

公司研究

经营利润率显著提升，同店跌幅进一步收窄

——周大福 (1929.HK) 2025 财年年报点评

要点

公司 FY2025 营收同比减少 17.5%，本公司股东应占溢利同比减少 9.0%

公司公布 2025 财年年报：FY2025 实现营业收入 896.56 亿港元，同比减少 17.5%；实现本公司股东应占溢利 59.16 亿港元，按固定汇率计算同比减少 9.0%。

同时，公司公布 2025 年 4 月 1 日至 5 月 31 日未经审核之主要经营数据：公司集团零售值同比下降 1.7%，其中：中国内地零售值同比下降 2.9%，中国香港、中国澳门及其他市场零售值同比增长 6.3%。

公司 FY2025 综合毛利率上升 5.5 个百分点，经营利润率上升 4.0 个百分点

FY2025 公司综合毛利率为 29.5%，同比上升 5.5 个百分点。公司毛利率提升主要是由于金价提升以及公司一口价产品占比提升。FY2025 公司销售及行政费用率为 13.9%，同比上升 1.7 个百分点，经营利润率达到 16.4%，同比上升 4.0 个百分点。公司 FY2025 销售及行政费用率的同比上升主要由于营收规模下降导致的规模效应减弱，FY2025 公司固定性开支占销售及行政费用比例由 FY2024 的 50% 上升至 55%。

FY2025 门店数量净减 905 家，转型战略表现良好

渠道方面，截至 2025 年 3 月 31 日，公司集团门店共计 6644 家（较 2024 年 3 月 31 日净减 905 家），其中：中国内地周大福珠宝品牌门店共计 6274 家（较 2024 年 3 月 31 日净减 896 家），中国香港及中国澳门及其他市场周大福珠宝品牌门店共计 149 家（较 2024 年 3 月 31 日净增 4 家）。

公司的转型战略在 FY2025 年初见成效。品牌方面，公司推出的差异化系列受到消费者欢迎，周大福传福系列、周大福故宫系列 FY2025 零售值均达到约 40 亿港元。同时公司通过联动的形式进一步扩大客群覆盖，推出与黑神话悟空、Chiikawa 等知名 IP 的合作。门店方面，公司在关闭表现欠佳门店的同时在香港、深圳、武汉、西安、上海等地开设新形象店，提供沉浸式消费体验。

上调盈利预测，维持“买入”评级

得益于产品结构调整和门店质量优化，公司内地同店表现持续改善，连续三个季度实现同店跌幅收窄。考虑到黄金零售的低基数及公司的调整起效，我们上调对公司 FY2026/FY2027 的本公司股东应占溢利的预测 11%/10% 至 69.24/77.34 亿港元，新增 FY2028 的预测 82.32 亿港元。公司转型战略初见成效，有望受益于消费者对黄金饰品需求的提升，维持“买入”评级。

风险提示：门店拓展不及预期，业内竞争加剧，金价波动加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万港元）	108,713	89,656	94,430	99,141	103,170
营业收入增长率	14.82%	-17.53%	5.32%	4.99%	4.06%
本公司股东应占溢利（百万港元）	6,499	5,916	6,924	7,734	8,232
本公司股东应占溢利增长率	20.71%	-8.98%	17.04%	11.70%	6.45%
EPS（港元）	0.65	0.59	0.69	0.77	0.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.27%	22.39%	24.96%	26.47%	26.75%
P/E	19	21	18	16	15
P/B	4.8	4.6	4.4	4.2	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，周大福财年截至日期为每年 3 月 31 日，股价时间为 2025-6-12

买入（维持）

当前价：12.28 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebsec.com

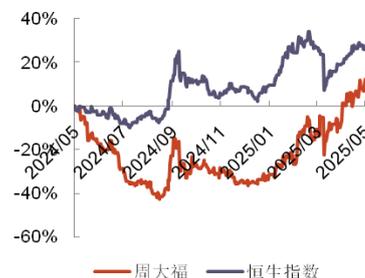
分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007
021-52523868
liangdanhui@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	99.88
总市值(亿港元)	1,226.49
一年最低/最高(港元)	6.43/12.46
近 3 月换手率	16.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.84	34.00	-2.89
绝对	17.85	36.44	29.81

资料来源：Wind

相关研报

毛利率提升幅度较大，产品系列持续优化——周大福 (1929.HK) 2025 财年半年报点评 (2024-11-27)

FY24 集团门店净增 136 家，期待同店数据转好——周大福 (1929.HK) 2024 财年年报点评 (2024-06-13)

1HFY24 集团门店净增 183 家，推出传承系列及钻石新品——周大福 (1929.HK) 2024 财年半年报点评 (2023-11-23)

表 1: 公司 2025 年 4 月 1 日至 5 月 31 日经营情况

	同比增长 (%)	占集团零售值比重 (%)
集团零售值	-1.7%	100%
中国内地零售值	-2.9%	86.5%
中国港澳及其他市场零售值	+6.3%	13.5%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 2: 公司 2025 年 4 月 1 日至 5 月 31 日同店经营情况

	中国内地	中国港澳
同店销售额增长 (%)	-2.7%	+1.3%
同店销量增长 (%)	-9.1%	-8.4%
珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰同店销售额增长 (%)	-7.4%	-3.0%
黄金珠宝首饰及产品同店销售额增长 (%)	+0.9%	+7.5%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万港元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	108,713	89,656	94,430	99,141	103,170
营业成本	86,428	63,201	67,511	70,829	73,656
折旧和摊销	2,285	2,285	1,814	1,535	1,355
销售费用	9,513	8,697	9,066	9,518	9,905
管理费用	3,787	3,794	3,901	4,096	4,263
财务费用	705	593	507	461	484
投资收益	183	114	335	380	403
营业利润	8,728	7,917	9,346	10,439	11,113
利润总额	8,728	7,917	9,346	10,439	11,113
所得税	2,121	1,928	2,337	2,610	2,778
净利润	6,607	5,989	7,010	7,829	8,334
少数股东损益	108	73	86	96	102
归属母公司净利润	6,499	5,916	6,924	7,734	8,232
EPS(港元)	0.65	0.59	0.69	0.77	0.82

现金流量表 (百万港元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	13,836	10,255	7,741	11,216	7,394
净利润	6,607	5,989	7,010	7,829	8,334
折旧及摊销	2,285	2,285	1,814	1,535	1,355
投资活动产生现金流	-717	-402	-850	-892	-929
资本支出	2,934	807	850	892	929
融资活动现金流	-16,830	-9,880	-1,057	-8,539	-5,530
借款净增加	7,785	-9,102	4,551	-2,275	1,138
净现金流	-3,711	-27	5,835	1,784	936

主要指标

盈利能力 (%)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
毛利率	20.5%	29.5%	28.5%	28.6%	28.6%
EBITDA 率	10.0%	11.3%	11.5%	11.7%	11.7%
EBIT 率	7.9%	8.7%	9.5%	10.1%	10.4%
税前净利润率	8.0%	8.8%	9.9%	10.5%	10.8%
归母净利润率	6.0%	6.6%	7.3%	7.8%	8.0%
ROA	7.4%	7.8%	8.6%	9.4%	9.6%
ROE (摊薄)	24.7%	21.9%	24.3%	25.8%	26.0%

偿债能力	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
资产负债率	70%	64%	65%	64%	63%
流动比率	1.38	1.40	1.48	1.50	1.53
速动比率	0.25	0.25	0.38	0.41	0.43
归母权益/有息债务	0.86	1.25	1.08	1.25	1.26
有形资产/有息债务	2.57	3.18	2.80	3.15	3.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万港元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总资产	88,819	76,524	81,357	83,389	86,643
现金及现金等价物	7,695	7,582	13,417	15,201	16,137
贸易及其他应收款项	6,825	4,243	5,666	5,750	6,190
应收联营公司款项	6	21	22	23	24
应收贷款	7	4	4	4	4
可收回税项	7	9	9	9	9
存货	64,647	55,417	54,769	55,519	57,775
流动资产合计	79,182	67,274	73,884	76,504	80,136
物业厂房及设备	4,527	3,618	2,913	2,424	2,089
使用权资产	1,782	1,569	1,354	1,241	1,186
投资物业	292	491	448	408	373
预付款项及已付按金	370	678	283	297	310
递延税项资产	961	1,250	831	872	908
其他无形资产	25	7	6	4	4
其他非流动资产	1,680	1,638	1,638	1,638	1,638
非流动资产合计	9,637	9,251	7,473	6,886	6,507
总负债	62,073	49,131	52,562	53,028	54,615
贸易及其他应付款项	30,530	26,610	25,654	28,332	28,726
银行贷款	794	3,825	2,309	3,067	2,688
租赁负债	650	618	634	626	630
应付附属公司非控股股东	154	221	221	221	221
应付税项	905	987	803	843	877
其他流动负债	24,488	15,867	20,177	18,022	19,100
流动负债合计	57,520	48,128	49,799	51,111	52,242
银行贷款	3,342	0	1,671	836	1,253
租赁负债	617	479	548	513.5	530.75
递延税项负债	349	292	307	323	336
其他非流动负债	245	232	237	246	253
非流动负债合计	4,553	1,003	2,763	1,917	2,373
股东权益	26,746	27,393	28,795	30,361	32,028
本公司股东应占权益	25,715	26,425	27,741	29,211	30,776
非控股权益	968	1,054	1,150	1,252	1,360

费用率 (%)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
销售费用率	8.75%	-9.70%	9.60%	9.60%	9.60%
管理费用率	3.48%	-4.23%	4.13%	4.13%	4.13%
财务费用率	0.65%	0.66%	0.54%	0.47%	0.47%
所得税率	24%	24%	25%	25%	25%

每股指标 (港元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股红利	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
每股经营现金流	1.4	1.0	0.8	1.1	0.7
每股净资产	2.7	2.7	2.9	3.0	3.2
每股销售收入	8.9	7.7	8.1	8.3	8.7

估值指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
PE	19	21	18	16	15
PB	4.8	4.6	4.4	4.2	4.0
EV/EBITDA	11.3	12.2	11.3	10.6	10.2
股息率	5%	4%	5%	5%	5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP