

公司研究

Q2 同店销售增速转正，定价首饰增长较好

——周大福（1929.HK）2026 财年半年报点评

要点

事件：

FY2026H1 收入/归母净利润同比-1.1%/+0.2%，FY2026Q2 销售额增速转正

周大福发布截至 2025 年 9 月末的 2026 财年中中期业绩。FY2026H1 公司实现营业收入 389.86 亿港元，同比减少 1.1%，归母净利润 25.34 亿港元，同比增长 0.2%，EPS 为 0.26 港元，拟每股派发中期现金红利 0.22 港元，派息率为 85.7%。分季度来看，FY2026Q1/Q2 公司零售额分别同比-1.9%/+4.1%，中国内地分别-3.3%/+3.0%，港澳及其他市场分别+7.8%/+11.4%。此外，公司公布 2025 年 10 月 1 日至 11 月 18 日主要经营数据，期间公司零售值同比增长 33.9%，其中，中国内地同比增长 35.1%，港澳及其他市场同比增长 26.5%。

点评：

FY2026H1 定价首饰收入同比+9.3%；25 年 9 月末珠宝门店数较 3 月末-609 家

定价首饰增长较好。FY2026H1 公司计价黄金首饰/定价首饰/钟表收入占比分别为 65.2%/29.6%/5.2%，收入分别同比-3.8%/+9.3%/-10.6%。

中国内地零售增长、而加盟下滑，批发关店较多。FY2026H1 中国内地收入占比为 82.6%，收入同比-2.5%。分渠道来看，加盟/零售收入占比分别为 53.5%/46.5%，收入同比-10.2%/+8.1%，其中，加盟/直营同店销售额同比+4.8%/+2.6%，同店销量同比-11.6%/-9.7%。截至 2025 年 9 月末，中国内地珠宝门店数较 3 月末净减少 611 家至 5663 家，其中批发/零售门店数分别-595/-16 家至 4116/1547 家。

港澳及其他市场稳健增长。FY2026H1 港澳及其他市场收入占比为 17.4%，收入同比+6.5%，其中港澳市场同店销售额同比+4.4%，同店销量同比-9.4%。截至 2025 年 9 月末，港澳及其他市场珠宝门店数净增加 2 家至 149 家。

另外，FY2026Q2 中国内地加盟/直营/港澳市场同店销售额增速均转正，同比+8.6%/+7.6%/+6.2%。

FY2026H1 毛利率/期间费用率分别同比-0.9/-1.1PCT

FY2026H1 公司毛利率为 30.5%，同比下降 0.9PCT，毛利率下降主要是 FY2026H1 金价上涨集中在 9 月，而去年同期金价在 4~9 月呈均匀上涨趋势，故 FY2026H1 金价上涨对毛利率的利好时间有限。FY2026H1 公司期间费用率为 14.7%，同比下降 1.1PCT，其中，销售/管理/财务费用率分别为 9.7%/4.3%/0.7%，分别同比-0.9/-0.3/+0.1PCT。

盈利预测及估值：考虑公司同店持续修复以及金价上涨，我们上调 FY2026/2027/2028 盈利预测（归母净利润分别上调 17.4%/16.1%/16.0%），对应归母净利润分别为 81.31/89.80/95.47 亿港元，EPS 分别为 0.82/0.91/0.97 港元，当前股价对应 PE 分别为 17/15/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：门店拓展不及预期，业内竞争加剧，金价波动加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万港元）	108,713	89,656	90,859	95,503	99,489
营业收入增长率	14.82%	-17.53%	1.34%	5.11%	4.17%
本公司股东应占溢利（百万港元）	6,499	5,916	8,131	8,980	9,547
本公司股东应占溢利增长率	20.71%	-8.98%	37.45%	10.44%	6.32%
EPS（港元）	0.65	0.59	0.82	0.91	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.27%	22.39%	29.20%	30.38%	30.43%
P/E	21	23	17	15	14
P/B	5.2	5.1	4.8	4.6	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，周大福财年截至日期为每年 3 月 31 日，股价时间为 2025-11-27

买入（维持）

当前价：13.76 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebsecn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

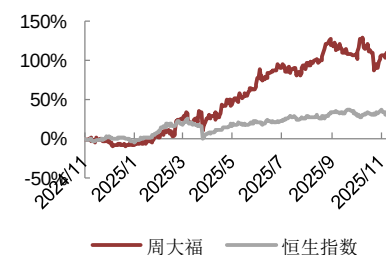
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	98.65
总市值(亿港元)	1357.47
一年最低/最高(港元)	6.43/16.95
近 3 月换手率	14.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.55	-8.56	59.56
绝对	-10.07	-4.78	93.53

资料来源：Wind

相关研报

经营利润率显著提升，同店跌幅进一步收窄——周大福（1929.HK）2025 财年年报点评（2025-06-12）

毛利率提升幅度较大，产品系列持续优化——周大福（1929.HK）2025 财年半年报点评（2024-11-27）

FY24 集团门店净增 136 家，期待同店数据转好——周大福（1929.HK）2024 财年年报点评（2024-06-13）

表 1: 公司 2025 年 10 月 1 日至 11 月 18 日经营情况

	同比增长 (%)	占集团零售值比重 (%)
集团零售值	+33.9%	100%
中国内地零售值	+35.1%	86.8%
中国港澳及其他市场零售值	+26.5%	13.2%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 2: 公司 2025 年 10 月 1 日至 11 月 18 日同店经营情况

	中国内地	中国港澳
同店销售额增长 (%)	+38.8%	+18.3%
同店销量增长 (%)	-2.7%	-17.8%
定价首饰同店销售额增长 (%)	+93.9%	+13.1%
计价黄金首饰同店销售额增长 (%)	+23.0%	+28.0%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万港元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	108,713	89,656	90,859	95,503	99,489
营业成本	86,428	63,201	62,693	65,849	68,548
折旧和摊销	2,285	2,285	1,809	1,521	1,335
销售费用	9,513	8,697	8,723	9,169	9,552
管理费用	3,787	3,794	3,754	3,946	4,110
财务费用	705	593	507	461	484
投资收益	183	114	260	254	279
营业利润	8,728	7,917	10,976	12,121	12,888
利润总额	8,728	7,917	10,976	12,121	12,888
所得税	2,121	1,928	2,744	3,030	3,222
净利润	6,607	5,989	8,232	9,091	9,666
少数股东损益	108	73	101	111	118
归属母公司净利润	6,499	5,916	8,131	8,980	9,547
EPS(港元)	0.65	0.59	0.82	0.91	0.97

现金流量表 (百万港元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	13,836	10,255	5,772	10,168	8,499
净利润	6,607	5,989	8,232	9,091	9,666
折旧及摊销	2,285	2,285	1,809	1,521	1,335
投资活动产生现金流	-717	-402	-818	-860	-895
资本支出	2,934	807	818	860	895
融资活动现金流	-16,830	-9,880	-2,157	-9,548	-6,595
借款净增加	7,785	-9,102	4,551	-2,275	1,138
净现金流	-3,711	-27	2,798	-239	1,009

主要指标

盈利能力 (%)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
毛利率	20.5%	29.5%	31.0%	31.1%	31.1%
EBITDA 率	10.0%	11.3%	13.8%	14.0%	14.0%
EBIT 率	7.9%	8.7%	11.8%	12.4%	12.7%
税前净利润率	8.0%	8.8%	12.1%	12.7%	13.0%
归母净利润率	6.0%	6.6%	8.9%	9.4%	9.6%
ROA	7.4%	7.8%	10.3%	11.1%	11.3%
ROE (摊薄)	24.7%	21.9%	28.5%	29.6%	29.6%

偿债能力	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
资产负债率	70%	64%	64%	62%	62%
流动比率	1.38	1.40	1.51	1.53	1.57
速动比率	0.25	0.25	0.33	0.32	0.34
归母权益/有息债务	0.86	1.27	1.10	1.28	1.30
有形资产/有息债务	2.58	3.23	2.76	3.13	3.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万港元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总资产	88,819	76,524	79,600	81,722	85,241
现金及现金等价物	7,695	7,582	10,380	10,141	11,150
贸易及其他应收款项	6,825	4,243	5,452	5,539	5,969
应收联营公司款项	6	21	21	22	23
应收贷款	7	4	4	4	4
可收回税项	7	9	9	9	9
存货	64,647	55,417	56,333	59,212	61,683
流动资产合计	79,182	67,274	72,196	74,924	78,835
物业厂房及设备	4,527	3,618	2,901	2,403	2,061
使用权资产	1,782	1,569	1,340	1,217	1,157
投资物业	292	491	448	408	373
预付款项及已付按金	370	678	273	287	298
递延税项资产	961	1,250	800	840	875
其他无形资产	25	7	6	4	4
其他非流动资产	1,680	1,638	1,638	1,638	1,638
非流动资产合计	9,637	9,251	7,404	6,798	6,406
总负债	62,073	49,131	50,683	50,987	52,572
贸易及其他应付款项	30,530	26,610	23,823	26,340	26,734
银行贷款	794	3,825	2,309	3,067	2,688
租赁负债	650	618	634	626	630
应付附属公司非控股股东	154	221	221	221	221
应付税项	905	987	772	812	846
其他流动负债	24,488	15,867	20,177	18,022	19,100
流动负债合计	57,520	48,128	47,937	49,088	50,218
银行贷款	3,342	0	1,671	836	1,253
租赁负债	617	479	548	513.5	530.75
递延税项负债	349	292	296	311	324
其他非流动负债	245	232	230	239	246
非流动负债合计	4,553	1,003	2,745	1,899	2,354
股东权益	26,746	27,393	28,917	30,736	32,669
本公司股东应占权益	25,715	26,425	27,849	29,555	31,370
非控股权益	968	1,069	1,180	1,299	1,424

费用率 (%)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
销售费用率	8.75%	9.70%	9.60%	9.60%	9.60%
管理费用率	3.48%	4.23%	4.13%	4.13%	4.13%
财务费用率	0.65%	0.66%	0.56%	0.48%	0.49%
所得税率	24%	24%	25%	25%	25%

每股指标 (港元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股红利	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8
每股经营现金流	1.4	1.0	0.6	1.0	0.9
每股净资产	2.7	2.7	2.9	3.1	3.3
每股销售收入	8.9	7.7	8.1	8.3	8.6

估值指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
PE	21	23	17	15	14
PB	5.2	5.1	4.8	4.6	4.3
EV/EBITDA	12.4	13.3	10.8	10.1	9.7
股息率	4%	4%	5%	5%	6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP