

【广发批零社服&海外】周大福 (01929.HK)

同店销售持续向好，品牌转型+产品升级助力盈利提升

核心观点:

- **事件:** 公司发布 FY26 中期业绩 (2025.4.1-2025.9.30), FY26H1 收入 389.9 港元, 同比降低 1.1%; 经营利润 68.2 亿港元, 同比增长 0.7%; 经营利润率同比增加 0.3pp 至 17.5%; 归母净利润 25.6 亿港元, 同比基本持平。公司宣布中期每股派息 0.22 港元, 派息率 85.7%, 延续高分红回报股东; 同店方面, 内地同店销售同比增长 2.6%, 港澳地区同店销售同比增长 4.4%。
- **定价首饰销售表现突出, 支撑盈利能力保持较强韧性。** FY26H1 内地定价首饰同店销售同比增长 8.3%, 计价黄金同比增长 3.1%; 港澳及其他市场定价首饰同店销售同比增长 6.1%, 计价黄金同比增长 8.5%。价格方面, 定价黄金/计价黄金同店均价增长显著, 镶嵌类均价相对稳健。得益于标志性产品高增, 公司上半财年定价首饰零售额同比增长 9.3%, 收入占比由 27.4% 提升至 31.8%, 支撑毛利率维持在约 30.5%。
- **门店网络持续优化, 店效提升是核心发力点。** 截至 FY26H1, 公司门店数 6041 家, 较期初净关 603 家。公司持续推进低效门店出清与高店效形象店布局。FY26H1 新开门店月均销售额可达 130 万港元, 较 FY25H1 新开门店同比增长 72%。**10 月以来公司终端保持高增态势**, 10 月 1 日至 11 月 18 日公司零售值同比增长 33.9%, 增幅环比较 7-9 月 (4.1%) 显著加快。同店方面, 内地同店销售同比增长 38.8%, 其中定价/计价黄金首饰同比分别增长 93.9%/增长 23.0%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 FY26-28 财年分别实现归母净利润 79.9、90.26、98.18 亿港元, 同比增长 35.0%、13.0%、8.8%。参考可比公司估值, 给予公司 26 财年 25x PE, 对应合理价值为 19.99 港元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示。** 若宏观经济低迷, 对可选消费产生重大不利影响; 市场竞争加剧, 各品牌加速开店抢夺市场; 中小品牌出清速度低于预期。

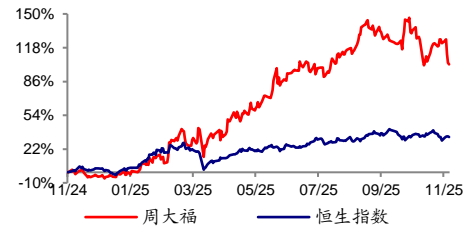
盈利预测:

单位:港元百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	108,713	89,656	90,520	96,357	102,648
增长率 (%)	14.8%	-17.5%	1.0%	6.4%	6.5%
EBITDA	11,535	10,499	12,934	14,329	15,499
归母净利润	6,499	5,916	7,985	9,026	9,818
增长率 (%)	20.7%	-9.0%	35.0%	13.0%	8.8%
EPS (元/股)	0.65	0.59	0.80	0.90	0.98
市盈率 (P/E)	17.7	14.9	17.7	15.6	14.4
ROE (%)	25.3%	22.4%	27.0%	28.8%	29.5%
EV/EBITDA	11.8	9.5	11.4	10.2	10.0

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心
识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	14.14 港元
合理价值	19.99 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-12-01

相对市场表现



分析师: 嵇文欣
SAC 执证号: S0260520050001
SFC CE No. BUA982
021-38003653
jiwenxin@gf.com.cn

分析师: 包晗
SAC 执证号: S0260522070001
021-38003651
baohan@gf.com.cn

请注意, 包晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 【广发批零社服&海外】周大福 (01929.HK):FY26Q2 内地同店销售转正, 定价产品同比高增 2025-10-21
- 【广发批零社服&海外】周大福 (01929.HK):同店销售数据逐步改善, 线下渠道仍在调整周期 2025-08-05
- 【广发批零社服&海外】周大福 (01929.HK):同店销售数据逐季好转, 一口价产品占比大幅提升 2025-06-30

资产负债表

单位:港元百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	79,182	67,274	71,543	76,038	84,973
现金及现金等价物	7,695	7,582	12,531	15,680	15,000
应收账款及票据	2,897	2,189	2,514	2,730	2,937
存货	64,647	55,417	53,840	54,685	64,021
其他	3,943	2,085	2,658	2,943	3,015
非流动资产合计	9,637	9,251	9,458	9,586	9,671
固定资产净值	4,527	3,618	3,738	3,828	3,888
长期投资	412	569	605	613	607
商誉及无形资产	1,281	1,097	1,137	1,167	1,197
其他	3,417	3,967	3,979	3,979	3,979
资产总额	88,819	76,524	81,001	85,625	94,643
流动负债合计	57,520	48,128	49,284	52,099	59,046
短期借款	25,281	19,692	18,607	21,299	28,123
应付账款及票据	1,041	1,129	1,099	1,125	1,239
其他	31,198	27,308	29,578	29,676	29,684
非流动负债合计	4,553	1,003	1,100	1,000	1,000
长期借款	3,342	0	0	0	0
其他非流动负债	1,211	1,003	1,100	1,000	1,000
总负债	62,073	49,131	50,384	53,099	60,046
普通股股本	9,988	9,988	9,988	9,988	9,988
储备	17,036	17,971	19,568	21,373	23,337
其他	-1,309	-1,533	-3	-3	-3
归母权益总额	25,715	26,425	29,553	31,358	33,322
少数股东权益	1,031	968	1,064	1,167	1,276
股东权益合计	26,746	27,393	30,617	32,525	34,597
负债及股东权益合计	88,819	76,524	81,001	85,625	94,643

利润表

单位:港元百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	108,713	89,656	90,520	96,357	102,648
营业成本	82,671	63,201	65,926	69,811	74,347
毛利	26,042	26,455	24,594	26,546	28,301
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	9,513	8,697	8,509	8,865	9,341
行政管理费用	3,787	3,794	3,621	3,662	3,901
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	74	54	50	50	50
营业利润	12,668	13,910	12,414	13,969	15,009
利息收入	183	114	93	141	153
利息支出	705	593	383	399	494
权益性投资损益	-20	-20	-20	-20	-20
其他非经营性损益	-3,398	-5,493	-1,400	-1,600	-1,500
除税前利润	8,728	7,917	10,704	12,091	13,148
所得税	2,121	1,928	2,622	2,962	3,221
合并净利润	6,607	5,989	8,082	9,129	9,927
少数股东损益	108	73	96	103	109
归母净利润	6,499	5,916	7,985	9,026	9,818

现金流量表

单位:港元百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	13,836	10,255	18,492	15,857	8,251
合并净利润	6,607	5,989	8,082	9,129	9,927
折旧与摊销	2,285	2,103	1,940	1,980	2,010
营运资本变动	711	-4,338	2,919	-1,222	-9,492
其他非经营性调整	4,341	6,574	5,552	5,970	5,806
投资活动现金流净额	-717	-402	-3,470	-3,828	-3,614
处置固定资产收益	13	17	-1,400	-1,600	-1,500
资本性支出	-963	-578	-2,100	-2,100	-2,100
投资资产支出	36	3	-35	-8	6
其他	199	156	65	-120	-20
融资活动现金流净额	-16,830	-9,880	-10,074	-8,880	-5,317
长期债权融资	-3,507	-4,176	-3,749	-3,951	-3,792
股权融资	-135	-3	0	0	0
支付股利	-12,538	-5,114	-6,388	-7,221	-7,855
其他	-650	-587	63	2,292	6,330
现金净增加额	-4,000	-113	4,948	3,149	-680
期初现金余额	11,695	7,695	7,582	12,531	15,680
期末现金余额	7,695	7,582	12,531	15,680	15,000

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	14.8%	-17.5%	1.0%	6.4%	6.5%
营业利润增长率	63.2%	9.8%	-10.8%	12.5%	7.4%
归母净利润增长率	20.7%	-9.0%	35.0%	13.0%	8.8%
获利能力					
毛利率	24.0%	29.5%	27.2%	27.5%	27.6%
净利率	6.1%	6.7%	8.9%	9.5%	9.7%
ROE	25.3%	22.4%	27.0%	28.8%	29.5%
偿债能力					
资产负债率	69.9%	64.2%	62.2%	62.0%	63.4%
有息负债率	32.2%	25.7%	23.0%	24.9%	29.7%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4
利息保障倍数	13.1	14.2	28.7	30.9	27.3
营运能力					
应收账款周转天数	10.1	10.2	10.0	10.2	10.3
存货周转天数	269.9	341.9	294.0	282.0	310.0
应付账款周转天数	4.4	6.2	6.0	5.8	6.0
每股指标					
每股收益	0.65	0.59	0.80	0.90	0.98
每股净资产	2.68	2.74	3.07	3.26	3.46
每股经营现金流	1.39	1.03	1.85	1.59	0.83
估值比率					
PE	17.7	14.9	17.7	15.6	14.4
PB	4.5	3.3	4.8	4.5	4.2
EV/EBITDA	11.8	9.5	11.4	10.2	10.0

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。

张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。