

周大福 (01929.HK)

24FY 稳健复苏, 4-5月受金价扰动观望情绪重

买入 (维持评级)

当前价格: 9.46 港元

投资要点:

➤ 24FY 营收同增 14.8%，主要经营溢利同增 28.9%

24FY 公司实现营收 1087.13 亿港元/+14.8%，主要经营溢利 121.63 亿港元/+28.9%，实现毛利率 22.80%/-0.8pct（经调整，下同），主要系黄金产品持续高景气度，收入增长的同时产品结构调整，毛利率略有下降。公司拟每股派发 0.3 港元，全年派息率 84.6%。

➤ 中国内地门店拐点明确，新店运营提质增效

24FY 中国内地实现营收 896.98 亿港元/+9.9%，毛利率 22.5%/-0.8pct，主要系批发和黄金业务占比提升，销售费用率下降 1.8pct 至 11.4%，系广告及包装物料下降。期末内地总门店数达 7403 家/+143 家，单店销售/单店销量分别+1.8%/-4.8%，单店销售迎来明显拐点，且客单价上移。从零售渠道来看，周大福珠宝/其他品牌/电子商务营收分别+17.4%/+11.7%/+18.8%，其中周大福珠宝的加盟店/直营店分别为 5679/1724 家，带动零售值分别同增 23.4%/5.8%，新开门店逐渐成熟，单店提质增效的效果明显，预期后续将持续优化单店表现。从产品品类的角度来看，珠宝镶嵌品类/黄金首饰品类/钟表三大品类营收分别同比-5.9%/+23.3%/+6.3%，黄金占比 82%，景气度持续上行。

➤ 中国港澳及其他市场受益于旅客增大，营收及利润高增

港澳及其他市场营收及利润高增。24FY 中国港澳及其他市场营收同增 45.6% 至 190.15 亿港元，其中内地客流大幅修复带动零售业务+40.4%，海南免税店业绩大幅反弹带动批发业务高增+85.6%。从盈利来看，毛利率 24.4%/-1.3pct，但规模效应下 SG&A 占比下降，带动主要经营溢利率同增 3.7pct 至 8.7%。门店方面，净增门店 10 家至 145 家，单店销售/销量分别同比高增 42.4%/32.0%。从品类来看，黄金品类同比+69.4%，为主要增长推力，镶嵌品类降幅收窄。

➤ 受金价扰动观望情绪加重，24 年 4 月至 5 月营收承压

24 年 4-5 月零售值下降 20.2%，其中中国内地/中国港澳及其他市场分别变动-18.8%/-29.0%，主要系金价冲高后高位震荡，消费者观望情绪加重。分地区，中国内地同店销售/销量同比-27.6%/-39.7%，珠宝镶嵌等/黄金首饰等同比-32.9%/-29.8%；中国港澳及其他市场同店销售/销量同比-32.0%/-37.3%，珠宝镶嵌等/黄金首饰等同比-31.1%/-34.6%。

➤ 盈利预测与投资建议

考虑到金价震荡下终端需求偏弱，我们下调盈利预测，预计 FY2025-FY2027 公司营收为 997.21/1067.84/1143.01 亿元（前值 25-26FY 为 1039.77/1150.14 亿元），归母净利润为 66.23/73.10/76.95 亿元（前值 25-26FY 为 91.00/103.41 亿元）。当前价格对应 25/26 财年 PE13/12x，维持“买入”评级。

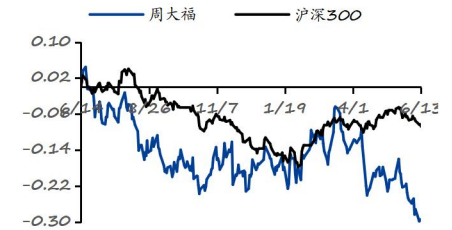
➤ 风险提示

单店店效提升不及预期，金价波动风险，终端需求不及预期风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	9,987.74/9,987.74
流通市值(百万港元)	94,483.99
每股净资产(港元)	2.57
资产负债率(%)	69.89
一年内最高/最低价(港元)	15.48/9.27

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
联系人: 杜采玲(S0210123070007)
dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

- 【华福商业】周大福中报点评: 利润弹性释放, 聚焦店效提升, 助力高质量成长——2023.11.24
- 【华福商业】产品持续推新, 龙头风采尽显——2023.09.18

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	82,888	98,554	99,721	106,784	114,301
增长率	3%	19%	1%	7%	7%
净利润(百万元)	4,714	5,892	6,623	7,310	7,695
增长率	-13%	25%	12%	10%	5%
EPS(元/股)	0.47	0.59	0.66	0.73	0.77
市盈率(P/E)	18.4	14.7	13.1	11.9	11.3
市净率(P/B)	3.1	3.7	3.3	4.3	6.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

币种: 人民币



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6,976	11,627	10,719	11,481
应收款项合计	5,434	5,800	6,564	6,954
存货	58,606	58,434	63,240	69,436
其他流动资产	767	1,343	1,462	1,592
流动资产合计	71,783	77,204	81,985	89,463
固定资产净额	4,104	3,748	4,008	4,073
权益性投资	45	45	45	45
其他长期投资	328	271	286	308
商誉及无形资产	1,161	867	1,462	646
土地使用权	477	577	666	746
其他非流动资产	2,621	2,751	2,889	3,034
非流动资产合计	8,736	8,259	9,356	8,852
资产总计	80,519	85,463	91,341	98,315
应付账款及票据	944	1,169	1,248	1,335
循环贷款	22,919	22,919	30,674	40,098
其他流动负债	28,282	28,148	30,068	32,167
流动负债合计	52,145	52,236	61,990	73,600
长期借贷	3,030	4,757	6,484	8,212
其他非流动负债	1,098	1,335	1,288	1,252
非流动负债合计	4,128	6,092	7,772	9,464
负债总计	56,273	58,328	69,762	83,064
归母公司净利润增长率	23,312	26,001	20,232	13,675
少数股东权益	934	1,134	1,347	1,576
股东权益总计	24,246	27,135	21,579	15,251
负债及股东权益总计	80,519	85,463	91,341	98,315

现金流量表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,543	12,545	9,409	11,125
净利润	5,892	6,623	7,310	7,695
折旧和摊销	2,072	5,403	4,421	6,236
营运资本变动	3,765	-613	-3,613	-4,434
其他非现金调整	814	1,132	1,291	1,628
投资活动现金流	-650	-5,267	-5,868	-6,093
资本支出	-873	-5,400	-5,910	-6,220
长期投资	34	57	-15	-22
其他长期资产	189	76	57	149
融资活动现金流	-15,257	-2,627	-4,449	-4,270
借款增加	7,617	1,727	9,483	11,151
股利分配	-11,132	-5,004	-12,984	-13,983
普通股增加	300	122	0	0
其他融资活动现金流	-12,042	527	-947	-1,438

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

利润表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	98,814	100,046	107,190	114,809
主营业务收入	98,554	99,721	106,784	114,301
营业总支出	90,446	90,377	96,452	103,194
营业成本	78,351	77,912	83,211	89,021
营业开支	12,095	12,465	13,241	14,173
营业利润	8,368	9,669	10,738	11,615
净利息支出	406	657	805	1,134
权益性投资损益	-18	-2	-4	-6
其他非经营性损益	-262	-262	-262	-262
非经常项目前利润	7,682	8,748	9,667	10,214
非经常项目损益	231	264	272	253
除税前利润	7,913	9,012	9,939	10,467
所得税	1,923	2,190	2,415	2,544
少数股东损益	98	199	214	229
持续经营净利润	5,892	6,622	7,310	7,695
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	5,892	6,623	7,310	7,695
EPS (最新股本摊薄)	0.59	0.66	0.73	0.77

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	18.9%	1.2%	7.1%	7.0%
归母公司净利润增长率	25.0%	12.4%	10.4%	5.3%
获利能力				
毛利率	20.5%	21.9%	22.1%	22.1%
净利率	6.0%	6.6%	6.8%	6.7%
ROE	22.8%	26.9%	31.6%	45.4%
ROA	7.5%	8.0%	8.3%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	69.9%	68.2%	76.4%	84.5%
流动比率	1.4	1.5	1.3	1.2
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.7	0.7	0.8
每股经营现金流	1.3	1.3	0.9	1.1
每股净资产	2.3	2.6	2.0	1.4
估值比率				
P/E	15	13	12	11
P/B	4	3	4	6
EV/EBITDA	5	3	3	3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn