

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

蔡昕妤 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) FY2025H1 点评: 受金价波动影响收入承压, 经营溢利同增 4%

2024年11月28日

事件: 公司发布 FY2025H1 中期报告, 实现收入 394.08 亿港元, 同降 20.4%, 可比汇率下同降 20%, 毛利 123.78 亿港元, 同增 0.5%, 销售及行政开支 59.78 亿港元, 同降 2.8%, 经营溢利 67.76 亿港元, 同增 4%。FY2025H1 毛利率 31.4%, 同比提升 6.5pct, 销售及行政开支比率 15.2%, 同比提升 2.8pct, 经营溢利率 17.2%, 同比提升 4pct。公司拟派发中期股息每股 0.2 港元, 派息率 78.9%。公司计划回购不超过 20 亿港元股份。

点评:

中国大陆: 收入受金价影响承压, 毛利率提升带动盈利能力大幅改善。 FY2025H1 中国大陆收入 330.31 亿港元, 同降 18.8%, 其中零售/批发模式收入分别同比-21.9%/-16.4%, 占比 41.9%/58.1%。截至 2024.9.30, 中国大陆周大福珠宝品牌门店 6968 家, 净关店 239 家。分产品, FY2025H1 中国大陆黄金/珠宝镶嵌同店销售分别同比-26.4%/-29.8%, 整体同店销售同比-25.4%。盈利能力方面, FY2025H1 中国大陆毛利率 31.2%, 同比提升 6.2pct, 其中低毛利的批发业务收入占比提升对毛利率负贡献 0.7pct, 金价上涨及产品结构优化贡献毛利率 6.9pct 的提升; 销售及行政开支比率同比提升 2.3pct 至 13.8%, 比率提升主要受收入下滑影响, FY2025H1 固定开支占销售及行政开支的 55%; 得益于毛利率的显著提升, 经营溢利率同比提升 4.2pct 至 18.3%。

中国港澳及其他市场: 趋势与中国大陆表现一致。 FY2025H1 中国港澳及其他市场收入 63.77 亿元, 同降 27.9%, 其中零售/批发模式收入分别同比-28.5%/-24.2%, 占比 86.1%/13.9%。分产品, FY2025H1 中国港澳同店销售同降 30.8%, 其中黄金/珠宝镶嵌同店销售分别同比-34.8%/-24.2%。截至 2024.9.30, 周大福珠宝品牌门店于中国香港/中国澳门/其他市场分别拥有门店 67/17/61 家, 净增减-1/-2/3 家。盈利能力方面, FY2025H1 中国港澳及其他市场实现毛利率 32.7%, 同比提升 8.5pct, 主要来自金价上涨带来的零售黄金产品毛利率提升、高毛利定价黄金产品贡献增加; 销售及行政开支比率同比提升 5.7pct 至 22.1%, 主要系收入下降而固定开支比例较高, FY2025H1 固定开支占比 70%; FY2025H1 经营溢利 7.37 亿港元, 同降 3.2%, 经营溢利率 11.6%, 同比提升 3pct。

金价上涨致黄金借贷公允价值亏损, 使得经营溢利与除税前溢利同比表现差异较大。 FY2025H1 经营溢利 67.76 亿港元, 同增 4%, 除税前溢利 33.74 亿港元, 同降 44.5%, 股东应占溢利 25.3 亿港元, 同降 44.4%。主要差异来自黄金借贷的公允价值变动, FY2025H1 为-30.65 亿港元,

FY2024H1 为+0.33 亿港元。截至 FY2025H1 期末，公司黄金借贷余额为 245.07 亿港元，较 FY2024 期末的 244.88 亿港元基本持平，考虑金价上涨较多，实际对冲比率下降，FY2025H1 黄金对冲比率为 66.7%，FY2024 为 69.1%。

盈利预测：公司披露 2024.10.1-2024.11.18 的未经审核经营数据，中国大陆/中国港澳及其他市场同店销售同比均为-18.8%，FY2025Q3 ytd 表现较 FY2025H1 同店降幅收窄，公司预期 FY2025H2 关店节奏放缓、同店降幅收窄。我们预计公司 FY2025-FY2027 收入分别为 895/915/938 亿港元，同比 -18%/+2%/+3%，归母净利润 59.48/61.20/63.31 亿港元，同比 -8%/+3%/+3%，EPS 分别为 0.60/0.61/0.63 港元，对应 11 月 27 日收盘价 PE 12/12/12X。

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	89508	91450	93821
(+/-)(%)	15%	-18%	2%	3%
归母净利润（百万港元）	6499	5948	6120	6331
(+/-)(%)	21%	-8%	3%	3%
EPS	0.65	0.60	0.61	0.63
P/E	16.20	12.31	11.96	11.56

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 11 月 27 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	79,818	82,200	84,219
现金	7,695	8,759	11,327	13,522
应收账款及票据	2,897	2,528	2,698	2,664
存货	64,647	65,307	64,881	64,655
其他	3,943	3,224	3,294	3,379
非流动资产	9,637	8,735	8,133	7,720
固定资产	4,527	3,770	3,278	2,946
无形资产	1,281	1,136	1,027	945
其他	3,829	3,829	3,829	3,829
资产总计	88,819	88,553	90,334	91,939
流动负债	57,520	56,309	57,270	58,142
短期借款	25,281	26,181	26,881	27,481
应付账款及票据	1,041	1,038	1,125	1,107
其他	31,198	29,090	29,264	29,554
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	60,862	61,823	62,695
普通股股本	9,988	9,988	9,988	9,988
储备	17,036	17,884	18,605	19,236
归属母公司股东权益	25,715	26,563	27,283	27,914
少数股东权益	1,031	1,127	1,227	1,330
股东权益合计	26,746	27,690	28,510	29,244
负债和股东权益	88,819	88,553	90,334	91,939
现金流量表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	13,836	6,493	8,585	8,687
净利润	6,499	5,948	6,120	6,331
少数股东权益	108	97	100	103
折旧摊销	2,285	1,602	1,401	1,264
营运资金变动及其他	4,943	-1,154	963	990
投资活动现金流	-717	-715	-785	-850
资本支出	-963	-700	-800	-850
其他投资	247	-15	15	0
筹资活动现金流	-16,830	-4,715	-5,231	-5,644
借款增加	7,683	900	700	600
普通股增加	-135	0	0	0
已付股利	-12,538	-5,615	-5,931	-6,244
其他	-11,841	0	0	0
现金净增加额	-4,000	1,063	2,569	2,194

利润表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	108,713	89,508	91,450	93,821
其他收入	287	0	0	0
营业成本	86,428	67,576	70,302	72,540
销售费用	9,513	9,756	8,962	8,913
管理费用	3,787	3,759	3,567	3,471
研发费用	0	0	0	0
财务费用	448	415	417	396
除税前溢利	8,728	7,985	8,217	8,499
所得税	2,121	1,940	1,997	2,065
净利润	6,607	6,045	6,220	6,434
少数股东损益	108	97	100	103
归属母公司净利润	6,499	5,948	6,120	6,331
EBIT	9,272	8,416	8,620	8,897
EBITDA	11,557	10,018	10,021	10,160
EPS (港元)	0.65	0.60	0.61	0.63
主要财务比率	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入	14.82%	-17.67%	2.17%	2.59%
归属母公司净利润	20.71%	-8.49%	2.90%	3.44%
获利能力				
毛利率	20.50%	24.50%	23.13%	22.68%
销售净利率	5.98%	6.65%	6.69%	6.75%
ROE	25.27%	22.39%	22.43%	22.68%
ROIC	12.68%	11.13%	11.11%	11.21%
偿债能力				
资产负债率	82.78%	79.36%	70.53%	63.30%
净负债比率	78.25%	74.99%	66.28%	59.16%
流动比率	258.12	346.15	333.33	321.43
速动比率	4.24	5.54	5.54	5.54
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.01	1.02	1.03
应收账款周转率	35.59	33.00	35.00	35.00
应付账款周转率	84.99	65.00	65.00	65.00
每股指标 (港元)				
每股收益	0.65	0.60	0.61	0.63
每股经营现金流	1.39	0.65	0.86	0.87
每股净资产	2.57	2.66	2.73	2.79
估值比率				
P/E	16.20	12.31	11.96	11.56
P/B	4.09	2.52	2.45	2.40
EV/EBITDA	10.92	8.75	8.56	8.28

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。