

FY26H1 经营稳健，一口价产品占比持续提升

核心观点

FY26H1（对应自然年 25 年 4 月-9 月）营收同比-1.1%，其中中国内地、中国港澳及其他市场同比-2.6%、+6.5%，系低基数+定价类产品表现较好。FY26H1 经营利润、归母净利润+0.7%、+0.1%，主要系费用管控良好，FY26H1 黄金对冲损失 31 亿港元（FY26H1 金价累计涨幅 22.8%）。FY26H1 公司定价首饰、计价首饰营收同比+9.3%、-3.8%，营收占比 29.6%/+2.7pct、65.2%/-2.2pct。故宫系列、传福及传喜等标志性产品销售额 34 亿港元/+48%。FY26Q2 期末中国内地门店数 5663 家/净关店 611 家。展望 FY26H2，管理层指引预计营收中单位数增长、OP Margin 和毛利率提升（假设金价维持在 4000-4100 美元/盎司震荡），1）10 月以来动销加速增长，预计旺季终端提速；2）金价提升下全年毛利率和经营利润率提升、黄金借贷亏损亦将扩大；3）下半年净关门店放缓、一口价产品占比持续提升。

事件

公司发布 FY26H1 业绩（自然年为 25 年 4 月-9 月）：FY26H1 营收 389.9 亿港元/-1.1%，经营利润 68.2 亿港元/+0.7%；归母净利润 25.3 亿港元/+0.1%。公司宣布中期每股派息 0.22 港元、对应派息率 85.7%。

简评

门店优化下，同店销售恢复带动 FY26H1 营收降幅大幅收窄。FY26H1 营收 389.9 亿港元/-1.1%，其中：1）中国内地：营收 322.1 亿港元/同比-2.6%，营收占比 82.6%。同店方面，FY26H1 直营同店同比+2.6%（Q1、Q2 分别同比-3.3%、+7.6%），FY26H1 加盟同店同比+4.8%（Q1、Q2 分别同比持平、+8.6%）；2）中国港澳市场：FY26H1 营收 68.6 亿港元/+6.5%，主要受益于消费气氛回暖与人流回升，FY26H1 同店销售同比+4.4%，其中中国澳门、中国香港分别同比+13.7%、+1.8%。

销售及管理费用率下降下，FY26H1 经营利润率提升。FY26H1 归母净利润 25.34 亿港元/+0.1%，经营利润 68.23 亿港元/+0.7%。其中 FY26H1 毛利率 30.5%/-0.9pct，其中金价贡献约 7.9pct 正贡献（较 FY25H1 的 9.8% 有所下降）、批发业务正向贡献 0.9pct、

周大福 (1929. HK)

维持

增持

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2025 年 12 月 01 日

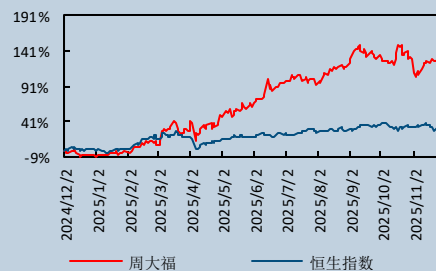
当前股价：13.65 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-14.85/-12.67	-4.68/-7.29	86.22/54.31
12 月最高/最低价 (港元)		16.63/6.51
总股本 (万股)		986,536.74
流通 H 股 (万股)		986,536.74
总市值 (亿港元)		1,363.33
流通市值 (亿港元)		1,363.33
近 3 月日均成交量 (万)		1649.53
主要股东		
Chow Tai Fook Capital Limited		72.48%

股价表现



相关研究报告

珠宝贸易正向贡献 0.2pct、产品组合正向贡献 0.6pct、零售业务负贡献 2.6pct。FY26H1 经营利润率 17.5%/+0.3pct, 主要系费用率下降, 其中销售及管理费用率为 14.0%/-1.2pct。金价上涨下, FY26H1 黄金公允价值亏损 31.4 亿港元/营收占比 8.1%(去年同期为亏损 30.7 亿港元/营收占比 7.8%), 黄金金价报告期内(25.4-25.9) 半年涨幅 22.8% (去年同期为 18.8%), FY26H1 黄金对冲比例为 55.4% (去年同期为 66.7%)。

定价产品营收占比继续提升, 故宫、传福、传喜三大系列表现优异。 FY26H1 公司定价首饰营收 113.9 亿港元/+9.3%、计价首饰 251 亿港元/-3.8%, 营收占比分别 29.6%/+2.7pct、65.2%/-2.2pct。定价首饰在内地市场营收零售值贡献为 31.8%/+4.4pct, 其中 FY26H1 故宫系列、传福及传喜等标志性产品总销售额达 34 亿港元/+48%。平均售价上, 中国大陆定价类首饰从 5300 港元提升至 6300 港元、镶嵌类首饰从 7400 港元提升至 8000 港元、计价黄金从 7000 港元提升至 8400 港元。

线下渠道继续优化调整, 高端形象店陆续推出, 6 月发布周大福高级珠宝系列, 品牌端继续提升定位。 渠道端, 公司持续优化门店质量与效率, FY26H1 中国大陆市场新开 57 家高端店、关闭 668 家低效店, 净关店 611 家 (26Q1、Q2 分别净关店 311、300 家); 截至 9 月, 大陆门店总数 5663 家 (73%为加盟), 高线城市门店表现优于低线城市, 高线城市同店销售增长近 9%; 新开门店月均销售额超 130 万港元/店效提升 70%+。品牌端, 公司基于“故宫博物院藏品”体系推出联名系列, 与年轻消费者形成共鸣; 在北京、石家庄、澳门推出新形象店, 提升品牌定位与门店店效; 6 月发布高级珠宝系列 (灵感源自中国古典哲学与建筑), 搭配稀有材质强化高端定位; 担任第 15 届全国运动会官方奖牌赞助商, 将珠宝与体育建立联系。

展望后续: 10 月以来终端零售增长强劲, 预计后续净关店速度有望放缓、全年毛利率和经营利润率将有所提升。 1) **营收端:** 根据公司发布的 2025 年 10 月 1 日至 11 月 18 日 (3QTD) 经营数据, 期内零售值同比+33.9%, 中国内地直营、内地加盟、中国港澳同店分别+38.8%、+48.7%、+18.3%, 随着下半年财年销售旺季来临以及公司产品结构的继续优化, 有望带动下半财年增长提速; 2) **业绩端:** FY26H1 (25.4-25.9) 金价累计涨幅 22.8%, 10 月至今金价涨幅约 10%, 假设金价维持在 4000-4100 美元/盎司震荡下公司毛利率将有所提升, 对应 FY26 经营利润率同比提升。而对应黄金借贷亏损将同步扩大, 综合来看预计 FY26 公司整体净利率将有所提升。

盈利预测: 预计公司 FY26-28 年营业收入分别为 937.9、986.9、1049.5 亿港元, 同比+4.6%、+5.2%、+6.3%; 归母净利润分别为 82.1、90.0、99.1 亿港元, 同比+38.7%、+9.7%、+10.1%; 对应 P/E 为 16.4x、15.0x、13.6x, 维持“增持”评级。

风险提示: 1) **消费需求不达预期风险:** 公司产品主要是黄金和镶嵌类产品, 整体客单价较高, 若居民收入水平较低或宏观经济较为低迷, 或将需求低迷。同时, 金价波动影响居民的黄金首饰消费行为, 短期金价急涨或抑制金饰消费。2) **产品质量控制风险:** 公司不断完善产品质量控制体系, 若未来公司无法有效实施产品质量控制措施, 出现产品质量问题或纠纷, 则将对公司品牌和经营造成不利影响。3) **加盟管理风险:** 若加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨, 公司无法对加盟商及时进行管控, 将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。

图 1:周大福拆分测算

时间区间	22.4-23.3	23.4-24.3	24.4-25.3	25.4-9	25.4-26.3	
单位：亿港元	FY23	FY24	FY25	FY26H1	FY26	原因拆解
营收	946.84	1,087.13	896.56	389.86	937.91	
yoy	-4.3%	14.8%	-17.5%	-1.1%	4.6%	营收预计中单位数增长
其他收入-经营	7.33	6.90	7.82	3.68	8.04	
毛利（新口径，不含黄金借贷公允价值变动）	227.18	260.42	264.55	119.08	291.24	
销售费用	99.74	95.13	86.97	37.69	90.51	
管理费用	37.21	37.87	37.94	16.84	39.39	
经营溢利	97.56	134.32	147.46	68.23	169.38	
其他经营净收益	-18.64	-40.88	-62.75	-31.69	-55.00	
其中：黄金借贷公允价值变动	-15.46	-37.57	-61.80	-31.43	-55.00	
其他支出-经营	-0.88	-0.74	-0.54	-0.13	-0.56	
财务费用	-5.85	-7.05	-5.93	-3.39	-3.99	
利息收入	2.28	1.83	1.14	0.65		
应占联营公司损益	0.00	-0.20	-0.20	0.02	0.00	
除税前溢利	74.47	87.28	79.17	33.69	109.83	
所得税	19.57	21.21	19.28	8.05	26.75	
净利润(含少数股东权益)	54.90	66.07	59.89	25.65	83.08	
少数股东权益	1.05	1.08	0.73	0.31	1.02	
归母净利润	53.85	64.99	59.16	25.34	82.06	
yoy	-19.8%	20.7%	-9.0%	0.1%	38.7%	
财务指标	FY23	FY24	FY25	FY26H1	FY26	原因拆解
毛利率（新口径，不含黄金借贷公允价值变动）	23.99%	23.96%	29.51%	30.54%	31.05%	毛利率上涨主要系：①金价涨幅；②一口占比提升有正贡献
销售费用率	10.53%	8.75%	9.70%	9.67%	9.65%	经营正杠杆下费用率略有下降
管理费用率	3.93%	3.48%	4.23%	4.32%	4.20%	经营杠杆下费用率略有下降
经营利润率（不含黄金借贷公允价值变动）	10.30%	12.36%	16.45%	17.50%	18.06%	经营利润率提升
其他经营净收益收入占比	-1.97%	-3.76%	-7.00%	-8.13%	-5.86%	
其中：黄金借贷公允价值变动占收入比重	-1.63%	-3.46%	-6.89%	-8.06%	-5.86%	
其他支出收入占比	-0.09%	-0.07%	-0.06%	-0.03%	-0.06%	
财务费用率	0.38%	0.48%	0.53%	0.70%	0.43%	
应占联营公司损益收入占比	0.00%	-0.02%	-0.02%	0.01%	0.00%	
税前利润率	7.87%	8.03%	8.83%	8.64%	11.71%	
所得税率	26.28%	24.30%	24.36%	23.88%	24.36%	持平
净利润率	5.80%	6.08%	6.68%	6.58%	8.86%	
少数股东权益占比	1.91%	1.63%	1.23%	1.20%	1.23%	持平
归母净利润率	5.69%	5.98%	6.60%	6.50%	8.75%	

数据来源：wind，中信建投证券

资产负债表（百万港元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	79,182	67,274	71,174	77,035	81,736
现金	7,695	7,582	9,379	9,869	10,495
应收票据及应收账款合计	2,897	2,189	2,657	2,796	2,974
其他应收款	2	0	4	4	5
预付账款	1,325	575	836	880	936
存货	64,647	55,417	56,702	61,808	65,542
其他流动资产	2,617	1,511	1,594	1,678	1,784
非流动资产	9,637	9,251	8,348	7,445	6,542
长期投资	50	29	29	29	29
固定资产	4,527	3,618	2,938	2,258	1,577
无形资产	1,807	1,576	1,418	1,261	1,103
其他非流动资产	3,253	4,028	3,963	3,898	3,833
资产总计	88,819	76,524	79,521	84,480	88,278
流动负债	57,520	48,128	49,911	53,539	55,870
短期借款	25,281	19,692	20,735	22,652	23,041
应付票据及应付账款合计	1,041	1,129	936	1,020	1,082
其他流动负债	31,198	27,308	28,240	29,867	31,747
非流动负债	4,553	1,003	1,003	1,003	1,003
长期借款	3,342	0	0	0	0
其他非流动负债	1,211	1,003	1,003	1,003	1,003
负债合计	62,073	49,131	50,914	54,542	56,873
少数股东权益	1,031	968	1,070	1,181	1,304
股本	9,988	9,988	10,988	11,988	12,988
资本公积	15,727	16,438	15,438	14,438	13,438
留存收益	0	0	1,112	2,332	3,675
归属母公司股东权益	25,715	26,425	27,537	28,757	30,100
负债和股东权益	88,819	76,524	79,521	84,480	88,278

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	13,836	10,255	12,407	9,045	11,518
净利润	6,607	5,989	8,308	9,112	10,034
折旧摊销	2,285	2,103	903	903	903
财务费用	522	479	399	422	444
其他经营现金流	4,422	1,684	2,797	-1,391	137
投资活动现金流	-717	-402	-4,160	-2,269	-2,269
资本支出	1,224	786	-	-	-
其他投资现金流	-1,940	-1,188	-4,160	-2,269	-2,269
筹资活动现金流	-16,830	-9,880	-6,450	-6,286	-8,622
短期借款	5,829	-5,590	1,043	1,917	390
长期借款	1,854	-3,342	-	-	-
其他筹资现金流	-24,513	-948	-7,493	-8,202	-9,012
现金净增加额	-3,711	-27	1,797	490	626

利润表（百万港元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	108,713	89,656	93,791	98,693	104,954
营业成本	82,671	63,201	64,667	70,489	74,748
销售费用	9,513	8,697	9,051	9,494	10,076
管理费用	3,787	3,794	3,939	4,046	4,303
其他收入	690	782	804	863	945
营业利润	13,432	14,746	16,938	15,526	16,772
其他费用	74	54	56	59	63
财务费用	522	479	399	422	444
其他经营损益	-20	-20	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	13,432	14,746	16,938	15,526	16,772
其他非经营损益	-4,088	-6,275	-5,500	-3,000	-3,000
税前利润	8,728	7,917	10,983	12,045	13,265
所得税	2,121	1,928	2,675	2,934	3,231
税后利润	6,607	5,989	8,308	9,112	10,034
汇兑差额	-589	-240	0	0	0
净利润	6,018	5,749	8,308	9,112	10,034
非控制股东利润	108	73	102	112	123
归属于母公司股东利润	6,499	5,916	8,206	9,000	9,911
EBITDA	11,535	10,499	12,285	13,370	14,612
EPS（元）	0.66	0.60	0.83	0.91	1.00

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	14.82	-17.53	4.61	5.23	6.34
归母净利润(%)	-8.98	38.72	9.67	10.13	
获利能力					
毛利率(%)	20.50	29.51	31.05	28.58	28.78
净利率(%)	6.08	6.68	8.86	9.23	9.56
OP Margin(%)	12.36	16.45	18.06	15.73	15.98
ROE(%)	25.27	22.39	29.80	31.30	32.93
所得税率(%)	24.30	24.36	24.36	24.36	24.36
偿债能力					
资产负债率(%)	69.89	64.20	64.03	64.56	64.43
净负债比率(%)	78.25	44.21	39.70	42.70	39.95
流动比率	1.38	1.40	1.43	1.44	1.46
速动比率	0.21	0.21	0.26	0.25	0.26
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.17	1.18	1.17	1.19
应收账款周转率	37.53	40.96	35.30	35.30	35.30
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.60	0.83	0.91	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.04	1.26	0.92	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.68	2.79	2.91	3.05
估值比率					
P/E	20.72	22.76	16.41	14.96	13.59
P/B	5.24	5.10	4.89	4.68	4.47
EV/EBITDA	14.39	14.95	13.98	14.02	13.80

数据来源：wind，中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk