

周大福 (01929.HK)

Q4 销售降幅继续收窄，定价产品销售优异

FY2025Q4 公司 RSV 同比下降 11.6%，对比 FY2025Q3 继续收窄。公司披露 FY2025Q4 (2025 年 1-3 月) 终端零售情况，集团 RSV 同比下降 11.6%，其中内地 RSV 同比下降 10.4%，港澳及其他市场 RSV 同比下降 20.7%，随着新产品结构的优化，公司 FY2025Q4 RSV 降幅对比 Q3 进一步收窄。

内地：FY2025Q4 内地 RSV 同比下降 10.4%，我们判断 RSV 的下降一方面源于宏观消费环境波动以及金价高企导致同店销售下降，同时 Q4 公司持续净关店。

➢ **同店：定价产品销售表现持续走强，带动同店降幅收窄。**分渠道看，2025 年 1-3 月内地直营同店销售同比下降 13.2%，加盟同店下降 8.7%；分产品看，2025 年 1~3 月直营渠道黄金首饰及产品同店销售下降 13.8%，珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同店销售同比下降 12.1%。期内由于宏观经济波动以及金价高企持续影响居民金饰购买意愿，或在一定程度上影响克重产品的销量表现；与此同时公司加大力度推动产品优化，同时消费者对于具备优质工艺和设计的黄金产品需求仍在，因此期内一口价的定价产品展现强劲的增长表现，定价产品的零售值占比由 FY2024 同期的 9.4% 提升至 25.6%，展望 FY2026，我们判断公司将继续推动产品升级优化，以满足各顾客群的需求，同时推动公司利润率提升。

➢ **开店：FY2025Q4 内地净关店 395 家，公司重视单店运营。**截止 2025 年 3 月末公司于全球拥有 6423 家周大福珠宝品牌门店(内地 6274 家，港澳 87 家，其他市场 62 家)，2025 年 1~3 月公司于内地净关 395 家周大福珠宝店，2024 年 3 月至今公司于内地净关 896 家周大福珠宝店，我们判断集团专注于改善盈利质量，在波动的消费环境下，公司持续推进渠道优化，加大低效门店关闭力度，同时策略性的开设店效更高的新店铺，期内公司在内地新开两家新形象时尚店，截止 FY2025 末新形象时尚店总数达到 5 家，新店开业初期店效表现高于同店平均水平。展望 FY2026，随着消费环境波动向好以及公司低效门店的出清，我们预计关店力度对比 FY2025 或将显著减少。

港澳及其他地区：FY2025Q4 港澳及其他地区 RSV 下降 20.7%。2025 年 1-3 月港澳地区直营同店销售同比下降 22.5%，其中珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同店销售下降 5.3%，黄金首饰及产品同店销售下降 26.1%，我们判断期内港澳销售下降主要受到市民外出旅游以及内地游客消费模式转变影响。

公司 FY2025 营收预计下滑高双位数，归母净利润下降 2%。综合考虑四个季度的销售表现，我们预计公司 FY2025 收入下降高双位数；利润率层面来看，随着公司产品结构优化以及持续推进的费用管控，对利润率或有帮助，综合考虑黄金借贷损益后，我们预计公司归母净利润同比下降 2.4% 至 63.42 亿港元。

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 63.42/72.49/82.17 亿港元，对应 FY2025 PE 为 15 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	87,685	94,890	102,686
增长率 yoy (%)	-4.3	14.8	-19.3	8.2	8.2
归母净利润 (百万港元)	5,384	6,499	6,342	7,249	8,217
增长率 yoy (%)	-19.8	20.7	-2.4	14.3	13.4
EPS 最新摊薄 (港元/股)	0.54	0.65	0.63	0.73	0.82
净资产收益率 (%)	16.5	24.7	22.9	24.8	26.5
P/E (倍)	17.9	14.8	15.2	13.3	11.7
P/B (倍)	2.9	3.6	3.4	3.2	3.1

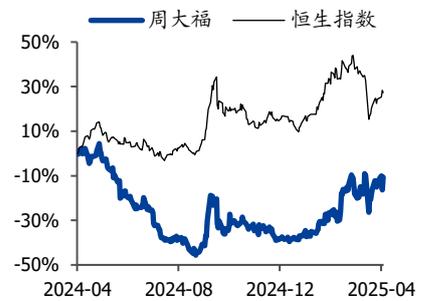
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 24 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	饰品
前次评级	买入
04 月 24 日收盘价 (港元)	9.63
总市值 (百万港元)	96,181.91
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)	23.71

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)：FY2025Q3 零售降幅收窄，定价黄金销售优异》 2025-02-11
- 《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

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	80760	77392	80464
现金	11695	7695	14343	6928	8862
应收账款及票据	3213	2897	2949	3377	3248
其他应收款	3027	3942	3073	4518	3697
衍生金融工具及短投	0	0	0	0	0
存货	59290	64647	60392	62568	64655
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	90139	86781	89731
流动负债	51022	57520	57751	53519	55404
短期借款	19452	25281	25281	20671	22737
应付账款及票据	993	1041	745	1052	907
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	62020	57092	58262
股本	10000	9988	9988	9988	9988
股本溢价	4683	5019	5019	5019	5019
留存收益	17715	10708	11976	13426	15070
归属母公司股东权益	32397	25715	26983	28433	30077
少数股东权益	962	1031	1136	1256	1393
负债和股东权益	87341	88819	90139	86781	89731

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	15754	8345	11725
净利润	5384	6499	6447	7369	8354
折旧摊销	2220	2285	523	571	619
财务费用	358	522	532	455	452
投资损失	0	0	20	20	20
营运资金变动	643	711	4633	-3670	-1318
其他经营现金流	1461	3819	3600	3600	3600
投资活动现金流	-1782	-717	-3885	-4201	-4116
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	-3783	-3691	-3585
筹资活动现金流	-10705	-16830	-5221	-11560	-5675
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	-5073	-5799	-6574
其他筹资现金流	-539	-650	-24761	-25763	-21169
现金净增加额	-2421	-3711	6648	-7416	1934

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	94684	108713	87685	94890	102686
营业成本	73513	86428	62520	67628	73153
其他收入	733	690	739	721	716
销售费用	9974	9513	9295	10011	10782
管理费用	3721	3787	3507	3796	4005
投资净收益	0	-20	-20	-20	-20
营业利润	8209	9655	13082	14156	15442
其他收益及亏损	-318	-330	-3600	-3600	-3600
财务费用净额	358	522	532	455	452
其他开支	88	74	101	89	88
利润总额	7447	8728	8629	9799	11145
所得税	1957	2121	2182	2430	2791
净利润	5490	6607	6447	7369	8354
少数股东损益	105	108	105	120	136
归属母公司净利润	5384	6499	6342	7249	8217
EBITDA	10024	11535	9684	10825	12215
EPS (港元)	0.54	0.65	0.63	0.73	0.82

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	-19.3	8.2	8.2
营业利润(%)	-10.5	17.6	35.5	8.2	9.1
归属于母公司净利润(%)	-19.8	20.7	-2.4	14.3	13.4
获利能力					
毛利率(%)	22.4	20.5	28.7	28.7	28.8
净利率(%)	5.7	6.0	7.2	7.6	8.0
ROE(%)	16.5	24.7	22.9	24.8	26.5
ROIC(%)	10.5	12.6	12.0	14.5	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	69.9	68.8	65.8	64.9
净负债比率(%)	126.8	203.3	169.6	169.0	157.0
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
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	0.63	0.73	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.39	1.58	0.84	1.17
每股净资产(最新摊薄)	3.34	2.68	2.82	2.97	3.15
估值比率					
P/E	17.9	14.8	15.2	13.3	11.7
P/B	2.9	3.6	3.4	3.2	3.1
EV/EBITDA	1.2	2.0	1.8	1.8	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月24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中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