

周大福 (01929.HK)

品牌重塑，经营反转

公司作为国内规模最大的黄金珠宝品牌，自 2024 年关闭下沉市场低效门店&新开高级城市新形象店铺，工艺升级产品推新加速，提升店效以及盈利能力，重回中高端定位。当前市值对应估值 17X，维持强烈推荐评级。

□ 2024 年起黄金珠宝行业需求呈现结构化特征：第一、内地中产及高净值阶层消费疲软，消费偏理性，卡地亚母公司瑞士历峰集团已经连续五个季度在大中华区的销售额持续下滑，客群对高奢珠宝消费愈加谨慎。第二、金价持续上涨导致黄金首饰用金的消费量自 2024 年开始下滑。而且定位大众的传统黄金珠宝品牌由于过去 5 年扩张较快，渠道面临饱和，业绩承压。第三、尽管老铺、潮宏基、周大福新产品的销售火爆有金价上涨，消费者传统保值观念的因素。但不同于以往同质化竞争的是，这些品牌主打工艺升级&融合中国传统文化，使得黄金正在打破边界，通过工艺的升级成为国内珠宝时尚市场的主流。老铺、潮宏基、周大福新品凭借差异化的产品设计、精湛的古法金工艺、传统文化的内核，精准的渠道布局，实现了快速的增长。

□ 对于周大福而言，若要重拾增长态势，重回中高端定位是正确的方向选择。一、拥有近百年品牌历史，庞大中产及高净值客群，一二线城市优质渠道位置，精湛的工艺水平以及领先的产品开发能力是改革成功前提。

二、渠道改革力度超预期。公司修正此前渠道过度下沉的战略失误，FY2025 年关闭近千家低效门店的力度超预期，体现了管理层改革的决心。预计 FY2026 净关店规模与上一财年相当。同时 2024 年以来陆续在上海、香港、深圳、西安等地开设高端新形象店，助力品牌势能提升。

三、产品升级效果超预期，24 年 4 月推出的传福系列以及 8 月推出的故宫系列，至 25 年 3 月 31 日止，两大系列收入均达到了 40 亿港币。当前一口价黄金及黄金镶嵌产品收入占比贡献 20% 左右。

四、在经营调整之际，始终坚持举办珠宝展&艺术展，提升品牌势能。

五、从结果来看，低效门店关闭以及新的高端产品的推出推动公司 FY26Q1 直营同店降幅收窄&加盟同店恢复持平。根据公司对于 FY26 的指引，同店有望恢复个位数增长，利润率提升。

□ 盈利预测：预计公司 FY2026-FY2028 收入规模分别为 936 亿港元、983 亿港元、1033 亿港元，同比增速分别为 4%、5%、5%。考虑到一口价产品占比提升带来的利润率提升，预计 FY2026-FY2028 公司归母净利润规模分别为 80 亿港元、92 亿港元、103 亿港元，同比增速分别为 35%、15%、12%。当前市值 1359 亿港币，对应 FY26PE 为 17X，FY25 分红比例 87%，维持“强烈推荐”评级

□ 风险提示：金价波动风险：金价的短期快速下跌利好克重黄金的销售，但对于一口价产品的销售影响较为负面。若金价长期呈现下行趋势，则消费者对

强烈推荐（维持）

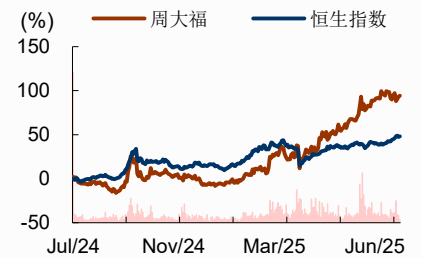
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：13.72 港元

基础数据

总股本（百万股）	9865
已上市流通股（百万股）	9865
总市值（十亿元）	135.3
流通市值（十亿元）	135.3
每股净资产（MRQ）	2.7
ROE（TTM）	22.4
资产负债率	64.20%
主要股东	Chow Tai Fook Capital
主要股东持股比例	72.4852%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	103	99
相对表现	2	76	50



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《周大福 (01929) —FY26Q1 经营数据延续改善趋势》2025-07-23
- 《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

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

于黄金品类的采购意愿可能会有所下滑，将会对公司收入业绩产生不利影响。
内地市场需求持续走弱，公司下沉市场关店超预期的风险：2024年以来，内地消费景气度偏弱，今年仍没有明显改善的迹象，特别是下沉市场表现较差。
 如果下行趋势持续的话，则存在下沉市场关店数量超预期的风险。

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	93596	98332	103263
同比增长	15%	-18%	4%	5%	5%
营业利润(百万元)	9231	13910	13759	15340	16832
同比增长	19%	51%	-1%	11%	10%
归母净利润(百万元)	6499	5916	8001	9218	10332
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	15.1	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（港币）

正文目录

一、 复盘周大福在行业周期波动中的历次变革	5
1、 2008年-2017年：中高端定位，内地直营拓店驱动收入增长	7
2、 2018年-2023年：古法金产品热销，但下沉市场快速开店埋下隐患	9
3、 2024年至今：管理层调整，品牌重塑，产品升级，渠道运营提效提质	12
二、 看好周大福品牌重回中高端的改革方向	15
1、 2024年以来金价快速上涨&渠道饱和，行业经历着结构性变革	15
(1) 2024年后金价快速上涨抑制需求	15
(2) 需求分化：国际高奢及本土大众品牌下滑，老铺&潮宏基&周大福古法金镶嵌产品销售火爆	16
2、 2024年以来周大福改革的底气、打法、空间	19
三、 盈利预测及投资建议	22
四、 风险提示	23

图表目录

图 1: FY2009-FY2025 周大福收入及 YOY	5
图 2: FY2009-FY2025 周大福归母净利润&净利润率	5
图 3: 周大福总市值以及 PE	6
图 4: FY2009-FY2017 周大福收入及 YOY	7
图 5: FY2009-FY2017 周大福分地区收入及 YOY	7
图 6: FY2011-FY2017 周大福珠宝内地门店数量	7
图 7: 中国内地同店销售同比增速	7
图 8: 内地分直营及加盟收入规模及同比增速	8
图 9: 周大福内地分城市渠道数量	8
图 10: 周大福分产品收入金额（亿港元）	8
图 11: 周大福分产品收入占比	8
图 12: 中国内地&中国港澳台及海外的收入规模及增速	9
图 13: FY2018-FY2023 内地收入增速以及同店表现	9
图 14: 周大福珠宝内地门店数变化	10
图 15: FY2017-FY2024 内地平均单店表现	10
图 16: 中国内地的渠道结构（城市级别零售值占比）	10

图 17: 中国内地直营和加盟收入规模.....	10
图 18: 周大福分产品收入规模 (亿港元)	11
图 19: 周大福分产品收入占比	11
图 20: 周大福传承系列在小红书种草并获得关注, 不断带动消费热情(2021 年)	11
图 21: 周大福珠宝内地门店数量以及加盟店占比.....	12
图 22: 周大福内地零售值同比增速以及直营加盟同店增速	12
图 23: 周大福珠宝内地不同线城市零售值占比.....	12
图 24: 周大福珠宝内地不同业态门店零售值占比.....	12
图 25: 周大福传承系列产品 (2025 年)	13
图 26: 周大福传福&传喜系列产品 (2025 年)	13
图 27: 周大福故宫系列产品 (2025 年)	14
图 28: 周大福内地业务按产品划分的收入贡献	14
图 29: 周大福内地业务按产品收入同比增速	14
图 30: 现货价(伦敦市场):黄金: 美元/盎司	16
图 31: 我国黄金首饰销售量 (吨)、销量 YOY	16
图 32: 历峰集团在大中华区分季度收入同比增速.....	16
图 33: 历峰集团旗下主要品牌汇总.....	16
图 34: 老凤祥单季度收入同比增速.....	17
图 35: 周大生单季度收入同比增速.....	17
图 36: 周生生半年度收入同比增速.....	17
图 37: 六福集团半年度 (财年) 收入同比增速	17
图 38: 潮宏基单季度收入同比增速.....	18
图 39: 潮宏基新品销售火爆.....	18
图 40: 老铺黄金代表产品汇总.....	18
图 41: 周大福品牌会员总数以及复购率	20
图 42: 周大福品牌内地分品类同店平均售价 (港元)	20
图 43: 上海南京东路周大福旗舰店.....	20
附: 财务预测表.....	24

一、复盘周大福在行业周期波动中的历次变革

周大福作为国内黄金珠宝龙头品牌创立于1929年，2011年底在香港联合交易所主板上市，以近百年的悠久历史和对创新工艺的持久坚持，被广泛认可为信誉及正货的象征，在国内珠宝行业稳固占据龙头地位。

截止2025年6月30日，公司在全球共拥有6337家门店，其中内地周大福珠宝品牌共有5963个零售点。FY2025公司营业收入达896.56亿港元（FY2009-FY2025，CAGR=10.37%），归母净利润59.16亿港元（FY2009-FY2025，CAGR=7.37%），收入规模位列全国黄金珠宝行业之首。

图 1: FY2009-FY2025 周大福收入及 YOY

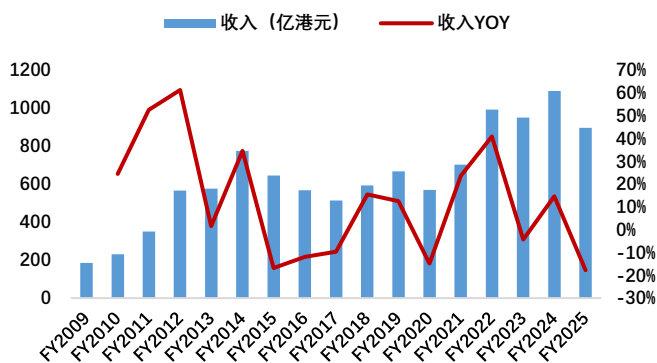
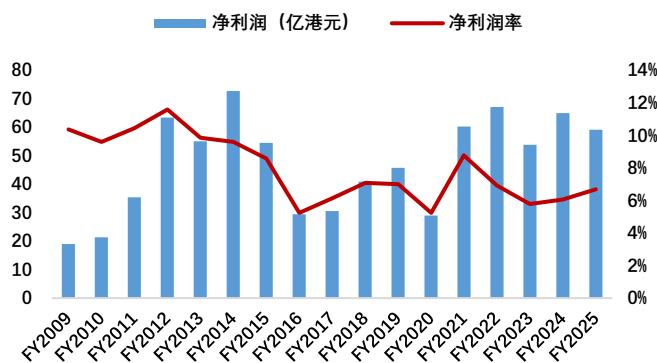


图 2: FY2009-FY2025 周大福归母净利润&净利润率



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

回顾公司发展历程，可主要分为五大阶段：

➢ 源远流深，早期发展奠定品牌根基（1929年-1997年）

1929年周至元在中国内地广州市创办首家周大福金行，后因30年代广州时局不稳迁往澳门，并于1939年在香港开设分行。1950年，郑裕彤（周至元女婿）接管周大福的营运决策，不断扩充店面规模，将店面重心由澳门转移至香港。1956年，周大福首创「四条九」（即黄金成色为999.9‰）的足金，为顾客提供可靠的成色标准，并于1984年被香港采纳为香港黄金首饰成色标准。1990年迎合九十年代消费者心理，推行珠宝首饰“一口价”政策，一系列策略成功打响品牌知名度。

➢ 扩大版图，进军内地市场享发展红利（1998年-2010年）

1998年顺应内地市场改革开放，周大福在北京开设周大福珠宝金行。2000年后，集团业务进入高速发展期，由北京扩展至全国各地，为首家开拓内地三、四线市场的香港珠宝商。2010年，周大福的零售点数量突破1000家。

➢ 上市融资，一二线城市渠道扩张阶段（2011年-2017年）

2011年12月周大福在香港联合交易所主板上市，内地扩张速度进一步加快，内地周大福珠宝门店数从FY2011的1206家快速扩张至FY2018（2018年3月31日）的2317家，直营比例高于加盟。一二线城市零售值占比77%左右。但由于金价自2013年下跌至2015年，以及消费力不足的外部环境，FY2015-FY2017公司收入利润受金价下行影响较大。

➢ 渠道下沉，古法金产品热销（2018至2022年）

面对连续三年的业绩颓势，周大福变革经营策略，寻求新机遇：一方面改革加盟策略，实行“新城镇计划”和“省代政策”，加速三四线渠道扩张，另一方面推出古法金镶嵌新品丰富品牌矩阵，并推出古法金工艺的爆款产品“传承”系列，把握国潮兴起的契机，迎合年轻人喜好，扩充消费群体，提升品牌销量，成功扭转业绩下滑，FY2018-FY2023 销售增速亮眼。

➤ 品牌重塑，渠道调整，产品升级（2023 年至今）

在下沉市场经济上行阶段进行渠道下沉的战略在当时看起来是正确的，但 2023 年开始，随着金价暴涨以及购买力疲软，渠道数量达到了饱和状态，周大福的增长陷入了停滞状态。FY23Q4（自然年度 23Q1）内地直营同店下滑 5.6%引发了股价的下跌，紧接着 FY24Q4（自然年度 24Q1）内地直营同店下滑 2.7%，随后的四个季度直营同店均为下滑状态。

为了扭转经营质量下降的趋势，公司自 2024 年开始关闭低效及亏损的加盟门店，开设一二线城市优质直营店铺，新店店效明显提升。同时匹配渠道升级，公司对产品结构进行了较大的调整，2024 年 4 月起陆续推出了传福、故宫、传喜等新产品，并对原有的传承系列进行设计升级，进行品牌重塑。受渠道和产品结构升级影响，公司内地同店表现明显好转，FY26Q1 内地直营同店降幅收窄到 3.3%，加盟同店同比持平，毛利率及净利润率有所提升。总市值年初至今翻倍。

图 3: 周大福总市值以及 PE



资料来源：公司公告、招商证券

1、2008年-2017年：中高端定位，内地直营拓店驱动收入增长

FY2009-FY2017：公司收入规模从184.11亿港元增长至512.46亿港元，年复合增速达13.6%。其中周大福内地收入规模从100亿港元增长至310亿港元，年复合增速达15%，内地收入占比从FY2009的54%提升至FY2017的60.5%。

图 4: FY2009-FY2017 周大福收入及 YOY

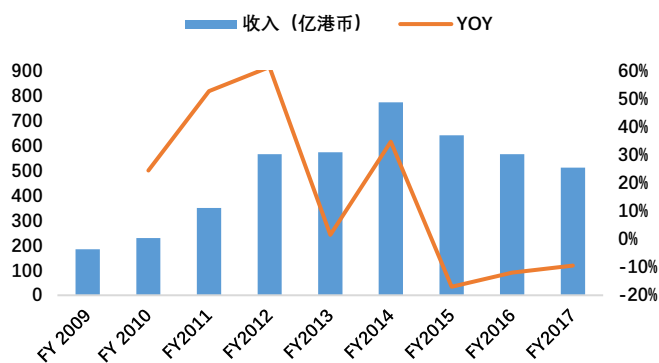
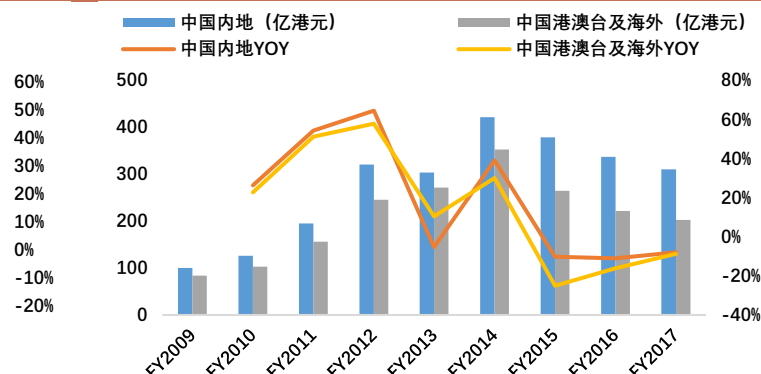


图 5: FY2009-FY2017 周大福分地区收入及 YOY



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

渠道扩张为收入增长的主要驱动力：周大福珠宝品牌内地门店数从FY2009的895家增长至FY2017的2118家，年复合增速达11%。从同店表现来看，FY2010至FY2014显著增长，FY2015-FY2017显著下滑。

图 6: FY2011-FY2017 周大福珠宝内地门店数量

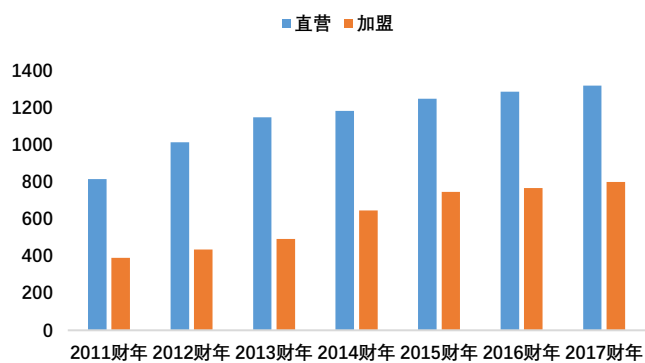
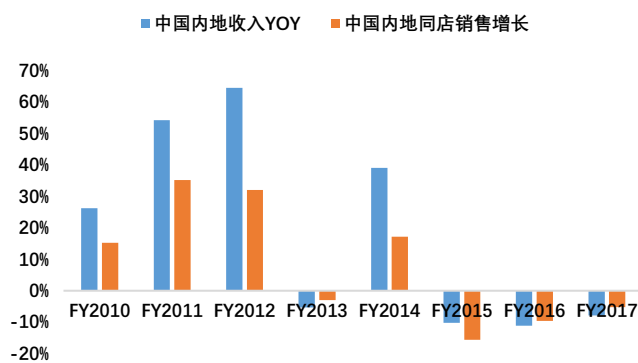


图 7: 中国内地同店销售同比增长

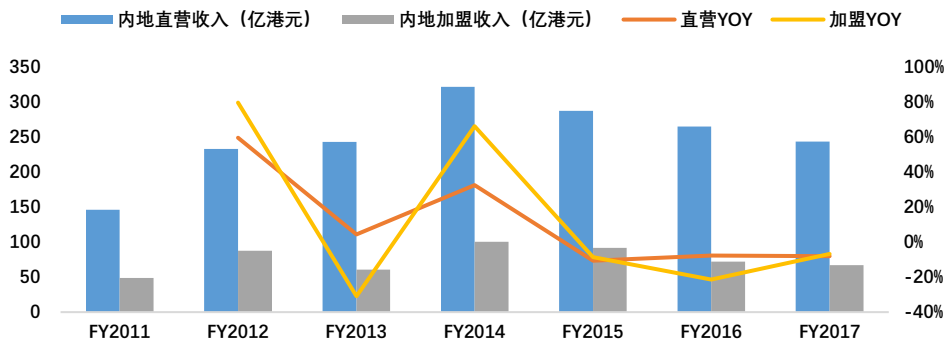


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

直营增速快于加盟：内地直营收入从FY2011的146亿港元增长至FY2017的243亿港元，年复合增速达9%，直营业务收入占比从75%提升至78%。加盟收入从FY2011的48.77亿港元增长至67亿港元，年复合增速达5%。

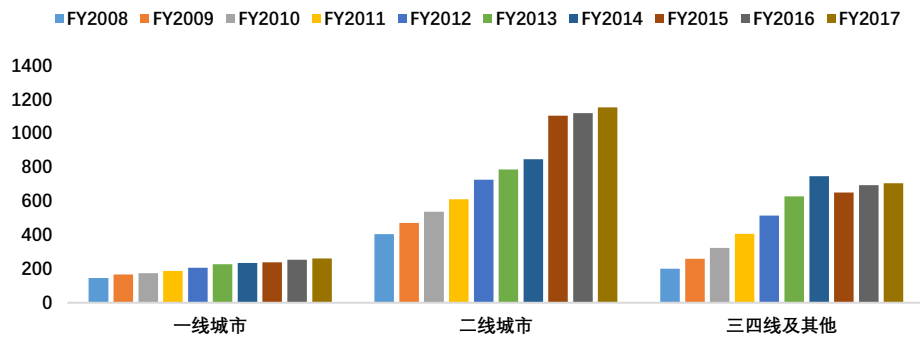
图 8: 内地分直营及加盟收入规模及同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

从周大福珠宝品牌的城市线级分布来看, 一二线城市为主, 以 FY2015 为例, 一线城市 239 家, 二线城市 1103 家, 三四线及其他市场 650 家。

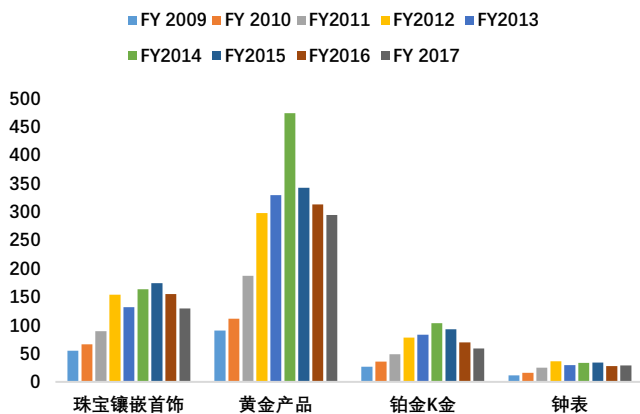
图 9: 周大福内地分城市渠道数量



资料来源: 公司公告、招商证券

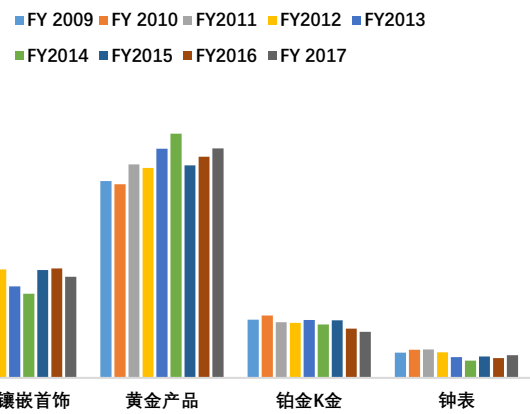
从产品结构看, 黄金产品占比从 FY2009 的 49% 左右提升至 FY2017 的 57%, 铂金及 K 金占比从 FY2009 的 14.6% 下降至 FY2017 的 11.5%, 珠宝镶嵌收入占比从 FY2009 的接近 30% 下降至 FY2017 的 25%+, 钟表占比保持在 5% 左右。

图 10: 周大福分产品收入金额 (亿港元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 周大福分产品收入占比



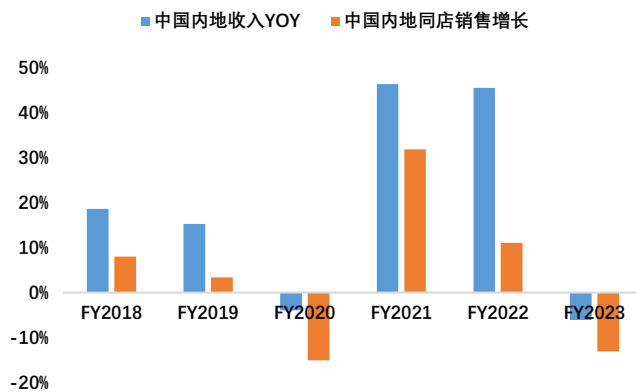
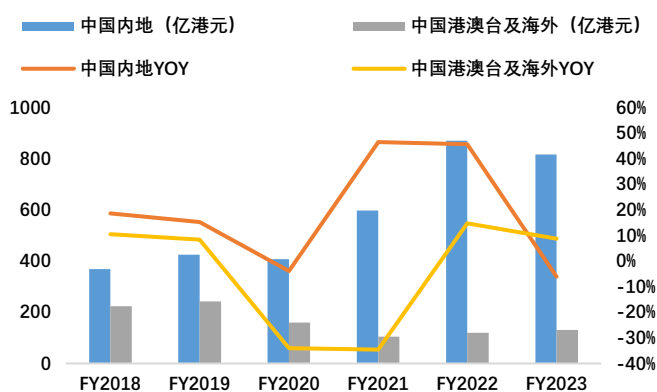
资料来源: 公司公告、招商证券

2、2018年-2023年:古法金产品热销,但下沉市场快速开店埋下隐患

FY2018-FY2023: 为了扭转 FY2015-FY2017 收入连续三年下滑的局面,公司开始寻求新的增长点:渠道下沉以及成功推出传承古法金。FY2018-FY2023 公司收入规模从 591.6 亿港元增长至 946.84 亿港元,年复合增速达 9.86%。其中内地收入规模从 368 亿港元增长至 816 亿港元,年复合增速达 17%,成为驱动公司整体收入增长的主要动力。内地收入的增长主要由于下沉市场的加盟渠道扩张驱动, FY2018-FY2023 周大福内地直营收入规模从 281 亿港元增长至 372 亿港元, CAGR 达 5.77%; 内地加盟收入规模从 87 亿港元增长至 444 亿港元, CAGR 达 38.54%。

图 12: 中国内地&中国港澳台及海外的收入规模及增速

图 13: FY2018-FY2023 内地收入增速以及同店表现



资料来源:公司公告、招商证券

资料来源:公司公告、招商证券

渠道下沉加速: 2018 年 4 月,周大福推出“新城镇计划”,启用全新的新城镇店形象,聚焦探索三四线及县级市场这片广袤的蓝海,提出“千县千店”的目标,采用更为灵活的配货方案契合本地需求,减轻加盟商在门店装修和铺货的投入负担,以深化周大福在低线市场的占有率。为配合新城镇计划快速拓展内陆市场,2019 年 5 月周大福又推出“省代政策”:即周大福新城镇项目省级代理商,经品牌授权,在指定省份的部分地区发展周大福加盟店。省代模式建立了扁平化组织,将开店权限由总部下放至省级代理商,低线城市开店效率显著提升。

为配合“新城镇计划”的展店步伐,周大福对原有的加盟管理政策进行了调整和变革,对新城镇计划的加盟商(非一二线城市加盟商)采用买断式销售,产品交付即确认收入,加盟商负担金价涨跌的存货变化风险。对原区加盟商则仍采用原有的寄售模式销售,商品未售出前由公司保有存货权,终端交易完成时确认收入,金价涨跌对加盟商没有影响。

从门店数量看,周大福珠宝品牌内地门店数量从 FY2018 的 2317 家增长至 FY2023 的 7037 家,其中加盟店从 FY2018 的不足 1000 家快速增长至 FY2023 的 5000 家以上。

但是从单店店效看提升不明显,直营平均单店收入从 FY2017 的 1680 万港币增长至 FY2024 的 1985 万港币, CAGR=2.4%; 加盟平均单店提货收入规模从 FY2017 的 783 万港币增长至 FY2024 的 900 万港币, CAGR=2%,也说明了公司在渠道扩张的时候,并没有很注重单店店效的提升,为日后的调整埋下了隐患。

图 14: 周大福珠宝内地门店数变化

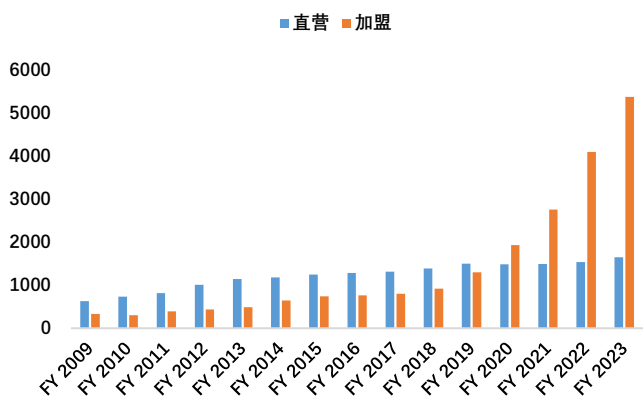
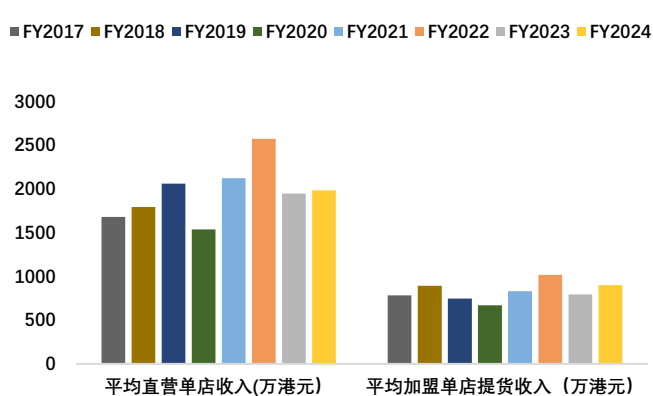


图 15: FY2017-FY2024 内地平均单店表现



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

经过了多年的渠道下沉,周大福珠宝业务在内地的渠道结构发生重大变化,内地直营收入占内地收入比例从FY2018的76%下降至FY2023的46%,加盟渠道的收入占比则从FY2018的24%快速提升至54%。从城市线级分布来看,三四线城市零售值占比从FY2018的23%提升至FY2023的38%,二线城市占比从接近60%下降至接近47%。

图 16: 中国内地的渠道结构 (城市级别零售值占比)

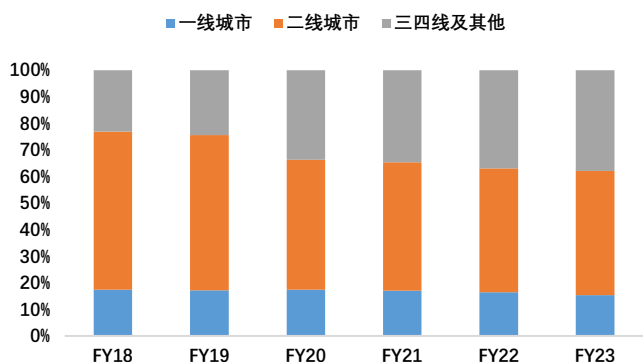
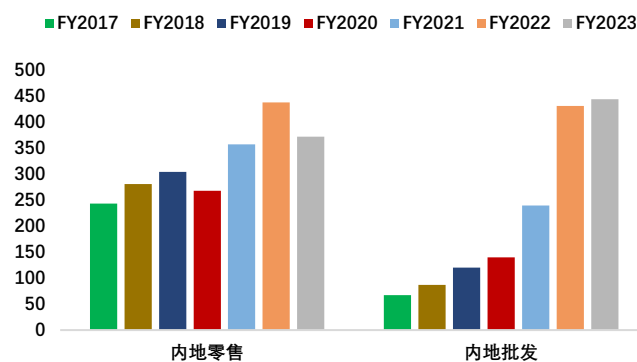


图 17: 中国内地直营和加盟收入规模 (亿港元)



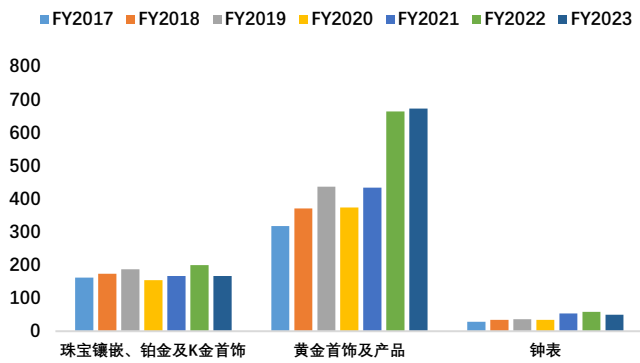
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

古法金传承系列热销: 古法金工艺早在2009年就已经被“老铺黄金”等品牌推出,但当时并未兴起热潮。直到2018年,周大福的传承系列红遍小红书、抖音,刷爆朋友圈,才引爆古法金饰品市场。“传承”系列主打传艺·承美,契合中国传统文化中的家族传承理念,同时也契合了国内黄金收藏者的国风审美,随着国内消费者民族自信心的不断增强,国潮和国货快速兴起,“传承”打造的古法金正顺应了这一趋势,为其热度上升奠定了良好基础。

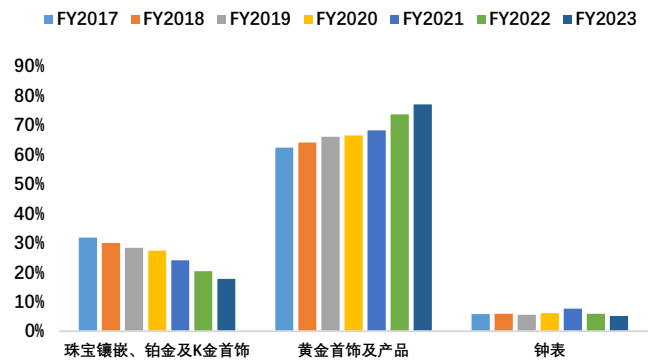
从产品结构来看,伴随着黄金价格的持续上涨,以及周大福传承古法金产品的热销,黄金饰品类的收入及占比持续提升。FY2018 受益于黄金产品平均单件重量增加以及传承系列热销,公司黄金产品的平均售价上涨 11.9%,而FY2018 财年国际平均金价按年上升幅度仅为 2.1%。FY2019 也同样受产品结构的变化,公司黄金产品的平均售价上升 13.2%,国际平均金价按年下降 1.8%。FY2019H1 “传承”系列在内地黄金零售值占比 11.6%,FY2020 传承古法金系列在周大福内地黄金首饰收入占比已经提升至 32%,并在FY2021-FY2025 期间保持在 40%左右占比。

图 18: 周大福分产品收入规模 (亿港元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 19: 周大福分产品收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 20: 周大福传承系列在小红书种草并获得关注, 不断带动消费热情(2021年)



资料来源: 小红书、招商证券《周大福: 破局求变, 珠宝龙头正扬帆起航》2021年3月27日

3、2024 至今:管理层调整, 品牌重塑, 产品升级, 渠道运营提效提质

受 2023 年以来金价快速上行, 消费者购买力下行, 以及公司在下沉市场渠道饱和、产品同质化、品牌老化等因素的叠加影响, 公司在 FY23Q4 直营同店开始下滑, 并在 FY24Q2 直营和加盟同店再次下滑, FY25Q1 开始同店连续 5 个季度同比下滑, 渠道以及产品改革迫在眉睫。

渠道改革进行中, 内地同店降幅自 FY25Q3 开始逐季收窄: 自 2024 自然年以来, 公司持续关闭下沉市场的低效及亏损门店, 截止到 FY2026Q1 末, 周大福内地珠宝门店数量减少至 5963 家, 较 FY2025Q1 末净减少 1150 家。尾部门店出清&低基数因素, 公司内地直营同店表现从 FY25Q2 下滑 24.3%, 降幅收窄到 FY26Q1 的 3.3%。内地加盟同店表现从 FY25Q2 的下滑 20.3%, 降幅收窄到 FY26Q1 的同比持平。内地零售值降幅也从 FY25Q2 的下滑 19.4% 收窄到 FY26Q1 的下滑 3.3%。

渠道业态持续优化: 由于 2019 年后渠道下沉的原因, 公司一二线渠道零售值占比从 FY2019 的 75.6% 下降至 FY23 的 62.1%, 随着下沉市场低效门店的关闭, 这一占比在 FY25 恢复至 64.3%。从业态来看, 购物中心渠道零售值占比从 FY2019 的 37% 提升至 FY2025 的 51%; 传统的百货业态零售值占比则从 57% 下降至 30%; 街边店等其他业态的占比受低效门店关闭的影响, 占比也下降至 19%。

图 21: 周大福珠宝内地门店数量以及加盟店占比

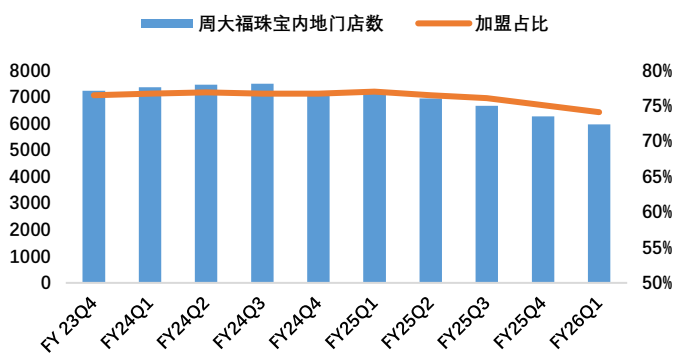
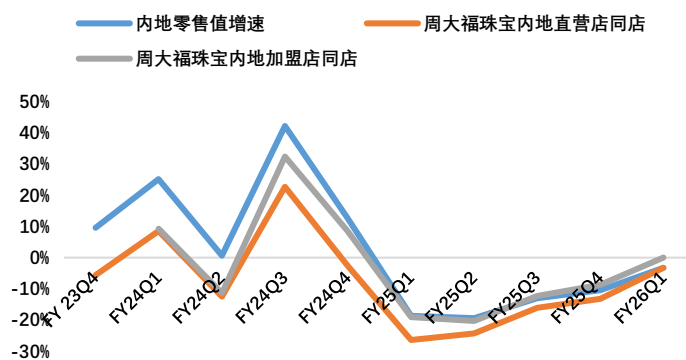


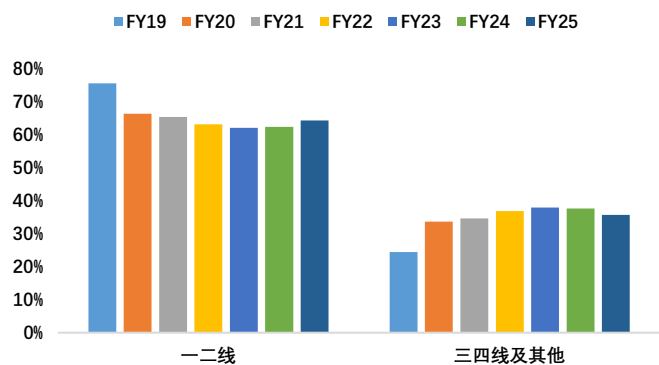
图 22: 周大福内地零售值同比增速以及直营加盟同店增速



资料来源: 公司公告、招商证券 (FY2024 开始传承专区不再单独统计, 合并到门店)

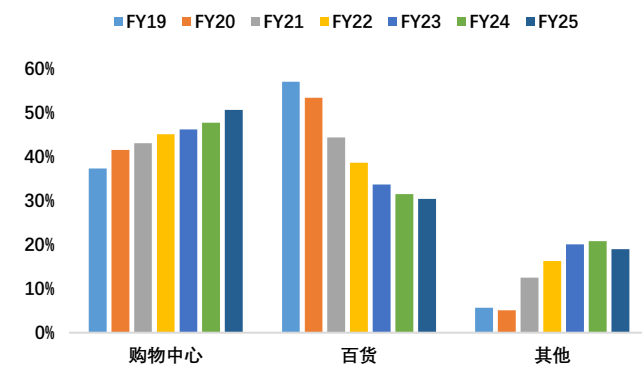
资料来源: 公司公告、招商证券

图 23: 周大福珠宝内地不同线城市零售值占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 周大福珠宝内地不同业态门店零售值占比



资料来源: 公司公告、招商证券

产品端持续升级: 2024 年 4 月公司推出了传福系列 (传福系列将传统美学转化

为可日常佩戴的设计语言，而非束之高阁的藏品)。同年 8 月推出了故宫系列，截止到 FY25 财年末，两个系列销售收入均达到了 40 亿港元。今年 4 月份又陆续推出传喜。传喜系列在设计理念上延续了传福系列一脉相承的文化叙事方式，用现代创新设计表达传统经典，将“喜”字传递的情感与“锁”的形态和意向结合，通过钥匙打开锁体，拆解成转运珠进行一款多戴。

从财报看，定价黄金产品凭借标志性的设计和精湛工艺，销售火爆，FY25 营业额同比翻倍以上增长，在内地的黄金首饰及产品类别中，零售值占比从 FY24 的 7% 大幅度提升至 FY25 的 19.2%。同时珠宝镶嵌、铂金以及 K 金首饰品类中的黄金镶嵌占比亦持续提升。传承系列也进行了产品升级，推出了众多的高克重金器产品，迎合高净值人群需求。

图 25: 周大福传承系列产品 (2025 年)



资料来源: 小红书、招商证券

图 26: 周大福传福&传喜系列产品 (2025 年)



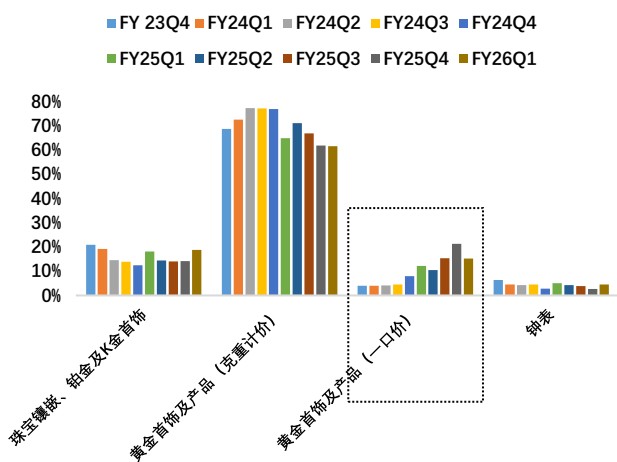
资料来源: 小红书、招商证券

图 27: 周大福故宫系列产品 (2025 年)



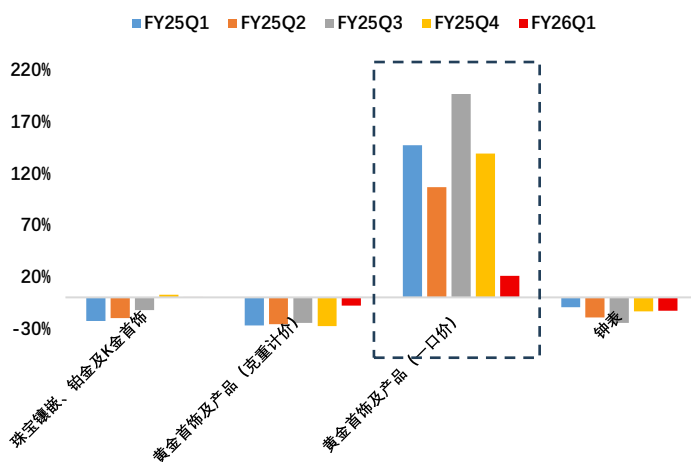
资料来源: 小红书、招商证券

图 28: 周大福内地业务按产品划分的收入贡献



资料来源: 公司公告、招商证券

图 29: 周大福内地业务按产品收入同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

二、看好周大福品牌重回中高端的改革方向

2024年起黄金珠宝行业需求呈现分层的特征：第一、内地中产阶层消费疲软，消费偏理性，卡地亚母公司瑞士历峰集团已经连续五个季度在大中华区的销售额持续下滑，说明消费者对高奢珠宝消费愈加谨慎。第二、金价持续上涨，黄金珠宝消费量自2024年开始下滑。而且传统黄金珠宝品牌由于过去5年渠道扩张较快，目前渠道数量已经饱和，周大生、老凤祥、周生生、六福集团、周大福克重黄金自2024年开始收入持续下滑。第三、在国际高奢和本土大众品牌销售均下滑的背景下，高端定位的老铺黄金承接了曾经购买高奢珠宝的中产客群需求，凭借差异化的产品设计、精湛的古法金工艺、传统文化的内核，精准的高端渠道布局，实现了爆发式的增长。

对于周大福而言，若要重拾增长态势，重回中高端定位是正确的方向。第一、拥有近百年的品牌历史，庞大的高净值客群，一二线城市优质渠道位置，精湛的工艺水平以及领先的产品开发能力是改革成功的前提。第二、从具体的打法和落地效果看是超预期的。公司修正此前渠道过度下沉的战略失误，FY2025年关闭低效门店的力度超预期，体现了管理层改革的决心。预计FY2026净关店规模与上一财年相当。产品升级效果超预期，24年4月推出的传福系列以及8月推出的故宫系列，至25年3月31日止，两大系列收入均达到了40亿港元。低效门店的关闭以及新的高端产品的推出推动公司FY26Q1直营同店降幅收窄&加盟同店恢复持平。根据公司对于FY26的指引，同店有望恢复个位数增长。

1、2024年以来金价快速上涨&渠道饱和，行业经历着结构性变革

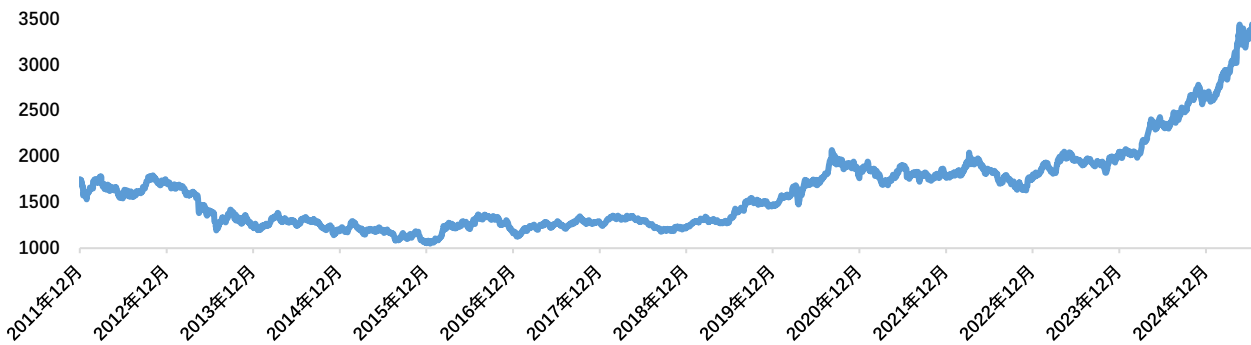
(1) 2024年后金价快速上涨抑制需求

2011年-2015年：渠道扩张驱动需求增长：现货金（伦敦市场）价格在2011年9月6日达到了阶段性的高点1895美元/盎司，随后快速下跌至2015年12月17日的1049美元/盎司。虽然长达4年的黄金下跌趋势，但由于当时黄金珠宝消费处于品牌化升级过程中，且品牌还处于渠道扩张阶段，我国黄金首饰的消费量从2011年457吨快速增长至2015年722吨。

2016年初至2023年：金价慢牛&消费升级驱动黄金首饰需求量增长：现货金（伦敦市场）价格从2016年的1月4日1082美元/盎司上涨至2023年12月29日2062美元/盎司。黄金首饰用金的消费量介于600-700吨之间（2020年疫情影响下黄金首饰金的消费量减少到491吨）。可以看出在金价缓慢上涨，居民购买力持续提升，龙头品牌持续开店阶段，整体黄金珠宝首饰消费处于量价齐升状态。

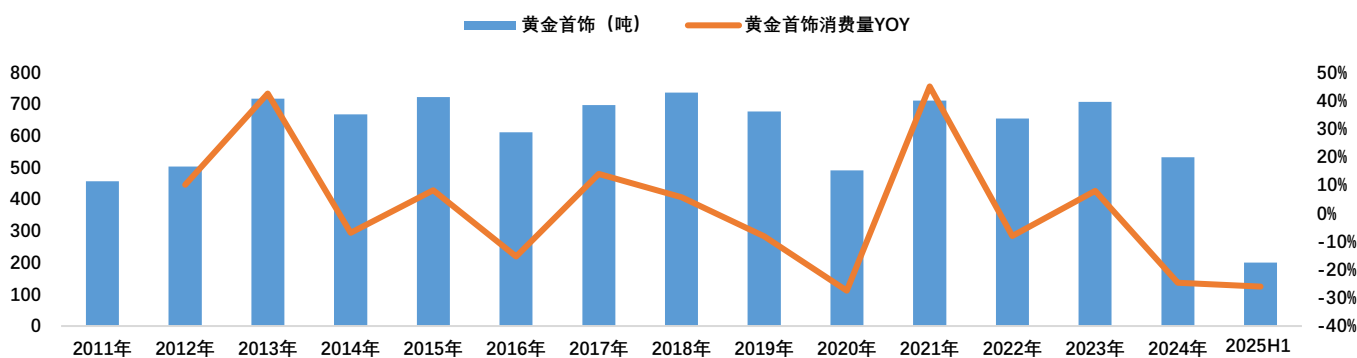
2024年以来，金价快速上涨导致黄金首饰需求总量下滑：2024年初至今，金价从2024年1月2日的2068美元/盎司上涨至2025年7月18日的3355美元/盎司，短期涨幅过快，在消费疲软的大环境下，黄金首饰用金的消费量在2024年下滑了25%，2025年上半年，我国黄金首饰消费量接近200吨，同比下降26%。

图 30: 现货价(伦敦市场):黄金: 美元/盎司



资料来源: wind、招商证券

图 31: 我国黄金首饰销售量(吨)、销量 YOY



资料来源: wind、招商证券

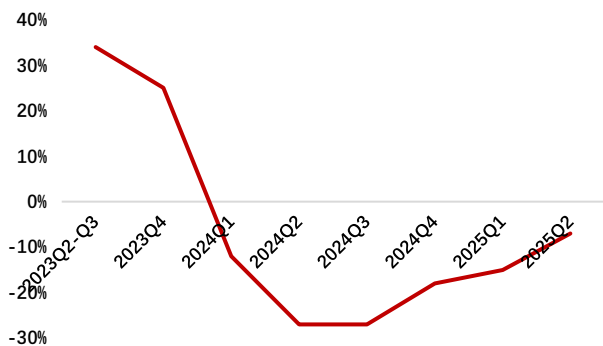
(2) 需求分化: 国际高奢及本土大众品牌下滑, 老铺&潮宏基&周大福古法金镶嵌产品销售火爆

2024 年开始海外高奢珠宝在大中华区销售下滑

如瑞士历峰集团-卡地亚、梵克雅宝、积家、江诗丹顿等高级珠宝和腕表品牌的母公司, 2024 年 Q1 在大中华区销售收入下滑 12%, 二季度及三季度均下滑 27%, 从 24Q4 开始至今降幅逐渐收窄。

图 32: 历峰集团在大中华区分季度收入同比增速

图 33: 历峰集团旗下主要品牌汇总



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

国内大众黄金珠宝品牌亦出现了明显的收入下滑

老凤祥 2024 年收入同比下滑 20.5%, 25Q1 收入同比下滑 31.64%。周大生 2024

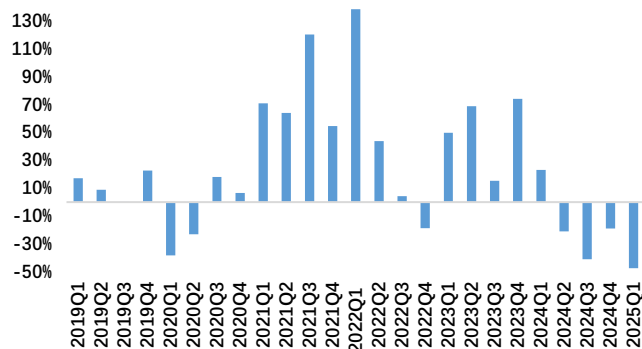
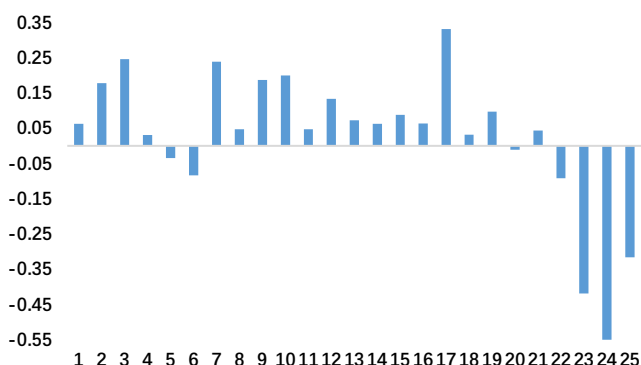
敬请阅读末页的重要说明



年收入同比下滑 14.73%，25Q1 收入同比下滑 47.28%。周生生 2024 年收入同比下滑 15.34%。六福集团 FY25H1 收入下滑 27%，FY25H2 收入下滑 0.16%。

图 34: 老凤祥单季度收入同比增速

图 35: 周大生单季度收入同比增速

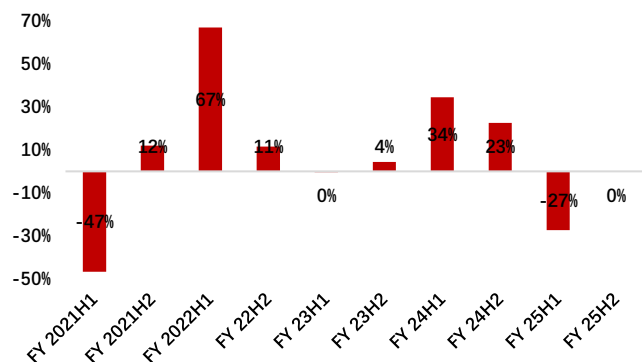
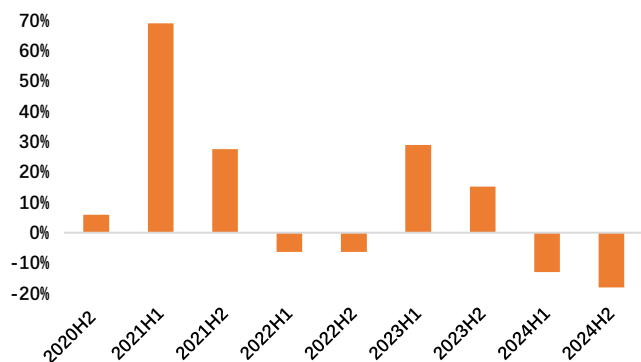


资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 周生生半年度收入同比增速

图 37: 六福集团半年度(财年)收入同比增速



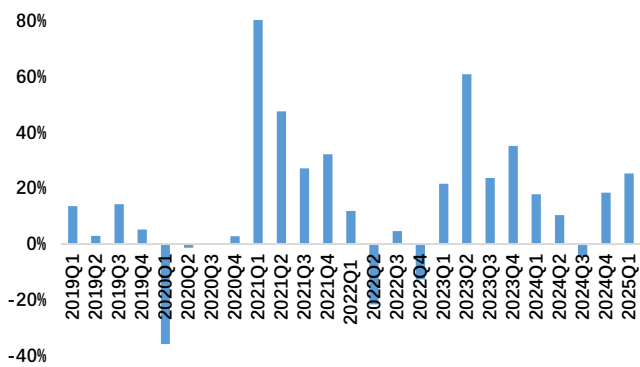
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券 (财年, 截止日为 3 月 31 日)

老铺黄金、潮宏基今年表现突出。尽管老铺、潮宏基、周大福新产品的销售火爆有金价上涨, 消费者传统保值观念的因素。但不同于以往同质化产品的是, 这些品牌主打工艺升级&融合中国传统文化, 黄金正在走出固有的条条框框, 通过工艺的升级成为珠宝时尚市场的主流。

- 潮宏基能够逆势增长, 原因在于: 1) 差异化产品力, 公司用 K 金时代的基因降维打击黄金品类设计及运营, 小克重串珠与众多 IP 联名引流, 国潮高端产品特色设计持续推新。2) 年轻客户的洞察及线上推广运营, 目标客群是兼具一定消费能力与悦己需求的年轻人, 价格敏感性较大众客群更低、产品差异化要求更高; 产品定价同样具备“性价比”, 串珠低千元水平、国潮古法金低万元水平, 新品结合线上推广快速放大声量。3) 终端门店 1500 家左右, 华东地区占比 50%, 终端快速动销获加盟商青睐, 渠道持续扩张, 形成良性循环。

图 38: 潮宏基单季度收入同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 39: 潮宏基新品销售火爆



臻金·梵华

臻藏

臻金·十二颜

花漾倩影

资料来源: 公司公告、招商证券

➢ 高端定位的老铺黄金承接了曾经购买高奢珠宝的中产客群需求, 凭借差异化的产品设计、精湛的古法金工艺、传统文化的内核, 精准的高端渠道布局, 实现了爆发式的增长。产品端: 金器为书房、文玩、摆件等高克重藏品, 彰显品牌的文化及收藏属性, 支撑品牌形象。金饰融合精美设计及佛教元素, 如十字金刚杵、平安扣、随身佛、貔貅、天珠、嘎乌盒、玫瑰花窗等, 打造爆品破圈。渠道方面, 精准定位一线城市奢侈品渠道。同时在顾客服务体验、会员管理、价格管控、门店装修等方面均向奢侈品看齐。

图 40: 老铺黄金代表产品汇总



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 老铺黄金的选址大多位于高端购物中心

北京 9 家	北京 SKP、国贸商城、王府中环、东方新天地、中国大饭店、工美大厦、百货大楼、SKP-S、DT51
上海 3 家	IFC、港汇恒隆、豫园
天津 1 家	万象城
广州 1 家	太古汇
深圳 3 家	罗湖万象城、南山万象天地、深圳湾万象城
杭州 2 家	万象城、杭州大厦
南京 1 家	德基广场
成都 2 家	SKP、IFS

西安 1 家	SKP
郑州 1 家	丹尼斯大卫城
沈阳 1 家	万象城
武汉 2 家	SKP、世贸广场
厦门 1 家	万象城
香港 2 家	尖沙咀、海港城
澳门 1 家	威尼斯人购物中心
新加坡 1 家	金沙购物中心

资料来源：公司网站、招商证券

2、2024 年以来周大福改革的底气、打法、空间

➢ 改革的底气：品牌历史悠久，一二线城市入局较早，中产阶级是其主要购买群体

正如我们在第一部分写到，周大福品牌 1998 年顺应内地市场改革开放，在北京开设周大福珠宝金行。2000 年后集团业务进入高速发展期，由北京扩展至全国各地，2010 年周大福的零售点数量突破 1000 家。2018 年前周大福在内地的扩张主要是一二线为主，品牌在中产阶级群体中有一定的影响力。即便经历了 2018 年后下沉市场加速开店以及 2024 年开始下沉市场关店的情况，FY2025 周大福珠宝业务在内地一线城市门店数仍然有 750 余家，二线城市有 2600 余家，占周大福整体门店数的 54%。

表 2：胡润中国高净值人群品质生活报告-十大高净值人群最青睐的珠宝品牌

2020	2021	2022	2023	2024
Bvlgari (寶格麗)	Bvlgari (寶格麗)	Bvlgari (寶格麗)	Bvlgari (寶格麗)	Bvlgari (寶格麗)
Cartier (卡地亞)	Cartier (卡地亞)	Cartier (卡地亞)	Cartier (卡地亞)	Cartier (卡地亞)
Van Cleef & Arpels (梵克雅寶)	Van Cleef & Arpels (梵克雅寶)	Van Cleef & Arpels (梵克雅寶)	Van Cleef & Arpels (梵克雅寶)	Van Cleef & Arpels (梵克雅寶)
Tiffany & Co. (蒂芙尼)	Tiffany & Co. (蒂芙尼)	Tiffany & Co. (蒂芙尼)	Tiffany & Co. (蒂芙尼)	Tiffany & Co. (蒂芙尼)
Chanel (香奈兒)	Chanel (香奈兒)	Chanel (香奈兒)	Chow Tai Fook (周大福)	Chow Tai Fook (周大福)
Chaumet (尚美巴黎)	Chaumet (尚美巴黎)	Chow Tai Fook (周大福)	Chanel (香奈兒)	Chanel (香奈兒)
Piaget (伯爵)	Chow Tai Fook (周大福)	Piaget (伯爵)	Boucheron (寶詩龍)	Boucheron (寶詩龍)
Chow Tai Fook (周大福)	Harry Winston (海瑞溫斯頓)	Chaumet (尚美巴黎)	Piaget (伯爵)	Piaget (伯爵)
Montblanc (萬寶龍)	Montblanc (萬寶龍)	Harry Winston (海瑞溫斯頓)	Chaumet (尚美巴黎)	De Beers (戴比爾斯)
Harry Winston (海瑞溫斯頓)	Piaget (伯爵)	Chopard (蕭邦)	Laopu Gold (老鋪黃金)	Laopu Gold (老鋪黃金)

资料来源：公司公告、招商证券

从周大福中国内地以及港澳会员总数来看，FY2024 合计拥有 600 万会员，FY2024 内地及港澳会员再消费占相关零售值的比例接近 40%。同时受金价上涨以及产品升级影响，周大福内地珠宝镶嵌首饰以及黄金产品的同店平均售价持续上行，FY26Q1 珠宝镶嵌同店平均售价达到了 9600 港元，黄金产品售价达到 6900 港元。

图 41: 周大福品牌会员总数 (百万) 以及复购率

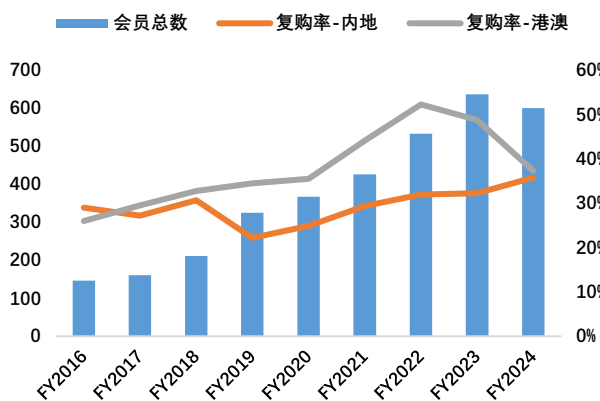
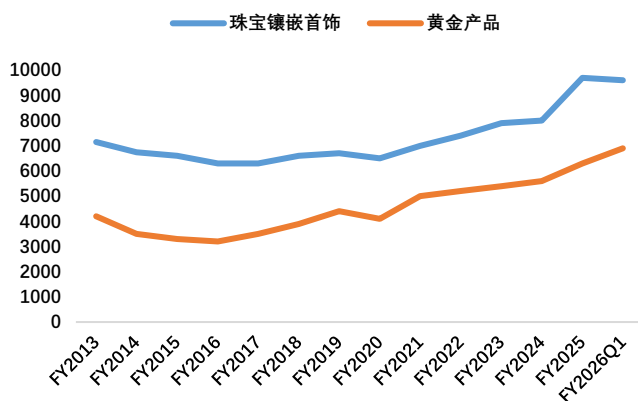


图 42: 周大福品牌内地分品类同店平均售价 (港元)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

➤ **品牌势能: 持续进行品牌文化输出, 拔高品牌定位**

虽然 2024 年以来公司业绩承压, 但在品牌营销方面始终坚持投入。2023 年公司推出了《超越时光》天然钻石展览, 以提高消费者对于天然钻石的认识, 此后分别于 2023 年 12 月和 2024 年 3 月把《超越时光》展览在北京和上海举行, 强化了周大福品牌在珠宝领域的领先地位。

2025 年 6 月, 周大福在杭州正式发布全新高级珠宝系列“和美东方 Timeless Harmony”, 系列涵盖“莲华清韵”、“天圆地方”、“传喜”、“宫宇御韵”、“金沓浮钉”、“瓦影绘韵”、“筑衡同韵”共七个系列作品, 将中华文化与西方美学的几何线条相融合, 创作总计百余件高级珠宝的精湛作品, 向全球展现东方美学精髓, 凭借创意实力与精湛工艺, 为全球藏家和珠宝爱好者呈现文化基因与工艺美术兼具的传世之作。

➤ **夯实优质渠道资源: 深耕一二线城市核心商圈优质渠道资源**

2024 年以来周大福珠宝集团相继在香港、深圳、武汉、西安以及上海开设新形象店, 重塑珠宝消费体验, 为顾客打造沉浸式以及个人化购物之旅。

2025 年周大福上海南京东路的新形象店于 5 月 15 日营业, 作为周大福首家 5 层楼高的新形象店, 以总面积超 1260 平米重塑珠宝零售场景。一楼为经典时尚珠宝, 呈现包括传福、传喜等周大福经典时尚珠宝和创意 IP 联名产品。二楼为女士珠宝。三楼为中式传世珠宝, 古法金为主。四楼为高级珠宝。五楼为品牌体验中心, 提供产品维修服务, 支持珠宝工艺互动展示, 私人定制等创新购物体验。

图 43: 上海南京东路周大福旗舰店



资料来源：周大福会员微信公众号、招商证券

➤ **强化爆品打造能力，引领行业趋势**

正如我们在上文中写到，无论是 2018 年的古法金传承系列从推出到短短两年时间收入占到黄金产品比例接近 40%，这一比例持续到 2025 财年。2024 年以来新推的故宫、传福、传喜系列的成功并非偶然，而是公司多年以来在珠宝首饰开发、工艺技术积累、消费者需求洞察方面积累的多年经验作为基础。

➤ **结果如何验证？看店效的提升，看毛利率的提升，看整体净利润率的提升**

我们预计 FY26 公司渠道关闭数量会与 FY2025 相当，即 1000 家左右的规模，预计到 YF2026 末公司内地渠道数量会减少至 5600 余家（含钟表及其他品牌），其中直营门店 1600 家左右，加盟店 4000 家左右。绝对数量来看再持续扩张的空间不大，主要依靠内生增长-店效的提升。而店效的提升则主要依靠：第一、头部门店&高端形象店的带动，以及公司计划在 2025 年-2029 年策略性的翻新旗下所有门店，提升购物体验。第二、爆款产品的带动，历史上传承、传福、故宫已经被成功验证。第三、通过产品结构的优化，高价格带产品成交比例的提升，提升同店平均成交价格。

三、盈利预测及投资建议

预计公司 FY2026-FY2028 收入规模分别为 9366 亿港元、983 亿港元、1033 亿港元，同比增速分别为 4%、5%、5%。其中中国内地收入规模分别为 770 亿港元、805 亿港元、845 亿港元，同比增速分别为 3%、5%、5%。内地直营收入规模分别为 373 亿港元、408 亿港元、433 亿港元，同比增速分别为 15%、10%、6%。内地加盟收入考虑到今年关店因素，预计 FY2026-FY2028 收入规模分别为 398 亿港币、397 亿港币、412 亿港币，同比-6%、0%、4%。

FY2025 财年公司将黄金借贷重估收益或损失由销售成本重新分类为其他收益或损失，为了更妥善的反映不受黄金对冲活动影响下的核心营运表现。考虑到 FY2025 财年黄金降幅较大，毛利率同比提升了 5.56pct，预计 FY2026 金价涨幅有限，毛利率同比 FY2025 下降约 1pct，FY2027-FY2028 受产品结构调整，直营占比提升，带动毛利率小幅提升。同时运营效率提升，期间费用率下行，带动公司 FY2026-FY2028 净利率提升。

预计 FY2026-FY2028 公司归母净利润规模分别为 80 亿港元、92 亿港元、103 亿港元，同比增速分别为 35%、15%、12%。

当前市值 1359 亿港币，对应 FY26PE 为 17X，FY25 分红比例 87%，维持“强烈推荐”评级。

表 3: 收入及利润假设

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
一、总收入 (亿港元)	989	947	1087	897	936	983	1033
YOY	41%	-4%	15%	-18%	4%	5%	5%
1、中国内地 (亿港元)	869	816	897	746	770	805	845
中国内地 YOY	46%	-6%	10%	-17%	3%	5%	5%
内地零售点数量 (含钟表)	5764	7287	7407	6501	5607	5450	5410
内地收入占比	87.9%	86.2%	82.5%	83.2%	82.3%	81.9%	81.9%
1.1 内地直营收入 (亿港元)	438	372	386	324	373	408	433
直营 YOY	23%	-15%	4%	-16%	15%	10%	6%
直营收入占比	50.4%	45.6%	43.0%	43.4%	48.4%	50.7%	51.3%
1.1.1 线上收入 (亿港元)	45	38	43	43	54	65	73
YOY	80%	-15%	12%	0.44%	25%	20%	12%
线上收入占比	5.2%	4.7%	4.8%	5.8%	7.0%	8.1%	8.6%
1.1.2 线下直营 (亿港元)	393	334	343	279	319	344	361
YOY	18%	-15%	3%	-19%	14%	8%	5%
直营门店数	1527	1712	1726	1619	1607	1650	1650
平均直营单店收入 (万港元)	2572	1949	1985	1724	1983	2082	2186
YOY	21%	-24%	2%	-13%	15%	5%	5%
1.2 内地加盟收入 (亿港元)	431	444	511	422	398	397	412
加盟 YOY	80%	3%	15%	-17%	-6%	0%	4%
加盟收入占比	49.6%	54.4%	57.0%	56.6%	51.6%	49.3%	48.7%
加盟门店数	4237	5575	5681	4882	4000	3800	3760
平均加盟单店提货收入 (万港元)	1018	797	900	864	994	1044	1096
YOY	23%	-22%	13%	-4%	15%	5%	5%
2、中国港澳台及海外 (亿港元)	120	131	190	151	166	178	187
零售点 (含钟表)	138	136	142	143	145	145	145

中国港澳台及海外 YOY	15%	9%	46%	-21%	10%	8%	5%
二、毛利率	23.61%	23.99%	23.95%	29.51%	28.50%	29.00%	29.50%
三、归母净利润率	6.78%	5.69%	5.98%	6.60%	8.55%	9.37%	10.01%
归母净利润(亿港币)	67.12	53.84	64.99	59.15	80.01	92.18	103.32
YOY		-20%	21%	-9%	35%	15%	12%

资料来源：公司公告、招商证券

四、风险提示

我们认为未来公司主要的风险因素在于金价波动风险、内地市场需求持续走弱。

1) 金价波动风险：公司目前销售占比最大的是素金类产品，金价的大幅波动风险会在一定程度上影响公司的经营。金价的短期快速下跌利好克重黄金的销售，但对于一口价产品的销售影响较为负面。若金价长期呈现下行趋势，则消费者对于黄金品类的采购意愿可能会有所下滑，将会对公司收入业绩产生不利影响。

2) 内地市场需求持续走弱，公司下沉市场关店超预期的风险：2024 年以来，内地消费景气度偏弱，今年仍没有明显改善的迹象，特别是下沉市场表现较差。如果下行趋势持续的话，则存在下沉市场关店规模超预期的风险。

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	71984	77061	82329
现金及现金等价物	7695	7582	8304	10590	12977
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	2401	2521
其它应收款	3942	2084	2714	2852	2995
存货	64647	55417	58679	61217	63834
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	80326	84494	88853
流动负债	57520	48128	49023	50259	51533
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	27351	28534	29754
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	50026	51262	52536
股本	9988	9988	9988	9988	9988
储备	22397	15727	16438	19245	22063
少数股东权益	1031	968	1067	1182	1310
归属于母公司所有者权益	25715	26425	29233	32050	35008
负债及权益合计	88819	76524	80326	84494	88853

现金流量表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028
经营活动现金流	13836	10255	10854	12885	13964
净利润	6499	5916	8001	9218	10332
折旧与摊销	2285	2103	2103	2103	2103
营运资本变动	711	(4338)	(2402)	(1556)	(1607)
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)	(7002)	(7982)
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	6401	7375
其它筹资	(651)	(587)	(598)	(603)	(608)
其它调整	(25075)	(10228)	(10387)	(12801)	(14749)
现金净增加额	(4000)	(113)	722	2286	2388

利润表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028
总营业收入	109000	89656	93596	98332	103263
主营业务收入	108713	89656	93596	98332	103263
营业成本	86428	63201	66921	69816	72801
毛利	22285	26455	26675	28516	30463
营业支出	13341	12545	12916	13176	13631
营业利润	9231	13910	13759	15340	16832
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	10706	12334	13823
所得税	2121	1928	2606	3001	3363
少数股东损益	108	73	99	114	128
归属普通股股东净利润	6499	5916	8001	9218	10332
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%	18.8%	19.7%
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	21.2	23.3	17.2	14.9	13.3
PB	5.4	5.2	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	14.4	15.6	12.3	11.0	10.0

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。