周大福：渠道下沉+多品牌战略，九十华诞龙头珠宝公司再迎辉煌

方正证券研究所证券研究报告

周大福(1929.HK)　　公司研究

轻工制造行业　　公司深度报告

2019.09.12/推荐(首次)

首席商贸零售分析师　倪华

执业证书编号：　S1220517070003

TEL：

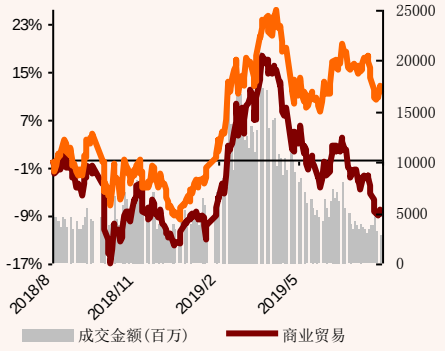
E-mail　nihua@foundersc.com

联系人：　吴丛露

TEL：

E-mail：　wuconglu@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

周大福是全球市值最大的珠宝零售商，是大中华区总收入最高的珠宝公司。公司成立于 1929 年，至今已有 90 年历史。2019 财年，公司收入达 667 亿港币：其中大陆地区占比 63.7%，终端零售额近 500 亿人民币，市占率第一（约 7%）；港澳地区收入占比 36.3%。公司实控人为香港四大家族之一的郑氏家族，目前管理层人员结构稳定，权力平稳过渡。

是少有的从“矿源到指尖”覆盖全产业链的珠宝公司。公司建立了从钻石源头采购，到自有钻石工厂切割打磨，再到品牌团队工厂设计镶嵌，最终在周大福门店销售的完整体系，公司有能力保证所售珠宝首饰销量 60%以上为自建品牌工厂生产。

黄金产品优势明显，品牌矩阵布局钻石品类。周大福以黄金产品起家，在黄金产品上不断推陈出新，公司是最先推出当前流行的古法黄金概念和产品的，FY2019 黄金产品收入占比在 60%以上。公司采取多品牌战略，旗下主打高端钻石的品牌有 HOF（于 2014 年收购的美国钻石品牌）和 T MARK，此外有面向千禧一代的 MONOLOGUE 和 SOINLOVE 轻奢珠宝品牌。目前各品牌逐渐进入成熟阶段。

内地门店数突破 3000 家，将以加盟店形式拓展加速拓展低线市场。公司最大的优势在于能够开设和管理庞大的自营门店体系，公司在内地的自营店超过 1700 家（2019/6），远超同行，但超过 60%的门店分布在一二线城市，为了提升在低线城市的市占率，公司去年开始以加盟的形式加速开店：FY2019 内地新增的 539 家门店中有近 70%是加盟店。虽然公司目前在低线城市的渗透率相对低，但长期形成的良好产品口碑和品牌形象将有助于下沉渠道拓展。

投资评级与估值　我们预计公司 2020~2022 财年实现收入 722、828、940 亿港元，净利润为 50/58/66 亿港元，对应 PE 估值 14/12/11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示　大陆地区可选消费增速放缓；公司港澳地区收入占比约 36%，香港地区局势动荡对零售业有较大冲击，预计对公司业绩产生负面影响

盈利预测：

单位/百万	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业总收入	66,661	72,190	82,834	93,992
(+/-)(%)	12.7%	8.3%	14.7%	13.5%
净利润	4,577	5,011	5,756	6,591
(+/-)(%)	11.8%	9.5%	14.9%	14.5%
EPS(元)	0.46	0.50	0.58	0.66
P/E	15.1	13.8	12.0	10.5

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1 周大福：大中华区珠宝行业龙头品牌 5
1.1 发展历史：传创共享 90 载，铸造大中华区珠宝龙头传奇 5
1.2 股权结构：香港郑氏家族为实际控制人，股权结构稳定 7
2 珠宝市场长期向好，供需两端呈现结构性变化 8
2.1 需求端：“钻石+年轻一代”成最大标签 8
2.1.1 消费升级：珠宝市场前景广阔 8
2.1.2 消费品类：黄金仍占主导，钻石增速亮眼 10
2.1.3 消费主体：80/90/00 一代成中流砥柱 12
2.2 供给端：行业转暖龙头市占率有望提升 13
2.2.4 概况：行业集中度低，陆/港/外资三足鼎立 13
2.2.5 渠道：加盟迅速扩张为主，自营打造品牌形象 14
2.2.6 品类：黄金占据半壁江山，钻石 K 金差异化突围 16
2.2.7 品牌：持续营销讲好珠宝故事，品牌效应显现 17
3 周大福：品牌战略+渠道下沉，九十华诞龙头企业赢先机 18
3.1 供应链：垂直整合供应链保证产品品质 18
3.2 品类&品牌：黄金产品优势明显，品牌矩阵布局钻石 20
3.3 渠道：渠道自营为主独树一帜，加盟扩张三四线城市 23
3.4 管理：强管理能力掌控终端体系 25
4 财务分析 26
4.1 多品牌战略显效，毛利率提升 27
4.2 加盟店加速推进，未来费用率将降低 28
4.3 运营能力稳中有升，现金流水平良好 29
4.4 金价对公司的业绩和股价产生影响 30
5 盈利预测 31
风险提示 33

图表目录

图表 1：行业主要公司总市值及总收入 5
图表 2：周大福零售额及增速(百万港元) 5
图表 3：周大福收入及增速（百万元） 5
图表 4：周大福发展历史梳理 7
图表 5：周大福珠宝集团股权结构示意图 8
图表 6：城镇居民人均消费性支出结构 9
图表 7：世界人均 GNI 对比 9
图表 8：限额以上珠宝类年零售额及同比增速 9
图表 9：金银珠宝类零售同比增速回升明显 9
图表 10：中国内地消费额占全球奢侈品消费比 10
图表 11：中国内地各奢侈品品类增速 10
图表 12：中美人均珠宝消费（美元） 10
图表 13：主要地区珠宝行业规模（百万美元） 10
图表 14：中国黄金用途及首饰用金增速 11
图表 15：世界黄金消费需求占比 11
图表 16：有 5000 元消费会首选珠宝品类占比 11
图表 17：中国钻石进口金额（百万 USD） 11
图表 18：中美珠宝市场品类结构对比 12
图表 19：新婚购买钻石比率 12
图表 20：我国城市居民分年龄消费情况 13
图表 21：新一代在人口结构中占比 13
图表 22：新一代消费者购买珠宝目的 13
图表 23：登记结婚数与粗结婚率 13
图表 24：国内珠宝市场主要品牌 14
图表 25：中国内地珠宝市场品牌份额 14
图表 26：主要品牌在中国内地不同类型门店数 15
图表 27：奢侈品销售额线上占比逐年攀升 16
图表 28：2018 年双 11 交易指数排名 16
图表 29：不同品类的企业收入平均增速 16
图表 30：主打黄金与主打钻石的品牌毛利率 16
图表 31：2019 年中国 500 强 最具价值品牌榜 17
图表 32：主要珠宝品牌营销方式 17
图表 33：2017 年钻石产业链各环节平均利润率 18
图表 34：2017 年全球钻石矿业公司市场份额 19
图表 35：周大福加工钻石数与研发人员数 19
图表 36：周大福私人定制服务广泛开展 19
图表 37：全球钻石珠宝产业链示意图 20
图表 38：周大福垂直整合业务模式 20
图表 39：周大福零售收入构成（按品类分，百万 HKD） 21
图表 40：按品类划分大陆及港澳地区同店销售增长率 21
图表 41：2019 财年新品牌门店及店内专柜数 22
图表 42：周大福品牌矩阵 22
图表 43：周大福平均一月就推出新品系列 22
图表 44：按渠道分主要珠宝首饰公司零售点 23
图表 45：按地区划分周大福零售点 23
图表 46：按城市划分新增零售点及增速 23

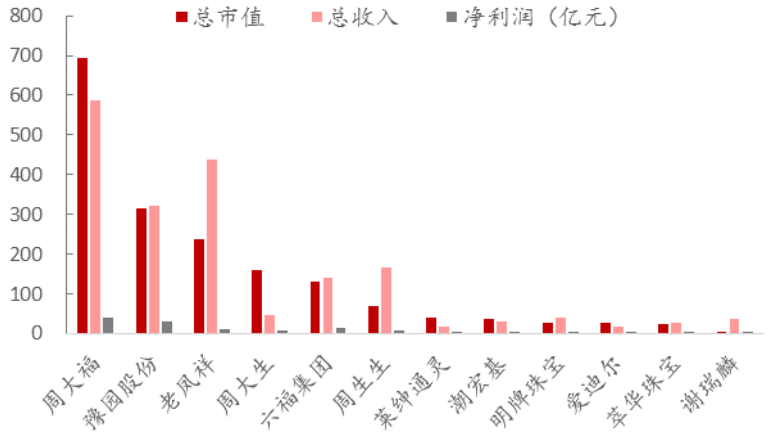
图表 47：大陆地区按城市划分周大福零售点.....23
图表 48：按渠道大陆零售额（百万港元）.....24
图表 49：按渠道划分大陆地区零售点.....24
图表 50：周大福会员数及再消费率.....24
图表 51：以“礼”为主题的体验店.....24
图表 52：按渠道分单店收入（百万港元）.....25
图表 53：电商渠道零售值（百万港元）.....25
图表 54：周大福组织架构.....26
图表 55：周大福员工销售系统.....26
图表 56：周大福毛利率.....27
图表 57：按地区分周大福毛利率.....27
图表 58：主要珠宝首饰公司毛利率.....27
图表 59：主要珠宝首饰公司销售+管理费率.....28
图表 60：周大福费用构成（百万元）.....28
图表 61：周大福费用占收入比例（按性质分）.....28
图表 62：主要珠宝首饰公司净利率.....29
图表 63：主要珠宝公司存货周转天数.....29
图表 64：主要珠宝公司应收账款周转天数.....30
图表 65：周大福同店销售与金价关系.....31
图表 66：周大福股价与金价的关系.....31
图表 67：分部门盈利预测.....32
图表 68：可比公司估值表.....32
图表 69：周大福 PE 区间.....33

1 周大福：大中华区珠宝行业龙头品牌

1.1 发展历史：传创共享 90 载，铸造大中华区珠宝龙头传奇

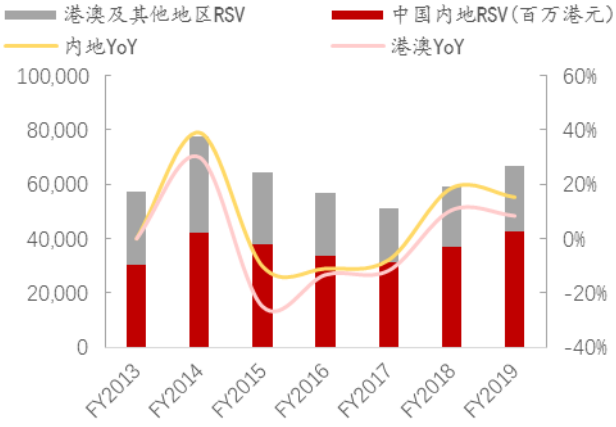
周大福是全球市值最大的珠宝零售商，也是大中华区总收入最高的珠宝公司，周大福多年来一直致力于在产品设计和开发、生产以至物流和分销等方面传承创新。周大福核心业务为设计、生产并销售黄金珠宝，公司于 1929 年成立，至今已有 90 年历史。2019 财年，公司收入达 667 亿港币，增速 12.7%，进入业绩稳步增长阶段。其中大陆地区收入占比 63.7%，增速 15.3%。港澳及其他地区收入占比 36.3%，增速 8.4%。周大福在港澳地区市占率达 20%，在大陆地区市占率约为 7%，均列行业第一。

图表1： 行业主要公司总市值及总收入



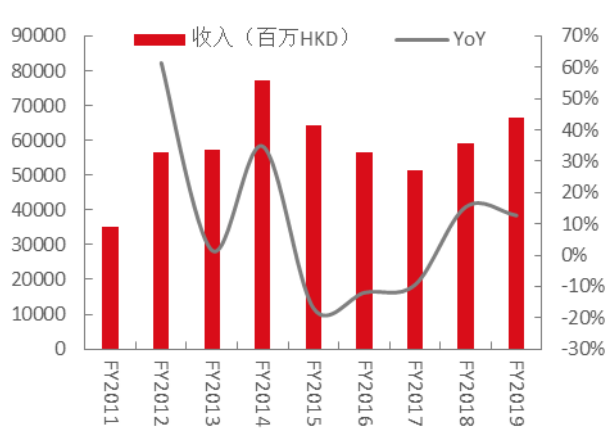
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2： 周大福零售额及增速(百万港元)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表3： 周大福收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

周大福 90 年的发展历程，可大致划分为三个阶段：第一阶段是 1929 年到 1990 年，周大福从金行逐步发展为香港地区的珠宝龙头，不断引领行业标准；第二阶段是 1991 年到 2010 年，周大福逐步布局上游产业链并重返内地市场；第三阶段是 2011 年至今，公司在香港联合交易所主板上市后加速扩张，深耕内地市场。

源远根深，周大福珠宝的早期发展（1929~1990）：周大福珠宝的

名称来源于“五福临门、大富大贵”，是周至元先生 1929 年于广州市洪德路创办。由于 20 世纪 30 年代内地时局动荡，1938 年周至元先生举家迁往澳门，并将周大福金行迁至澳门旧商业区。1939 年，周大福在中环皇后大道开设香港分行，并逐步由女婿郑裕彤打理香港事务。上世纪中叶香港的繁荣和自由港地位使得周大福香港分行在 1950 年代升格为总行，郑裕彤开始接掌周大福的营运决策。周大福创立之初，完成了由广州到澳门再到香港的三地辗转，也完成了由一代创始人到二代接班人的权力交接。

郑裕彤先生 1956 年接手周大福后进行了颇有建树的改革与探索：一是在 1960 年代改组成立有限公司，使周大福成为香港金饰珠宝行业最早的有限公司，完成了向现代企业的转型。二是在 1956 年首创“四条九”标准，1990 年首推“一口价”行规，打响品牌知名度。三是在 1964 年购入一间拥有 De Beers 钻石石胚牌照的公司，1973 年与 DTC 采购钻石毛胚特约配售商 Zlotowski’s 成为合作方，紧跟时代潮流涉足钻石业务。

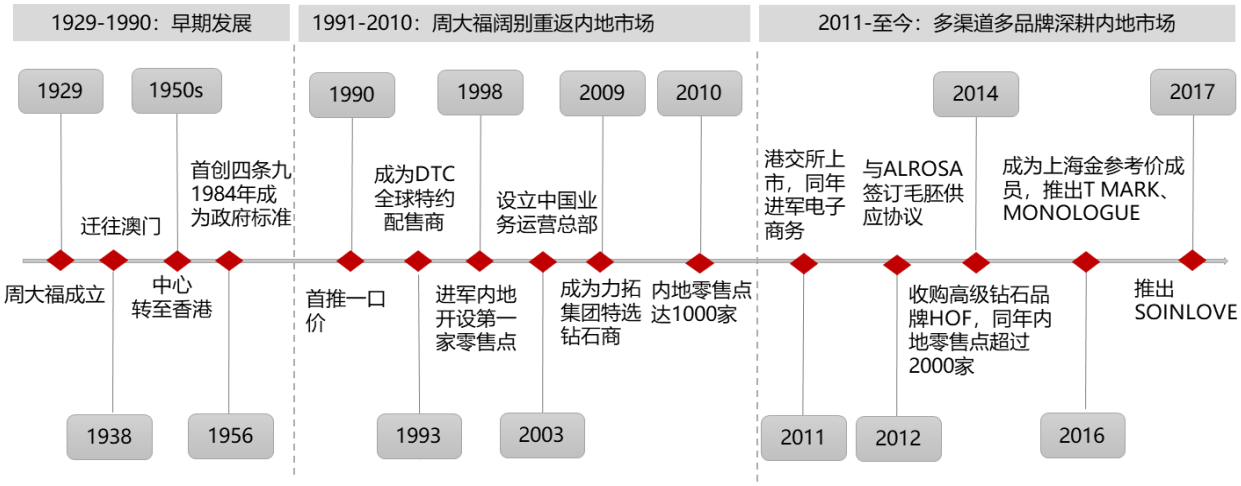
阔别重返，周大福进军内地市场（1991~2010）：1990 年代，周大福重返阔别多年的中国内地珠宝市场。于 1998 年在北京建国门开设周大福珠宝金行。2000 年前，周大福零售点主要集中于北京，2000 年后，周大福成为首家开拓三四线城市的香港珠宝厂商，2002 年门店数突破 100 家。2003 年，公司在深圳成立中国业务营运总部，从此周大福在中国内地的业务进入高速发展期，至 2010 年周大福开设零售店达 1000 家。

融资上市，多渠道多品牌深耕内地市场（2011~至今）：2011 年周大福在香港联合交易所主板上市，公司进入崭新的发展阶段。2014 年周大福在武汉开设第 2,000 家零售点，2016 年成为“上海金”参考成员，进一步巩固行业地位。直至 2018 年底，周大福零售点已突破 3000 家，内地门店数占到 90%以上。在公司最新一季度报告中，周大福管理层表示将要继续扩大加盟比例，下沉零售渠道，以抢占三四线市场商业先机。2019 年 5 月，公司成立北美办事处，进一步扩展海外市场。

在战略合作上，周大福 2012 年与俄罗斯钻石开发公司 ALROSA 签订毛胚供应协议。2013 年与加拿大钻石制造公司 CROSSWORKS 签订大中华独家销售专利八心八箭切割方型钻石协议。 2014 年与古珀行签订大中华区独家销售冠玲珑专利设计产品协议。2019 年与 GIA 合作向消费者提供数码钻石鉴定证书。

在品牌建设方面，周大福 2014 年收购美国高级钻石品牌 HEARTS ON FIRE。2016 年推出 T MARK 钻石品牌和 MONOLOGUE 品牌。2017 年推出 SOINLOVE 品牌。同年，升级周大福品牌于深圳开设首间周大福荟馆。2019 年 3 月，在香港开设首间周大福艺堂。

图表4： 周大福发展历史梳理



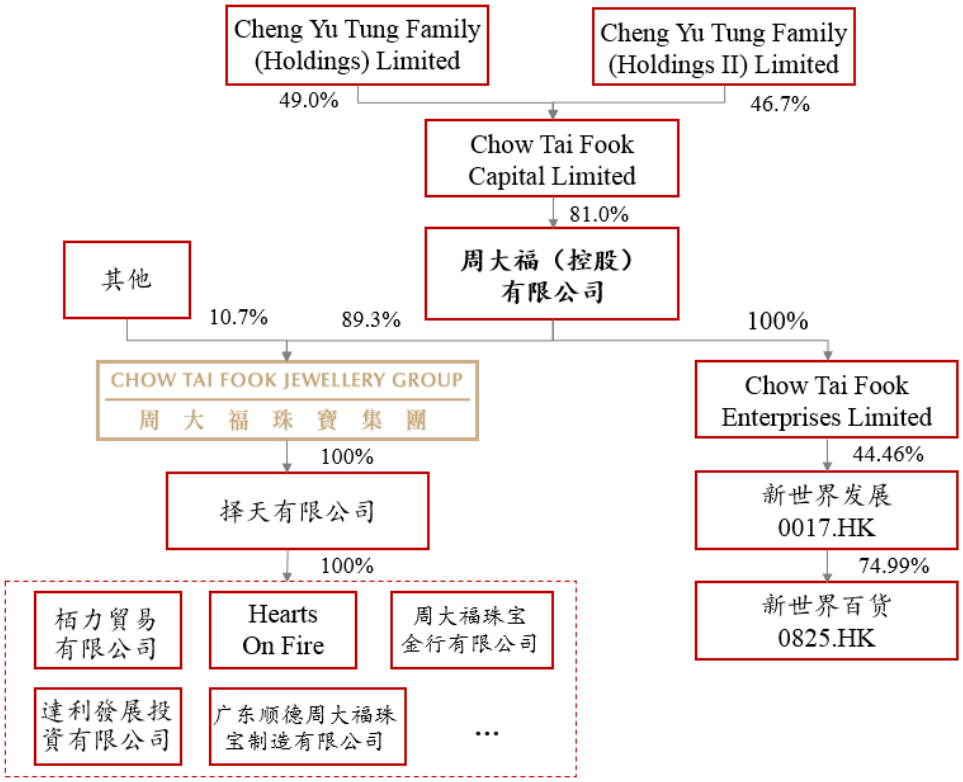
资料来源：公司公告，方正证券研究所

1.2 股权结构：香港郑氏家族为实际控制人，股权结构稳定

周大福集团股权集中，其实际控制人为香港四大家族之一的郑氏家族。现任集团主席及董事长郑家纯为已故董事长郑裕彤长子，执行董事主要有职业经理人黄绍基、现任董事长长子郑志刚、现任董事长侄子郑志恒等 10 人。**总体来看，管理层人员结构稳定，权力平稳过过渡。**郑氏家族第三代已逐步进入权力中心，亦有从事珠宝行业的资深职业经理人为管理保驾护航。

周大福珠宝集团有限公司的大股东为周大福控股有限公司。**郑氏家族通过两个控股公司（CYT Family Holdings 和 CYT Family Holdings II）分别持有周大福资本（CTF Capital）49%和 46.7%的股权，**周大福资本持有周大福控股 81%的股权，周大福控股持有上市公司（周大福珠宝）89.3%的股权。周大福控股旗下除了周大福珠宝以外，还持有新世界百货的股份。周大福珠宝集团旗下，有多家控股子公司，包括 2014 年收购的美国钻石品牌 HEARTS ON FIRE、（各地区）销售公司（如周大福珠宝金行）、钻石贸易公司（例如栢力贸易）、珠宝制造公司（如广东顺德周大福珠宝制造有限公司）等。

图表5： 周大福珠宝集团股权结构示意图



资料来源：公司公告，方正证券研究所

2 珠宝市场长期向好，供需两端呈现结构性变化

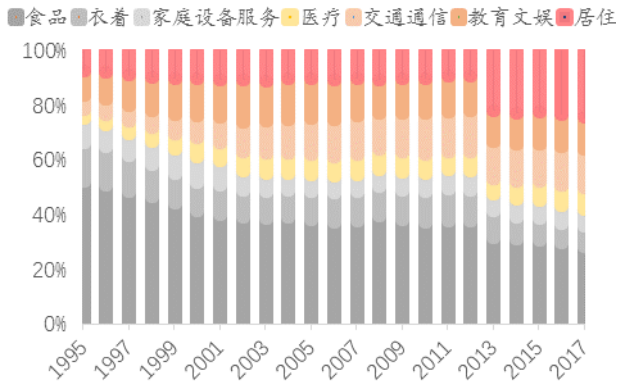
2.1 需求端：“钻石+年轻一代”成最大标签

2.1.1 消费升级：珠宝市场前景广阔

人均可支配收入突破 9000 美元，居民消费性支出转向享受型促成行业长期景气。据世界银行最新标准，2010 年中国步入中高收入经济体行列，现阶段正处于收入加速增长时期。1978 年，我国人均 GNI 相当于世界平均水平的 10.3%，2018 年提高到 80.0%，上升了 69.7 个百分点。中国人均 GNI 分别在 2013 年、2016 年、2018 年突破 6000 美元、8000 美元、9000 美元的大关。

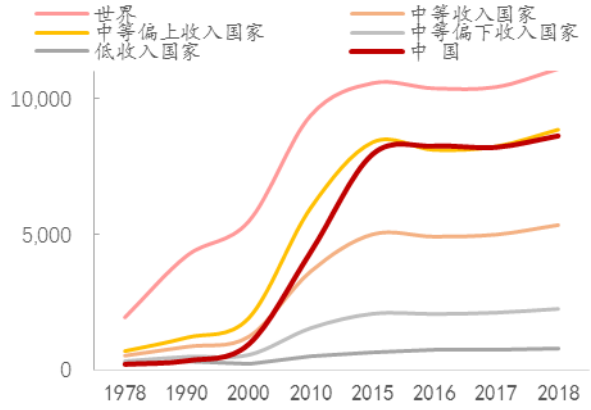
收入增加的同时消费也随着人均可支配收入的持续增长变化，表现为：消费品类结构变化、可获得商品和服务数量与种类的大幅提升、消费偏好与消费文化的转变和日益壮大的中等收入群体对消费增长形成支撑。21 世纪后新消费模式出现，使定制化、个性化、多样化消费成为主流。我国消费升级的直观体现是居民消费支出结构的变化，食品衣着等生存型支出持续下降，教育文娱、医疗、家庭设备及服务、交通通讯等享受型支出大幅增加。

图表6： 城镇居民人均消费性支出结构



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表7： 世界人均 GNI 对比



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

行业终端零售额接近 7000 亿元，行业位于回暖轨道。珠宝首饰及有关物品的制造是指以金、银、铂等贵金属及其合金以及钻石、宝石、玉石、翡翠、珍珠等为原料，经金属加工和连结组合、镶嵌等工艺加工制作各种图案的装饰品的制作活动。

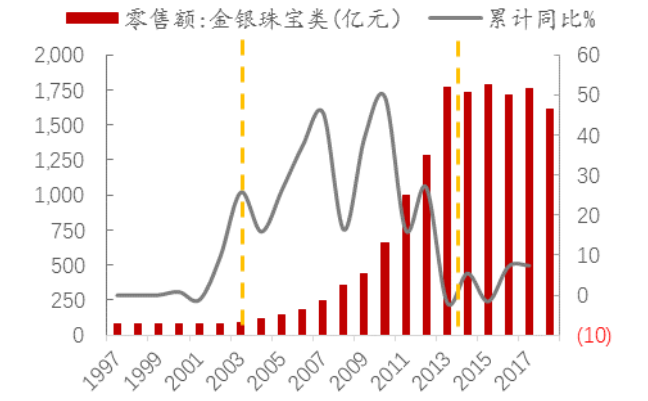
我国珠宝行业改革开放后得到了长足发展，可分为三个阶段：

第一阶段是 1990 年代到 2003 年前后，珠宝行业初步发展，一方面港资外资加入使得国内市场竞争日益激烈，另一方面消费者珠宝消费习惯得以培养。

第二阶段是 2003 年至 2013 年，珠宝行业复合增速 15%左右，被业界称为“黄金十年”。这一时期我国人均可支配收入持续增加、黄金与钻石相关政策开放、世界黄金金价上涨等多重因素叠加促使行业快速扩张。

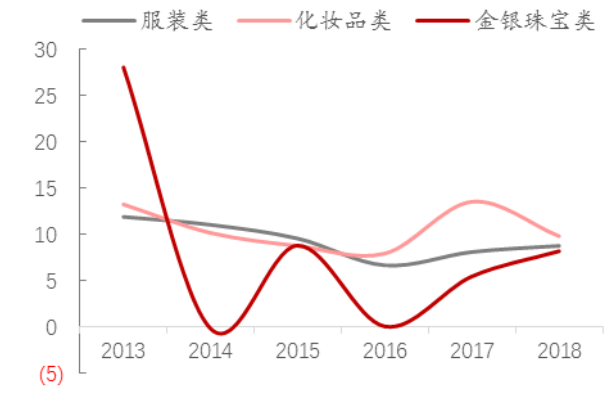
第三阶段是 2014 年至今，随着宏观层面世界金价波动和中国经济进入新常态，行业层面前期扩张过快和同质化严重，珠宝行业进入震荡时期。2017Q1 以来，珠宝行业金零售额累计同比回升速度加快，珠宝类限额以上零售额增速较自 2016 年后回升明显，行业位于回暖轨道。

图表8： 限额以上珠宝类年零售额及同比增速



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表9： 金银珠宝类零售同比增速回升明显

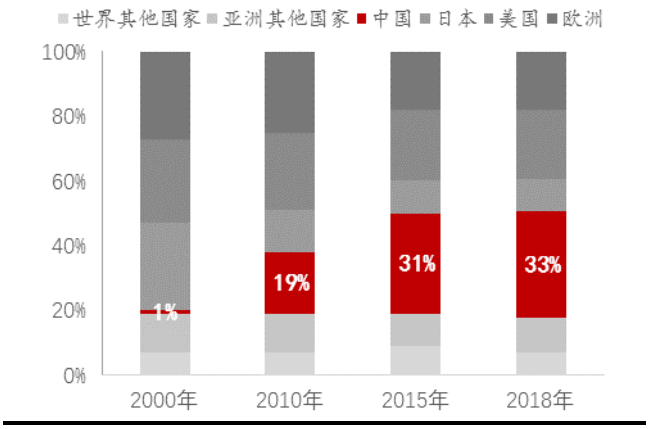


资料来源：Wind，方正证券研究所

中国内地奢侈品市场零售额 1700 亿元，年均增速 20%，其中珠宝类奢侈品增速最为明显。珠宝是典型的可选消费品，属于奢侈品市场的主要品类。据 Bain 年度奢侈品报告，中国消费者有着巨大消费潜力，2000 年至 2018 年近二十年的时间里，中国内地奢侈品消费总额

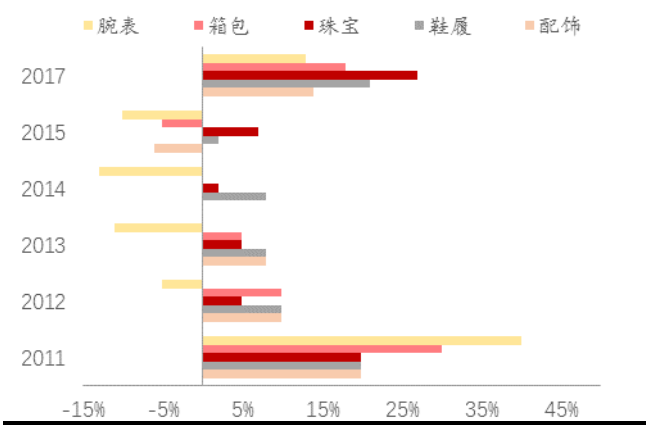
占全球市场份额不到 1%迅速扩张到 33%，目前中国内地已经成为全世界最大的奢侈品单一市场。中国内地的奢侈品市场与中国经济状况密切相关，2013 至 2016 年中国奢侈品市场与限额以上珠宝零售额增速表现一致，市场进入调整阶段。2017 年中国内地各奢侈品品类增速由负转正，其中珠宝作为传统的奢侈品品类在此轮奢侈品复苏中表现抢眼。2017 年珠宝在国内市场增长 27%，对比其他奢侈品品类珠宝年均增速已连续 3 年第一。

图表10： 中国内地消费额占全球奢侈品消费比



资料来源：Bain，方正证券研究所

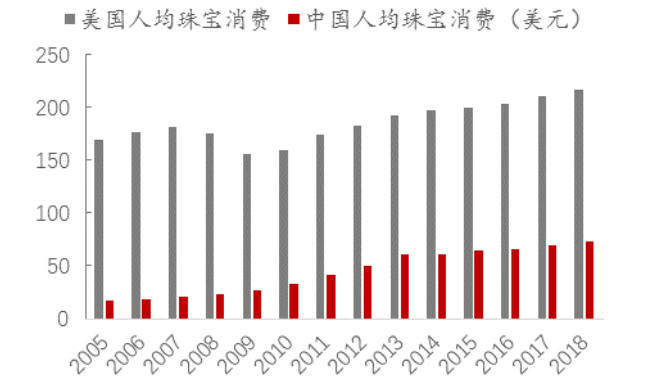
图表11： 中国内地各奢侈品品类增速



资料来源：Bain，方正证券研究所

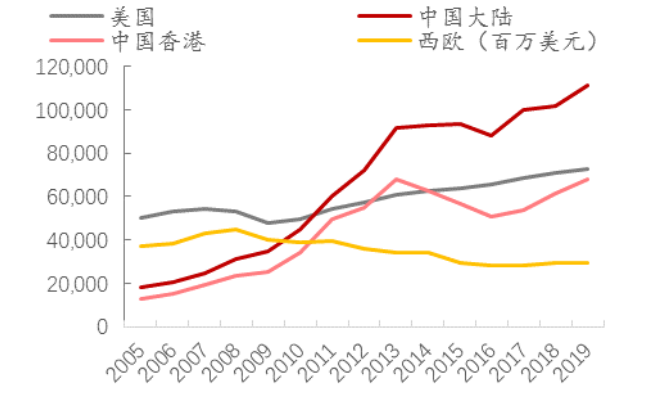
珠宝行业规模大/人均低，对比国际长期看好。据 Euromonitor 数据，2019 年中国大陆的珠宝行业规模已达到 110 亿美元，且分别在 2009 年和 2011 年超过西欧市场和美国市场。但从人均角度看，中国人均珠宝消费 2005 年至 2018 年我国人均珠宝消费由 16 美元上升至 73 美元，人均增速远低于行业规模增速。对比 2018 年最新中美人均珠宝消费数据，我国人均珠宝消费不到美国的 1/3，这一结果或是由我国人口众多、城乡发展不平衡、地区间发展不平衡引起，也从另一层反映出我国珠宝人均消费潜力巨大，内陆地区与三四线城市会带来巨大的消费增量。

图表12： 中美人均珠宝消费（美元）



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表13： 主要地区珠宝行业规模（百万美元）



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

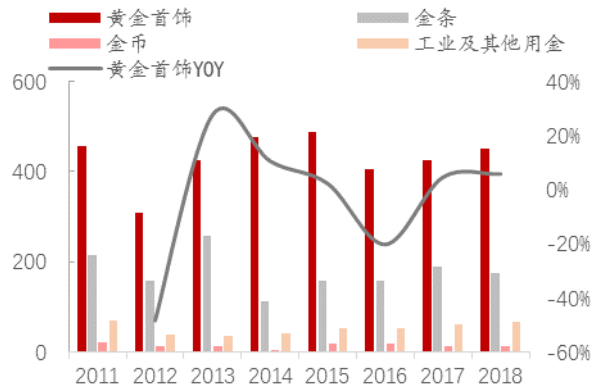
2.1.2 消费品类：黄金仍占主导，钻石增速亮眼

黄金仍是我国最主要的珠宝品类，占据近 1/2 市场份额。中国是世界上最大的黄金消费国，2018 年黄金年消费量约占世界消费总量的 32%。在国内，黄金首饰用金以占所有黄金用途的 64%多年稳居第一，

且黄金首饰用金同比增速在2016年后随着抢购黄金的热潮转为正值。黄金品类珠宝在我国有着悠久的佩戴历史、特有的文化习俗和保值的现实功能，短期内黄金饰品的重要地位难以撼动。据世界黄金协会调查，尽管金饰在一线与二线城市面临来自其他珠宝饰品的竞争，钻石与铂金成为越来越多消费者的首选：如果给予消费者 5000 元，一线城市比其他城市对钻石更有兴趣。但综合来看中国所有城市消费者对黄金的偏好高于铂金和钻石，三线和四线城市的消费者尤为偏好购买纯度高、重量大的金饰。这一结果与一般预期相符，三线及以下地区仍偏好保值性较高的黄金产品，而一二线城市消费者逐步转向易塑性且时尚功能更强的钻石和 K 金。

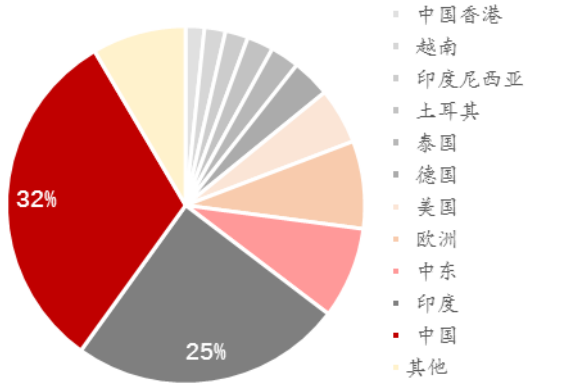
2019 年上半年国际金价累计涨幅已近 10%，消费者对金价上涨形成预期，经济成长放缓和不断升级的多边摩擦使具有避险保值功能的黄金首饰再一次受到热捧。最后，鉴于传统的消费习惯和观念短期内难以改变，随着中国进入老龄阶段的 60/70 一代较上一代有更多可支配收入后将会有更多的珠宝消费，且更加偏好真金白金等避险功能较强的珠宝品类。

图表14： 中国黄金用途及首饰用金增速



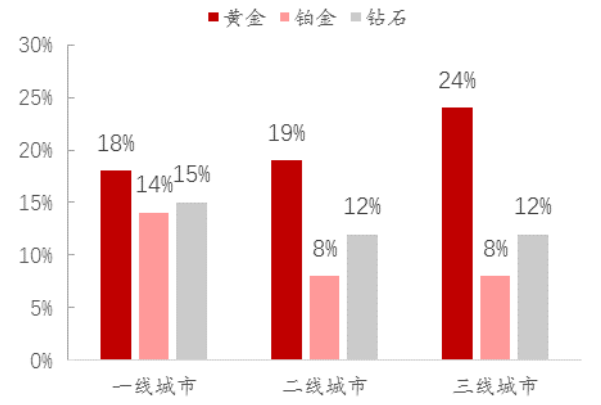
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表15： 世界黄金消费需求占比



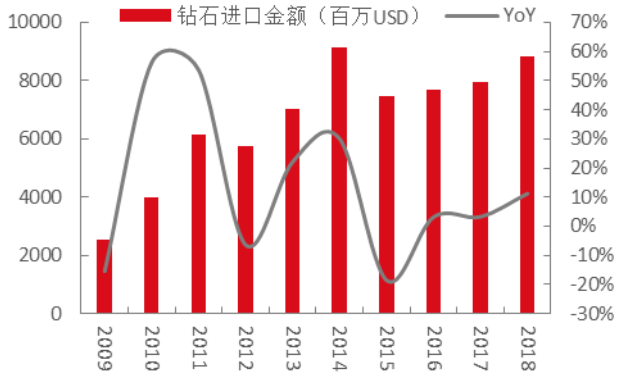
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表16： 有 5000 元消费会首选珠宝品类占比



资料来源：世界黄金协会，方正证券研究所

图表17： 中国钻石进口金额（百万 USD）

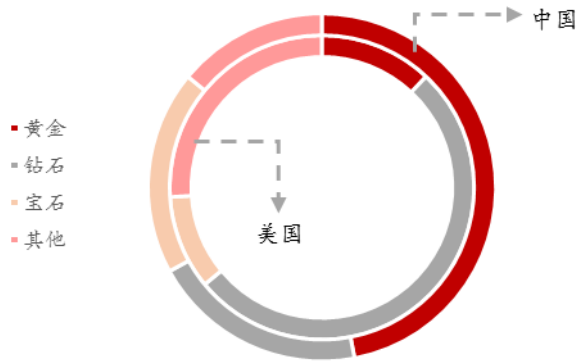


资料来源：海关总署，方正证券研究所

钻石市场潜力巨大，消费规模稳居世界第二。2009 年后我国稳居世界第二大钻石消费市场近十年。2009 年我国钻石进口金额为 26 亿美元，2018 年进口金额达 88 亿美元，年复合增长率达 14.7%。据 Debeers 2018 年钻石洞察报告，中国钻石消费规模约占世界需求的 16%。总体上看，我国钻石消费量呈现逐年增长趋势。

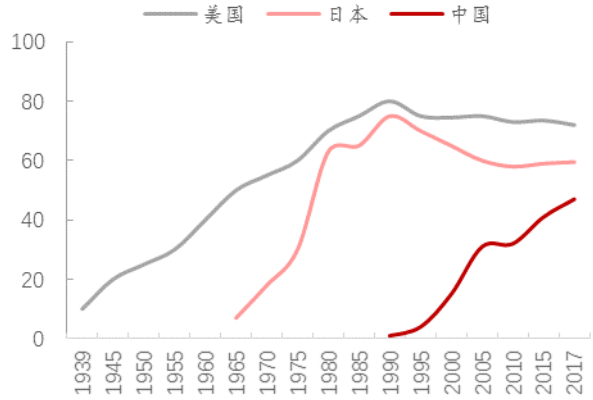
我国钻石消费占比仅为 20%，对比成熟市场美国钻石达 50%的占有率有巨大潜力。与世界第一大钻石消费市场美国相比，美国新人结婚钻石购买率达 70%，我国新人购买率为 47%，钻石渗透率仍有较大增长空间。据 De Beers 报告，2018 年我国消费者需求增长 3%，消费信心达到 20 年来最高点，年轻一代的钻石购买习惯正在逐步培养。钻石赢得了所有年轻人群的支持：48%的 90 后和 43%的 80 后将钻石作为首选，68%的年轻女性将钻石作为最希望得到的奢侈品礼物，47%的新婚人士会购买钻石，单身女性和一线城市居民对钻石的购买逐年增加。

图表18： 中美珠宝市场品类结构对比



资料来源：Statista，方正证券研究所

图表19： 新婚购买钻石比率



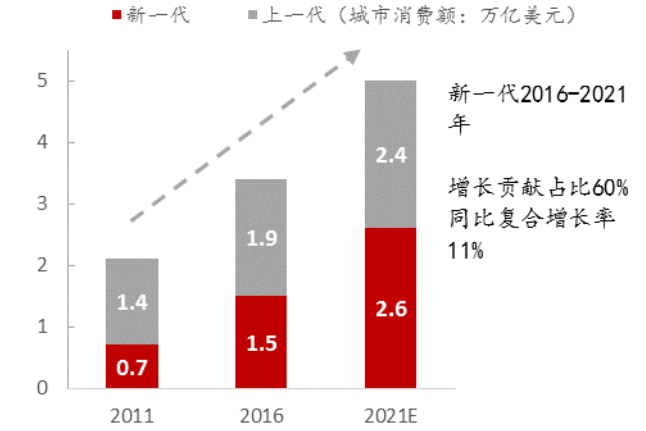
资料来源：De beers，方正证券研究所

2.1.3 消费主体：80/90/00 一代成中流砥柱

80/90/00 将成为消费主体，消费购买力大大提升。时间推移使得中国消费主体随着人口结构变化，80/90/00 一代与父辈有着截然不同的消费特征。80/90/00 后这一群体多数处于 18-35 岁之间，已全面替代父辈成为新一代消费主体显示出极大消费增长潜力。一方面，成熟的新世代消费者(18-35 岁)在中国城镇 15-70 岁人口中比例为 40.9%，这一比例在 2021 年将超过 46.95%，人口比例占据绝对优势使得新一代消费主体的消费偏好引领市场潮流。另一方面，中国的新一代消费相对富裕，世界银行估算 2035 年中国年轻人的收入将超过美国同辈。BCG 预测新世代消费者对消费的贡献率是上一代的两倍， 2021 年中国新一代城市消费额激增至 26 万亿，远超上一代的 0.2 万亿。

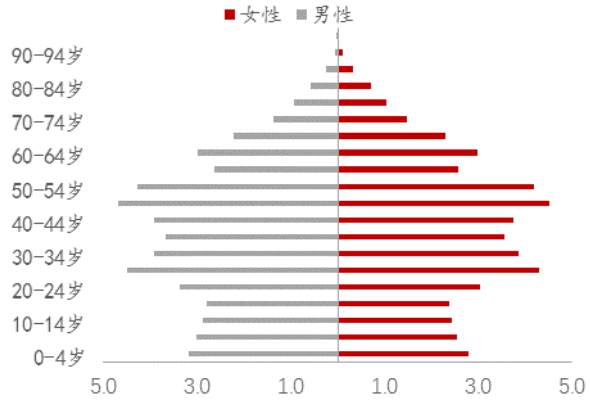
相较于 60/70 年代的上一代消费者，80/90 后消费者有着显著的消费特征：一是多数人出生于物质条件充裕的时代，生活消费由必需品向享受型消费过度；二是对品牌形成概念，有较高的品牌要求且具有一定忠诚度；三是消费需求多样，追求个性化消费与悦己消费。据贝恩研究，中国奢侈品行业一直受到年轻消费者的推动，他们在年轻时开始以相对较高的频率购买奢侈品。在此背景下，珠宝行业作为重要的段高可选消费品将引来曙光，预计 80/90 一代的人均珠宝消费较老一辈明显提升。

图表20： 我国城市居民分年龄消费情况



资料来源：BCG，方正证券研究所

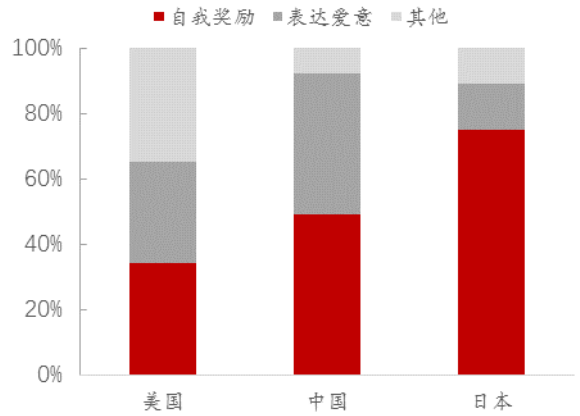
图表21： 新一代在人口结构中占比



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

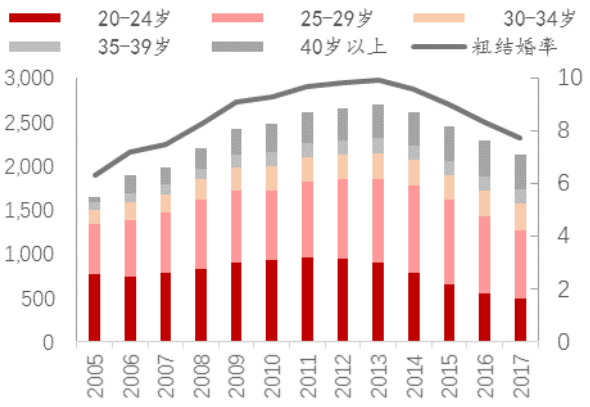
消费主体的变化引起消费场景有所变化，悦己消费逐年增加。婚嫁一直是国内消费者最重要的消费场景，新一代消费者很大程度上继承了传统婚庆形式。尽管面临着初婚年龄不断上升与结婚率下行的双重压力，短期内婚嫁黄金背后的驱动因素“三金”习俗仍将延续。与此同时，一些重要的趋势性变化显现，80/90/00 后的个人特质体现消费偏好，其中最显著的特征是消费目的多元化。越来越多的珠宝产品消费于非婚嫁场景，年轻一代更喜欢用珠宝来自我奖励、表达爱意或喜好设计而非是否足金。De beers 报告显示我国的新一代购买钻石时自我奖励的因素高达 49%，高于成熟的珠宝市场美国 34%的比例，但低于日本 75%的超高水平。考虑到我国人口结构和社会文化与日本有着一定相似性，年轻一代的因悦己而消费珠宝的动机在未来有望进一步提升。

图表22： 新一代消费者购买珠宝目的



资料来源：De beers，方正证券研究所

图表23： 登记结婚数与粗结婚率



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

将消费主体与消费品类重叠，可以看出未来消费者画像与珠宝市场需求端新趋势：综合四个维度来看，全民消费升级使得珠宝行业增速回暖，前景广阔。年纪偏大、三四线城市消费者偏好黄金，且黄金多用于婚嫁场景。年轻一代、一二线城市消费着更喜钻石，且钻石多拓展到非婚嫁场景。

2.2 供给端：行业转暖龙头市占率有望提升

2.2.4 概况：行业集中度低，陆/港/外资三足鼎立

我国内地珠宝市场呈现出外资品牌、港资品牌、大陆品牌三足鼎

立。高端市场由本世纪初进驻的蒂芙尼、卡地亚、宝格丽等国际品牌占据。港资与陆资多集中在中高端市场，多数是在上世纪 80-90 年代成立或进入。

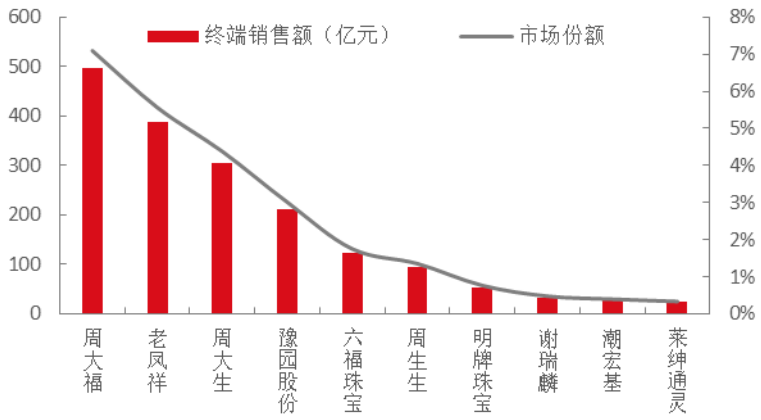
我国珠宝行业集中度 CR5 约 20%，市场集中度低，品牌份额小。2018 年大陆地区市场份额第一的品牌周大福市场占有率约 7%，第二名老凤祥市占率 5.6%，前五名的品牌合计约 20%。大陆地区珠宝行业集中度低，仍处于市场竞争激烈的成长阶段。三四线城市的杂牌与中小品牌会随着知名品牌的进入而受到挤压，龙头公司整合市场的机会很大。

图表24：国内珠宝市场主要品牌

资方	品牌	入驻时间	核心品类	市场定位	渠道分布
外资	蒂芙尼 Tiffany	2001	镶嵌饰品	定位高端市场，注重设计	一、二线城市全部自营
	卡地亚 Cartier	1990	镶嵌饰品		
	宝格丽 Bvlgari	2003	镶嵌饰品		
港资	周大福	1998	黄金饰品	定位中高端市场	渠道集中在一二线城市，近年加速布局三四线；自营为主
	周生生	1993	黄金饰品		
	六福	1994	黄金饰品		
	谢瑞麟	1988	镶嵌饰品		
陆资	老凤祥	1848	黄金饰品	定位中高端/中端市场，性价比高	渠道一二三线全覆盖，三四线布局强势，加盟/经销为主
	豫园股份	1982	黄金饰品		
	明牌珠宝	1987	黄金饰品		
	潮宏基	1996	K 金饰品		
	莱绅通灵	1999	镶嵌饰品		
	周大生	1966	镶嵌饰品		
	周六福	2004	镶嵌饰品		

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表25：中国内地珠宝市场品牌份额



资料来源：Euromonitor，公司公告，方正证券研究所

2.2.5 渠道：加盟迅速扩张为主，自营打造品牌形象

高端品牌主攻一线城市自营，持续把控高端市场。蒂芙尼等国际知名品牌仅在一线城市开设零售点，模式全部为自营，数量较少。这一布局基本符合国际品牌的目标人群和奢华价位。相比较而言，陆资

与港资渠道多样，在全国范围内零售点全面铺开，数量较多。

国内品牌多采用“自营+加盟/经销”模式，全面铺开零售渠道。珠宝行业主要类型有自营、经销和加盟三种渠道模式，三种模式各有特点。一是经销模式，多适用于混合品牌企业，经销商提货后，自行销售、自负盈亏、自担风险，较为典型的企业是老凤祥。二是自营模式，优点在于企业对产品终端的把控能力强，从而使企业树立良好形象，便于统一管理和品牌建设。这种模式的不足之处在于铺店速度较慢，对企业管理体系有较大要求。对品牌有着极高的要求且发展成熟的企业才会主要选择自营模式，典型的企业是周大福。三是加盟模式，优点在于便于扩张利于扩大开店数量，节省自营的管理成本，不足在于加盟模式下企业对终端把控能力不强，区域代理或加盟商权力过大有可能对品牌产生负面影响。这一模式适用于快速扩张阶段的珠宝品牌，典型的代表企业是周大生。

陆资港资珠宝厂商以加盟渠道为主。由于我国珠宝业经历了黄金十年的极速扩张阶段，多数珠宝公司为迅速攻占整市场采取了以加盟/批发为主的渠道战略。除周大福、潮宏基、谢瑞麟等少数珠宝厂商外，其他各家加盟店占据绝对主导地位。

图表26： 主要品牌在中国内地不同类型门店数

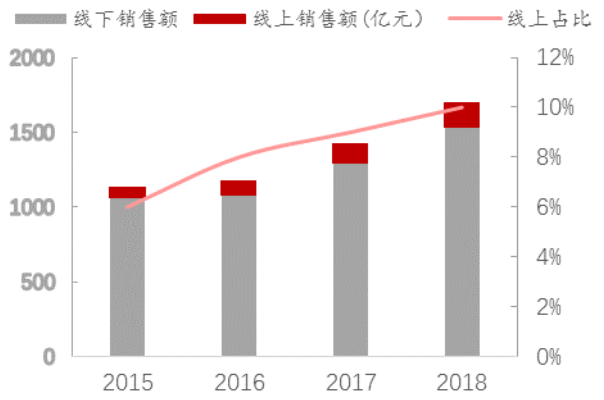
公司	自营	加盟/经销	合计	统计日期
老凤祥	164	3338	3502	2018.12
周大生	302	3073	3375	2018.12
周大福	1689	1299	2988	2019.03
豫园商城	181	1909	2090	2018.12
六福集团	150	1573	1723	2018.12
明牌珠宝			>900	2018.12
潮宏基	566	341	907	2018.12
莱绅通灵	290	447	737	2018.12
萃华珠宝	24	433	457	2018.12
周生生	506		506	2018.12
谢瑞麟	205	230	435	2019.03

资料来源：公司公告，方正证券研究所

电商渠道利于营销引流，日益受到重视。电商作为线下渠道的重要补充环节其作用愈发重要。珠宝产品的特殊性决定了珠宝电商平台只能作为传统销售渠道的补充，线上销售额占比偏小。但另一方面电商渠道具有消除信息不对称、吸引年轻人、营销引流等多种功能。经过多年深耕，我国线上珠宝消费从销售额低/单价高的模式转向大众化。

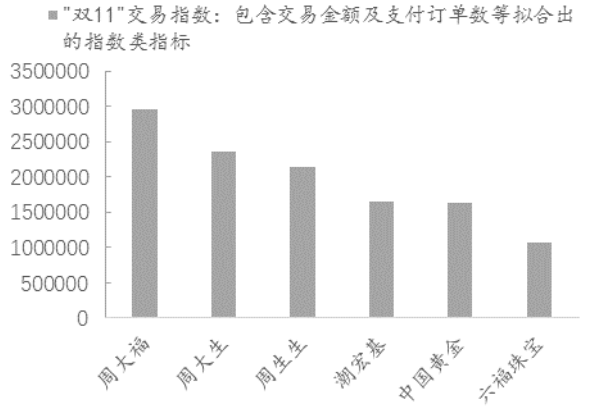
多家知名品牌已开始积极布局电商渠道，传统品牌周大福、周大生、周生生、潮宏基等均在各大平台开设品牌直营店。此外，由于电商渠道租金成本、人力费用相对低，一些专注于线上销售的新兴品牌表现亮眼。国外的网络品牌主要有 Blue Nile、3D 珠宝打印厂商 Orori，国内的网络品牌主要有钻石小鸟、珂兰钻石等。这些新兴品牌均专注于钻石品类，致力于服务 80/90/00 一代的年轻一代。

图表27： 奢侈品销售额线上占比逐年攀升



资料来源：Bain，方正证券研究所

图表28： 2018 年双 11 交易指数排名



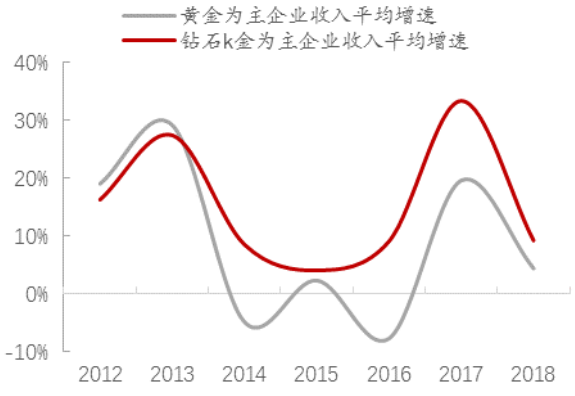
资料来源：阿里巴巴研究院，方正证券研究所

2.2.6 品类：黄金占据半壁江山，钻石 K 金差异化突围

国内传统珠宝品牌多以黄金起家。黄金饰品在我国珠宝市场中占有重要地位，这一事实使得早期立足于国内市场的品牌均以黄金饰品为主。港资周大福、周生生、六福珠宝和陆资中的老凤祥、豫园股份、明牌珠宝均主打黄金饰品。黄金饰品是国民接受度最高的饰品，同质化严重、金价透明，导致供应商的毛利率较低，近年来多品牌纷纷进行品类多元化改革：如周大福 2014 年起开始品牌矩阵计划，重点布局钻石品牌。但总体来看黄金饰品在中国仍有巨大的消费市场，传统龙头珠宝品牌不断追求黄金饰品的创新，如老凤祥银楼产品更新率在 2018 年达到 27%。

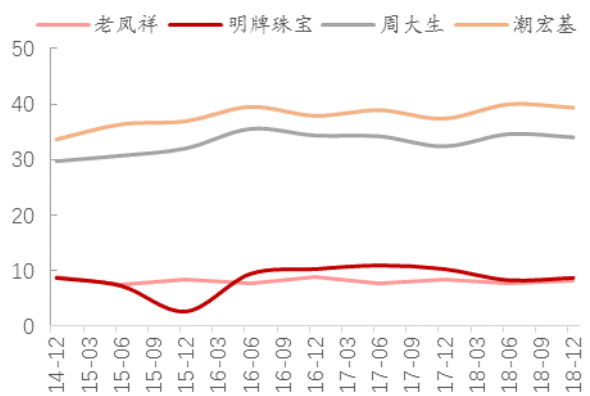
国际品牌与新兴品牌主打钻石 K 金。国际品牌在进驻中国内地前均是国际知名品牌，由于国际市场中钻石消费占比大，高端国际品牌以钻石品类为主。与此同时，我国新兴的钻石需求也被一批优秀企业捕捉，积极调整品类结构转向钻石生产，如周大生、爱迪尔、柯兰钻石、恒信玺利（I Do）、戴瑞珠宝，以此获得了在竞争激烈的珠宝行业站稳脚跟。从收入平均增速角度，2013 年后以钻石品类为主的企业（周大生、潮宏基、爱迪尔等）收入增速显著高于以黄金品类为主的企业（老凤祥、明牌珠宝、萃华珠宝等）。从毛利率角度，老凤祥与明牌珠宝作为典型的以黄金品类为主的上市公司，其毛利率显著低于以钻石/K 金品类为主的周大生和潮宏基。

图表29： 不同品类的企业收入平均增速



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表30： 主打黄金与主打钻石的品牌毛利率



资料来源：Wind，方正证券研究所

2.2.7 品牌：持续营销讲好珠宝故事，品牌效应显现

珠宝行业极度依赖品牌，品牌则依靠营销打造。品牌是珠宝行业的核心竞争力之一，是高端珠宝类奢侈品和中高端珠宝类企业获得产品溢价的根本原因。国际品牌往往有悠久的品牌历史和传奇的品牌故事。公司主打个性化珠宝和故事营销，让珠宝成为消费者独有的记忆。近年来火爆全球的珠宝品牌 Pandora 就是典型的营销品牌，首先其品牌名称源于古代希腊，有着丰富的故事资源。其次开创的串饰手链，每颗珠宝代表人生中的重要时刻以此纪念这一说法即是一种高级营销，品牌成功打造全新概念以引导消费者。

消费升级趋势下，消费者愈发追求品牌的做工、设计和文化底蕴，品牌已成为珠宝公司的重要竞争力。国内主要品牌多成立 30 年以上，强调根植传统拥抱未来。在营销手段上，品牌通常会通过线上宣传与线下店铺展示宣传两种方式。线上营销包括综艺与影视作品的广告植入、明星代言与赞助文艺活动、微博官博、微信公众平台、抖音官方账号实时互动与大数据分析投放广告；线下营销主要包括门店宣传、参与各类展览、扶贫与公益等等。全球五大品牌价值评估机构之一的世界品牌实验室（WBL），通过分析品牌影响力的四项关键指标“品牌影响力”、“市场占有率”、“品牌忠诚度”和“全球领导力”对世界级的国际知名品牌进行评价打分，中国进入 500 强的珠宝品牌共有 11 个，其中周大福连续多年排名珠宝类第一，其品牌价值为 665.28 亿元。

图表31： 2019 年中国 500 强 最具价值品牌榜

排名	企业	价值（亿元人民币）
75	周大福	665.28
76	豫园股份	663.85
106	周大生	500.18
184	老凤祥	313.95
130	潮宏基	251.84
314	明牌	177.58
362	世纪缘	136.75
383	周六福	118.16
431	金象珠宝	82.56
492	金先生	42.67
497	金六福	28.39

资料来源：世界品牌实验室(WBL)，方正证券研究所

图表32：主要珠宝品牌营销方式

品牌	营销方式
老凤祥	以老凤祥 170 周年华诞作为 2018 年品牌宣传的主线。 2018 年，首度冠名京沪线、京广线及西北地区高铁品牌列车 精心筹备参加了美国拉斯维加斯国际珠宝展览会、香港国际珠宝展、上海国际珠宝展览会、中国工艺美术大师作品暨手工艺术精品博览会。
潮宏基	潮宏基与星巴克跨界联名推出“花丝星享卡” 2018 年，携手美国环球影业推出《侏罗纪世界 2》独家限量款珠宝及手袋，打造经典 IP 系列
周大生	邀请林志玲和 Angelababy 分别作为品牌形象的代言人 选择电视、纸媒、网络、户外等各种媒介，实行全国、省、城市、店面四级广告联动 举办全国珠宝首饰设计大赛，参加全国性行业展会，实施特色项目营销、公关营销和会员营销

明牌珠宝	2018 年，公司完成全年 14 个节点 10 档促销节点活动 完成品牌形象代言人刘涛女士的续约，为品牌与代言人未来更多样化的持续合作规划了道路 继续加大了新媒体与社交媒体的运营，顺利举办“城市如你所耀”品牌发布会、“零售新智慧”经销商聚力论坛以及品牌发展峰会活动
周大福	邀请王凯作为品牌代言人，邀请郑秀文等港星出席推广活动 联手瑞幸咖啡推出 22K 金定制款幸运项链 HEARTS ON FIRE 的珠宝首饰于 Women In Art 贵宾晚宴上与 Niki de Saint Phalle 的艺术作品一同展出，赞助了第 13 届亚洲电影大奖，部分受邀嘉宾佩戴珠宝参加活动
莱绅通灵	借势唐嫣大婚这一事件性的娱乐营销，顺势推出唐嫣 TVC，将流量转化为品牌声量与销量 在《夜空中最闪亮的星》等多部影视剧均有品牌名及产品植入 聚焦唐嫣大婚、珠宝行业关键节日朋友圈广告投放，形成全年持续性话题营销，创新朋友圈手卡等自媒体平台营销手段，吸引到目标新客并持续培养老客忠诚度

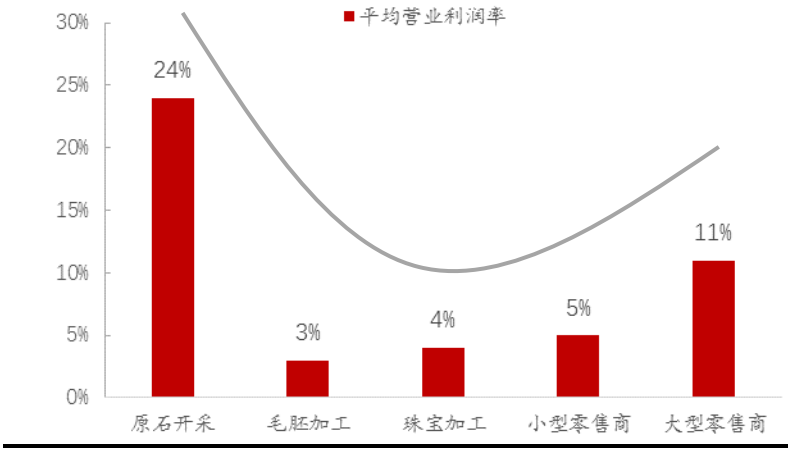
资料来源：公司公告，方正证券研究所

3 周大福：品牌战略+渠道下沉，九十华诞龙头企业赢先机

3.1 供应链：垂直整合供应链保证产品品质

周大福现已建立了从生产到零售的垂直一体化体系。珠宝企业上游原料分为翡翠玉石、钻石原石、黄金 K 金等，周大福在上游阶段具有强大的拿货能力。以完全依赖进口的天然钻石品类为例，周大福建立了从钻石源头采购，到自有钻石工厂切割打磨，再到品牌团队工厂设计镶嵌，最终在周大福门店分销零售的完整体系。从利润率来看，钻石产业链的利润率呈现出微笑曲线形态，钻石上游公司由于垄断开采并且掌握钻石且切割专利，其平均营业利润可达 22%-24%，同时下游的大型终端零售商平均利润率也达到 11%左右。但由于中游多同质化严重，贴牌加工生产的企业往往利润微薄。**周大福作为国内少有的从“矿源到指尖”覆盖全产业链的珠宝公司，**主要涉足钻石切割与零售环节，并通过自建工厂严格把关需要复杂工艺技术的高端产品。

图表33： 2017 年钻石产业链各环节平均利润率

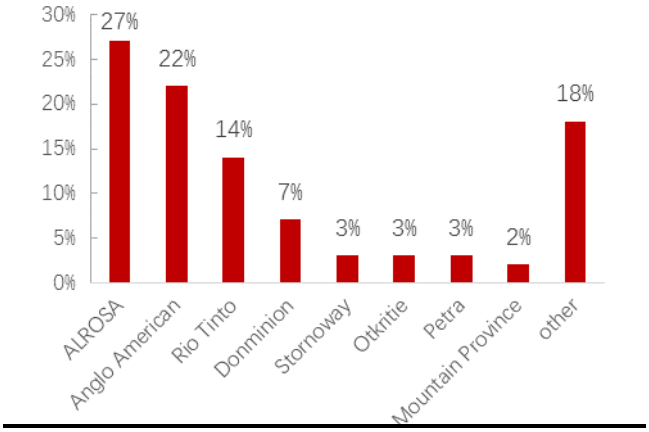


资料来源：Bain，方正证券研究所

深度合作国际巨头，确保优质珠宝供应。钻石珠宝作为重要的生产资料一直被国际钻石矿业公司所垄断。周大福是最早进军钻石品类的珠宝公司之一，1973 年公司掌门人郑裕彤为打通裸钻购买渠道，与南非钻石毛坯采购商 DTC 的特约配售商 Zlotowski"s 建成关联方，以此周大福得以成为香港最大的钻石进口商。直至 2019 年，周大福同时

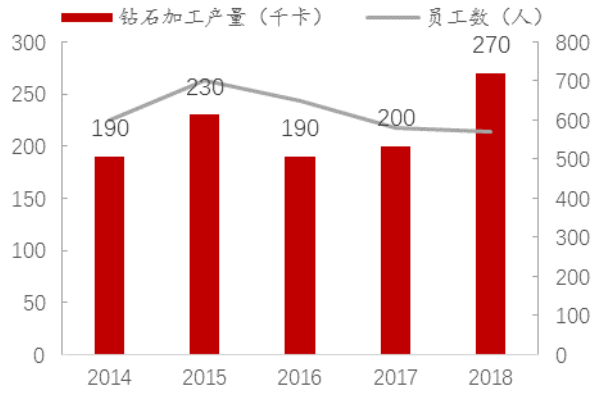
成为 De Beers 全球特约配售商、RIO TINTO 特选钻石商，并与 ALROSA 签订毛胚供应协议。从全球主要钻石矿业公司份额排名中可以看出，与周大福建立长期合作关系的厂商共覆盖上游 63%的份额，周大福在原料进口方面优势得天独厚，拥有稳定的原材料采购体系。

图表34： 2017 年全球钻石矿业公司市场份额



资料来源：Statista，方正证券研究所

图表35： 周大福加工钻石数与研发人员数



资料来源：公司公告，方正证券研究所

自建品牌工厂，加工能力冠绝大中华区。周大福是业界少有能拥有数百台自动打磨机和采用先进雷射切割技术的钻石专家。1988 年周大福在顺德开立第一家钻石加工和珠宝制造工厂并于 2011 年成为其全资子公司。目前周大福近一半的钻石由周大福位于顺德拥有最先进设备的钻石加工厂所加工。周大福在深圳、武汉、香港、南非和博茨瓦纳也设有生产加工基地，这些加工工厂使得**周大福有能力保证所售珠宝首饰销量 60%以上为自建品牌工厂生产，其中黄金自产比例 50%，钻石自产比例 70%**。周大福外包生产整体比例约 40%，主要生产简单或较低价值的黄金珠宝饰品，这一环节周大福也采用严格标准，进一步保证周大福产品品质。

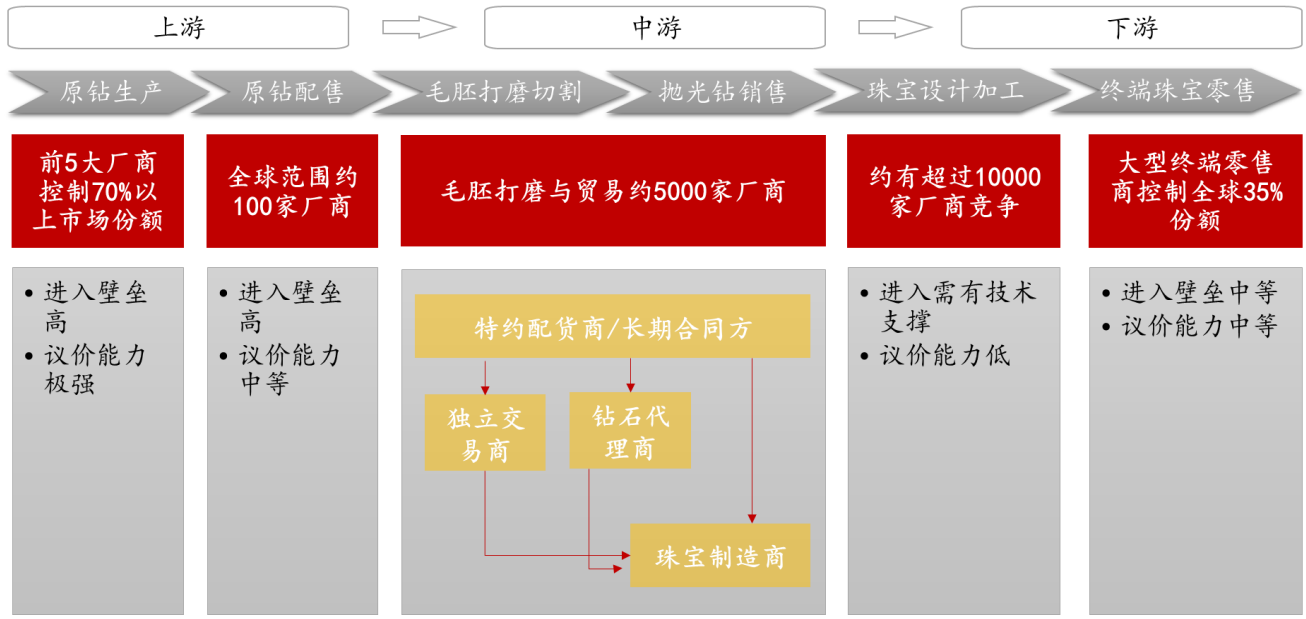
此外，周大福前后与加拿大钻石制造公司 CROSSWORKS、古珀行签订大中华独家切割与产品协议，保证技术先进。与香港中文大学等机构合作研究中国古代黄金，古法造金领先业界。

C2M 模式+快速物流，科技赋能用户体验。服务顾客是周大福 smart+2020 计划的重中之重，周大福的下游领域以顾客体检为中心进行了全面革新。在中游生产设计领域，周大福凭借领先珠宝业界的顾客对工厂（C2M）的营运模式，在供应链的不同环节也加强了顾客的参与度。顾客透过 D-ONE 珠宝定制线上平台可制作个人化的首饰，这使得生产更有效率、订单更精准。另外，周大福顺德快速配送物流中心的启用在缩短存货周转周期的同时也极大地提升了用户体验。

图表36： 周大福私人定制服务广泛开展

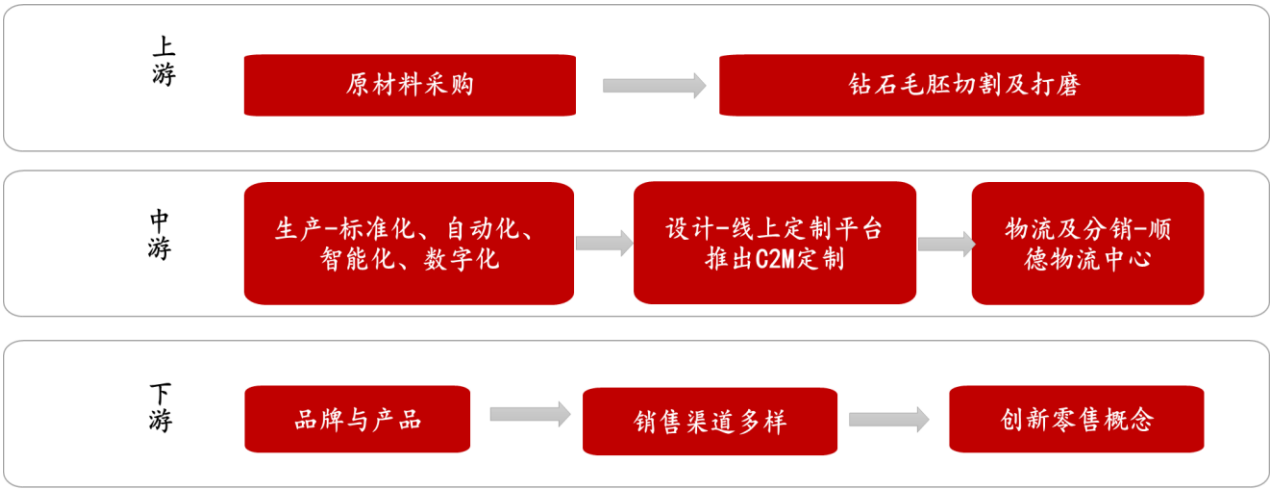
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表37： 全球钻石珠宝产业链示意图



资料来源：Bain，方正证券研究所

图表38： 周大福垂直整合业务模式

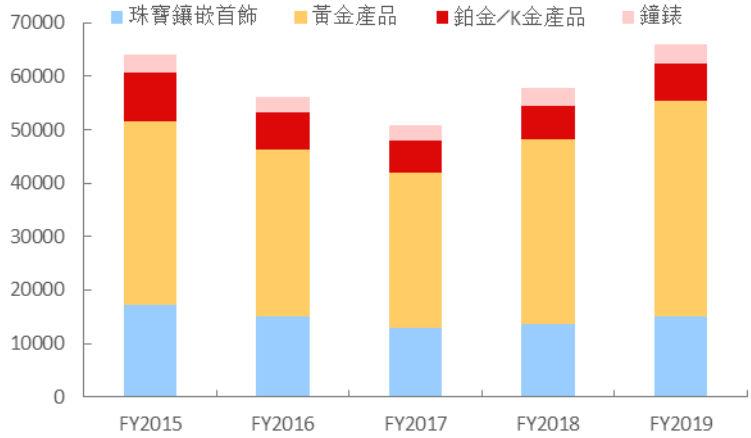


资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.2 品类&品牌：黄金产品优势明显，品牌矩阵布局钻石

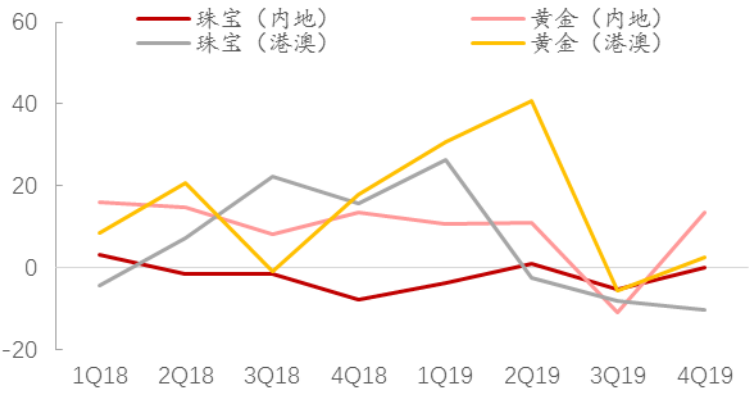
黄金产品占比 60%，推陈出新地位超然。周大福公司的主营经营品类有黄金产品、珠宝镶嵌首饰、铂金/K 金产品和钟表，其中**黄金是核心产品，收入占比由 2015 财年的 53.3%增长到 2019 财年的 61.1%。**一方面是因为周大福以黄金产品起家，黄金产品在业内有着超然地位，另一层面的原因是周大福在黄金产品上不断推陈出新，比如周大福是最先推出当前流行趋势的古法黄金概念和产品的珠宝公司。2019 年以来金价上涨拉动黄金需求，内地门店黄金产品同店销售额实现两位数增长。

图表39： 周大福零售收入构成（按品类分，百万 HKD）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表40： 按品类划分大陆及港澳地区同店销售增长率



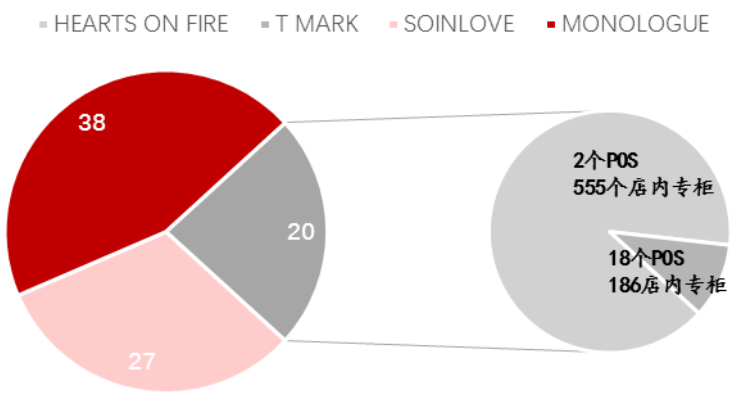
资料来源：公司公告，方正证券研究所

多品牌战略革新品类结构，钻石镶嵌大有可为。周大福近年来积极推进多品牌发展策略，以求吸引不同的顾客群，并为每位顾客提供贴身的服务体验。现阶段周大福主品牌与周大福艺堂，周大福荟馆和周大福钟表等关联品牌，以及 HEARTS ON FIRE（HOF）、T MARK、SOINLOVE 与 MONOLOGUE 等其他品牌组成集团多品牌发展策略。周大福的品牌矩阵在品类上显现出重点布局钻石品类的特征，公司旗下主打高端钻石的品牌有 HEARTS ON FIRE 和 T MARK。**周大福于 2014 年收购创立于 1996 年的美国高级钻石品牌 HOF，填补了周大福在高级钻石市场上的品牌空缺。**此外，主要面向千禧一代的 MONOLOGUE 和 SOINLOVE 主打轻奢珠宝，迎合年轻一代更喜钻石的新趋势。

T MARK 市场表现良好或成新增长引擎。这一钻石品牌是周大福于 2016 年创设，主打 4Ts 概念，对钻石的来源和可靠度为顾客提供保证。每颗 T MARK 钻石均刻上独一无二的编码及「T」字印记作为保证，方便顾客追溯钻石从采购至生产的生命历程。公司计划 2020 财年与大型保险公司合作推出 T MARK 钻石产品增值服务，2019 财年 T MARK 产品在周大福内地及港澳地区的钻石产品零售值占比分别为 19.4%及 25.9%，于内地及港澳地区的零售值分别增长 75.8% 及 72.8%。从 2019 财年门店数可以看出，HOF 和 T MARK 的店内专柜的数量巨大，成为周大福的重要钻石品牌。目前，周大福主打品牌均已推出 3~4 年，

逐步进入成熟阶段，多品牌战略雏形已现。

图表41： 2019 财年新品牌门店及店内专柜数



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表42： 周大福品牌矩阵

品牌	创立时间	定位客户	品牌特色	主推系列
周大福	1929	中高端客户	经典正货	四大品类-经典、时尚、婚嫁、独家
周大福艺堂	2019	高端客户	赏艺藏珍	周大福故宫文化珠宝
周大福荟馆	2017	高端客户	永致精品	MÉMOIRE 系列-超过 500 个切面
HEARTS ON FIRE	2014	中高端客户	高级钻石	Lorelei 系列-纪念美好一刻
T MARK	2016	中高端客户	钻石可追溯	“缀”系列-源于法国演绎相缀
SOINLOVE	2017	千禧一代	恋爱婚恋钻石	BB 戒系列-宠你做 baby
MONOLOGUE	2016	千禧一代	时尚潮流钻石	HOOK 系列-肆放自由，无畏自我
Y 时代	2018	千禧一代	GenerationY	Twinklelove 系列-潮流新锐引领审美

资料来源：公司公告，方正证券研究所

新品+营销双轮驱动引领市场。“周大福珠宝”作为周大福的主品牌，设有主流店及体验店两大店铺风格，提供四大产品类别，分别为经典、时尚、婚嫁及独家。周大福凭借专业优秀的研发团队和敏锐的市场观察能力，一手抓产品革新，一手捕捉市场热点，已连续多年成为最具有价值的珠宝品牌。2019 年周大福在研发推新周大福推出维纳斯、传承、怦然心动 ING 系列、情约系列、小心意系列等。在合作推新方面，目前有美女与野兽、迪士尼、北京小风子、Hello Kitty 凯蒂猫、长草颜团子、蛋黄哥等系列。2019 年正值周大福成立 90 周年，在线上利用微博、微信公众号、小红书购物分享等手段扩大品牌影响力，赞助多次明星活动和综艺影视。周大福以“一件首饰 一个时代”为主题辗转各地举办展览，并举办“我与周大福的故事”的会员售后服务活动。

图表43： 周大福平均一月就推出新品系列

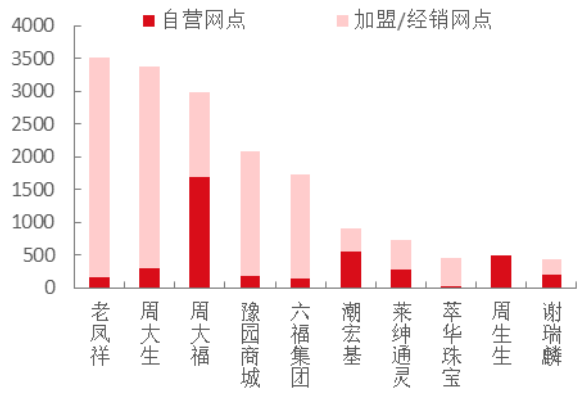
资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.3 渠道：渠道自营为主独树一帜，加盟扩张三四线城市

一线城市有限且市场趋于饱和，周大福近年来积极布局三四线城市。周大福在一二线城市的零售网点较多，但三线及以下城市的门店增长更快，周大福 2019 财年三线城市净增加 251 个零售点，远高于二线城市新增 185 个和一线城市新增 50 个，公司正在加速渠道下沉的步伐。与同业相比，周大福在一二线的门店布局比例更大，**在三线及以下城市门店数占比 37.4%（三线及以下零售值占比为 24.3%），仍有巨大空间。**随着消费升级和渠道下沉加快，预计未来低线城市将会是周大福新的利润增长区域。

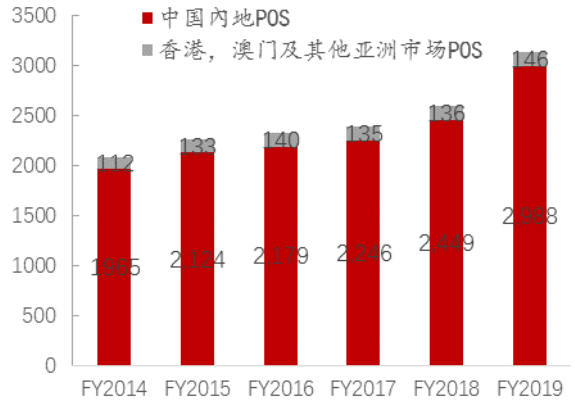
加盟快速铺店扩张，开辟蓝海市场。周大福加盟零售点正在快速扩张，加盟零售点占比迅速增加，这也体现到了终端零售额上：2019 财年周大福加盟店 RSV 增速为 37.9%，远高于自营店 3.2%的增速。**结合周大福零售网点各线城市占比及加盟自营占比可推知，本轮店铺网点扩张偏向于三线城市且模式以加盟为主。**公司未来将全面以加盟形式铺开下沉渠道，预计会为公司带来新的增长空间。

图表44： 按渠道分主要珠宝首饰公司零售点



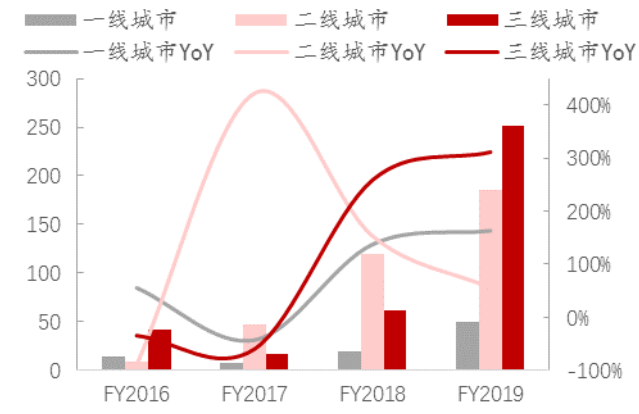
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表45： 按地区划分周大福零售点



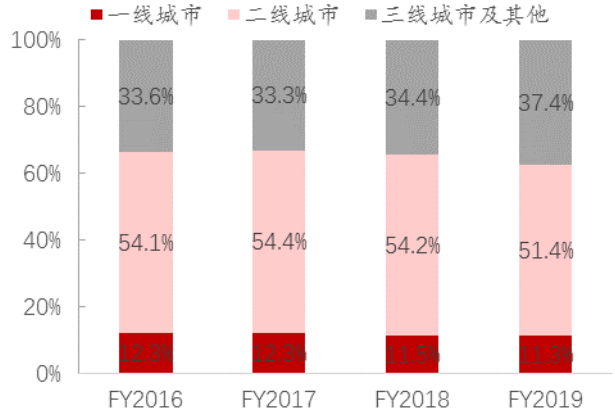
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表46： 按城市划分新增零售点及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表47： 大陆地区按城市划分周大福零售点

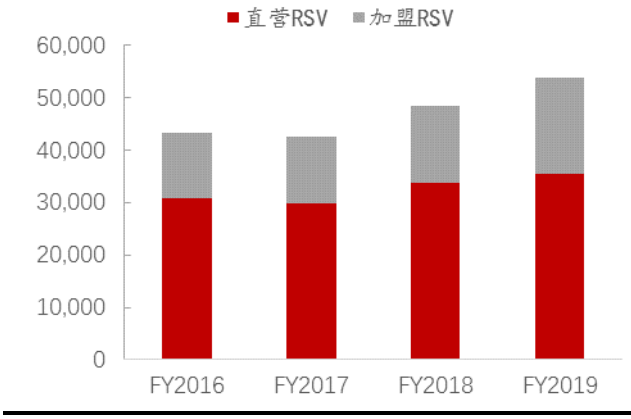


资料来源：公司公告，方正证券研究所

自营保持品牌形象，差异化店铺提高客户粘性。周大福是中国珠宝企业中唯一一家以自营渠道为主且广泛铺店的珠宝企业。**周大福在港澳地区基本均为自营，在大陆地区自营终端零售额占比 66%，店铺数量占比56.5%**，高比例的自营店铺特质使周大福对终端有高度掌控，维持了良好的品牌形象。

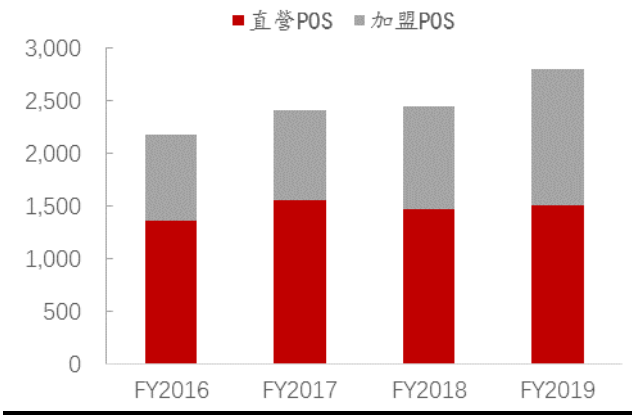
周大福自营店铺进了结构化调整，传统店铺以代表着人生历程的“行李箱”为主题，引入自助购物和科技体验馆等，旨在打造与市场定位、顾客特点及产品组合一致的购物环境。体验店铺主题体验店以“传”和“礼”作为主要设计概念，为顾客带来创新的购物体验。除此之外，周大福自行研发了智能奉客盘，可以记录来访顾客的年龄、性别、国籍和平均服务时间等数据，用于制订和优化产品供应、产品展示方式、库存量及员工培训。周大福的会员数目随着品牌的发展持续增加，港澳地区的顾客回购率更是逐年攀升。

图表48： 按渠道大陆零售额（百万港元）



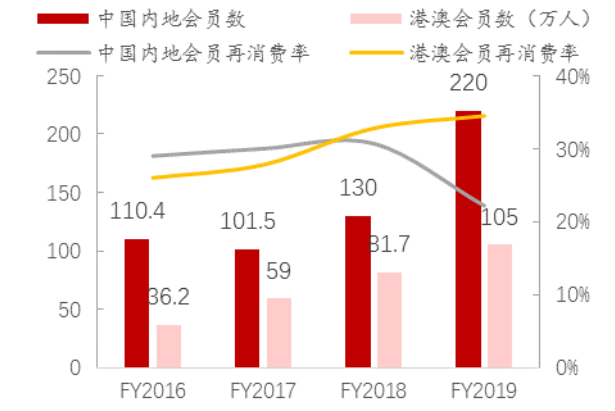
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表49： 按渠道划分大陆地区零售点



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表50： 周大福会员数及再消费率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表51： 以“礼”为主题的体验店

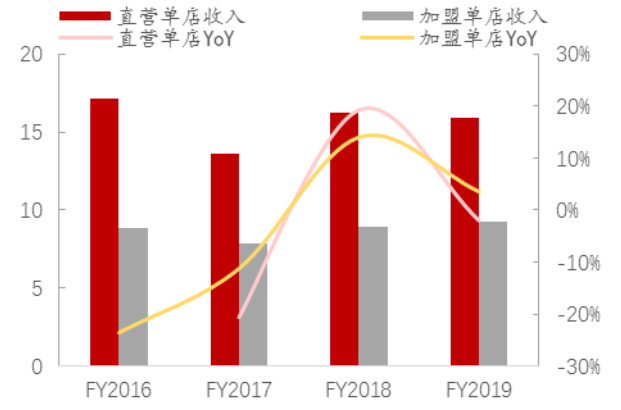
资料来源：公司公告，方正证券研究所

电商销售额多年稳居行业第一，开辟线上新市场。电商渠道也是周大福自营的重要组成部分。周大福对电商业务极为重视，**2010 年 12 月，周大福中国营运管理中心正式成立电子商务部**，2011 年成立周大福网络旗舰店，近年来又先后进驻天猫、京东、唯品会等电商平台。周大福的电商经营别具一格，周大福电商旨在作为公司全渠道的重要一环，多年来一直坚持线下渠道同款、同价。不考核销售目标，考核服务质量，并且根据用户反馈做精细的变化。全渠道模式贯穿线上线下使得周大福的电商体系完全融入渠道，成为周大福连接年轻人的重要方式

周大福对电商布局思路使得周大福电商在业内一路领先。2013 年以来的双 11 购物狂欢节中，周大福都居于天猫珠宝类目销售第一。2015 年双 11，周大福官方旗舰店成为唯一一家销售额破亿元的珠宝类店铺。2016 财年以来，周大福内地线上终端零售值年复合增长率超

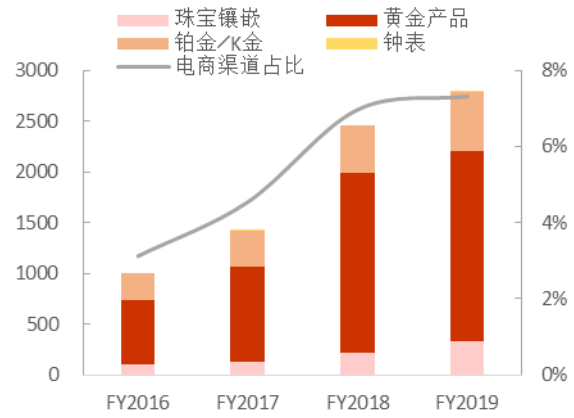
过 40%，2019 财年接近 28 亿港元，零售值占比达 4.8%。

图表52： 按渠道分单店收入（百万港元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表53： 电商渠道零售值（百万港元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.4 管理：强管理能力掌控终端体系

强管理能力掌控终端体系把握公司渠道整体运行。周大福加盟有着强势品牌体系和先进的管理体系，周大福对加盟商有着严格的筛选标准与系统的帮扶体系。公司的强管理能力的体现之一是周大福 2014 财年推出的**统一存货管理机制**，现已全面进入运营阶段。这一管理制度规定**周大福向加盟商收取与存货量对等的按金后向加盟商发货，公司保留存货拥有权，直至与零售客户完成销售交易后，周大福再按当时价格确认批发收益**。一方面，这一制度有可能影响公司存货周转水平，也使加盟商丧失一定自主性，但另一方面，这使得周大福于加盟商可以共享库存，减少了加盟商的库存压力并增强抗风险能力，同时也使周大福对终端市场有着强力把控。

周大福拥有完善的管理体系，采取矩阵式管理结构，集团管理架构主要按地域和功能划分：

一是周大福大中华区所有区域和职能主管须向董事总经理汇报。扁平式的行政结构有利于高层准确适时决策，并将策略性举措区分优先次序。最高层面所发出的指示能迅速下达各地区执行。

二是适当扩大地区单位的主动权以适应市场变化，由地区制定下单订货至销售的策略，迅速捕捉本地商机。周大福将内地市场**划分为 11 个区域**，通过适当人事架构和明确汇报流程和职权分工，维持适度的自主性和问责性。

三是财务、资讯科技、人力资本及法律等企业功能统一地向董事总经理汇报，以达成关键任务和集团变革。

四是运用项目小组，负责创新业务探索，先导项目的领航试验，以品牌建立、设计、生产、销售渠道、数据及技术驱动、工艺和创意各方面的可持续发展及创新为目的，迅速发掘和把握市场商机。

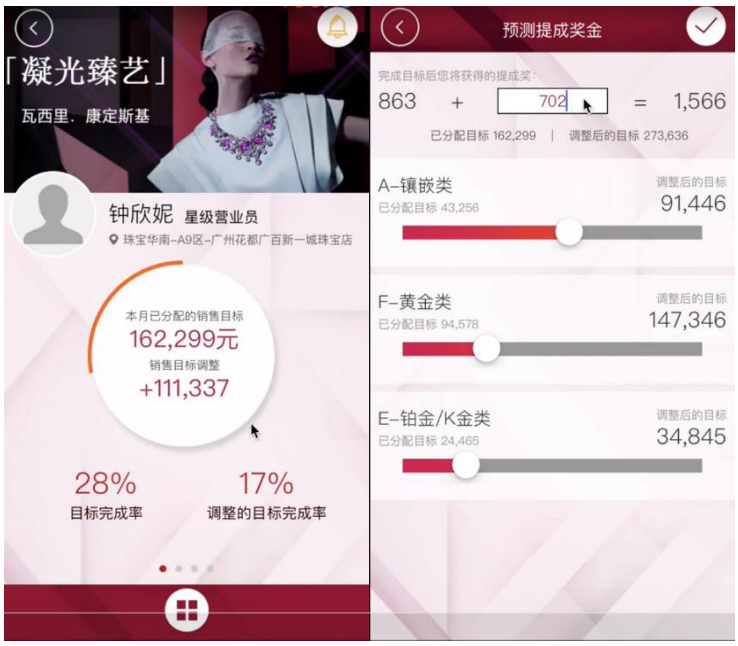
科技赋能管理，数字化贯穿企业价值链。周大福运用数字分析进行品类预测、推广活动，以了解顾客喜好，对不同门店进行有效配货。**在硬件体系方面，**周大福在上游、中游和下游各业务单位建立了资讯管理系统，可以紧密追踪和监察业务上的各项投入和产出，包括原材料采购、订单生产、存货控制、产品销售、人力资源、及客户关系等。**在人力培训方面，**定期安排员工参与资历架构认可的四大类宝石及珠

宝认证课程。并针对中国内地七个不同阶级的行政人员，展开领导力培训。实时信息系统也可以及时了解销售人员的绩效表现，制定基层员工的培训策略。其中开发的 Smart Learning 和 Smart Talent 系统将门店绩效具体到个体员工，员工可以自己确定销售目标，奖励金额也在系统中公开透明，“看得见的结果”和“看得见的过程”极大的激发了员工的工作积极性。

图表54： 周大福组织架构

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表55： 周大福员工销售系统



资料来源：公司公告，方正证券研究所

4 财务分析

周大福 2019 财年营业总收入 667 亿港元，同比增长 12.6%，净利润达 45.8 亿港元，同比增长 11.8%。

分地区看，大陆地区营业收入增速与份额均高于港澳地区，大陆地区 2019 财年收入同比增长 15.3%，占比 63.7%。

分渠道看，加盟批发和线上自营增速亮眼，其中加盟批发收入同比增加 37.9%，占渠道销售额的 28.3%。线上渠道收入同比增长 13.2%，占自营渠道的 11.7%，均高于传统主要渠道——线下自营门店仅保持 3.2%增长。

分品类看，黄金仍是公司最重要的产品品类，收入保持在 50%以上且增速达到 17.21%。珠宝镶嵌类产品增速较上年有所提高，达到 9.62%市场潜力仍然巨大。

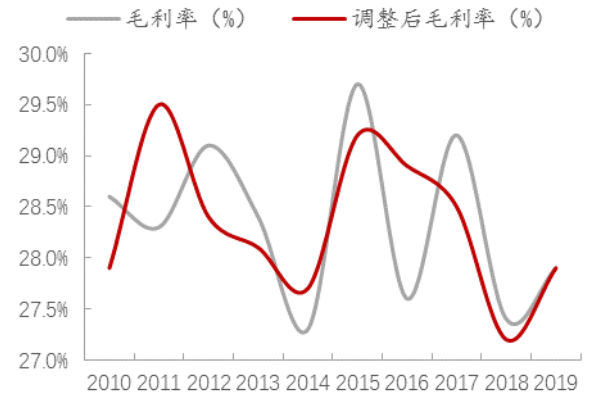
4.1 多品牌战略显效，毛利率提升

周大福的毛利率自上市以来就保持在27%以上，从地区上看，周大福内地毛利率多年维持在28%以上，港澳地区毛利率处于24%~26%间，内地地区毛利率已连续多年高于港澳地区。

自营渠道较加盟渠道毛利率高，钻石镶嵌品类较黄金品类毛利率高。**周大福的毛利率处于行业内中等水平**，一是因为周大福品类结构以毛利率较低的黄金为主（黄金与镶嵌占比接近3:7）；二是源于周大福自营渠道在60%以上，显著的拉升了毛利率水平。渠道与品类因素叠加中和使得周大福毛利率在市场中等水平。周大福近年来一方面推出多品牌战略拓展钻石镶嵌品类的布局，另一方面创新黄金产品生产工艺等以求提升黄金产品附加值和利润率，尽管下沉三四线的过程当中加盟占比逐步扩大，但由于周大福的强管理能力，加盟渠道增加对毛利率的影响暂未显现。

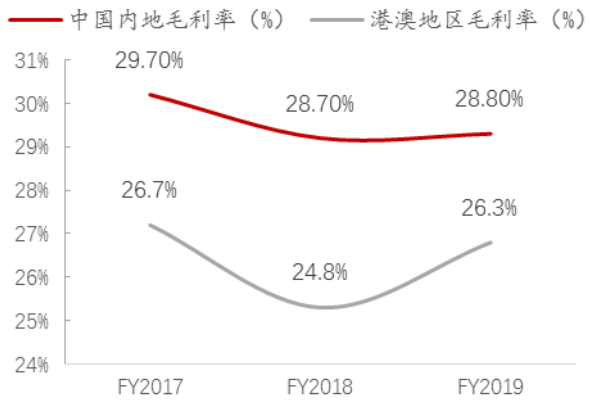
业内广泛铺店且较为强势的龙头企业为老凤祥、周大生和周大福。将三家企业进行同业对比差别十分明显。老凤祥以加盟渠道为主且 80%以上的珠宝品类为黄金，加盟+黄金的组合使得老凤祥毛利率在业内较低。周大生尽管渠道仍以加盟为主，但品类镶嵌业务占比超过60%使得周大生获得较高的毛利率。与其他两家企业相比，周大福品类表现更为均衡，渠道也处于优势地位，毛利率在两者之间。

图表56： 周大福毛利率



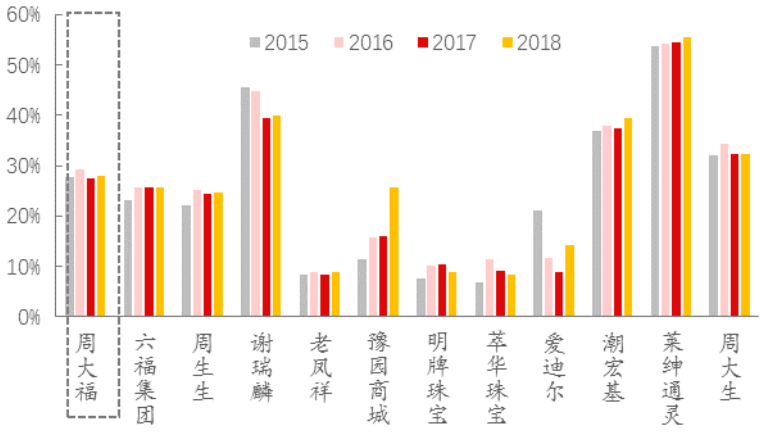
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表57： 按地区分周大福毛利率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表58：主要珠宝首饰公司毛利率



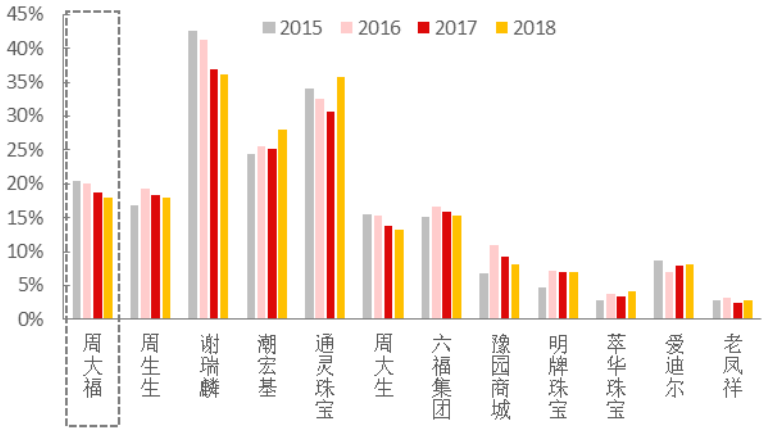
资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.2 加盟店加速推进，未来费用率将降低

周大福销售费率处于业内中等水平，但管理费率相对较高。2018年周大福销售费率为13.53%，管理费率为4.47%。综合销售费率与管理费率来看，周大福整体费用率偏高。周大福2014~2018财年费用逐年下降，但在2019财年费用显著上升，结合周大福的发展战略和业务布局来看，2019财年周大福销售及行政开支增加10.1%主要原因在于周大福加快了零售网点的布局使得销售及行政开支迅速加大。从具体细分项目看，公司的广告宣传费用和员工成本显著提升，其他费用率均处于下降趋势。2019财年公司投入更多资源增加品牌曝光率及提升品牌价值，广告及宣传开支增加35.7% 。员工成本及相关开支也呈现上升趋势，原因在于中国内地迅速扩张的渠道和业务增长。

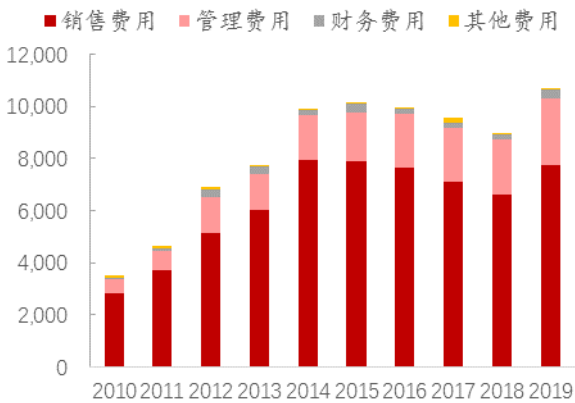
费用率与公司的经营模式密切相关，一般来说**自营渠道占比较大的企业费用率偏高，加盟经销渠道占比较大的企业费用率偏低。**同业对比，周大福的费用率与周生生、六福集团较为接近。与销售和管理费用率都显著低于同业的老凤祥相比，周大福的高费用率在于自营门店较多。

图表59： 主要珠宝首饰公司销售+管理费率



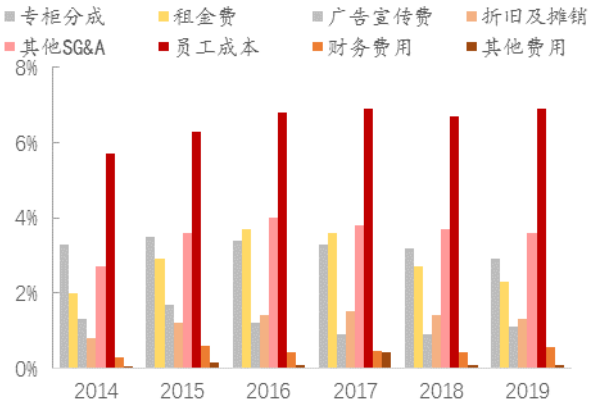
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表60：周大福费用构成（百万元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表61：周大福费用占收入比例（按性质分）

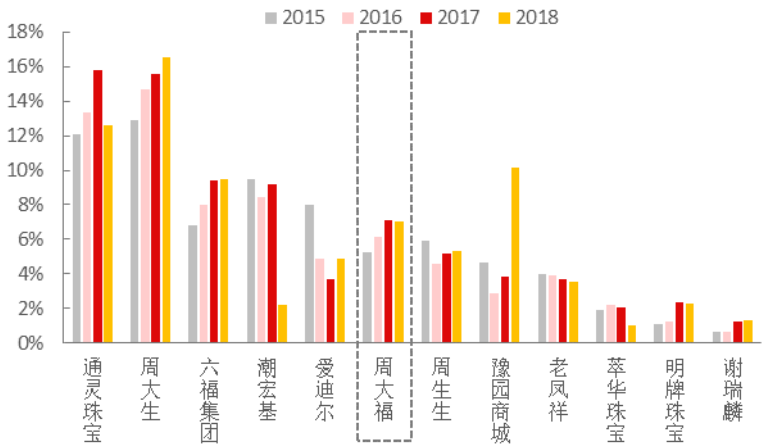


资料来源：公司公告，方正证券研究所

周大福净利率处于行业中等水平。2018年公司净利率达7.01%，主要由于周大福毛利率和费用率表现稳定。预计未来随着渠道下沉的布局结束和钻石品类推广，净利率有望随着毛利率的升高费用率的降

低而逐年改善。

图表62： 主要珠宝首饰公司净利率



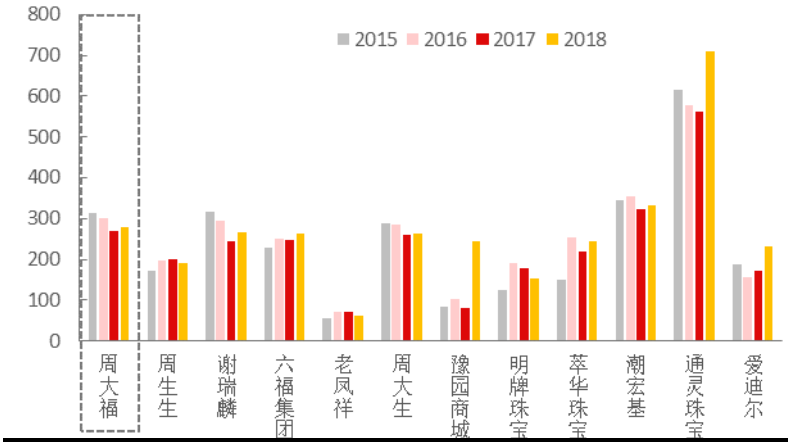
资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.3 运营能力稳中有升，现金流水平良好

周大福存货周转天数较为稳定，2016~2018 财年分别为 279、294 和 296 天。一般而言珠宝行业内主营黄金产品的公司周转速度会显著高于镶嵌珠宝的周转速度，传统加盟模式产品周转速度快于直营模式的周转速度。周大福近年积极拓展钻石品类珠宝影响了周大福存货周转天数。同业对比六福、周大生等企业存货周转天数也在 250 天以上，与周大福差距不大。

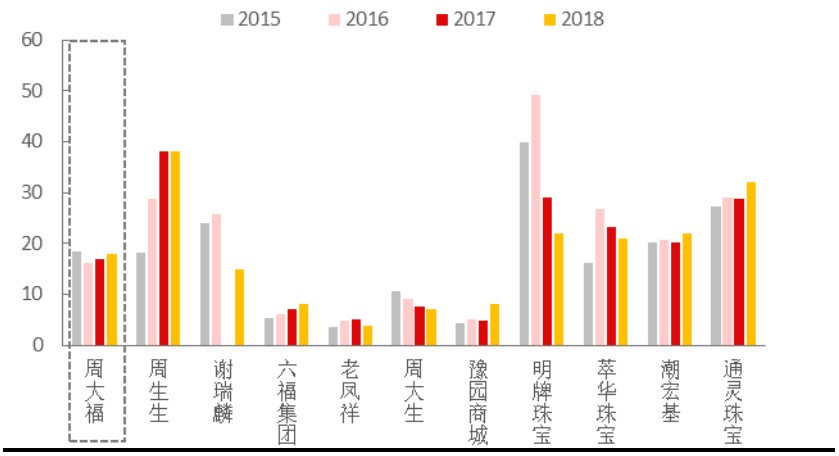
周大福应收账周转天数在 18 天左右，显著高于老凤祥和周大生。一般而言，珠宝行业的加盟模式通常会要求现款现货，自营渠道如果是在百货商场开店，那百货会公司会产生一定的账期，因此老凤祥、周大生等加盟渠道占主导的企业应收周转更快，而周大福自营渠道占比更高，因此应收账款周转相对慢。

图表63： 主要珠宝公司存货周转天数



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表64： 主要珠宝公司应收账款周转天数



资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.4 金价对公司的业绩和股价产生影响

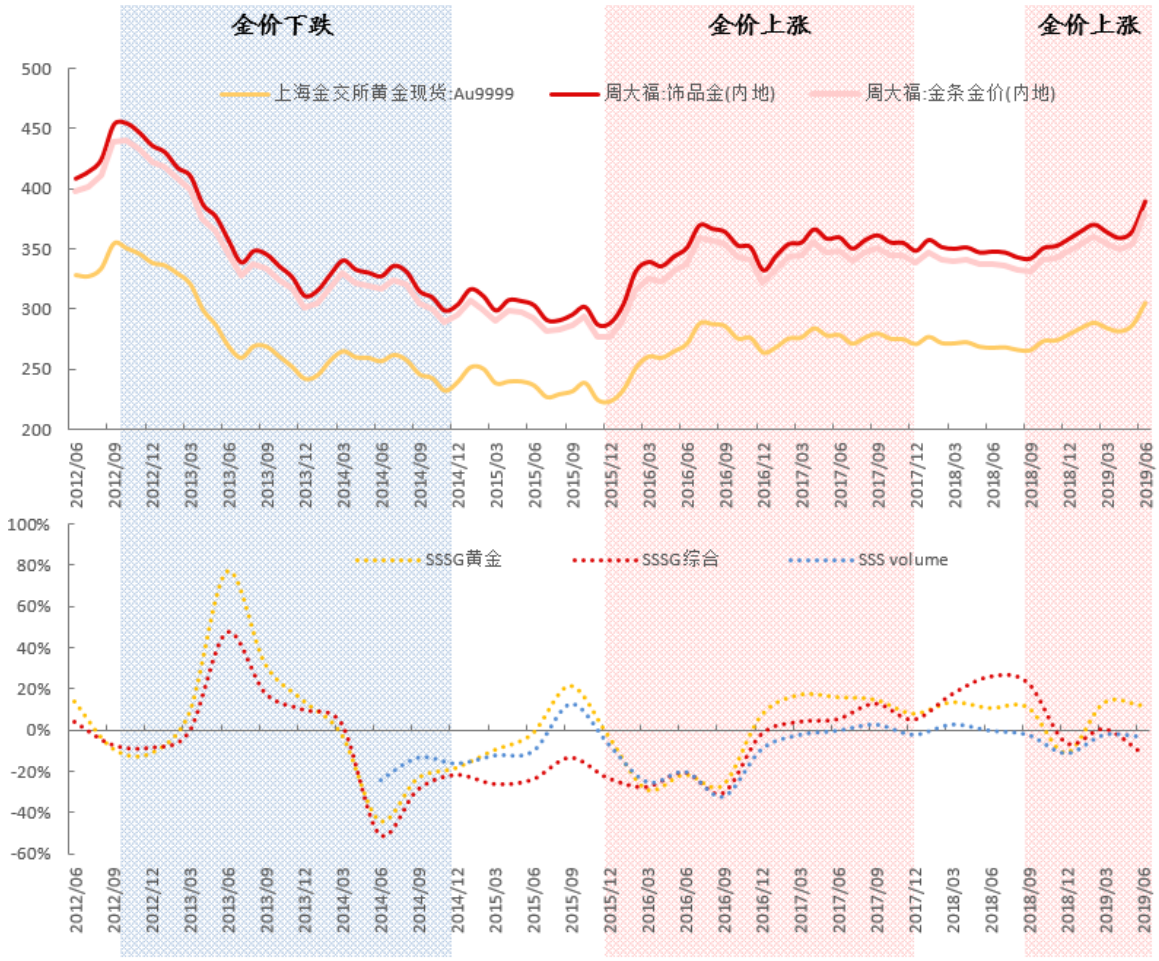
周大福的业绩和股价与金价密切相关。黄金品类周大福终端零售值的 50~60%，因此公司的业绩和股价会受到金价变动的影响。一般来说：

在金价下跌的初期，黄金的需求会受到金价的刺激而有短期回升（例如 2013 年上半年），但是**金价的下跌趋势确立**，金价的需求就会开始下跌，导致公司同店销售的下降（例如 2014 年下半年到 2015 上半年）。反之亦然。

在金价上涨的初期，黄金的需求会受到金价的刺激而有短期回落（例如 2016 年上半年和 2018 年末），但是**金价上涨趋势确立后**，黄金的需求会逐渐回升，量和价都有所增长，带动公司同店销售的增长（例如 2016 年下半年和 2019 年上半年）。

公司业绩的表现会传导到股价上，因此可以发现，周大福的股价和金价呈现一定的相关性或滞后的相关性，即金价上涨周期会带动股价的提升，而金价的长期下跌周期股价表现就相对较差。

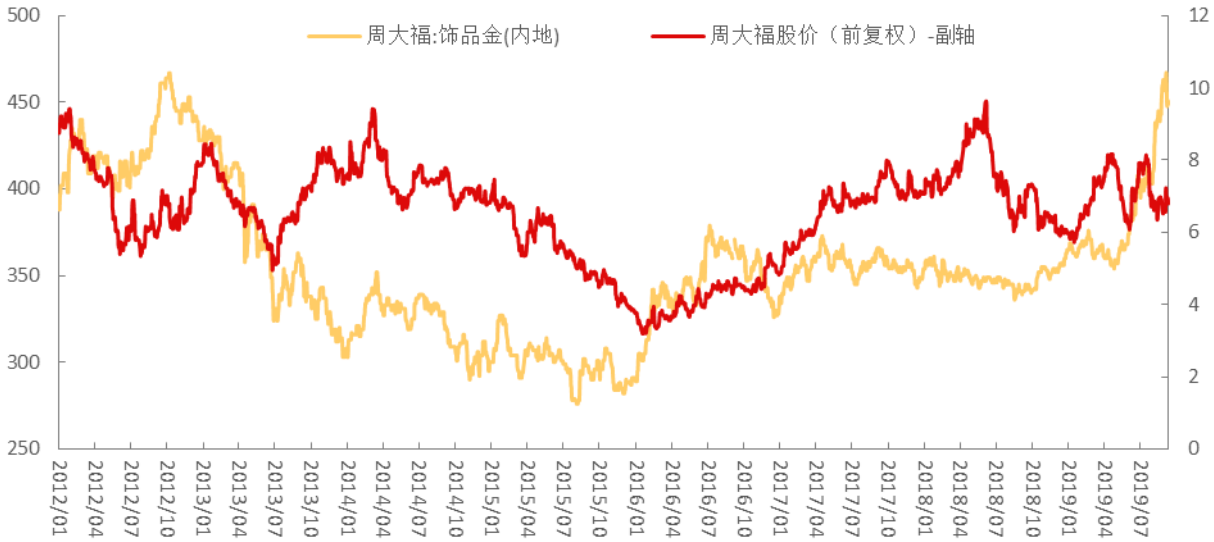
图表65： 周大福同店销售与金价关系



备注：2014/03及之前的同店数据是集团整体数据，之后的是内地门店数据

资料来源：公司公告，Wind，方正证券研究所

图表66： 周大福股价与金价的关系



资料来源：Wind，方正证券研究所

5 盈利预测

周大福近年的发展计划：(1)实行多品牌策略，丰富零售体验；(2)

利用大数据分析得出有用的见解，从而建立有效的营运模式；(3)重点关注扩大市场渗透率，**在未来三至五年内继续在中国内地利用加盟模式开拓较次级、县级城市**，善用加盟商的当地知识和人脉。

2019 财年，周大福品牌在内地三线及以下城市新增零售点达 251 家，相比 2017、2018 财年新增的 18、88 家明显提速，我们认为未来 3 年公司仍会重点扩展三线城市及富庶乡镇，保持较快的开店速度。港澳市场，由于香港地区受局势动荡、访港游客大幅下降的影响，业绩可能出现一定程度的下滑。我们预计公司 2020~2022 财年实现收入 722、828、940 亿港元，净利润为 50/58/66 亿港元，利润增速 9/15/15%，对应 PE 估值 14/12/11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表67：分部门盈利预测

	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
1. 内地市场				
收入	42,432	51,892	61,644	71,843
YoY	15.3%	22.3%	18.8%	16.5%
1.1 内地自营渠道				
收入	30,424	34,267	37,066	39,341
YoY	8.3%	12.6%	8.2%	6.1%
1.2 内地加盟渠道				
收入	12,008	17,624	24,578	32,502
YoY	37.9%	46.8%	39.5%	32.2%
2. 港澳及其他市场				
收入	24,229	20,298	21,189	22,149
YoY	8.4%	-16.2%	4.4%	4.5%
收入合计	66,661	72,190	82,834	93,992
YoY	12.7%	8.3%	14.7%	13.5%

资料来源：Wind，方正证券研究所

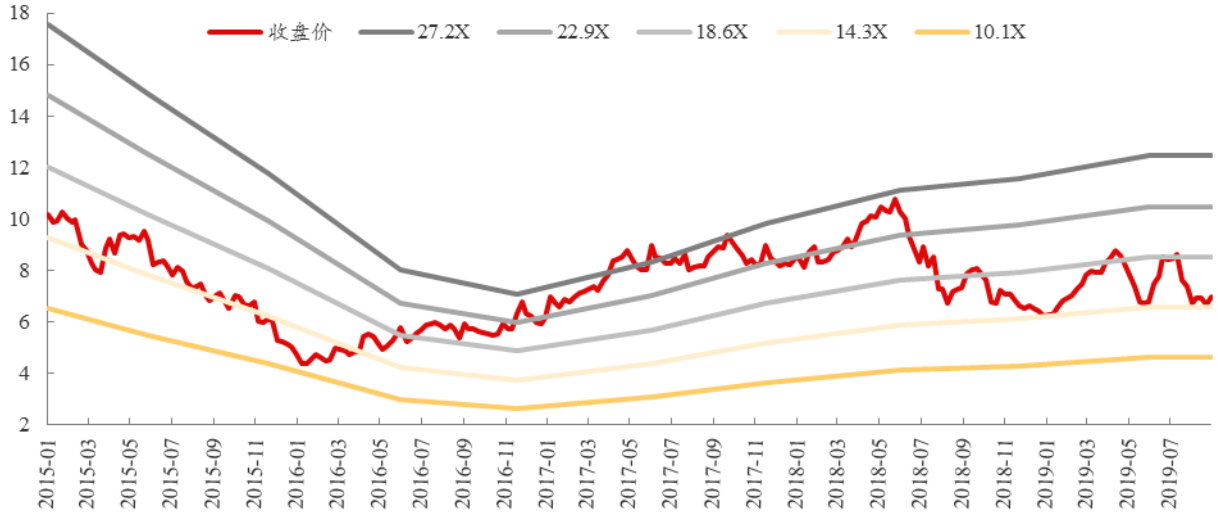
图表68：可比公司估值表

公司	净利润(亿元)				总市值	市盈率 PE			
	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	(亿元)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
周大福	45.8	50.1	57.6	65.9	691.0	15.1	13.8	12.0	10.5
六福集团	14.9	15.7	17.3	17.7	130.6	8.8	8.3	7.5	7.4
周生生	10.1	10.9	11.6	12.5	60.8	6.0	5.6	5.2	4.9
老凤祥	12.0	13.8	15.6	17.6	215.3	17.9	15.6	13.8	12.2
周大生	8.1	8.1	10.0	11.7	162.3	20.1	16.2	13.9	12.1
潮宏基	0.7	0.7	3.2	3.7	40.9	57.6	12.9	11.1	10.0
莱绅通灵	2.1	1.9	1.9	2.1	38.8	18.5	20.6	20.2	18.2
明牌珠宝	0.9	1.0	1.1	1.3	30.8	33.7	30.8	27.5	24.0

备注：港股公司单位为港元，A 股公司单位为人民币

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表69： 周大福 PE 区间



资料来源：Wind，方正证券研究所

风险提示

大陆地区可选消费增速放缓，三四线城市铺店速度不及预期。

公司港澳地区收入占比 36%，香港地区局势动荡对零售业有较大冲击，预计会对公司业绩产生负面影响。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
流动资产	53,778	57,779	63,596	70,467
现金及现金等价物	7,641	8,218	9,362	10,465
应收账款及票据	6,130	6,623	7,565	8,584
存货	39,486	42,375	46,024	50,685
其他	521	563	646	734
非流动资产	8,459	9,500	10,538	11,563
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,488	6,579	7,663	8,743
无形资产	431	381	334	280
其他	2,541	2,541	2,541	2,541
资产总计	62,237	67,279	74,134	82,031
流动负债	27,471	25,659	24,960	24,427
短期借款	15,472	12,375	9,707	7,107
应付账款	574	652	757	871
其他	1,585	1,805	2,071	2,350
非流动负债	11,425	12,633	14,496	16,449
长期借款	2,597	2,797	2,897	2,997
负债合计	3,363	5,074	6,724	8,394
普通股股本	10,000	10,000	10,000	10,000
储备	20,817	25,827	31,584	38,174
其他	-66	-66	-66	-66
归属母公司股东权益	30,751	35,761	41,518	48,108
少数股东权益	652	785	933	1,102
股东权益合计	31,403	36,546	42,451	49,211
负债及股东权益合计	62,237	67,279	74,134	82,031

现金流量表	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
经营活动现金流	8,431	3,836	4,116	3,996
净利润	4,577	5,143	5,905	6,760
折旧摊销	966	309	365	421
营运资金变动	2,248	-2,138	-2,706	-3,702
其他非现金调整	640	521	552	517
投资活动现金流	-1,222	-1,350	-1,403	-1,446
资本支出	-1,392	-1,350	-1,403	-1,446
其他	170	0	0	0
筹资活动现金流	-7,213	-1,908	-1,570	-1,447
债务融资	-806	-1,387	-1,018	-930
股权融资	0	0	0	0
其他	-6,406	-521	-552	-517
现金净增加额	-303	578	1,143	1,103

利润表	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	66,661	72,190	82,834	93,992
营业成本	48,059	52,121	59,831	67,918
其他收入	143	157	173	189
销售费用	9,038	9,709	11,141	12,642
管理费用	2,987	3,191	3,653	4,145
其他费用	65	65	70	75
经营利润	6,656	7,261	8,312	9,400
加：财务收入	131	239	266	302
减：财务费用	370	521	552	517
加：权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	-65	0	0	0
除所得税前利润	6,352	6,978	8,026	9,185
所得税	1,668	1,835	2,121	2,425
合并报表净利润	4,577	5,143	5,905	6,760
少数股东损益	107	132	148	169
归属母公司净利润	4,577	5,011	5,756	6,591
EPS(元)	0.46	0.50	0.58	0.66

主要财务比率	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
成长能力				
营业收入	12.7	8.3	14.7	13.5
归属母公司净利润	11.8	9.5	14.9	14.5
获利能力				
毛利率	27.9	27.8	27.8	27.7
净利率	6.9	6.9	6.9	7.0
偿债能力				
资产负债率	49.54	45.68	42.74	40.01
流动比率	1.96	2.25	2.55	2.88
速动比率	0.52	0.60	0.70	0.81
营运能力				
总资产周转率	1.11	1.11	1.17	1.20
应收账款周转率	10.63	11.32	11.68	11.64
存货周转率	1.29	1.27	1.35	1.40
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.50	0.58	0.66
每股经营现金	0.84	0.38	0.41	0.40
每股净资产	3.14	3.65	4.25	4.92
估值比率				
P/E	15.1	13.8	12.0	10.5
P/B	2.2	1.9	1.6	1.4

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com