

FY25H1 金价上行抑制终端需求，10月以来降幅环比收窄

核心观点

FY25H1（24.04-09）公司营收和净利润分别同比-20.4%、-44.4%，系金价上涨叠加消费低迷抑制终端需求及黄金租赁带来的公允价值亏损。FY25H1 内地零售、批发渠道、港澳及其他地区营收同比-21.9%、-16.4%、-27.9%。FY25H1 更高附加值的一口价黄金首饰产品营收同比+118%。FY25H1 公司门店优化并进行渠道调整，期末门店总数 7346 家/较财年初净关店 240 家。FY25H1 金价大幅波动导致公司黄金借贷产生亏损 30.65 亿港元（黄金对冲比例为 66.7%）。展望 FY25H2，管理层指引预计全年 OP Margin 提升 2.5-3pct，1）10 月以来内地及港澳市场终端动销降幅环比收窄，管理层预计下半财年收入下滑较上半财年收窄；2）FY25H2 继续管控费用，若黄金价格在 H2 期间不再大幅上涨，则下半年黄金借贷亏损有望大幅收窄；3）渠道端，下半财年旺季净关门店将放缓。

事件

公司发布 FY25H1 业绩公告：FY25H1（自然年 24.04-09）营收 394.08 亿港元/-20.43%，经营利润 67.76 亿港元/+4%，归母净利润 25.3 亿港元/-44.4%。董事会宣派中期股息每股 0.20 港元、上半财年派息率约 78.9%。

简评

金价快速上涨抑制终端黄金饰品需求，FY25H1 业绩承压明显。FY25H1 公司营收 394.08 亿港元/-20.43%（剔除汇率因素后同比-20%），归母净利润 25.3 亿港元/-44.4%。其中：1）分地区，港澳及其他地区承压更明显。①中国内地：FY2025H1 内地营收 330.2 亿港元/-18.8%、营收占比 83.8%，其中零售、批发渠道营收分别为 138.4 亿港元/-21.9%、191.9 亿港元/-16.4%。FY2025H1 内地直营同店销售同比-25.4%，其中 Q1、Q2 分别同比-26.4%、-24.3%。②港澳及其他：FY2025H1 公司港澳以及其他地区营收 63.8 亿港元/-27.9%，受跨境游客购买减少、金价高位等因素影响下承压更多。2）分产品，高附加值的定价黄金产品逆势高增、FY25H1 营收占比达 12%。FY2025H1 公司黄金首饰及产品、珠宝镶嵌&铂金及 K 金首饰、钟表营业额为 307.8 亿港元/-21.6%、57.8 亿港元/-20.0%、22 亿港元/-

周大福 (1929.HK)

维持

增持

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2024 年 12 月 05 日

当前股价：7.28 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.14/4.53	9.47/0.80	-34.41/-50.58
12 月最高/最低价 (港元)		12.82/5.86
总股本 (万股)		998,773.68
流通 H 股 (万股)		998,773.68
总市值 (亿港元)		727.11
流通市值 (亿港元)		727.11
近 3 月日均成交量 (万)		1280.62
主要股东		
Chow Tai Fook Capital Limited		72.48%

股价表现



相关研究报告

24.07.31 【中信建投轻工纺服及教育】周大福 (1929):金价高位抑制 FY25Q1 终端需求，件件黄金产品占比提升

12.5%，营收占比分别 79.4%、14.9%、5.7%，更高附加值的定价（一口价）黄金首饰及产品销售收入 46.5 亿港元/同比+117.9%，占公司营收比重提升 12%/+7.6pct，今年 4 月推出的周大福传福系列零售值超过 15 亿港元，表现亮眼。克重计价的黄金首饰及产品营收同比-29.7%，营收占比 67.4%/-8.3pct。

渠道端推进门店优化、聚焦单店店效，FY25H1 门店 7346 家/净关店 240 家。 FY25H1 公司继续推进门店优化，期末门店总数 7346 家/较财年初净关店 240 家。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，公司优化内部门店、对已有门店进行考核关闭部分低效门店。FY25H1 直营、加盟分别-7、-232 家门店。除此之外，公司在渠道端加强变革与调整，与香港故宫文化博物馆建立五年合作伙伴关系，推出“中国金饰工艺传承教育计划”，并在香港中环首家概念店，展示全新的品牌形象。

本次财报，公司对黄金借贷影响由销售成本从新分类为其他收益及亏损。由于黄金借贷的盈亏由金价波动而非业务经营所决定，因此此次调整后的经营利润口径更能反映公司管理层层面所面对的实际经营情况。考虑到金价波动亦会影响公司毛利率和终端销售收入情况，因此对投资者而言我们亦要考虑二者结合的最终利润。

金价波动对于公司的影响体现在经营利润和黄金借贷公允价值变动两个部分，其中经营利润主要受收入、毛利率、费率影响，毛利率又和自有黄金饰品库存的成本相关；而公司的黄金库存主要是两部分，自营模式下的库存和加盟模式下寄售的库存（另：经销商买断的库存属于公司库存），其中公司对于寄售及因旺季备货的作黄金借贷（对冲）处理。

- 1) 公司 85%+的黄金饰品终端价格跟随金价实时波动，金价上涨下毛利率提升，FY25H1 周大福毛利率为 31.4%/+6.5pct，其中黄金价格上涨贡献 5.9pct、对应增厚毛利 23.3 亿港元；而由于收入下滑 20.4%带来的经营负杠杆，FY25H1 销售及行政开支率为 15.2%/+2.8pct，二者共同作用下 FY25H1 周大福经营溢利 67.76 亿港元/+4%、增加 2.62 亿港元，对应 OP Margin 为 17.2%/+4.0pct。另一方面由于金价上涨，导致按市价估算的黄金借贷合约还款成本上升，未出售的黄金饰品存货会产生账面亏损，致 FY25H1 黄金借贷的公允价值变动为-30.65 亿港元(FY2024H1 为+0.33 亿港元)。二者合计变动值为-28.03 亿港元。
- 2) 24 年 4 月 1 日-9 月 30 日期间沪金金价涨幅约 73 元/g。截至 2024 年 9 月 30 日，公司黄金按重量的对冲比例为 66.7%(2024 年 3 月 31 日为 69.1%)，以此倒推预计公司黄金库存整体为 60t 左右，FY25H1 库存周转天数为 457 天/较 FY24H1 增加 145 天，增幅较大主要系销售收入下降降低周转速度。

公司 10 月以来销售降幅环比收窄，预计下半财年收入降幅有望收窄、全年利润率有所改善。展望 FY25H2：

1) 管理层指引预计全年 OP Margin 提升 2.5-3 个百分点。24 年 10 月 1 日至今沪金价格涨幅 3%，若至下半年财报末期金价整体平稳，则公司黄金借贷公允值将变化不大，但库存成本将有所提升下毛利率预计环比将有所降低，预计下半年 OPM 将同比+1.6pct、环比-3.9pct（具体测算见下表）；2) 收入端，受益于双十一提前以及传福新品的促进下，10 月以来内地及港澳市场终端动销降幅环比收窄，24 年 10 月 1 日-11 月 18 日内地直营、内地加盟同店销售分别同比-12.2%、-18.8%，较 FY25Q2 的-20.3%、-24.3%有所收窄，预计下半财年收入下滑较上半财年收窄；3) 渠道端，管理层预计全年净关门店数约 400 家左右，对应下半财年旺季下净关门店将控制在 200 家以内、较上半财年关店放缓。

盈利预测：基于 FY25H1 终端表现低迷，我们下调公司盈利预测，预计公司 FY25-27 年营业收入分别为 894.6、929.4、966.9 亿港元（原为 960.2、1002.8、1053.3 亿港元），同比-17.7%、+3.9%、+4.0%；归母净利润分别为 60.6、66.4、70.2 亿港元，同比-6.8%、+9.6%、+5.7%；对应 P/E 为 12.0x、11.0x、10.4x，维持“增持”评级。

风险提示：1) 消费需求不达预期风险：公司产品主要是黄金和镶嵌类产品，整体客单价较高，若居民收入水平较低或宏观经济较为低迷，或将需求低迷。同时，金价波动影响居民的黄金首饰消费行为，短期金价急涨或抑制金饰消费。2) **产品质量控制风险：**公司不断完善产品质量控制体系，若未来公司无法有效实施产品质量控制措施，出现产品质量问题或纠纷，则将对公司品牌和经营造成不利影响。3) **加盟管理风险：**若加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，公司无法对加盟商及时进行管控，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。

图 1:周大福具体业绩拆分

时间区间	20.4-9	21.4-9	22.4-9	23.4-9	19.4-20.3	20.4-21.3	21.4-22.3	22.4-23.3	23.4-24.3	24.4-25.3	24.10-25.3	24.4-9	23.10-24.3
单位: 亿港元	FY21H1	FY22H1	FY23H1	FY24H1	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY25H2E	FY25H1	FY24H2
营收	246.73	441.86	465.35	495.26	567.51	701.64	989.38	946.84	1,087.13	894.13	500.05	394.08	591.87
yoy		79.1%	5.3%	6.4%		23.6%	41.0%	-4.3%	14.8%	-17.8%	-15.5%	-20.4%	22.9%
其他收入-经营	3.47	2.70	3.53	3.53	4.37	6.92	7.93	7.33	6.90			3.76	3.37
毛利 (新口径, 不含黄金借贷公允价值变动)	96.08	105.74	104.53	123.11	173.72	202.43	233.61	227.18	260.42	250.44	126.66	123.78	137.32
销售费用	36.43	46.79	47.31	43.94	86.90	86.35	105.22	99.74	95.13	84.99	43.30	41.69	51.20
管理费用	12.85	15.13	17.09	17.56	28.67	32.14	34.42	37.21	37.87	31.31	13.22	18.09	20.31
经营溢利	50.26	46.51	43.66	65.14	62.52	90.86	101.90	97.55	134.32	134.14	66.37	67.76	69.18
其他经营净收益	-12.76	3.00	2.88	-1.82	-14.23	2.62	-8.50	-18.64	-40.88	-45.00	-13.66	-31.35	-39.06
其中: 黄金借贷公允价值变动	-14.65	2.21	5.10	0.33	-12.76	-1.68	-10.21	-15.46	-37.57	-39.00	-8.35	-30.65	-37.90
其他支出-经营	-2.96	-0.36	-0.38	-0.32	-1.46	-6.64	-0.95	-0.88	-0.74	-0.61	-0.30	-0.31	-0.42
财务费用	-2.03	-1.37	-2.26	-3.28	-5.60	-3.76	-3.38	-5.85	-7.05	-6.87	-3.83	-3.06	-3.77
利息收入	0.31	0.27	1.27	1.11	0.78	0.82	0.70	2.28	1.83			0.78	0.72
应占联营公司损益	0.01	0.03	0.02	-0.09	0.04	0.05	0.06	0.00	-0.20	0.00	0.00	-0.09	-0.11
除税前溢利	32.84	48.09	45.19	60.74	42.05	83.95	89.83	74.47	87.28	81.65	48.59	33.74	26.55
所得税	9.89	11.46	11.30	14.57	12.21	22.19	21.03	19.57	21.21	19.84	11.75	8.10	6.64
净利润(含少数股东权益)	22.94	36.64	33.89	46.17	29.83	61.76	68.80	54.90	66.07	61.81	36.17	25.64	19.90
少数股东权益	0.62	0.83	0.53	0.66	0.82	1.50	1.68	1.05	1.08	1.23	0.90	0.34	0.42
归母净利润	22.32	35.81	33.36	45.51	29.01	60.26	67.12	53.84	64.99	60.58	35.27	25.30	19.48
yoy		60.4%	-6.8%	36.4%		107.7%	11.4%	-19.8%	20.7%	-6.8%	81.0%	-44.4%	-4.9%
财务指标	FY21H1	FY22H1	FY23H1	FY24H1	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY25H2E	FY25H1	FY24H2
毛利率 (新口径, 不含黄金借贷公允价值变动)	38.94%	23.93%	22.46%	24.86%	30.61%	28.85%	23.61%	23.99%	23.96%	28.01%	25.33%	31.41%	23.20%
销售费用率	14.76%	10.59%	10.17%	8.87%	15.31%	12.31%	10.64%	10.53%	8.75%	9.51%	8.66%	10.58%	8.65%
管理费用率	5.21%	3.42%	3.67%	3.55%	5.05%	4.58%	3.48%	3.93%	3.48%	3.50%	2.64%	4.59%	3.43%
经营利润率 (不含黄金借贷公允价值变动)	20.37%	10.53%	9.38%	13.15%	11.02%	12.95%	10.30%	10.30%	12.36%	15.00%	13.27%	17.20%	11.69%
其他经营净收益收入占比	-5.17%	0.68%	0.62%	-0.37%	-2.51%	0.37%	-0.86%	-1.97%	-3.76%	-5.03%	-2.73%	-7.95%	-6.60%
其中: 黄金借贷公允价值变动占收入比	-5.94%	0.50%	1.09%	0.07%	-2.25%	-0.24%	-1.03%	-1.63%	-3.46%	-4.36%	-1.67%	-7.78%	-6.40%
其他支出收入占比	-1.20%	-0.08%	-0.08%	-0.07%	-0.26%	-0.95%	-0.10%	-0.09%	-0.07%	-0.07%	-0.06%	-0.08%	-0.07%
财务费用率	0.70%	0.25%	0.21%	0.44%	0.85%	0.42%	0.27%	0.38%	0.48%	0.77%	0.77%	0.58%	0.51%
应占联营公司损益收入占比	0.01%	0.01%	0.00%	-0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	-0.02%	0.00%	0.00%	-0.02%	-0.02%
税前利润率	13.31%	10.88%	9.71%	12.26%	7.41%	11.96%	9.08%	7.86%	8.03%	9.13%	9.72%	8.56%	4.49%
所得税率	30.13%	23.82%	25.01%	23.99%	29.05%	26.43%	23.41%	26.28%	24.30%	24.30%	24.17%	24.00%	25.02%
净利润率	9.30%	8.29%	7.28%	9.32%	5.26%	8.80%	6.95%	5.80%	6.08%	6.91%	7.23%	6.51%	3.36%
少数股东权益占比	2.72%	2.27%	1.56%	1.42%	2.75%	2.42%	2.44%	1.91%	1.63%	1.99%	2.48%	1.31%	2.13%
归母净利润率	9.05%	8.10%	7.17%	9.19%	5.11%	8.59%	6.78%	5.69%	5.98%	6.77%	7.05%	6.42%	3.29%
金价波动指标	FY21H1	FY22H1	FY23H1	FY24H1	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY25H2E	FY25H1	FY24H2
伦敦金收盘价变化	17.3%	3.1%	-13.9%	-5.5%	24.2%	5.1%	14.8%	1.9%	11.9%			18.8%	
沪金收盘价变动	10.6%	-1.0%	-1.0%	4.2%	23.9%	-3.2%	6.8%	11.3%	20.0%		3.0%	13.9%	14.8%
沪金价格变动 (元/g)	41.38	-3.93	-4.14	18.88	74.76	-12.39	25.91	45.89	89.65		17.00	73.22	69.33
黄金对冲比例													66.7%

数据来源: wind, 中信建投证券

图 2: FY25H1 周大福毛利率提升因素拆解



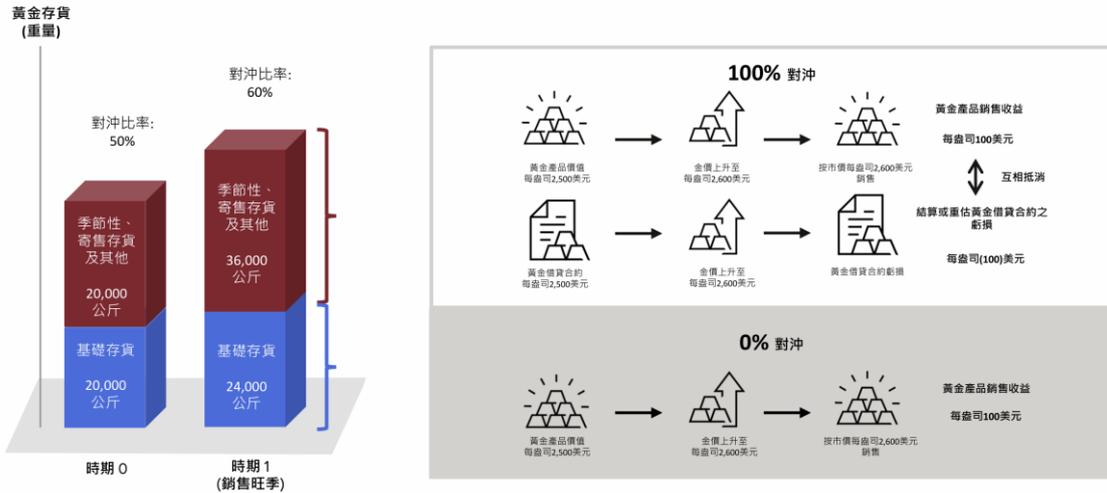
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 3: SHFE (上海期货交易所) 黄金期货价格走势



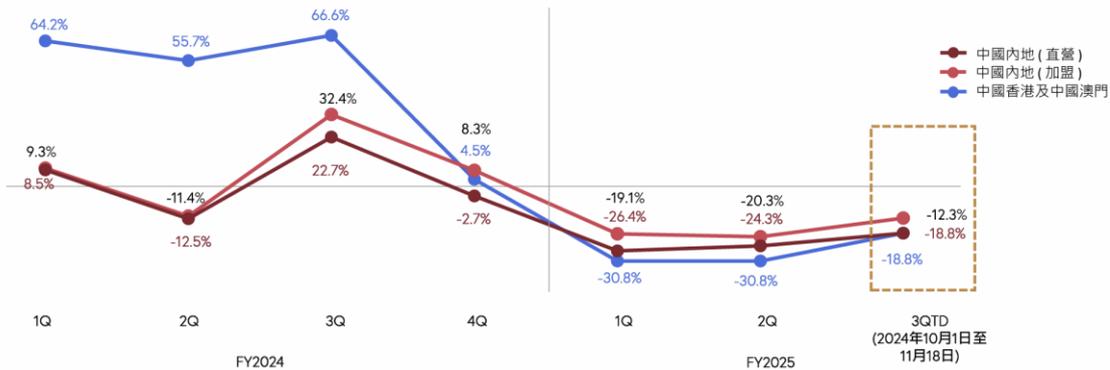
数据来源: wind, 中信建投证券

图 4:周大福黄金对冲机制图解, 公司主要对寄售及季节性存货做对冲



数据来源: 公司公告, 中信建投證券

图 5:周大福各个地区 24 年 10 月以来同店降幅有较大收窄



中國內地 (直營) (1H2025)	同店銷售增長	同店銷量增長	同店平均售價	中國香港及中國澳門 (1H2025)	同店銷售增長	同店銷量增長	同店平均售價
整體	-25.4%	-34.9%	不適用	整體	-30.8%	-36.1%	不適用
珠寶鑲嵌、鉑金及 K 金首飾	-29.8%	-34.4%	8,900 港元 ¹	珠寶鑲嵌、鉑金及 K 金首飾	-24.2%	-23.7%	15,900 港元 ¹
黃金首飾及產品	-26.4%	-35.3%	6,300 港元	黃金首飾及產品	-34.8%	-38.9%	9,200 港元

数据来源: 公司公告, 中信建投證券

图 6:周大福主要业务数据季度拆分

单位: 港元	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
一、零售值增速										
整体	-3.7%	26.0%	-19.3%	14.2%	29.4%	5.8%	46.1%	12.4%	-20.0%	-21.0%
大陆地区	-2.8%	27.8%	-20.4%	9.6%	25.2%	0.6%	42.2%	12.4%	-18.6%	-19.4%
港澳及其他地区	-11.0%	11.0%	-11.1%	71.2%	64.0%	54.1%	70.8%	12.8%	-28.8%	-31.0%
占集团零售值比重										
大陆地区	89.9%	90.7%	86.6%	88.9%	86.4%	85.9%	84.2%	88.6%	87.8%	87.8%
港澳及其他地区	10.1%	9.3%	13.4%	11.1%	13.6%	14.1%	15.8%	11.4%	12.2%	12.2%
二、同店情况 (SSSG)										
同店销售额增速 (零售额同比)										
大陆地区	-19.3%	3.4%	-33.1%	-5.6%	8.5%	-12.5%	22.7%	-2.7%	-26.4%	-24.3%
港澳地区	-6.4%	8.5%	-7.8%	96.5%	64.2%	55.7%	66.6%	4.5%	-30.8%	-30.8%
黄金类同店增速										
大陆地区	-17.0%	9.4%	-35.8%	-2.0%	9.9%	-9.6%	32.5%	3.4%	-31.7%	-24.7%
港澳地区	1.0%	10.5%	-11.4%	116.5%	101.1%	89.0%	104.3%	16.6%	-31.3%	-36.3%
镶嵌、铂金、K 金类同店增速										
大陆地区	-17.2%	-10.5%	-31.8%	-19.3%	-4.1%	-27.7%	-1.9%	-19.5%	-27.9%	-27.6%
港澳地区	-18.4%	5.6%	-2.9%	99.2%	16.9%	-4.3%	4.3%	-27.2%	-33.0%	-16.6%
同店销售量增长										
大陆地区	-22.8%	-2.0%	-37.4%	-12.3%	-1.0%	-20.3%	17.5%		-36.5%	-33.3%
港澳地区	-8.4%	-9.0%	-35.1%	10.3%	36.7%	52.0%	49.8%		-36.1%	-36.1%
三、同店平均售价 (ASP)										
珠宝镶嵌平均售价 (港元)										
大陆地区	7300	7300	8200	8400	7800	8200	8100	8200	8600	9200
港澳地区	16500	16200	15100	17900	16700	17000	17400	15800	16400	15400
黄金平均售价 (港元)										
大陆地区	5600	5200	5100	5200	5400	5600	5600	5700	6200	6400
港澳地区	6100	7900	6600	7000	8400	8800	8100	7500	8900	9400
四、内地零售值										
内地产品零售额同比增速										
黄金类	0.9%	37.2%	-20.5%	14.4%	30.3%	4.9%	52.2%	18.8%	-18.0%	-19.3%
镶嵌、铂金、K 金类	-6.3%	3.7%	-21.0%	-7.7%	8.0%	-17.9%	7.0%	-14.2%	-23.1%	-20.3%
内地分产品零售值占比										
黄金类	73.5%	78.0%	76.8%	80.2%	76.4%	81.3%	82.1%	84.8%	76.9%	81.4%
定价产品销售占比				5.7%	5.0%				15.8%	12.8%
镶嵌、铂金、K 金类	22.2%	17.8%	18.4%	16.3%	19.1%	14.5%	13.9%	12.4%	18.1%	14.4%
钟表	4.3%	4.2%	4.8%	3.5%	4.5%	4.2%	4.0%	2.8%	5.0%	4.2%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	77,267	79,182	68,270	70,237	72,243
现金	11,695	7,695	10,100	6,836	6,453
应收票据及应收账款合计	3,213	2,897	2,329	2,419	2,517
其他应收款	11	2	6	6	6
预付账款	771	1,325	735	764	795
存货	59,290	64,647	52,948	57,976	60,144
其他流动资产	2,285	2,617	2,153	2,237	2,327
非流动资产	10,074	9,637	8,970	8,778	8,450
长期投资	70	50	50	50	50
固定资产	5,144	4,527	3,879	3,387	2,801
无形资产	1,763	1,807	1,851	2,096	2,290
其他非流动资产	3,097	3,253	3,190	3,246	3,309
资产总计	87,341	88,819	77,240	79,015	80,692
流动负债	51,022	57,520	45,212	46,188	47,020
短期借款	19,452	25,281	25,281	25,281	25,281
应付票据及应付账款合计	993	1,041	872	955	991
其他流动负债	30,577	31,198	19,058	19,952	20,748
非流动负债	2,959	4,553	4,553	4,553	4,553
长期借款	1,488	3,342	3,342	3,342	3,342
其他非流动负债	1,471	1,211	1,211	1,211	1,211
负债合计	53,981	62,073	49,765	50,741	51,573
少数股东权益	962	1,031	1,154	1,289	1,432
股本	10,000	9,988	9,988	9,988	9,988
资本公积	22,397	15,727	15,727	15,727	15,727
留存收益	0	0	606	1,270	1,972
归属母公司股东权益	32,397	25,715	26,321	26,985	27,687
负债和股东权益	87,341	88,819	77,240	79,015	80,692

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	10,066	13,836	12,426	5,106	8,433
净利润	5,490	6,607	6,181	6,776	7,162
折旧摊销	2,220	2,285	1,143	1,287	1,431
财务费用	358	522	687	693	714
其他经营现金流	1,999	4,422	4,415	-3,650	-874
投资活动现金流	-1,782	-717	-3,882	-1,700	-1,783
资本支出	2,275	1,224	1,000	1,000	1,000
其他投资现金流	-4,057	-1,940	-4,882	-2,700	-2,783
筹资活动现金流	-10,705	-16,830	-6,139	-6,670	-7,032
短期借款	-3,544	5,829	-	-	-
长期借款	-301	1,854	-	-	-
其他筹资现金流	-6,860	-24,513	-6,139	-6,670	-7,032
现金净增加额	-2,421	-3,711	2,404	-3,264	-382

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	94,684	108,713	89,463	92,942	96,694
营业成本	73,513	86,428	64,420	70,538	73,176
销售费用	9,974	9,513	8,499	8,737	9,089
管理费用	3,721	3,787	3,131	3,160	3,288
营业利润	7,476	8,985	13,414	10,508	11,142
其他费用	88	74	61	64	66
财务费用	358	522	687	693	714
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-20	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他非经营损益	416	359	-4,500	-800	-900
利润总额	7,447	8,728	8,165	8,952	9,461
所得税	1,957	2,121	1,984	2,175	2,299
净利润	5,490	6,607	6,181	6,776	7,162
少数股东损益	105	108	123	135	143
归属母公司净利润	5,384	6,499	6,058	6,641	7,019
EBITDA	10,024	11,535	9,995	10,931	11,606
EPS (元)	0.54	0.65	0.61	0.66	0.70

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.30	14.82	-17.71	3.89	4.04
归母净利润(%)		20.71	-6.80	9.63	5.69
获利能力					
毛利率(%)	22.36	20.50	27.99	24.11	24.32
净利率(%)	5.80	6.08	6.91	7.29	7.41
OP Margin(%)	7.90	8.26	14.99	11.31	11.52
ROE(%)	16.62	25.27	23.01	24.61	25.35
所得税率(%)	26.28	24.30	24.30	24.30	24.30
偿债能力					
资产负债率(%)	61.80	69.89	64.43	64.22	63.91
净负债比率(%)	27.71	78.25	67.42	77.06	76.14
流动比率	1.51	1.38	1.51	1.52	1.54
速动比率	0.31	0.21	0.29	0.22	0.21
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.22	1.16	1.18	1.20
应收账款周转率	29.47	37.53	38.42	38.42	38.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.65	0.61	0.66	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.39	1.24	0.51	0.84
每股净资产(最新摊薄)	3.24	2.57	2.64	2.70	2.77
估值比率					
P/E	13.50	11.19	12.00	10.95	10.36
P/B	2.24	2.83	2.76	2.69	2.63
EV/EBITDA	9.23	8.87	10.14	9.39	8.85

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk