



周大福 (01929.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究
证券研究报告

百年品牌向“新”而生，看好产品&渠道优化驱动盈利提质

投资逻辑

公司系我国标杆珠宝商，创立近百年，在经济周期波动中几经顺逆，把握市场动能和消费势能、调整增长策略，坚持推动匠心工艺、创新求变，持续引领珠宝行业，中高端旗舰品牌周大福截至 1Q25 末拥有 6423 个零售点 (FY25 净减 397 家)。据欧睿数据，2024 年公司在我国珠宝行业的市占率为 10%、位列第一。

行业趋势：黄金消费需求望触底改善，胜负手从渠道力升级至产品力。24 年 4 月来高金价抑制终端动销，Q3 逐步触底、Q4 降幅收窄；进入 25 年，Q1 黄金首饰消费量同比-27%，金银珠宝类社零高基数下同比+6.9% (金价上涨拉动)，Q2-Q4 低基数下预计黄金消费同比变好。结构看，消费者对黄金饰品美学、工艺水平的需求提升，古法金、硬足金与小克重金饰逆势销售强劲，黄金与其他材质结合的产品受年轻消费者喜爱，景气度预计延续。

深厚的产品美学基因和品牌底蕴构筑壁垒，产品优化&门店经营提质驱动高质发展，看好同店表现&盈利改善。

产品优化：公司拥有差异化且底蕴深厚的产品美学基因，擅长融合现代设计、匠心工艺、传统文化，早于 2017 年就率先推出传承系列引领古法金赛道，25 财年新品传福系列、故宫系列销售额均达到约 40 亿港元。产品策略转向定价产品，望持续拉动毛利率提升，内地定价黄金产品占比由 23Q3 的 5%提升至 25Q1 的 25.6%。

门店经营提质：FY25 门店调整、内地周大福珠宝净关 896 家低效门店至 6274 家 (FY25Q4 净关 395 家)，预计后续关店节奏逐步放缓。同时，打造新形象店、FY25 末门店数量达到 5 家，凭借新升级的店铺形象、重新定位的零售体验，新形象店表现出优于平均同店水平的店效。4Q24/1Q25 内地直营同店同比-16.1%/-13.2%，加盟同店同比-12.3%/-8.7%，降幅明显收窄，展望 26 财年，受益产品优化与门店精细化运营，低基数下同店表现将持续改善。

盈利预测、估值和评级

预计 FY2025-FY2027 归母净利润 57.74/68.36/78.36 亿港元、同比-11.15%/+18.38%/+14.63%、对应当前 PE 为 18.4/15.5/13.5 倍。给予 FY26 20 倍 PE，目标价 13.69 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧，同店修复、终端动销不及预期，金价大幅波动

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：周舒怡 (执业 S1130524120002)

zhoushuyi@gjzq.com.cn

市价 (港币)：10.620 元

目标价 (港币)：13.69 元



主要财务指标

项目	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入(百万元)	94,684	108,713	87,566	90,425	96,318
营业收入增长率	-4.30%	14.82%	-19.45%	3.26%	6.52%
经调净利润(百万元)	5,384	6,499	5,774	6,836	7,836
经调净利润增长率	-19.78%	20.71%	-11.15%	18.38%	14.63%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.65	0.58	0.68	0.78
每股经营性现金流净额	1.01	1.39	1.01	1.41	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.62%	25.27%	18.33%	17.83%	16.96%
P/E	28.90	17.73	18.37	15.52	13.54
P/B	4.81	4.48	3.37	2.77	2.30

来源：公司年报、国金证券研究所 (注：FY25 财年统计时间为自然年 24 年 4 月 1 日至 25 年 3 月 31 日)



内容目录

1、周大福：珠宝龙头，持续进击、穿越周期.....	4
1.1、行业标杆珠宝商，品牌力、产品力、渠道力突出.....	4
1.2、持续锐意进取、调整经营策略，拥抱变化穿越周期.....	6
2、百年品牌向新而生，从规模扩张到深耕价值.....	7
2.1、行业：黄金消费需求望触底改善，胜负手从渠道力升级至产品力.....	7
2.2、公司：品牌转型、向“新”而生.....	9
3、产品优化，一口价黄金占比提升，望持续拉升毛利率.....	9
3.1、行业趋势：硬金/古法金/小克重金饰逆势展现高景气.....	9
3.2、公司：差异化产品美学基因构筑壁垒.....	11
4、渠道：从快速扩张转向门店精细化运营与门店升级.....	13
5、盈利预测与可比估值.....	16
5.1、盈利预测.....	16
5.2、可比估值.....	17
6、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 2024 年周大福在我国珠宝行业的市占率为 10%.....	4
图表 2： 周大福品牌门店数量位于行业首位（单位：家）	4
图表 3： 15-21 年周大福在我国珠宝行业的市占率由 5.1%提升至 11.2%，后降至 24 年的 10%.....	4
图表 4： 公司品牌多元化策略.....	5
图表 5： 公司先后推出“smart+”、“smart+2020”、双动力策略，取得较为显著的成效.....	5
图表 6： 行业上行期公司把握机遇、先发布局优势，表现好于大盘，行业下行期修炼内功.....	6
图表 7： 内地收入占比由 FY2009 年的 50%+提升至 FY25 的 80%+.....	6
图表 8： 受低效门店调整+金价高位上涨抑制终端动销影响 FY25H1 内地收入同比-19%至 330 亿港元.....	7
图表 9： 23 年我国黄金产品占珠宝市场的比例为 63%（单位：亿元）	7
图表 10： 18-23 年我国黄金首饰市场规模 CAGR 为 11%.....	7
图表 11： 受高金价抑制，24 年来黄金首饰需求量持续疲软.....	8
图表 12： 金银珠宝类社零同比增速.....	8
图表 13： 2015 年至今金价走势.....	9
图表 14： 成立 95 周年之际开启品牌转型.....	9
图表 15： 不同类型的黄金工艺特点.....	10
图表 16： 预计 2023-2028 年我国古法黄金/硬金市场规模复合增速 21.8%/13.3%.....	10



图表 17: 18-23 年我国古法金/硬金市场规模复合增速为 64.6%/15.5%.....	10
图表 18: 古法金、硬金占比提升.....	11
图表 19: 周大福传承系列持续受到消费者青睐.....	12
图表 20: 25 财年传福系列、故宫系列销售额均达到约 40 亿港元.....	12
图表 21: 内地定价黄金产品占比提升超预期.....	12
图表 22: 毛利率变动分析.....	13
图表 23: 内地市场黄金饰品同店降幅自 2024 来逐季收窄.....	13
图表 24: 内地黄金饰品零售值降幅自 2024 来逐季收窄.....	13
图表 25: 复盘公司在内地市场的渠道策略, 多次布局调整展现前瞻性 (单位: 家).....	14
图表 26: FY18-FY23 批发业务占内地营业额的比例由 23.7%提升至 54.4%.....	14
图表 27: 周大福珠宝内地零售点按城市级别划分的零售值占比.....	14
图表 28: 周大福珠宝中国内地开店情况 (单位: 家).....	15
图表 29: 周大福珠宝新形象店以专属“周大福红”为主色调+“博物馆式”陈列.....	15
图表 30: 4Q24 内地同店初现降幅收窄、25Q1 趋势延续.....	15
图表 31: 收入拆分 (单位: 亿港元).....	16
图表 32: 公司费用拆分.....	17
图表 33: 可比公司估值.....	18



1、周大福：珠宝龙头，持续进击、穿越周期

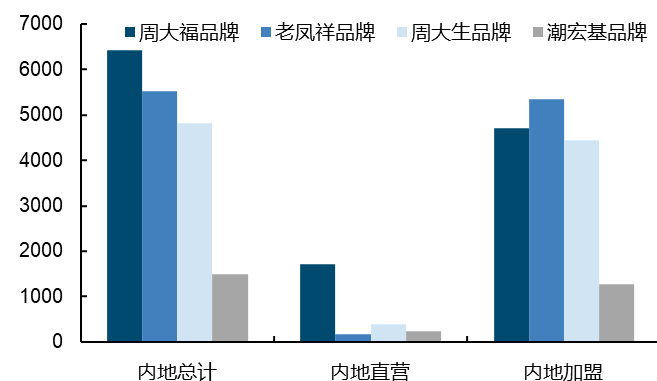
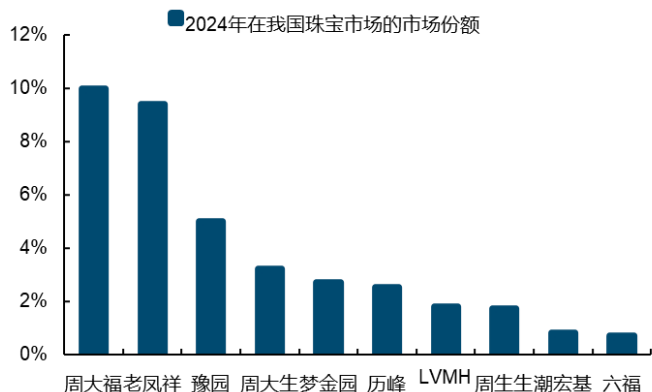
1.1、行业标杆珠宝商，品牌力、产品力、渠道力突出

公司于 2011 年在港交所主板上市，覆盖从原材料采购、产品设计研发、生产制造到销售服务等全产业链环节，核心品类为珠宝镶嵌/铂金/K 金首饰与黄金首饰及产品。根据欧睿数据，2024 年公司在我国珠宝行业的市占率为 10%、位列第一。

中高端旗舰品牌周大福创立于 1929 年，以现代创新设计+匠心工艺+传统文化为产品表达，让传统成为经典；凭借加盟和自营扩张，截至 1Q25 末拥有 6423 个零售点，其中内地、港澳、其他市场零售店分别为 6274、87、62 家零售点，领先行业。

图表1：2024 年周大福在我国珠宝行业的市占率为 10%

图表2：周大福品牌门店数量位于行业首位（单位：家）

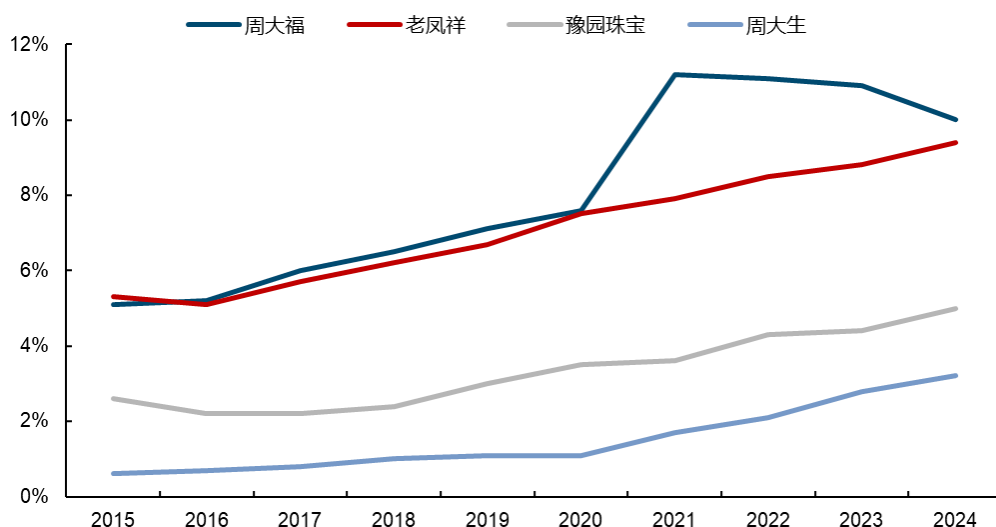


来源：欧睿数据，国金证券研究所

来源：各公司公告，潮宏基股份公众号，国金证券研究所（注：周大福、周大生、老凤祥品牌门店数量截至 1Q25 末，潮宏基品牌门店数量截至 24 年末）

公司创立近百年，在经济周期波动中几经顺逆，把握市场动能和消费势能、调整增长策略，坚持推动匠心工艺、创新求变，持续引领珠宝行业。

图表3：15-21 年周大福在我国珠宝行业的市占率由 5.1% 提升至 11.2%，后降至 24 年的 10%



来源：欧睿数据，国金证券研究所

复盘公司发展历史，经历“初期积淀-内地版图初扩张-品牌多元化&市场份额快速提升-品牌转型、追求高质持续增长”几个阶段。

1) 初期积淀（1929-1997 年）

周大福品牌最早可追溯到 1929 年，创始人周至元在广州市河南洪德路创立第一家周大福金行，主要经营传统黄金饰品；1930 年代将业务迁移至港澳，1938 年开设澳门第一家周大福珠宝零售点，1939 年开设中国香港首个周大福珠宝零售点；1950 年代周大福的规模



不断扩充，先后在九龙和铜锣湾开设分店，重心也由澳门移至香港。

1960 年代从单一黄金饰品业务拓展到珠宝领域，1973 年成为 De Beers 全球特约配售商。黄金饰品领域，周大福品牌亦多次引领行业标准建立，1956 年推出 999.9 黄金首饰、后于 1984 年被香港政府定位黄金首饰成色标准；1990 年推行珠宝首饰一口价政策，摒弃讨价还价方式，使所有消费者都能以平等、合理的价格买卖珠宝。

2) 内地版图初扩张（1998-2013 年）

重返内地、门店快速拓展至全国各地。1998 年于北京开设内地首家周大福珠宝零售点，2010 年内地零售点达 1000 个，2011 年布局电商业务，2014 年内地零售点达 2000 个。

3) 品牌多元化&市场份额快速提升（2014-2022 年）

- 品牌多元化、且定位分明，以周大福中高端标志性品牌为主，个性化子品牌满足细分市场差异化需求。2014 年收购美国高级钻石品牌 HEARTS ON FIRE，2016 年推出追溯钻石真品的 T MARK 钻石品牌，2017 年推出时尚珠宝首饰品牌 MONOLOGUE、轻奢女性送礼品牌 SOINLOVE，2020 年收购彩宝品牌 ENZO。

图表4：公司品牌多元化策略

品牌	子品牌	定位	品牌类型	成立年份	内地门店数量（家）
周大福	周大福珠宝	提供经典产品的中高端标志性品牌	自主	1929 年	6274
	周大福艺堂	周大福高级珠宝尊贵体验，呈现独具中华文化精髓的殿堂级当代高级珠宝美学		-	
	周大福荟馆	周大福多元化的珠宝零售体验，荟萃多个国际珠宝品牌		-	
HEARTS ON FIRE		精湛切割工艺的美国高级钻石品牌	收购	2014 年	-
T MARK		追溯钻石真品及历程	自主	2016 年	-
MONOLOGUE		年轻一代的型格时尚珠宝首饰	自主	2017 年	76
SOINLOVE		拥有甜美生活女生的珠宝送礼品牌	自主	2017 年	11
ENZO		具创意及风格时尚的彩色宝石品牌	自主	2020 年	19

来源：公司公告，国金证券研究所（注：周大福内地门店数量截至 25Q1 末，其他品牌截至 3Q24 末）

➢ 规模扩张

2015 年、2018 年、2021 年公司分别推出“smart+”、“smart+2020”、双动力策略，在拓展线下零售版图、布局智慧零售及电商、提升顾客购物体验、加强品牌及产品竞争力等方面取得了显著成效，使其走在珠宝行业前列。

图表5：公司先后推出“smart+”、“smart+2020”、双动力策略，取得较为显著的成效



来源：公司公告，国金证券研究所

4) 品牌转型、追求高质持续增长（2023 年-至今）

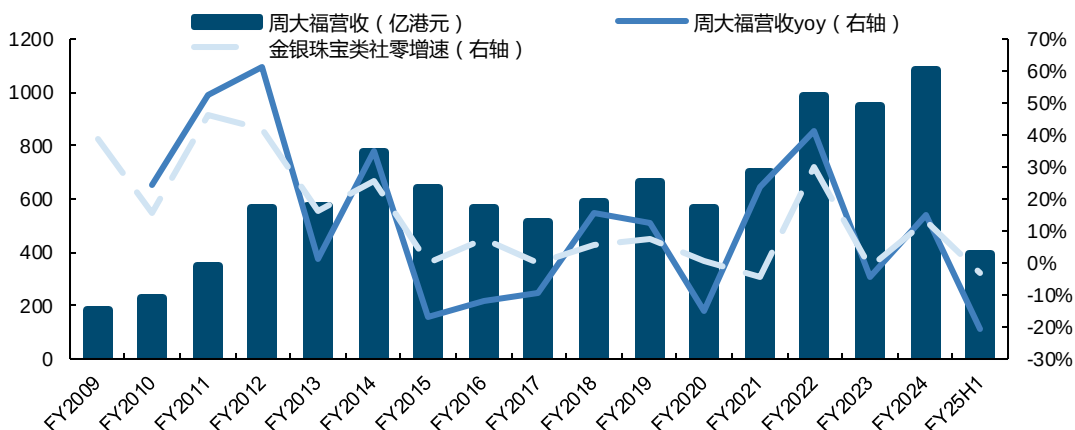


为提升长期竞争力及盈利质量，落实五大策略方针，包括品牌转型、优化产品、加速数字化转型、提升营运效率及强化人才培育。

1.2、持续锐意进取、调整经营策略，拥抱变化穿越周期

行业上行期间，公司受益先发布局优势、品牌影响力持续提升，往往表现好于大盘，FY2009–FY2012、FY2014、FY2018–FY2019、FY2021–FY2022 期间公司收入增速均高于金银珠宝类社零增速。行业调整期，公司积极调整经营策略，修炼内功、提升实力。

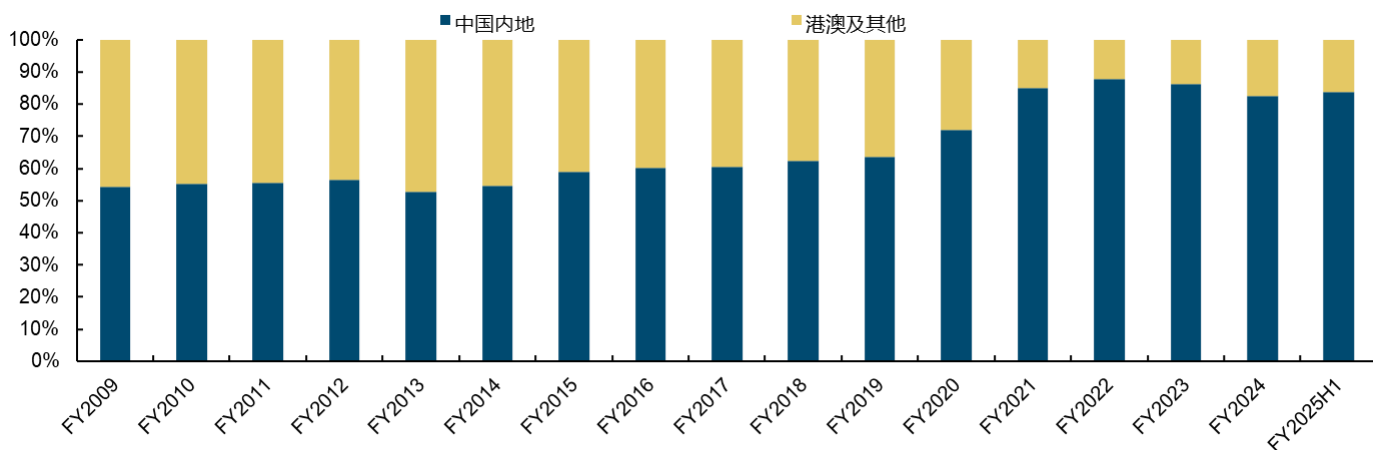
图表6：行业上行期公司把握机遇、先发布局优势，表现好于大盘，行业下行期修炼内功



来源：公司公告，国家统计局，国金证券研究所（注：FY2009 金银珠宝类社零增速取自然年 2008 年，以此类推）

公司看好中国内地的黄金珠宝零售发展机遇，1998 年重返内地市场后多次在线下渠道、智慧零售、差异化产品打造等方面前瞻布局取得成效，品牌认知度持续提升，收入规模呈波动上升趋势，内地收入占比由 FY2009 的 50%+ 提升至 FY2025 的 80%+。

图表7：内地收入占比由 FY2009 年的 50%+ 提升至 FY25 的 80%+



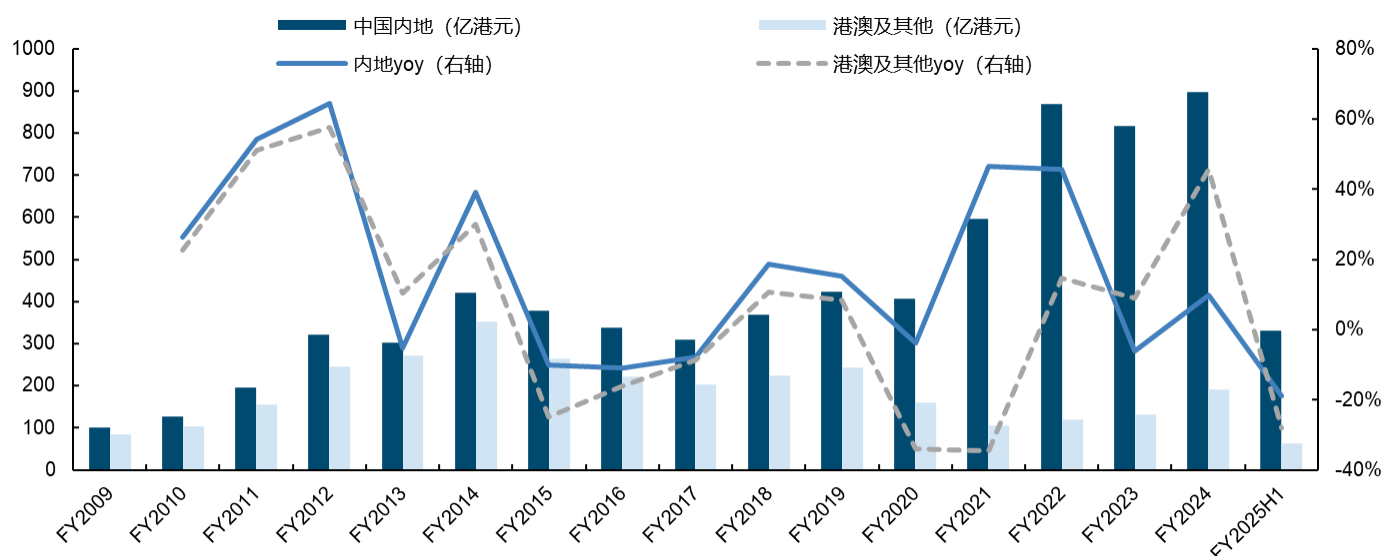
来源：公司公告，国金证券研究所

内地业务：受益黄金珠宝行业持续景气，叠加周大福品牌影响力提升，内地业务收入快速增长，公司 FY2009–FY2012 内地业务收入由 100 亿港元增长至 320 亿港元、对应 CAGR 为 47%；受“抢金潮”透支黄金消费需求影响，内地业务进入盘整期，FY14–FY2017 内地业务收入 CAGR 为-9.7%；随着“新城镇计划”和“省代”政策实施，放开低线城市加盟，门店快速扩张，FY18–FY19 内地业务收入增速回升，FY20 受公共卫生事件冲击营收增速为负，FY21–FY22 需求修复、收入高增；FY24 来开店速度放缓、注重门店质量提升，受低效门店调整+金价高位上涨抑制终端动销影响 FY25H1 内地收入同比-19%至 330 亿港元。

港澳及其他市场业务发展主要受内地游客消费模式、经济环境以及黄金珠宝消费需求等因素影响，整体上收入增速表现与内地市场同频。



图表8：受低效门店调整+金价高位上涨抑制终端动销影响 FY25H1 内地收入同比-19%至 330 亿港元



来源：公司公告，国金证券研究所

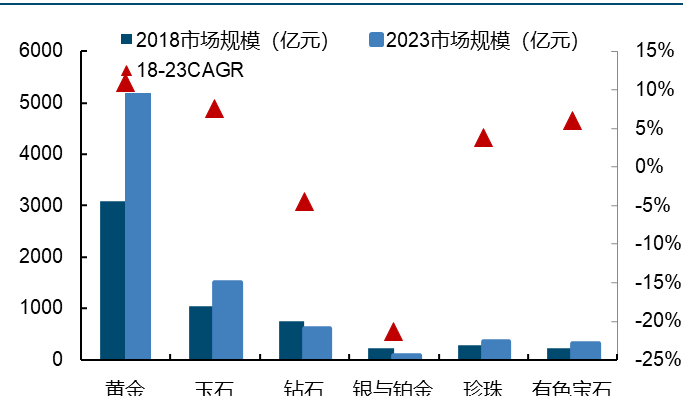
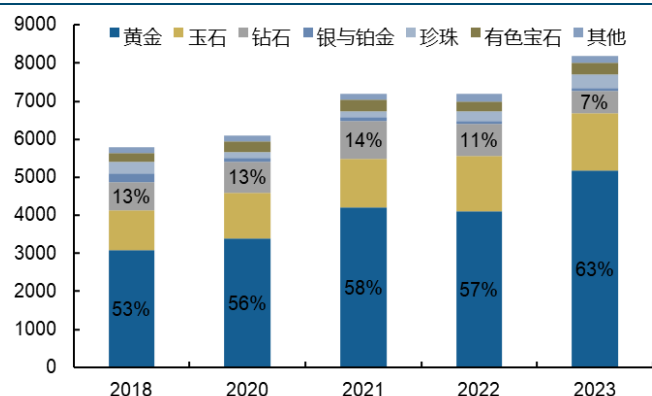
2、百年品牌向新而生，从规模扩张到深耕价值

2.1、行业：黄金消费需求望触底改善，胜负手从渠道力升级至产品力

工艺升级+保值属性+金价上涨三重因素驱动，18-23 年我国黄金首饰需求持续景气，市场规模由 3080 亿元增长至 5180 亿元、对应 CAGR 为 11%（领跑其他材质）、占珠宝市场总规模的比例由 53%提升至 63%。

图表9：23 年我国黄金产品占珠宝市场的比例为 63%（单位：亿元）

图表10：18-23 年我国黄金首饰市场规模 CAGR 为 11%



来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，国金证券研究所

来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，沙利文，国金证券研究所

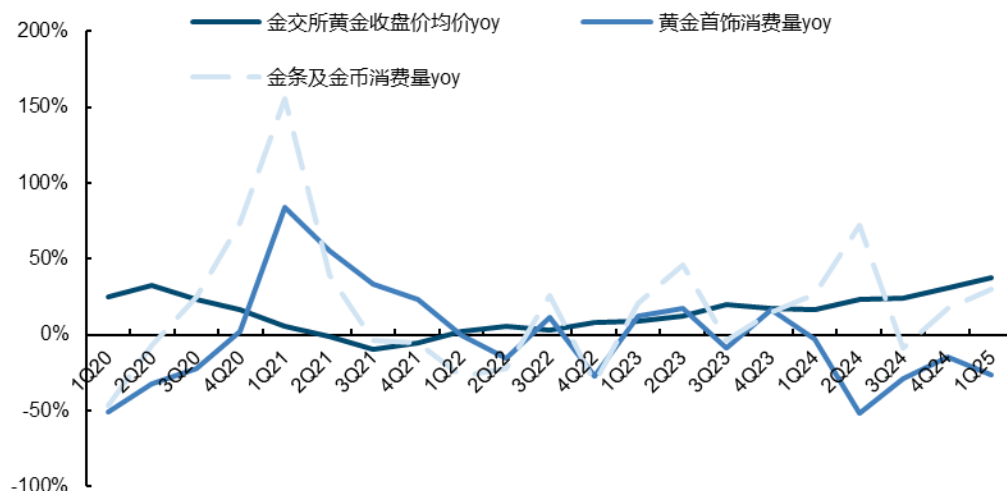
受高金价抑制，24 年开始黄金首饰需求量持续疲软。具体分量价看：

价：金价牛市始于 22 年，22-24 年沪金 Au9999 收盘价均价同比+5%/+15%/+24%，1Q24-1Q25 沪金 Au9999 收盘价均价分别同比+16%/+23%/+24%/+31%/+37%，增速逐季提升。

量：据中国黄金协会，23/24 年黄金首饰消费量同比+8%/-24.7%。分季度看，1Q24-1Q25 黄金首饰消费量同比-3%/-52%/-29%/-15%/-27%。



图表11：受高金价抑制，24年来黄金首饰需求量持续疲软

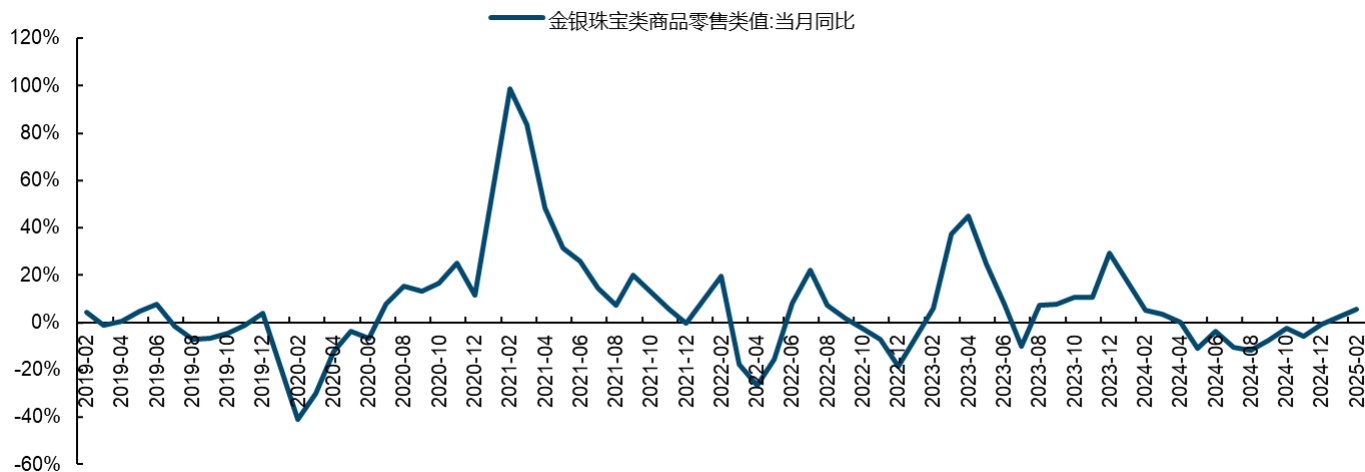


来源：iFind，中国黄金协会，国金证券研究所

行业端望触底改善，1Q25 金银珠宝类社零高基数下同比转正。自 24 年 4 月来受高金价压制，行业整体动销走弱、销量下降，Q3 逐步触底、Q4 降幅收窄；进入 25 年，Q1 社零高基数下同比转正，Q2 步入低基数预计同比表现变好。

一口价产品因调价频率较金价相对滞后，特别在金价急涨时性价比凸显，若再叠加节日旺季，往往刺激消费者抢购热情（销量提升）。古法金、硬足金和小克重金饰更为紧俏，黄金与其他材质结合的产品受年轻消费者喜爱。

图表12：金银珠宝类社零同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

19-20 年、23 年至今金价走出较长时间的持续上涨行情。2019-2020 年先后受英国无序脱欧、全球经贸摩擦加剧、美联储降息预期、特殊事件冲击等一系列事件影响，金价持续上涨；2021 年，市场多空方向受到美国通胀预期、美国经济复苏、美联储货币政策走向以及疫苗推广和病毒变异等各种消息的冲击而不断切换，全年呈现阶段性行情特征，总体趋势性较弱；1Q22 受俄乌冲突影响再次冲高，2Q22 受美联储鹰派货币政策推动美元指数和美债收益率上涨影响金价回落，4Q22 美联储加息周期放缓、金价再度反弹；2023 年在世界经济复苏乏力、地缘政治冲突加剧等外部因素影响下，黄金价格持续上涨；24 年美联储降息预期、各经济体央行持续购金等，金价多次创历史新高；25 年中美欧关税战升级、美元信用体系弱化、地缘政治张力加剧下金价上涨加速，我们预计全球经济格局重构背景下金价中长期呈上涨态势。



图表13：2015年至今金价走势

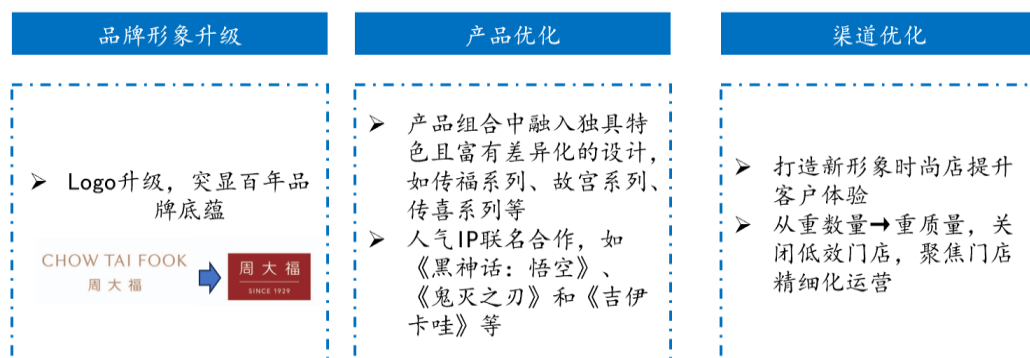


来源：同花顺，上海黄金交易所，国金证券研究所

2.2、公司：品牌转型、向“新”而生

面对消费需求分化、金价持续走高以及年轻群体审美迁移，公司成立 95 周年之际（2024 年）开启品牌转型。

图表14：成立 95 周年之际开启品牌转型



来源：公司官网，国金证券研究所

3、产品优化，一口价黄金占比提升，望持续拉升毛利率

3.1、行业趋势：硬金/古法金/小克重金饰逆势展现高景气

工艺进步使得黄金饰品更具美观性和功能性，增强消费属性。古法黄金制作工艺历史源远流长，最早可以追溯到商周时期，在历史发展中逐渐形成了独特的制作工艺。



图表15：不同类型的黄金工艺特点

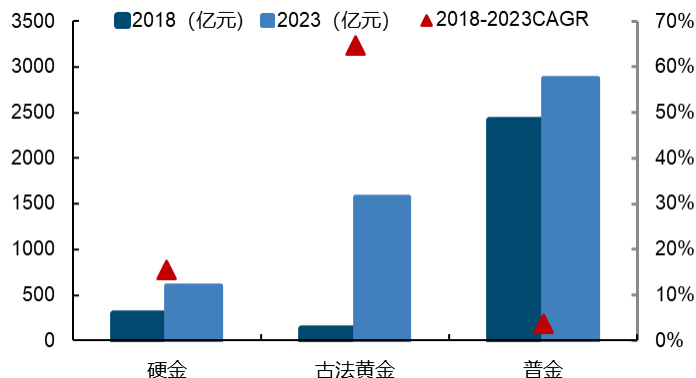
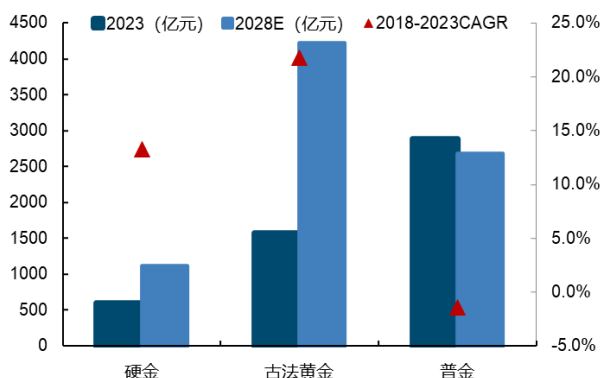
	普通黄金	3D硬金	5D硬金	5G黄金	古法黄金
工艺	基础工艺	电铸	无氰电铸	电铸+触媒加硬	手工
时间	从古至今	2014年	2014年	2019年	从古至今，2017年广泛应用
特点	工费低、造型局限、硬度较低、易磨损	硬度高（普通足金4倍），怕扎，难修复	更硬更亮、工费更高	款式花样多、更精致、工艺复杂，高硬度	哑光质感、不易刮花、工艺复杂

来源：上海黄金饰品行业协会，国金证券研究所

主流消费群体年轻化&消费者偏好升级，古法黄金凭借吉祥文化意义和美学设计备受青睐、销售持续高景气。据沙利文数据，我国古法黄金珠宝市场规模由2018年的130亿元大幅增长至2023年的1573亿元，复合增速为64.6%，显著优于其他足金珠宝（同期普通黄金珠宝、硬金珠宝复合增速分别为3.6%/15.5%）。同时，预计2023-2028年古法黄金市场景气度延续、复合增速21.8%（同期普通黄金珠宝、硬金珠宝复合增速预计分别为-1.4%/13.3%），至2028年市场规模增至4214亿元。

图表16：预计2023-2028年我国古法黄金/硬金市场规模复合增速21.8%/13.3%

图表17：18-23年我国古法金/硬金市场规模复合增速为64.6%/15.5%



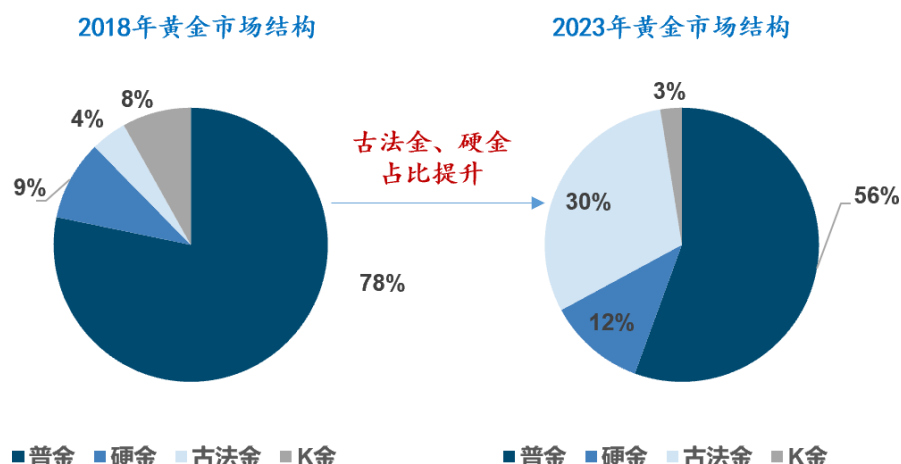
来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，沙利文，国金证券研究所

来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，沙利文，国金证券研究所

硬金/古法金表现突出。据沙利文数据，古法金市场规模占我国足金珠宝市场的比例由2018年的4%提升至30%，硬金市场规模占我国足金珠宝市场的比例由9%提升至12%。



图表18：古法金、硬金占比提升



来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，沙利文，国金证券研究所

3.2、公司：差异化产品美学基因构筑壁垒

公司拥有差异化且底蕴深厚的产品美学基因，擅长融合现代设计、匠心工艺、传统文化，早于 2017 年就率先推出传承系列引领古法金赛道，2024 年来陆续打造传福、故宫系列，取得超预期销售表现；通过与《黑神话：悟空》、《鬼灭之刃》和《吉伊卡哇 Chiikawa》等人气 IP 联名合作，吸引年轻消费群体。

传承系列引领古法金赛道。传承系列是周大福致敬中国黄金传统工艺及中华文化的黄金产品系列，融合现代美学、传统工艺与中国文化，于 2017 年首次亮相（推出经典传承系列产品），并陆续推出国玉传承、如来敦煌传承、故宫传承、韩美林艺术传承、盛世华彩传承、藏韵传承、国韵传承等系列产品，持续受到消费者青睐，FY20-FY22 财年传承系列占内地黄金产品零售值的比例由 32.2% 提升至 42.1%，FY23 该比例约 40%，FY24 传承系列零售值同比增长约 20%。

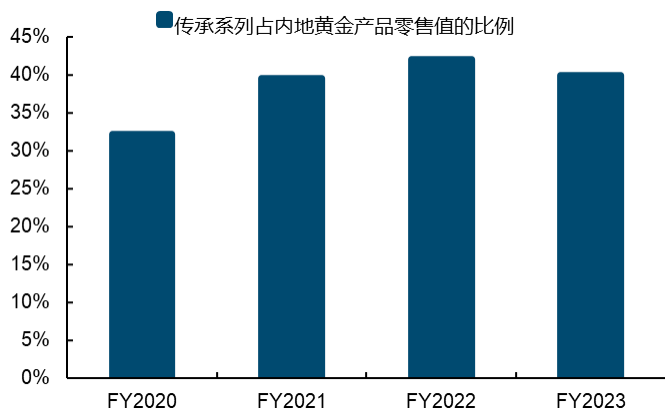
传福系列灵感源自热情的红色色调和“福”字的吉祥象征，充分揉合了中华文化、创意和精湛工艺，并用上天然美钻、珍珠、鑲彩及黄金等材质，出自华裔国际珠宝设计师刘孝鹏之手（曾担任过 Tiffany 的设计总监），于 2024 年 4 月推出。

传喜系列，承继传福系列中“福”字的文化叙事，以“喜”为主角，融合“锁”这一意象中的平安与守护，以及象征吉祥的葫芦等，于 2025 年 4 月推出。

联名策略上，周大福的合作对象愈发多元化，包括知名艺术家、宝石学家、设计师以及人气 IP。周大福故宫系列将历史故事转化为适合日常穿戴的艺术品，于 24 年 8 月推出；通过与《黑神话：悟空》、《鬼灭之刃》和《吉伊卡哇 Chiikawa》等人气 IP 联乘合作，进一步丰富产品组合，其中《黑神话：悟空》系列在吸引男性顾客方面表现尤为出色。

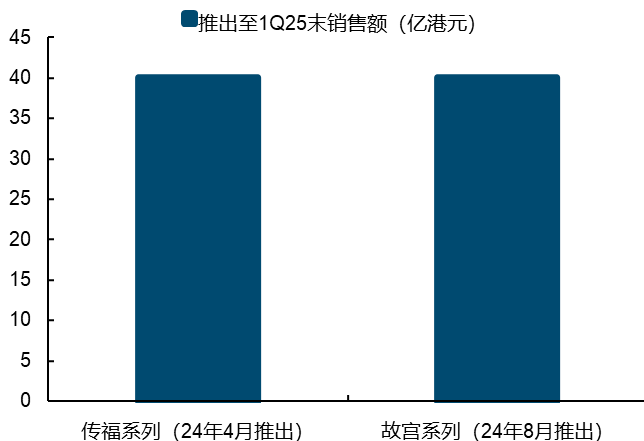


图表19：周大福传承系列持续受到消费者青睐



来源：公司公告，国金证券研究所

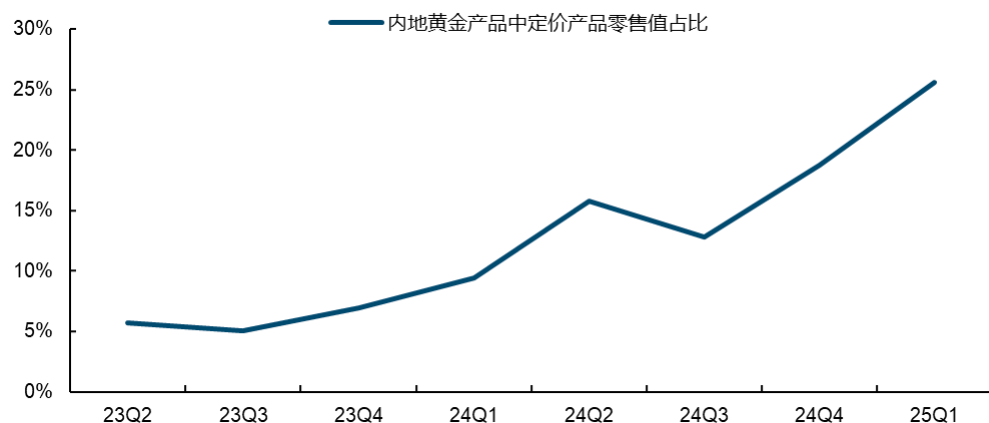
图表20：25 财年传福系列、故宫系列销售额均达到约 40 亿港元



来源：公司公告，国金证券研究所

产品战略重点从按重量计价黄金转向定价黄金产品，25 财年新品传福系列、故宫系列销售额均达到约 40 亿港元，超额完成年度销售目标，内地黄金首饰及产品类别中定价产品的零售值占比由 23Q3 的 5% 提升至 25Q1 的 25.6%。

图表21：内地定价黄金产品占比提升超预期



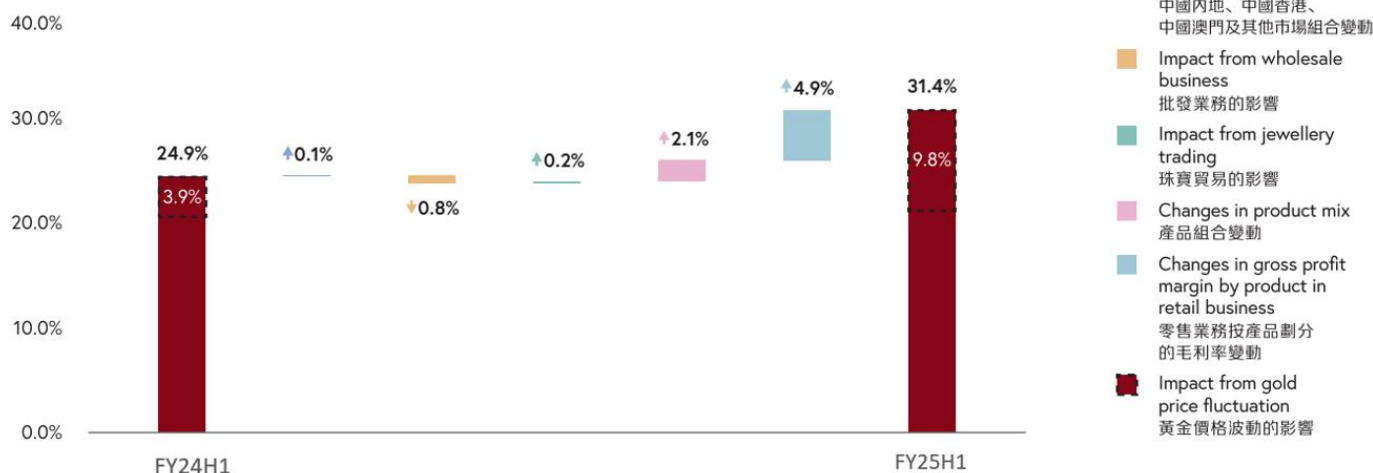
来源：公司公告，国金证券研究所

金价飙升使零售产品毛利率改善，叠加定价黄金产品贡献增多，FY25H1 公司毛利率同比提升 6.5pct 至 31.4%，我们预计毛利率较高的定价产品占比提升望持续带来毛利率优化。



图表22：毛利率变动分析

Movements in gross profit margin *
毛利率變動 *

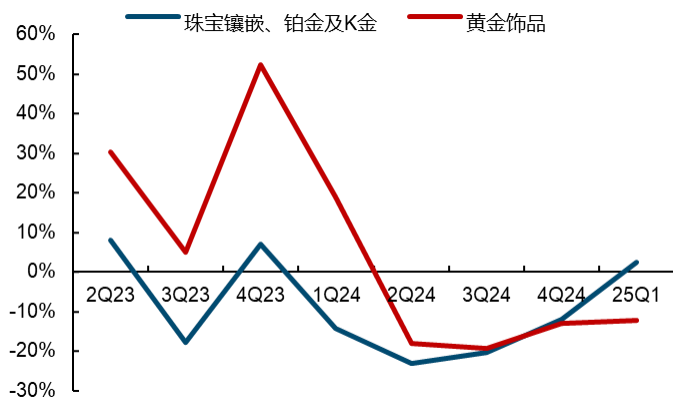
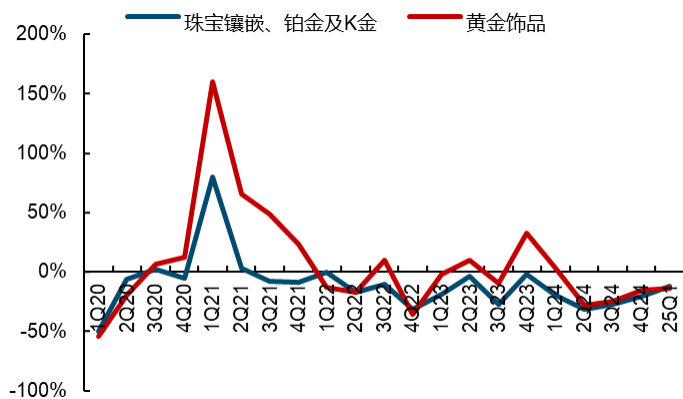


来源：公司公告，国金证券研究所

受益定价黄金产品销量亮眼，公司内地市场黄金饰品同店以及零售值降幅自 2024 来逐季收窄。2024-1Q25 内地市场黄金饰品同店分别同比-12.9%/-24.7%/-15.3%/-13.8%，零售值分别同比-18%/-19.3%/-13%/-12.3%。

图表23：内地市场黄金饰品同店降幅自 2024 来逐季收窄

图表24：内地黄金饰品零售值降幅自 2024 来逐季收窄



来源：公司公告，国金证券研究所

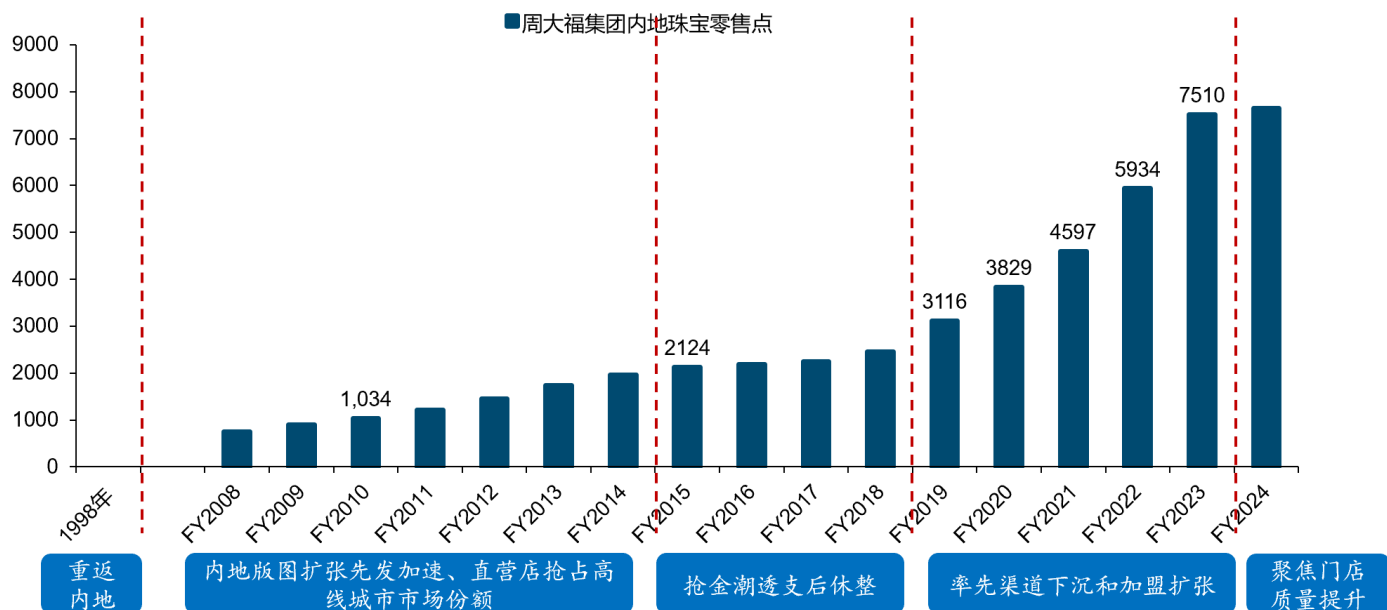
来源：公司公告，国金证券研究所

4、渠道：从快速扩张转向门店精细化运营与门店升级

复盘公司在内地市场的渠道策略，主要经历“重返内地珠宝市场——内地版图扩张先发加速、直营店抢占高线城市市场份额——抢金潮透支后休整——率先渠道下沉和加盟扩张——聚焦门店质量提升”几个阶段，多次布局调整展现前瞻性。



图表25：复盘公司在内地市场的渠道策略，多次布局调整展现前瞻性（单位：家）

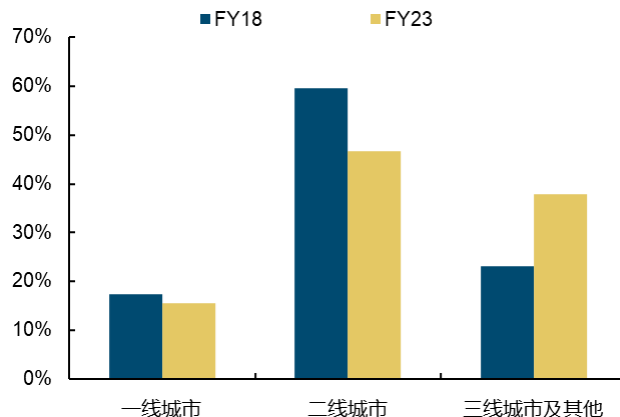
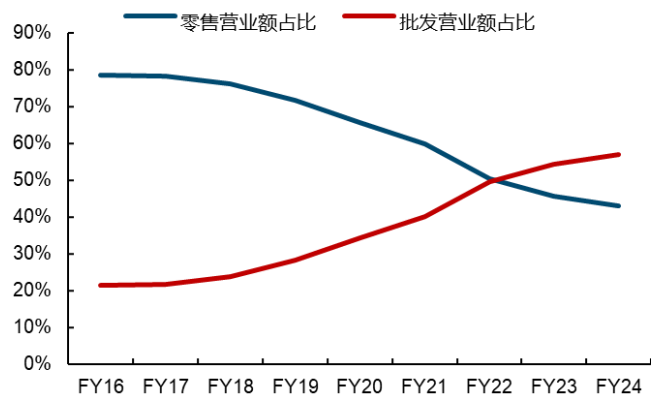


来源：公司公告，国金证券研究所

FY19-FY23 聚焦跑马圈地。从 2018 年开始，周大福率先渠道下沉和加盟扩张，陆续启动“新城镇计划”和推出“省代”政策。2021 年提出未来三年周大福珠宝的内地门店要由 4500 家增至 7000 家目标，FY22/FY23 开店 1361/1631 家、合计 2992 家（提前完成开店目标），其中三线及三线以下城市分别开店 720/709 家、合计 1429 家，FY18-FY23 批发业务占内地营业额的比例由 23.7% 提升至 54.4%，三线城市及其他零售值占周大福珠宝内地零售值的比例由 23% 提升至 37.8%。

图表26：FY18-FY23 批发业务占内地营业额的比例由 23.7% 提升至 54.4%

图表27：周大福珠宝内地零售点按城市级别划分的零售值占比



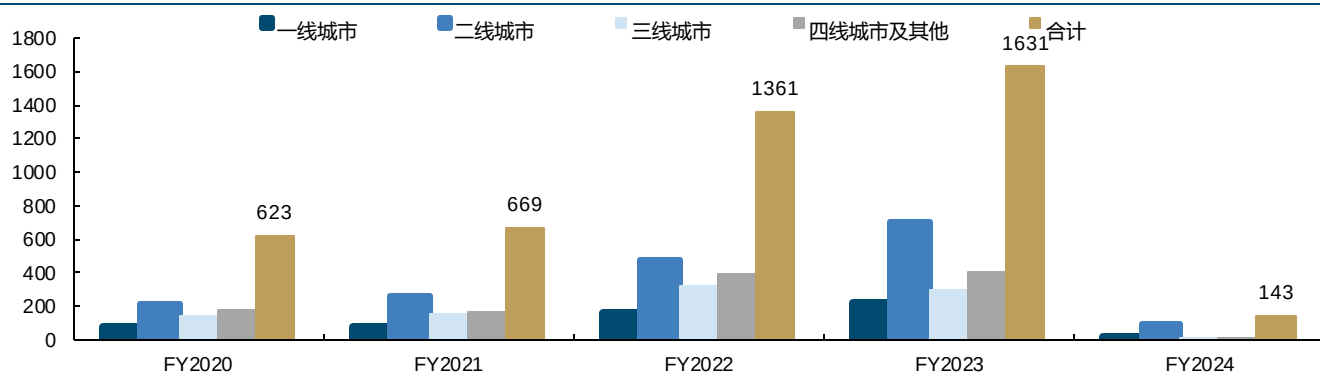
来源：公司公告，国金证券研究所（注：零售营业额包括直营零售点、

来源：公司公告，国金证券研究所

电子商务及其他直接渠道的销售额，批发营业额包括加盟商销售货品及向加盟商提供服务的收入）



图表28：周大福珠宝中国内地开店情况（单位：家）



来源：公司公告，国金证券研究所

FY24 财年来聚焦门店质量提升。FY24 开店速度放缓，FY25 门店调整、内地周大福珠宝净关 896 家低效门店至 6274 家 (FY25Q4 净关 395 家)，其中加盟门店 4712 家、占比 75.1%。同时，打造新形象店、FY25 末门店数量达到 5 家，凭借新升级的店铺形象、重新定位的零售体验，新形象店表现出优于平均同店水平的店效。

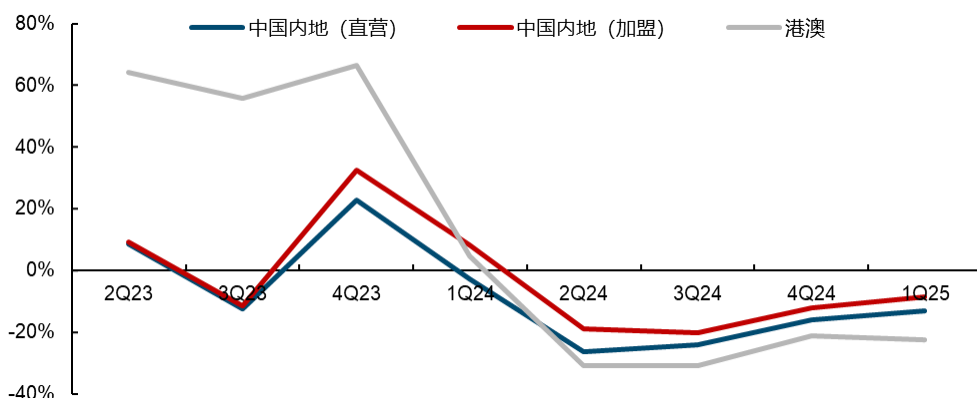
图表29：周大福珠宝新形象店以专属“周大福红”为主色调+“博物馆式”陈列



来源：公司公告，国金证券研究所

4Q24 内地同店初现降幅明显收窄、25Q1 趋势延续，展望 26 财年，受益产品优化与门店精细化运营，同店表现将持续改善。公司 2Q24-1Q25 内地直营同店同比-26.4%/-24.3%/-16.1%/-13.2%，内地加盟同店同比-19.1%/-20.3%/-12.3%/-8.7%。

图表30：4Q24 内地同店初现降幅收窄、25Q1 趋势延续



来源：公司公告，国金证券研究所



5、盈利预测与可比估值

5.1、盈利预测

■ 收入端

我们预计 FY2025-FY2027 营收 875.7/904.2/963.2 亿港元、同比-19.5%/+3.3%/+6.5%，具体看：

➢ 内地市场

FY25 黄金消费需求受高金价抑制，公司开始品牌转型，关闭低效门店，聚焦产品优化及单店经营质量提升，预计内地市场收入同比-17.9%至 736.5 亿港元，其中零售业务同比-18.8%至 313.3 亿港元、批发业务同比-17%至 423.3 亿港元。

凭借近百年积累的深厚的产品美学基因，持续打造独特、创新的产品组合（如 FY26 财年初推出传喜系列），FY25 财年推出的故宫和传福系列销售延续强劲，产品优化拉动同店表现改善，叠加关店节奏逐步放缓，FY26-27 内地市场收入逐步恢复，预计 FY26-27 内地市场收入 778/832 亿港元、同比+5.6%/+6.9%，零售业务收入 324.2/341.1 亿港元、同比+3.5%/+5.2%，批发业务收入 453.7/490.9 亿港元、同比+7.2%/+8.2%。

➢ 港澳及其他

受内地游客消费模式及喜好转变影响，同店表现承压，预计 FY25 港澳及其他市场收入 139.1 亿港元、同比-26.8%；随具备差异化产品组合持续推出，拓展旅游零售市场，预计港澳及其他市场同店表现改善，预计 FY26-27 港澳及其他市场收入 126.3/131.1 亿港元、同比-9.2%/+3.9%。

■ 毛利端

FY25 财年起将黄金借贷重估收益或亏损由销售成本重新分类为其他收益及亏损，FY25H1 其他收益及亏损主要指因金价持续飙升而导致黄金借贷的公允值亏损 3135 百万港元。

毛利更高的定价黄金首饰及产品占比提升、叠加金价上行背景下零售毛利率改善，FY25H1 毛利率同比+6.5pct 至 31.4%，据公司公告，FY25Q1-Q4 内地黄金产品中定价产品占比分别为 15.8%/12.8%/18.7%/25.6%、下半财年占比进一步提升支撑毛利率韧性，预计 FY25 公司毛利率 32.3%、同比+9.5PCT；随定价产品占比持续提升，毛利率延续改善趋势，预计 FY26/FY27 毛利率为 32.7%/33.2%。

■ 费用端

FY25 财年受终端动销疲软影响收入下降，但费用呈刚性，预计费用率提升，FY25 财年销售/管理费用率 11.1%/4.3%、同比提升。FY25 财年开启品牌转型，更关注盈利质量、提升运营效率，随品牌转型显效，收入端逐步修复，预计费用率 FY26-F27 呈下降趋势，其中预计 FY26-F27 销售费用率为 11%/10.8%、管理费用率为 4.2%/4.1%。

综上，我们预计 FY2025-FY2027 归母净利润 57.74/68.36/78.36 亿港元、同比-11.15%/+18.38%/+14.63%。

图表31：收入拆分（单位：亿港元）

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总收入	989.4	946.8	1087.1	875.7	904.2	963.2
yoy	41.0%	-4.3%	14.8%	-19.5%	3.3%	6.5%
经调整毛利	231.7	224.0	247.7	282.5	296.0	319.4
经调整毛利率	23.4%	23.7%	22.8%	32.3%	32.7%	33.2%
内地	869.3	816.2	897.0	736.5	778.0	832.0
yoy	45.6%	-6.1%	9.9%	-17.9%	5.6%	6.9%
占比	87.9%	86.2%	82.5%	84.1%	86.0%	86.4%
经调整毛利	200.9	190.4	201.4	236.4	253.6	274.6
经调整毛利率	20.3%	20.1%	18.5%	32.1%	32.60%	33%
零售	437.9	372.3	385.8	313.3	324.2	341.1
yoy	22.6%	-15.0%	3.6%	-18.8%	3.5%	5.20%



占比	44.3%	39.3%	35.5%	35.8%	35.9%	35.4%
批发	431.4	443.9	511.2	423.3	453.7	490.9
yoy	79.9%	2.9%	15.1%	-17%	7.2%	8.20%
占比	43.6%	46.9%	47.0%	48.3%	50.2%	51.0%
港澳及其他	120.1	130.6	190.2	139.1	126.3	131.1
yoy	15%	9%	46%	-26.8%	-9.2%	3.9%
占比	12%	14%	17%	16%	14%	14%
经调整毛利	30.8	33.6	46.4	46.1	42.4	44.9
经调整毛利率	25.7%	25.7%	24.4%	33.10%	33.60%	34.20%
零售	101.1	115.7	162.4	117.9	106.1	109.9
yoy	11%	14%	40%	-27.4%	-10%	3.60%
占比	10%	12%	15%	13%	12%	11%
批发	18.9	15.0	27.8	21.2	20.2	21.2
yoy	41%	-21%	86%	-23.5%	-5%	5.20%
占比	2%	2%	3%	2%	2%	2%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：经调整后的毛利率（非按国际财务报告准则计算），扣除了黄金借贷的未变现亏损（收益）的影响。正文中毛利率均指剔除黄金借贷影响的经调整毛利率。

图表32：公司费用拆分

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
毛利率	23.4%	23.7%	22.8%	32.3%	32.7%	33.2%
销售费用率	10.6%	10.5%	8.8%	11.1%	11.0%	10.8%
管理费用率	3.5%	3.9%	3.5%	4.3%	4.2%	4.1%
归母净利润（百万港元）	6712	5384	6499	5774	6836	7836
yoy	11%	-20%	21%	-11%	18%	15%
归母净利率	6.8%	5.7%	6.0%	6.6%	7.6%	8.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2、可比估值

公司系黄金珠宝龙头，选择黄金珠宝公司老凤祥、周大生、潮宏基、菜百股份、中国黄金、老铺黄金为可比公司。预计 FY2025-FY2027 归母净利润 57.74/68.36/78.36 亿港元、同比 -11.15%/+18.38%/+14.63%、对应当前 PE 为 18.4/15.5/13.5 倍。考虑到公司拥有深厚的产品美学基因和品牌底蕴，产品优化&门店经营提质驱动高质发展，看好同店表现&盈利改善，给予 26 财年 20 倍 PE，目标股价 13.69 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。


图表33：可比公司估值

市场	公司	市值（亿元）	归母净利润				PE			24-26年 CAGR
			23A	24A	25E	26E	24A	25E	26E	
A股	老凤祥	212	22.1	19.5	18.0	19.7	11	12	11	0%
	周大生	143	13.2	10.1	10.9	12.3	14	13	12	10%
	潮宏基	88	3.3	1.9	4.8	5.8	45	18	15	73%
	菜百股份	112	7.1	7.2	7.9	8.7	16	14	13	10%
	中国黄金	140	9.7	8.2	9.8	10.9	17	14	13	15%
	均值	-	-	-	-	-	21	14	13	-
港股	老铺黄金	1075	4.2	14.7	31.5	46.3	73	34	23	77%
公司	周大福	1061	65.0	57.7	68.4	78.4	18	16	14	16%

来源：同花顺，国金证券研究所（注：1）周大生、潮宏基、老铺黄金归母净利润取国金证券预测，老凤祥、菜百股份、中国黄金取同花顺一致预期；2）表格中周大福 24A 归母净利润系 FY25 归母净利润，25-26E 分别对应 FY26、FY27；3）周大福归母净利润、市值单位为亿港元，其他公司为亿人民币元；4）股价更新至 2025 年 5 月 7 日）

6、风险提示

市场竞争加剧：公司作为珠宝首饰行业的龙头企业，面临着来自国内外其他珠宝首饰企业的激烈竞争。竞争对手可能通过价格战、产品创新等方式来争夺市场份额，从而对公司业绩产生不利影响。其中古法黄金 18-24 年展现高景气度且毛利率相对普通黄金更高，若竞争加剧，或导致古法金毛利率下降。

金价波动风险：黄金为周大福产品的主要原材料，黄金价格的波动可能会影响公司的采购成本和产品售价，若金价大幅下跌、毛利率预测存在下调的风险，从而对公司的盈利能力产生不利影响。

终端动销表现不及预期：黄金珠宝购买受经济环境、金价走势、审美趋势等多重因素影响，若终端动销疲软或将影响公司同店表现，从而影响业绩。



附录：三张报表预测摘要

损益表(港币 百万)

	FY22A	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
主营业务收入	98,938	94,684	108,713	87,566	90,425	96,318
增长率	41.0%	-4.3%	14.8%	-19.5%	3.3%	6.5%
主营业务成本	76,598	73,513	86,428	59,318	60,820	64,376
%销售收入	77.4%	77.6%	79.5%	67.7%	67.3%	66.8%
毛利	22,340	21,172	22,285	28,248	29,605	31,942
%销售收入	22.6%	22.4%	20.5%	32.3%	32.7%	33.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	10,522	9,974	9,513	9,720	9,947	10,402
%销售收入	10.6%	10.5%	8.8%	11.1%	11.0%	10.8%
管理费用	3,442	3,721	3,787	3,765	3,798	3,949
%销售收入	3.5%	3.9%	3.5%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	9,197	7,731	9,177	8,232	9,650	10,956
%销售收入	9.3%	8.2%	8.4%	9.4%	10.7%	11.4%
财务费用	214	284	448	471	443	402
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
投资收益	6	0	-20	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	8,626	7,763	9,231	15,063	16,160	17,891
营业利润率	8.7%	8.2%	8.5%	17.2%	17.9%	18.6%
营业外收支						
税前利润	8,983	7,447	8,728	7,761	9,207	10,554
利润率	9.1%	7.9%	8.0%	8.9%	10.2%	11.0%
所得税	2,103	1,957	2,121	1,940	2,302	2,638
所得税率	23.4%	26.3%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	6,880	5,490	6,607	5,821	6,905	7,915
少数股东损益	168	105	108	47	69	79
归属于母公司的净利润	6,712	5,384	6,499	5,774	6,836	7,836
净利率	6.8%	5.7%	6.0%	6.6%	7.6%	8.1%

现金流量表(港币 百万)

	FY22A	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	6,712	5,384	6,499	5,774	6,836	7,836
少数股东损益	168	105	108	47	69	79
非现金支出	1,149	1,819	4,341	7,825	7,515	7,980
非经营收益						
营运资金变动	4,051	643	711	-4,023	-756	-2,412
经营活动现金净流	13,938	10,066	13,836	10,062	14,065	13,644
资本开支	-1,531	-1,982	-963	-600	-550	-700
投资	-49	-73	36	-100	-20	-20
其他	122	273	211	-7,351	-6,511	-6,935
投资活动现金净流	-1,458	-1,782	-717	-8,051	-7,081	-7,655
股权募资	0	0	-135	0	0	0
债权募资	1,170	-5,087	-3,507	500	1,000	1,000
其他	-4,963	-5,618	-13,188	-948	-936	-966
筹资活动现金净流	-3,793	-10,705	-16,830	-448	64	34
现金净流量	8,910	-3,247	-4,000	1,574	7,058	6,033

资产负债表(港币 百万)

	FY22A	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
货币资金	14,942	11,695	7,695	9,269	16,327	22,360
应收款项	4,911	6,241	6,838	8,630	8,912	9,493
存货	57,254	59,290	64,647	67,721	69,267	73,317
其他流动资产	1,018	41	2	2	2	2
流动资产	78,126	77,267	79,182	85,622	94,508	105,172
%总资产	89.0%	88.5%	89.2%	89.3%	90.1%	90.6%
长期投资	78	70	50	50	50	50
固定资产	5,039	5,144	4,527	4,590	4,625	4,990
%总资产	5.7%	5.9%	5.1%	4.8%	4.4%	4.3%
无形资产	1,219	1,211	1,281	1,331	1,377	1,472
非流动资产	9,612	10,074	9,637	10,274	10,375	10,855
%总资产	11.0%	11.5%	10.8%	10.7%	9.9%	9.4%
资产总计	87,737	87,341	88,819	95,896	104,883	116,026
短期借款	22,996	19,452	25,281	27,781	28,781	29,781
应付款项	1,155	993	1,041	1,120	1,149	1,216
其他流动负债	25,478	30,577	31,198	31,962	33,005	35,156
流动负债	49,629	51,022	57,520	60,863	62,935	66,153
长期贷款	1,789	1,488	3,342	1,342	1,342	1,342
其他长期负债	1,764	1,471	1,211	1,114	1,114	1,114
负债	53,183	53,981	62,073	63,320	65,392	68,610
普通股股东权益	33,619	32,397	25,715	31,499	38,345	46,191
其中：股本	10,000	10,000	9,988	9,988	9,988	9,988
未分配利润	22,705	23,142	17,036	22,821	29,666	37,512
少数股东权益	935	962	1,031	1,077	1,146	1,225
负债股东权益合计	87,737	87,341	88,819	95,896	104,883	116,026

比率分析

	FY22A	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
每股指标						
每股收益	0.67	0.54	0.65	0.58	0.68	0.78
每股净资产	3.36	3.24	2.57	3.15	3.84	4.62
每股经营现金净流	1.39	1.01	1.39	1.01	1.41	1.37
每股股利	0.50	1.22	0.55	0.50	0.55	0.60
回报率						
净资产收益率	19.97%	16.62%	25.27%	18.33%	17.83%	16.96%
总资产收益率	7.65%	6.16%	7.32%	6.02%	6.52%	6.75%
投入资本收益率	11.87%	10.50%	12.55%	10.01%	10.40%	10.46%
增长率						
主营业务收入增长率	41.01%	-4.30%	14.82%	-19.45%	3.26%	6.52%
EBIT 增长率	6.57%	-15.94%	18.70%	-10.29%	17.21%	13.54%
净利润增长率	11.38%	-19.78%	20.71%	-11.15%	18.38%	14.63%
总资产增长率	36.43%	-0.45%	1.69%	7.97%	9.37%	10.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	10.0	10.1	16.0	19.7	19.4
存货周转天数	235.6	285.4	258.1	401.7	405.4	398.7
应付账款周转天数	4.6	5.3	4.2	6.6	6.7	6.6
固定资产周转天数	17.6	19.4	16.0	18.7	18.3	18.0
偿债能力						
净负债/股东权益	33.59%	32.12%	82.78%	64.37%	37.76%	20.83%
EBIT 利息保障倍数	27.2	13.2	13.0	8.7	10.3	11.3
资产负债率	60.62%	61.80%	69.89%	66.03%	62.35%	59.13%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究