

周大福 (01929.HK)

上半财年毛利率稳步增长，持续聚焦品牌升级转型

优于大市

核心观点

金价相对高位等因素影响下整体业绩增长承压。公司 2025 上半财年（2024 年 4-9 月）实现收入 394.08 亿港元，同比-20.43%，归母净利润 25.3 亿港元，同比-44.4%。同时，公司中期派息每股 0.2 港元，上半财年派息率约 78.9%，以及计划回购不超过 20 亿港元股份。此外，公司公告了今年 10 月 1 日至 11 月 18 日的经营数据，整体零售值同比-15%，短期受到金价相对高位抑制终端需求及高基数等因素影响。

聚焦品牌转型，以高工艺提升产品附加值。分区域看，上半财年中国（不含港澳台）市场营收同比-18.8%，营收占比 83.8%，同店销售同比-25.4%。中国香港及中国澳门受跨境游客购买减少、金价高位等因素而增长压力更大。不过从产品结构看，公司聚焦品牌转型和高工艺，附加值更高的定价黄金产品占比提升，对零售值的贡献比例增长一倍至 14.2%。门店方面，公司上半财年继续门店优化，净关店 240 家，期末门店总数 7346 家，更注重加强门店体验，进一步更新店铺形象，并在香港开设首家全新概念店。

毛利率提升，费用率绝对值下降。公司上半财年毛利率 31.41%，同比+6.5pct，受益金价上涨及高毛利的定价产品占比提升。销售费用率/管理费用率分别同比+1.71pct/+1.04pct 至 10.58%/4.59%，主要系收入下降影响，销售及管理费用等绝对值同比下降 2.8%。上半财年营运资金变动前之经营性现金流净额 77.61 亿港元，同比略增加 3%。存货周转天数同比延长 145 天，系需求疲软及金价高位带来库存量增加影响。

风险提示：金价大幅波动；门店调整不及预期；新品推广不及预期

投资建议：今年以来行业受金价高位波动影响终端销售释放，但长期看黄金珠宝行业在保值型需求支撑，以及产品设计感持续提升下，仍有进一步发展空间，近期金价回调企稳下消费者需求未来也有望逐步回归。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 52.51/61.54/68.84 亿港元（前值分别为 55.31/62.36/69.26 亿港元），对应 PE 分别为 13/11.1/10 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万港元)	94,684	108,713	97,012	103,838	109,297
(+/-%)	-4.30%	14.82%	-10.76%	7.04%	5.26%
净利润(百万港元)	5,384	6,499	5,251	6,154	6,884
(+/-%)	-19.78%	20.71%	-19.21%	17.20%	11.86%
每股收益(港元)	0.54	0.65	0.53	0.62	0.69
EBIT Margin	7.56%	7.86%	9.37%	9.76%	10.09%
净资产收益率 (ROE)	16.62%	25.27%	18.88%	20.33%	20.84%
市盈率 (PE)	12.72	10.54	13.05	11.13	9.95
EV/EBITDA	13.20	12.36	12.68	11.68	11.03
市净率 (PB)	1.97	2.48	2.29	2.11	1.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

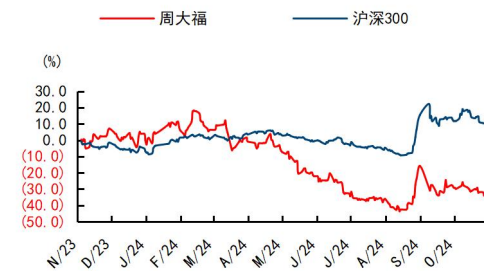
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.86 港元
总市值/流通市值	68516/68516 百万港元
52 周最高价/最低价	12.43/5.83 港元
近 3 个月日均成交额	89.62 百万港元

市场走势



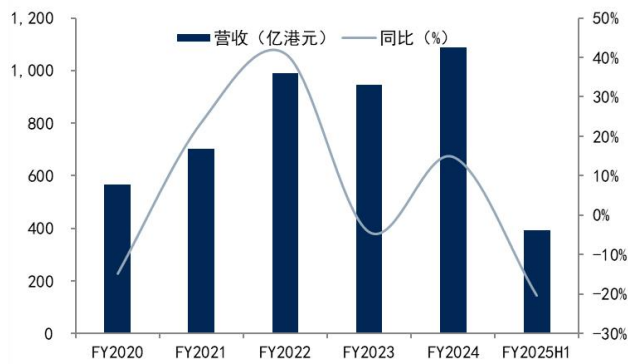
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《周大福 (01929.HK) - 同店销售跌幅收窄，高毛利产品销售占比提升》——2024-10-23
- 《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

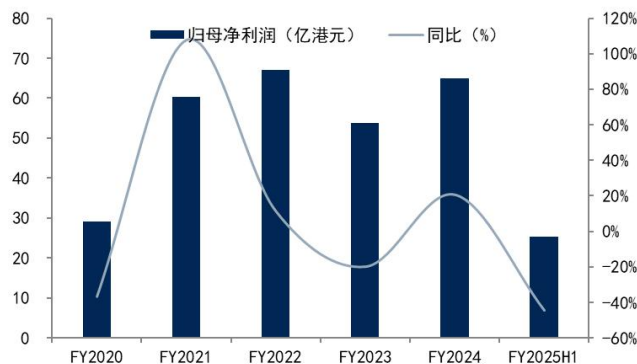
公司 2025 上半财年（2024 年 4-9 月）实现收入 394.08 亿港元，同比-20.43%，归母净利润 25.3 亿港元，同比-44.4%。同时，公司中期派息每股 0.2 港元，上半财年派息率约 78.9%，以及计划回购不超过 20 亿港元股份。此外，公司公告了今年 10 月 1 日至 11 月 18 日的经营数据，整体零售值同比-15%，受到金价相对高位抑制终端需求及高基数等因素影响。

图1：周大福营业收入及增速（亿港元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

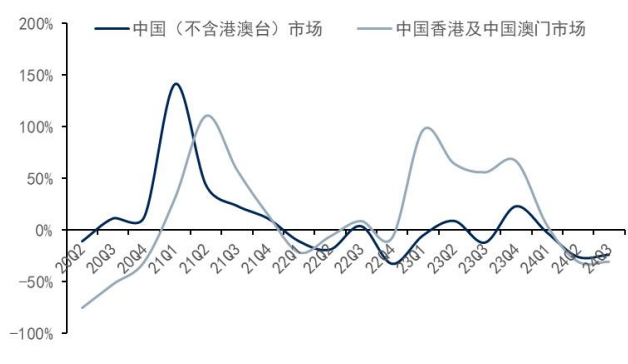
图2：周大福归母净利润及增速（亿港元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

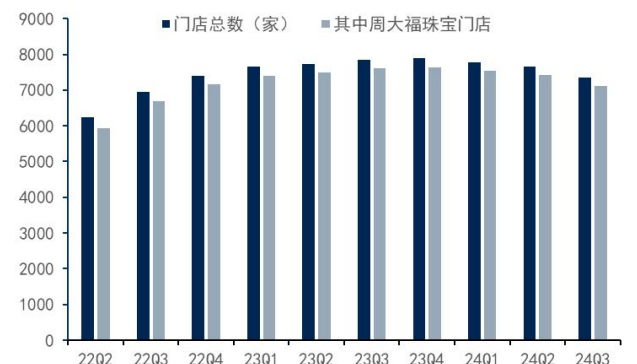
主要经营数据看，分区域看，上半财年中国（不含港澳台）市场营收同比-18.8%，营收占比 83.8%，同店销售同比-25.4%。中国香港及中国澳门受跨境游客购买减少、金价高位等因素而增长压力更大。不过从产品结构看，公司聚焦品牌转型和高工艺，附加值更高的定价黄金产品占比提升，对零售值的贡献比例增长一倍至 14.2%。门店方面，公司上半财年继续门店优化，净关店 240 家，期末门店总数 7346 家。不过更注重门店体验，进一步更新店铺形象，香港开设首家全新概念店。

图3：周大福同店销售情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：周大福门店总数情况（家）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 周大福产品系列



资料来源: 公司公告、W 国信证券经济研究所整理

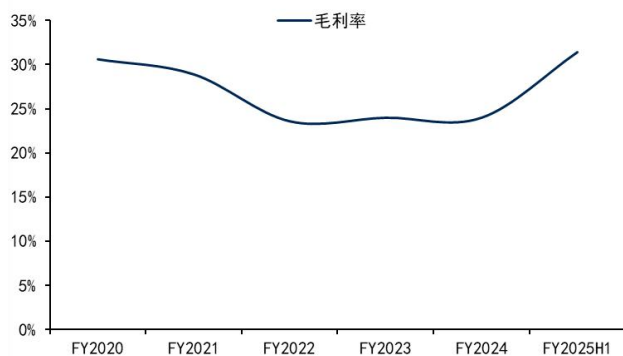
图6: 周大福香港全新概念店



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

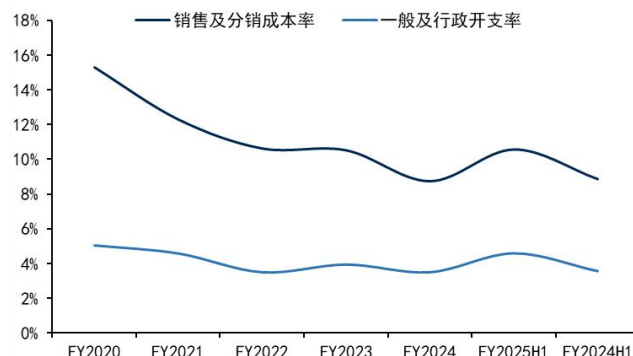
主要财务数据看, 公司上半财年毛利率 31.41%, 同比+6.5pct, 受益金价上涨及高毛利的定价产品占比提升。销售费用率/管理费用率分别同比+1.71pct/+1.04pct 至 10.58%/4.59%, 主要系收入下降影响, 销售及管理费用等绝对值同比下降 2.8%。上半财年营运资金变动前之经营性现金流净额 77.61 万港元, 同比略增加 3%。存货周转天数同比延长 145 天, 系需求疲软及金价高位带来库存量增加影响。

图7: 周大福毛利率 (按新准则, 剔除黄金借贷影响)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 周大福费用率 (%)



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 52.51/61.54/68.84 亿港元 (前值分别为 55.31/62.36/69.26 亿港元), 对应 PE 分别为 13/11.1/10 倍, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-11-26)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
1929.HK	周大福	6.86	685.16	0.65	0.53	0.62	0.69	17.73	13.05	11.13	9.95	25.27	-	优于大市
600612.SH	老凤祥	49.73	209.16	4.23	3.80	4.17	4.58	16.3	13.09	11.93	10.86	9.13	-	优于大市

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

财务预测与估值

资产负债表 (百万港元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	利润表 (百万港元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	11695	7695	18427	19562	21408	营业收入	94684	108713	97012	103838	109297
应收款项	6241	6838	4784	5121	4791	营业成本	73513	86428	72934	77799	81720
存货净额	59290	64647	54560	59255	64450	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	10645	11293	11757
流动资产合计	77267	79182	77773	83940	90652	管理费用	3492	3770	4346	4609	4797
固定资产	5144	4527	3287	2220	1250	财务费用	458	408	1059	972	982
无形资产及其他	1211	1281	1361	1480	1644	投资收益	0	0	0	(10)	(20)
投资性房地产	3252	3417	3417	3417	3417	资产减值及公允价值变动	0	0	(1780)	(1678)	(1650)
长期股权投资	466	412	412	412	412	其他收入	465	341	839	876	922
资产总计	87340	88819	86250	91469	97375	营业利润	7166	8474	7086	8353	9293
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	0	0	0
应付款项	2306	2639	3571	4233	4445	利润总额	7446	8728	7086	8353	9293
其他流动负债	29263	29600	26265	27995	29360	所得税费用	1957	2121	1748	2095	2294
流动负债合计	51022	57520	52413	54664	57237	少数股东损益	105	108	88	103	115
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	5251	6154	6884
其他长期负债	1471	1211	1614	2078	2612						
长期负债合计	2959	4553	4957	5421	5954	现金流量表 (百万港元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
负债合计	53981	62073	57369	60085	63191	净利润	5384	6499	5251	6154	6884
少数股东权益	962	1031	1066	1107	1153	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	32397	25715	27815	30277	33031	折旧摊销	2119	2026	839	876	922
负债和股东权益总计	87340	88819	86250	91469	97375	公允价值变动损失	0	0	1780	1678	1650
						财务费用	458	408	1059	972	982
关键财务与估值指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	营运资本变动	1058	(5710)	10142	(2176)	(2754)
每股收益	0.54	0.65	0.53	0.62	0.69	其它	18	36	35	41	46
每股红利	0.45	0.43	0.32	0.37	0.41	经营活动现金流	8579	2852	18047	6573	6748
每股净资产	3.24	2.57	2.78	3.03	3.31	资本开支	0	(1359)	(1460)	(1605)	(1766)
ROIC	9%	12%	15%	18%	19%	其它投资现金流	977	39	0	(0)	(0)
ROE	17%	25%	19%	20%	21%	投资活动现金流	833	(1266)	(1460)	(1606)	(1766)
毛利率	22%	20%	25%	25%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	9%	10%	10%	负债净变化	(301)	1854	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(4453)	(4316)	(3151)	(3693)	(4131)
收入增长	-4%	15%	-11%	7%	5%	其它融资现金流	(3152)	(662)	(2705)	(140)	995
净利润增长率	-20%	21%	-19%	17%	12%	融资活动现金流	(12660)	(5585)	(5855)	(3832)	(3136)
资产负债率	63%	71%	68%	67%	66%	现金净变动	(3247)	(4000)	10732	1135	1846
息率	6.5%	6.3%	4.6%	5.4%	6.0%	货币资金的期初余额	14942	11695	7695	18427	19562
P/E	12.7	10.5	13.0	11.1	10.0	货币资金的期末余额	11695	7695	18427	19562	21408
P/B	2.0	2.5	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	0	1422	16366	4689	4704
EV/EBITDA	13	12	13	12	11	权益自由现金流	0	2305	12864	3820	4959

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中所提及的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