

周大福 (01929.HK)

同店降幅收窄，定价黄金表现亮眼

公司发布 FY25Q3(截至 2024 年 12 月 31 日)季度经营数据,本季度公司 RSV 下降 14.2%，其中内地 RSV-13.0%，香港、澳门及其他市场 RSV-20.4%。内地直营同店销售-16.1%，其中黄金同店销售-15.3%，镶嵌同店销售-20.3%；港澳市场同店销售-21.3%，其中镶嵌同店销售+33.7%，黄金同店销售-36.2%。公司本季度合计开店 86 家，关店 345 家，净减 259 家，季末门店总数合计 7065 家。公司是珠宝行业的优质龙头品牌，品牌力、产品力及渠道层面均具备明显优势，当前聚焦经营质量提升，长期成长确定性强。维持“强烈推荐”评级。

- **金价高企需求仍偏弱，但金价阶段性企稳+产品优化下同店降幅收窄。**
FY25Q3 季度(至 2024 年 12 月 31 日)公司 RSV 降低 14.2%，其中内地 RSV-13.0%，港澳等市场 RSV-20.4%。金价高企及消费力仍在恢复，消费意愿仍受影响；同时由于季内金价回稳及产品优化措施同店降幅收窄。公司重点推出的更具设计感及高工艺的一口价黄金表现亮眼，内地定价黄金 RSV 占比继续增长至 18.7%。
- **内地市场同店降幅收窄，门店数量持续调整。**公司内地市场 RSV-13.0%，RSV 占比集团 85.4%。其中，1)分直营&加盟来看：直营店同店销售-16.1%（上季度为-24.3%），其中黄金同店-15.3%，镶嵌同店销售-20.3%，直营同店销量-27.4%。加盟同店销售-12.3%（上季度为-20.3%）。因金价高企及可选消费疲软，公司同店销售仍呈负增长，但因金价阶段性回稳及公司产品优化，内地直营及加盟同店销售降幅均环比收窄。2)分品类看，本季度内地黄金品类 RSV 同比-13.0%，镶嵌 K 金 RSV-11.9%；3)渠道方面，公司周大福珠宝品牌本季度内地关店 328 家，开店 67 家，净减 261 家，季末内地门店数为 6685 家；当前公司将更加关注门店经营质量调优，开店谨慎。本季度内地电商 RSV 贡献为 6.9%，销量占比为 16.1%，电商贡献环比持续提升。
- **港澳等市场 RSV 下降 20.4%。**受港澳市民外游以及内地旅客消费模式和喜好转变影响，本季度港澳及其他市场同店销售-21.3%，其中香港-16.9%，澳门-35.3%。分品类看，镶嵌 RSV+34.4%，黄金 RSV-33.5%。
- **投资建议：**公司是珠宝行业的优质龙头品牌，品牌力、产品力及渠道层面均具备明显优势，当前聚焦经营质量提升，长期成长确定性强。预计公司 FY2025-2027 归母净利润为 55.9/61.4/65.1 亿港元。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，同店增长不及预期，金价波动风险。

财务数据与估值

会计年度	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
主营收入(百万港元)	95017	109000	89842	94863	100006
同比增长	-4%	15%	-18%	6%	5%
营业利润(百万港元)	7763	9231	8015	8759	9248
同比增长	-10%	19%	-13%	9%	6%
净利润(百万港元)	5384	6499	5591	6144	6506
同比增长	-20%	21%	-14%	10%	6%
每股收益(港元)	0.54	0.65	0.56	0.62	0.65
P/E(倍)	14.6	12.1	14.0	12.8	12.1
P/B(倍)	2.4	3.0	3.0	2.8	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

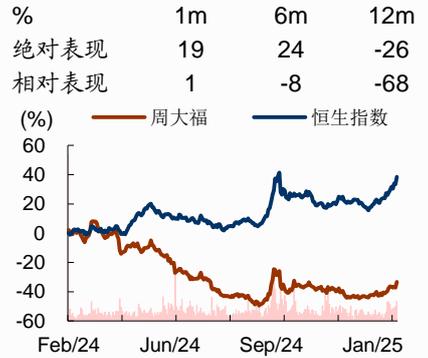
强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺织
当前股价：7.85 港元

基础数据

总股本(百万股)	9987
香港股(百万股)	9987
总市值(十亿港元)	78.4
香港股市值(十亿港元)	78.4
每股净资产(港元)	2.6
ROE(TTM)	
资产负债率	69.6%
主要股东	Cheng Yu Tung Family (Holdings II) Limited
主要股东持股比例	72.48%

股价表现



相关报告

- 《周大福 (01929) — 金价波动致 FY25H1 业绩承压，10-11 月经营表现环比改善》2024-12-21
- 《周大福 (01929) — 金价高位波动下同店短期承压，一口价表现亮眼》2024-07-24
- 《周大福 (01929) — FY24 业绩稳健增长，新财年聚焦门店质量提升》2024-06-18

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万港元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
流动资产	77267	79182	70365	70102	72999
现金及现金	11695	7695	16000	13000	13000
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	41	846	846	846	846
应收账款及	3213	2052	1701	1796	1893
其它应收款	3027	3942	2507	2741	2889
存货	59290	64647	49311	51719	54371
其他流动资	0	0	0	0	0
非流动资产	10074	9637	9019	8401	7784
长期投资	466	412	412	412	412
固定资产	5144	4527	3909	3292	2674
无形资产	1763	1807	1807	1807	1807
其他	2701	2891	2891	2891	2891
资产总计	87341	88819	79384	78504	80783
流动负债	51022	57520	47895	44683	44648
应付账款	993	1041	825	865	910
应交税金	1314	1598	1598	1598	1598
短期借款	19452	25281	22016	17618	16278
其他	29263	29600	23456	24602	25863
长期负债	2959	4553	4553	4553	4553
长期借款	1488	3342	3342	3342	3342
其他	1471	1211	1211	1211	1211
负债合计	53981	62073	52448	49236	49201
股本	10000	9988	9988	9988	9988
储备	23619	22397	15727	15825	18055
少数股东权	962	1031	1123	1225	1333
归属于母公司所	32397	25715	25813	28043	30248
负债及权益合计	87341	88819	79384	78504	80783

现金流量表

单位：百万港元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	9776	13836	19491	7742	8074
净利润	5384	6499	5591	6144	6506
折旧与摊销	2119	2285	2285	2285	2285
营运资本变	1570	711	10761	(1551)	(1591)
其他非现金	702	4341	853	865	874
投资活动现金流	(1694)	(717)	(1718)	(1716)	(1714)
资本性支出	(2286)	(963)	(1680)	(1680)	(1680)
出售固定资	61	13	13	13	13
投资增减	(936)	46	0	0	0
其它	(249)	199	(50)	(48)	(46)
筹资活动现金流	(2839)	(16830)	(9468)	(9026)	(6360)
债务增减	(301)	(3507)	(3265)	(4398)	(1340)
股本增减	0	(135)	0	0	0
股利支付	0	12538	5493	3914	4300
其它筹资	(2538)	(651)	(710)	(715)	(720)
其它调整	0	(25075)	(10986)	(7828)	(8601)
现金净增加额	5244	(4000)	8305	(3000)	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万港元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总营业收入	95017	109000	89842	94863	100006
主营收入	94684	108713	89527	94516	99624
营业成本	73513	86428	68488	71832	75515
毛利	21172	22285	21039	22684	24109
营业支出	13742	13341	13339	14272	15242
营业利润	7763	9231	8015	8759	9248
利息支出	585	705	710	715	720
利息收入	301	256	258	260	262
权益性投资	0	(20)	(20)	(20)	(20)
其他非经营	(313)	(289)	(289)	(289)	(289)
非经常项目	281	255	255	255	255
除税前利润	7447	8728	7510	8251	8737
所得税	1957	2121	1826	2005	2123
少数股东损	105	108	93	102	108
归属普通股东净	5384	6499	5591	6144	6506
EPS (元)	0.54	0.65	0.56	0.62	0.65

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
营业收入	-4%	15%	-18%	6%	5%
营业利润	-10%	19%	-13%	9%	6%
净利润	-20%	21%	-14%	10%	6%
获利能力					
毛利率	22.3%	20.4%	23.4%	23.9%	24.1%
净利率	5.7%	6.0%	6.2%	6.5%	6.5%
ROE	16.6%	25.3%	21.7%	21.9%	21.5%
ROIC	10.5%	12.6%	11.5%	13.1%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	61.8%	69.9%	66.1%	62.7%	60.9%
净负债比率	24.0%	32.2%	31.9%	26.7%	24.3%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
存货周转率	1.3	1.4	1.2	1.4	1.4
应收帐款周转率	17.0	17.8	17.6	21.7	21.5
应付帐款周转率	68.5	85.0	73.4	85.0	85.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.54	0.65	0.56	0.62	0.65
每股经营现金	0.98	1.39	1.95	0.78	0.81
每股净资产	3.24	2.57	2.58	2.81	3.03
每股股利	1.22	0.55	0.39	0.43	0.46
估值比率					
PE	14.6	12.1	14.0	12.8	12.1
PB	2.4	3.0	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	10.7	9.2	10.3	9.6	9.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。