

周大福 (01929.HK)

黄金珠宝百年龙头品牌, 战略转型+产品升级 开启成长新篇章

买入 (首次)

2026年01月29日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入 (百万港元)	108,713	89,656	94,265	99,234	105,213
同比(%)	14.82	(17.53)	5.14	5.27	6.03
归母净利润 (百万港元)	6,499	5,916	8,873	9,958	11,058
同比(%)	20.71	(8.98)	50.00	12.23	11.04
EPS-最新摊薄 (港元/股)	0.66	0.60	0.90	1.01	1.12
P/E (现价&最新摊薄)	20.43	22.44	14.96	13.33	12.01

投资要点

- **黄金珠宝行业龙头企业, 历史底蕴深厚。**周大福成立于1929年, 于2011年在港股上市, 是我国规模最大的黄金珠宝品牌, 截至2025年底门店总数达5813家。公司主要生产及销售黄金珠宝(包括定价首饰与计价黄金首饰), 以及分销不同品牌的钟表。FY2025公司实现总营收896.56亿港元, 归母净利59.16亿港元。
- **产品升级成效明显, 一口价产品占比显著提升。**公司以传统文化赋新当代美学, 珠宝设计和品牌价值凸显。FY26Q3季内, 一口价(定价首饰)在中国内地零售值同比+59.6%, 贡献占比由FY25Q3的29.4%扩大至40.1%, 克重产品(计价首饰)在中国内地零售值同比-0.6%, 贡献占比由FY25Q3的66.8%降至26Q3的56.8%。
- **门店整改初见成效, FY26Q3整体业绩好转。**公司从2024年起开始削减门店数量, 关闭下沉市场的低效门店, 转而在高线城市开设新形象店铺, 目标重回中高端定位。公司FY26Q3整体零售额同比增长18%, 其中中国内地/港澳及其他分别同比增长16.9%/22.9%, 两者销售额占整体比重为84.8%/15.2%。
- **关店周期逐渐进入尾声, 仍在经营的店铺表现亮眼。**截至FY26Q3末, 公司共有门店5813家, FY26Q3净减少228家, 门店数量相比FY24Q3最高7885家门店回落近30%。与此相对, 公司同店表现亮眼, 销售数据逐季度改善。分地区来看, 中国内地(直营)FY26Q1-Q3同店销售增长分别为-3.3%/+7.6%/+21.4%, 中国内地(加盟)分别为0.0%/+8.6%/+26.3%, 港澳及其他分别为+2.2%/+6.2%/+14.3%。
- **盈利能力稳健提升。**①毛利率: FY25以来战略调整稳定增长, 公司毛利率实现逐步回升并超过前期高点, FY25和FY26H1毛利率分别为29.5%/30.5%。②期间费用率: 公司期间费用率持续优化, 从FY20的21.2%逐渐下降至FY26H1的14.7%, 主要系销售费用持续优化。③归母净利率: 公司归母净利率保持稳健, 基本稳定在6.5%左右。
- **盈利预测与投资评级:**由于公司落后门店持续出清, 同店店效明显改善, 我们预计公司FY26-28营收942.65/992.34/1052.13亿港元, 同比增长5.14%/5.27%/6.03%; FY26-28归母净利88.73/99.58/110.58亿港元, 同比增长50.00%/12.23%/11.04%, 对应PE为15/13/12倍。考虑到周大福在黄金珠宝行业中的龙头地位以及产品设计与理念的高端化, 品牌价值凸显, 长期增长可期, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**行业景气度下降, 新品销售不及预期, 金价波动风险等

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	15.12
一年最低/最高价	6.67/16.95
市净率(倍)	5.70
港股流通市值(百万港元)	149,164.36

基础数据

每股净资产(港元)	2.65
资产负债率(%)	68.89
总股本(百万股)	9,865.37
流通股本(百万股)	9,865.37

1. 周大福：黄金珠宝行业龙头，百年品牌底蕴深厚

黄金珠宝行业龙头企业，历史底蕴深厚。周大福成立于1929年，于2011年在港股上市，是我国规模最大的黄金珠宝品牌。公司主要生产及销售黄金珠宝（包括定价首饰与计价黄金首饰），以及分销不同品牌的钟表，旗下黄金珠宝产品包括故宫、传福、铃兰等系列。FY2025公司实现总营收896.56亿港元，归母净利59.16亿港元。

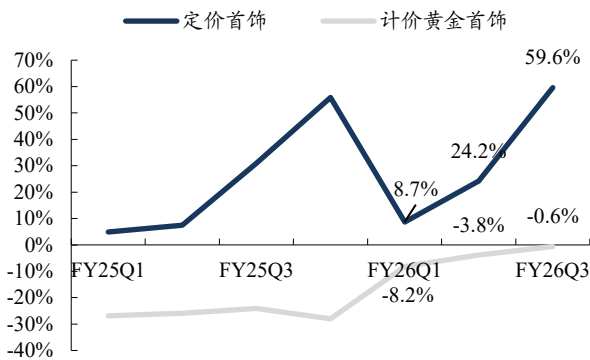
图1：周大福旗下部分产品系列图示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

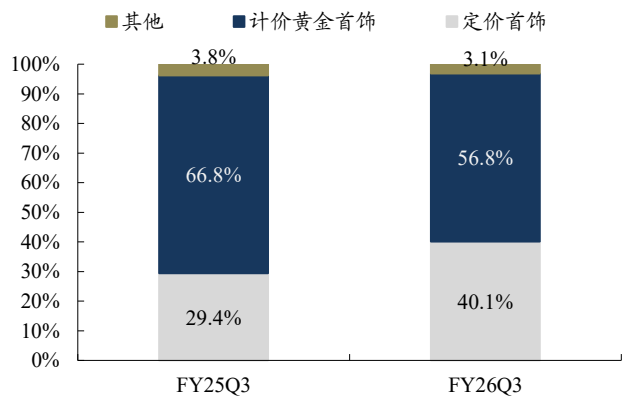
品牌价值凸显，一口价产品占比显著提升。公司以传统文化赋新当代美学，珠宝设计和品牌价值凸显。FY26Q3季内，一口价（定价首饰）在中国内地零售值同比+59.6%，贡献占比由FY25Q3的29.4%扩大至40.1%，克重产品（计价首饰）在中国内地零售值同比-0.6%，贡献占比由FY25Q3的66.8%降至26Q3的56.8%。

图2：周大福 FY25Q1-FY26Q3 分产品销售值同比（中国内地）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：周大福近两年产品销售值贡献占比（中国内地）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4: 周大福部分黄金珠宝产品图示

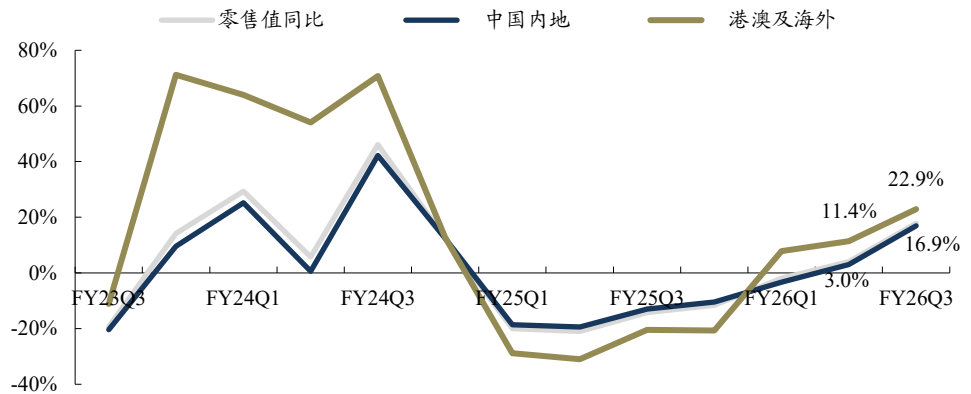


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 门店整改成效显著, 业绩向上趋势明显

FY26Q3 整体业绩好转, 实现双位数增长。公司 FY26Q3 整体零售额同比增长 18%, 其中中国内地/港澳及其他分别同比增长 16.9%/22.9%, 两者销售额占整体比重为 84.8%/15.2%。

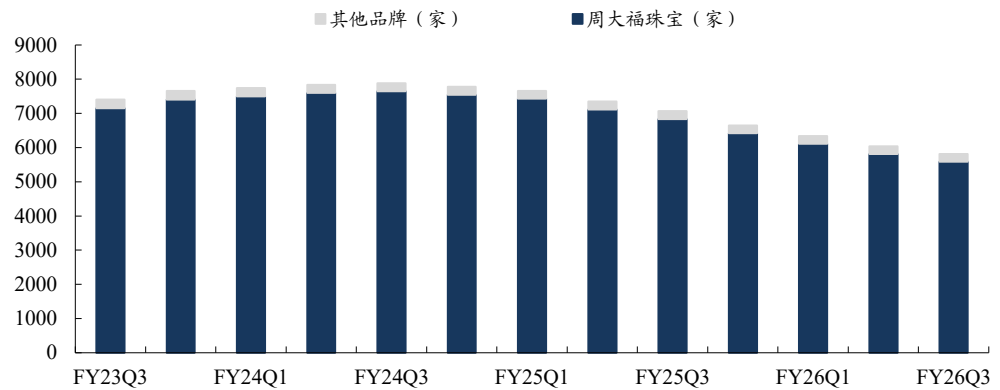
图5: 周大福 FY23Q3-FY26Q3 零售值同比变化趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司关店调整进入尾声, 仍在经营的店铺店效店质持续体现。截至 FY26Q3 末, 公司共有门店 5813 家, FY26Q3 净减少 228 家, 其中内地/港澳及海外分别有 5650/163 家, 其中周大福珠宝/其他品牌分别有 5585/228 家。

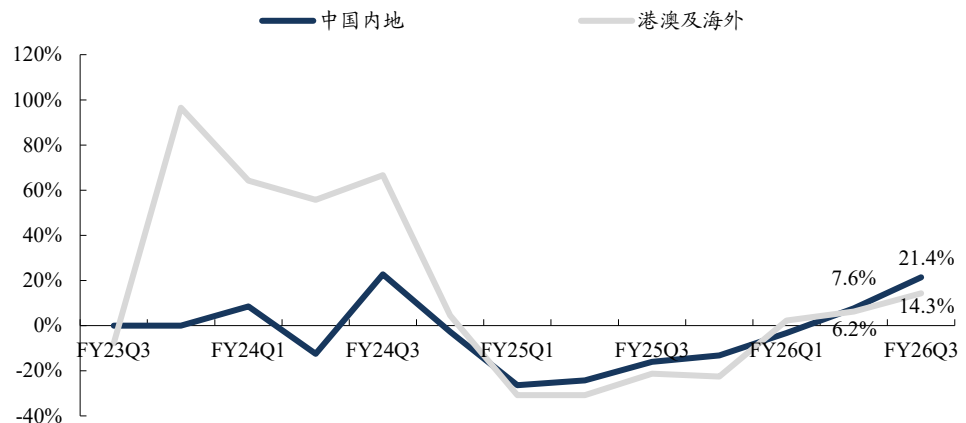
图6: 周大福 FY23Q3-FY26Q3 门店数量变化趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

同店表现亮眼。分地区来看, 中国内地(直营) FY26Q1/Q2/Q3 同店销售增长分别为-3.3%/+7.6%/+21.4%, 中国内地(加盟)分别为 0.0%/+8.6%/+26.3%, 港澳及其他分别为+2.2%/+6.2%/+14.3%, 2025年4月至12月同店趋势逐季度改善, FY26Q3(2025年10月至12月)增幅明显。

图7: 周大福 FY23Q3-FY26Q3 同店销售额同比变化趋势

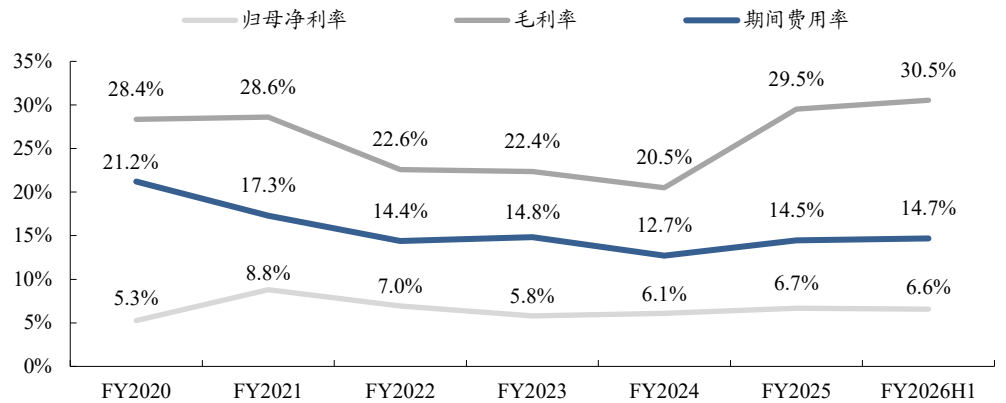


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 转型成效显著, 盈利能力稳步提升

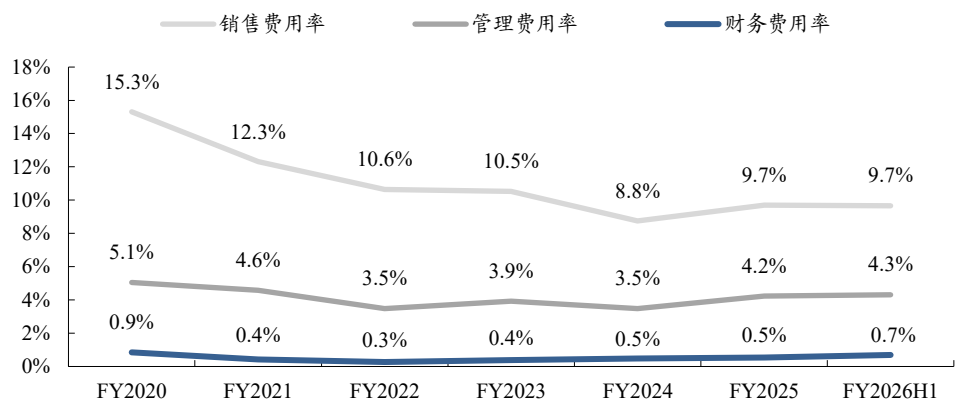
盈利能力稳健提升。①**毛利率:** FY22-24 受前期下沉市场快速开店、疫情反复等事件影响, 毛利率下滑, 随后 FY25 以来战略调整稳定增长, 公司毛利率实现逐步回升并超过前期高点, FY25 和 FY26H1 毛利率分别为 29.5%/30.5%。②**期间费用率:** 公司期间费用率持续优化, 从 FY20 的 21.2% 逐渐下降至 FY26H1 的 14.7%, 主要系销售费用持续优化。③**归母净利率:** 公司归母净利率保持稳健, 受 FY24 以来门店整改影响有所上升, 基本稳定在 6.5% 左右。

图8: 周大福 FY2020- FY2026H1 盈利能力变化趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 周大福 FY2020- FY2026H1 期间费用率变化趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

由于公司落后门店持续出清, 同店店效明显改善, 且产品端结构改善明显, 未来增长可期, 我们预计公司 FY26-28 归母净利 88.73/99.58/110.58 亿港元, 同比增长 50.00%/12.23%/11.04%, 对应 PE 为 15/13/12 倍。考虑到周大福在黄金珠宝行业中的龙头地位以及产品设计与理念的高端化, 品牌价值凸显, 长期增长可期, 首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

经济景气度下降; 产品的市场受欢迎程度不及预期; 金价波动风险。

周大福三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	67,273.70	72,108.33	80,109.90	93,037.38	营业总收入	89,656.00	94,265.04	99,234.09	105,213.38
现金及现金等价物	7,582.40	18,899.45	23,054.31	34,122.23	营业成本	63,201.20	64,100.23	68,868.46	73,018.09
应收账款及票据	2,188.80	1,832.93	1,929.55	2,045.82	销售费用	8,697.20	9,426.50	9,923.41	10,521.34
存货	55,417.20	48,075.17	51,651.34	54,763.56	管理费用	3,793.90	3,959.13	4,167.83	4,418.96
其他流动资产	2,085.30	3,300.78	3,474.69	2,105.77	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	9,250.70	9,618.60	9,700.07	9,782.46	其他费用	53.50	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,618.00	3,705.48	3,743.58	3,782.27	经营利润	13,910.20	16,779.18	16,274.39	17,254.99
商誉及无形资产	1,096.60	1,139.62	1,182.99	1,226.69	利息收入	113.60	151.65	0.00	0.00
长期投资	28.50	28.50	28.50	28.50	利息支出	592.80	590.75	0.00	0.00
其他长期投资	540.50	540.50	540.50	540.50	其他收益	(5,513.70)	(4,500.00)	(3,000.00)	(2,500.00)
其他非流动资产	3,967.10	4,204.50	4,204.50	4,204.50	利润总额	7,917.30	11,840.07	13,274.39	14,754.99
资产总计	76,524.40	81,726.93	89,809.96	102,819.84	所得税	1,928.40	2,877.14	3,225.68	3,585.46
流动负债	48,128.10	47,322.98	48,796.11	50,549.77	净利润	5,988.90	8,962.93	10,048.71	11,169.53
短期借款	19,691.80	19,691.80	19,691.80	19,691.80	少数股东损益	73.40	89.63	90.44	111.70
应付账款及票据	1,128.80	765.64	822.60	872.16	归属母公司净利润	5,915.50	8,873.30	9,958.27	11,057.84
其他	27,307.50	26,865.54	28,281.71	29,985.81	EBIT	8,396.50	12,279.18	13,274.39	14,754.99
非流动负债	1,002.90	1,053.05	1,105.70	1,160.98	EBITDA	10,681.80	12,298.68	13,292.92	14,772.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	1,002.90	1,053.05	1,105.70	1,160.98					
负债合计	49,131.00	48,376.02	49,901.81	51,710.76					
股本	9,987.70	9,987.70	9,987.70	9,987.70	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	968.00	1,057.63	1,148.07	1,259.76	每股收益(港元)	0.60	0.90	1.01	1.12
归属母公司股东权益	26,425.40	32,293.27	38,760.09	49,849.32	每股净资产(港元)	2.65	3.27	3.93	5.05
负债和股东权益	76,524.40	81,726.93	89,809.96	102,819.84	发行在外股份(百万股)	9,865.37	9,865.37	9,865.37	9,865.37
					ROIC(%)	12.40	18.57	17.84	17.13
					ROE(%)	22.39	27.48	25.69	22.18
					毛利率(%)	29.51	32.00	30.60	30.60
					销售净利率(%)	6.60	9.41	10.04	10.51
					资产负债率(%)	64.20	59.19	55.56	50.29
					收入增长率(%)	(17.53)	5.14	5.27	6.03
					净利润增长率(%)	(8.98)	50.00	12.23	11.04
					P/E	22.44	14.96	13.33	12.01
					P/B	5.09	4.11	3.43	2.66
					EV/EBITDA	8.47	10.86	9.73	8.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年1月28日的0.89,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>