

周大福 (01929.HK)

FY2025Q3 零售降幅收窄，定价黄金销售优异

FY2025Q3 公司 RSV 同比下降 14.2%，销售降幅较 Q2 收窄。公司披露 2024 年 10-12 月终端零售情况，集团 RSV 同比下降 14.2%，其中内地 RSV 同比下降 13%，港澳及其他市场 RSV 同比下降 20.4%。

内地：FY2025Q3 内地 RSV 同比下降 13%，我们判断 RSV 的下降一方面源于消费波动态势下同店销售下降，同时 Q3 持续净关店。较 Q2 来看，Q3 内地 RSV 虽然仍有下降，但降幅已经有所收窄。

➤ **同店：店效爬坡推动加盟同店降幅小于直营，同时定价黄金销售优异。1) 分渠道看：**2024 年 10-12 月内地直营同店销售同比下降 16.1%，加盟同店下降 12.3%，我们判断加盟同店降幅小于直营主要系过往加盟店新开较多，从而导致店效爬坡速度更快。

2) 分产品看：2024 年 10-12 月黄金首饰及产品同店销售下降 15.3%，珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同店销售同比下降 20.3%，面临消费环境波动以及金价高企的态势，我们预计克重产品销售仍在持续下滑，然而受益于公司产品结构的优化，高毛利率且设计优质的定价黄金产品的销售规模则有快速增长表现，其销售占比由同期的 6.9% 提升至 18.7%。

➤ **开店：FY2025Q3 内地仍净关店，公司重视单店运营。**截止 2024 年 12 月末公司于全球拥有 6836 家周大福珠宝品牌门店(内地 6685 家，港澳 86 家，其他市场 65 家)，10-12 月公司于内地净关 261 家周大福珠宝店，面对波动的消费环境，公司持续推进低效门店整改。

港澳及其他地区：镶嵌饰品同店大幅增长，黄金饰品同店仍有下降。2024 年 10-12 月港澳及其他地区 RSV 同比下降 20.4%，港澳地区直营同店销售同比下降 21.3%，其中珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同店销售增长 33.7%，黄金首饰及产品同店销售下降 36.2%，受益于年度促销活动的带动，镶嵌首饰销售优异。

公司 FY2025 营收预计下滑 16%，归母净利润下降 5.4%。前三个季度的消费环境波动以及高金价在一定程度上对居民珠宝消费造成负面影响，展望 FY2025Q4 (2025 年 1~3 月)，在春节假期的带动下，我们预计公司终端销售有望受益，综合来看我们预计公司 FY2025 收入下降 16.3%；利润率层面来看，考虑公司产品结构优化以及持续推进的费用管控，预计归母净利润下降 5% 左右。

盈利预测与投资建议：公司作为珠宝首饰行业龙头，渠道端重视单店运营，产品端优化设计，同时重视消费者触达，我们调整公司 FY2025-2027 归母净利润预期为 61.46/68.16/74.72 亿港元，对应 FY2025 PE 为 12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：金价波动风险；市场竞争加剧风险；汇率波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万港元)	94,684	108,713	91,032	96,958	102,099
增长率 yoy (%)	-4.3	14.8	-16.3	6.5	5.3
归母净利润 (百万港元)	5,384	6,499	6,146	6,816	7,472
增长率 yoy (%)	-19.8	20.7	-5.4	10.9	9.6
EPS 最新摊薄 (港元/股)	0.54	0.65	0.62	0.68	0.75
净资产收益率 (%)	16.5	24.7	22.3	23.4	24.4
P/E (倍)	13.9	11.5	12.2	11.0	10.0
P/B (倍)	2.2	2.8	2.7	2.5	2.4

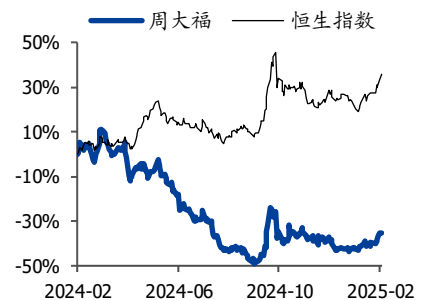
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 02 月 10 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	饰品
前次评级	买入
02 月 10 日收盘价 (港元)	7.48
总市值 (百万港元)	74,708.27
总股本 (百万股)	9,987.74
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	7.59

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号：	S0680520070003
邮箱：	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号：	S0680523080004
邮箱：	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号：	S0680524060004
邮箱：	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《周大福 (01929.HK)：短期销售仍有下降，期待后续公司盈利能力改善》 2024-11-27
- 《周大福 (01929.HK)：FY2025H1 收入下滑 20% 左右，经调整后利润率或有改善》 2024-10-26
- 《周大福 (01929.HK)：短期需求波动，关注公司长期盈利能力改善》 2024-07-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	77267	79182	80796	77228	80196
现金	11695	7695	8388	2994	4106
应收账款及票据	3213	2897	3172	3292	3295
其他应收款	3027	3942	3341	4416	3752
衍生金融工具及短投	0	0	0	0	0
存货	59290	64647	65893	66524	69041
其他流动资产	41	2	2	2	2
非流动资产	10074	9637	9379	9389	9267
权益性投资	70	50	36	19	4
固定资产	5144	4527	4568	4562	4507
无形资产	1211	1281	1217	1153	1089
其他非流动资产	3648	3779	3558	3656	3667
资产总计	87341	88819	90175	86617	89464
流动负债	51022	57520	57830	53490	55433
短期借款	19452	25281	25281	20671	22737
应付账款及票据	993	1041	824	1024	937
其他流动负债	30577	31198	31724	31795	31760
非流动负债	2959	4553	4269	3573	2859
长期借款	1488	3342	2674	2005	1337
其他非流动负债	1471	1211	1595	1568	1522
负债合计	53981	62073	62098	57064	58292
股本	10000	9988	9988	9988	9988
股本溢价	4683	5019	5019	5019	5019
留存收益	17715	10708	11937	13300	14795
归属母公司股东权益	32397	25715	26944	28307	29802
少数股东权益	962	1031	1133	1246	1370
负债和股东权益	87341	88819	90175	86617	89464

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10066	13836	10869	11308	11595
净利润	5384	6499	6248	6929	7596
折旧摊销	2220	2285	523	571	619
财务费用	358	522	435	416	413
投资损失	0	0	20	20	20
营运资金变动	643	711	-1280	-1554	-1979
其他经营现金流	1461	3819	4924	4927	4926
投资活动现金流	-1782	-717	-5209	-5528	-5442
资本支出	-1982	-963	407	44	72
长期投资	-73	36	-509	-554	-603
其他投资现金流	273	211	-5107	-5018	-4911
筹资活动现金流	-10705	-16830	-4967	-11174	-5041
短期借款	0	0	25281	20671	22737
长期借款	-5087	-3507	-668	-668	-668
股本增加	0	-135	0	0	0
支付股利	-5079	-12538	-4917	-5453	-5978
其他筹资现金流	-539	-650	-24664	-25724	-21131
现金净增加额	-2421	-3711	692	-5394	1112

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	94684	108713	91032	96958	102099
营业成本	-73513	-86428	-65270	-69519	-73205
其他收入	733	690	739	721	716
销售费用	-9974	-9513	-9558	-10132	-10567
管理费用	-3721	-3787	-3550	-3781	-3880
投资净收益	0	-20	-20	-20	-20
营业利润	8209	9655	13372	14226	15143
其他收益及亏损	-318	-330	-4924	-4927	-4926
财务费用净额	-358	-522	-435	-416	-413
其他开支	-88	-74	-85	-85	-83
利润总额	7447	8728	8363	9214	10135
所得税	1957	2121	2115	2285	2538
净利润	5490	6607	6248	6929	7596
少数股东损益	105	108	102	113	124
归属母公司净利润	5384	6499	6146	6816	7472
EBITDA	10024	11535	9320	10200	11166
EPS (港元)	0.54	0.65	0.62	0.68	0.75

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.3	14.8	-16.3	6.5	5.3
营业利润(%)	-10.5	17.6	38.5	6.4	6.4
归属于母公司净利润(%)	-19.8	20.7	-5.4	10.9	9.6
获利能力					
毛利率(%)	22.4	20.5	28.3	28.3	28.3
净利率(%)	5.7	6.0	6.8	7.0	7.3
ROE(%)	16.5	24.7	22.3	23.4	24.4
ROIC(%)	10.5	12.6	11.5	13.6	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	69.9	68.9	65.9	65.2
净负债比率(%)	126.8	203.3	191.3	183.0	173.8
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	36.0	35.6	30.0	30.0	31.0
应付账款周转率	68.5	85.0	70.0	75.3	74.7
每股指标 (港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.65	0.62	0.68	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.39	1.09	1.13	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.34	2.68	2.81	2.96	3.12
估值比率					
P/E	13.9	11.5	12.2	11.0	10.0
P/B	2.2	2.8	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	1.2	2.0	2.5	2.3	2.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 02 月 10 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com