

# 周大福 (01929.HK)

## 短期中国内地销售承压，中国港澳业务快速增长

**事件：周大福发布 FY2026Q4 经营情况公告。** 根据公司披露，FY2026Q4 集团零售值同比下降 1.5%，其中由于季内金价的大幅波动中国内地零售值同比下降 8.2%，中国香港、中国澳门及其他市场零售值同比快速增长 58.5%。

**中国内地：FY2026Q4 中国内地零售值同比下降 8.2%，电商业务增长强劲，面对金价波动线下同店短期承压。**

➢ **线下业务：FY2026Q4 渠道净关店数量收窄，金价波动导致同店销售承压。**

1) **渠道开/关店方面**，FY2026Q4 周大福珠宝品牌内地净关店 128 家（新开 13 家、关闭 141 家）至 5305 家店，FY2026 全财年内地净关店数量达到 969 家，我们判断公司通过削减低效店铺，同时于核心地段开设高效大店，持续提升渠道质量。长期来看我们预计公司渠道调整趋于稳定，FY2027 净关数对比较 FY2026 有望减少。

2) **同店销售方面**，FY2026Q4 内地直营同店销售小幅增长 0.2%，加盟同店销售下跌 5.8%，我们判断 1~2 月金价高企在较大程度上抑制了消费者的购买意愿。与此同时公司持续推进产品优化升级提升经营韧性，FY2026Q4 定价首饰季内零售值占比提升至 36.2%（去年同期为 35.5%），定价首饰中珠宝镶嵌黄金及翡翠首饰表现突出，零售值增长均超过 30%。季内公司策略性推出“周大福配饰”及“周大福家品”，在珠宝品类之外进行创新，同消费者建立更广泛的联系。

➢ **电商业务：IP 合作驱动，电商业务增长强劲。** FY2026Q4 内地电商业务零售值同比增长 14.4%，占内地零售值/销量的比重分别为 6.6%/16.5%。受益于有效的顾客互动及成功的 IP 合作，线上渠道在整体消费环境波动下仍保持了较好的增长表现。

**中国香港、中国澳门及其他市场：中国港澳地区爆发式增长，同时周大福品牌海外影响力增强。** FY2026Q4 中国香港、中国澳门及其他市场零售值大幅增长 58.5%，其中中国香港/中国澳门同店销售分别同比增长 36.8%/50.1%，根据公司披露中国港澳地区的优异表现主要受益于强劲的客流及良好的消费气氛。与此同时，公司持续深化海外业务布局，期内公司在曼谷及悉尼的核心地段新增全新形象门店，提升品牌在国际市场的影响力。

**我们预计公司 FY2026 营收增长约 4%，归母净利润大幅增长。** 综合全财年表现，虽然 Q4 内地市场受到高金价波动的短期冲击，但中国港澳地区的强劲爆发以及产品结构优化带来的毛利空间提升，支撑了业绩韧性。我们预计公司 FY2026 收入增长 3.8%至 930.27 亿港元，考虑黄金借贷公允价值变动的因素后，预计归母净利润增长 48.8%至 88 亿港元。

**盈利预测与投资建议：** 公司作为珠宝首饰行业龙头，通过关小开大、渠道优化提升整体经营效率，产品端在品牌转型带动下持续升级。我们预计公司 FY2026-FY2028 归母净利润为 88.00/98.46/108.65 亿港元，对应 FY2026PE 为 12 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：** 金价波动风险；市场竞争加剧风险；汇率波动风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万港元）	108,713	89,656	93,027	99,737	107,051
增长率 yoy (%)	14.8	-17.5	3.8	7.2	7.3
归母净利润（百万港元）	6,499	5,916	8,800	9,846	10,865
增长率 yoy (%)	20.7	-9.0	48.8	11.9	10.3
EPS 最新摊薄（港元/股）	0.66	0.60	0.89	1.00	1.10
净资产收益率 (%)	25.3	22.4	31.9	34.1	35.8
P/E (倍)	16.5	18.2	12.2	10.9	9.9
P/B (倍)	4.2	4.1	3.9	3.7	3.5

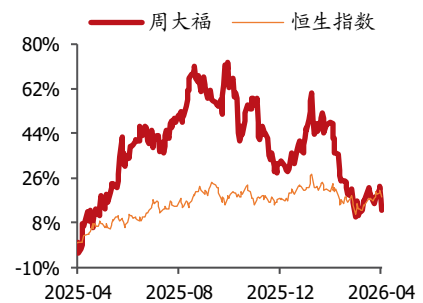
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 4 月 23 日收盘价

### 买入（维持）

息

行业	饰品
前次评级	买入
04 月 23 日收盘价（港元）	10.90
总市值（百万港元）	107,532.50
总股本（百万股）	9,865.37
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	16.06

### 股价走势



### 作者

分析师	杨莹
执业证书编号：	S0680520070003
邮箱：	yangying1@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号：	S0680524060004
邮箱：	wangjiawei@gszq.com
分析师	李宏科
执业证书编号：	S0680525090002
邮箱：	lihongke@gszq.com
分析师	张冰清
执业证书编号：	S0680525110002
邮箱：	zhangbingqing1@gszq.com

### 相关研究

- 《周大福 (01929.HK)：Q3 同店销售快速增长，产品/渠道优化持续》 2026-01-22
- 《周大福 (01929.HK)：FY2026H1 经营表现稳健，期待下半年财年复苏表现》 2025-11-26
- 《周大福 (01929.HK)：FY2026Q2 内地同店销售增速转正，看好趋势持续》 2025-10-19

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万港元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>79,182</b>	<b>67,274</b>	<b>68,889</b>	<b>73,445</b>	<b>77,359</b>
现金	7,695	7,582	11,663	10,025	10,223
应收票据及应收账款	2,897	2,189	2,375	2,491	2,703
其他应收款	3,942	2,084	2,767		
预付账款	0	0	0	0	0
存货	64,647	55,417	52,082	58,285	61,420
其他流动资产	2	1	1	2	2
<b>非流动资产</b>	<b>9,637</b>	<b>9,251</b>	<b>8,949</b>	<b>8,411</b>	<b>8,051</b>
长期投资	362	541	541	541	541
固定资产	4,527	3,618	3,259	2,852	2,579
无形资产	1,281	1,097	902	771	684
其他非流动资产	3,467	3,996	4,248	4,248	4,248
<b>资产总计</b>	<b>88,819</b>	<b>76,524</b>	<b>77,838</b>	<b>81,856</b>	<b>85,409</b>
<b>流动负债</b>	<b>57,520</b>	<b>48,128</b>	<b>48,163</b>	<b>50,761</b>	<b>52,751</b>
短期借款	25,281	19,692	19,692	19,692	19,692
应付票据及应付账款	1,041	1,129	956	1,130	1,160
其他流动负债	31,198	27,308	27,515	29,939	31,899
<b>非流动负债</b>	<b>4,553</b>	<b>1,003</b>	<b>1,008</b>	<b>1,008</b>	<b>1,008</b>
长期借款	3,342	0	0	0	0
其他非流动负债	1,211	1,003	1,008	1,008	1,008
<b>负债合计</b>	<b>62,073</b>	<b>49,131</b>	<b>49,172</b>	<b>51,769</b>	<b>53,759</b>
少数股东权益	1,031	968	1,077	1,199	1,334
股本	9,988	9,988	9,988	9,988	9,988
资本公积	17,036	17,971	19,135	20,433	21,862
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	25,715	26,425	27,589	28,887	30,316
<b>负债和股东权益</b>	<b>88,819</b>	<b>76,524</b>	<b>77,838</b>	<b>81,856</b>	<b>85,409</b>

**现金流量表 (百万港元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>13,836</b>	<b>10,255</b>	<b>20,050</b>	<b>14,067</b>	<b>17,278</b>
净利润	6,499	5,916	8,800	9,846	10,865
折旧摊销	2,285	2,103	1,754	1,538	1,360
财务费用	705	593	591	591	591
投资损失	-20	-20	-20	-20	-20
营运资金变动	711	-4,338	2,501	-3,597	-1,726
其他经营现金流	3,656	6,002	6,425	5,709	6,208
<b>投资活动现金流</b>	<b>-717</b>	<b>-402</b>	<b>-7,743</b>	<b>-6,567</b>	<b>-7,053</b>
资本支出	-963	-578	-1,200	-1,000	-1,000
长期投资	34	-179	0	0	0
其他投资现金流	212	355	-6,543	-5,567	-6,053
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-16,830</b>	<b>-9,880</b>	<b>-8,258</b>	<b>-9,170</b>	<b>-10,058</b>
短期借款	5,829	-5,590	0	0	0
长期借款	1,854	-3,342	0	0	0
普通股增加	-135	-3	0	0	0
资本公积增加	-6,106	935	1,163	1,298	1,429
其他筹资现金流	-18,272	-1,880	-9,422	-10,468	-11,487
<b>现金净增加额</b>	<b>-4,000</b>	<b>-113</b>	<b>4,081</b>	<b>-1,638</b>	<b>199</b>

**利润表 (百万港元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>108,713</b>	<b>89,656</b>	<b>93,027</b>	<b>99,737</b>	<b>107,051</b>
营业成本	82,671	63,201	62,793	68,320	73,009
其他收入	690	782	736	759	747
营业费用	9,513	8,697	8,652	9,076	9,635
管理费用	3,787	3,794	3,721	3,890	4,068
<b>营业利润</b>	<b>13,432</b>	<b>14,746</b>	<b>18,597</b>	<b>19,210</b>	<b>21,087</b>
财务费用	522	479	477	416	440
其他收益及亏损	-4,088	-6,275	-6,275	-5,546	-6,032
投资净收益	-20	-20	-20	-20	-20
其他开支	74	54	56	60	64
<b>利润总额</b>	<b>8,728</b>	<b>7,917</b>	<b>11,769</b>	<b>13,168</b>	<b>14,530</b>
所得税	2,121	1,928	2,860	3,200	3,531
<b>净利润</b>	<b>6,607</b>	<b>5,989</b>	<b>8,909</b>	<b>9,968</b>	<b>10,999</b>
少数股东损益	108	73	109	122	135
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,499</b>	<b>5,916</b>	<b>8,800</b>	<b>9,846</b>	<b>10,865</b>
EBITDA	11,535	10,499	14,000	15,122	16,331
EPS (港元/股)	0.66	0.60	0.89	1.00	1.10

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.8	-17.5	3.8	7.2	7.3
营业利润(%)	80.6	9.8	26.1	3.3	9.8
归属母公司净利润(%)	20.7	-9.0	48.8	11.9	10.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.0	29.5	32.5	31.5	31.8
净利率(%)	6.0	6.6	9.5	9.9	10.1
ROE(%)	25.3	22.4	31.9	34.1	35.8
ROIC(%)	12.6	13.5	19.2	20.7	22.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	69.9	64.2	63.2	63.2	62.9
净负债比率(%)	78.2	44.2	28.0	32.1	29.9
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	35.6	35.3	40.8	41.0	41.2
应付账款周转率	81.3	58.2	60.2	65.5	63.8
<b>每股指标 (港元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.60	0.89	1.00	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.04	2.03	1.43	1.75
每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.68	2.80	2.93	3.07
<b>估值比率</b>					
P/E	16.5	18.2	12.2	10.9	9.9
P/B	4.2	4.1	3.9	3.7	3.5
EV/EBITDA	11.8	9.5	8.3	7.8	7.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 4 月 23 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com