

证券研究报告

公司研究

点评报告

周大福(1929.HK)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

周大福(1929.HK) FY2024Q4 点评: 零售值增长符合预期, 新店爬坡贡献度提升

2024年4月13日

事件: 公司发布 FY2024Q4 (截至 2024.3.31 的 3 个月) 经营数据, 集团零售值增长 12.4%。

点评:

中国大陆春节销售表现亮眼, 加盟新店贡献主要增长。 中国大陆零售值同增 12.4%, 贡献集团零售值的 88.6%, 主要得益于: 1) 消费者对于黄金的持续偏好; 2) 公司成功的节庆促销&龙年新品; 3) 加盟新店的稳定爬坡&经营提效, 其中 FY2024Q4 直营同店(经营满 2 年门店)零售值同比下滑 2.7%, 同店销量同比下滑 6.9%, 加盟店零售值同比大幅增长 18.3%, 贡献中国大陆 70.4%的零售值(FY2023Q4 占比为 67.2%)。

中国港澳及其他市场继续获益旅游消费的复苏。 FY2024Q4 中国港澳及其他市场零售值同增 12.8%, 贡献集团零售值的 11.4%。中国港澳同店零售值增长 4.5%, 主要由量贡献; 其中中国香港同店增长 8.9%, 中国澳门同店下滑 7.1%。

黄金产品获益金价上涨带来的消费高景气及公司在龙年成功的推新、延续强势表现。 FY2024Q4 黄金产品在中国大陆/中国港澳同店零售值分别增长 3.4%/16.6%, 同店平均售价分别为 5700/7500 港元, 同比增长 9.6%/7.1%。镶嵌珠宝受宏观经济波动影响大, FY2024Q4 中国大陆/中国港澳同店零售值分别下滑 19.5%/27.2%, 同店平均售价分别为 8200/15800 港元, 同比下滑 2.4%/11.7%。FY2024Q4 黄金产品零售值在中国大陆/中国港澳及其他市场分别同比增长 18.8%/25.8%, 零售值占比分别为 84.8%/81.0%, 镶嵌珠宝分别同比下滑 14.2%/24.3%。

FY2024Q4 呈净关店, 未来将继续关注门店高质量增长。 FY2024Q4 中国大陆周大福珠宝净关店 89 家, FY2024 财年净开店 143 家。FY2024 中国港澳及其他市场净开周大福珠宝门店 10 家。截至 2024.3.31, 公司共拥有 7548 家周大福珠宝门店, 其中中国大陆 7403 家(76.7%为加盟店), 中国港澳 87 家, 其他市场 58 家; 共有其他品牌门店合计 234 家, 其中中国大陆 224 家, 其他市场 10 家; 合计拥有全球门店 7782 家。

盈利预测: 我们预计公司 FY2024-FY2026 收入分别为 1121/1202/1269 亿港元, 同增 18%/7%/6%, 归母净利润 71.48/77.79/83.01 亿港元, 同增 33%/9%/7%, EPS 分别为 0.72/0.78/0.83 港元, 对应 4 月 12 日收盘价 PE 16/15/14X。

风险提示: 开店不及预期, 同店增长不及预期, 金价剧烈波动, 新产品推广

不及预期，行业竞争加剧。

| 重要财务指标 | FY2022 | FY2023 | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万港元) | 98,938 | 94,684 | 112,123 | 120,201 | 126,899 |
| 增长率 YoY % | 41% | -4% | 18% | 7% | 6% |
| 归属母公司净利润(百万港元) | 6,712 | 5,384 | 7,148 | 7,779 | 8,301 |
| 增长率 YoY% | 11% | -20% | 33% | 9% | 7% |
| 毛利率% | 22.6% | 22.4% | 23.2% | 23.3% | 23.3% |
| 净资产收益率ROE% | 19.97% | 16.62% | 21.76% | 23.48% | 25.13% |
| EPS(摊薄)(港元) | 0.67 | 0.54 | 0.72 | 0.78 | 0.83 |
| 市盈率 P/E(倍) | 19.40 | 26.43 | 15.87 | 14.59 | 13.67 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.87 | 4.39 | 3.45 | 3.43 | 3.44 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年4月12日收盘价

| 资产负债表 | | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万港元 | | | | | |
| 会计年度 | FY2022A | FY2023A | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
| 流动资产 | | | | | |
| 货币资金 | 78,126 | 77,267 | 83,404 | 87,306 | 90,525 |
| 应收账款 | 14,942 | 11,695 | 12,039 | 12,135 | 11,414 |
| 存货 | 4,911 | 6,241 | 6,746 | 6,996 | 7,185 |
| 其他流动资产 | 57,254 | 59,290 | 64,578 | 68,134 | 71,886 |
| 非流动资产 | 1,018 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 长期投资 | 3,277 | 3,648 | 3,648 | 3,648 | 3,648 |
| 固定资产 | 78 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 无形资产 | 5,039 | 5,144 | 5,080 | 5,022 | 4,970 |
| 资产总计 | 1,219 | 1,211 | 1,161 | 1,112 | 1,066 |
| 流动负债 | | | | | |
| 短期借款 | 87,737 | 87,341 | 93,362 | 97,158 | 100,280 |
| 应付账款 | 49,629 | 51,022 | 56,450 | 59,808 | 62,860 |
| 其他流动负债 | 22,996 | 19,452 | 22,452 | 23,452 | 24,452 |
| 非流动负债 | 1,155 | 993 | 1,033 | 1,017 | 1,099 |
| 长期贷款 | 25,478 | 30,577 | 32,964 | 35,339 | 37,308 |
| 其他长期负债 | 3,553 | 2,959 | 2,959 | 2,959 | 2,959 |
| 负债合计 | 1,789 | 1,488 | 1,488 | 1,488 | 1,488 |
| 归属母公司股东权益 | 1,764 | 1,471 | 1,471 | 1,471 | 1,471 |
| 少数股东权益 | 53,183 | 53,981 | 59,409 | 62,767 | 65,819 |
| 负债和股东权益 | 33,619 | 32,397 | 32,845 | 33,124 | 33,024 |
| | 935 | 962 | 1,108 | 1,267 | 1,436 |
| | 87,737 | 87,341 | 93,362 | 97,158 | 100,280 |

| 重要财务指标 | | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万港元 | | | | | |
| 会计年度 | FY2022A | FY2023A | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
| 营业总收入 | 98,938 | 94,684 | 112,123 | 120,201 | 126,899 |
| 同比 (%) | 41% | -4% | 18% | 7% | 6% |
| 归属母公司净利润 | 6,712 | 5,384 | 7,148 | 7,779 | 8,301 |
| 同比 (%) | 11% | -20% | 33% | 9% | 7% |
| 毛利率 (%) | 22.6% | 22.4% | 23.2% | 23.3% | 23.3% |
| ROE% | 19.97% | 16.62% | 21.76% | 23.48% | 25.13% |
| EPS (摊薄)(元) | 0.67 | 0.54 | 0.72 | 0.78 | 0.83 |
| P/E | 19.40 | 26.43 | 15.87 | 14.59 | 13.67 |
| P/B | 3.87 | 4.39 | 3.45 | 3.43 | 3.44 |
| EV/EBITDA | 13.10 | 15.11 | 10.70 | 9.96 | 9.51 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万港元 | | | | | |
| 会计年度 | FY2022A | FY2023A | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
| 营业总收入 | 98,938 | 94,684 | 112,123 | 120,201 | 126,899 |
| 营业成本 | 76,598 | 73,513 | 86,088 | 92,235 | 97,314 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 10,522 | 9,974 | 11,605 | 12,381 | 13,007 |
| 管理费用 | 3,442 | 3,721 | 4,261 | 4,508 | 4,759 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 214 | 284 | 267 | 303 | 321 |
| 投资净收益 | 6 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 8,452 | 7,518 | 9,896 | 10,769 | 11,492 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 8,983 | 7,447 | 9,896 | 10,770 | 11,492 |
| 所得税 | 2,103 | 1,957 | 2,603 | 2,832 | 3,023 |
| 净利润 | 6,880 | 5,490 | 7,294 | 7,937 | 8,470 |
| 少数股东损益 | 168 | 105 | 146 | 159 | 169 |
| 归属母公司净利润 | 6,712 | 5,384 | 7,148 | 7,779 | 8,301 |
| EBITDA | 10,691 | 10,029 | 10,794 | 11,694 | 12,427 |
| EPS (当年)(元) | 0.67 | 0.54 | 0.72 | 0.78 | 0.83 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万港元 | | | | | |
| 会计年度 | FY2022A | FY2023A | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
| 经营活动现金流 | 13,938 | 10,066 | 4,973 | 7,564 | 7,667 |
| 净利润 | 6,712 | 5,384 | 7,148 | 7,779 | 8,301 |
| 少数股东损益 | 168 | 105 | 146 | 159 | 169 |
| 非现金支出 | 1,149 | 1,819 | 564 | 617 | 648 |
| 非经营收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 4,051 | 643 | -3,365 | -1,448 | -1,889 |
| 投资活动现金流 | -1,458 | -1,782 | -509 | -509 | -509 |
| 资本开支 | -1,531 | -1,982 | -510 | -510 | -510 |
| 投资 | -49 | -73 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 122 | 273 | 1 | 1 | 1 |
| 筹资活动现金流 | -3,793 | -10,705 | -4,119 | -6,959 | -7,879 |
| 现金流量净增加额 | 8,910 | -3,247 | 344 | 96 | -721 |

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

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。