

【广发批零社服&海外】周大福 (01929.HK)

FY23Q2 业务恢复趋势向好，门店增长超预期

核心观点：

- **事件：**公司发布 FY23Q2 (22Q3) 经营数据，公司零售值同比增长 26.0%；其中，内地市场零售值同比增长 27.8%，港澳地区零售值同比增长 11.0%。本季度同店销售较 22Q2 改善明显，内地同店销售同比增长 3.4%，销量同比降低 2.0%；港澳地区同店销售同比增长 8.5%，销量降低 9.0%。其中，香港地区同店销售+21.2%，得益于本地消费需求稳定，澳门地区由于社交限制措施和游客减少，同店销售-28.6%。
- **分品类看，FY23Q2 镶嵌、铂金、K 金类产品中国内地同店销售同比降低 10.5%，港澳地区同比增长 5.6%。**内地、港澳市场同店平均售价均有强劲增长。在国际平均金价同比降低 3.4% 的情况下，黄金产品中国内地同店销售同比上升 9.4%，平均售价为 5400 港元，港澳地区内地销售同比增长 10.5%，平均售价为 7800 港元。
- **门店增长超预期，线上渠道表现稳健。**截至 2022 年 9 月 30 日，公司共有周大福珠宝终端零售点 6679 家，中国内地季内净增门店 518 家，其中包括净增的 595 家珠宝零售店（70 家直营店和 525 家加盟店）。加盟店零售值按年增长 47.1%，季内贡献值增至 66.5%，较 FY22Q2 提升 7.4pp。FY23Q2 内地电子商务零售值按年增长 13.8%，销量提升 5.9%，季内贡献值增至 4.3%
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 FY2023-FY2025 归母净利润分别为 79、94、108 亿港元，参考可比公司估值，给予 FY2023 25 倍 PE 估值，对应合理价值 19.79 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；市场竞争加剧，各品牌加速开店抢夺市场；中小品牌出清速度低于预期。

盈利预测：

货币：百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	70,164	98,938	114,668	134,893	157,212
增长率（%）	23.6	41.0	15.9	17.6	16.5
EBITDA（百万元）	10,345	10,401	12,720	14,646	16,499
归母净利润（百万元）	6,026	6,712	7,917	9,396	10,825
增长率（%）	107.7	11.4	17.9	18.7	15.2
EPS（元/股）	0.60	0.67	0.79	0.94	1.08
市盈率（P/E）	19.71	21.24	18.09	15.24	13.23
ROE（%）	19.6	20.0	19.1	18.4	17.5
EV/EBITDA	12.07	14.66	11.40	9.31	7.61

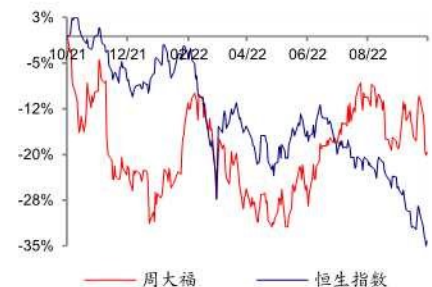
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：2022 年对应的财年为 FY2023，其它年份对应关系以此类推。

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	14.32 港元
合理价值	19.79 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-16

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师：

包晗



SAC 执证号：S0260522070001



021-38003651



baohan@gf.com.cn

请注意，嵇文欣、包晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发批零社服&海外】周大福 2022-07-12

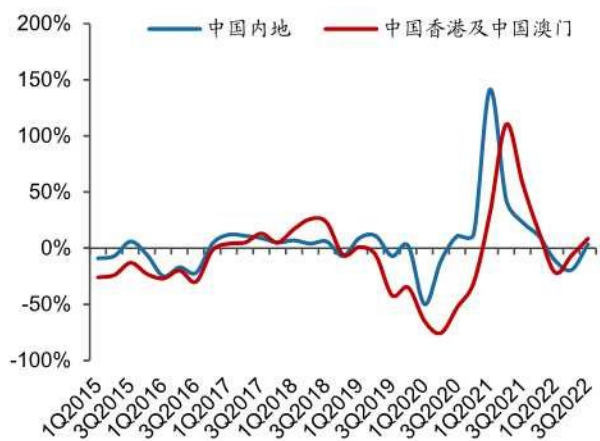
福 (01929.HK) :FY23Q1 疫情冲击内地市场，恢复趋势逐月向好

【广发批零社服&海外】周大福 2022-06-17

福 (01929.HK) :FY2022 业绩大幅增长，回购计划彰显发展信心

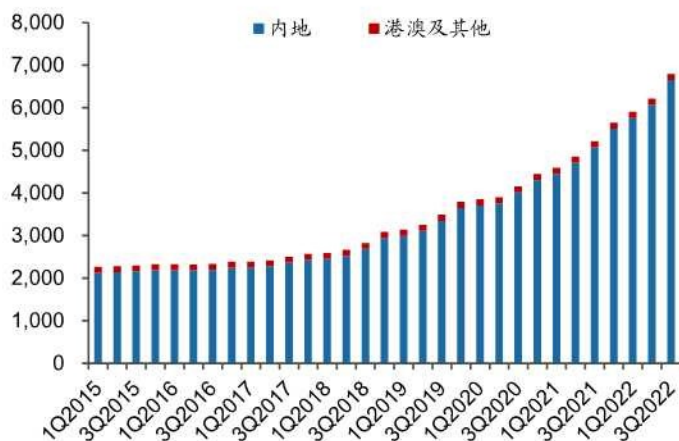
请务必阅读末页的免责声明

图 1: 周大福中国内地及港澳同店收入增速变化



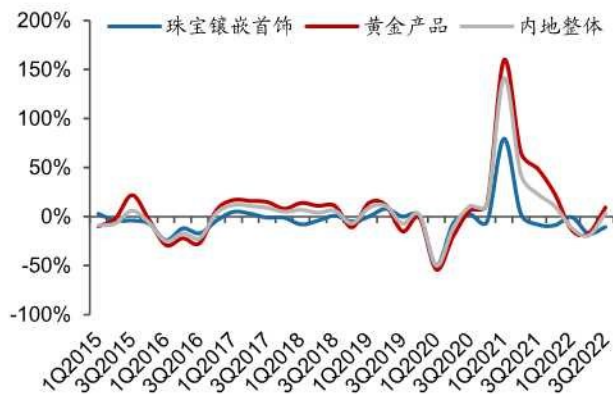
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图 2: 周大福分地区零售点数量 (家)



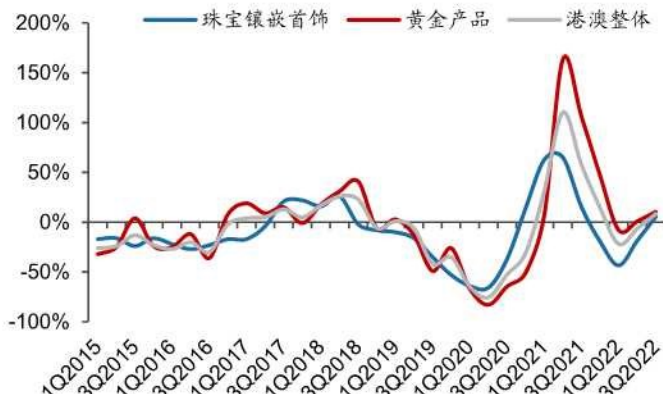
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图 3: 周大福中国内地同店收入增速变化



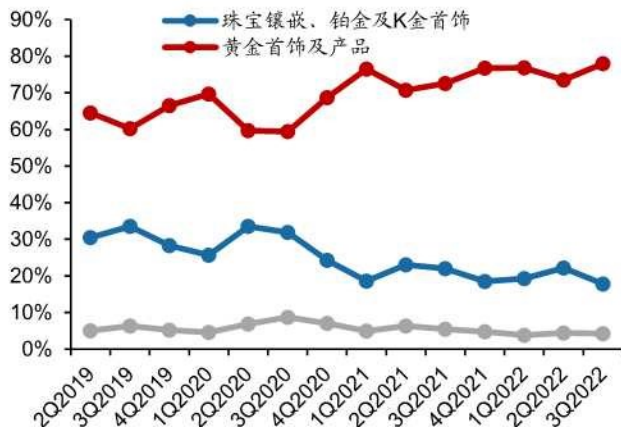
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图 4: 周大福香港及澳门同店收入增速变化



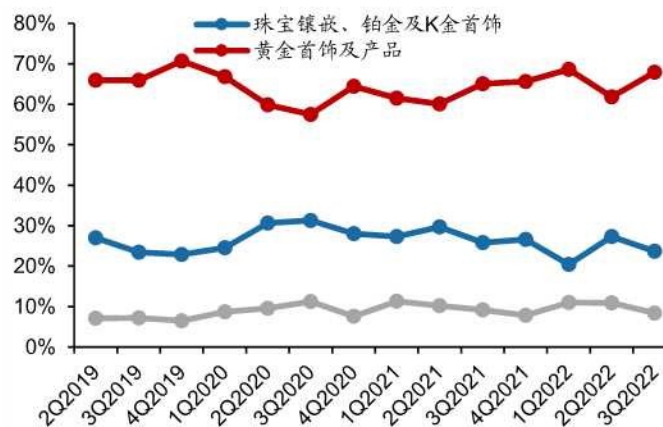
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图 5: 周大福中国内地分产品零售值占比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图 6: 周大福香港及澳门分产品零售值占比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万港元

至 3 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	55,243	78,126	88,410	102,310	118,203
现金	6,032	14,942	21,718	29,468	39,560
应收账款	3,872	2,046	2,833	3,441	3,651
存货	43,011	57,254	60,074	65,331	70,849
其他	2,328	3,883	3,785	4,071	4,142
非流动资产	9,065	9,612	10,004	10,256	10,466
固定资产	4,615	5,039	5,307	5,357	5,357
无形资产	1,368	1,219	1,306	1,465	1,635
其他	3,082	3,354	3,391	3,433	3,474
资产总计	64,308	87,737	98,414	112,566	128,639
流动负债	29,142	49,629	52,391	57,113	62,321
短期借款	10,344	22,996	21,996	21,196	20,696
应付账款	819	1,155	915	1,218	1,193
其他	17,979	25,478	29,480	34,699	40,432
非流动负债	3,598	3,553	3,353	3,153	2,953
长期借款	1,799	1,789	1,589	1,389	1,189
其他	1,800	1,764	1,764	1,764	1,764
负债合计	32,741	53,183	55,745	60,266	65,274
少数股东权益	801	935	1,133	1,368	1,638
股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
留存收益和资本公积	20,598	22,705	30,622	40,018	50,843
归属母公司股东权益	30,767	33,619	41,536	50,932	61,757
负债和股东权益	64,308	87,737	98,414	112,566	128,639

利润表

单位: 百万港元

至 3 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	70,164	98,938	114,668	134,893	157,212
营业成本	50,089	76,598	87,996	103,459	120,519
销售费用	8,635	10,522	12,040	14,224	16,822
管理费用	3,214	3,442	3,956	4,654	5,502
财务费用	235	214	368	274	176
营业利润	8,393	8,983	10,595	12,574	14,486
所得税	2,219	2,103	2,481	2,944	3,392
净利润	6,176	6,880	8,115	9,631	11,095
少数股东损益	150	168	198	235	270
归属母公司净利润	6,026	6,712	7,917	9,396	10,825
EBITDA	10,345	10,401	12,720	14,646	16,499
EPS (港元)	0.60	0.67	0.79	0.94	1.08

现金流量表

单位: 百万港元

至 3 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10,476	13,938	10,543	11,340	13,340
净利润	6,026	6,712	7,917	9,396	10,825
折旧摊销	150	168	198	235	270
少数股东权益	2,119	2,026	2,044	2,090	2,130
营运资金变动及其他	2,181	5,033	383	-381	115
投资活动现金流	-693	-1,458	-2,049	-2,099	-2,077
资本支出	-839	-1,531	-2,400	-2,300	-2,300
其他投资	146	73	351	201	223
筹资活动现金流	-11,188	-3,793	-1,717	-1,491	-1,170
借款增加	-10,568	12,642	-1,200	-1,000	-700
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-2,853	-4,689	-517	-491	-470
其他	2,233	-11,745	0	0	0
现金净增加额	-1,187	8,910	6,776	7,750	10,093

主要财务比率

至 3 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	23.63%	41.01%	15.90%	17.64%	16.55%
归母净利润	107.74%	11.38%	17.95%	18.68%	15.20%
获利能力					
毛利率	28.61%	22.58%	23.26%	23.30%	23.34%
净利率	8.80%	6.95%	7.08%	7.14%	7.06%
ROE	19.59%	19.97%	19.06%	18.45%	17.53%
ROIC	13.85%	10.81%	12.34%	12.84%	12.90%
偿债能力					
资产负债率	50.91%	60.62%	56.64%	53.54%	50.73%
净负债比率	19.36%	28.48%	4.38%	-13.16%	-27.8
流动比率	1.90	1.57	1.69	1.79	1.90
速动比率	0.42	0.42	0.54	0.65	0.76
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.30	1.23	1.28	1.30
应收账款周转率	23.89	33.43	47.00	43.00	44.33
应付账款周转率	93.38	77.59	85.00	97.00	100.00
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	0.67	0.79	0.94	1.08
每股经营现金	1.05	1.39	1.05	1.13	1.33
每股净资产	3.08	3.36	4.15	5.09	6.18
估值比率					
P/E	19.71	21.24	18.09	15.24	13.23
P/B	3.86	4.24	3.45	2.81	2.32
EV/EBITDA	12.07	14.66	11.40	9.31	7.61

广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李旭东：高级分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 童嘉伟：研究员，伦敦大学学院计算金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。