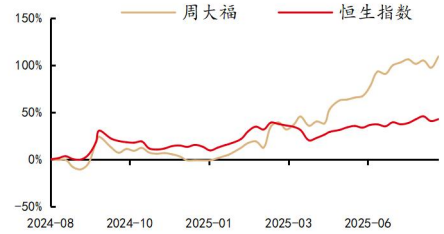
周大福（1929.HK）

同店继续改善，定价产品高增

股票投资评级

买入|维持

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）	13.70
总股本/流通股本（亿股）	98.65
总市值/流通市值（亿港元）	1,351.56
52 周内最高/最低价	14.16 / 6.43
资产负债率(%)	69.8875
市盈率	23.3647
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

● 事件

公司发布 2025 年 4-6 月未经审计经营数据，公司整体零售值同比-1.9%，其中中国内地-3.3%，港澳及其他市场+7.8%。其中中国内地同店销售-3.3%，同店销量-11.1%，中国香港及澳门同店销售+2.2%，同店销量-8.8%。

● 点评

渠道销售：同店逐季继续改善。受益于定价产品的持续增长及低基数效应，26Q1 公司同店销售继续改善。

1）中国内地：直营店同店销售额跌幅收窄至 3.3%，加盟店同店销售转为持平；

2）港澳：香港及澳门同店销售较去年同期增长 2.2%，其中香港增长 0.2%，澳门增长 9.5%。

3）线上：中国内地电商零售值保持强劲石头，按年增长 27%，季度内对中国内地零售值、销量的贡献分别为 7.6%、16.9%，主要得益于公司的 ip 联名合作及 618 购物节的强劲需求。

产品分析：黄金首饰改善延续，定价产品继续高增。

1）黄金产品：无论是中国大陆还是港澳及其他地区，公司黄金首饰及产品零售额增速均继续改善，其中大陆 26Q1 增速为-3.6%，港澳及其他增速转正至 11.4%。其中中国大陆定价黄金产品饰品化驱使下，季内同比增长 20.8%，占比由去年同期的 15.8%提升至本季的 19.8%。

2）珠宝及镶嵌：均实现正增长，其中中国内地零售值实现 0.5%的正增长，延续了去年 Q4 以来正增长的趋势，港澳及其他零售值实现 4.8%的增长。

3）品牌转型：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，26 财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。

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」，全新的高级珠宝系列将在今年在内地主要城市及香港巡展。此外，周大福传喜系列已于 4 月推出，公司亦与著名潮牌合作，推出周大福 xCLOT 系列，该产品定位于年轻一代。

门店情况：门店网络持续优化，品牌转型逐步推进。26Q1 公司门店从 6644 家减少至 6337 家，净减少了 307 家，其中周大福珠宝门店从 6423 家减少至 6113 家，净减少了 310 家，其他品牌门店数量从 221 家增加至 224 家，净增 3 家。公司持续关闭表现欠佳的门店，选

择性开设生产力较高的门店，不断优化门店网络，中国内地净关闭 311 家周大福珠宝零售店，香港及澳门净开设 1 个零售店。

● 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、0.83、0.89 港元/股，当下股价对应 PE 分别为 19x、17x、15x。维持公司“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	0.83	0.89
市盈率（P/E）	14.88	19.18	16.50	15.36
市净率（P/B）	3.33	4.05	3.26	2.69
EV/EBITDA	9.53	14.37	11.70	10.19

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（单位：百万港元）

财务报表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	67,274	74,440	84,131	94,193
现金	7,582	12,347	22,193	33,431
应收账款及票据	2,189	2,262	2,387	2,486
存货	55,417	57,977	57,594	56,237
其他	2,085	1,854	1,957	2,038
非流动资产	9,251	9,251	9,251	9,251
固定资产	3,618	3,618	3,618	3,618
无形资产	1,097	1,097	1,097	1,097
其他	4,536	4,536	4,536	4,536
资产总计	76,524	83,691	93,381	103,443
流动负债	48,128	48,247	49,730	50,969
短期借款	19,692	19,692	19,692	19,692
应付账款及票据	1,129	1,087	1,056	1,085
其他	27,308	27,468	28,982	30,192
非流动负债	1,003	1,003	1,003	1,003
长期债务	0	0	0	0
其他	1,003	1,003	1,003	1,003
负债合计	49,131	49,250	50,733	51,972
普通股股本	9,988	9,988	9,988	9,988
储备	17,971	24,932	33,037	41,751
归属母公司股东权益	26,425	33,386	41,491	50,205
少数股东权益	968	1,055	1,157	1,266
股东权益合计	27,393	34,441	42,648	51,472
负债和股东权益	76,524	83,691	93,381	103,443

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10,255	10,074	15,411	17,007
净利润	5,916	7,047	8,192	8,800
少数股东权益	73	87	102	109
折旧摊销	2,103	0	0	0
营运资金变动及其他	2,163	2,940	7,117	8,098
投资活动现金流	-402	-4,632	-4,888	-5,092
资本支出	-578	0	0	0
其他投资	176	-4,632	-4,888	-5,092
筹资活动现金流	-9,880	-591	-591	-591
借款增加	-4,176	0	0	0
普通股增加	-3	0	0	0
已付股利	-5,114	-591	-591	-591
其他	-587	0	0	0
现金净增加额	-113	4,765	9,846	11,238

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	89,656	92,648	97,756	101,837
其他收入	0	0	0	0
营业成本	63,201	65,224	69,113	72,304
销售费用	8,697	9,079	8,603	8,656
管理费用	3,794	3,799	3,812	3,870
研发费用	0	0	0	0
财务费用	479	401	282	36
除税前溢利	7,917	9,512	11,058	11,879
所得税	1,928	2,378	2,764	2,970
净利润	5,989	7,134	8,293	8,909
少数股东损益	73	87	102	109
归属母公司净利润	5,916	7,047	8,192	8,800
EBIT	8,397	9,913	11,340	11,915
EBITDA	10,499	9,913	11,340	11,915
EPS（港元）	0.59	0.71	0.83	0.89

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-17.53%	3.34%	5.51%	4.18%
归属母公司净利润	-8.98%	19.12%	16.25%	7.43%
获利能力				
毛利率	29.51%	29.60%	29.30%	29.00%
销售净利率	6.60%	7.61%	8.38%	8.64%
ROE	22.39%	21.11%	19.74%	17.53%
ROIC	13.49%	13.73%	13.64%	12.56%
偿债能力				
资产负债率	64.20%	58.85%	54.33%	50.24%
净负债比率	44.21%	21.33%	-5.86%	-26.69%
流动比率	1.40	1.54	1.69	1.85
速动比率	0.25	0.34	0.53	0.74
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.16	1.10	1.03
应收账款周转率	35.26	41.63	42.06	41.80
应付账款周转率	58.25	58.87	64.50	67.56
每股指标（港元）				
每股收益	0.59	0.71	0.83	0.89
每股经营现金流	1.03	1.02	1.56	1.72
每股净资产	2.65	3.38	4.21	5.09
估值比率				
P/E	14.88	19.18	16.50	15.36
P/B	3.33	4.05	3.26	2.69

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

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

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