2018 全年从香港进口至内地的珠宝类商品中，黄金占了最大比重(87%)，金额超过 23 亿美元。

图表 5 香港珠宝行业进出口额（百万美元）

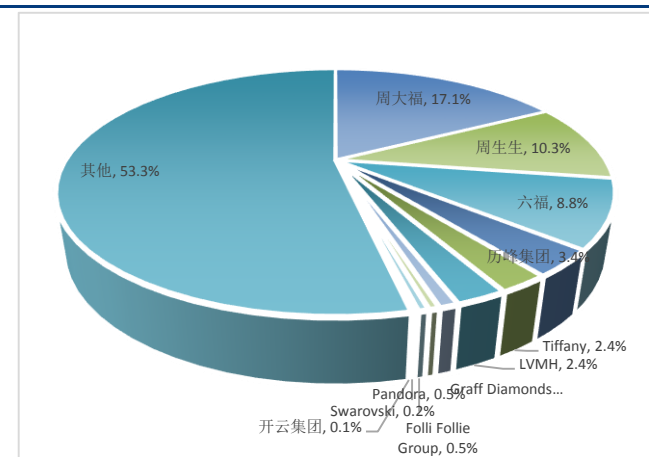


资料来源: Wind, 华创证券

（二）市场成熟稳定，行业集中度较高

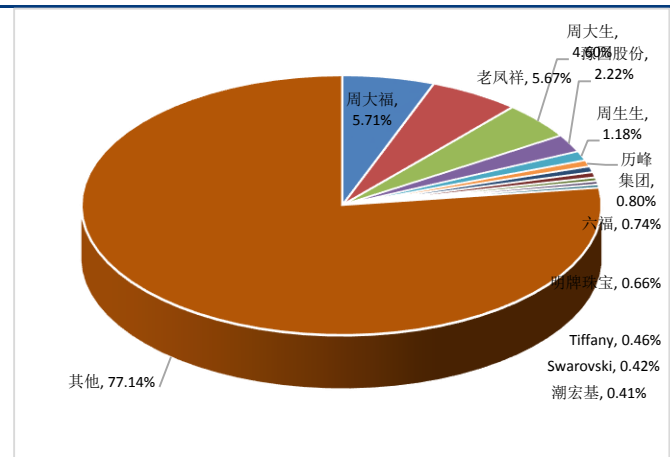
香港珠宝市场的 CR3（周大福、周生生、六福）达 36.2%，相比于大陆珠宝市场的 16.2%（周大福、老凤祥、周大生），市场集中度较高。香港地区 CR10 近 50%，而大陆市场不足 25%。相比于大陆市场，香港地区国际高端品牌（历峰、Tiffany、LVMH 等）的占比更高。大陆地区则本地品牌占比更高。香港品牌在香港地区和大陆地区的优势明显。

图表 6 香港珠宝市场份额



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 7 大陆珠宝市场份额



资料来源: Bloomberg, 华创证券

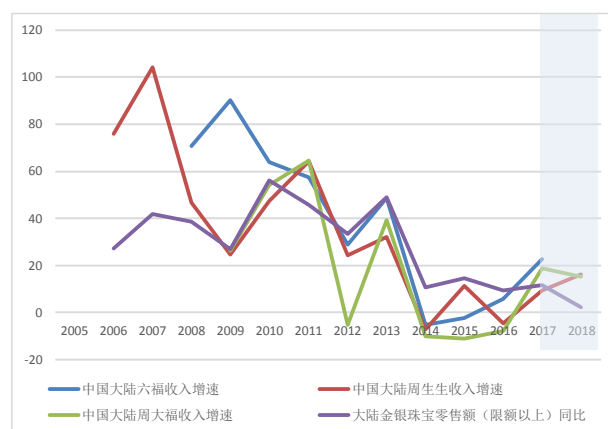
三大品牌收入增速和行业增速基本吻合。港澳地区来看，三大品牌在 2013 年之前收入增速高于行业增速，经历了行业向龙头的集中化趋势。而大陆地区则在 2017 年之后，收入增速高于行业增速，呈现出了向龙头集中的趋势。

图表 8 三大品牌港澳及其他地区收入增速和香港珠宝收入增速



资料来源: Wind ,Bloomberg, 华创证券

图表 9 三大品牌大陆地区收入增速和大陆珠宝零售收入增速



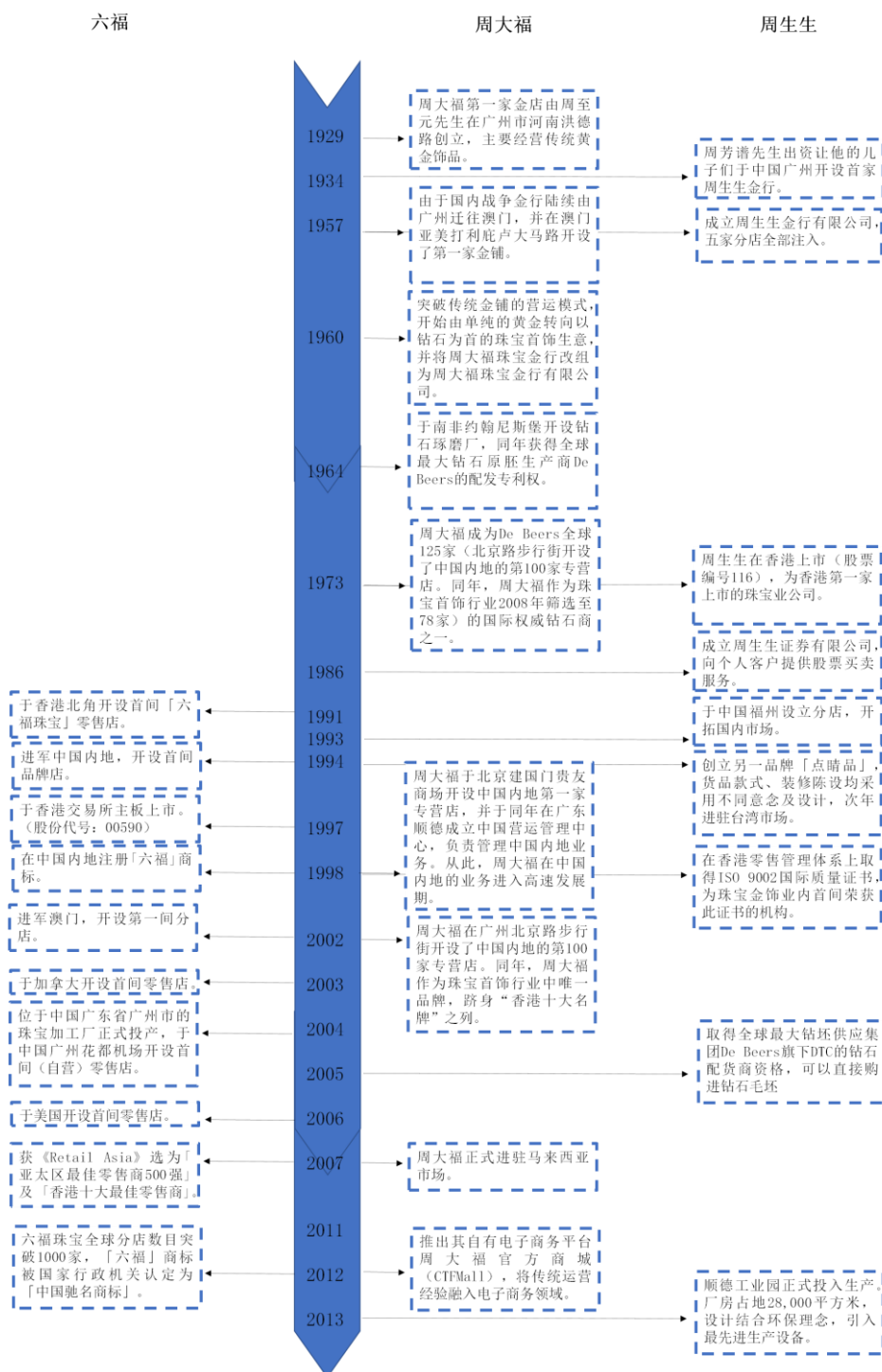
资料来源: Wind ,Bloomberg, 华创证券

二、香港三大品牌：香港市场看营销，大陆市场拼渠道

（一）香港三大珠宝品牌：历史悠久，定位高端

港资三大珠宝品牌中周大福和周生生发展较早，始于 1930s，六福在其兴起 60 年后的 1991 年才开设首家零售店。三家公司都在 20 世纪 90 年代进军内地市场，并逐渐扩大规模走上国际舞台。

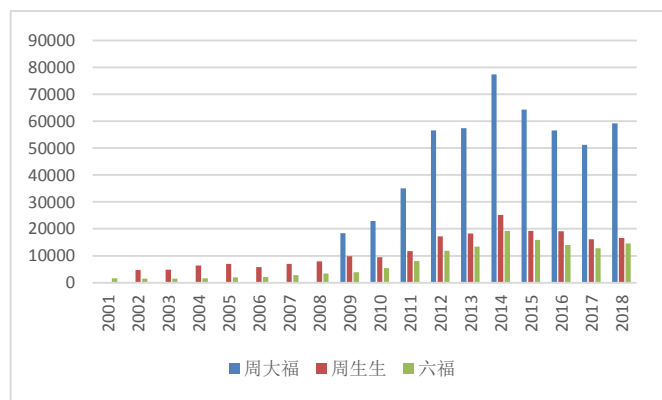
图表 10 三大公司发展历史



资料来源：公司公告，华创证券

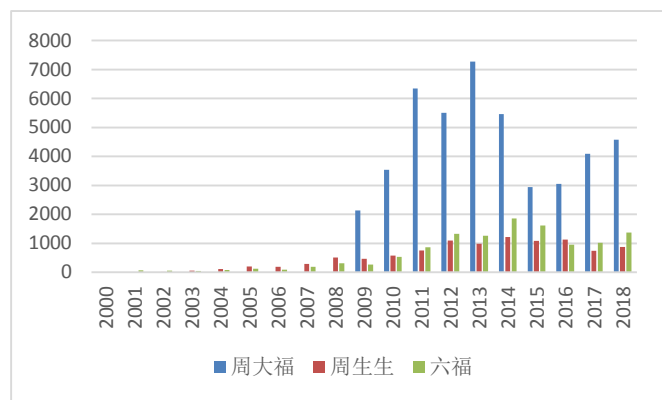
三大公司主营业务收入和净利润整体而言波动上升，近年来受益于消费复苏营收触底回升。

图表 11 三大公司主营业务收入历年情况（百万港元）



资料来源：公司公告，华创证券

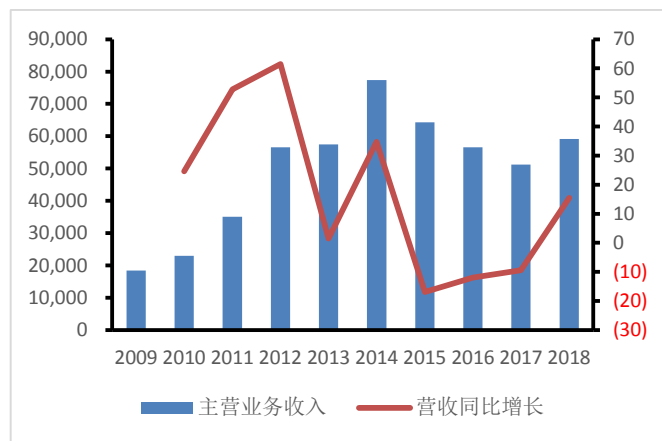
图表 12 三大公司净利润历年情况（百万港元）



资料来源：公司公告，华创证券

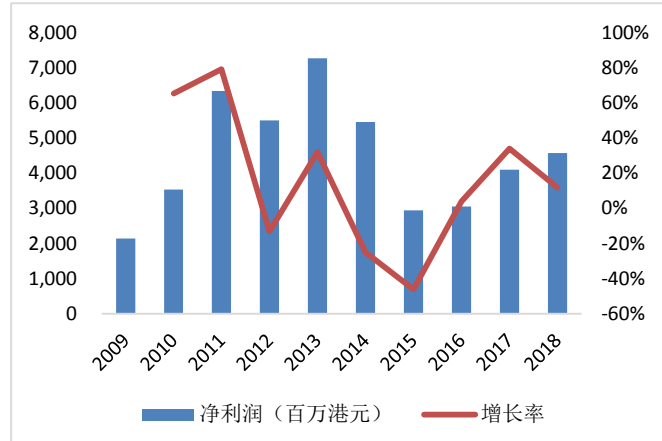
六福、周大福、周生生的主营收入与珠宝行业基本保持一致，在 2014 年骤冷后于 2018 年出现回暖迹象，其中周大福最高，2018 年主营业务收入已达 592 亿港元，周生生和六福 2018 年的主营收入分别为 188 亿港元和 146 亿港元。三家公司净利润变动符合行业情况，近年来有复苏趋势，在 2018 年周大福净利润达 46 亿港元，周生生和六福的净利润分别为 10 亿港元和 14 亿港元。

图表 13 周大福主营业务收入及同比增长（百万港元，右轴%）



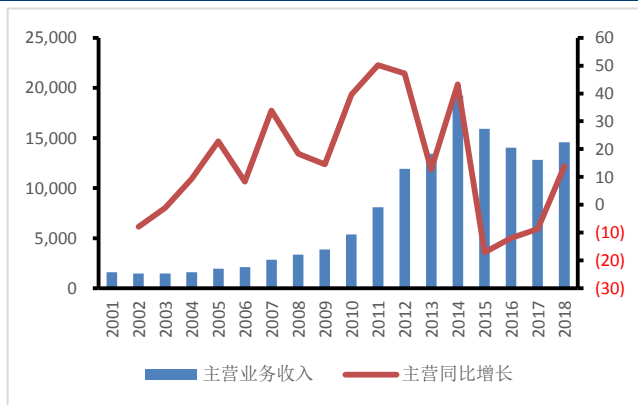
资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 周大福净利润及同比增长（百万港元，右轴%）



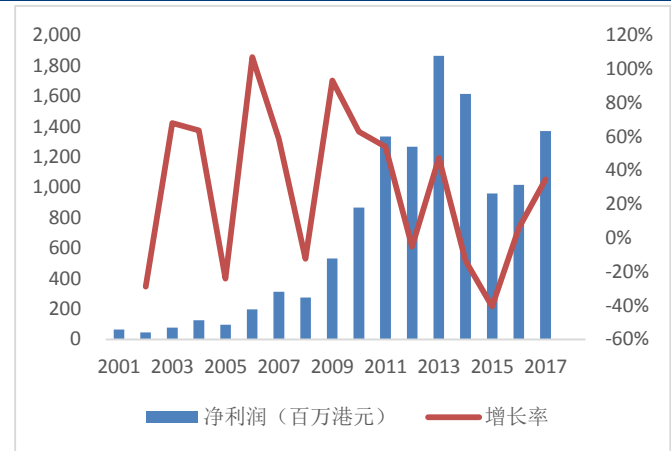
资料来源：公司公告，华创证券

图表 15 六福主营业务收入及同比增长（百万港元，右轴%）



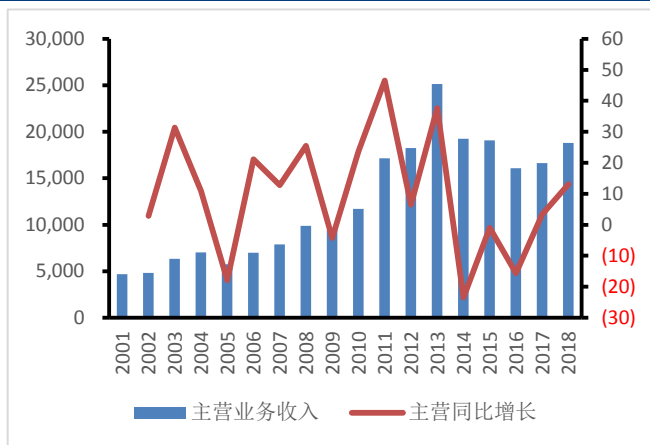
资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 六福净利润及同比增长（百万港元，右轴%）



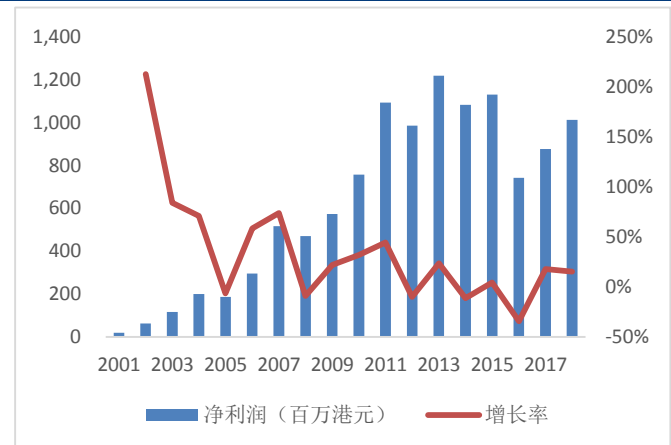
资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 周生生主营业务收入及同比增长（百万港元，右轴%）



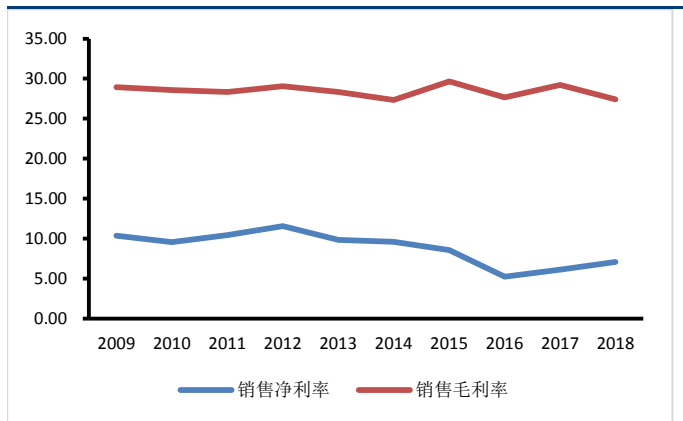
资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 周生生净利润及同比增长（百万港元，右轴%）

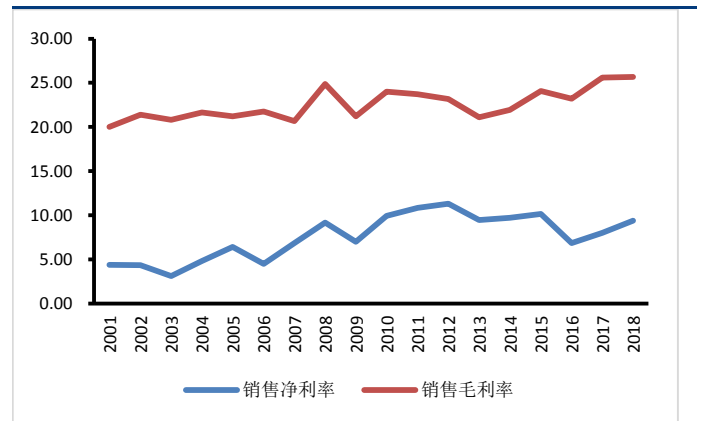


资料来源：公司公告，华创证券

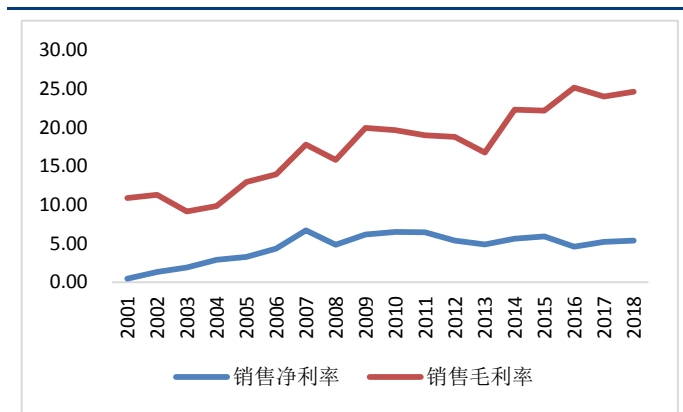
周大福盈利能力较强，但 2009 年至今稳中有降，2018 年毛利率 27.4%，净利率 7%；六福次之，毛利率、净利率波动中基本持平，2018 年毛利率 25.7%，净利率 9.4%；周生生毛利率、净利率较低，毛利率自 2001 年起呈波动上升趋势，但净利率增长不明显，2008 年至今基本持平。2018 年毛利率 24.6%，净利率 5.4%。

图表 19 周大福净利率及毛利率


资料来源：公司公告，华创证券整理

图表 20 六福净利率及毛利率


资料来源：公司公告，华创证券整理

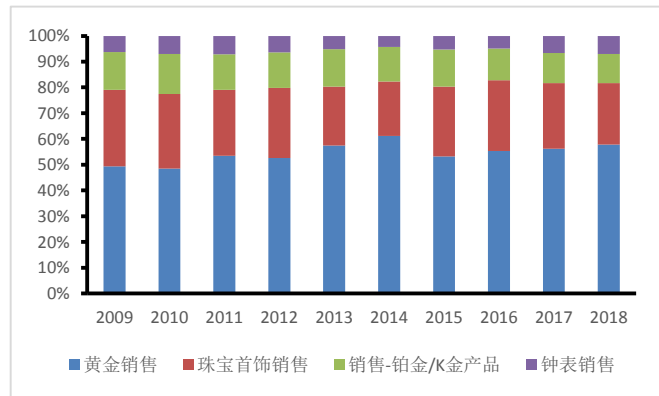
图表 21 周生生净利率及毛利率


资料来源：公司公告，华创证券整理

1、分品类：港澳地区镶嵌类占比提高，大陆地区黄金产品仍是主流

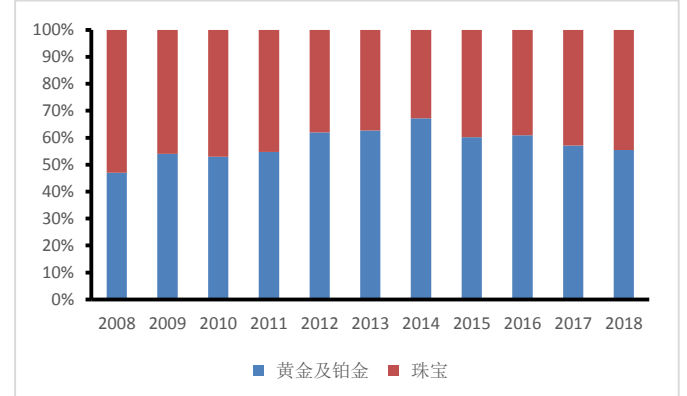
三家公司均以黄金销售和珠宝零售为主要产品，且二者占比保持稳定，六福镶嵌珠宝占比有所提升。黄金销售仍是六福和周大福的主要收入来源，占比分别为 55%和 58%（2018）。

图表 22 周大福分品类占比



资料来源: wind, 华创证券整理

图表 23 六福分品类占比



资料来源: wind, 华创证券整理

港澳地区, 珠宝镶嵌类产品同店增速高于黄金产品, 大陆地区则黄金产品同店增速更高。2015 年以来, 三大品牌分品类同店增速都为负增长, 且内地市场增速高于港澳市场增速, 2018 年左右开始实现正的增长。其中周大福港澳市场增速达到 10.2%, 内地市场增速达到 8.0%, 港澳市场增速达到 9%, 内地市场增速达到 5%, 周生生港澳市场增速达到 18%, 内地市场增速达到 3%。

图表 24 周大福分品类同店增速

	2014	2015	2016	2017	2018
周大福港澳	20.2%	-32.8%	-21.7%	-12.4%	10.2%
珠宝镶嵌	10.7%	-14.6%	-19.3%	-21.0%	11.6%
黄金	26.4%	-44.4%	-17.6%	-6.9%	10.3%
铂金 K 金				-10.0%	1.9%
周大福内地			-10.3%	-5.2%	8.0%
珠宝镶嵌			-10.4%	-6.8%	-2.0%
黄金			-6.3%	-5.3%	13.0%
铂金 K 金				-25.7%	4.5%

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 25 六福分品类同店增速

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
六福内地	25%	7%	46%	-30%	-8%	-5%	5%
珠宝镶嵌				10%	9%	5%	-1%
黄金铂金				-36%	-13%	-8%	7%
六福港澳	41%	7%	22%	-28%	-20%	-20%	9%
珠宝镶嵌				-15%	-25%	-7%	14%
黄金铂金				-34%	-17%	-26%	6%

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 26 周生生分品类同店增速

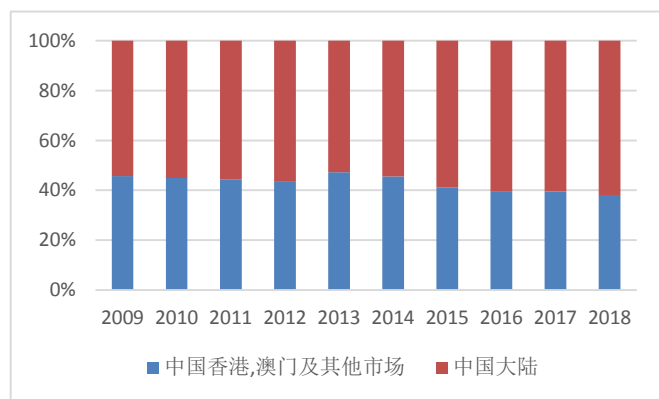
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
周生生港澳						9%	33%	-23%	-11%	-25%	-2%	18%
镶嵌珠宝												21%
黄金												
周生生大陆	39%	27%	14%	23%	37%	5%	20%	-12%	6%	-4%	5%	3%
黄金										-13%		8%
珠宝								11%		16%（16 下半年）		-7%

资料来源：公司公告，华创证券

2、分地区：大陆地区占比不断扩大

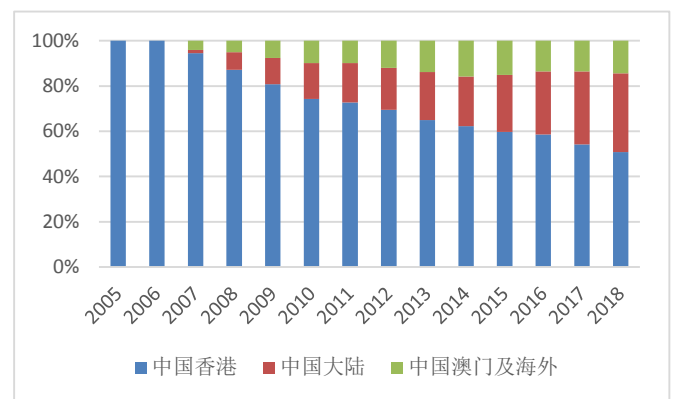
周大福分地区占比在 40%港澳市场和 60%大陆市场水平上波动，整体占比无较大变化；六福在 2007 年进军大陆市场和海外市场，到 2018 年大陆市场占比为 34.7%，澳门及海外市场占比为 14.5%；周生生在逐年扩大自己的内地市场，在 2018 年大陆市场占比已达 50%。

图表 27 周大福分地区占比



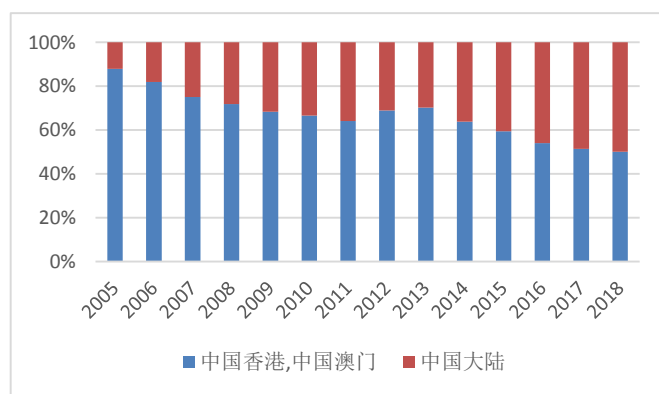
资料来源：wind，华创证券整理

图表 28 六福分地区占比



资料来源：wind，华创证券整理

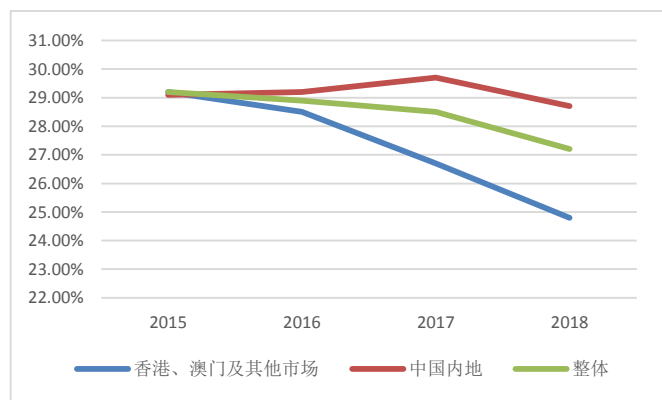
图表 29 周生生分地区占比



资料来源：wind，华创证券整理

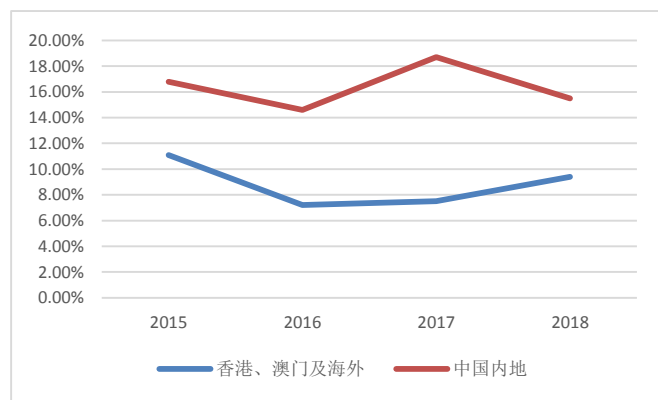
就盈利来看，六福和周大福在中国内地的溢利率、毛利率更高，且较为稳定。

图表 30 周大福分地区毛利率



资料来源: wind, 华创证券整理

图表 31 六福分地区溢利率

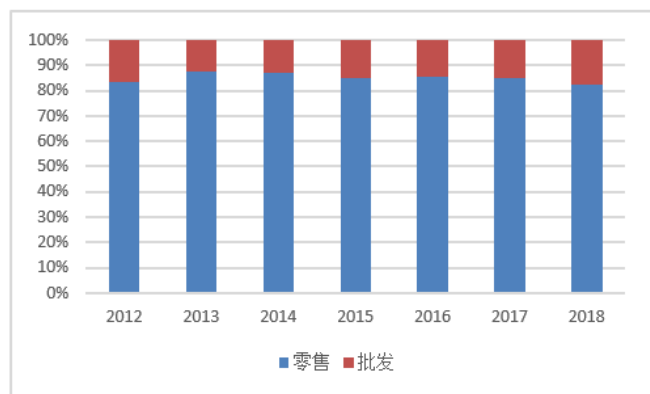


资料来源: wind, 华创证券整理

3、分营运模式: 各公司零售业务占比 70%以上

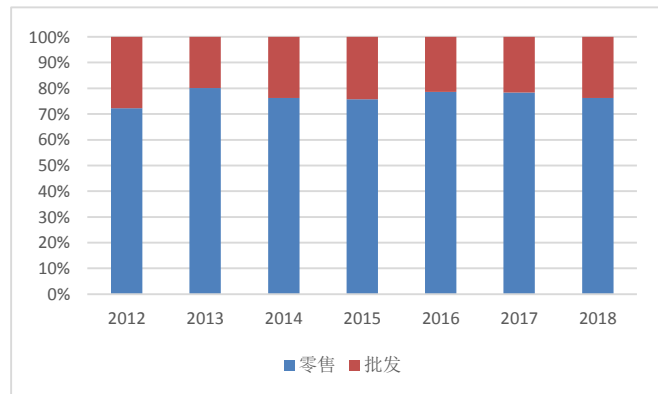
六福和周大福内地业务中零售业务占比七成且维持稳定, 周大福港澳零售业务超九成, 整体来看零售业务 2018 年占比 82%。

图表 32 周大福分营运模式收入 (整体)

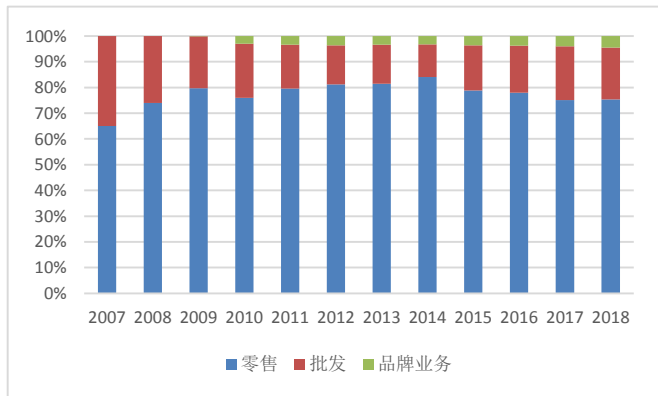


资料来源: wind, 华创证券整理

图表 33 周大福分营运模式收入 (大陆)



资料来源: wind, 华创证券整理

图表 34 六福分营运模式收入


资料来源：wind，华创证券整理

4、生产端：垂直供应链整合，均在内地建有自有生产工厂

三家公司均倾向于整合垂直供应链，从采购、切割打磨、设计、生产、销售各个环节进行布局。周大福、周生生、六福均分别于 1973 年、2005 年、2015 年取得全球最大钻石供应商 De Beers 的钻石毛坯特約配售商资格，保证稳定的供货来源。均在内地广东省设有珠宝生产工厂，同时在质量严控的情况下，进行一定的外包生产。其中，钻石镶嵌类的自主生产比例较高。

图表 35 六福产能基地

	产能基地
钻石采购	2015 年，六福为全球最大钻石供应商 De Beers 的钻石毛坯特約配售商
生产加工	全资拥有一间位于广州市南沙区的大型珠宝加工厂 内地市场钻石产品 100%由六福提供，其他产品由指定供应商供应

资料来源：wind，华创证券

图表 36 周大福产能基地

	产能基地
钻石采购	1973 年，周大福珠宝为全球最大钻石毛坯供货商 De Beers 特約配售商，直接配售天然钻石原胚；亦成为国际矿业巨子 Rio Tinto Group 旗下钻石公司 Rio Tinto Diamonds 的特选钻石商，地位等同特約配售商。
生产加工	12 所工厂（9 家珠宝工厂，3 家钻石切割打磨工厂：其中，一家香港珠宝镶嵌，四家深圳珠宝镶嵌、K 金，四家顺德珠宝镶嵌、铂金 K 金、黄金。南非两间珠宝切割打磨工厂，武汉智造生产中心、深圳研发中心。）自行生产 80%珠宝镶嵌产品，整体外包约 50%。
物流及配货	顺德物流及配货中心

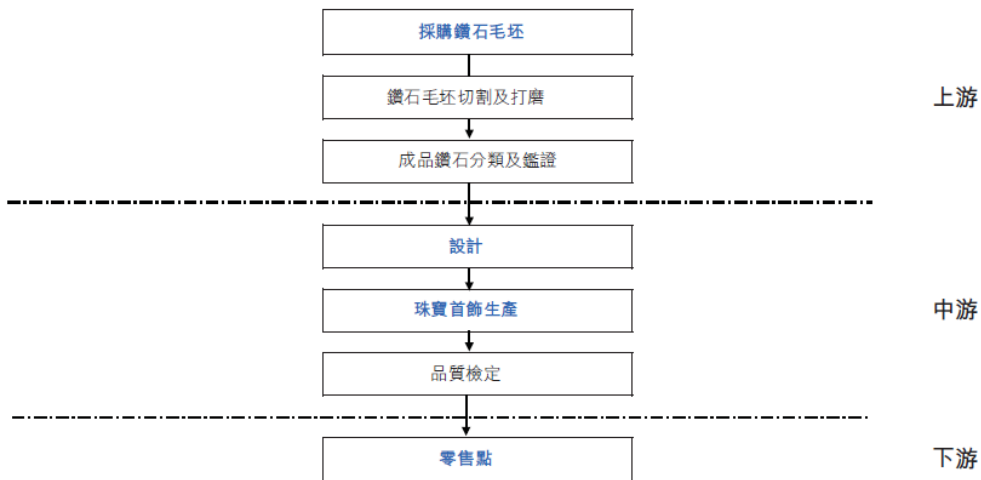
资料来源：wind，华创证券

图表 37 周生生产能基地

	产能基地
钻石采购	2005 年，取得全球最大钻坯供应集团 De Beers 旗下 DTC 的钻石配货商资格
生产加工	顺德工业园、佛山工业园

资料来源：wind，华创证券

图表 38 珠宝镶嵌首饰全产业链



资料来源：公司公告,华创证券

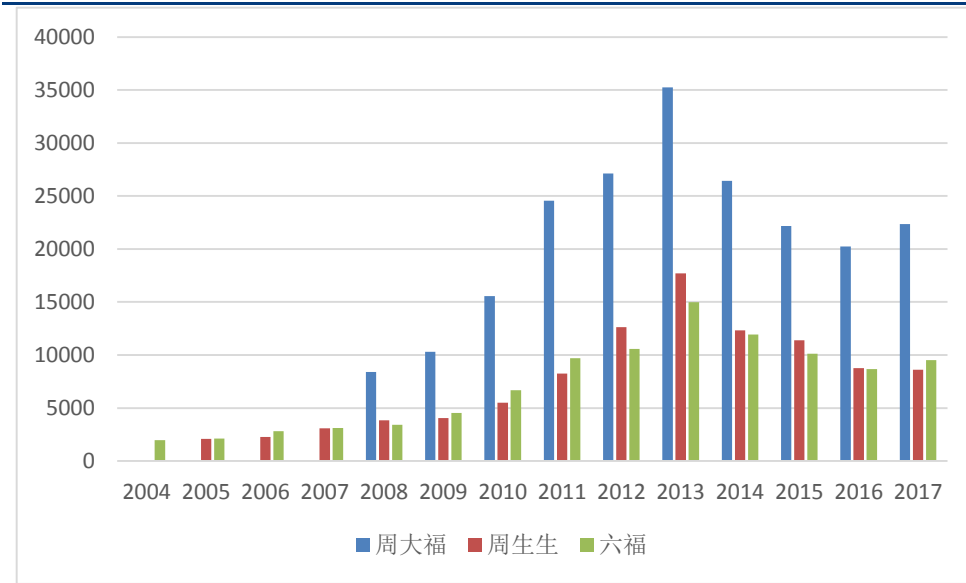
（二）港澳地区业务：老牌周大福优势明显，新锐六福营销有力追赶

港澳地区业务：面积小，渠道布局有限，品牌价值优先。周大福港澳地区收入 223.5 亿元，是周生生和六福的两倍以上，成立更晚的六福略高于周生生。相比于周生生，六福和周大福的营销更强。六福通过连续 20 余年赞助港姐活动，以及各种公开活动、广告及各类型的赞助等增加品牌曝光率，配合不同节日举办主题活动，并利用当下流行的直播、自媒体、网红等新媒体平台进行宣传，实现了良好效果，虽成立较晚收入已与周生生比肩。周大福作为老牌珠宝商，采用多品牌战略，进行针对性营销。周生生营销活动相对较少，以节日和高端活动营销居多。

1、港澳地区收入：周大福是周生生和六福的两倍以上

周大福港澳地区收入是周生生和六福的两倍以上，成立更晚的六福略高于周生生。周大福和周生生成立较早，于 1930s 成立于香港，六福于 1990s 成立于香港，2017 年，周大福在港澳地区实现营业收入 223.5 亿港元，周生生港澳地区营业收入 86 亿港元，六福港澳地区营业收入 95 亿港元。

图表 39 三大品牌港澳地区收入（百万港元）

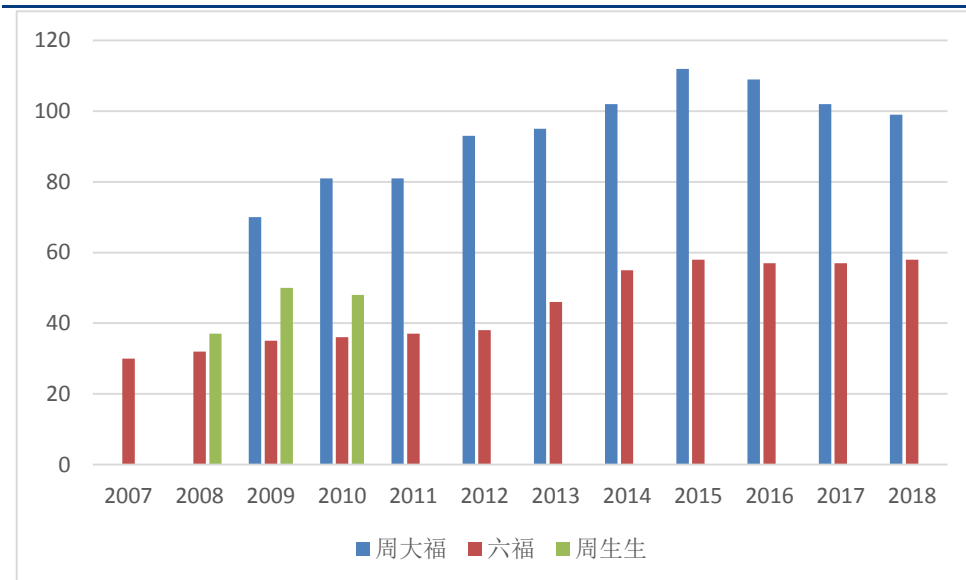


资料来源：公司公告, 华创证券

2、港澳地区渠道：全为直营，成长有限

港澳地区自营珠宝店占比在 99% 以上，因面积较少，增长有限。2018 年，周大福 99 家，六福 58 家，总量和增幅均有限。

图表 40 三大品牌港澳地区渠道

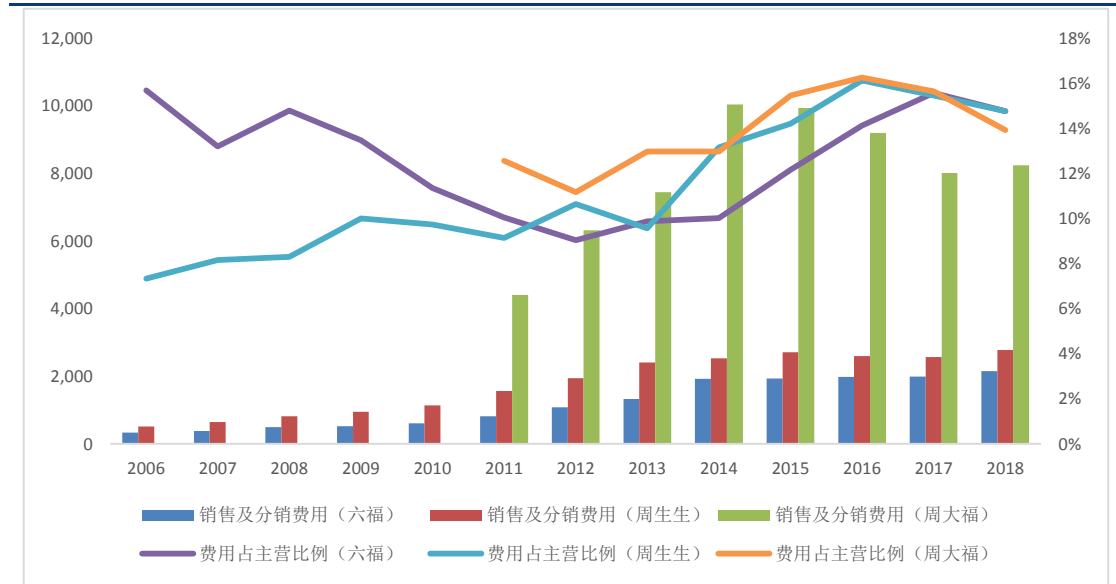


资料来源：公司公告, 华创证券

3、营销端：六福、周大福全方位营销，效果显著

就营销费用占比而言，三家公司自 2011 年起均有小幅增长，维持在主营业收入的 10%-15%左右。2014 年以来受营业额下降影响，周大福的销售费用出现了明显下滑，但整体而言销售占比维持稳定甚至有所增长。六福和周生生在营收不佳的年份依旧维持了销售费用的小额增长，销售占比有显著提升。

图表 41 销售及分销费用（百万港元）及其占主营业收入比例



资料来源: wind, 华创证券整理

相比于周生生，六福和周大福的营销更强。六福通过连续 20 余年赞助港姐活动，以及各种公开活动、广告及各类型的赞助等增加品牌曝光率，配合不同节日举办主题活动，并利用当下流行的直播、自媒体、网红等新媒体平台进行宣传，实现了良好效果，虽成立较晚收入已与周生生比肩。周大福作为老牌珠宝商，采用多品牌战略，进行针对性营销。周生生营销活动相对较少，以节日和高端活动营销居多。

图表 42 珠宝公司系列产品定位

	六福	周大福	周生生
高端奢华	爱很美、Goldstyle	传承系列、Charming Gold	Fine Jewellery、V&A 系列
时尚优雅	爱恒久系列	Tmark 系列	g* COLLECTION、LACE 系列
年轻潮流	Dear Q 系列	Monologue、星座系列、萤火虫系列	王者荣耀系列、Charme 系列

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 43 珠宝公司市场策略

	六福	周大福	周生生
中高端市场	赞助港姐后冠 赞助马拉松比赛	赞助国际高端赛事 赞助澳大利亚芭蕾舞团中国巡演	赞助里约奥运会金牌 赞助中比艺术展、香港乐团
婚嫁市场	举办婚庆博览会 提供增值服务	邀请陈法拉拍摄宣传短片 赞助第 12 届亚洲电影大赏	举办婚嫁主题活动 展览婚嫁珠宝

	六福	周大福	周生生
年轻潮流	赞助 KPL 王者之戒 和劲舞团合作推广 乔欣代言 Dear Q 系列	赞助热血街舞团真人秀 与自媒体同道大叔合作星座系列 赵丽颖代言萤火虫系列	铺设日常佩戴独立门店 与王者荣耀合作系列产品

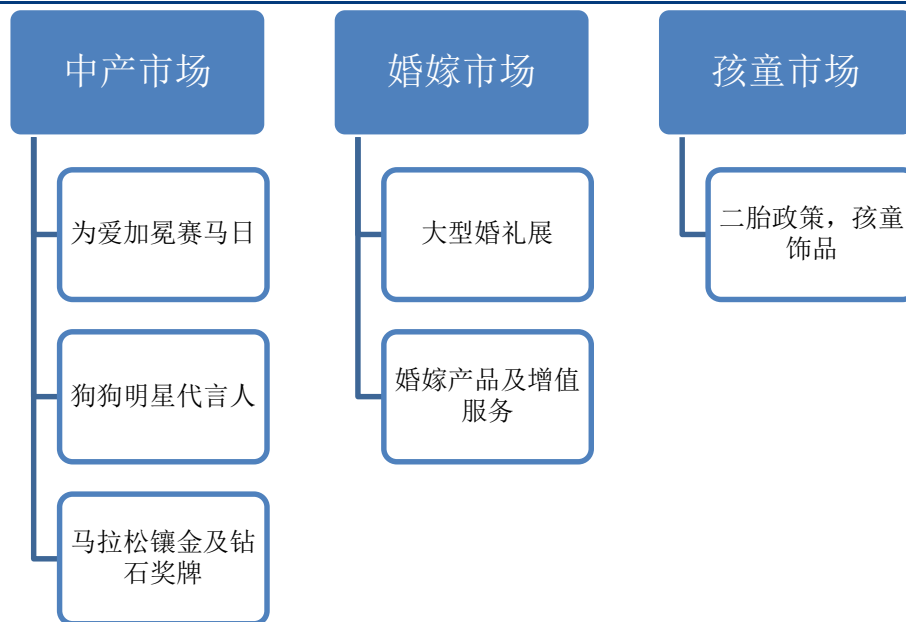
资料来源：公司公告, 华创证券

（1）六福：定位中高端多元化营销，标志性 20 年港姐赞助推广

市场策略：

针对中港澳及海外的中高端消费市场，六福珠宝采取全面的市场策略，配合多元化的产品组合，以抓紧中产、婚嫁和孩童市场带来的发展机遇。

图表 44 六福珠宝市场导向策略



资料来源：公司公告, 华创证券

中产市场：针对中产时尚人士、养宠人士及运动人士，于 2017 年举办以“为爱加冕”为活动主题的“六福珠宝赛马日”，邀请了多位香港小姐演绎钻石首饰，聘请林峰代言“爱恒久”情侣系列，乔欣代言“Dear Q”系列；与爱护动物协会携手举办“六福珠宝狗狗明星代言人大赛”，推出胜出犬造型的慈善饰品；赞助香港及内地马拉松镶金及钻石奖牌，向完赛跑手致意。通过多种活动吸引不同类型的中产人士，进一步渗透中产市场，提升品牌的认知度。

婚嫁市场：为把握庞大婚嫁市场的商机，六福与香港及内地的婚庆博览会、高级酒店等合作举办大型婚礼展，并推出多款婚嫁金饰、婚嫁钻饰及可自由搭配的概念对戒，辅之以免费即时刻字的增值服务。

孩童市场：配合内地的二胎政策，策略性地推出孩童饰品及多款礼盒套装。

品牌推广：

集团继续以“爱很美”为品牌推广主题，连续二十年赞助“香港小姐竞选”的金钻后冠及名贵珠宝首饰。

图表 45 六福珠宝赞助港姐后冠



资料来源：国际珠宝网，华创证券

此外，透过各种公开活动、广告及各类型的赞助等增加品牌曝光率，配合不同节日举办主题活动，并利用当下流行的直播、自媒体、网红等新媒体平台进行宣传。乘著近年的电竞、动漫热潮，为加强渗透购买力日渐成熟的千禧世代，集团与手游《王者荣耀》、《劲舞团》及网游《天下 3》合作推广。

图表 46 六福珠宝定制 KPL 王者之戒

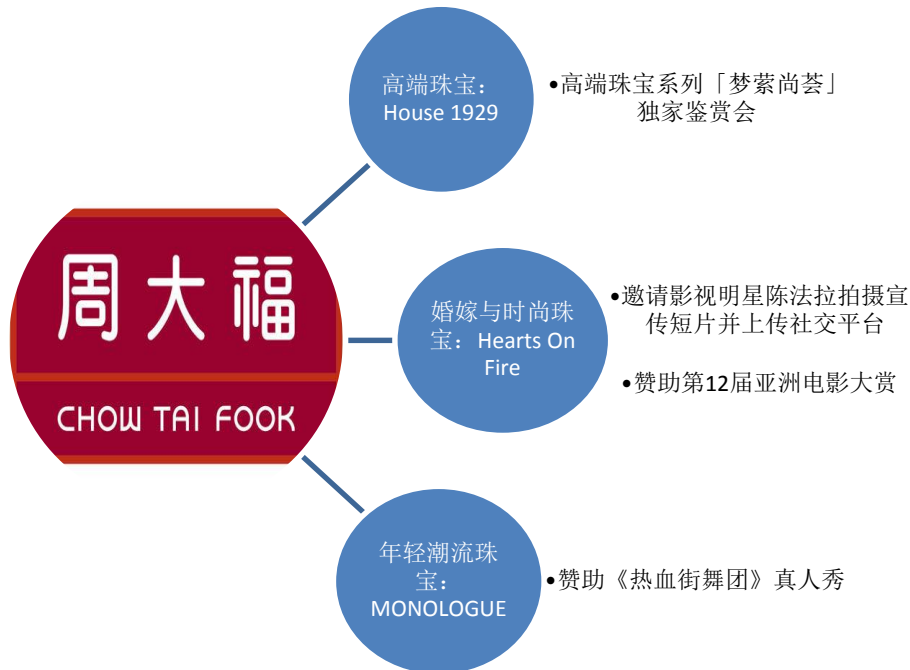


资料来源：搜狐网，华创证券

（2）周大福：多品牌策略，针对性营销

周大福采取多品牌策略，捕捉不同层次客户，并采取相应的营销方式。相较于六福主攻中产市场，重视打造高端奢华的品牌概念，周大福则在年轻时尚市场投入颇多，例如打造年轻化子品牌 MONLOGUE，并赞助《热血街舞团》，由参赛者佩戴展示 MONOLOGUE 系列产品，MONOLOGUE 还与自媒体“同道大叔”合作，出了联名的星座款项链。

图表 47 周大福品牌策略



资料来源：公司公告, 华创证券

图表 48 周大福宣传活动



资料来源：公司官网, 华创证券

（3）周生生：节日和活动营销居多

周生生主打节日情感营销策略，情人节&春节活动“爱·回家”，母亲节主题活动“妈妈的谎言”，七夕活动“寻找伊莎贝拉”等节日策划，加之带有情感属性的产品及合适的明星推广，使得周生生节日性营销完美达到预期效果。

此外，周生生热衷于艺术文化、公益慈善、青年教育等领域的宣传推广。集团赞助了里约奥约会金牌及中比艺术展；与小交响乐团及香港管弦乐团大师会会员已是多年合作或伙伴，同期亦赞助香港话剧团；通过金钱及实物捐助支持多家慈善机构；于香港演艺学院及香港城市大学设立奖学金。

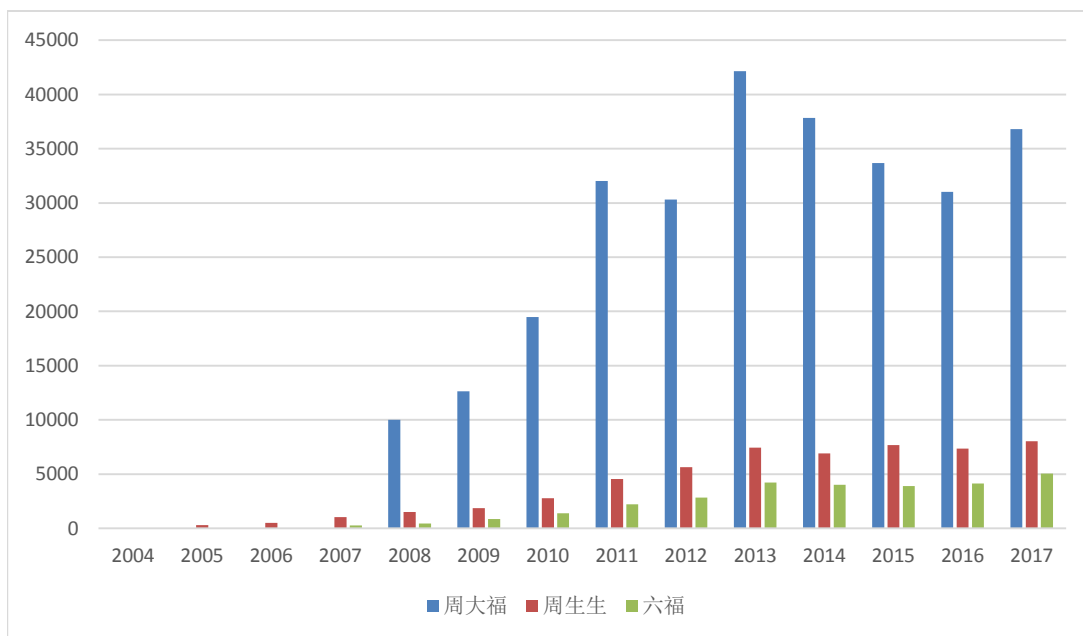
（三）大陆地区业务：得渠道者得天下

大陆地区幅员辽阔，建立多个门店投入成本巨大，周大福和六福采取了先以加盟的形式进行扩张的形式抢先占领大陆市场。周大福大陆地区收入 2017 年 368 亿元，是周生生的 4 倍以上，六福的 6 倍以上。六福增速更快。主要得益于二者的轻资产加盟式扩张和加速布局渠道下沉。周大福的门店以自营店为主，2018 年自营店 1469 家，加盟店 980 家，加盟店占比 40%，近年来比例逐年提升。六福的门店以加盟为主，2018 年有自营店 157 家，加盟店 1404 家，自营店占比逐年提升。而周生生只有 509 家自营店。周大福早年先扩张一二线城市，近 10 年来加速扩张三线城市门店。其二线城市收入最高，2018 年为 219 亿元，占比 60%，三线城市次之。门店数来看，二线城市门店 1327 家，占比 54%。近年来三线城市扩张速度较快。六福早年一线城市门店较多，近几年来加速扩张三四线城市，门店数已由 2012 年的 291 家扩张至 2018 年的 792 家，占比 51%。而一线城市门店则 270 家，略低于周大福，占比 18%，二线城市门店远低于周大福。

1、大陆地区收入：周大福遥遥领先，六福增速快

周大福大陆地区收入 2017 年 368 亿元，是周生生的 4 倍以上，六福的 6 倍以上。六福增速更快。2007 年以来，周生生在大陆的营业收入由 10.27 亿增长至 2017 年 80.31 亿，CAGR 为 22%，六福则由 2017 年的 0.39 亿港元增长至 2017 年的 50.64 亿，CAGR 为 56%。

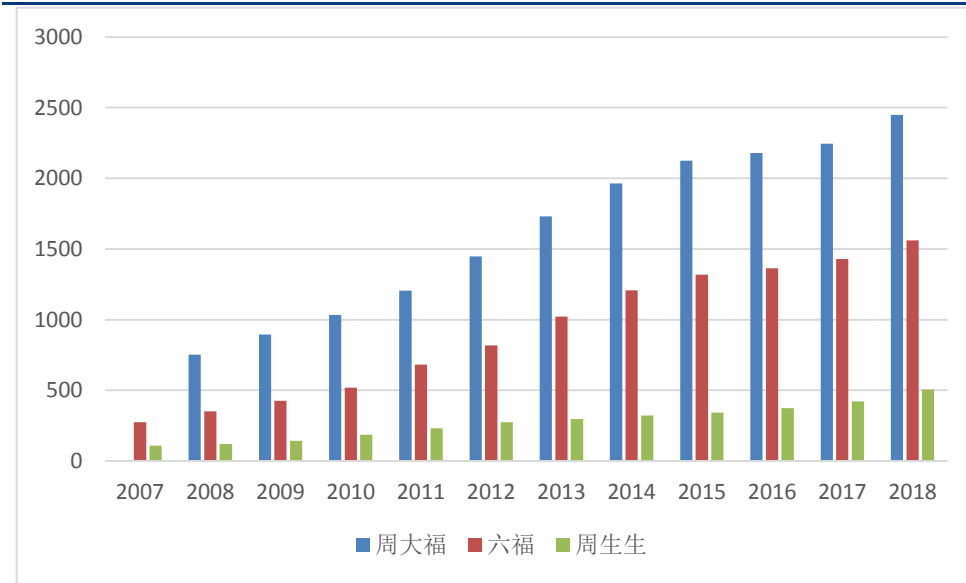
图表 49 三大品牌大陆地区收入



资料来源：公司公告，华创证券

周大福和六福在大陆地区的增长主要来自于门店的扩张。六福在大陆地区的门店由 2007 年的 275 家增长至 2017 年的 1561 家，周大福在大陆地区的门店由 2008 年的 752 家增长至 2017 年的 2449 家。而周生生门店扩张较弱，2017 年仅 506 家店。

图表 50 三大品牌大陆地区渠道

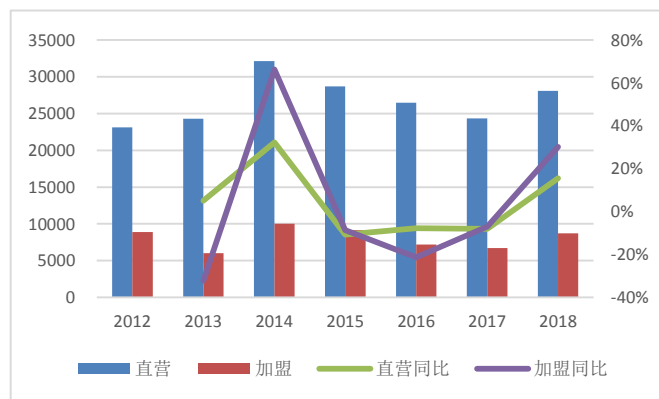


资料来源：公司公告, 华创证券

2、轻资产加盟渠道抢先覆盖：周生生全为自营，周大福自营为主，六福加盟为主

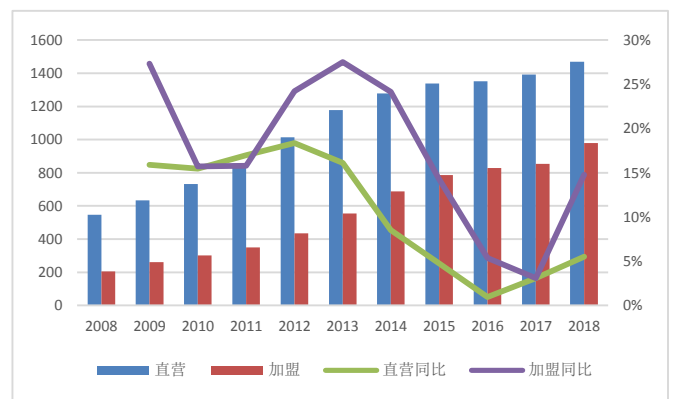
大陆地区幅员辽阔，建立多个门店投入成本巨大，周大福和六福采取了先以加盟的形式进行扩张的形式抢先占领大陆市场。周大福的门店以自营店为主，2018 年自营店 1469 家，加盟店 980 家，加盟店占比 40%，近年来比例逐年提升。而从收入端来看，2018 年加盟店收入占比 34%，比例亦逐年提升。六福的门店以加盟为主，2018 年有自营店 157 家，加盟店 1404 家，自营店占比逐年提升。而周生生只有 509 家自营店。

图表 51 周大福分自营/加盟收入（百万港元）



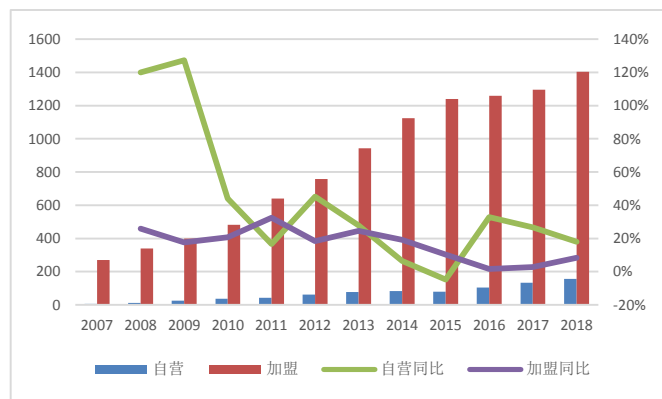
资料来源：公司公告, 华创证券

图表 52 周大福分自营/加盟门店数



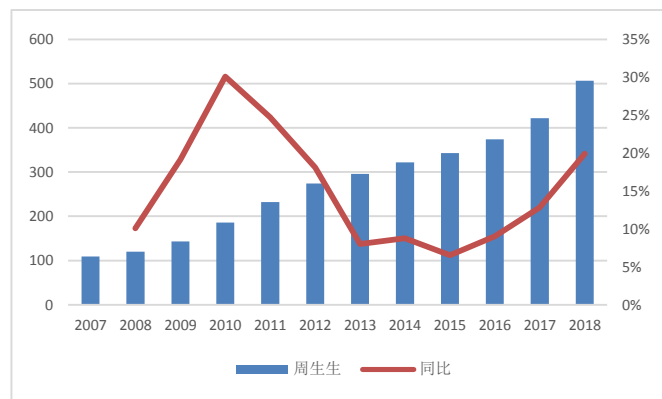
资料来源：公司公告, 华创证券

图表 53 六福分自营/加盟门店数



资料来源：公司公告, 华创证券

图表 54 周生生分自营/加盟门店数

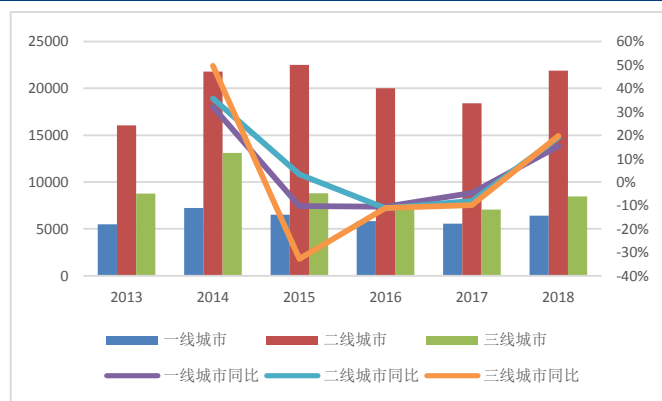


资料来源：公司公告, 华创证券

3、加速布局渠道下沉：周大福二线城市为主，六福三四线城市占比高

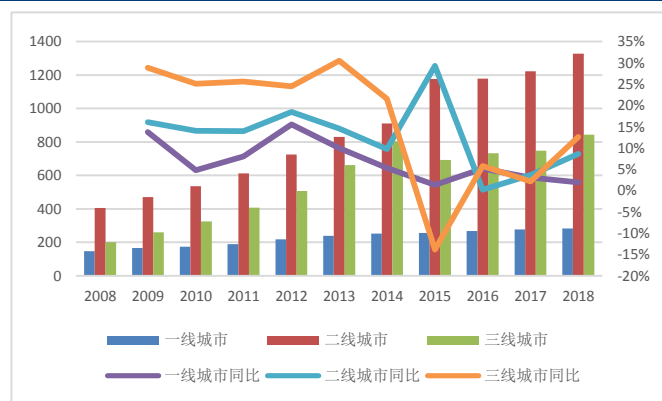
周大福早年先扩张一二线城市，近 10 年来加速扩张三线城市门店，三线城市门店数已由 2008 年的 201 家增长至 2018 年的 842 家。收入端来看，近年来二三线城市增速较高，二线城市收入最高，2018 年为 219 亿元，占比 60%，三线城市次之，2018 年为 85 亿元，占比 23%。门店数来看，二线城市门店 1327 家，占比 54%，三线城市 842 家，占比 34%。近年来三线城市扩张速度较快。

图表 55 周大福分城市级别收入（百万港元）



资料来源：公司公告, 华创证券

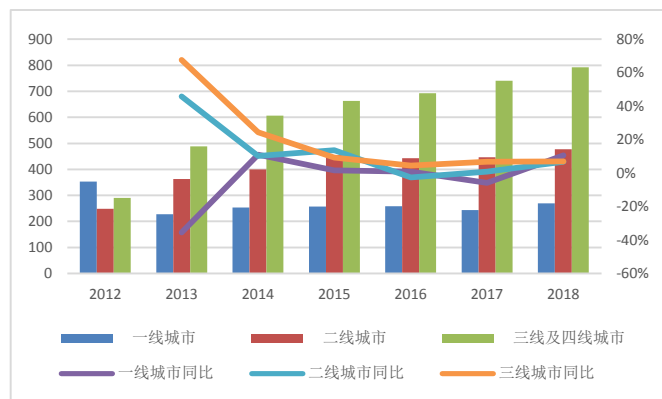
图表 56 周大福分城市级别门店数



资料来源：公司公告, 华创证券

六福早年一线城市门店较多，近几年来加速扩张三四线城市，门店数已由 2012 年的 291 家扩张至 2018 年的 792 家，占比 51%。而一线城市门店则 270 家，略低于周大福，占比 18%，二线城市门店远低于周大福。

图表 57 六福分城市级别门店数



资料来源：公司公告, 华创证券

三、以香港珠宝品牌发展为镜，加盟渠道下沉拓市场，多元营销造势铸品牌

港澳地区业务：面积小，渠道布局有限，品牌价值优先。老牌周大福优势明显，新锐六福营销有力追赶：周大福港澳地区收入 223.5 亿元，是周生生和六福的两倍以上，成立更晚的六福略高于周生生。相比于周生生，六福和周大福的营销更强。六福通过连续 20 余年赞助港姐活动，以及各种公开活动、广告及各类型的赞助等增加品牌曝光率，配合不同节日举办主题活动，并利用当下流行的直播、自媒体、网红等新媒体平台进行宣传，实现了良好效果，虽成立较晚收入已与周生生比肩。周大福作为老牌珠宝商，采用多品牌战略，进行针对性营销。周生生营销活动相对较少，以节日和高端活动营销居多。

大陆地区业务：幅员辽阔，得渠道者得天下。大陆地区幅员辽阔，建立多个门店投入成本巨大，周大福和六福采取了先以加盟的形式进行扩张的形式抢先占领大陆市场。周大福大陆地区收入 2017 年 368 亿元，是周生生的 4 倍以上，六福的 6 倍以上。六福增速更快。主要得益于二者的轻资产加盟式扩张和加速布局渠道下沉。周大福的门店以自营店为主，2018 年自营店 1469 家，加盟店 980 家，加盟店占比 40%，近年来比例逐年提升。六福的门店以加盟为主，2018 年有自营店 157 家，加盟店 1404 家，自营店占比逐年提升。而周生生只有 509 家自营店。周大福早年先扩张一二线城市，近 10 年来加速扩张三线城市门店。其二线城市收入最高，2018 年为 219 亿元，占比 60%，三线城市次之。门店数来看，二线城市门店 1327 家，占比 54%。近年来三线城市扩张速度较快。六福早年一线城市门店较多，近几年来加速扩张三四线城市，门店数已由 2012 年的 291 家扩张至 2018 年的 792 家，占比 51%。而一线城市门店则 270 家，略低于周大福，占比 18%，二线城市门店远低于周大福。

周大生是我国珠宝行业龙头，虽成立时间较晚，但实现了弯道超车。公司深耕渠道和品牌。渠道方面，截至 2019Q1，公司门店总数为 3457 家，其中自营店 296 家，加盟店 3161 家，位于全国第一。未来公司全国门店布局有望达到 4723 家。公司的渠道有两大核心优势，一是充分让利渠道，镶嵌产品让利超过同行近 5%-10%，素金产品让利超过同行近 5%，依托当地优秀经销商迅速占领市场。二是轻资产扩张，以加盟的形式抢先布局三四线城市，形成先发优势，弯道超车。品牌和营销方面，经过多年的积累，公司品牌价值约 301.58 亿元，仅次于周大福。公司构建了全方位、立体式品牌整合营销战略，公司广告投入位于行业上游。2018 年公司广告费用 7269 万元，占营业收入的 1.5%，占比稳定。

四、风险提示

宏观经济下行导致消费需求不振，渠道下沉不达预期。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编：200120 传真：021-50581170 会议室：021-20572500