

证券研究报告

公司研究

点评报告

周大福 (1929. HK)

投资评级

上次评级

蔡昕好 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

周大福 (1929. HK) FY2025Q2 经营数据点评: 金价屡创新高致销售持续承压

2024年10月23日

事件: 公司发布 FY2025Q2 未经审核主要经营数据, 截至 2024.9.30 的三个月集团零售值同比-21%, 中国大陆/中国港澳及其他市场分别同比-19.4%/-31.0%, 占比 87.8%/12.2%。

点评:

中国大陆: FY2025Q2 金价屡创新高影响终端销售, 10月以来金价稳步上涨, 同店销售降幅有收窄趋势。 FY2025Q2 中国大陆同店下滑 24.3%, 同店销量下滑 33.3%, 其中分产品黄金/镶嵌同店销售额分别同比下滑 24.7%/27.6%。截至 2024.9.30 周大福珠宝中国大陆门店 6968 家, FY2025Q1/FY2025Q2 净关店 94/145 家。分渠道看, 直营店及加盟店同店销售分别同比-24%/-20.3%, 周大福珠宝加盟店于 FY2025Q2 贡献中国大陆零售值的 70.9% (FY2024Q2 为 69.8%); 线上方面, FY2025Q2 电商业务贡献中国大陆零售值的 5.4%, 贡献销量的 13.1%。产品方面, 金价的较快上涨对按克计价黄金产品销售影响较大, 而毛利率较高的定价类黄金产品取得较好表现, FY2025Q2 定价类黄金销售占比同比提升 7.8pct 至 12.8%, 对集团毛利率有正向贡献。

中国港澳市场受暑假出游及中国大陆游客消费模式和喜好转变的影响, FY2025Q2 同店下滑 30.8%, 同店销量下滑 36.1%。 分区域, 中国香港同店下滑 27.8%, 中国澳门同店下滑 40.2%。分产品, 其中黄金/镶嵌同店销售分别下滑 36.3%/16.6%。截至 2024.9.30 中国港澳周大福珠宝门店 84 家, FY2025Q1/FY2025Q2 净关店 0/3 家。

公司同时披露了 FY2025H1 未经审核财务表现, 预计 FY2025H1 营收同比下降 18%-22%, 净溢利同比下降 42%-46%, 剔除黄金借贷的经调整净溢利同比下降 12%-16%。其中, 收入下滑主要系 FY2025H1 同店承压、门店呈净关店; 金价上涨使得黄金借贷对利润产生负贡献, 因而经调整净溢利表现好于净溢利; 盈利能力方面, 得益于金价上涨带动按克计价黄金产品毛利率提升, 以及产品结构中高毛利的定价类黄金销售占比提升, 毛利率同比提升, 同时我们预计由于销售下滑而门店固定经营成本未有相应减少, FY2025H1 费用率同比提升, 抵消了部分毛利率的优化, 综合来看核心经营利润率仍有同比改善。

盈利预测: 我们预计公司 FY2025-FY2027 收入分别为 929/961/985 亿港元, 同比-15%/+4%/+2%, 归母净利润 58.75/62.54/65.47 亿港元, 同比-10%/+6%/+5%, EPS 分别为 0.59/0.63/0.66 港元, 对应 10月22日收盘价

PE 11/11/10X。

风险提示：开店不及预期，同店增长不及预期，金价剧烈波动，新产品推广不及预期，行业竞争加剧。

重要财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万港元）	108713	92873	96140	98494
(+/-)(%)	15%	-15%	4%	2%
归母净利润（百万港元）	6499	5875	6254	6547
(+/-)(%)	21%	-10%	6%	5%
EPS	0.65	0.59	0.63	0.66
P/E	16.20	11.30	10.62	10.14

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年10月22日收盘价

附录：公司财务预测表（单位：百万港元）

资产负债表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	79,182	73,513	73,952	73,776
现金	7,695	17,081	15,881	14,530
应收账款及票据	2,897	2,410	2,397	2,528
存货	64,647	50,677	52,212	53,170
其他	3,943	3,345	3,463	3,548
非流动资产	9,637	9,509	9,388	9,273
固定资产	4,527	4,414	4,308	4,206
无形资产	1,281	1,266	1,251	1,237
其他	3,829	3,829	3,829	3,829
资产总计	88,819	83,022	83,340	83,048
流动负债	57,520	53,653	55,814	57,269
短期借款	25,281	26,281	27,281	28,281
应付账款及票据	1,041	717	941	720
其他	31,198	26,655	27,592	28,268
非流动负债	4,553	4,553	4,553	4,553
长期债务	3,342	3,342	3,342	3,342
其他	1,211	1,211	1,211	1,211
负债合计	62,073	58,206	60,367	61,822
普通股股本	9,988	9,988	9,988	9,988
储备	17,036	15,012	13,066	11,213
归属母公司股东权益	25,715	23,690	21,745	19,892
少数股东权益	1,031	1,126	1,228	1,334
股东权益合计	26,746	24,817	22,972	21,226
负债和股东权益	88,819	83,022	83,340	83,048
现金流量表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	13,836	16,970	6,705	6,774
净利润	6,499	5,875	6,254	6,547
少数股东权益	108	96	102	106
折旧摊销	2,285	298	291	285
营运资金变动及其他	4,943	10,702	58	-165
投资活动现金流	-717	-170	-170	-170
资本支出	-963	-170	-170	-170
其他投资	247	0	0	0
筹资活动现金流	-16,830	-7,416	-7,736	-7,956
借款增加	7,683	1,000	1,000	1,000
普通股增加	-135	0	0	0
已付股利	-12,538	-8,416	-8,736	-8,956
其他	-11,841	0	0	0
现金净增加额	-4,000	9,385	-1,200	-1,351

利润表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	108,713	92,873	96,140	98,494
其他收入	287	0	0	0
营业成本	86,428	72,077	74,594	76,402
销售费用	9,513	9,194	9,470	9,554
管理费用	3,787	3,297	3,365	3,398
研发费用	0	0	0	0
财务费用	448	416	314	349
除税前溢利	8,728	7,888	8,396	8,790
所得税	2,121	1,917	2,040	2,136
净利润	6,607	5,971	6,356	6,654
少数股东损益	108	96	102	106
归属母公司净利润	6,499	5,875	6,254	6,547
EBIT	9,272	8,304	8,711	9,140
EBITDA	11,557	8,602	9,002	9,425
EPS（港元）	0.65	0.59	0.63	0.66
主要财务比率	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入	14.82%	-14.57%	3.52%	2.45%
归属母公司净利润	20.71%	-9.60%	6.45%	4.69%
获利能力				
毛利率	20.50%	22.39%	22.41%	22.43%
销售净利率	5.98%	6.33%	6.51%	6.65%
ROE	25.27%	24.80%	28.76%	32.91%
ROIC	12.68%	11.55%	12.30%	13.09%
偿债能力				
资产负债率	82.78%	55.42%	69.45%	86.24%
净负债比率	78.25%	50.54%	64.18%	80.53%
流动比率	258.12	288.00	248.28	248.28
速动比率	4.24	4.39	4.00	3.91
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.08	1.16	1.18
应收账款周转率	35.59	35.00	40.00	40.00
应付账款周转率	84.99	82.00	90.00	92.00
每股指标（港元）				
每股收益	0.65	0.59	0.63	0.66
每股经营现金流	1.39	1.70	0.67	0.68
每股净资产	2.57	2.37	2.18	1.99
估值比率				
P/E	16.20	11.30	10.62	10.14
P/B	4.09	2.80	3.05	3.34
EV/EBITDA	10.92	9.18	9.01	8.86

研究团队简介

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖零售、潮玩、宠物、美护板块。

宿一赫，社服行业分析师。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月 内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。