

周大福 (1929 HK)

上半年收入/核心净利+6%/+38%

周大福 2024 上半财年实现营收 495.3 亿港元，净利润 45.5 亿港元，分别同比增长 6.4%/36.4%。虽然内地及港澳地区的收入增速均略低于预期，得益于商品定价提高、运营效率优化以及金价上行趋势延续，整体核心净利润略超预期并录得增速 37.7%。管理层表示，三季度财年截至目前的表现符合预期，低基数效应已有体现，预计 11 月单月销售增速超 20%，12 月增速有望将进一步提升，本季度预计实现中高单位数增长。三季度收入按地区来看，内地的同店及零售额有望实现 3-4% 的 4 年内复合增速，港澳地区销售有望恢复至 2019 年 70% 左右水平。全年来看，收入增速指引调整至低至中双位数，核心经营利润率有望实现改善 50-80 bps 目标不变。目前来看下半年的组合收入贡献与此前预期有一定偏差，核心净利润率改善将主要依靠运营效率的提升。全年派息比例预计维持在 70-80%。

收入及利润率层面：管理层预计黄金类收入占比扩大趋势将持续，可能导致全年毛利率下降。尽管面临金价再度上涨以及黄金类收入占比持续碾压镶嵌类占比的压力，公司有望通过调节营销费用率、黄金借贷比例等方式保证核心利润率改善。上半年黄金类商品收入占比同比提升 4.5 ppts 达到 79.3%，而整体核心净利润率达到了 12.1% 为历史最高位。此外，公司计划于下半年中集中发力镶嵌类商品的推出，加盟商对新品的订货意愿强烈。

运营效率提升目标明确：全年营销费用率改善 150-200 bps。上半年调整幅度最大的支出项目为广告及费用开支和包装材料，两者均下降约 46%，公司预计下半年中将继续通过多方面把控将营销花费额控制在 2023 财年水平以下。同时，**融资成本受外部影响改善。**负债比例拉升至高位有利于现阶段收益，预计 3 月底回落至 50% 左右，与之相关的黄金对冲比例预计由目前的 70% 降低至 60-65%。

盈利调整及估值。综上分析，我们调整了对 2024-2025 财年的业绩预测，将收入分别下调 1.7%/5.1%，但分别上调净利润 9.1%/1.1%。我们的目标价基于最新的 24 财年末市盈率 22.0 倍（此前 23.0 倍），并给予维持买入的意见。

财务资料

(截至 03 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万港元)	98,938	94,684	108,354	118,449	126,589
同比增长 (%)	41.0	(4.3)	14.4	9.3	6.9
净利润 (百万港元)	6,712.3	5,384.4	8,447.5	9,412.8	10,159.8
每股收益 (港元)	0.67	0.54	0.84	0.94	1.02
市场平均预估每股收益 (港元)	na	na	0.77	0.90	1.01
市盈率 (倍)	21.1	26.2	14.3	12.8	11.9
市净率 (倍)	4.2	4.4	3.8	3.5	3.2
股息 (%)	3.5	8.6	5.3	5.9	6.3
股本回报率 (%)	20.9	16.3	26.4	28.6	28.5
净负债比率 (%)	(17.5)	(17.1)	(14.1)	(16.1)	(20.6)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	港元 18.6
(此前目标价)	港元 18.7)
潜在升幅	54.9%
当前股价	港元 12.0

中国消费

黄铭谦

(852) 3900 0838
josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	120,400.0
3 月平均流通量(百万港元)	59.2
52 周内股价高/低(百万港元)	16.68/10.46
总股本 (百万)	10000.0

资料来源：FactSet

股东结构

CTF Holding	72.4%
Yueford Corp	5.1%

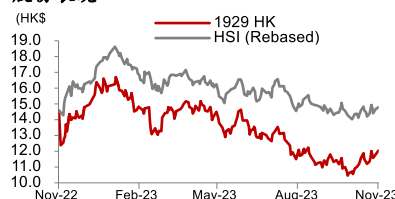
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	12.3%	6.5%
3 - 月	-0.3%	1.3%
6 - 月	-14.7%	-9.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

1. [Samsonite \(1910 HK\) – 3Q Rev/NP +21%/94%: low-teen growth for 2024E – Nov 14](#)
2. [Prada SpA \(1913 HK\) – 3Q reported/cfX rev +3%/+10%: Miu Miu +48% – Nov 1](#)
3. [Shanghai Jahwa \(600315 CH\) – 3Q rev/np -11%/40%: a significant miss – Oct 26](#)

图 1: 盈利调整

港币 百万	更新后			更新前			调整 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	108,354	118,449	126,589	110,193	124,871	139,508	-1.7%	-5.1%	-9.3%
毛利	25,387	27,965	30,001	25,297	29,369	33,063	0.4%	-4.8%	-9.3%
经营利润	12,040	13,375	14,408	11,062	13,239	15,041	8.8%	1.0%	-4.2%
净利润	8,448	9,413	10,160	7,740	9,314	10,618	9.1%	1.1%	-4.3%
毛利率	23.4%	23.6%	23.7%	23.0%	23.5%	23.7%	0.5ppt	0.1ppt	0ppt
经营利率	11.1%	11.3%	11.4%	10.0%	10.6%	10.8%	1.1ppt	0.7ppt	0.6ppt
净利率	7.8%	7.9%	8.0%	7.0%	7.5%	7.6%	0.8ppt	0.5ppt	0.4ppt

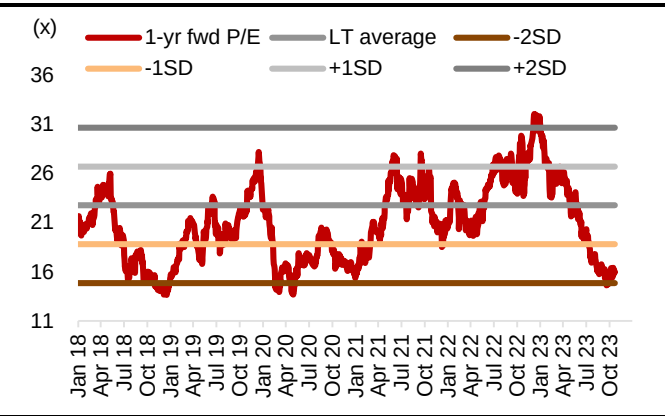
资料来源: 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预期 vs 彭博一致预期

港币 百万	招银国际 预期			彭博一致预期			相差 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	108,354	118,449	126,589	109,840	122,431	133,425	-1.4%	-3.3%	-5.1%
毛利	25,387	27,965	30,001	25,529	28,807	31,471	-0.6%	-2.9%	-4.7%
经营利润	12,040	13,375	14,408	10,802	12,461	13,967	11.5%	7.3%	3.2%
净利润	8,448	9,413	10,160	7,595	8,874	10,118	11.2%	6.1%	0.4%
毛利率	23.4%	23.6%	23.7%	23.2%	23.5%	23.6%	0.2ppt	0.1ppt	0.1ppt
经营利率	11.1%	11.3%	11.4%	9.8%	10.2%	10.5%	1.3ppt	1.1ppt	0.9ppt
净利率	7.8%	7.9%	8.0%	6.9%	7.2%	7.6%	0.9ppt	0.7ppt	0.4ppt

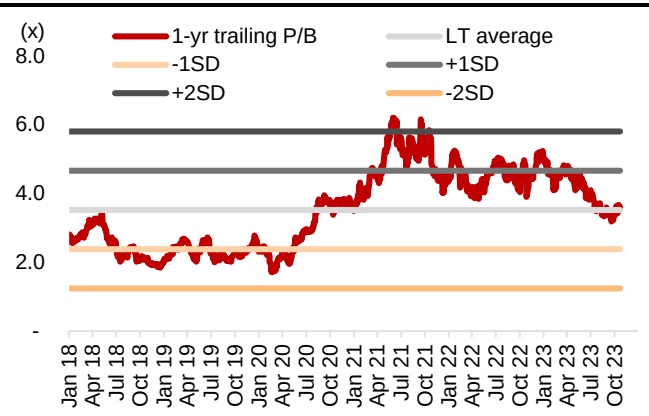
资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 市盈率



资料来源: 公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 4: 市帐率



资料来源: 公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万港元)						
销售收入	70,164	98,938	94,684	108,354	118,449	126,589
销售成本	(50,089)	(76,598)	(73,513)	(82,967)	(90,484)	(96,588)
毛利润	20,075	22,340	21,172	25,387	27,965	30,001
运营费用	(11,821)	(13,265)	(13,050)	(13,347)	(14,590)	(15,593)
销售费用	(8,635)	(10,522)	(9,974)	(10,510)	(11,490)	(12,279)
行政费用	(3,214)	(3,442)	(3,721)	(3,576)	(3,909)	(4,177)
其他	28	699	646	739	808	863
运营利润	8,254	9,074	8,122	12,040	13,375	14,408
EBITDA	10,369	11,096	10,265	13,312	14,647	15,680
折旧	(1,024)	(1,148)	(1,272)	(1,272)	(1,272)	(1,272)
商誉摊销	(57)	(57)	14	0	0	0
EBIT	9,287	9,891	9,008	12,040	13,375	14,408
净利息收入(支出)	(295)	(268)	(358)	(358)	(358)	(358)
其他收入/支出	5	6	0	0	0	0
其他	431	171	(318)	0	0	0
税前利润	8,395	8,983	7,447	11,683	13,018	14,051
税后利润	6,176	6,880	5,490	8,612	9,597	10,358
非控股权益	(150)	(168)	(105)	(165)	(184)	(198)
净利润	6,026	6,712	5,384	8,448	9,413	10,160
调整后净利润	5,714	6,601	5,745	8,448	9,413	10,160
总股息	4,000	5,000	12,200	6,336	7,060	7,620
净股息	4,000	5,000	12,200	6,336	7,060	7,620

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万港元)						
流动资产	55,243	78,126	77,267	76,581	81,183	85,374
现金与现金等价物	6,032	14,942	11,695	10,306	11,373	13,496
应收账款	6,180	5,914	6,192	7,086	7,746	8,278
存货	43,011	57,254	59,290	59,100	61,975	63,510
其他流动资产	19	15	89	89	89	89
非流动资产	9,065	9,612	10,074	11,195	12,317	13,439
物业及厂房及设备 (净额)	4,615	5,039	5,144	6,248	7,351	8,455
使用权资产	1,793	1,679	1,696	1,714	1,732	1,751
无形资产	158	109	66	66	66	66
其他非流动资产	2,500	2,785	3,167	3,167	3,167	3,167
总资产	64,308	87,737	87,341	87,776	93,500	98,813
流动负债	29,142	49,629	51,022	52,113	54,938	57,232
短期债务	4,619	7,276	4,367	4,367	4,367	4,367
应付账款	17,240	25,166	30,089	31,181	34,005	36,299
其他流动负债	1,558	1,467	1,480	1,480	1,480	1,480
合约负债	5,725	15,721	15,086	15,086	15,086	15,086
非流动负债	3,598	3,553	2,959	2,959	2,959	2,959
长期债务	898	1,799	1,789	1,488	1,488	1,488
其他非流动负债	2,701	1,754	1,170	1,471	1,471	1,471
总负债	32,741	53,183	53,981	55,072	57,897	60,191
股本	15,499	15,499	15,499	15,499	15,499	15,499
留存收益	15,268	18,121	16,899	16,078	18,794	21,614
股东权益总额	30,767	33,619	32,397	31,577	34,292	37,112
少数股东权益	801	935	962	1,127	1,311	1,509
总负债和股东权益	64,308	87,737	87,341	87,777	93,501	98,813

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万港元)						
经营现金流						
税前利润	8,395	8,983	7,447	11,683	13,018	14,051
折旧摊销	2,115	2,022	2,143	1,272	1,272	1,272
税款	(2,219)	(2,103)	(1,957)	(3,070)	(3,421)	(3,693)
营运资金变化	2,874	(5,101)	643	388	(711)	227
其他	(689)	10,137	1,791	0	0	0
净经营现金流	10,476	13,938	10,066	10,272	10,158	11,857
投资现金流						
资本开支	(839)	(1,531)	(1,982)	(1,982)	(1,982)	(1,982)
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(241)	372	200	(393)	(393)	(393)
净投资现金流	(693)	(1,458)	(1,782)	(2,375)	(2,375)	(2,375)
融资现金流						
已支付股息	(3,200)	(4,500)	(8,600)	(9,268)	(6,698)	(7,340)
净借贷	(10,568)	12,642	(3,216)	0	0	0
其他	2,580	(11,934)	1,111	(18)	(18)	(18)
净融资现金流	(11,188)	(3,793)	(10,705)	(9,286)	(6,716)	(7,358)
净现金流变动						
年初现金	7,219	6,032	14,942	11,695	10,306	11,373
汇率变动	217	222	(826)	0	0	0
年末现金	6,032	14,942	11,695	10,306	11,373	13,496
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
销售收入	23.6%	41.0%	(4.3%)	14.4%	9.3%	6.9%
毛利润	24.7%	11.3%	(5.2%)	19.9%	10.2%	7.3%
经营利润	70.9%	9.9%	(10.5%)	48.2%	11.1%	7.7%
EBITDA	44.0%	7.0%	(7.5%)	29.7%	10.0%	7.1%
EBIT	50.6%	6.5%	(8.9%)	33.7%	11.1%	7.7%
净利润	107.7%	11.4%	(19.8%)	56.9%	11.4%	7.9%
调整后净利润	80.7%	15.5%	(13.0%)	47.0%	11.4%	7.9%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
毛利率	28.6%	22.6%	22.4%	23.4%	23.6%	23.7%
营业利润率	11.8%	9.2%	8.6%	11.1%	11.3%	11.4%
税息折旧及摊销前利润	14.8%	11.2%	10.8%	12.3%	12.4%	12.4%
调整后净利润率	8.1%	6.7%	6.1%	7.8%	7.9%	8.0%
股本回报率	21.1%	20.9%	16.3%	26.4%	28.6%	28.5%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
流动比率 (倍)	1.9	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转天数	32.2	21.8	23.9	23.9	23.9	23.9
存货周转天数	311.7	238.9	289.3	260.0	250.0	240.0
应付账款周转天数	108.1	101.0	137.2	137.2	137.2	137.2
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
市盈率	14.0	21.1	26.2	14.3	12.8	11.9
市盈率 (摊薄)	21.1	28.3	11.6	14.3	12.8	11.9
市帐率	2.7	4.2	4.4	3.8	3.5	3.2
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	4.7	3.5	8.6	5.3	5.9	6.3
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。