

周大福 (01929.HK)

产品结构优化效果显著，FY2025 经营利润增长 10%

公司 FY2025 营收同比下降 18%，经营利润同比增长 10%，利润率改善明显。公司披露 FY2025 年报，由于消费环境波动以及金价高企，公司营收同比下降 17.5%至 896.56 亿港元，与此同时受益于产品结构优化以及金价上行带来的收益，公司经营利润率同比提升 4pcts 至 16.4%，经营利润同比增长 9.8%至 147.46 亿港元，整体表现优异，综合考虑黄金借贷公允价值变动的影响后，归母净利润同比下降 9%至 59.16 亿港元。董事会建议派发末期股息每股 0.32 港元，全年股息每股共 0.52 港元，2025 财政年度全年派息率约为 87.8%。

内地：FY2025 内地营收下降 17%，公司持续优化渠道网络，同时推动产品力提升。 FY2025 中国内地营收同比下降 16.9%至 745.56 亿港元，其中零售/批发渠道营收同比-16%/-17.5%。

➤ **渠道端：FY2025 呈现净关店态势，聚焦单店运营。** 截止期末公司于中国内地拥有 6274 家周大福珠宝零售点（75%为加盟店），较财年年初净关 896 家门店，期内面对终端需求的波动，公司加大关店力度以优化零售网络，同时新开优质门店，根据公司披露，期内店龄不足两年的店铺平均单店销售额约占内地整体同店销售额的 89%，为近年来的最高水平。展望 FY2026，我们预计公司仍将保持相对谨慎的渠道运营思路，门店数量或仍有减少（但关店力度对比 FY2025 有望大幅减弱），与此同时新开高质量门店以及形象店，提升零售效率。

➤ **产品端：定价黄金销售收入翻倍增长，带动公司利润率改善。** FY2025 公司定价黄金首饰及产品销售收入大幅增长 105.5%，营收占比提升 8.8pcts 至 14.6%，对比之下按照克重计价的黄金首饰及产品收入下降 29.4%，营收占比下降 10pcts 至 66.2%。期内公司优化产品定价策略，推出周大福传福、周大福故宫等差异化产品系列（期内传福、故宫系列销售均达到 40 亿港元），获得顾客青睐，实现强劲的销售增长表现。同时我们判断高附加值的定价黄金销售占比的提升，有利于带动公司毛利率和经营利润率改善。

港澳及其他地区：FY2025 港澳及其他地区营收同比下降 20.6%，公司加大海外市场拓展力度。 FY2025 公司港澳以及其他地区营收同比下降 20.6%至 151 亿港元，期内由于宏观经济环境波动、内地游客消费喜好和模式变动影响，港澳地区线下销售承压，与此同时随着全新品牌网站的推出以及重点产品 IP 的带动，期内港澳线上 RSV 同比增长 91%，增速亮眼。在港澳之外，公司策略性地在东南亚以及亚洲之外的市场进行拓展，FY2025 其他市场 RSV 同比增长 9.4%。

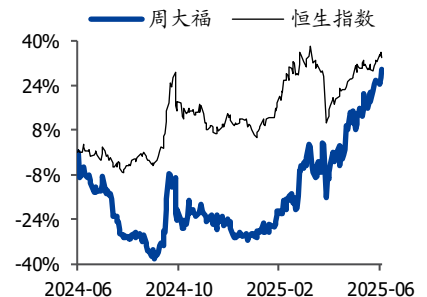
我们预计公司 FY2026 营收增长 4%，经营利润略降 1%。 **1) 收入层面：** 根据公司披露 4~5 月内地同店销售降幅收窄趋势延续，全年来看受益于产品结构的优化，公司终端改善态势有望持续，当前我们预计公司全年营收增长 4%左右。**2) 业绩层面：** 我们判断 FY2025 金价的大幅上涨对黄金产品利润率有一定的帮助，展望 FY2026 随着金价走势趋稳，公司经营利润率同比或有所下降，当前我们预计 FY2026

买入（维持）

股票信息

行业	饰品
前次评级	买入
06 月 12 日收盘价（港元）	12.28
总市值（百万港元）	122,649.41
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）	16.09

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

- 1、《周大福 (01929.HK)：Q4 销售降幅继续收窄，定价产品销售优异》 2025-04-25
- 2、《周大福 (01929.HK)：FY2025Q3 零售降幅收窄，定价黄金销售优异》 2025-02-11
- 3、《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

公司经营利润同比下降 1%至 145.5 亿港元，综合考虑黄金借贷的影响后，我们预计公司 FY2026 归母净利润同比增长 28%至 75 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，我们预计公司 FY2026-2028 归母净利润为 75.46/85.32/95.30 亿港元，对应 FY2026PE 为 16 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万港元)	108,713	89,656	93,356	101,023	109,105
增长率 YoY(%)	14.8	-17.5	4.1	8.2	8.0
净利润(百万港元)	6,499	5,916	7,546	8,532	9,530
增长率 YoY(%)	20.7	-9.0	27.6	13.1	11.7
EPS(港元)	0.65	0.59	0.76	0.85	0.95
净资产收益率(%)	24.7	21.9	26.3	28.0	29.4
P/E(倍)	18.9	20.7	16.3	14.4	12.9
P/B(倍)	4.6	4.5	4.2	4.0	3.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 6 月 12 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万港元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	79182	67274	69505	73333	74525
现金	7695	7582	5807	12847	9506
应收账款及票据	2897	2189	2479	2572	2883
其他应收款	3942	2084	5385	2697	6031
衍生金融工具及短投	0	0	0	0	0
存货	64647	55417	55833	55215	56103
其他流动资产	2	2	2	2	2
非流动资产	9637	9251	8779	8914	9007
权益性投资	50	29	29	29	29
固定资产	4527	3618	3747	3827	3860
无形资产	1281	1097	1042	987	932
其他非流动资产	3779	4508	3962	4071	4186
资产总计	88819	76524	78284	82247	83531
流动负债	57520	48128	47838	50059	49396
短期借款	25281	19692	19692	21423	21108
应付账款及票据	1041	1129	778	1299	935
其他流动负债	31198	27308	27368	27338	27353
非流动负债	4553	1003	1450	1380	1303
长期借款	3342	0	0	0	0
其他非流动负债	1211	1003	1450	1380	1303
负债合计	62073	49131	49288	51439	50699
股本	9988	9988	9988	9988	9988
股本溢价	5019	5370	5370	5370	5370
留存收益	10708	11070	12579	14286	16192
归属母公司股东权益	25715	26425	27935	29641	31547
少数股东权益	1031	968	1062	1167	1286
负债和股东权益	88819	76524	78284	82247	83531

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	13836	10255	8147	17162	9617
净利润	6499	5916	7639	8638	9648
折旧摊销	2285	2103	426	474	522
财务费用	522	479	358	327	308
投资损失	0	0	20	20	20
营运资金变动	711	-4338	-4297	3702	-4882
其他经营现金流	3819	6095	4000	4000	4000
投资活动现金流	-717	-402	-3975	-4630	-4635
资本支出	-963	-578	373	-96	-55
长期投资	36	3	-426	-474	-522
其他投资现金流	211	173	-3922	-4060	-4058
筹资活动现金流	-16695	-9877	-5948	-5492	-8324
短期借款	0	0	19692	21423	21108
长期借款	-3507	-4176	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-12538	-5114	-6037	-6826	-7624
其他筹资现金流	-651	-587	-19603	-20089	-21808
现金净增加额	-3576	-24	-1776	7041	-3342

利润表 (百万港元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	108713	89656	93356	101023	109105
营业成本	82671	63201	66750	72181	77923
其他收入	690	782	735	736	751
销售费用	9513	8697	8962	9597	10310
管理费用	3787	3794	3828	4142	4473
营业利润	13432	14746	14552	15839	17149
其他收益及亏损	-4088	-6275	-4000	-4000	-4000
财务费用净额	522	479	358	327	308
其他开支	74	54	77	73	70
投资净收益	-20	-20	-20	-20	-20
利润总额	8728	7917	10095	11418	12751
所得税	2121	1928	2456	2779	3103
净利润	6607	5989	7639	8638	9648
少数股东损益	108	73	94	106	118
归属母公司净利润	6499	5916	7546	8532	9530
EBITDA	11535	10499	10880	12219	13582
EPS (港元)	0.65	0.59	0.76	0.85	0.95

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	14.8	-17.5	4.1	8.2	8.0
营业利润(%)	63.6	9.8	-1.3	8.8	8.3
归属于母公司净利润(%)	20.7	-9.0	27.6	13.1	11.7
获利能力					
毛利率(%)	24.0	29.5	28.5	28.6	28.6
净利率(%)	6.0	6.6	8.1	8.4	8.7
ROE(%)	24.7	21.9	26.3	28.0	29.4
ROIC(%)	12.6	13.5	16.1	16.9	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	64.2	63.0	62.5	60.7
净负债比率(%)	203.3	151.7	150.0	125.3	125.5
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	35.6	35.3	40.0	40.0	40.0
应付账款周转率	81.3	58.2	70.0	69.5	69.8
每股指标 (港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.59	0.76	0.85	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.03	0.82	1.72	0.96
每股净资产(最新摊薄)	2.68	2.74	2.90	3.08	3.29
估值比率					
P/E	18.9	20.7	16.3	14.4	12.9
P/B	4.6	4.5	4.2	4.0	3.7
EV/EBITDA	2.0	1.3	1.5	0.9	1.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 6 月 12 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