

周大福 (01929.HK)

同店销售跌幅收窄，高毛利产品销售占比提升

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

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 7-9 月未经审核的主要经营数据，整体零售值同比下降 21%，其中中国（不含港澳台）市场零售值同比下降 19.4%，中国香港、中国澳门及其他市场同比下降 31%。

国信零售观点：1) 同店方面，中国（不含港澳台）市场同店销售下降 24.3%，降幅较 4-6 月下降 26.4% 有所收窄；中国香港、中国澳门及其他市场同店销售下降 30.8%，与 4-6 月一致。2) 产品销售结构方面，中国（不含港澳台）市场黄金首饰产品中，毛利率较高的定价产品销售占比自去年同期的 5% 上升至 12.8%，支撑公司毛利率保持韧性。3) 门店方面，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 142 家，其中周大福主品牌净关店 145 家，期末门店总数 7346 家。

同时，公司预计 2025 上半财年整体营业额下降 18%-22%，净利润下降 42%-46%，剔除黄金借贷重估影响后，净利润下降 12%-16%。在去年疫后需求高基数、金价高位抑制终端需求等因素下业绩表现承压。不过中长期看，黄金珠宝行业在消费者保值型需求支撑，以及产品设计感持续提升下，仍有望维持平稳增长趋势。公司作为黄金珠宝龙头，其产品迭代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，公司仍有较强的竞争力。考虑金价高位波动对终端消费者需求造成观望抑制及公司短期进行门店优化，我们下调公司 2025-2027 财年归母净利润至 55.31/62.36/69.26 亿港元（前值分别为 70.38/76.82/83.62 亿港元），对应 PE 分别为 13.1/11.6/10.5 倍，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 同店销售降幅收窄，产品结构优化

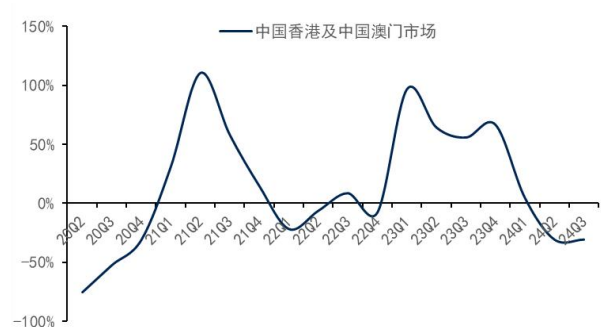
7-9 月经营数据看，中国（不含港澳台）市场零售值同比下降 19.4%，同店销售下降 24.3%，降幅较 4-6 月下降 26.4% 有所收窄；中国香港、中国澳门及其他市场零售值同比下降 31%，同店销售下降 30.8%。

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

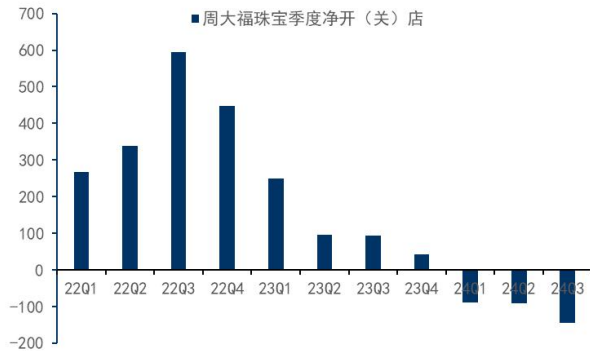
图2：周大福中国香港及中国澳门同店销售（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

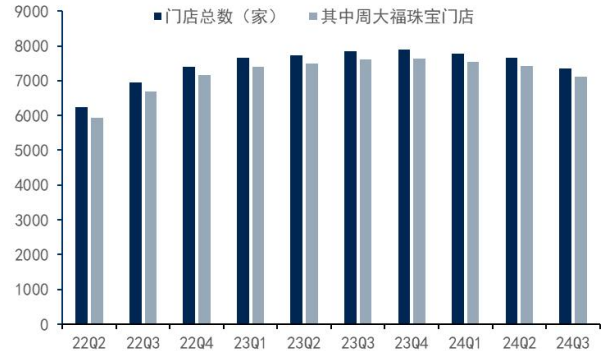
具体品类结构看，黄金及镶嵌类产品销售均有所下滑，不过中国（不含港澳台）市场黄金产品中，毛利率较高的定价产品销售占比从去年同期的5%增加至季内的12.8%，有助于公司毛利率保持韧性。门店方面，公司继续贯彻强化单店效益的规划，季内对低效门店进行调整，净关店142家，其中周大福主品牌净关店145家，期末门店总数7346家。

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

中长期看，黄金珠宝行业在消费者保值型需求支撑，以及产品设计感持续提升下，仍有望维持平稳增长趋势。公司作为黄金珠宝龙头，其产品迭代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，公司仍有较强的竞争力。考虑金价高位波动对终端消费者需求造成观望抑制及公司短期进行门店优化，我们下调公司2025-2027财年归母净利润至55.31/62.36/69.26亿港元（前值分别为70.38/76.82/83.62亿港元），对应PE分别为13.1/11.6/10.5倍，维持“优于大市”评级。

表1: 周大福盈利预测主要调整项

调整项	2024E		2025E		2026E		调整原因
	原值	现值	原值	现值	原值	现值	
营业收入增速	7.43%	-10.76%	7.24%	7.04%	5.46%	5.26%	金价相对高位抑制终端消费需求
销售费用率	8.74%	9.23%	8.65%	9.13%	8.61%	9.08%	收入下降；行业竞争下营销/人员等费用刚性

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

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。

表2: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价 (元/港元)	EPS			PE			总市值 (亿元/港元)
代码	名称	评级	2024/10/22	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024/10/22
1929.HK	周大福	优于大市	7.28	0.65	0.55	0.62	17.73	13.14	11.66	727.11
600612.SH	老凤祥	优于大市	56.49	4.23	4.84	5.44	16.30	11.67	10.38	235.54

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

相关研究报告:

- 《周大福 (01929.HK) -4-6 月金价震荡下零售增长承压, 高毛利定价产品占比提升》——2024-07-24
- 《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》——2024-06-14
- 《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

财务预测与估值

资产负债表（百万港元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万港元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11695	7695	14411	13672	16045	营业收入	94684	108713	97012	103838	109297
应收款项	6241	6838	4784	5121	4791	营业成本	73513	86428	76912	82145	86184
存货净额	59290	64647	57556	62588	65647	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	8957	9477	9920
流动资产合计	77267	79182	76753	81383	86485	管理费用	3492	3770	3548	3783	3912
固定资产	5144	4527	5067	5675	6348	财务费用	458	408	1069	997	1010
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	87010	92368	98307	营业利润	7166	8474	7365	8313	9199
短期借款及交易性金融负债	19452	25281	22577	22437	23432	营业外净收支	281	255	100	150	150
应付款项	2306	2639	3767	4471	4689	利润总额	7446	8728	7465	8463	9349
其他流动负债	29263	29600	26714	28509	29884	所得税费用	1957	2121	1841	2123	2308
流动负债合计	51022	57520	53058	55416	58005	少数股东损益	105	108	92	105	116
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	5531	6236	6926
其他长期负债	1471	1211	1614	2078	2612						

现金流量表（百万港元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	净利润	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2959	4553	4957	5421	5954	资产减值准备	0	0	0	0	0
负债合计	53981	62073	58015	60837	63959	折旧摊销	2119	2026	839	878	929
少数股东权益	962	1031	1068	1109	1156	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
股东权益	32397	25715	27928	30422	33192	财务费用	458	408	1069	997	1010
负债和股东权益总计	87340	88819	87010	92368	98307	营运资本变动	1058	(5710)	7791	(2406)	(602)

关键财务与估值指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	其它	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.54	0.65	0.55	0.62	0.69	经营活动现金流	8579	2852	14198	4749	7300
每股红利	0.45	0.43	0.33	0.37	0.42	资本开支	0	(1359)	(1460)	(1605)	(1766)
每股净资产	3.24	2.57	2.80	3.05	3.32	其它投资现金流	977	39	0	(0)	(0)
ROIC	9%	12%	12%	14%	14%	投资活动现金流	833	(1266)	(1460)	(1606)	(1766)
ROE	17%	25%	20%	20%	21%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	22%	20%	21%	21%	21%	负债净变化	(301)	1854	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(4453)	(4316)	(3319)	(3741)	(4156)
EBITDA Margin	10%	10%	9%	9%	9%	其它融资现金流	(3152)	(662)	(2705)	(140)	995
收入增长	-4%	15%	-11%	7%	5%	融资活动现金流	(12660)	(5585)	(6024)	(3881)	(3161)
净利润增长率	-20%	21%	-15%	13%	11%	现金净变动	(3247)	(4000)	6715	(738)	2372
资产负债率	63%	71%	68%	67%	66%	货币资金的期初余额	14942	11695	7695	14411	13672
息率	6.1%	5.9%	4.6%	5.1%	5.7%	货币资金的期末余额	11695	7695	14411	13672	16045
P/E	13.5	11.2	13.1	11.7	10.5	企业自由现金流	0	1422	12892	3183	5551
P/B	2.1	2.6	2.4	2.2	2.0	权益自由现金流	0	2305	9382	2297	5785
EV/EBITDA	14	13	15	14	13						

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