

周大福 (01929.HK)

FY26Q1 经营数据延续改善趋势

公司发布 FY26Q1 经营数据: 整体零售额同比下降 1.9%，其中中国内地零售额同比下降 3.3%，港澳及其他市场同比增长 7.8%。同店方面，中国内地直营同店销售额同比下降 3.3%，中国内地加盟同店销售额同比持平。截至 2025 年 6 月 30 日，周大福珠宝在中国内地门店数量 5963 家，季内净关 311 家。

- 公司发布 FY26Q1 经营数据，终端表现继续改善。2025 年 4-6 月，公司整体零售值同比-1.9%，其中中国内地-3.3%、中国港澳及其他市场同比+7.8%。同店表现方面，内地直营-3.3%、内地加盟持平、港澳+2.2%。
- 一口价黄金占比继续提升，支撑盈利能力改善。1) 中国内地: 分品类看，FY26Q1 黄金首饰零售值同比-3.6%，珠宝镶嵌、铂金及 K 金饰品同比+0.5%。黄金首饰中，一口价黄金同比+20.8%，零售值占比从去年同期的 15.8% 提升至 19.8%。另外，电商渠道保持快速增长，季内零售值同比+27%。2) 中国香港、澳门及其他市场: 分品类看，FY26Q1 黄金首饰零售值+11.4%，珠宝镶嵌、铂金及 K 金饰品同比+4.8%。
- 渠道持续优化，聚焦经营质量提升。截至 FY26Q1 末周大福珠宝总门店数为 6113 家，季内净关店 310 家。其中季末中国内地门店数 5963 家，季内净关店 311 家；中国香港及澳门季末门店 88 家，季内净增 1 家；其他市场 62 家，季内无增长。
- 盈利预测与投资建议。基于 FY26 金价在高位震荡的预期，一方面我们预计公司毛利率会略有下行（不会和 FY25 一样受益于金价快速上涨，但产品结构持续改善），另一方面预计黄金对冲损失将明显缩小。因此我们上调 FY26 净利润预期，预计公司 FY2026-FY2028 净利润规模分别为 80.0 亿港元、92.16 亿港元、103.34 亿港元。当前市值对应 FY26PE 为 17.5X，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 金价波动风险，闭店数量过多的风险，行业需求持续疲软的风险。

财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万元)	109000	89656	93585	98313	103281
同比增长	15%	-18%	4%	5%	5%
营业利润(百万元)	9231	13910	13757	15337	16835
同比增长	19%	51%	-1%	11%	10%
归母净利润(百万元)	6499	5915	8000	9216	10334
同比增长	21%	-9%	35%	15%	12%
每股收益(元)	0.65	0.59	0.80	0.92	1.03
PE	21.5	23.6	17.5	15.2	13.5
PB	5.4	5.3	4.8	4.4	4.0

资料来源: 公司数据、招商证券 (货币单位: 港币)。FY2025 是指 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日。

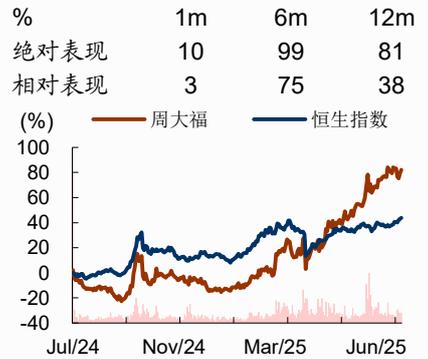
强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 13.8 港元

基础数据

总股本 (百万股)	9865
香港股 (百万股)	9865
总市值 (十亿港元)	136.1
香港股市值 (十亿港元)	136.1
每股净资产 (港元)	2.7
ROE (TTM)	22.4
资产负债率	64.2%
主要股东	Cheng Yu Tung Family
主要股东持股比例	72.4852%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《周大福 (01929) —FY25 盈利能力提升，4-5 月经营表现持续改善》2025-06-13
- 《周大福 (01929) —FY25Q4 零售值降幅收窄，传福及故宫系列表现超预期》2025-04-25
- 《周大福 (01929) —同店降幅收窄，定价黄金表现亮眼》2025-02-16

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
王雪玉 S1090525070005
wangxueyu@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028
流动资产	79182	67274	71979	77052	82336
现金及现金等价物	7695	7582	8307	10594	12972
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	846	2	2	2	2
应收账款及票据	2052	2189	2285	2400	2521
其它应收款	3942	2084	2714	2851	2995
存货	64647	55417	58672	61205	63845
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	9637	9251	8342	7433	6524
长期投资	412	569	569	569	569
固定资产	4527	3618	2709	1800	892
无形资产	1807	1576	1576	1576	1576
其他	2891	3488	3488	3488	3488
资产总计	88819	76524	80321	84486	88860
流动负债	57520	48128	49020	50253	51538
应付账款	1041	1129	1195	1247	1300
应交税金	1598	1477	1477	1477	1477
短期借款	25281	19692	19000	19001	19002
其他	29600	25830	27347	28528	29759
长期负债	4553	1003	1003	1003	1003
长期借款	3342	0	0	0	0
其他	1211	1003	1003	1003	1003
负债合计	62073	49131	50022	51256	52541
股本	9988	9988	9988	9988	9988
储备	22397	15727	16438	19244	22060
少数股东权益	1031	968	1067	1182	1310
归属于母公司所有者权益	25715	26425	29231	32048	35009
负债及权益合计	88819	76524	80321	84486	88860

现金流量表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028
经营活动现金流	13836	10255	10857	12885	13953
净利润	6499	5916	8000	9216	10334
折旧与摊销	2285	2103	2103	2103	2103
营运资本变动	711	(4338)	(2397)	(1554)	(1621)
其他非现金调整	4341	6574	3152	3120	3137
投资活动现金流	(717)	(402)	(3649)	(3597)	(3595)
资本性支出	(963)	(578)	(1211)	(1211)	(1211)
出售资产获得的现金	13	17	17	17	17
投资增减	46	3	0	0	0
其它	199	156	(2455)	(2403)	(2401)
筹资活动现金流	(16830)	(9880)	(6483)	(7001)	(7980)
债务增减	(3507)	(4176)	(692)	1	1
股本增减	(135)	(3)	0	0	0
股利支付	12538	5114	5194	6400	7373
其它筹资	(651)	(587)	(598)	(603)	(608)
其它调整	(25075)	(10228)	(10387)	(12799)	(14746)
现金净增加额	(4000)	(113)	725	2287	2378

利润表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028
总营业收入	109000	89656	93585	98313	103281
主营业务收入	108713	89656	93585	98313	103281
营业成本	86428	63201	66913	69802	72813
毛利	22285	26455	26672	28511	30468
营业支出	13341	12545	12915	13174	13633
营业利润	9231	13910	13757	15337	16835
利息支出	705	593	598	603	608
利息收入	256	114	116	118	120
权益性投资损益	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
其他非经营性损益	(289)	(5493)	(2550)	(2500)	(2500)
非经常项目损益	255	0	0	0	0
除税前利润	8728	7917	10704	12331	13826
所得税	2121	1928	2605	3001	3364
少数股东损益	108	73	99	114	128
归属普通股股东净利润	6499	5915	8000	9216	10334
EPS(元)	0.65	0.59	0.80	0.92	1.03

主要财务比率

	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028
年成长率					
营业收入	15%	-18%	4%	5%	5%
营业利润	19%	51%	-1%	11%	10%
净利润	21%	-9%	35%	15%	12%
获利能力					
毛利率	20.4%	29.5%	28.5%	29.0%	29.5%
净利率	6.0%	6.6%	8.5%	9.4%	10.0%
ROE	25.3%	22.4%	27.4%	28.8%	29.5%
ROIC	12.6%	13.7%	17.4%	18.7%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	69.9%	64.2%	62.3%	60.7%	59.1%
净负债比率	32.2%	25.7%	23.7%	22.5%	21.4%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
营运能力					
资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
应收帐款周转率	17.8	17.5	20.2	19.2	19.2
应付帐款周转率	85.0	58.2	57.6	57.2	57.2
每股资料(元)					
每股收益	0.65	0.59	0.80	0.92	1.03
每股经营现金	1.39	1.03	1.09	1.29	1.40
每股净资产	2.57	2.65	2.93	3.21	3.51
每股股利	0.55	0.52	0.64	0.74	0.83
估值比率					
PE	21.5	23.6	17.5	15.2	13.5
PB	5.4	5.3	4.8	4.4	4.0
EV/EBITDA	14.6	15.8	12.5	11.1	10.1

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：港币）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。