

周大福 (01929.HK)

短期销售仍有下降，期待后续公司盈利能力改善

公司 FY2025H1 营收同比下降 20%，归母净利润同比下降 44.4%。公司披露 FY2025H1 年报，由于消费环境波动公司营收同比下降 20%至 394.08 亿港元，受益于产品结构优化以及金价上行，毛利率提升 6.5pcts 至 31.4%，经营利润率同比提升 4pcts 至 17.2%，综合考虑黄金借贷公允价值变动的影响后，归母净利润同比下降 44.4%至 25.3 亿港元，整体表现同公司此前披露的业绩预告相一致。公司派发中期股息 0.2 港元/股，派息率 78.9%，同时公司公告拟采用不超过 20 亿港元用于回购公司股票。

内地：FY2025H1 内地营收下降 18.8%，聚焦单店运营，产品力提升。 FY2025H1 内地营收同比下降 18.8%至 330.31 亿港元，其中零售/批发渠道营收同比-21.9%/-16.4%。

➢ **渠道端：FY2025H1 呈现净关店态势，聚焦单店运营。** 截止期末公司于中国内地拥有 6968 家周大福珠宝零售点，较财年初净关 239 家门店，我们判断当前公司逐步放慢开店速度，谨慎进行开店决策，同时对已有门店进行考核，关闭部分低效门店。按运营模式拆分：上半财年直营/加盟分别-7/-232 家门店，截至 FY2025H1 末直营/加盟门店数量占比分别为 23.3%/76.7%。展望 FY2025H2，预计净关店数量较上半年或有所减少，主要原因系下半财年为黄金珠宝销售旺季，新开门店数量相对较多，同时经过较为长期的调整后，低效门店数量逐步减少。

➢ **产品端：公司持续加大产品研发力度，期待公司后续利润率持续改善。** FY2025H1 公司定价黄金首饰及产品销售收入大幅增长 117.9%，占公司营收比重提升 7.6pcts 至 12%，对比之下按照克重计价的黄金首饰及产品收入下降 29.7%，占公司营收比重下降 8.3pcts 至 67.4%。面对金价高企的态势，公司优化产品定价策略，推出周大福传福、周大福故宫等差异化产品系列，获得顾客青睐，实现强劲的销售增长表现。同时高附加值的定价黄金销售占比的提升，有利于带动公司毛利率和经营利润率改善。

港澳及其他地区：FY2025H1 港澳及其他地区营收同比下降 27.9%，公司策略性的开拓海外市场。 FY2025H1 公司港澳以及其他地区营收同比下降 27.9%至 63.77 亿港元，期内由于宏观经济环境波动、内地游客消费喜好和模式变动影响，港澳地区销售承压。在港澳之外，公司有策略地在东南亚和全球市场进行扩张，上半财年公司在港澳之外的其他市场净开 3 家周大福珠宝门店。

我们预计公司 FY2025 营收下降 16%，归母净利润下降 10%。 根据公司披露 10 月 1 日~11 月 18 日集团 RSV 同比下降 15%，由于消费环境的波动以及金价走势的不明朗，我们预计公司下半财年收入或仍有下滑（但降幅较上半财年有望收窄），同时随着公司产品结构优化以及持续推进的费用管控，下半财年经营利润率或有改善，综合考虑金价波动下公司黄金借贷已变现的损益后，我们预计公司全年归母净利润下降 10%左右。

盈利预测与投资建议：公司作为国内珠宝首饰行业龙头，产品优化设计持续，同时重视消费者触达，我们预计公司 FY2025-2027 归母净利润为 58.44/63.37/69.13 亿港元，对应 FY2025 PE 为 12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：金价波动风险；市场竞争加剧风险；汇率波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	94,684	108,713	91,032	96,958	102,099
增长率 yoy（%）	-4.3	14.8	-16.3	6.5	5.3
归母净利润（百万港元）	5,384	6,499	5,844	6,337	6,913
增长率 yoy（%）	-19.8	20.7	-10.1	8.4	9.1
EPS 最新摊薄（港元/股）	0.54	0.65	0.59	0.63	0.69
净资产收益率（%）	16.5	24.7	18.2	16.5	15.2
P/E（倍）	12.7	10.5	11.7	10.8	9.9
P/B（倍）	2.1	2.6	2.1	1.8	1.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 26 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	饰品
前次评级	买入
11 月 26 日收盘价（港元）	6.86
总市值（百万港元）	68,515.87
总股本（百万股）	9,987.74
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	10.46

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《周大福 (01929.HK)：FY2025H1 收入下滑 20%左右，经调整后利润率或有改善》 2024-10-26
- 《周大福 (01929.HK)：短期需求波动，关注公司长期盈利能力改善》 2024-07-24
- 《周大福 (01929.HK)：FY2024 经营表现稳健，期待公司利润率持续改善》 2024-06-14

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	77267	79182	83959	84414	91605
现金	11695	7695	16078	14968	15946
应收账款及票据	3213	2897	2458	3245	3342
其他应收款	3027	3942	2127	4337	2470
衍生金融工具及短投	0	0	0	0	0
存货	59290	64647	63294	61863	69845
其他流动资产	41	2	2	2	2
非流动资产	10074	9637	10696	11985	12698
权益性投资	70	50	36	19	4
固定资产	5144	4527	5117	5622	5935
无形资产	1211	1281	1985	2689	3092
其他非流动资产	3648	3779	3558	3656	3667
资产总计	87341	88819	94655	96399	104304
流动负债	51022	57520	57700	53697	55288
短期借款	19452	25281	25281	20671	22737
应付账款及票据	993	1041	694	1231	792
其他流动负债	30577	31198	31724	31795	31760
非流动负债	2959	4553	4269	3573	2859
长期借款	1488	3342	2674	2005	1337
其他非流动负债	1471	1211	1595	1568	1522
负债合计	53981	62073	61969	57271	58147
股本	10000	9988	9988	9988	9988
股本溢价	4683	5019	5019	5019	5019
留存收益	17715	10708	16552	22889	29802
归属母公司股东权益	32397	25715	31559	37896	44809
少数股东权益	962	1031	1128	1233	1348
负债和股东权益	87341	88819	94655	96399	104304

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10066	13836	10632	7412	2713
净利润	5384	6499	5941	6442	7028
折旧摊销	2220	2285	1206	1691	2183
财务费用	284	448	358	219	175
投资损失	0	0	20	20	20
营运资金变动	643	711	3116	-957	-6687
其他经营现金流	1535	3892	-9	-4	-6
投资活动现金流	-3333	242	-2276	-2997	-2910
资本支出	-1982	-5	-910	-1235	-763
长期投资	-73	36	-1192	-1675	-2168
其他投资现金流	-1278	211	-174	-87	21
筹资活动现金流	15249	5986	26	-5525	1176
短期借款	0	0	25281	20671	22737
长期借款	20867	19309	-668	-668	-668
股本增加	0	-135	0	0	0
支付股利	-5079	-12538	0	0	0
其他筹资现金流	-539	-650	-24587	-25527	-20893
现金净增加额	21982	20063	8382	-1110	978

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	94684	108713	91032	96958	102099
营业成本	73513	86428	70368	75094	79025
其他经营费用	46	41	0	0	0
销售费用	9974	9513	9103	9599	10108
管理费用	3721	3787	3550	3781	3982
财务费用	284	448	358	219	175
利息收入	301	256	238	310	309
其他非经营性损益	20	-2	9	4	6
投资净收益	0	-20	-20	-20	-20
营业利润	7166	8474	7642	8248	8796
其他收益及亏损	281	255	310	318	580
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	7447	8728	7952	8566	9376
所得税	1957	2121	2011	2124	2348
净利润	5490	6607	5941	6442	7028
少数股东损益	105	108	97	105	115
归属母公司净利润	5384	6499	5844	6337	6913
EBITDA	9951	11462	9516	10477	11734
EPS (港元)	0.54	0.65	0.59	0.63	0.69

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.3	14.8	-16.3	6.5	5.3
营业利润(%)	-16.2	18.3	-9.8	7.9	6.6
归属于母公司净利润(%)	-19.8	20.7	-10.1	8.4	9.1
获利能力					
毛利率(%)	22.4	20.5	22.7	22.6	22.6
净利率(%)	5.7	6.0	6.4	6.5	6.8
ROE(%)	16.5	24.7	18.2	16.5	15.2
ROIC(%)	10.4	12.5	10.0	10.5	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	69.9	65.5	59.4	55.7
净负债比率(%)	126.8	203.3	140.4	108.1	91.4
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	36.0	35.6	34.0	34.0	31.0
应付账款周转率	68.5	85.0	81.1	78.0	78.1
每股指标 (港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.65	0.59	0.63	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.39	1.06	0.74	0.27
每股净资产(最新摊薄)	3.34	2.68	3.27	3.92	4.62
估值比率					
P/E	12.7	10.5	11.7	10.8	9.9
P/B	2.1	2.6	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	1.2	2.0	1.6	1.1	1.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com