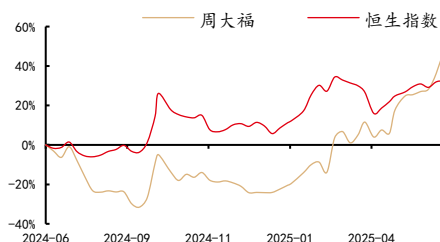


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	12.76
总股本/流通股本(亿股)	99.88
总市值/流通市值(亿港元)	1,274.44
52周内最高/最低价	13.72 / 6.43
资产负债率(%)	69.8875
市盈率	22.1518
第一大股东	Chow Tai Fook Capital Limited

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

周大福 (1929.HK)

产品结构优化，同店逐季改善

● 事件

公司发布 25 年年报，25 财年公司实现营收 896.56 亿港元，同比-17.5%，归母净利润 59.16 亿港元，同比-8.98%。25 财年起公司将黄金借贷由销售成本划为其他收益及亏损，不考虑黄金借贷因素，公司经营利润 147.46 亿港元，同比+9.8%。

公司发布 25 年 4-5 月未经审计经营数据，零售值同比-1.7%，中国内地-2.9%，港澳及其他市场+6.3%，其中中国内地黄金首饰及产品同店销售+0.9%。

● 点评

市场分析：逐季改善。25 财年公司实现营收 897 亿港元，同比-17.5%，其中中国内地销售额 746 亿港元，同比-17%，港澳及其他 151 亿港元，同比-21%。

1) 内地：逐季改善，加盟优于直营。

25 财年底周大福珠宝在内地共有零售点 6274 家，净减少 896 家，同店销售同比-19.4%。其中：

—**逐季改善：**内地、香港及澳门同店销售虽然继续处于下跌态势，但跌幅逐步收窄，如中国内地直营门店同店 FY2025 各个季度分别为-26%、-24%、-16%、-13%。

—**加盟优于直营：**中国内地直营门店同店销售额下滑 19.4%，同店销量下滑 30.1%，中国内地加盟门店同店销售额下滑 13.9%，同店销量下滑 28.7%，近几年加盟门店占比较高，按照同店计算，表现优于直营店。

—**电商表现优异：**25 财年内地电商贡献了 5.8% 的零售额及 13.8% 的销量，这得益于 24Q4 公司设立的自营直播间。

2) 港澳市场：香港优于澳门，电商接近翻倍增长。

—**门店：香港优于澳门。**香港及澳门门店 87 家，门店净增 0 家，同店销售额下滑 26.1%，同店销量下滑 34.2%，其中香港同店下跌 23.1%，澳门依赖内地旅客消费较多，澳门销售下跌 35.3%。

—**电商：接近翻倍增长。**全新品牌网站受顾客喜爱+25 财年下半年推出重点 IP 产品系列，带动市场电商销售高增 91%。

3) 其他市场：实现增长。

25 财年其他市场零售额同增 9.4%，主要由新加坡、马来西亚及泰国业务带动。门店数量 62 家，净增 4 家。

产品分析：定价产品销售翻倍，传承系列畅销，品牌转型效果初显。

—**黄金产品**：由于黄金价格大幅波动，导致计价黄金产品下滑 29.4%，定价黄金产品饰品化驱使下实现增长 105.5%，占比由 24 年的 19% 提升至 29%。

—**产品系列**：传承系列 2017 年推出逐步成为公司畅销系列，2024 年 4 月推出周大福传福系列，2025 年 4 月推出传喜系列，25 财年传承系列占内地黄金首饰及产品零售额的 39%。此外，25 年财年传福系列及故宫系列的销售额均超过 40 亿港元，超越年度目标。

—**高端珠宝**：25 财年公司开启品牌转型之旅，一方面优化产品，另一方面开设新形象店，未来一年，公司将继续转型之旅，有序开设新形象店、优化高端珠宝系列等，满足高端客户的定制产品需求。

利润分析：毛利率提升，费用率略提。25 财年起公司将黄金借贷由销售成本划为其他收益及亏损，不考虑黄金借贷因素，公司经营利润 147.46 亿港元，同比+9.8%。高毛利产品带动产品组合改善，加上黄金价格高企及严格的成本和资本管控，公司毛利率扩大了 550bp 至 29.5%。25 财年销售及行政费用率 13.9%，同比增加 1.7pct，其中员工成本及相关开支提升 1pct，其他相对稳健。

● 投资建议与盈利预测

短期来看，黄金珠宝行业从 25Q2 开始进入低基数运行状态，业绩增长确定性强。中长期来看，悦己消费大背景下，黄金珠宝首饰化趋势逐步显现，产品力领先的公司有望受益。公司作为黄金珠宝行业龙头，产品力品牌力凸显，将从行业发展中受益。

考虑到公司定价产品占比的提升及传承系列的放量，我们预计公司 26-28 财年营业收入增速为 3.3%、5.5%、4.2%，归母净利润增速为 19%、16%、7%，EPS 分别为 0.71、0.82、0.88 港元/股，当下股价对应 PE 分别为 18x、16x、14x。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示：

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；金价波动剧烈；政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万港元）	89,656.00	92,647.69	97,755.74	101,837.21
增长率(%)	-17.53	3.34	5.51	4.18
EBITDA（百万港元）	10,499.40	9,913.30	11,339.67	11,914.95
归属母公司净利润（百万港元）	5,915.50	7,046.65	8,191.55	8,800.08
增长率(%)	-8.98	19.12	16.25	7.43
EPS(港元/股)	0.59	0.71	0.82	0.88
市盈率（P/E）	14.88	18.09	15.56	14.48
市净率（P/B）	3.33	3.82	3.07	2.54
EV/EBITDA	9.53	13.60	11.02	9.54

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万港元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	89656	92648	97756	101837	营业收入	-17.53%	3.34%	5.51%	4.18%
营业成本	63201	65224	69113	72304	营业利润	-8.50%	18.06%	14.39%	5.07%
税金及附加	—	—	—	—	归属于母公司净利润	-8.98%	19.12%	16.25%	7.43%
销售费用	4731	9079	8603	8656	获利能力				
管理费用	3794	3799	3812	3870	毛利率	29.51%	29.60%	29.30%	29.00%
研发费用	6	1	54	0	净利率	6.60%	7.61%	8.38%	8.64%
财务费用	479	401	282	36	ROE	22.39%	21.11%	19.74%	17.53%
资产减值损失	—	—	—	—	ROIC	13.49%	13.73%	13.64%	12.56%
营业利润	8397	9913	11340	11915	偿债能力				
营业外收入	—	—	—	—	资产负债率	64.20%	58.85%	54.33%	50.24%
营业外支出	—	—	—	—	流动比率	1.40	1.54	1.69	1.85
利润总额	7917	9512	11058	11879	营运能力				
所得税	1928	2378	2764	2970	应收账款周转率	35.26	41.63	42.06	41.80
净利润	5989	7134	8293	8909	存货周转率	1.05	1.15	1.20	1.27
归母净利润	5916	7047	8192	8800	总资产周转率	1.08	1.16	1.10	1.03
每股收益(港元)	0.59	0.71	0.82	0.88	每股指标(港元)				
资产负债表					每股收益	0.59	0.71	0.82	0.88
货币资金	7582	12347	22193	33431	每股净资产	2.65	3.34	4.15	5.03
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2189	2262	2387	2486	PE	14.88	18.09	15.56	14.48
预付款项	0	0	0	0	PB	3.33	3.82	3.07	2.54
存货	55417	57977	57594	56237	现金流量表				
流动资产合计	67274	74440	84131	94193	净利润	5,916	7,047	8,192	8,800
固定资产	3618	3618	3618	3618	折旧和摊销	2,103	0	0	0
在建工程	479	479	479	479	营运资本变动	-4,338	-2,283	1,639	2,415
无形资产	1097	1097	1097	1097	其他	6,574	5,311	5,580	5,792
非流动资产合计	9251	9251	9251	9251	经营活动现金流净额	10,255	10,074	15,411	17,007
资产总计	76524	83691	93381	103443	资本开支	-578	0	0	0
短期借款	19692	19692	19692	19692	其他	173	-4,632	-4,888	-5,092
应付票据及应付账款	1129	1087	1056	1085	投资活动现金流净额	-402	-4,632	-4,888	-5,092
其他流动负债	25830	25941	27372	28514	股权融资	-3	0	0	0
流动负债合计	48128	48247	49730	50969	债务融资	-4,176	0	0	0
其他	1003	1003	1003	1003	其他	-5,701	-591	-591	-591
非流动负债合计	1003	1003	1003	1003	筹资活动现金流净额	-9,880	-591	-591	-591
负债合计	49131	49250	50733	51972	现金及现金等价物净增加额	-113	4,765	9,846	11,238
股本	9988	9988	9988	9988					
资本公积金	17971	24932	33037	41751					
未分配利润									
少数股东权益	968	1055	1157	1266					
其他	(1531)	(1531)	(1531)	(1531)					
所有者权益合计	27393	34441	42648	51472					
负债和所有者权益总计	76524	83691	93381	103443					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000