

周大福 (01929.HK)

FY2025Q2 经营数据点评：公司内地零售额同比下滑 19.4%，金价急涨令消费承压 买入（维持）

2024年10月23日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入(百万元)	94684	108713	95940	99314	104863
同比(%)	(4.30)	14.82	(11.75)	3.52	5.59
归母净利润(百万元)	5384	6499	4608	6749	7829
同比(%)	(19.78)	20.71	(29.10)	46.44	16.00
EPS-最新摊薄(元/股)	0.54	0.65	0.46	0.68	0.78
P/E(现价&最新摊薄)	13.50	11.19	15.78	10.77	9.29

投资要点

- **FY2025Q2 公司内地零售额同比下滑 19.4%**：FY2025Q2（截至 2024 年 9 月 30 日止的三个月，下同）集团零售额同比下滑 21%，其中中国内地零售额同比下滑 19.4%，中国港澳及其他地区零售额同比下滑 31%，中国内地同店销售额同比下滑 24.3%，销售量同比下滑 33.3%，中国港澳及其他地区同店销售额同比下滑 30.8%，销售量同比下滑 36.1%。零售端同比出现较大下滑主要因为金价急涨下消费者观望情绪较重，影响了终端动销。
- **毛利率受益于金价上涨和定价产品占比的提升有明显提升**：分产品结构来看，中国内地黄金首饰同店销售额同比下滑 24.7%，镶嵌类产品销售额同比下滑 27.6%。但金价上涨下，公司毛利率较高的定价类产品销售额占比同比提升至 12.8%，叠加金价上涨带来的收益，使得集团毛利率有明显提升。
- **FY2025Q2 净关店 145 家，渠道门店仍在调整中**：渠道方面，截至 2024 年 9 月末，周大福珠宝内地门店总数 6968 家，其中加盟门店占比 76.7%，FY2025Q2 净关店 145 家，渠道门店仍在调整中。分渠道来看，FY2025Q2 中国内地直营门店同店销售额同比下滑 24.3%，加盟门店同店销售额同比下滑 20.3%。
- **FY2025H1 公司经调整净利润同比下滑 12%-16%**：公司也披露了 FY2025H1 主要财务数据，FY2025H1 公司零售额同比下滑 18%-22%，不考虑黄金借贷影响的经调整净利润同比下滑 12%-16%。金价上涨对公司经营利润率有正向提振作用。
- **盈利预测与投资评级**：考虑到金价高位震荡令终端消费承压，我们下调公司 FY2025-FY2026 归母净利润从 73.1/89.8/107 亿港币至 46.1/67.5/78.3 亿港币，最新收盘价对应 FY2025-FY2027 PE 为 16/11/9 倍，虽然业绩面临一定压力，但考虑到目前已经是黄金珠宝销售的底部区间了，静待拐点出现后，向上仍有较大空间，我们维持“买入”评级。
- **风险提示**：同店销售恢复不及预期，门店调整风险，金价大幅波动风险，消费力走弱等

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	7.28
一年最低/最高价	5.83/12.98
市净率(倍)	2.83
港股流通市值(百万港元)	72,710.72

基础数据

每股净资产(港元)	2.57
资产负债率(%)	69.89
总股本(百万股)	9,987.74
流通股本(百万股)	9,987.74

相关研究

《周大福(01929.HK.): FY2024 年报点评：归母净利润同比+20.7%，金价高位下终端动销承压》

2024-06-14

《周大福(01929.HK.): FY2024Q4 中国内地零售额同比+12.4%，渠道爬坡优化中》

2024-04-14

周大福三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	79,182.40	77,434.60	81,845.76	87,549.60	营业总收入	108,713.00	95,939.64	99,314.01	104,862.69
现金及现金等价物	7,695.40	15,046.64	18,643.15	20,975.22	营业成本	86,428.00	75,091.17	75,932.42	80,025.32
应收账款及票据	2,052.30	1,865.49	1,931.11	2,039.00	销售费用	9,513.20	9,593.96	9,931.40	10,486.27
存货	64,647.00	56,318.38	56,949.31	60,018.99	管理费用	3,787.00	3,549.77	3,575.30	3,670.19
其他流动资产	4,787.70	4,204.09	4,322.19	4,516.39	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	9,636.60	9,752.39	9,867.88	9,949.35	其他费用	1.40	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,526.80	4,614.93	4,702.41	4,740.51	经营利润	9,230.50	7,704.73	9,874.88	10,680.90
商誉及无形资产	1,280.90	1,323.55	1,366.57	1,409.94	利息收入	256.40	153.91	300.93	0.00
长期投资	49.80	49.80	49.80	49.80	利息支出	704.60	925.56	925.56	0.00
其他长期投资	361.90	361.90	361.90	361.90	其他收益	(54.00)	(765.40)	(245.40)	(245.40)
其他非流动资产	3,417.20	3,402.20	3,387.20	3,387.20	利润总额	8,728.30	6,167.69	9,004.86	10,435.50
资产总计	88,819.00	87,186.98	91,713.64	97,498.95	所得税	2,121.10	1,498.75	2,188.18	2,535.83
流动负债	57,520.40	53,521.12	54,492.86	56,123.12	净利润	6,607.20	4,668.94	6,816.68	7,899.68
短期借款	25,281.40	25,281.40	25,281.40	25,281.40	少数股东损益	107.90	60.70	68.17	71.10
应付账款及票据	1,041.20	896.92	906.97	955.86	归属母公司净利润	6,499.30	4,608.24	6,748.51	7,828.58
其他	31,197.80	27,342.80	28,304.49	29,885.87	EBIT	9,176.50	6,939.33	9,629.48	10,435.50
非流动负债	4,553.00	4,613.54	4,677.10	4,743.84	EBITDA	11,396.80	6,958.55	9,648.99	10,454.03
长期借款	3,342.30	3,342.30	3,342.30	3,342.30					
其他	1,210.70	1,271.24	1,334.80	1,401.54					
负债合计	62,073.40	58,134.65	59,169.96	60,866.96					
股本	9,987.70	9,987.70	9,987.70	9,987.70	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,030.60	1,091.30	1,159.46	1,230.56	每股收益(元)	0.65	0.46	0.68	0.78
归属母公司股东权益	25,715.00	27,961.03	31,384.21	35,401.43	每股净资产(元)	2.68	2.91	3.26	3.67
负债和股东权益	88,819.00	87,186.98	91,713.64	97,498.95	发行在外股份(百万股)	9,987.74	9,987.74	9,987.74	9,987.74
					ROIC(%)	12.67	9.29	12.27	12.50
					ROE(%)	25.27	16.48	21.50	22.11
					毛利率(%)	20.50	21.73	23.54	23.69
					销售净利率(%)	5.98	4.80	6.80	7.47
					资产负债率(%)	69.89	66.68	64.52	62.43
					收入增长率(%)	14.82	(11.75)	3.52	5.59
					净利润增长率(%)	20.71	(29.10)	46.44	16.00
					P/E	11.19	15.78	10.77	9.29
					P/B	2.72	2.50	2.23	1.98
					EV/EBITDA	11.95	12.40	8.57	7.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为港币,港元兑人民币汇率为2024年10月22日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

