

FY25 一口价占比持续提升, 发行可转债加码品牌和渠道升级

核心观点

FY25 (24.04-25.03) 公司营收和净利润同比-17.5%、-9.0%，系高金价短期抑制终端需求影响收入，FY25H2 业绩降幅收窄。FY25 一口价黄金及金镶嵌产品占比快速提升，定价黄金首饰产品收入 127.8 亿港元/+104.5%，营收占比 14.6%/+8.8pct (FY25Q4 占比达 25.6%)，得益于周大福传福和周大福故宫系列放量。渠道端继续优化门店，FY25 门店 6644 家/净关店 842 家，新开高质量门店以及形象店。FY25 金价大幅波动导致公司黄金借贷产生亏损 61.8 亿港元 (黄金对冲比例预估 50%+)。展望 FY26，管理层指引预计营收中单位数增长、OP Margin 有所下降。1) 25 年 4-5 月零售值降幅收窄至低单位数、终端改善态势有望持续；2) 预计金价相较平稳状态下经营利润率或有下降、黄金借贷亏损有望大幅收窄下净利率提升；3) 净关门店将放缓、一口价产品占比持续提升。

事件

公司发布 FY25 业绩公告：FY25 (自然年 24.04-25.03) 营收 896.6 亿港元/-17.5%，经营利润 147.5 亿港元/+9.8%，归母净利润 59.2 亿港元/-9.0%。董事会宣派股息 0.32 港元，叠加中期股息每股 0.20 港元，对应派息率约 87.8%。

简评

高金价短期抑制终端需求影响收入，FY25H2 业绩降幅逐步收窄。FY25 营收 896.6 亿港元/-17.5%，对应 FY25H1、FY25H2 公司营收 394.1 亿港元/-20.4%、502.5 亿港元/-15.1%，FY25 归母净利润 59.2 亿港元/-9.0%，对应 FY25H1、FY25H2 归母净利润 25.3 亿港元/-44.4%、33.9 亿港元/+73.8%。

1) 分地区，内地及港澳地区均有不同程度承压但整体降幅在逐季收窄。①中国内地：FY2025 内地营收 745.6 亿港元/-16.9%，其中零售、批发渠道营收分别为 323.6 亿港元/-16.1%、422.0 亿港元/-17.5%。FY2025 内地直营同店销售同比-19.4%，其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别同比-26.4%、-24.3%、-16.1%、-13.2%。②港澳及其他：FY2025 公司港澳以及其他地区营收 151.0 亿港元/-20.6%，FY25 港澳同店同比-26.1%。

周大福 (1929.HK)

维持

增持

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 06 月 26 日

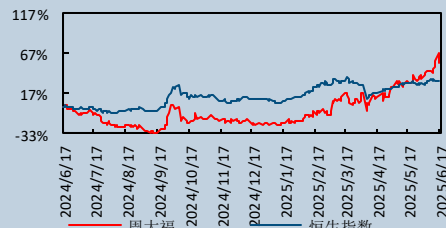
当前股价：12.72 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.27/13.55	36.63/36.54	47.56/13.91
12 月最高/最低价 (港元)		13.72/5.86
总股本 (万股)		986,536.74
流通 H 股 (万股)		986,536.74
总市值 (亿港元)		1,290.42
流通市值 (亿港元)		1,290.42
近 3 月日均成交量 (万)		2176.12
主要股东		
Chow Tai Fook Capital Limited		72.48%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺服及教育】周大福 (1929):FY25Q4 销售降幅继续收窄，定价类黄金产品表现亮眼
25.04.29

2) 分产品, 产品结构优化成效显著, FY25 一口价黄金及金镶嵌产品占比快速提升, 传福、故宫系列 GMV 均超 40 亿元。FY2025 公司定价黄金首饰产品收入 127.8 亿港元/+104.5%, 占零售额的比重为 14.6%/+8.8pct (其中 FY25Q4 占比达到 25.6%), 主要得益于周大福传福 (24 年 4 月推出) 和周大福故宫系列 (24 年 8 月推出) 整体销售额均达到约 40 亿港元; 克重类黄金首饰产品受制于高金价收入为 579.6 亿港元/-29.4%, 营收占比 66.2%/-10.0pct; 钻石镶嵌品类营收 125.2 亿港元/-13.3%, 其中金镶钻产品营业额同比增长一倍多。

渠道端继续优化门店, FY25 门店 6644 家/净关店 842 家, 新开高质量门店以及形象店。FY25 公司继续推进门店优化, 期末门店总数 6644 家/较财年初净关店 842 家。公司于中国内地拥有 6274 家周大福珠宝零售点, 较财年初净关 833 家门店, 公司优化内部门店、对已有门店进行考核关闭部分低效门店。除此之外, 公司聚焦高端市场打造新形象时尚店, FY25Q4 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 5 家 (香港、深圳、武汉、西安和上海), 新店开业初期店效表现高于同店平均水平。FY26 公司计划在中国大陆、港澳及其他国际市场 (新加坡/加拿大等) 开设 20 家新形象店, 继续推进品牌转型。

毛利率提升主要得益于金价上行+产品结构改善, 黄金借贷套期保值产生亏损。FY25 公司毛利率 29.5%/+5.5pct, 主要受益于金价上涨及一口价产品占比提升, FY25 公司管理及销售费用占比 13.9%/+1.7pct, FY25 经营利润率为 16.4%/+4.0pct。因为公司通过黄金借贷进行的套期保值, 在金价上涨过程中 (FY25 伦敦金收盘价对应涨幅约 40%) 产生亏损约 61.8 亿元 (FY25H1、FY25H2 分别为 30.7 亿港元、30.2 亿港元)、占营收比例 6.9%, 综合影响下, FY25 公司净利率为 6.7%/+0.6pct。

公司拟发行 88 亿港元可换股债券, 加码门店升级与市场拓展。2025 年 6 月 16 日, 公司与经办人瑞银集团已订立认购协议, 经办人有条件已同意认购及支付或促使认购人认购及支付公司将予发行本金总额 88 亿港元的债券 (发行于 2030 年到期的 88 亿港元 0.375% 可换股债券)。初始换股价每股 17.32 港元, 较 6 月 16 日收市价溢价约 26.2%。按照初始换股价每股股份 17.32 港元计算最多将转换为约 5.08 亿股新股份 (占股本比例 5.09%)。所得款项净额为 87.15 亿港元。公司拟将发行债券的所得款项净额用于黄金首饰业务的发展及融资、门店升级及国内外市场的策略扩充, 以及用作一般营运资金。

展望后续: 25 年 4-5 月零售值降幅收窄至低单位数、终端改善态势有望持续, 预计金价相较平稳状态下经营利润率或有所下降、净利率有所提升。1) 营收端: 25 年 4-5 月公司集团零售值同比-1.7%, 其中中国内地零售值同比-2.9%, 中国香港、中国澳门及其他市场零售值同比+6.3%, 预计随着行业低基数效应显现 (24 年 3 月起黄金珠宝类社零单月数据开始下滑, 25 年 4 月、5 月黄金珠宝社零分别+25.3%、+21.8%) 以及公司产品结构的继续优化 (25 年 4 月开始推出传喜系列), 有望带动动销继续改善; 2) 业绩端: FY2025 公司毛利率为 29.5%、其中金价的大幅上涨贡献约 8pct, 25 年 4 月至今金价涨幅约 8%, 预计 FY26 金价趋稳态势下公司毛利率将有所承压, 对应 FY26 经营利润率同比或有所下降。而金价涨幅平稳叠加一口价黄金占比提升下对应黄金借贷亏损将有所缓解, 综合来看预计 FY26 公司整体净利率将有所提升。

盈利预测: 预计公司 FY26-28 年营业收入分别为 937.9、986.9、1049.5 亿港元, 同比+4.6%、+5.2%、+6.3%; 归母净利润分别为 78.3、86.2、95.4 亿港元, 同比+32.4%、+10.1%、+10.6%; 对应 P/E 为 16.3x、14.8x、13.4x, 维持“增持”评级。

风险提示: 1) 消费需求不达预期风险: 公司产品主要是黄金和镶嵌类产品, 整体客单价较高, 若居民收入水平较低或宏观经济较为低迷, 或将需求低迷。同时, 金价波动影响居民的黄金首饰消费行为, 短期金价急涨或抑制金饰消费。2) 产品质量控制风险: 公司不断完善产品质量控制体系, 若未来公司无法有效实施产品质量控制措施, 出现产品质量问题或纠纷, 则将对公司品牌和经营造成不利影响。3) 加盟管理风险: 若加盟商的经

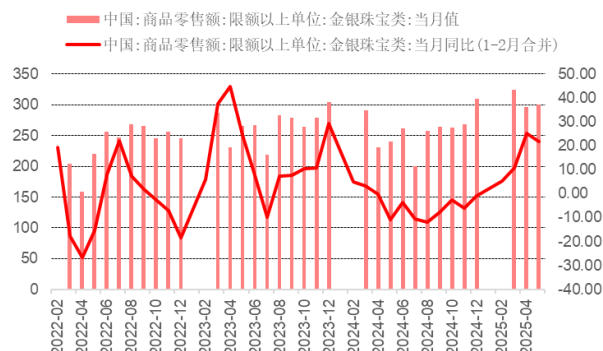
营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，公司无法对加盟商及时进行管控，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。

图 1:沪金期货价格走势



数据来源: wind, 中信建投证券

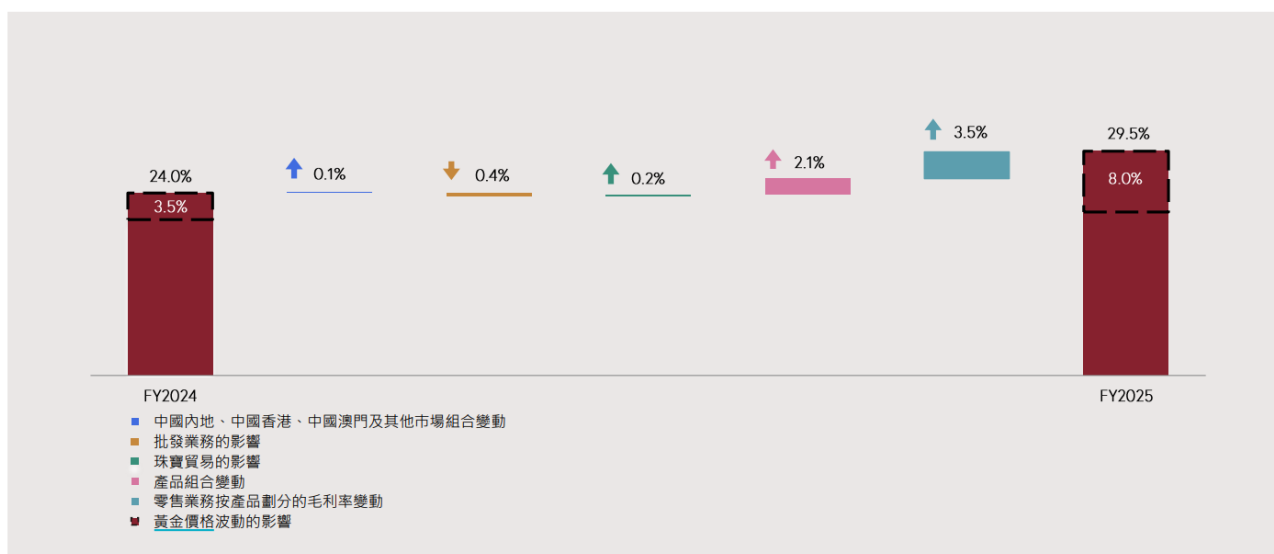
图 2:我国金银珠宝类单月社零（亿元）及增速



数据来源: wind, 中信建投证券

图 3:FY25 大幅毛利率变化拆解

2025 財政年度毛利率變動
 產品組合改善和金價上漲帶動毛利率提升



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

资产负债表（百万港元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	79,182	67,274	73,379	77,035	81,736
现金	7,695	7,582	9,379	9,869	10,495
应收票据及应收账款合计	2,897	2,189	2,657	2,796	2,974
其他应收款	2	0	4	4	5
预付账款	1,325	575	836	880	936
存货	64,647	55,417	58,908	61,808	65,542
其他流动资产	2,617	1,511	1,594	1,678	1,784
非流动资产	9,637	9,251	8,348	7,445	6,542
长期投资	50	29	29	29	29
固定资产	4,527	3,618	2,938	2,258	1,577
无形资产	1,807	1,576	1,418	1,261	1,103
其他非流动资产	3,253	4,028	3,963	3,898	3,833
资产总计	88,819	76,524	81,727	84,480	88,278
流动负债	57,520	48,128	52,172	53,649	56,037
短期借款	25,281	19,692	22,799	22,763	23,208
应付票据及应付账款合计	1,041	1,129	972	1,020	1,082
其他流动负债	31,198	27,308	28,401	29,867	31,747
非流动负债	4,553	1,003	1,003	1,003	1,003
长期借款	3,342	0	0	0	0
其他非流动负债	1,211	1,003	1,003	1,003	1,003
负债合计	62,073	49,131	53,175	54,652	57,040
少数股东权益	1,031	968	1,065	1,172	1,291
股本	9,988	9,988	10,988	11,988	12,988
资本公积	15,727	16,438	15,438	14,438	13,438
留存收益	0	0	1,061	2,230	3,522
归属母公司股东权益	25,715	26,425	27,487	28,655	29,947
负债和股东权益	88,819	76,524	81,727	84,480	88,278

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	13,836	10,255	8,533	11,079	11,519
净利润	6,607	5,989	7,929	8,732	9,653
折旧摊销	2,285	2,103	903	903	903
财务费用	522	479	425	449	447
其他经营现金流	4,422	1,684	-724	995	515
投资活动现金流	-717	-402	-2,648	-2,648	-2,648
资本支出	1,224	786	-	-	-
其他投资现金流	-1,940	-1,188	-2,648	-2,648	-2,648
筹资活动现金流	-16,830	-9,880	-4,089	-7,941	-8,245
短期借款	5,829	-5,590	3,107	-36	445
长期借款	1,854	-3,342	-	-	-
其他筹资现金流	-24,513	-948	-7,196	-7,905	-8,690
现金净增加额	-3,711	-27	1,797	490	626

利润表（百万港元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	108,713	89,656	93,791	98,693	104,954
营业成本	82,671	63,201	67,182	70,489	74,748
销售费用	9,513	8,697	9,051	9,494	10,076
管理费用	3,787	3,794	3,939	4,046	4,303
其他收入	690	782	844	888	945
营业利润	13,432	14,746	14,463	15,551	16,772
其他费用	74	54	56	59	63
财务费用	522	479	425	449	447
其他经营损益	-20	-20	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	13,432	14,746	14,463	15,551	16,772
其他非经营损益	-4,088	-6,275	-3,500	-3,500	-3,500
税前利润	8,728	7,917	10,482	11,543	12,762
所得税	2,121	1,928	2,553	2,812	3,108
税后利润	6,607	5,989	7,929	8,732	9,653
汇兑差额	-589	-240	0	0	0
净利润	6,018	5,749	7,929	8,732	9,653
非控制股东利润	108	73	97	107	118
归属于母公司股东利润	6,499	5,916	7,832	8,625	9,535
EBITDA	11,535	10,499	11,810	12,895	14,112
EPS（元）	0.66	0.60	0.79	0.87	0.97

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	14.82	-17.53	4.61	5.23	6.34
归母净利润(%)		-8.98	32.39	10.13	10.56
获利能力					
毛利率(%)	20.50	29.51	28.37	28.58	28.78
净利率(%)	6.08	6.68	8.45	8.85	9.20
OP Margin(%)	12.36	16.45	15.42	15.76	15.98
ROE(%)	25.27	22.39	28.49	30.10	31.84
所得税率(%)	24.30	24.36	24.36	24.36	24.36
偿债能力					
资产负债率(%)	69.89	64.20	65.06	64.69	64.61
净负债比率(%)	78.25	44.21	47.00	43.23	40.70
流动比率	1.38	1.40	1.41	1.44	1.46
速动比率	0.21	0.21	0.25	0.25	0.26
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.17	1.15	1.17	1.19
应收账款周转率	37.53	40.96	35.30	35.30	35.30
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.60	0.79	0.87	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.04	0.86	1.12	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.68	2.79	2.90	3.04
估值比率					
P/E	19.67	21.61	16.33	14.82	13.41
P/B	4.97	4.84	4.65	4.46	4.27
EV/EBITDA	13.79	14.30	14.08	13.90	13.66

数据来源：wind，中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk