

# 周大福 (1929 HK)

## 三季度零售额增长 46%；节日季强劲需求或延续至四季度

公司披露了截至 2023 年 12 月 31 日的 2024 财年三季度的营运数据，整体零售额增长 46.1%，其中内地/港澳市场分别实现零售额同比+42.2%/+70.8%，符合/略超我们预期。同店销售增速方面，内地/港澳市场分别录得+22.7%/+66.6%。管理层透露，11 月、12 月的月度同店销售增速明显持续改善，尽管有年末的低基数影响，销售额在元旦三天假期内增长亮眼，实现同比增长 60%。管理层预计，节假日送礼需求及黄金投资需求或将持续推动整体强劲销售态势延续至四季度。目前来看，同店销售额已经超过疫情前水平，以 FY19 为起始测算，这几个季度的 CAGR 已实现平稳增长。值得注意的是，在近年黄金类需求持续走高的带动下，新店发展势头良好，运营效率及成长速度符合公司预期，考虑整体门店基数略高，公司将延续 1H FY24 提出的策略，即以放缓新开店步伐并以提升单店运营效率为首要目标，同时维持 FY24 全年收入低至高双位数增长及核心经营利润提升 20% 以上的指引不变。

■ **全年营收增长预期稳固。**三季度中，10 月-11 月上旬消费需求整体偏弱，但随着出境游复苏、黄金投资需求持续增强，月度同店销售增长数据呈现环比提升态势，两个市场的同店销售均呈增长态势，12 月的内地同店增长数据达到近 50%。同店销售稳步提升以外，得益于疫情期间的门店数扩张，新店的业务贡献理想。大陆市场来看，同店/零售额增长分别为 22.7%/42%，非同店（店龄未两年的新店）销售额贡献明显提升。三季度中，低线城市增长明显，主要得益于近两年的新店布局及低基数影响。长期来看，公司将维持在高能级城市的高市占率优势，同时预计在基数影响消除后，高能级城市的店面收入、盈利贡献将维持在合理高位并稳步提升。

■ **核心利润增长能见度提升。**公司在电话会中提及，FY24 财年整体 COP 增长 20%+ 以上目标不变。短期内的首要战略目标仍是提升单店盈利效率。截至 1H FY24 期末，新店中实现盈利转正的数量占比仅为 50%，截至三季度报告期末，比例提升至 60%，公司预计 FY24 期末实现盈利转正的新店比例可以达到 70%。在整体盈利水平保持持续提升的同时，前三季度大陆净新开店数量为 232 家，公司采用末位淘汰制关闭了部分门店，将关店比例控制在了 5% 合理区间内。此外，公司持续推出系列产品及 IP 联名新品，将部分按重计价的黄金品类消费需求转移至按件计价黄金品类，后者毛利率水平与镶嵌类商品相近，以此帮助公司在黄金消费热情高涨环境下改善整体毛利率。

■ **盈利调整及估值。**我们维持对 2024-2025 财年的业绩预测不变。我们的目标价 18.6 港元仍然基于 22 倍 2024 财年末市盈率，维持“买入”。

### 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	0.80	0.90	1.00
市盈率(倍)	21.1	26.2	13.1	11.7	10.9
市净率(倍)	4.2	4.4	3.5	3.2	3.0
股息 (%)	3.5	8.6	5.7	6.4	6.9
股本回报率 (%)	20.9	16.3	26.4	28.6	28.5
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、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 18.6)
潜在升幅	68.4%
当前股价	港元 11.0

### 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)	110,600.0
3 月平均流通量(百万港元)	65.7
52 周内股价高/低(百万港元)	16.68/10.30
总股本(百万)	10000.0

资料来源：FactSet

### 股东结构

CTF Holding	72.4%
Yueford Corp	5.1%

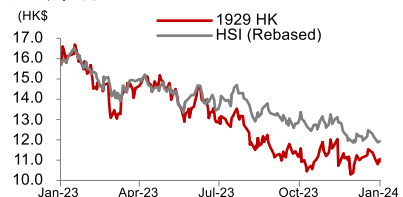
资料来源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.6%	3.1%
3-月	-4.3%	7.0%
6-月	-13.6%	0.0%

资料来源：FactSet

### 股份表现



资料来源：FactSet

### 相关报告：

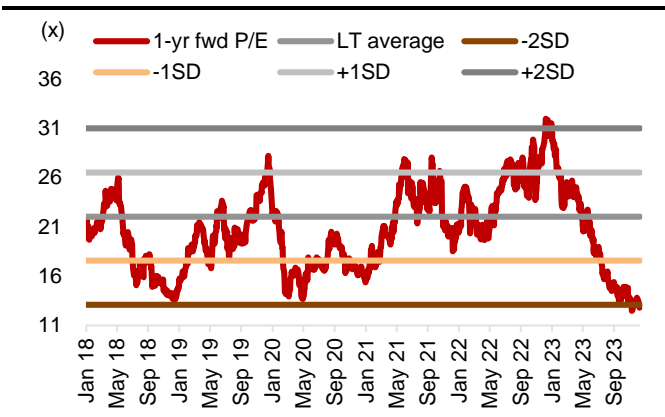
1. [中国中免 \(601888 CH\) - 全年业绩略逊预期；下调 24 年收入/净利 9%/16% - Jan 9, 2024](#)
2. [Samsonite \(1910 HK\) - 4Q preview: sales/adj. EBITDA +18%/+36% - Jan 2, 2024](#)
3. [海外顶奢消费跟踪 - 压制需求释放后，明年增长常态化 - Dec 18, 2023](#)
4. [中国消费 - 2024 展望：不均衡复苏延续；个股推荐顺序调整 - Dec 5, 2023](#)

图 1: 招银国际预期 vs 彭博一致预期

人民币 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	108,044	118,634	129,139	0.3%	-0.2%	-2.0%
毛利	25,387	27,965	30,001	25,169	27,760	30,470	0.9%	0.7%	-1.5%
经营利润	12,040	13,375	14,408	11,115	12,459	13,772	8.3%	7.4%	4.6%
净利润	8,448	9,413	10,160	7,784	8,820	9,699	8.5%	6.7%	4.8%
毛利率	23.4%	23.6%	23.7%	23.3%	23.4%	23.6%	0.1ppt	0.2ppt	0.1ppt
经营利率	11.1%	11.3%	11.4%	10.3%	10.5%	10.7%	0.8ppt	0.8ppt	0.7ppt
净利率	7.8%	7.9%	8.0%	7.2%	7.4%	7.5%	0.6ppt	0.5ppt	0.5ppt

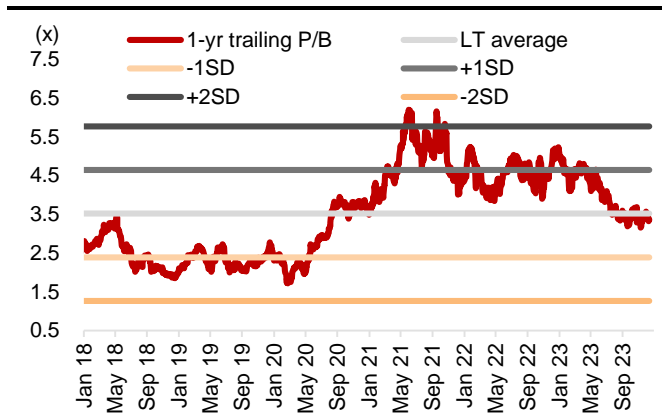
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 2: 市盈率



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 3: 市净率



资料来源: 公司资料, 彭博, 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
总股息	4,000	5,000	12,200	6,336	7,060	7,620
资产负债表						
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
Right-of-use assets	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
Contract liabilities	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	87,776	93,500	98,813

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万港元)						
<b>经营现金流</b>						
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
<b>净经营现金流</b>	<b>10,476</b>	<b>13,938</b>	<b>10,066</b>	<b>10,272</b>	<b>10,158</b>	<b>11,857</b>
<b>投资现金流</b>						
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)
<b>净投资现金流</b>	<b>(693)</b>	<b>(1,458)</b>	<b>(1,782)</b>	<b>(2,375)</b>	<b>(2,375)</b>	<b>(2,375)</b>
<b>融资现金流</b>						
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)
<b>净融资现金流</b>	<b>(11,188)</b>	<b>(3,793)</b>	<b>(10,705)</b>	<b>(9,286)</b>	<b>(6,716)</b>	<b>(7,358)</b>
<b>净现金流变动</b>						
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
<b>年末现金</b>	<b>6,032</b>	<b>14,942</b>	<b>11,695</b>	<b>10,306</b>	<b>11,373</b>	<b>13,496</b>
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%	15.5%	(19.8%)	56.9%	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%
利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
应付帐款周转天数	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	13.1	11.7	10.9
市盈率 (摊薄)	21.1	28.3	11.6	13.1	11.7	10.9
市帐率	2.7	4.2	4.4	3.5	3.2	3.0
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	4.7	3.5	8.6	5.7	6.4	6.9
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的分析员，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定。

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国投资者

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的分析员，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士。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。