

➤ **事件概述。**周大福发布 FY2024 财年业绩公告及 24 年 4 月 1 日至 5 月 31 日主要经营数据。FY2024，集团实现营业收入 1087.13 亿港元，同比+14.82%，实现归母净利润 64.99 亿港元，同比+20.71%，主要经营溢利率同比+1.2 pct 至 11.2%。2024 财年全年派发股息 0.55 港元/股，全年派息率达 84.6%。

➤ **黄金产品与加盟渠道收入增速较快，分区域同店增速稳健提升。**1) **分地区看：**FY24，受节日需求驱动及新开门店店效稳步提升推动，中国内地实现营收 896.98 亿港元，同比+9.9%，占总营收比例为 82.5%；受益于入境旅游的持续复苏，中国香港、中国澳门及其他市场实现营收 190.15 亿港元，同比+45.6%，占总营收比例为 17.5%。2) **分产品看 (不含珠宝贸易及来自加盟商的服务收入)：**FY24，珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰收入同比-13.3%，黄金首饰及产品收入同比+22.5%，收入占比同比+5.1 pct 达 82.0%。3) **分渠道看：**FY24，零售渠道实现营收 548.19 亿港元，同比+12.3%，加盟渠道实现营收 538.94 亿港元，同比+17.4%。4) **分同店情况看：**FY24，中国内地直营同店销售额同比+1.8%，中国内地加盟同店销售额同比+7.4%，主要系年轻门店的店铺效益稳健提升拉动，此外，中国香港及中国澳门的同店销售额同比+42.4%。此外，公司发布 24 年 4 月 1 日至 5 月 31 日经营数据，集团零售值同比-20.2%，其中，中国内地零售值同比-18.8%，同店销售额同比-27.6%，中国香港、中国澳门及其他市场零售值同比-29.0%，同店零售额同比-32.0%，或系 3 月底至 4 月初黄金价格跳涨造成黄金产品的零售终端价格居高不下，部分消费者持观望态度，影响产品销量增速，集团收入增速短暂承压，随大盘金价趋稳，终端门店金价稳定叠加节假日客流恢复等利好因素，看好下半财年集团收入逐步恢复稳定增长态势。

➤ **产品结构及渠道结构变动及黄金借贷影响毛利率，费用率水平明显优化。**1) **毛利率端：**FY24，集团毛利率为 20.5%，同比-1.9 pct，扣除黄金借贷的未变现亏损影响的经调整后毛利率同比-1.3 pct 至 22.8%，主要系黄金首饰及产品以及批发业务的销售占比提升，部分抵消金价上行及优化定价策略带来零售产品毛利率提升的有利影响。2) **费率端：**FY24，集团销售费率同比-1.78 pct 至 8.75%，管理费率同比-0.45 pct 至 3.48%，销售及行政开支占营收比例同比-1.8 pct 至 11.4%，费用管控成果显著。3) **净利率端：**主要经营溢利率同比+1.2 pct 至 11.2%，净溢利率同比+0.3 pct 至 6.1%。

➤ **产品、渠道与品牌端三大维度巩固珠宝行业龙头地位。**1) **产品端：**持续优化产品组合，提升高附加值产品占比。FY24，标志性黄金首饰传承系列融合传统工艺与现代设计，继续深受消费者青睐，其零售值在 FY24 同比增长约 20%。此外，全新设计的龙主题黄金首饰和摆件，如传承龙等深受市场欢迎。2) **渠道端：**截至 24 年 3 月 31 日，集团共 7548 个周大福珠宝零售点 (净增 153 个)，其中中国内地共有 7403 个周大福珠宝零售点 (净增加 143 个)，超过一半为过去 2-4 年开设，在较低线城市的新增店铺效益逐步爬坡，未来随店铺日益成熟，运营效益持续提升，有望优化盈利能力。3) **品牌端：**庆祝品牌成立 95 周年之际，积极推进品牌转型，在提升品牌吸引力、顾客体验与推动可持续增长等方面取得积极进展，共同助力更高价值增长。

➤ **投资建议：**预计 FY24-FY26 公司实现营收 1176.78、1265.87、1361.33 亿港元，分别同比+8.2%、+7.6%、+7.5%；实现归母净利润 72.88、81.63、91.23 亿港元，同比+12.1%、+12.0%、+11.8%，6 月 14 日收盘价对应 PE 为 12/11/9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**终端需求不及预期，行业竞争加剧，同店增长不及预期。

盈利预测与财务指标

单位/百万港元	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	108,713	117,678	126,587	136,133
增长率(%)	14.8	8.2	7.6	7.5
归母净利润	6,499	7,288	8,163	9,123
增长率(%)	20.7	12.1	12.0	11.8
EPS	0.65	0.73	0.82	0.91
P/E	13	12	11	9
P/B	3.3	3.2	2.9	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

8.62 港元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1.周大福 (1929.HK) 深度报告：复盘黄金珠宝龙头成长历程，期待品牌变革之旅-2024/06/09

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万港元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	79,182	93,966	101,412	109,739
现金及现金等价物	7,695	11,547	12,967	14,899
应收账款及票据	2,052	3,923	4,220	4,538
存货	64,647	73,695	79,048	84,778
其他	4,788	4,802	5,178	5,523
非流动资产合计	9,637	9,737	9,787	9,887
固定资产	4,527	4,577	4,577	4,627
商誉及无形资产	1,281	1,331	1,381	1,431
其他	3,829	3,829	3,829	3,829
资产合计	88,819	103,703	111,199	119,625
流动负债合计	57,520	70,786	75,790	81,258
短期借贷	25,281	30,281	30,281	30,281
应付账款及票据	1,041	1,228	1,317	1,413
其他	31,198	39,277	44,191	49,564
非流动负债合计	4,553	4,553	4,553	4,553
长期借贷	3,342	3,342	3,342	3,342
其他	1,211	1,211	1,211	1,211
负债合计	62,073	75,339	80,343	85,811
普通股股本	9,988	9,988	9,988	9,988
储备	15,727	17,232	19,607	22,442
归属母公司股东权益	25,715	27,220	29,595	32,430
少数股东权益	1,031	1,143	1,261	1,385
股东权益合计	26,746	28,363	30,856	33,814
负债和股东权益合计	88,819	103,703	111,199	119,625

现金流量表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13,836	7,924	10,649	11,838
净利润	6,499	7,288	8,163	9,123
少数股东权益	108	113	118	123
折旧摊销	2,285	2,250	2,350	2,450
营运资金变动及其他	4,943	-1,727	18	141
投资活动现金流	-717	-2,428	-2,502	-2,678
资本支出	-963	-2,350	-2,400	-2,550
其他投资	247	-78	-102	-128
筹资活动现金流	-16,830	-1,356	-6,439	-6,939
借款增加	-3,507	5,000	0	0
普通股增加	-135	0	0	0
已付股利	-12,538	-5,495	-5,500	-6,000
其他	-650	-861	-939	-939
现金净增加额	-4,000	3,852	1,420	1,933

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万港元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	108,713	117,678	126,587	136,133
其他收入	287	230	270	270
营业成本	86,428	92,119	98,810	105,973
销售费用	9,513	11,062	11,773	12,524
管理费用	3,787	4,236	4,557	4,901
研发费用	0	0	0	0
财务费用	448	634	673	659
权益性投资损益	-20	-15	-15	-15
其他损益	-36	-65	-90	-116
除税前利润	8,728	9,777	10,940	12,215
所得税	2,121	2,376	2,658	2,968
净利润	6,607	7,401	8,281	9,247
少数股东损益	108	113	118	123
归属母公司净利润	6,499	7,288	8,163	9,123
EBIT	9,177	10,411	11,613	12,874
EBITDA	11,462	12,661	13,963	15,324
EPS (元)	0.65	0.73	0.82	0.91

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	14.82	8.25	7.57	7.54
归属母公司净利润	20.71	12.14	12.01	11.76
盈利能力(%)				
毛利率	20.50	21.72	21.94	22.15
净利率	5.98	6.19	6.45	6.70
ROE	25.27	26.78	27.58	28.13
ROIC	12.55	12.71	13.63	14.45
偿债能力				
资产负债率(%)	69.89	72.65	72.25	71.73
净负债比率(%)	78.25	77.84	66.95	55.37
流动比率	1.38	1.33	1.34	1.35
速动比率	0.24	0.27	0.28	0.30
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.22	1.18	1.18
应收账款周转率	41.29	39.39	31.09	31.09
应付账款周转率	84.99	81.18	77.63	77.62
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.73	0.82	0.91
每股经营现金流	1.39	0.79	1.07	1.19
每股净资产	2.57	2.73	2.96	3.25
估值比率				
P/E	13	12	11	9
P/B	3.3	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	9.34	8.45	7.66	6.98

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026