

# 周大福 (01929.HK)

## 1-3月零售额增长稳健，持续推进门店优化提效

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn  
 证券分析师: 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码: S0980517070001  
 执证编码: S0980522120001

### 事项:

公司发布 2024 年 1-3 月未经审核的主要经营数据，整体零售值同比增长 12.4%，其中中国（不含港澳台）市场零售值同比增长 12.4%，中国香港、中国澳门及其他市场同比增长 12.8%，整体在去年一季度较高基数下保持了稳健增长。

**国信零售观点:** 1) 同店方面，公司中国香港及中国澳门市场的同店销售继续增长态势，1-3 月实现 4.5% 的增长。中国（不含港澳台）市场同店销售同比下降 2.7%，其中黄金首饰产品的同店销售增长 3.4%，受益龙年主题下黄金首饰及摆件的销售增长。2) 开店方面，公司继续贯彻强化单店效益的规划，季内对低效门店进行调整，净关店 94 家，期末门店总数 7782 家，其中中国（不含港澳台）市场周大福珠宝门店净关 89 家，期末门店总数 7548 家。

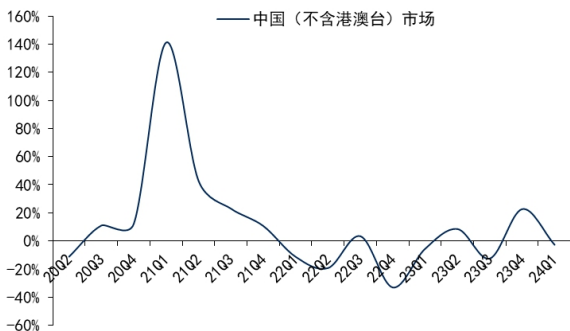
全年来看，黄金珠宝行业在金价及保值型消费需求支撑，仍有持续增长的动能支撑。而公司作为黄金珠宝龙头，其产品设计及渠道布局领先市场，在未来行业品牌力竞争日益重要的趋势下，公司龙头优势有望得到不断强化。我们维持公司 2024-2026 财年归母净利润预测为 75.3/87.61/97.85 亿港元，对应 PE 分别为 15.1/13/11.6 倍，维持“买入”评级。

### 评论:

◆ 零售额增长稳健，门店优化提效

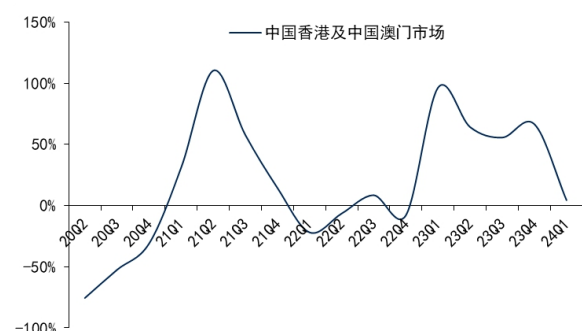
1-3 月经营数据看，中国香港及中国澳门市场继续增长表现，零售值同比增长 12.8%，同店销售增长 4.5%，其中香港同店销售增长 8.9%，澳门同店销售下降 7.1%，黄金品类同店销售增长 16.6%，平均售价上升至 7500 港元。中国（不含港澳台）市场零售值在去年高基数下仍取得 12.4% 的增长，同店销售则略下滑 2.7%，其中黄金首饰产品的同店销售增长 3.4%，受益龙年主题下黄金首饰及摆件的销售增长。

图1: 周大福中国（不含港澳台）市场同店销售 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

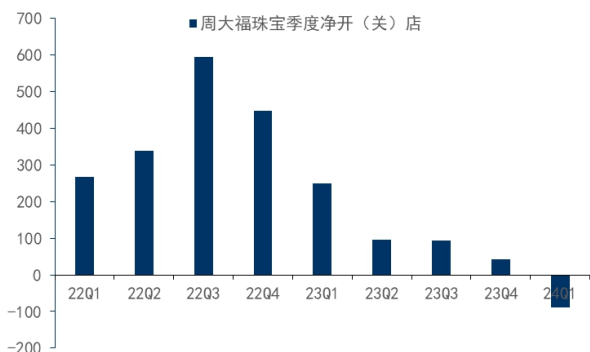
图2: 周大福中国香港及中国澳门同店销售 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

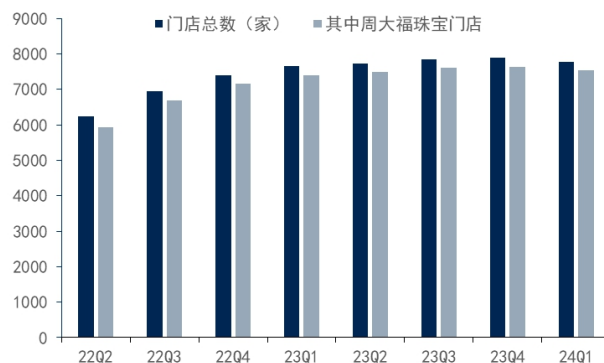
线上零售方面，公司继续强化与消费者的线上互动，并通过灵活的产品组合满足线上消费者需求，季内电商对中国（不含港澳台）市场的零售值贡献为 3.9%，销量占比为 10.4%。开店方面，公司继续贯彻强化单店效益的规划，季内对低效门店进行调整，净关店 94 家，期末门店总数 7782 家，其中中国（不含港澳台）市场周大福珠宝门店净关 89 家，期末门店总数 7548 家。

图3: 周大福珠宝中国（不含港澳台）市场门店情况（家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 周大福门店总数季度变化（家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议

全年来看，黄金珠宝行业在金价及保值型消费需求支撑，仍有持续增长的动能支撑。而公司作为黄金珠宝龙头，其产品设计及渠道布局领先市场，在未来行业品牌力竞争日益重要的趋势下，公司龙头优势有望得到不断强化。我们维持公司 2024-2026 财年归母净利润预测为 75.3/87.61/97.85 亿港元，对应 PE 分别为 15.1/13/11.6 倍，维持“买入”评级。

### ◆ 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。

### 相关研究报告：

- 《周大福（01929.HK）-10-12 月同店增长表现优异，积极把握销售旺季机遇》——2024-01-15
- 《周大福（01929.HK）-上半财年盈利能力同比提升，持续推进产品创新迭代》——2023-11-24
- 《周大福（01929.HK）-7-9 月零售值同比增长 5.8%，香港及澳门市场表现优异》——2023-10-13
- 《周大福（01929.HK）-4-6 月同店销售增长向好，黄金首饰品类表现优异》——2023-07-11
- 《周大福（01929.HK）-2023 财年逆势积极下沉扩张，4-5 月经营数据改善明显》——2023-06-12

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14942	11695	13483	14237	12129	营业收入	98938	94684	111358	126859	139926
应收款项	4911	6241	5492	6256	6900	营业成本	76598	73513	85891	97720	107645
存货净额	57254	59290	65429	74448	81985	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	10522	9974	10954	12423	13620
<b>流动资产合计</b>	<b>78126</b>	<b>77267</b>	<b>84444</b>	<b>94990</b>	<b>101073</b>	管理费用	3492	3770	4579	5174	5648
固定资产	5039	5144	6725	8452	10317	财务费用	458	408	752	757	789
无形资产及其他	1219	1211	1309	1446	1627	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	3033	3252	3252	3252	3252	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	322	466	466	466	466	其他收入	687	146	902	974	1075
<b>资产总计</b>	<b>87737</b>	<b>87340</b>	<b>96195</b>	<b>108605</b>	<b>116735</b>	营业利润	8556	7166	10084	11758	13298
短期借款及交易性金融负债	22996	19452	17598	20015	19022	营业外净收支	427	281	200	150	100
应付款项	2219	2306	4206	5318	5856	<b>利润总额</b>	<b>8983</b>	<b>7446</b>	<b>10284</b>	<b>11908</b>	<b>13398</b>
其他流动负债	24414	29263	34512	39258	43204	所得税费用	2103	1957	2609	2980	3424
<b>流动负债合计</b>	<b>49629</b>	<b>51022</b>	<b>56316</b>	<b>64591</b>	<b>68082</b>	少数股东损益	168	105	145	168	189
长期借款及应付债券	1789	1488	1488	1488	1488	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6712</b>	<b>5384</b>	<b>7530</b>	<b>8761</b>	<b>9785</b>
其他长期负债	1764	1471	1961	2525	3174						
<b>长期负债合计</b>	<b>3553</b>	<b>2959</b>	<b>3450</b>	<b>4013</b>	<b>4662</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>53183</b>	<b>53981</b>	<b>59765</b>	<b>68604</b>	<b>72744</b>	净利润	6712	5384	7530	8761	9785
少数股东权益	935	962	1020	1088	1163	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	33619	32397	35409	38913	42827	折旧摊销	2119	2026	902	974	1075
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>87737</b>	<b>87340</b>	<b>96195</b>	<b>108605</b>	<b>116735</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	458	408	752	757	789
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(5873)	1058	2250	(3363)	(3047)
每股收益	0.67	0.54	0.75	0.88	0.98	其它	29	35	58	67	76
每股红利	0.56	0.36	0.45	0.53	0.59	<b>经营活动现金流</b>	<b>2987</b>	<b>8503</b>	<b>10740</b>	<b>6439</b>	<b>7888</b>
每股净资产	3.37	3.24	3.55	3.90	4.29	资本开支	0	(2082)	(2580)	(2838)	(3122)
ROIC	13%	10%	15%	18%	18%	其它投资现金流	(522)	977	0	(8)	(10)
ROE	20%	17%	21%	23%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(571)</b>	<b>(1249)</b>	<b>(2580)</b>	<b>(2846)</b>	<b>(3131)</b>
毛利率	23%	22%	23%	23%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	9%	9%	9%	负债净变化	(10)	(301)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	10%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(5551)	(3575)	(4518)	(5256)	(5871)
收入增长	41%	-4%	18%	14%	10%	其它融资现金流	17616	(2749)	(1855)	2418	(994)
净利润增长率	11%	-20%	40%	16%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>6494</b>	<b>(10501)</b>	<b>(6372)</b>	<b>(2839)</b>	<b>(6865)</b>
资产负债率	62%	63%	63%	64%	63%	<b>现金净变动</b>	<b>8910</b>	<b>(3247)</b>	<b>1788</b>	<b>754</b>	<b>(2107)</b>
息率	4.9%	3.2%	4.0%	4.6%	5.2%	货币资金的期初余额	6032	14942	11695	13483	14237
P/E	16.9	21.1	15.1	13.0	11.6	货币资金的期末余额	14942	11695	13483	14237	12129
P/B	3.1	3.2	3.0	2.7	2.4	企业自由现金流	0	6476	7986	3427	4593
EV/EBITDA	16	18	16	15	13	权益自由现金流	0	3126	5570	5277	3012

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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