

证券研究报告

公司研究

点评报告

周生生 (0116. 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

周生生 (0116. HK): 获益金价上涨毛利率提升 &费用优化, 25H1 净利润高增

2025 年 9 月 2 日

事件: 公司发布 25H1 业绩, 实现收入 110.4 亿港元, 同比-2%, 其中零售业务收入 107.6 亿港元, 同比-3%; 实现持续经营业务归母净利润 9.10 亿港元, 同比+81%, 归母净利润 9.02 亿港元, 同比+71%。25H1 公司拟每股派发现金红利 0.21 港元, 每股分红同比增长 40%。

点评:

25H1 净利润的大幅增长主要来自毛利率的提升及销售费用的优化。25H1 公司毛利率 33.5%, 同比大幅提升 5.2pct, 毛利额在收入小幅下滑的情况下实现同比 16% 的增幅, 同比增加 5 亿港元。25H1 销售费用率 17.3%, 同比-0.7pct, 销售及分销费用同比减少 1.3 亿港元/yoy-6%; 管理费用率 4.1%, 同比提升 0.2pct。毛利率提升、销售费用率下降, 共同带动 25H1 持续经营业务期内溢利同比增长 4.1 亿港元, 持续经营业务利润率同比提升 3.8pct 至 8.2%。

金价上涨、产品组合优化带动毛利率提升。毛利率的提升主要来自: 1) 金价上涨, 公司有明显受益。2) 产品结构优化, 偏向高毛利产品。25H1 虽中国大陆及中国港澳的黄金产品占销售比重均有不同程度提升 (中国大陆提升 2pct 至 82%, 中国港澳提升 4pct 至 77%), 但定价黄金饰品在黄金产品中的占比亦提升 (中国大陆提升 5pct 至 34%, 中国港澳提升 9pct 至 20%), 有效带动了黄金产品毛利率提升, 部分抵消高毛利钻石镶嵌产品占比的下滑。Charme、文化祝福、YuYu 等系列贡献了定价黄金的主要增长。

成本控制与门店网络重整带动费用优化, 经营效率提升。25H1, 中国大陆门店新开 11 家, 关闭 85 家, 净减少 74 家, 期末门店数 768 家; 中国港澳各关店 1 家, 期末门店数分别为 53/7 家; 中国台湾新开门店 3 家, 期末门店数 38 家。公司主要通过重整中国大陆地区门店网络, 关闭低效门店、优化租金效率, 实现了利润率的显著改善。25H1 中国大陆/中国港澳/中国台湾分部收益分别为 72.5/33.0/2.1 亿港元, 同比-2%/-6%/+35%, 分部业绩分别为 8.7/4.9/0.4 亿港元, 同比+102%/+57%/+95%。

25Q2 中国大陆、中国港澳同店延续环比改善、实现正增。中国大陆 25H1 同店销售同比-5%, 其中 25Q1/25Q2 分别为-11%/+6%, 中国港澳 25H1 同店销售同比-7%, 25Q1/25Q2 分别为-13%/+1%; 两个主要市场季度同店表现均自 24Q4 以来持续逐季改善。进入三季度, 为去年同期基数最低的一个季度, 我们预计公司同店同比增长有望较 25Q2 进一步改善, 下半年公司总体收入增速表现或将好于上半年。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 216/220/225 亿港元，同增 2%/2%/2%，归母净利润分别为 15.17/15.76/16.40 亿港元，同增 96%/+4%/4%，对应 9 月 2 日收盘价 PE 分别为 6/6/6X。

风险提示：金价剧烈波动，开店&同店销售不及预期，产品推新不及预期，消费力疲软。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	21176	21584	22000	22531
(+/-)(%)	-15%	2%	2%	2%
归母净利润（百万港元）	772	1517	1576	1640
(+/-)(%)	-27%	96%	4%	4%
EPS	1.15	2.26	2.35	2.44
P/E	5.65	6.30	6.06	5.82

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价

附录：公司财务预测表（单位：百万港元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,005	17,016	17,636	18,274
现金	1,336	1,447	1,805	2,387
应收账款及票据	900	827	866	868
存货	12,785	13,750	13,954	13,984
其他	985	993	1,011	1,035
非流动资产	3,644	3,738	3,877	3,936
固定资产	1,020	924	847	786
无形资产	890	849	814	784
其他	1,735	1,966	2,216	2,366
资产总计	19,650	20,755	21,512	22,209
流动负债	6,085	6,351	6,276	6,107
短期借款	4,701	4,901	4,801	4,601
应付账款及票据	112	125	124	124
其他	1,272	1,325	1,350	1,382
非流动负债	1,180	1,180	1,180	1,180
长期债务	327	327	327	327
其他	853	853	853	853
负债合计	7,265	7,531	7,455	7,287
普通股股本	168	168	168	168
储备	13,046	13,900	14,746	15,622
归属母公司股东权益	12,430	13,285	14,130	15,007
少数股东权益	-46	-61	-74	-85
股东权益合计	12,384	13,224	14,057	14,922
负债和股东权益	19,650	20,755	21,512	22,209

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,776	1,169	1,804	2,057
净利润	772	1,517	1,576	1,640
少数股东权益	-12	-15	-13	-11
折旧摊销	964	357	332	311
营运资金变动及其他	52	-690	-91	117
投资活动现金流	-175	-451	-470	-370
资本支出	-215	-220	-220	-220
其他投资	40	-231	-250	-150
筹资活动现金流	-1,335	-582	-951	-1,080
借款增加	463	200	-100	-200
普通股增加	-30	0	0	0
已付股利	-373	-782	-851	-880
其他	-1,395	0	0	0
现金净增加额	240	111	358	582

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,176	21,584	22,000	22,531
其他收入	0	-212	0	0
营业成本	15,188	14,462	14,960	15,366
销售费用	4,014	3,842	3,894	3,920
管理费用	957	971	968	991
研发费用	0	0	0	0
财务费用	111	120	119	109
除税前溢利	996	1,977	2,058	2,144
所得税	236	474	494	514
净利润	760	1,502	1,564	1,629
少数股东损益	-12	-15	-13	-11
归属母公司净利润	772	1,517	1,576	1,640

EBIT	1,017	2,098	2,178	2,253
EBITDA	1,981	2,454	2,510	2,564
EPS（港元）	1.15	2.26	2.35	2.44

主要财务比率	FY2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-15.34%	1.93%	1.93%	2.41%
归属母公司净利润	-27.18%	96.49%	3.89%	4.08%
获利能力				
毛利率	28.28%	33.00%	32.00%	31.80%
销售净利率	3.65%	7.03%	7.16%	7.28%
ROE	6.21%	11.42%	11.15%	10.93%
ROIC	4.46%	8.64%	8.63%	8.63%
偿债能力				
资产负债率	36.97%	36.29%	34.66%	32.81%
净负债比率	29.82%	28.60%	23.64%	17.03%
流动比率	2.63	2.68	2.81	2.99
速动比率	0.53	0.51	0.59	0.70
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.07	1.04	1.03
应收账款周转率	21.75	25.00	26.00	26.00
应付账款周转率	122.81	122.00	120.00	124.00
每股指标（港元）				
每股收益	1.15	2.26	2.35	2.44
每股经营现金流	2.64	1.74	2.69	3.06
每股净资产	18.48	19.78	21.04	22.34
估值比率				
P/E	5.65	6.30	6.06	5.82
P/B	0.35	0.72	0.68	0.64
EV/EBITDA	4.07	5.43	5.13	4.72

研究团队简介

范欣悦，商社首席分析师，CFA。曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

蔡昕妤，商社分析师。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 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、社服板块。

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。