

# 周大福 (01929)

证券研究报告

2024年10月28日

## 期待下半财年表现改善

### 公司发布初步运营及财务资料

周大福 FY25Q2 (24年7-9月) 零售值同减 21%，其中内地同减 19%，占比 88%；中国香港澳门及其他同减 31%，占比 12%。

同店销售增长方面，内地同减 24%，中国香港澳门及其他同减 31%；同店销量方面，内地同减 33%，中国香港澳门及其他同减 36%。

同店销售分产品看，黄金首饰及产品内地同减 25%，中国香港澳门及其他同减 36%；珠宝镶嵌、铂金及 K 金内地同减 28%，中国香港澳门及其他同减 17%。

FY25Q2 宏观经济外部因素，尤其是黄金价格屡创新高，持续影响消费意愿，这属整体行业现象。FY25Q3 中国内地同店销售跌幅收窄，而中国香港及中国澳门的同店销售跌幅则与 FY25Q2 相约；在刚过去十一黄金周，内地延续同店销售跌幅收窄的趋势。

黄金首饰及产品类别包括按重量及固定价格出售的黄金产品，该产品类别同店平均售价季内维持韧性；内地平均售价增长至 6400 港元 (FY24Q2: 5600 港元)，中国香港及中国澳门平均售价增长至 9400 港元 (FY24Q2: 8800 港元)。

公司继续优化定价，提供不同定位的产品以满足各顾客群的喜好。在黄金首饰及产品类别中，毛利率较高的定价产品的销售占比由去年同期 5.0% 增长至季内 12.8%，支持集团季内的毛利率保持韧性。

周大福珠宝加盟店对内地零售值贡献略为扩大至 70.9% (FY24Q2: 69.8%)；季内，电商对内地零售值贡献 5.4%，销量占比 13.1%。公司持续加强与顾客的线上互动，并通过灵活产品规划满足线上消费群的需求。

### 公司预计 FY25H1 收入同减约 18%至 22%，而净利减少约 42%至 46%

在分析上半年及去年同期实际经营表现时应剔除黄金借贷重估影响，这样调整后 FY25H1 净利降幅将会收窄至约 12%至 16%；由于毛利率受益于上半年所出售黄金产品的平均售价较高以及产品优化及定价策略，加上周大福灵活执行各项措施增强业务韧性和竞争力，从而缓减上半年外部环境挑战所带来影响，令调整后净利的跌幅缩小。

由于最近几个月国际金价大幅波动，公司于 2024 年 9 月 30 日按黄金市价重估未偿还的黄金借贷时产生非现金的未变现亏损，而去年同期的黄金借贷市价重估则录得收益，这是上半年净利下降的主要原因。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

基于本次公司业绩预告，消费环境不确定性，金价高位抑制消费意愿，以及行业竞争激烈，我们调整盈利预测；我们预计 FY25-27 年营收分别为 913 亿港元、979 亿港元、1060 亿港元 (原值分别为 945 亿港元、1039 亿港元以及 1145 亿港元)；

归母净利润分别 58 亿港元、61 亿港元、68 亿港元 (原值为 59.8 亿港元、69.1 亿港元、79.4 亿港元)；

EPS 分别为 0.58 港币、0.61 港币、0.68 港币 (原值分别为 0.60 港币、0.69 港币、0.80 港币)。

PE 分别为 13X、12X、11X。

**风险提示：**品牌发展不及预期，核心高管流失，毛利率下滑等

## 投资评级

行业 非必需性消费/专业零售

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 7.53 港元

目标价格 港元

## 基本数据

港股总股本(百万股) 9,987.74

港股总市值(百万港元) 75,207.66

每股净资产(港元) 2.57

资产负债率(%) 69.89

一年内最高/最低(港元) 12.98/5.83

## 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

何富丽 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521120003  
hefuli@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《周大福-公司点评:金价持续上涨或阶段拖累消费热情》 2024-10-10
- 《周大福-公司点评:一口价表现靓丽，改善毛利率》 2024-07-24
- 《周大福-公司点评:金价上涨致同店承压，全年谨慎乐观》 2024-06-16

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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     | 说明                        | 评级   | 体系                |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                           | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                           | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                           | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                           | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                           | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | A 栋 23 层 2301 房          | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 邮编：570102                | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 电话：(0898)-65365390       | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |