

周大福 (01929.HK)

2024 财年业绩复苏增长稳健，持续推进品牌优化提效

优于大市

核心观点

2024 财年整体业绩增长稳健。公司 2024 财年实现营业收入 1087.13 亿港元，同比+14.82%，取得归母净利润 64.99 亿港元，同比+20.71%，受益于黄金珠宝终端需求复苏趋势，实现稳健增长。此外，公司公布 2024 年 4-5 月未经审核的经营数据，零售值同比-20.2%，其中中国（不含港澳台）市场零售值同比-18.8%，同店销售同比-27.6%，整体表现承压，预计主要受到当前金价高位震荡回调影响终端需求释放所致。

此外，公司拟派发末期股息每股 0.3 港元，连同 2023 年派付的 0.25 港元的中期股息，2024 财年全年股息每股 0.55 港元，全年派息率约 84.6%。

注重门店效益增长，推进产品创新升级。分品类看，2024 财年黄金首饰及产品收入同比+22.5%，收入占比+5.1pct 至 82%；珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰收入同比-13.3%，收入占比下降 4.4pct 至 13.4%。分区域看，中国香港、澳门及其他市场收入同比+45.6%，中国（不含港澳台）市场收入同比+9.9%，收入占比 82.5%，同店销售同比+1.8%，其中加盟店同店销售增长 7.4%，受益新增门店的店铺效益稳健提升。展店方面，公司 2024 财年净开店 136 家，期末门店总数 7782 家，在行业仍处于领先地位。产品端，公司传承系列零售值在 2024 财年增长约 20%，“人生四美”和“铃兰”系列均取得稳健表现。

产品结构变化影响毛利率，费用率优化。公司 2024 财年综合毛利率同比-1.86pct 至 20.5%，经调整毛利率（扣除黄金借贷的未变现损益影响）后同比-0.9pct 至 22.8%，主要系相对低毛的黄金产品占比提升影响。销售费用率同比-1.78pct 至 8.75%，管理费用率同比-0.45pct 至 3.48%，受益公司持续推行的成本管控措施。营运及现金流方面，公司 2024 财年存货周转天数自 294 天缩短至 274 天；实现经营性现金流净额 138.36 亿港元，同比+37.45%，整体现金流状况向好。

风险提示：同店增长不及预期；一口价产品销售不及预期；加盟商管理不善。

投资建议：展望全年，黄金珠宝在金价及保值型需求支撑下，仍有持续增长的动能。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。但短期考虑金价高位波动对终端消费者需求造成观望抑制，以及公司低毛利黄金品类占比提升影响整体毛利率，我们下调公司 2025-2026 财年归母净利润至 72.49/81.43 亿港元（前值为 87.61/97.85 亿港元），并新增 2027 财年预测为 89.76 亿港元，对应 PE 为 13/11.6/10.5 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万港元)	94,684	108,713	120,048	130,423	140,149
(+/-%)	-4.30%	14.82%	10.43%	8.64%	7.46%
净利润(百万港元)	5,384	6,499	7,249	8,143	8,976
(+/-%)	-19.78%	20.71%	11.53%	12.33%	10.23%
每股收益(港元)	0.54	0.65	0.73	0.82	0.90
EBIT Margin	7.56%	7.86%	8.21%	8.57%	8.75%
净资产收益率 (ROE)	16.62%	25.27%	25.33%	25.55%	25.31%
市盈率 (PE)	17.55	14.54	13.03	11.60	10.53
EV/EBITDA	16.00	14.82	15.05	13.75	12.89
市净率 (PB)	2.70	3.41	3.06	2.75	2.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

商贸零售 · 专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

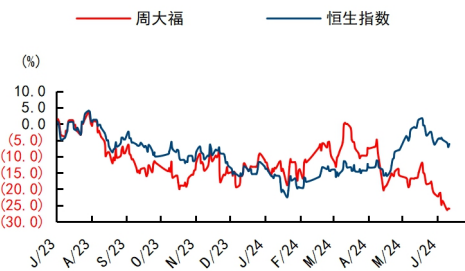
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.46 港元
总市值/流通市值	94484/94484 百万港元
52 周最高价/最低价	14.04/9.27 港元
近 3 个月日均成交额	91.80 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

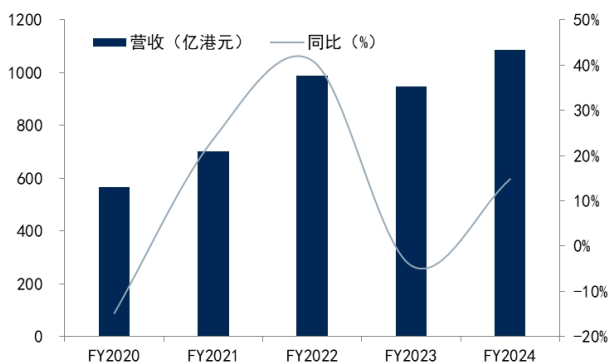
相关研究报告

- 《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》——2024-04-15
- 《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

公司 2024 财年实现营收 1087.13 亿港元，同比+14.82%，取得归母净利润 64.99 亿港元，同比+20.71%，在黄金珠宝消费复苏下实现稳健增长。此外，公司公布 2024 年 4-5 月未经审核的经营数据，零售值同比-20.2%，其中中国（不含港澳台）市场零售值同比-18.8%，同店销售同比-27.6%。整体表现承压，预计主要受到当前金价高位震荡回调影响终端需求释放所致。

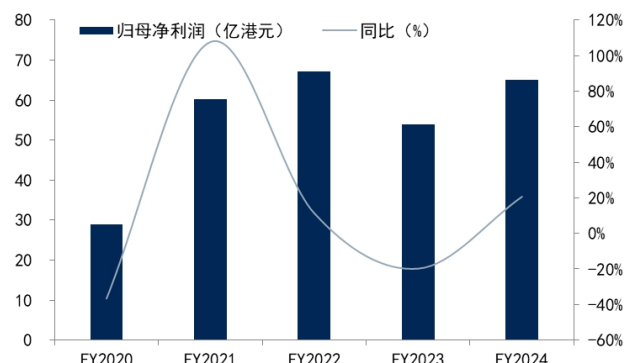
此外，公司拟派发末期股息每股 0.3 港元，连同 2023 年派付的 0.25 港元的中期股息，2024 财年全年股息每股 0.55 港元，全年派息率约 84.6%。

图1：周大福营业收入及增速（亿港元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

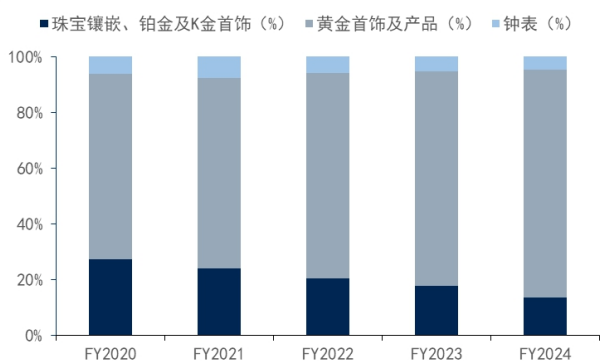
图2：周大福归母净利润及增速（亿港元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

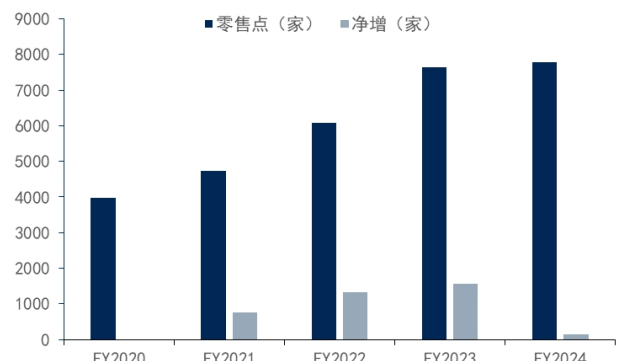
分品类看，2024 财年黄金首饰及产品收入同比+22.5%，收入占比+5.1pct 至 82%；珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰收入同比-13.3%，收入占比下降 4.4pct 至 13.4%。分区域看，中国香港、澳门及其他市场收入同比+45.6%，中国（不含港澳台）市场收入同比+9.9%，收入占比 82.5%，同店销售同比+1.8%，其中加盟店同店销售增长 7.4%，受益年轻门店的店铺效益稳健提升。展店方面，公司 2024 财年净开店 136 家，期末门店总数 7782 家，在行业处于领先地位。产品端，公司传承系列零售值在 2024 财年增长约 20%，人生四美和铃兰系列均取得稳健表现。

图3：周大福分品类销售占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：周大福门店总数情况（家）

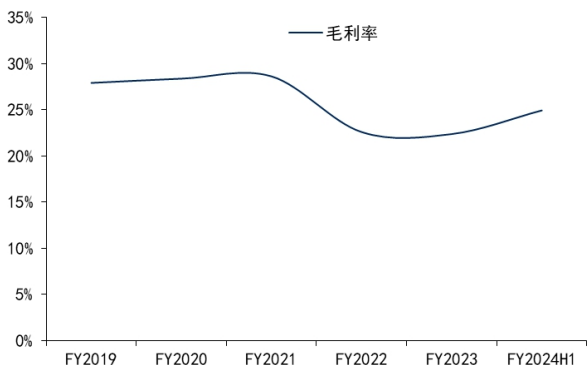


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主要财务数据方面，公司 2024 财年综合毛利率同比-1.86pct 至 20.5%，经调整毛利率（扣除黄金借贷的未变现损益影响）后同比-0.9pct 至 22.8%，主要系相对低毛的黄金产品占比提升影响。销售费用率同比-1.78pct 至 8.75%，管理费用率同比-0.45pct 至 3.48%，受益公司持续推行的成本管控措施。营运及现金流方面，

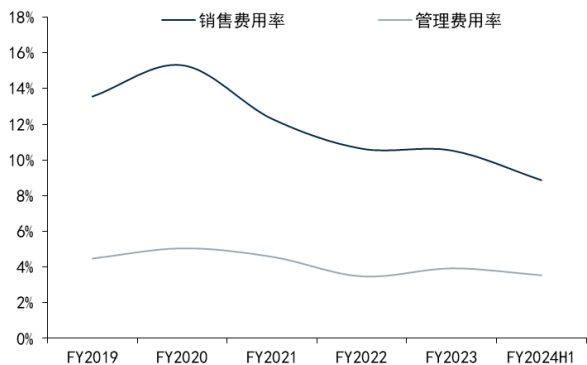
公司 2024 财年存货周转天数自 294 天缩短至 274 天；实现经营性现金流净额 138.36 亿港元，同比+37.45%，现金流状况向好。

图5: 周大福毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 周大福销售费用率/管理费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 展望全年, 黄金珠宝在金价及保值型需求支撑下, 仍有持续增长的动能。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。但短期考虑金价高位波动对终端消费者需求造成观望抑制, 以及低毛利率的黄金品类占比提升影响整体毛利率, 我们下调公司 2025-2026 财年归母净利润至 72.49/81.43 亿港元 (前值分别为 87.61/97.85 亿港元), 并新增 2027 财年预测为 89.76 亿港元, 对应 PE 分别为 13/11.6/10.5 倍, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-06-13)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600612.SH	老凤祥	69.98	278.57	4.23	5.03	5.72	6.39	16.30	13.91	12.23	10.95	19.13	0.74	优于大市
002867.SZ	周大生	15.80	173.16	1.20	1.41	1.63	1.89	12.64	11.22	9.69	8.36	20.62	0.65	优于大市
1929.HK	周大福	9.46	944.84	0.65	0.73	0.82	0.90	17.73	13.03	11.60	10.53	25.27	1.13	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 周大福货币单位为港元, 财年截至 3 月 31 日

财务预测与估值

资产负债表 (百万港元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	利润表 (百万港元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	11695	7695	6000	6600	7260	营业收入	94684	108713	120048	130423	140149
应收款项	6241	5994	5920	6432	6911	营业成本	73513	86428	95858	103770	111324
存货净额	59290	64647	73137	79177	84932	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	10184	11031	11820
流动资产合计	77267	79182	85903	93224	100322	管理费用	3492	3770	4147	4448	4744
固定资产	5144	4527	5067	5675	6348	财务费用	458	408	1115	1101	1125
无形资产及其他	1211	1281	1361	1480	1644	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	3252	3417	3417	3417	3417	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	466	412	412	412	412	其他收入	465	341	839	878	929
资产总计	87340	88819	96161	104209	112144	营业利润	7166	8474	9583	10951	12066
短期借款及交易性金融负债	19452	25281	23830	24428	25178	营业外净收支	281	255	200	100	50
应付款项	2306	2639	4702	5655	6067	利润总额	7446	8728	9783	11051	12116
其他流动负债	29263	29600	32979	35700	38290	所得税费用	1957	2121	2413	2772	2991
流动负债合计	51022	57520	61510	65783	69534	少数股东损益	105	108	121	137	150
长期借款及应付债券	1488	3342	3342	3342	3342	归属于母公司净利润	5384	6499	7249	8143	8976
其他长期负债	1471	1211	1614	2078	2612						
长期负债合计	2959	4553	4957	5421	5954						
负债合计	53981	62073	66467	71204	75489	净利润	5384	6499	7249	8143	8976
少数股东权益	962	1031	1079	1134	1194	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	32397	25715	28615	31872	35462	折旧摊销	2119	2026	839	878	929
负债和股东权益总计	87340	88819	96161	104209	112144	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	458	408	1115	1101	1125
关键财务与估值指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	营运资本变动	1058	(4865)	(2571)	(2413)	(2701)
每股收益	0.54	0.65	0.73	0.82	0.90	其它	18	36	48	55	60
每股红利	0.45	0.43	0.44	0.49	0.54	经营活动现金流	8579	3696	5565	6662	7264
每股净资产	3.24	2.57	2.86	3.19	3.55	资本开支	0	(1359)	(1460)	(1605)	(1766)
ROIC	9%	12%	14%	15%	15%	其它投资现金流	977	(805)	0	(169)	(203)
ROE	17%	25%	25%	26%	25%	投资活动现金流	833	(2111)	(1460)	(1775)	(1969)
毛利率	22%	20%	20%	20%	21%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	9%	9%	负债净变化	(301)	1854	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(4453)	(4316)	(4349)	(4886)	(5385)
收入增长	-4%	15%	10%	9%	7%	其它融资现金流	(3152)	(662)	(1452)	598	750
净利润增长率	-20%	21%	12%	12%	10%	融资活动现金流	(12660)	(5585)	(5801)	(4288)	(4635)
资产负债率	63%	71%	70%	69%	68%	现金净变动	(3247)	(4000)	(1695)	600	660
息率	4.7%	4.6%	4.6%	5.2%	5.7%	货币资金的期初余额	14942	11695	7695	6000	6600
P/E	17.5	14.5	13.0	11.6	10.5	货币资金的期末余额	11695	7695	6000	6600	7260
P/B	2.7	3.4	3.1	2.7	2.5	企业自由现金流	0	2266	4235	5231	5698
EV/EBITDA	16	15	15	14	13	权益自由现金流	0	3150	1944	5004	5601

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（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