

周大福 (01929.HK)

FY2026Q1 同店降幅继续收窄，期待改善态势延续

事件：周大福发布 FY2026Q1 经营情况公告，根据公司披露 Q1 集团 RSV 同比下降 1.9%，整体表现符合预期。

内地：线下同店降幅收窄+电商快速增长，FY2026Q1 内地 RSV 同比下降 3.3%。

1) 线下业务：低基数+产品优化+低效店出清，公司 Q1 直营同店销售降幅收窄，加盟同店销售持平。根据公司披露 FY2026Q1 内地直营同店销售同比下降 3.3%，加盟同店销售同比持平，各业务同店销售延续逐季改善态势。我们判断同店销售的改善一方面系同期的低基数；另一方面系产品结构的优化，期内公司定价黄金产品零售额同比增长 20.8%，在黄金首饰中占比由同期的 15.8% 提升至 19.8%；另外期内公司持续削减低效店铺（Q1 内地净关店 311 家至 5963 家周大福珠宝店），我们判断随着低效店铺的出清，或有助于留存店铺吸纳原店铺客流。

展望 FY2026，我们预计公司的低效店关闭动作仍将持续，同时继续推动产品矩阵丰富（4 月公司新推出“传喜”产品系列，6 月发布全新高级珠宝系列“和美东方 Timeless Harmony”），在多项因素的带动下我们预计 Q2~Q4 公司内地同店销售有望延续改善趋势。

2) 电商业务：公司利用 618 销售节点，电商销售快速增长。期内周大福内地电商业务销售额保持强劲增长态势，同比增长 27%，占公司内地销售额/销量的比重分别为 7.6%/16.9%，同比提升 1.8pcts/3.1pcts，公司加大 IP 合作产品的打造力度，抓住 618 销售节点，推动电商业务规模扩张。后续来看，我们预计受益于公司持续积累的电商运营能力，电商销售增速有望保持。

港澳及其他地区：FY2026Q1 港澳及其他地区 RSV 增长 7.8%，增速优异。2025 年 4-6 月港澳地区直营同店销售同比增长 2.2%，增速转正，其中香港地区同店销售增长 0.2%，澳门地区同店销售增长 9.5%，我们判断澳门销售的优异增长表现主要系随着消费环境改善，游客增加带动澳门地区销售走强。

我们预计公司 FY2026 营收增长 3%，经营利润略降 2%。1) 收入层面：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 3% 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 公司经营利润同比下降 2% 至 144 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 26% 至 74.5 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 74.54/84.48/94.64 亿港元，对应 FY2026 PE 为 19 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 | 92,453 | 100,211 | 108,475 |
| 增长率 yoy (%) | 14.8 | -17.5 | 3.1 | 8.4 | 8.2 |
| 归母净利润 (百万港元) | 6,499 | 5,916 | 7,454 | 8,448 | 9,464 |
| 增长率 yoy (%) | 20.7 | -9.0 | 26.0 | 13.3 | 12.0 |
| EPS 最新摊薄 (港元/股) | 0.66 | 0.60 | 0.76 | 0.86 | 0.96 |
| 净资产收益率 (%) | 24.7 | 21.9 | 26.0 | 27.8 | 29.2 |
| P/E (倍) | 21.3 | 23.3 | 18.5 | 16.3 | 14.6 |
| P/B (倍) | 5.2 | 5.0 | 4.8 | 4.5 | 4.2 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 7 月 22 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

| | |
|-----------------|------------|
| 行业 | 饰品 |
| 前次评级 | 买入 |
| 07月22日收盘价 (港元) | 14.00 |
| 总市值 (百万港元) | 138,115.14 |
| 总股本 (百万股) | 9,865.37 |
| 其中自由流通股 (%) | 100.00 |
| 30 日日均成交量 (百万股) | 23.15 |

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

- 《周大福 (01929.HK)：产品结构优化效果显著，FY2025 经营利润增长 10%》 2025-06-13
- 《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
- 《周大福 (01929.HK)：FY2025Q3 零售降幅收窄，定价黄金销售优异》 2025-02-11

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 | 69467 | 73298 | 74459 |
| 现金 | 7695 | 7582 | 6963 | 12616 | 10361 |
| 应收账款及票据 | 2897 | 2189 | 2434 | 2577 | 2847 |
| 其他应收款 | 3942 | 2084 | 5312 | 2704 | 5973 |
| 衍生金融工具及短投 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 64647 | 55417 | 54756 | 55400 | 55276 |
| 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 | 78246 | 82212 | 83465 |
| 流动负债 | 57520 | 48128 | 47819 | 50061 | 49381 |
| 短期借款 | 25281 | 19692 | 19692 | 21423 | 21108 |
| 应付账款及票据 | 1041 | 1129 | 760 | 1301 | 921 |
| 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 | 49269 | 51441 | 50684 |
| 股本 | 9988 | 9988 | 9988 | 9988 | 9988 |
| 股本溢价 | 5019 | 5370 | 5370 | 5370 | 5370 |
| 留存收益 | 10708 | 11070 | 12561 | 14251 | 16144 |
| 归属母公司股东权益 | 25715 | 26425 | 27916 | 29606 | 31499 |
| 少数股东权益 | 1031 | 968 | 1060 | 1165 | 1283 |
| 负债和股东权益 | 88819 | 76524 | 78246 | 82212 | 83465 |

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 | 9219 | 15698 | 10645 |
| 净利润 | 6499 | 5916 | 7547 | 8553 | 9581 |
| 折旧摊销 | 2285 | 2103 | 426 | 474 | 522 |
| 财务费用 | 522 | 479 | 347 | 318 | 302 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 20 | 20 | 20 |
| 营运资金变动 | 711 | -4338 | -3121 | 2332 | -3780 |
| 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 | -5864 | -5416 | -8264 |
| 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 | -5964 | -6759 | -7571 |
| 其他筹资现金流 | -651 | -587 | -19592 | -20080 | -21802 |
| 现金净增加额 | -3576 | -24 | -619 | 5652 | -2255 |

利润表 (百万港元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 108713 | 89656 | 92453 | 100211 | 108475 |
| 营业成本 | 82671 | 63201 | 66104 | 71601 | 77473 |
| 其他收入 | 690 | 782 | 735 | 736 | 751 |
| 销售费用 | 9513 | 8697 | 8875 | 9520 | 10251 |
| 管理费用 | 3787 | 3794 | 3791 | 4109 | 4447 |
| 营业利润 | 13432 | 14746 | 14418 | 15717 | 17055 |
| 其他收益及亏损 | -4088 | -6275 | -4000 | -4000 | -4000 |
| 财务费用净额 | 522 | 479 | 347 | 318 | 302 |
| 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 | 9973 | 11305 | 12663 |
| 所得税 | 2121 | 1928 | 2426 | 2752 | 3082 |
| 净利润 | 6607 | 5989 | 7547 | 8553 | 9581 |
| 少数股东损益 | 108 | 73 | 92 | 105 | 117 |
| 归属母公司净利润 | 6499 | 5916 | 7454 | 8448 | 9464 |
| EBITDA | 11535 | 10499 | 10746 | 12098 | 13487 |
| EPS (港元) | 0.66 | 0.60 | 0.76 | 0.86 | 0.96 |

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 | 3.1 | 8.4 | 8.2 |
| 营业利润(%) | 63.6 | 9.8 | -2.2 | 9.0 | 8.5 |
| 归属于母公司净利润(%) | 20.7 | -9.0 | 26.0 | 13.3 | 12.0 |
| 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 | 26.0 | 27.8 | 29.2 |
| ROIC(%) | 12.6 | 13.5 | 15.9 | 16.8 | 18.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 33.5 | 64.2 | 63.0 | 62.6 | 60.7 |
| 净负债比率(%) | 203.3 | 151.7 | 146.0 | 126.2 | 123.0 |
| 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 | 1.2 | 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) | 0.66 | 0.60 | 0.76 | 0.86 | 0.96 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.40 | 1.04 | 0.93 | 1.59 | 1.08 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.71 | 2.78 | 2.94 | 3.12 | 3.32 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 21.3 | 23.3 | 18.5 | 16.3 | 14.6 |
| P/B | 5.2 | 5.0 | 4.8 | 4.5 | 4.2 |
| EV/EBITDA | 2.0 | 1.3 | 1.4 | 0.9 | 1.0 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 7 月 22 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