

周大福 (01929. HK)

簡介

周大福創立於 1929 年，是中國黃金珠寶行業的龍頭企業，公司於 2011 年 12 月在香港聯合交易所主板上市。自 2004 年起至 2021 年，周大福已蟬聯 17 屆“中國 500 最具價值品牌”中珠寶品牌之首。根據世界品牌實驗室(WBL)公布的數據顯示，2021 年周大福品牌價值高達 817 億人民幣(元，下同)，遠超位於第二名周大生(002867. SZ)的 638 億元。周大福多年來在中國內地的珠寶市場的市佔率排列第一，是中國現存門店數最多的黃金珠寶公司。集團擁有龐大的零售網絡，遍及中國、日本、韓國、東南亞與美國。截至 2022 年 3 月 31 日，零售網絡已擴大至 5,902 個零售點。

行業背景

在 2012 年至 2019 年期間，全球黃金珠寶行業規模由 2,439.73 億美元增至 3,179.85 億美元，年均複合增長率為 3.86%，同期中國內地黃金珠寶行業規模由 719.57 億美元增至 1,023.80 億美元，年均複合增長率高達 5.17%。此外，自 2012 年起，中國內地一舉成爲全球最大的珠寶消費市場。2021 年中國內地珠寶市場消費額在全球珠寶消費市場的佔比高達 38.02%，比消費額位列第二的美國高出 16.69%。值得關注的是，2021 年中國內地的人均珠寶消費額僅為 79.3 美元，而美國的人均珠寶消費額則高達 188.9 美元。在 2012 年至 2021 年期間，中國內地人均珠寶消費額的年均複合增長率為 4.49%，而同期在美國該數值僅為 0.35%，反映中國內地人均珠寶消費額雖然起步較低，但尚有很大的增長空間。2021 年，周大福以 9.44% 的中國內地市場的市佔率奪得行業龍頭，老鳳祥(600612. SH)以 6.24% 的市佔率位列第二；豫園股份(600655. SH)以 3.63% 的市佔率排列第三；周生生(00116. HK)和周大生(002867. SZ)的市佔率則分別為 1.69% 和 0.83%。憑藉其卓越品牌價值、豐富的產品矩陣、垂直一體化供應鏈和全渠道銷售網絡，周大福多年來穩居中國黃金珠寶行業龍頭。

目標價格	HKD 18
52週最高價	HKD 18.04
52週最低價	HKD 11.72
行業	鐘表珠寶
股票代碼	01929
主要股東	Chow Tai Fook Capital Limited

基本面評估：(滿分 5 分)

盈利能力：	3分
償債能力：	4分
成長能力：	4分
現金流能力：	4分

周大福收益率 VS 恒指

收益區間	周大福	恒指
7天	5.08%	-4.37%
30天	10.2%	-9.45%
90天	24.36%	-4.94%
180天	16.35%	-19.56%
年初至今	16.02%	-15.52%

優勢

● 大幅拓展下沉市場，進一步搶佔市場份額

2021年周大福實現營收989.38億港元，同比增長41%，年度溢利為68.8億港元，同比增長11.4%。2021年內地零售及批發業務收入分別增長22.6%和79.9%，內地經營利潤同比增加16.5%至95.8億元，佔集團經營利潤總額的95.8%。2021年，公司在中國內地全年淨開設1,361個周大福珠寶門店，進一步擴大市場份額。截至2022年6月30日，在內地周大福珠寶零售點總計5,797間，全品牌零售點總計6,069間。值得關注的是下沉市場業績表現非常亮眼，其中在中國三線及四線城市的零售值同比分別增加45.3%和46.4%。

公司在中國一、二線城市的覆蓋率高達85%，而在三、四線城市覆蓋率不到20%。因此周大福採取“雙路線”的戰略，在一、二線城市中，周大福注重品牌形象，開展精緻店的路線，例如建立高端周大福薈館、周大福鐘錶和各種體驗店等。此外，2021年周大福薈館貢獻的珠寶零售值佔中國內地周大福珠寶零售值的6%，珠寶鑲嵌首飾的平均售價約為10,000港元，較周大福珠寶鑲嵌首飾的總平均售價高出約40%。周大福在2020年推出的傳承系列，受惠於“國潮風”、相關黃金首飾產品在周大福薈館的平均售價達到15,600元，比周大福黃金首飾總平均售價5,500元高出約183%。針對三、四線城市，周大福於2018年起深耕下沉市場，推行“新城鎮計劃”，2019年實行“省代”政策，放開三、四線加盟。內地有74.7%的周大福珠寶店舖以加盟模式運營，2021年加盟零售額同比增長9.4%，對總零售值的貢獻增長至63.8%。周大福在2022年拓店目標為全年淨開店超過1000間，今年第一季度已實現淨開312間門店，已完成全年計劃的31.2%，遠超去年同期的19.8%。值得關注的是，近年來周大福在中國內地的經營受疫情影響較大，但加盟商在三、四線拓展的零售點受疫情影響相對較小，經營穩定性優於一、二線城市。因此在三、四線城市擴展連鎖店成為周大福首選拓寬銷售管道的方法。公司對新開門店規劃為，第一年基本實現收支平衡，第二年爭取雙位數增長，三年後提升至成熟水平。儘管加盟門檻較高，但加盟商投資意願依然強烈。看好周大福在下沉市場的拓展空間，預計連鎖率的提升有利於進一步搶佔市場份額。

目標價格	HKD 18
52週最高價	HKD 18.04
52週最低價	HKD 11.72
行業	鐘表珠寶
股票代碼	01929
主要股東	Chow Tai Fook Capital Limited

基本面評估：(滿分5分)

盈利能力：	3分
償債能力：	4分
成長能力：	4分
現金流能力：	4分

周大福收益率 VS 恒指

收益區間	周大福	恒指
7天	5.08%	-4.37%
30天	10.2%	-9.45%
90天	24.36%	-4.94%
180天	16.35%	-19.56%
年初至今	16.02%	-15.52%

● 憑藉垂直整合供應鏈，發揮龍頭優勢

周大福從事珠寶首飾生產和銷售，其產業鏈覆蓋由原材料到銷售的整個生產過程，涉及上游的原材料採購、鑽石毛坯切割及打磨；中游的珠寶設計和珠寶首飾生產制造；以及下游的零售與批發。儘管沒有自有礦產資源，但其擁有穩定的原材料供應商以及自有的鑽石加工工廠，能夠確保高質量的珠寶首飾生產原材料的穩定供給。周大福是中國內地最大的鑽石進口商之一。全球毛坯鑽石供應被三大鑽石礦商——De Beers、Alrosa 和 Rio Tinto 壟斷。公司於 1993 年成為全球最大鑽石毛坯供貨商英國鑽石貿易公司 De Beers 的全球特約配售商，是整個大中華地區屬首個獲得此殊榮的鑽石進口商。周大福同時是力拓鑽石公司 Rio Tinto Diamonds 的特選鑽石商，2012 年周大福與 Alrosa 簽訂毛坯供應協議。在整個大中華地區，只有少數鑽石進口商同時獲得與三大鑽石礦商的緊密合作機會。2013 年，周大福與加拿大鑽石制造公司 Crossworks 簽訂大中華區獨家銷售專利“八心八箭切割方形鑽石協議”，自此周大福成為業界少有能擁有數百台鑽石自動打磨機和先進雷射切割技術的供應商。憑藉垂直整合供應鏈，周大福能夠確保高質量的鑽石原材料的穩定供給，全渠道銷售網絡、強大的供應鏈能力，自動化配貨系統，助力其可率先滿足客戶需求。此外，不同於其他珠寶供應商要求加盟商向指定供應商或備案供應商自行採購商品的形式，周大福對所有加盟商統一供貨，所有加盟零售點只可出售由公司獨家供應的產品，保障了對產品質量實施統一監管。

劣勢

● 疫情反覆，拖累公司業績

疫情反覆加上經濟下行壓力增大，致使消費者降低對非必需消費品的需求，首當其衝就是黃金、鑽石等相關飾品。周大福近期發布的 2022 年第一季度經營數據顯示，受疫情影響，集團整體零售值同比下跌 3.7%，其中，內地零售值同比下跌 2.8%，港澳及其他市場零售值同比下跌 11.0%。今年第一季度內地同店銷售同比下降 19.3%。澳門地區由於內地疫情導致遊客減少，今年第一季度同店銷售下跌 34.3%，而香港地區受惠於消費券刺激提振及本地消費回穩，今年第一季度同店銷售上漲 7.3%。疫情持續反覆，或影響公司門店拓展。一旦門店拓展進程不及

目標價格	HKD 18
52週最高價	HKD 18.04
52週最低價	HKD 11.72
行業	鐘表珠寶
股票代碼	01929
主要股東	Chow Tai Fook Capital Limited

基本面評估：(滿分 5 分)

盈利能力：	3分
償債能力：	4分
成長能力：	4分
現金流能力：	4分

周大福收益率 VS 恒指

收益區間	周大福	恒指
7天	5.08%	-4.37%
30天	10.2%	-9.45%
90天	24.36%	-4.94%
180天	16.35%	-19.56%
年初至今	16.02%	-15.52%

預期，或對公司業績產生一定不利影響，公司股價或將承壓。

● 加盟商若管理不善，或影響品牌形象

周大福開店率較高，其閉店率也遠低於同行。2020年周大福的閉店率僅為5%，周生生(00116.HK)的閉店率為6%，周大生(002867.SZ)閉店率突破11%，潮宏基(002345.SZ)的閉店率則高達19%。較低的閉店率反映周大福優秀的品牌管理經營能力。高端頂級奢侈品牌依靠設計特色，品牌專利難以完全效仿，中高端黃金珠寶企業品牌認知度低，產品同質化嚴重，尤其在三、四線城市，模仿成本極低，行業進入壁壘相對較低。周大福要在中國三、四線城市維持其較低的閉店率，或面臨加盟商管理不佳的風險。一旦工藝和產品質量達不到公司所要求的標準，或影響公司品牌形象。此外，不排除周大福在下沉市場遭遇低成本模仿，惡意低價競爭的情況。

投資建議

看好周大福在中國黃金珠寶行業的龍頭地位，首予周大福“優於大市”評級，目標價為18元。預計公司2022年至2024年實現歸母淨利潤84.06、96.65、110.16億港元，同比增長25.2%、14.97%、13.97%；建議逢低買進，長期持有。

目標價格	HKD 18
52週最高價	HKD 18.04
52週最低價	HKD 11.72
行業	鐘表珠寶
股票代碼	01929
主要股東	Chow Tai Fook Capital Limited

基本面評估：(滿分5分)

盈利能力：	3分
償債能力：	4分
成長能力：	4分
現金流能力：	4分

周大福收益率 VS 恒指

收益區間	周大福	恒指
7天	5.08%	-4.37%
30天	10.2%	-9.45%
90天	24.36%	-4.94%
180天	16.35%	-19.56%
年初至今	16.02%	-15.52%

免責聲明

本報告由富昌證券有限公司(“富昌證券”)發行。本報告所載之資料和意見乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編制，惟富昌證券並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊。本報告對任何公司或其產品之描述均並非旨在提供完整之描述，本報告亦並非及不應被解作提供明示的買入或沽出任何產品的要約。富昌證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何的直接或間接損失。本報告只供指定收件人使用，未獲富昌證券許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內容的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。富昌證券、其董事、高級人員、分析員或雇員可能持有所述公司的股票、認股證、期權或第三者所發行與所述公司有關的衍生金融工具等。

風險披露聲明

儘管本公司相信本報告的內容是基於可靠的資料來源，本公司不擔保、保證或表述其內容的準確性或完整性。本公司或任何附屬成員、分支機構、分析員、高級人員、雇員、董事均不對本網頁表述的任何資料或任何建議(其更改無須事先通知)承擔任何責任。本報告提供的資料不是提供任何投資的意見，而僅只在提供資料作參考之用。所有投資均有風險，證券交易的虧蝕風險可以極大，即使投資者已考慮本公司所編制及/或發出的研究報告亦然。期貨及期權交易的風險買賣期貨合約或期權的虧蝕風險可以極大。在若乾情況下，你所蒙受的虧蝕可能會超過最初存入的保證金數額。即使你設定了備用指示，例如“止蝕”或“限價”等指示，亦未必能夠避免損失。市場情況可能使該等指示無法執行。你可能會在短時間內被要求存入額外的保證金。假如未能在指定的時間內提供所需數額，你的未平倉合約可能會被平倉。然而，你仍然要對你的帳戶內任何因此而出現的短欠數額負責。因此，你在買賣前應研究及理解期貨合約及期權，以及根據本身的財政狀況及投資目標，仔細考慮這種買賣是否適合你。如果你買賣期權，便應熟悉行使期權及期權到期時的程式，以及你在行使期權及期權到期時的權利與責任。