

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: 10-12月同店表现靓丽, 定价首饰占比提升显著

2026年1月21日

事件: 周大福发布2025年10-12月经营数据公告。公司2025年10-12月实现零售值同比+17.8%, 其中中国内地市场同比+16.9%, 中国内地以外市场同比+22.9%, 环比7-9月增速明显加快。

同店销售增长靓丽, 珠宝消费氛围改善。同店销售(直营渠道)方面, 2025年10-12月公司在中国内地同比+21.4%, 中国内地以外市场同比+14.3%, 环比7-9月均呈加速趋势, 中国内地市场提速达13.8pct。据公告信息, 10-12月珠宝消费气氛逐步改善, 在一定程度上支撑景气度向上。

定价首饰占比提升显著, 强化标志性产品系列推新。同店销售(直营渠道)分产品看, 2025年10-12月公司在中国内地定价首饰(K金镶嵌+定价黄金首饰)/计价黄金首饰分别实现同比+53.4%/+13.1%, 其中定价首饰零售额占比达40.1%(同比+10.7pct), 有望支撑毛利率提升。我们认为, 公司的定价首饰表现亮眼一方面得益于标志性产品以及翡翠首饰的有力带动, 另一方面可能因为提价事件对消费者造成刺激性消费决策。此外, 公司继续稳步推进品牌转型, 加强标志性产品系列, 推出多款周大福传福系列新品, 并携手香港迪士尼推出首个以Duffy与好友为主题的盲盒系列。

内地渠道继续优化, 计划加强国际市场开拓。线下渠道方面, 公司持续优化门店质量与效率, 2025年10-12月中国内地周大福主品牌净关门店230家, 期末门店总数为5433家, 直营/加盟分别占28.4%/71.6%。公司开启品牌转型后, 全新设计门店的表现持续优于一般门店, 包括新加坡星耀樟宜机场店、上海港汇恒隆广场店等。公司后续计划将国际扩张作为增长抓手之一, 预计在2026年6月前推出新店进军国际市场, 并聚焦于精选高端地段。

盈利预测:我们预计2026-2028财年公司归母净利润分别为87.6/98.9/110.2亿港元, PE分别为15.4X/13.7X/12.3X。

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	94115	99418	105587
(+/-)(%)	-18%	5%	6%	6%
归母净利润(百万港元)	5916	8760	9889	11015
(+/-)(%)	-9%	48%	13%	11%
EPS(元)	0.59	0.89	1.00	1.12
P/E(倍)	14.88	15.44	13.68	12.28

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为2026年1月21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	98,089	102,386	110,577	
现金	7,582	10,436	8,137	8,761	
应收账款及票据	2,189	6,536	6,904	7,332	
存货	55,417	76,376	82,836	90,224	
其他	2,085	4,741	4,509	4,259	
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	107,120	110,994	118,803	
流动负债	48,128	75,527	75,637	79,171	
短期借款	19,692	21,692	18,692	18,692	
应付账款及票据	1,129	3,013	3,260	3,462	
其他	27,308	50,822	53,686	57,017	
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	76,535	76,646	80,180	
普通股股本	9,988	9,988	9,988	9,988	
储备	17,971	21,092	24,776	28,962	
归属母公司股东权益	26,425	29,547	33,230	37,416	
少数股东权益	968	1,039	1,118	1,207	
股东权益合计	27,393	30,585	34,348	38,623	
负债和股东权益	76,524	107,120	110,994	118,803	

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	13,431	11,652	11,958	
净利润	5,916	8,760	9,889	11,015	
少数股东权益	73	71	80	89	
折旧摊销	2,103	471	424	382	
营运资金变动及其他	-7,793	4,129	1,260	472	
投资活动现金流	-93	-6,381	-4,200	-4,000	
资本支出	-578	0	0	0	
其他投资	485	-6,381	-4,200	-4,000	
筹资活动现金流	-466	-4,229	-9,782	-7,365	
借款增加	-4,176	2,000	-3,000	0	
普通股增加	-3	0	0	0	
已付股利	-5,114	-6,229	-6,782	-7,365	
其他	8,827	0	0	0	
现金净增加额	174	2,853	-2,298	624	

利润表		单位:百万港元			
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
营业收入	89,656	94,115	99,418	105,587	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	63,201	63,794	69,030	73,320	
销售费用	8,697	8,470	8,848	9,292	
管理费用	3,794	3,765	3,877	4,065	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	479	409	395	355	
除税前溢利	7,917	11,558	13,047	14,534	
所得税	1,928	2,728	3,079	3,430	
净利润	5,989	8,831	9,968	11,104	
少数股东损益	73	71	80	89	
归属母公司净利润	5,916	8,760	9,889	11,015	
EBIT	8,397	11,967	13,443	14,889	
EBITDA	10,499	12,438	13,867	15,271	
EPS (元)	0.59	0.89	1.00	1.12	

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%	4.97%	5.63%	6.21%	
归属母公司净利润	-8.98%	48.08%	12.88%	11.40%	
获利能力					
毛利率	29.51%	32.22%	30.57%	30.56%	
销售净利率	6.60%	9.31%	9.95%	10.43%	
ROE	22.39%	29.65%	29.76%	29.44%	
ROIC	13.49%	17.49%	19.36%	19.85%	
偿债能力					
资产负债率	64.20%	71.45%	69.05%	67.49%	
	44.21%	36.80%	30.73%	25.71%	
净负债比率					
流动比率	1.40	1.30	1.35	1.40	
	0.25	0.29	0.26	0.26	
速动比率					
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.02	0.91	0.92	
应收账款周转率	35.26	21.57	14.79	14.83	
应付账款周转率	58.25	30.81	22.01	21.81	
每股指标 (元)					
每股收益	0.59	0.89	1.00	1.12	
每股经营现金流	0.03	1.36	1.18	1.21	
每股净资产	2.65	3.00	3.37	3.79	

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。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司

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。