

# 周大福 (01929.HK)

## 销售增长进一步加速，定价首饰占比提升利好毛利率

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码: S0980517070001
证券分析师:	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码: S0980522120001
证券分析师:	孙乔蓉若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090004

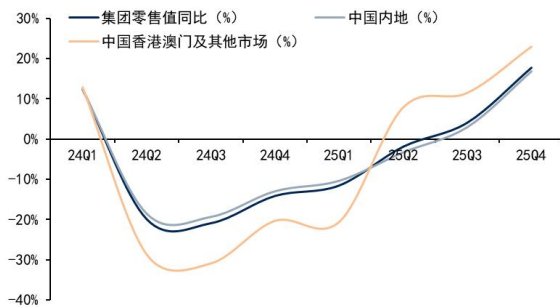
### 事项:

公司公告: 公司发布 2025 年 10-12 月未经审核的主要经营数据, 整体零售值同比增长 17.8%, 环比 7-9 月 4.1% 的增长加速 13.7pct。其中中国内地市场零售值增长 16.9%, 中国香港、中国澳门及其他市场零售值增长 22.9%。

**国信零售观点:** 1) 同店方面, 中国内地直营店的同店销售增长 21.4%, 环比 7-9 月加速 13.8pct; 加盟店同店销售增长 26.3%, 环比加速 17.7pct。中国香港、中国澳门市场同店销售增长 14.3%, 环比 7-9 月加速 8.1pct。2) 产品结构方面, 高毛利的定价首饰继续领先增长。中国内地定价首饰类别零售值同比增长 59.6%, 零售值贡献达到 40.1%, 同比增加 10.7pct。3) 门店方面, 继续贯彻强化单店效益的规划, 季内净关店 228 家, 期末门店总数 5813 家。不过预计进入 2027 财年关店幅度有望收窄, 以及海外市场拓展带来增量贡献。

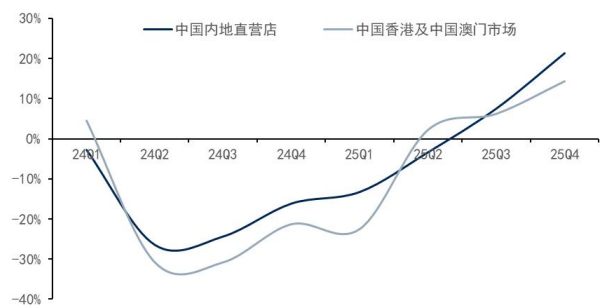
总体上, 金价持续上涨的背景下, 公司通过产品创新、渠道定位优化等把握了定价黄金首饰的增长红利, 成为推动同店增长的核心。此外克重计价产品受益于观望的需求释放以及年底旺季等, 同样实现较好的表现。未来公司将继续投入研发及设计, 加强高毛利定价产品的布局; 渠道端优化门店结构及以新形象门店以提振单店销售, 实现持续的业绩增长。考虑到高毛利定价首饰产品的占比进一步提升, 我们上调公司 2026-2028 财年归母净利润至 86.37/96.46/105.59 亿港元 (前值分别为 77.85/87.11/95.43 亿港元), 对应 PE 分别为 15.7/14/12.8 倍, 维持“优于大市”评级。

图1: 周大福分季度零售值增长 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 周大福分季度同店销售增速 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

终端消费复苏不及预期、门店拓展不及预期、加盟商经营管理不善、金价大幅波动、新品推广不及预期。

**相关研究报告：**

《周大福（01929.HK）-上半财年整体业绩稳定，十月以来同店销售加速增长》——2025-11-26

《周大福（01929.HK）-7-9月同店销售全面转正，定价黄金首饰继续领先增长》——2025-10-19

《周大福（01929.HK）-同店销售进一步改善向好，季内定价黄金首饰双位数增长》——2025-07-24

《周大福（01929.HK）-发行可转债债券净筹资 87.15 亿港元，强化业务建设投入》——2025-06-18

《周大福（01929.HK）-产品结构优化带动毛利提升，同店表现有所改善》——2025-06-15

## 财务预测与估值

### 资产负债表（百万港元）

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	利润表（百万港元）	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
现金及现金等价物	7695	7582	7734	6600	7260	营业收入	108713	89656	94431	100993	107529
应收款项	6838	4273	5692	6364	6776	营业成本	86428	63201	64212	72560	77204
存货净额	64647	55417	63275	72130	76756	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	9513	8697	8436	9027	9605
<b>流动资产合计</b>	<b>79182</b>	<b>67274</b>	<b>76703</b>	<b>85095</b>	<b>90794</b>	管理费用	3837	3843	3992	4271	4519
固定资产	4527	3618	(2159)	(3890)	(5369)	财务费用	888	706	785	861	910
无形资产及其他	1281	1097	1222	1388	1598	投资收益	0	0	(35)	(35)	(30)
投资性房地产	3417	3967	3967	3967	3967	资产减值及公允价值变动	0	0	(6000)	(2000)	(1800)
长期股权投资	412	569	759	856	1005	其他收入	715	(5291)	687	705	722
<b>资产总计</b>	<b>88819</b>	<b>76524</b>	<b>80492</b>	<b>87417</b>	<b>91995</b>	营业利润	8763	7917	11657	12943	14184
短期借款及交易性金融负债	25281	19692	21475	23369	23852	营业外净收支	(34)	0	0	0	0
应付款项	2639	2606	1923	2174	2313	利润总额	8728	7917	11657	12943	14184
其他流动负债	29600	25830	26615	29838	31748	所得税费用	2121	1928	2912	3177	3493
<b>流动负债合计</b>	<b>57520</b>	<b>48128</b>	<b>50013</b>	<b>55381</b>	<b>57913</b>	少数股东损益	108	73	108	120	131
长期借款及应付债券	3342	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6499	5916	8637	9646	10559
其他长期负债	1211	1003	1337	1722	2164						
<b>长期负债合计</b>	<b>4553</b>	<b>1003</b>	<b>1337</b>	<b>1722</b>	<b>2164</b>	<b>现金流量表（百万港元）</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>	<b>FY2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>62073</b>	<b>49131</b>	<b>51350</b>	<b>57103</b>	<b>60077</b>	净利润	6499	5916	8637	9646	10559
少数股东权益	1031	968	990	1004	1024	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	25715	26425	28153	29310	30894	折旧摊销	2119	2026	687	705	722
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>88819</b>	<b>76524</b>	<b>80492</b>	<b>87417</b>	<b>91995</b>	公允价值变动损失	0	0	6000	2000	1800
						财务费用	888	706	785	861	910
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>	<b>FY2028E</b>	营运资本变动	(5710)	7235	(8842)	(5667)	(2546)
每股收益	0.66	0.60	0.88	0.98	1.07	其它	17	9	22	14	20
每股红利	0.56	0.53	0.70	0.86	0.91	经营活动现金流	2925	15185	6503	6698	10555
每股净资产	2.61	2.68	2.85	2.97	3.13	资本开支	0	(1068)	(1036)	(1139)	(1253)
ROIC	13%	21%	29%	23%	23%	其它投资现金流	39	0	0	(0)	(0)
ROE	25%	22%	31%	33%	34%	投资活动现金流	93	(1225)	(1225)	(1237)	(1402)
毛利率	20%	30%	32%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	16%	19%	15%	15%	负债净变化	1854	(3342)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	18%	20%	16%	16%	支付股利、利息	(5498)	(5194)	(6909)	(8489)	(8975)
收入增长	15%	-18%	5%	7%	6%	其它融资现金流	270	2999	1783	1894	482
净利润增长率	21%	-9%	46%	12%	9%	融资活动现金流	(7018)	(14073)	(5126)	(6595)	(8493)
资产负债率	71%	65%	65%	66%	66%	现金净变动	(4000)	(113)	152	(1134)	660
息率	4.1%	3.8%	5.1%	6.3%	6.6%	货币资金的期初余额	11695	7695	7582	7734	6600
P/E	20.8	22.9	15.7	14.0	12.8	货币资金的期末余额	7695	7582	7734	6600	7260
P/B	4.9	4.8	4.5	4.3	4.1	企业自由现金流	0	18718	4155	5318	9134
EV/EBITDA	18	12	10	12	12	权益自由现金流	0	17841	5350	6562	8931

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032