

香港股市 | 珠宝首饰

## 周大福珠宝集团有限公司 (1929 HK)

### 内地同店表现正逐月改善

#### 23 财年 Q1 内地及港澳同店销售均录得跌幅

周大福日前公布了 23 财年 Q1 的经营数据，中国内地零售值(RVS)同比-2.8%，同店销售(SSSG)同比-19.3%，同店销量(SSVG)同比-22.8%，主因是内地疫情于 4-5 月反复影响销售。内地智慧零售的 RVS 同比-23.9%，主要是如云商 365 及云柜台等 O2O 受到疫情扰动影响，而电商仍录得 16.6% 的增长；港澳及其他地区零售值同比-11.0%，同店销售同比-6.4%，同店销量同比-8.4%，其中香港地区的同店销售同比+7.3%，主要受到低基数及香港政府派发消费券带动，而澳门地区则同比-34.3%。期内，中国内地净开店 312 家至 6,069 家，其中 338 家为周大福珠宝品牌，管理层预计 23 财年将净增加 1,000 家门店。

#### 23 财年 Q1 产品结构改善，但预计 23 财年毛利率有小幅下降

按产品划分，内地黄金产品的同店销售同比-17.0%，钻石等定价首饰的同店销售同比-17.2%。黄金产品的均价同比+7.7%，但钻石等定价首饰的均价按年持平。季内产品结构有所优化，黄金产品的零售值占比环比下降 3.4 个百分点至 3.4%，而钻石产品占比则上升至 22.2%。往前看，金价下行及年轻一代对传统黄金产品的喜好增加都支撑黄金产品的需求，但内地经济波动，居民可支配收入增速放缓可能会影响较高单价的钻石产品需求。我们预计 23 财年在黄金产品及加盟渠道占比增加的背景下，经调整毛利率或同比下降 0.5 个百分点至 22.9%，但预计最佳的营运杠杆将增加经营利润率 1.1 个百分点至 10.4%。

#### 管理层维持全年开店 1,000 家的指引不变，精致店为新发展重点

管理层指出，随着放宽防疫管控，以及公司加大产品宣传力度，近月内地的同店销售开始逐月改善，由 4-5 月同店销售同比-28.2%，大幅改善至 6 月同比+2.2%，7 月开局更录得低单位数增长。此外，预计全年净开店目标为 1,000 家，分为精致店/新城区店/原区店（一、二线城市），各占 300/500/200 家。精致店为新发展重点，主要采取轻资产模式，拥有较少的门店面积及资本投入要求，有较高周转率，并以售卖系列产品为主。

#### 维持收入预测及目标价不变

我们维持预测不变，预测 23 财年中国内地及港澳地区的同店销售同比-4.5%及+14.3%，预测 23-25 财年收入分别为 1,078.0 亿/1,235.1 亿/1,334.9 亿港元，同比分别+9.0%/+14.6%/+8.1%；预测 23-25 财年股东应占溢利为 77.7 亿/91.9 亿/100.6 亿港元，同比+15.7%/+18.2%/+9.5%；预测 23-25 财年每股溢利为 0.78/0.92/1.01 港元。维持 15.15 港元的目标价不变，但由于潜在升幅仅 1.0%，因此把评级从“增持”下调至“中性”。

**风险提示：**（一）经济复苏动力放缓；（二）金价急涨抑制黄金产品需求；（三）内地疫情恶化风险

更新报告

评级：中性

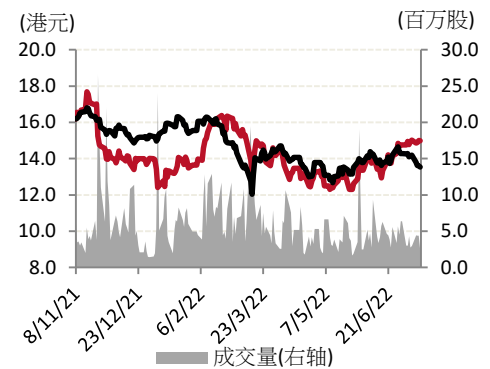
目标价：15.15 港元

股票资料（更新至 2022 年 7 月 13 日）

现价	15.00 港元
总市值	150,000 百万港元
流通股比例	17.46%
已发行总股本	10,000.00 百万
52 周价格区间	12-18.24 港元
3 个月日均成交	59.85 百万港元
主要股东	CTF Capital Ltd (占 72.4%)

来源：彭博、中泰国际研究部

#### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

#### 相关报告

20220614 - 更新报告：22 年财年业绩略超预期，但业务短期仍受疫情扰动

20220419 - 更新报告：22 财年 Q4 同店销售下跌，但加盟业务有较强韧性

20211125 - 更新报告：黄金产品热卖及渠道扩展支撑增长

#### 分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

+852 2359 1863

Alvin.ngan@ztsc.com.hk

## 主要财务数据 (百万港元) (估值更新至 2022 年 7 月 13 日)

年结: 3 月 31 日	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	70,164	98,938	107,804	123,513	133,487
同比增长	23.6%	41.0%	9.0%	14.6%	8.1%
毛利	20,075	22,340	24,680	28,469	30,935
同比增长	24.7%	11.3%	10.5%	15.4%	8.7%
股东应占溢利	6,026	6,712	7,769	9,185	10,056
同比增长	107.7%	11.4%	15.7%	18.2%	9.5%
每股盈利(港元)	0.60	0.67	0.78	0.92	1.01
每股派息(港元)	0.40	0.50	0.58	0.69	0.75
市盈率(X)	24.9	22.3	19.3	16.3	14.9
市帐率(X)	4.8	4.3	4.1	3.8	3.5
股息率(%)	2.7%	3.3%	3.9%	4.6%	5.0%

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1: 周大福(1929 HK) 季度同店增长表现

财年	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
<b>同比增长(按地区分类)</b>													
内地零售值	24.0%	4.0%	17.0%	-41.0%	0.1%	21.2%	26.1%	173.7%	69.1%	58.0%	38.8%	11.5%	-2.8%
内地同店销售	10.5%	-6.8%	2.3%	-49.5%	-11.2%	11.0%	12.2%	141.2%	42.8%	23.0%	10.7%	-11.3%	-19.3%
港、澳及其他地区零售值	-6.0%	-35.0%	-38.0%	-65.0%	-69.0%	-51.6%	-12.5%	46.6%	76.2%	38.5%	-8.7%	-20.6%	-11.0%
港、澳及其他地区同店销售	-11.0%	-42.0%	-35.0%	-65.0%	-75.5%	-52.5%	-31.0%	31.2%	110.4%	57.7%	14.4%	-21.9%	-6.4%
<b>同店销售(按产品分类)</b>													
内地(珠宝镶嵌/铂金/K 金首饰)	8.0%	0.0%	1.0%	-50.0%	-6.6%	2.5%	-5.2%	79.6%	2.7%	-8.0%	-8.9%	-0.4%	-17.2%
内地(黄金首饰)	12.0%	-15.0%	-1.0%	-54.0%	-19.8%	6.7%	12.7%	159.8%	65.5%	48.9%	23.3%	-13.3%	-17.0%
港、澳及其他地区(珠宝镶嵌/铂金/K 金首饰)	-16.0%	-35.0%	-53.0%	-64.0%	-65.7%	-37.0%	14.0%	62.8%	65.1%	15.4%	-19.4%	-43.4%	-18.4%
港、澳及其他地区(黄金首饰)	-13.0%	-49.0%	-26.0%	-67.0%	-82.9%	-64.5%	-50.7%	7.0%	163.7%	106.2%	46.9%	-8.0%	1.0%
零售点	3,248	3,490	3,789	3,850	3,896	4,153	4,442	4,591	4,850	5,214	5,646	5,902	6,214
按季增加	114	242	299	61	46	257	289	149	259	364	432	256	312

来源: 公司资料、中泰国际研究部

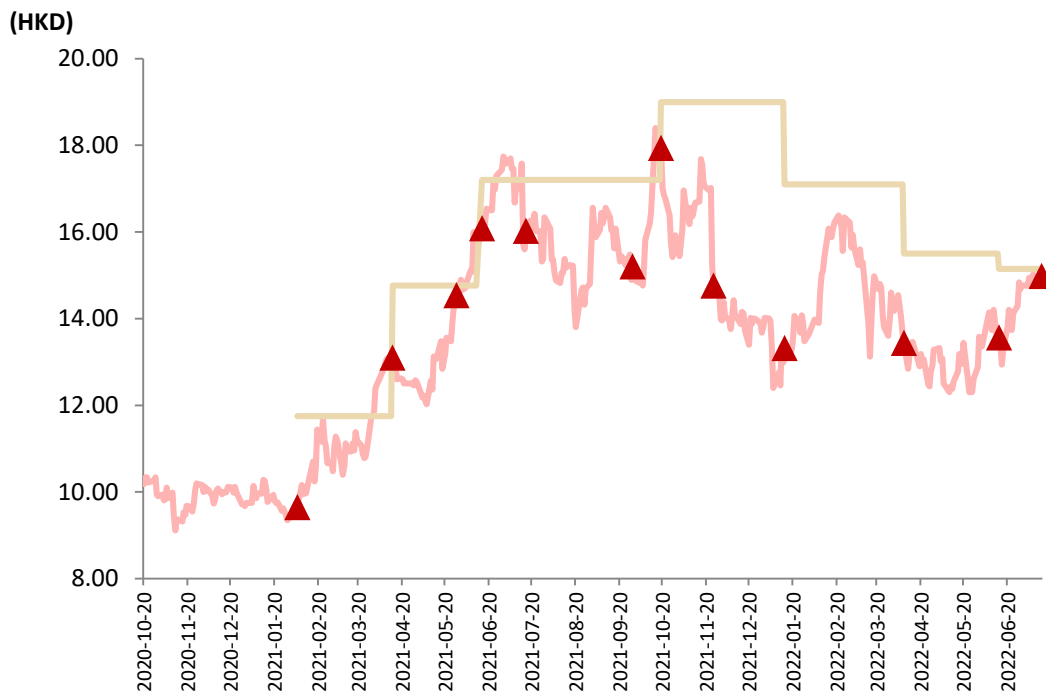
图表 2: 财务摘要 (年结: 3月31日; 港元百万元)

损益表						现金流量表					
	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E		FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	70,164	98,938	107,804	123,513	133,487	净利润	6,026	6,712	7,769	9,185	10,056
零售	44,839	53,908	55,478	63,110	68,095	加: 折旧与摊销	2,119	2,026	1,431	1,592	1,748
批发	25,325	45,029	52,326	60,403	65,392	营运资本变动	291	4,051	-4,067	-6,554	-4,043
营业成本	-50,089	-76,598	-83,124	-95,043	-102,552	其他	2,040	1,149	786	657	735
毛利	20,075	22,340	24,680	28,469	30,935	经营活动现金流	10,476	13,938	5,918	4,880	8,495
其他经营收入	692	793	822	943	1,021	减: 资本开支	-839	-1,531	-3,153	-1,809	-1,756
销售及行政成本	-11,849	-13,964	-14,279	-16,050	-17,314	其他	147	73	-222	-372	-236
营运利润	8,918	9,169	11,223	13,363	14,641	投资活动现金流	-693	-1,458	-3,375	-2,181	-1,992
其他支出	-664	-95	-95	-95	-95	净借贷	-7,960	2,151	-4,554	1,956	1,084
其他经营净收益	431	171	50	50	50	股息	-2,853	-4,689	-5,713	-6,358	-7,215
财务费用	-376	-338	-425	-497	-532	其他	-375	-1,254	-276	-428	-484
利息收入	82	70	149	69	48	融资活动现金流	-11,188	-3,793	-10,543	-4,829	-6,615
除税前溢利	8,395	8,983	10,908	12,896	14,119	汇率变动影响	217	222	0	0	0
净利润	6,176	6,880	7,963	9,414	10,307	现金及现金等价物净增加	-1,404	8,688	-8,000	-2,131	-112
股东应占溢利	6,026	6,712	7,769	9,185	10,056	期初现金及现金等值物	7,220	6,032	14,942	6,942	4,811
少数股东损益	150	168	194	229	251	期末现金及现金等值物	6,033	14,942	6,942	4,811	4,699
资产负债表						财务比率					
	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E		FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
现金及现金等价物	6,032	14,942	6,942	4,811	4,699	增长 (%)					
其他短期投资	0	0	0	0	0	收入	23.6%	41.0%	9.0%	14.6%	8.1%
应收款项合计	6,180	5,914	9,156	10,461	11,337	毛利	24.7%	11.3%	10.5%	15.4%	8.7%
存货	43,011	57,254	60,350	69,595	75,299	销售及行政开支	2.5%	17.9%	2.3%	12.4%	7.9%
流动资产合计	55,243	78,126	76,448	84,867	91,335	经营利润	79.2%	2.8%	22.4%	19.1%	9.6%
固定资产净值	4,615	5,039	6,761	6,978	6,986	股东应占溢利	107.7%	11.4%	15.7%	18.2%	9.5%
其他	4,451	4,573	4,479	4,851	5,087	经营效率 (%)					
非流动资产合计	9,065	9,612	11,239	11,829	12,073	毛利率	28.6%	22.6%	22.9%	23.0%	23.2%
总资产	64,308	87,737	87,688	96,696	103,409	销售及管理费用率	16.9%	14.1%	13.2%	13.0%	13.0%
应付账款及票据	17,240	25,166	27,421	31,417	33,954	经营利润率	12.7%	9.3%	10.4%	10.8%	11.0%
应付税项	722	736	736	736	736	净利率	8.8%	7.0%	7.4%	7.6%	7.7%
短期借贷	10,344	22,996	18,742	20,499	21,582	ROE	19.6%	19.9%	21.6%	23.6%	24.0%
其他流动负债	836	731	731	731	731	净负债比率	19.4%	28.5%	36.1%	43.6%	43.2%
流动负债合计	29,142	49,629	47,630	53,383	57,004	存货周转天数	312	272	265	268	268
长期借贷	1,799	1,789	1,489	1,689	1,689	估值					
其他非流动负债	1,800	1,764	1,764	1,764	1,764	每股盈利 (港元)	0.60	0.67	0.78	0.92	1.01
非流动负债合计	3,598	3,553	3,253	3,453	3,453	每股派息 (港元)	0.40	0.50	0.58	0.69	0.75
总负债	32,741	53,183	50,884	56,836	60,457	每股账面值 (港元)	3.16	3.46	3.68	3.99	4.30
普通股股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	市盈率 (X)	24.9	22.3	19.3	16.3	14.9
储备	20,598	23,619	25,675	28,502	31,343	市账率 (X)	4.8	4.3	4.1	3.8	3.5
其他综合性收益	170	0	0	0	0	股息率 (%)	2.7%	3.3%	3.9%	4.6%	5.0%
归属母公司股东权益	30,767	33,619	35,675	38,502	41,343	SSSG					
少数股东权益	801	935	1,129	1,359	1,610	中国内地	31.9%	11.1%	-4.5%	7.4%	3.0%
股东权益合计	31,568	34,555	36,804	39,861	42,952	港澳及其他	-41.3%	24.7%	14.3%	9.1%	4.6%
总负债及总权益	64,308	87,737	87,688	96,696	103,409						
店铺数目											
中国内地-自营	1,787	1,744	1,844	2,019	2,184						
中国内地-加盟	2,658	4,013	4,913	5,438	5,823						
中国内地总数	4,445	5,757	6,757	7,457	8,007						
港澳及其他	146	145	143	143	143						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

周大福(1929 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021/2/5	HK\$9.65	买入 (首次评级)	HK\$11.75
2	2021/4/13	HK\$12.86	买入 (维持)	HK\$14.76
3	2021/5/28	HK\$14.38	买入 (维持)	HK\$14.76
4	2021/6/15	HK\$15.52	增持 (下调)	HK\$17.20
5	2021/7/16	HK\$15.60	增持 (维持)	HK\$17.20
6	2021/9/29	HK\$14.90	增持 (维持)	HK\$17.20
7	2021/10/19	HK\$17.90	中性 (下调)	HK\$19.00
8	2021/11/25	HK\$15.24	买入 (上调)	HK\$19.00
9	2022/1/14	HK\$13.32	买入 (维持)	HK\$17.10
10	2022/4/19	HK\$13.46	增持 (下调)	HK\$15.50
11	2022/6/14	HK\$13.56	增持 (维持)	HK\$15.15
12	2022/7/14	HK\$15.00	中性 (下调)	HK\$15.15

来源：公司资料，中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在收益在 20%以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10%以上至 20%之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于-10%至 10%之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805