

01929.HK 周大福

港股通（沪/深）

审慎增持（维持）

上调全年展店目标

2022年10月15日

市场数据

日期	2022.10.14
收盘价(港元)	14.32
总股本(亿股)	100
流通股本(亿股)	100
总市值(亿港元)	1,432
流通市值(亿港元)	1,432
净资产(亿港元)	336
总资产(亿港元)	877
每股净资产(港元)	3.36

数据来源: Wind

相关报告

《7月同店延续较好态势》
_20220713《下沉继续发力,同店有恢复》
_20220616《下沉战略支撑稳增长》
_20220414《高增长势头不减》_20220112
《展店加速》_20211125

《渠道下沉战略显成效,中国内地复苏加速》_20211014

《加强低线渗透,环比继续改善》_20210715

《稳步复苏》_20210610

《金价回软,复苏加速》
_20210417

《毛利率大增驱动业绩高增长, Q4加速复苏》_20201125

零售研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入(百万港元)	98,938	116,251	127,734	138,353
同比增长(%)	41.0	17.5	9.9	8.3
归母净利润(百万港元)	6,712	8,045	9,430	10,646
同比增长(%)	11.4	19.9	17.2	12.9
毛利率(%)	22.6	22.4	22.5	22.6
净利率(%)	7.0	7.1	7.6	7.9
净资产收益率(%)	20.0	22.6	24.8	26.1
每股收益(港仙)	67.10	80.45	94.30	106.46

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

投资要点

事件: 周大福发布了截至2022年9月30日止的3个月的经营数据: 集团整体零售值同比+26.0%。中国内地零售值同比上涨27.8%, 同店销售上涨3.4%; 中国港澳及其他市场零售值上涨11.0%, 同店销售上涨8.5%。

我们点评如下: 中国内地: 下沉市场持续扩张为业绩有力支撑, 加盟店运营表现维持良好势头, 加盟商对零售额贡献占比提升至66.5%, Q2内地零售值同比增27.8%。

● **分渠道看,** 1) Q2直营店同店销售额同比增长3.4%。7月七夕显著提振销售, 直营店同店销售实现高双位数增长, 但此后疫情反复再度干扰消费复苏, 8、9月同比转跌。2) 低基数下, 加盟商同店实现低双位数增长, 零售值同比增长47.1%。加盟店多数在两年内便能实现盈利, ROE能达到中双位数水平。3) 线上销售恢复, 电子商务零售额同比增长13.8%, 量的增长有5.9%。

● **分产品看,** 黄金首饰类销售占优, 新推黄金与钻石结合新工艺, 有望提振产品毛利率。黄金首饰类产品同店销售同比增加9.4%, 零售值占比提升至78.0%; 珠宝镶嵌首饰产品同店销售同比继续下滑10.5%。公司8月新推出古法黄金镶嵌“人生四美”系列产品, 由周大福传承& T MARK 联合打造, 先在1000家分店试水销售, 均价接近2万元, 已取得9亿元+销售额, 下半财年将在全国门店广泛铺货, 扩展黄金珠宝的应用场景, 有望显著提振毛利率。

保持高速展店, 精致店运行顺利, 上调全年展店目标。 期内集团于中国内地净开张595家周大福珠宝零售点, 其中有525家加盟店, 加盟店于内地市场占比提升至75.3%。今年公司净开店目标上调至1200-1300家门店。精致店目前已经开店约200家(全年目标为300家), 以更小的面积实现接近主流店的店效。

中国香港市场明显复苏, 防疫政策大幅放松, 可期未来持续改善。 中国港澳及其他市场的零售额同比增长11.0%; 同店销售额同比增长8.5%, 其中香港同店销售额同比增长21.2%。

我们的观点: 中国内地疫情仍有持续反复扰动线下经营, 但周大福品牌力强, 高速的加盟扩张为坚实的新增长点, 公司以不同店态加强渗透, 主攻下沉市场的加盟店及今年重点发展的精致店运营状态皆理想, 全年展店目标再上调, 支撑公司零售额规模稳健扩张; 同时公司亦推出新工艺有望改善毛利率。预计2023-2025财年归母净利润分别为80.5/94.3/106.5亿港元, 同比增19.9%/17.2%/12.9%。“审慎增持”评级, 目标价16.09港元。

风险提示: 疫情反复、黄金价格波动风险、需求波动

报告正文

事件:

周大福发布了截至 2022 年 9 月 30 日止的 3 个月的经营数据: 集团整体零售值同比+26.0%。中国内地零售值同比上涨 27.8%，同店销售上涨 3.4%；中国港澳及其他市场零售值上涨 11.0%，同店销售上涨 8.5%。

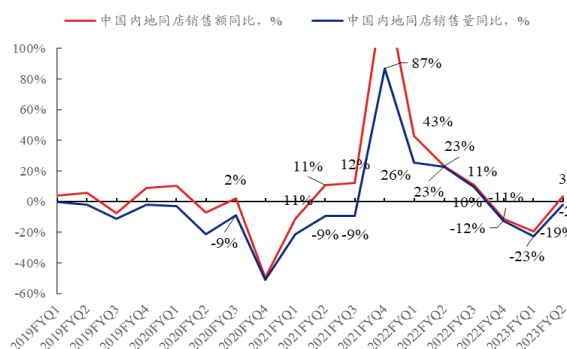
我们点评如下:

中国内地:

下沉市场持续扩张为业绩有力支撑，加盟店运营表现维持良好势头，加盟商对零售额贡献占比提升至 66.5%，FY23Q2 内地零售值同比增 27.8%。

- 分渠道看, 1) Q2 直营店同店销售额同比增长 3.4%。7 月七夕显著提振销售, 直营店同店销售实现高双位数增长, 但此后疫情反复再度干扰消费复苏, 8、9 月同比转跌。2) 低基数下, 加盟商同店实现低双位数增长, 零售值同比增长 47.1%。加盟店多数在两年内便能实现盈利, ROE 能达到中双位数水平。3) 线上销售恢复, 电子商务零售额同比增长 13.8%, 量的增长有 5.9%。
- 分产品看, 黄金首饰类销售占优, 新推黄金与钻石结合新工艺, 有望提振产品毛利率。黄金首饰类产品同店销售同比增加 9.4%, 零售值占比提升至 78.0%; 珠宝镶嵌首饰产品同店销售同比继续下滑 10.5%。公司 8 月新推出古法黄金镶钻“人生四美”系列产品, 由周大福传承&T MARK 联合打造, 先在 1000 家分店试水销售, 均价接近 2 万元, 已取得 9 亿元+销售额, 下半财年将在全国门店广泛铺货, 扩展黄金珠宝的应用场景, 有望显著提振毛利率。

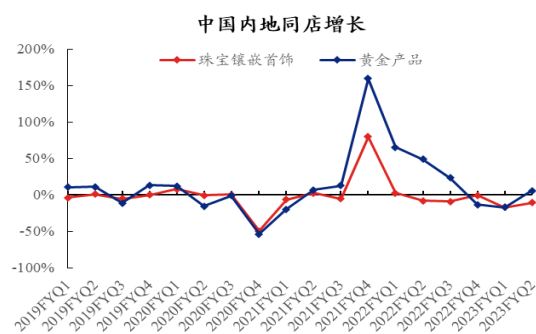
图 1、周大福中国内地同店销售增长情况



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 1) 2023 财年 Q2 财季指 2022 自然年 Q3 (下同);
2) 超过 100%的部分未在图中列示

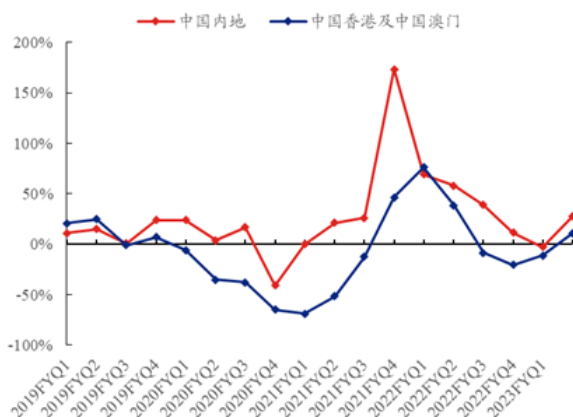
图 2、中国内地分产品同店销售额增长 (%)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

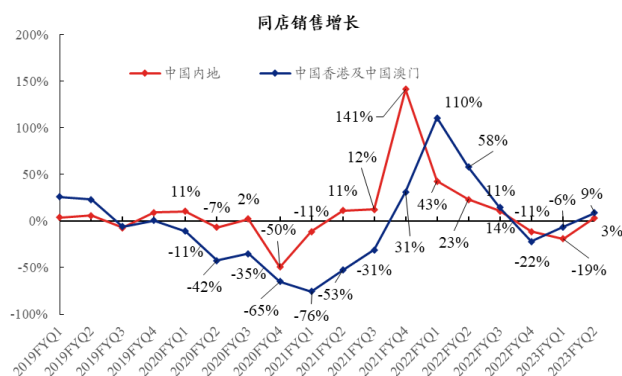
保持高速展店, 精致店运行顺利, 上调全年展店目标。期内集团于中国内地净开张 595 家周大福珠宝零售点, 其中有 525 家加盟店, 加盟店于内地市场占比提升至 75.3%。今年公司净开店目标上调至 1200-1300 家门店。精致店目前已经开店约 200 家(全年目标为 300 家), 主打快周转的畅销时尚产品, 以更小的面积实现接近主流店的店效, 有效弥补对商圈的覆盖率。

图 3、周大福中国内地与中国港澳零售值同比增长(%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、周大福中国内地与中国港澳同店销售额增长(%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港市场明显复苏，防疫政策大幅放松，可期未来持续改善。中国港澳及其他市场的零售额同比增长 11.0%；同店销售额同比增长 8.5%，其中香港同店销售额同比增长 21.2%。

我们的观点：

中国内地疫情仍有持续反复扰动线下经营，但周大福品牌力强，高速的加盟扩张为坚实的新增长点，公司以不同店态加强渗透，主攻下沉市场的加盟店及今年重点发展的精致店运营状态皆理想，全年展店目标再上调，支撑公司零售额规模稳扩张；同时公司亦推出新工艺有望改善毛利率。预计 2023-2025 财年归母净利润分别为 80.5/94.3/106.5 亿港元，同比增 19.9%/17.2%/12.9%。“审慎增持”评级，目标价 16.09 港元。

风险提示

疫情反复、黄金价格波动风险、需求波动。

会计年度	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
流动资产	78,126	84,781	90,340	96,020
货币资金	14,942	16,960	17,766	19,349
应收账款	5,914	5,914	5,914	5,914
存货	57,254	61,891	66,644	70,741
其它	15	15	15	15
非流动资产	9,612	9,612	9,612	9,612
物业、厂房及设备	5,039	5,039	5,039	5,039
土地使用权	1,679	1,679	1,679	1,679
珠宝珍藏	1,520	1,520	1,520	1,520
其它	1,374	1,374	1,374	1,374
资产总计	87,737	94,392	99,952	105,632
流动负债	49,629	54,033	56,954	59,655
贸易及其它应付款	25,166	29,570	32,491	35,192
银行借款	7,276	7,276	7,276	7,276
黄金借贷	15,721	15,721	15,721	15,721
其他	1,467	1,467	1,467	1,467
非流动负债	3,553	3,553	3,553	3,553
长期借款	1,789	1,789	1,789	1,789
其他	1,764	1,764	1,764	1,764
负债合计	53,183	57,587	60,507	63,208
股本	10,000	10,000	10,000	10,000
储备	23,619	25,670	28,073	30,786
少数股东权益	935	1,136	1,372	1,638
股东权益合计	33,619	35,670	38,073	40,786
负债及权益合计	87,737	94,392	99,952	105,632

会计年度	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
息税前利润	8,983	10,995	12,887	14,549
折旧和摊销	1,965	1,965	1,965	1,965
经营资本变动	4,051	-233	-1,832	-1,396
所得税	-2,150	-2,749	-3,222	-3,637
经营活动现金流	13,938	9,977	9,797	11,481
资本开支	-1,531	-1,965	-1,965	-1,965
其它	73	-	-	-
投资活动现金流	-1,458	-1,965	-1,965	-1,965
融资活动现金流	-3,793	-5,995	-7,027	-7,933
现金净变动	8,688	2,018	806	1,583
现金的期初余额	6,032	14,942	16,960	17,766
现金的期末余额	14,942	16,960	17,766	19,349

会计年度	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入	98,938	116,251	127,734	138,353
营业成本	-76,598	-90,170	-99,016	-107,053
毛利	22,340	26,081	28,718	31,299
销售费用	-10,522	-11,703	-12,150	-12,793
管理费用	-3,442	-3,953	-4,343	-4,704
营业利润	9,245	11,263	13,155	14,817
财务成本	-338	-338	-338	-338
利息收入	70	70	70	70
税前利润	8,983	10,995	12,887	14,549
所得税开支	-2,103	-2,749	-3,222	-3,637
年度全面收益	6,880	8,246	9,665	10,912
少数股东损益	168	201	235	266
归母净利润	6,712	8,045	9,430	10,646
EPS (港元)	0.67	0.80	0.94	1.06

主要财务比率

会计年度	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
成长性 (%)				
营业收入增长率	41.0	17.5	9.9	8.3
毛利润增长率	11.3	16.7	10.1	9.0
归母净利润增长率	11.4	19.9	17.2	12.9
盈利能力 (%)				
毛利率	22.6	22.4	22.5	22.6
净利率	7.0	7.1	7.6	7.9
ROE	20.0	22.6	24.8	26.1
偿债能力 (%)				
资产负债率	60.6	61.0	60.5	59.8
流动比率	157.4	157.6	159.1	160.8
速动比率	42.1	42.4	41.6	42.4
营运能力 (次)				
资产周转率	1.17	1.08	1.05	1.04
应收账款周转率	16.4	19.7	21.6	23.4
每股资料 (港元)				
每股收益	0.67	0.80	0.94	1.06
每股净资产	3.36	3.57	3.81	4.08
估值比率(倍)				
PE	21.3	17.8	15.2	13.5
PB	4.3	4.0	3.8	3.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与百德医疗投资控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、Higher Key Management Limited、润歌互动有限公司、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、历城国际发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东方资本有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、北海投资(BVI)有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设投资有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团集团有限公司、西安航天城市发展控股集团集团有限公司、怀远县新型城镇化建设投资有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、连云港港口集团、邳州市交通控股集团集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南历城控股集团集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、济南高新控股集团集团有限公司、郑州地产集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、香港象屿投资有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、涪博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团集团有限公司、淮安市投资控股集团集团有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团集团有限公司、厦门象屿集团有限公司、湖州吴兴经开投资建设发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州

市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、潍坊市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、镇江交通产业集团有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真：(852) 35095929

邮箱：ir@xyzq.com.hk