

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

周大福 (1929. HK)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

周大福：同店增长恢复，产品结构优化，经营提质

2025 年 11 月 26 日

事件：周大福发布 FY2026 中期业绩公告。公司 2026 财年上半年实现收入 389.86 亿港元（同比-1.1%）、归母净利润 25.34 亿港元（同比+0.2%）。公司宣布中期派息每股 0.22 港元，派息率为 85.7%。

同店销售增长恢复，10 月以来表现靓丽。分地区看，FY2026H1 公司中国内地/中国内地以外市场分别实现营业收入 321.94/67.92 亿港元，分别同比 -2.5%/+6.5%；其中，中国内地营业额占比达 82.6%。同店方面，公司中国内地 FY2026H1 同店销售同比+2.6%，Q1/Q2 分别同比-3.3%/+7.6%，呈现恢复态势，内地以外市场同店销售同比+4.4%表现更优。我们认为中国内地市场取得恢复性增长，一方面得益于同期基数较低，另一方面则是公司主动进行渠道优化，提升单店经营水平见效。10 月 1 日-11 月 18 日，公司实现零售值同比+33.9%，其中中国内地零售值同比+35.1%，同店销售同比+38.8%，在金价高企背景下仍取得靓丽增长，反映出消费者面对金价上涨心态更为积极，接受程度在提高。

定价金饰带动产品结构优化，高级珠宝提升品牌力。分产品看，FY2026H1 公司定价首饰（K 金镶嵌+定价黄金首饰）/计价黄金首饰/钟表营业额分别实现同比+9.3%/-3.8%/-10.6%。其中，中国内地定价首饰/计价黄金首饰/钟表营业额分别实现同比+16.1%/-5.8%/-9.6%，分别占比 31.8%/64.1%/4.2%，定价黄金首饰在定价首饰中占比达 66%（同比+9.2pct），带动产品结构显著优化。公司于 6 月推出首个高级珠宝系列“和美东方”，在杭州举行的系列发布会上展现强劲需求，活动期间售出近 200 件珠宝作品；公司趁势而上，针对该高珠系列推出翡翠材质全新设计，并于中国内地主要城市启动巡展，深化核心客户粘性，有望提升品牌在高端领域的知名度。公司洞察翡翠消费趋势，推出“天圆地方”系列，并将翡翠融入与北京故宫博物院、知名潮牌 CLOT 的 IP 联名系列以及传承系列，集团翡翠珠宝产品于 2026 财年上半年销售按年倍增。

内地渠道继续优化，积极布局新形象店加速品牌转型。线下渠道方面，公司持续优化门店质量与效率，中国内地 FY2026H1 周大福主品牌净关门店 611 家（直营净关 16 家，加盟净关 595 家），期末门店总数达 5663 家，直营/加盟分别占 27.3%/72.7%，后续或仍有净关。公司积极开设新形象店推动品牌转型升级，在 2026 财年上半年新增 57 个周大福珠宝门店，并进驻高级购物中心及核心地段，自开业以来，高端门店每月销售持续高于同区门店平均水平。

产品结构改善叠加降本增效推升盈利能力。FY2026H1 公司毛利率为 30.5%（同比-0.9pct），拆解来看，批发业务/珠宝贸易/产品组合均带来正向贡献，但零售业务因已实现的金价升幅较少故毛利率有所下降，抵消产品结构优化增益，我们预计全年产品结构有望持续优化，带动毛利率向上。期间费用率

方面，销售/管理费用率分别为 9.7%/4.3%，同比分别-0.9pct/-0.3pct，降本增效成果显著。运营能力方面，公司 FY2026H1 存货周转天数约 424 天，同比减少约 33 天，提升明显。

盈利预测：我们预计 2026-2028 财年公司归母净利润分别为 79.8/91.1/103.0 亿港元，PE 分别为 17.7X/15.5X/13.7X。

风险因素：金价大幅波动、行业竞争加剧、新品推广不及预期、渠道扩张不及预期。

重要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万港元）	89656	91262	95176	100185
（+/-）（%）	-18%	2%	4%	5%
归母净利润（百万港元）	5916	7980	9110	10296
（+/-）（%）	-9%	35%	14%	13%
EPS（元）	0.59	0.81	0.92	1.04
P/E（倍）	14.88	17.69	15.50	13.71

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 11 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万港元			
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
流动资产	67,274	93,730	99,478	106,321	
现金	7,582	8,099	8,785	9,318	
应收账款及票据	2,189	6,338	6,609	6,957	
存货	55,417	74,694	79,765	86,003	
其他	2,085	4,599	4,318	4,043	
非流动资产	9,251	9,032	8,607	8,225	
固定资产	3,618	3,256	2,931	2,638	
无形资产	1,097	987	888	799	
其他	4,536	4,789	4,789	4,789	
资产总计	76,524	102,762	108,085	114,547	
流动负债	48,128	71,920	74,226	77,092	
短期借款	19,692	19,692	19,692	19,692	
应付账款及票据	1,129	2,946	3,139	3,300	
其他	27,308	49,282	51,395	54,100	
非流动负债	1,003	1,008	1,008	1,008	
长期债务	0	0	0	0	
其他	1,003	1,008	1,008	1,008	
负债合计	49,131	72,928	75,234	78,100	
普通股股本	9,988	9,988	9,988	9,988	
储备	17,971	20,312	23,217	26,684	
归属母公司股东权益	26,425	28,766	31,671	35,138	
少数股东权益	968	1,067	1,180	1,308	
股东权益合计	27,393	29,833	32,851	36,446	
负债和股东权益	76,524	102,762	108,085	114,547	

现金流量表		单位:百万港元			
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
经营活动现金流	299	12,627	10,982	10,853	
净利润	5,916	7,980	9,110	10,296	
少数股东权益	73	99	113	128	
折旧摊销	2,103	471	424	382	
营运资金变动及其他	-7,793	4,077	1,334	47	
投资活动现金流	-93	-5,881	-3,500	-2,900	
资本支出	-578	0	0	0	
其他投资	485	-5,881	-3,500	-2,900	
筹资活动现金流	-466	-6,261	-6,828	-7,451	
借款增加	-4,176	0	0	0	
普通股增加	-3	0	0	0	
已付股利	-5,114	-6,261	-6,828	-7,451	
其他	8,827	0	0	0	
现金净增加额	174	517	686	533	

利润表		单位:百万港元			
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
营业收入	89,656	91,262	95,176	100,185	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	63,201	62,390	66,471	69,890	
销售费用	8,697	8,305	8,661	9,117	
管理费用	3,794	3,650	3,712	3,857	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	479	591	591	591	
除税前溢利	7,917	10,672	12,184	13,770	
所得税	1,928	2,593	2,961	3,346	
净利润	5,989	8,079	9,223	10,424	
少数股东损益	73	99	113	128	
归属母公司净利润	5,916	7,980	9,110	10,296	
EBIT	8,397	11,263	12,775	14,361	
EBITDA	10,499	11,734	13,199	14,743	
EPS (元)	0.59	0.81	0.92	1.04	

主要财务比率		单位:百万港元			
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
成长能力					
营业收入	-17.53%	1.79%	4.29%	5.26%	
归属母公司净利润	-8.98%	34.89%	14.17%	13.02%	
获利能力					
毛利率	29.51%	31.64%	30.16%	30.24%	
销售净利率	6.60%	8.74%	9.57%	10.28%	
ROE	22.39%	27.74%	28.77%	29.30%	
ROIC	13.49%	17.22%	18.40%	19.37%	
偿债能力					
资产负债率	64.20%	70.97%	69.61%	68.18%	
净负债比率	44.21%	38.86%	33.20%	28.46%	
流动比率	1.40	1.30	1.34	1.38	
速动比率	0.25	0.26	0.27	0.26	
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.02	0.90	0.90	
应收账款周转率	35.26	21.41	14.70	14.77	
应付账款周转率	58.25	30.62	21.85	21.71	
每股指标 (元)					
每股收益	0.59	0.81	0.92	1.04	
每股经营现金流	0.03	1.28	1.11	1.10	
每股净资产	2.65	2.92	3.21	3.56	

研究团队简介

姜文铤，所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。