

周大福 (01929.HK)

FY2026H1 经营表现稳健，期待下半财年复苏表现

公司 FY2026H1 营收同比下降 1.1%，经营利润同比增长 0.7%，经营表现稳步改善。公司披露 FY2026H1 中报，公司营收同比下降 1.1% 至 389.86 亿港元，与此同时受益于产品结构优化以及公司良好的费用管控，经营利润率同比提升 0.3pcts 至 17.5%，经营利润同比增长 0.7% 至 68.23 亿港元，呈现稳步复苏的态势，综合考虑黄金借贷公允价值变动的的影响后，归母净利润同比增长 0.1% 至 25.34 亿港元。公司派发中期股息每股 0.22 港元，派息率 85.7%。

内地：FY2026H1 内地营收下降 2.5%，公司持续优化渠道网络。 FY2026H1 中国内地营收同比下降 2.5% 至 321.94 亿港元，其中零售/批发渠道营收同比+8.1%/-10.2%，门店整合导致批发业务营收下降。

➤ **渠道端：FY2026H1 线下聚焦单店运营优化门店，电商增速亮眼。** 截止期末公司于中国内地拥有 5663 家周大福珠宝零售店（73% 为加盟店），较财年初净关 611 家门店，公司积极优化零售网络，同时新开优质门店，FY2026H1 公司策略性拓展高端购物中心及核心地段，以加速品牌转型并提升品牌吸引力，FY2026H1 公司开设了 57 间周大福珠宝零售店的月均销售额超过 130 万港元，同比增长 72%。同时 FY2026H1 公司电商销售零售值同比增长 27.6%，销售势头保持强劲。

➤ **产品端：定价黄金销售收入占比继续提升，核心款销售优异。** FY2026H1 公司定价黄金首饰及产品销售收入同比增长 9.3%，占公司营收比重提升 2.7pcts 至 29.6%，期内公司专注于推行产品优化并丰富标志性产品系列，上半财年周大福传喜、传福、故宫系列销售额达到 34 亿港元（同比增长 48%）；对比之下按照克重计价的黄金首饰及产品收入同比下降 3.8%，营收占比下降 2.2pcts 至 65.2%，根据公司披露期内消费者对于计价黄金首饰信心改善，但是由于门店缩减导致收入下降。中长期来看我们判断公司将持续优化产品结构，随着高附加值的定价黄金销售占比的提升，有利于带动公司利润率改善。

中国香港、中国澳门及其他地区：FY2026H1 中国香港、中国澳门及其他地区营收同比增长 6.5%，同时公司加大海外市场拓展力度。 FY2026H1 公司中国香港、中国澳门以及其他地区营收同比增长 6.5% 至 67.92 亿港元，主要受惠于中国香港及中国澳门的零售消费气氛回暖及人流的复苏，同时东南亚地区表现强劲。目前针对国际业务，公司一方面振兴现有市场（新加坡、马来西亚等），通过门店升级、搬迁以及开设新店提升零售体验，同时优化视觉陈列以及培养销售人才；同时积极拓展高潜力的新市场，包括东南亚、大洋洲市场等。

我们预计公司 FY2026 营收增长 3%，归母净利润增长 37%。 根据公司披露 10 月 1 日~11 月 18 日受益于金价提升以及产品优化等因素，公司内地/中国香港、中国澳门及其他市场零售值增长分别+35.1%/+26.5%，表现优异，全年来看结合上半年销售表现，我们预计公司收入增长 3.1% 至 924.53 亿港元，归母净利润增长 36.8% 至 80.92 亿港元。

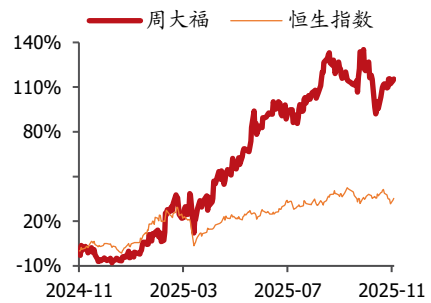
盈利预测与投资建议：公司作为珠宝首饰行业龙头，渠道端重视单店运营，产品端优化设计，同时重视消费者触达，我们预计公司 FY2026-2028 归母

买入（维持）

股票信息

行业	饰品
前次评级	买入
11月25日收盘价(港元)	15.24
总市值(百万港元)	150,348.20
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)	17.87

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	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com
分析师	李宏科
执业证书编号	S0680525090002
邮箱	lihongke@gszq.com

相关研究

- 《周大福 (01929.HK): FY2026Q2 内地同店销售增速转正，看好趋势持续》 2025-10-19
- 《周大福 (01929.HK): FY2026Q1 同店降幅继续收窄，期待改善态势延续》 2025-07-23
- 《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

净利润为 80.92/92.01/103.90 亿港元，对应 FY2026PE 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	8,092	9,201	10,390
增长率 yoy (%)	20.7	-9.0	36.8	13.7	12.9
EPS 最新摊薄 (港元/股)	0.66	0.60	0.82	0.93	1.05
净资产收益率 (%)	24.7	21.9	28.1	30.0	31.6
P/E (倍)	23.1	25.4	18.6	16.3	14.5
P/B (倍)	5.6	5.5	5.2	4.8	4.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 11 月 25 日收盘价

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	76109	80242	81503
现金	7695	7582	18228	19562	22036
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	50133	55397	50645
其他流动资产	2	2	2	2	2
非流动资产	9637	9251	8779	8914	9102
权益性投资	50	29	29	29	29
固定资产	4527	3618	3747	3827	3955
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	84888	89156	90605
流动负债	57520	48128	47740	50054	49295
短期借款	25281	19692	19692	21423	21108
应付账款及票据	1041	1129	681	1293	835
其他流动负债	31198	27308	27368	27338	27353
非流动负债	4553	1003	8036	8036	8036
长期借款	3342	0	7033	7033	7033
其他非流动负债	1211	1003	1003	1003	1003
负债合计	62073	49131	55776	58089	57331
股本	9988	9988	9988	9988	9988
股本溢价	5019	5370	5370	5370	5370
留存收益	10708	11070	12689	14529	16607
归属母公司股东权益	25715	26425	28044	29884	31962
少数股东权益	1031	968	1068	1183	1311
负债和股东权益	88819	76524	84888	89156	90605

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	16236	13810	18033
净利润	6499	5916	8192	9315	10519
折旧摊销	2285	2103	426	474	527
财务费用	522	479	375	417	397
投资损失	0	0	20	20	20
营运资金变动	711	-4338	1423	-2217	770
其他经营现金流	3819	6095	5800	5800	5800
投资活动现金流	-717	-402	-5775	-6430	-6535
资本支出	-963	-578	-74	-26	-73
长期投资	36	3	-426	-474	-527
其他投资现金流	211	173	-5275	-5930	-5935
筹资活动现金流	-16695	-9877	185	-6047	-9024
短期借款	0	0	19692	21423	21108
长期借款	-3507	-4176	7033	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-12538	-5114	-6474	-7361	-8312
其他筹资现金流	-651	-587	-20067	-20109	-21820
现金净增加额	-3576	-24	10646	1334	2474

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	63330	68594	74229
其他收入	690	782	735	736	751
销售费用	9513	8697	8968	9620	10359
管理费用	3787	3794	3791	4109	4447
营业利润	13432	14746	17099	18623	20190
其他收益及亏损	-4088	-6275	-5800	-5800	-5800
财务费用净额	522	479	375	417	397
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	10826	12312	13903
所得税	2121	1928	2634	2997	3383
净利润	6607	5989	8192	9315	10519
少数股东损益	108	73	100	114	129
归属母公司净利润	6499	5916	8092	9201	10390
EBITDA	11535	10499	11627	13204	14826
EPS (港元)	0.66	0.60	0.82	0.93	1.05

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	16.0	8.9	8.4
归属于母公司净利润(%)	20.7	-9.0	36.8	13.7	12.9
获利能力					
毛利率(%)	24.0	29.5	31.5	31.6	31.6
净利率(%)	6.0	6.6	8.8	9.2	9.6
ROE(%)	24.7	21.9	28.1	30.0	31.6
ROIC(%)	12.6	13.5	15.2	16.2	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	64.2	65.7	65.2	63.3
净负债比率(%)	203.3	151.7	129.0	124.0	106.1
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.3	0.2	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
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	0.82	0.93	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.04	1.65	1.40	1.83
每股净资产(最新摊薄)	2.71	2.78	2.95	3.15	3.37
估值比率					
P/E	23.1	25.4	18.6	16.3	14.5
P/B	5.6	5.5	5.2	4.8	4.5
EV/EBITDA	2.0	1.3	0.9	0.8	0.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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 股份有限公司”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