

# 门店扩张积极，内地零售仍承压

华泰研究

2022年11月25日 | 中国香港

中报点评

零售

投资评级(维持):

增持

目标价(港币):

17.66

研究员

SAC No. S0570518110001  
SFC No. BQO796

林寰宇

linhuanyu@htsc.com  
+(86) 755 8321 3674

研究员

SAC No. S0570518120001  
SFC No. BPX070

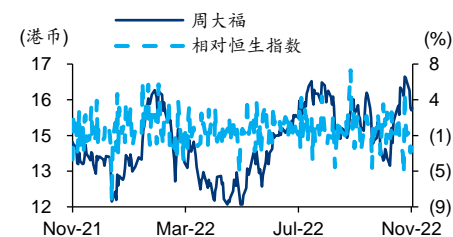
王森泉

wangsenquan@htsc.com  
+(86) 755 2398 7489

## 基本数据

目标价(港币)	17.66
收盘价(港币 截至11月24日)	15.46
市值(港币百万)	154,600
6个月平均日成交额(港币百万)	79.69
52周价格范围(港币)	12.00-17.48
BVPS(港币)	3.17

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

### 线下客流波动较大，汇兑影响偏负面

公司披露 FY23 中报，1HFY23 实现收入 465 亿港元，同比+5.3%，实现经营利润 43.5 亿港元，同比-2.7%，归母净利润 33.4 亿港元，同比-6.8%，每股派息 0.22 港币。线下客流扰动仍较明显，公司 10 月 1 日至 11 月 18 日零售值同比下滑 2.3%，且汇率波动预期对公司 FY23 利润产生不利影响，因此我们调整公司 FY23-25EPS，新预测值为 0.64/0.95/1.17 港币(FY23-25 前值 0.84/1.02/1.17 港币)。截至 11 月 24 日，根据 Wind 一致预期，2023 年行业可比公司平均 PE 为 12 倍，市场估值压力依然存在，我们看好明年消费复苏后，公司内地同店销售的恢复，且拓店继续增强龙头优势，给予公司 2023 年 18.5 倍 PE，目标价 17.66 港币(用 24 财年数据计算，前值 15.54 港币，对应 2022 年 18.5 倍 PE)，维持“增持”评级。

### 线下客流受到扰动影响明显，同店表现波动较大

公司披露 1QFY23、2QFY23 零售值分别同比-3.7%、+26%，零售在 2QFY23 恢复增长后，再度面临挑战，2022 年 10 月 1 日至 11 月 18 日公司零售值同比下滑 2.3%，其中公司内地零售值同比-4%，同店销售额同比-21.3%，而港澳地区线下客流恢复较为明显，零售值同比+11.4%，同店同比+19.1%。

### 零售网点拓展仍积极，但内地店均销售波动较大

截至 2022 年 9 月 30 日，公司共有 6948 家零售点，已经基本完成全年开设 1000 家左右新门店的计划。但店均销售额有较明显波动，其中 1HFY23 公司内地店均销售额同比-19%左右，其他地区店均销售额同比-2%左右。

### 经营利润小幅下滑

加盟商数量继续提升，批发收入及黄金首饰占比提升对毛利率有所影响(1HFY23 GMP 同比下降 0.8pct)，而费用率同比小幅下降，1HFY23 经营利润同比下滑 2.7%。

### 归母净利润受到汇率波动较大影响

由于汇率波动较大，公司汇兑亏损达到 2.69 亿港元(同期为汇兑收益 0.47 亿港元)，考虑到汇率仍呈现较大波动，FY23 汇兑或有较大负面影响。

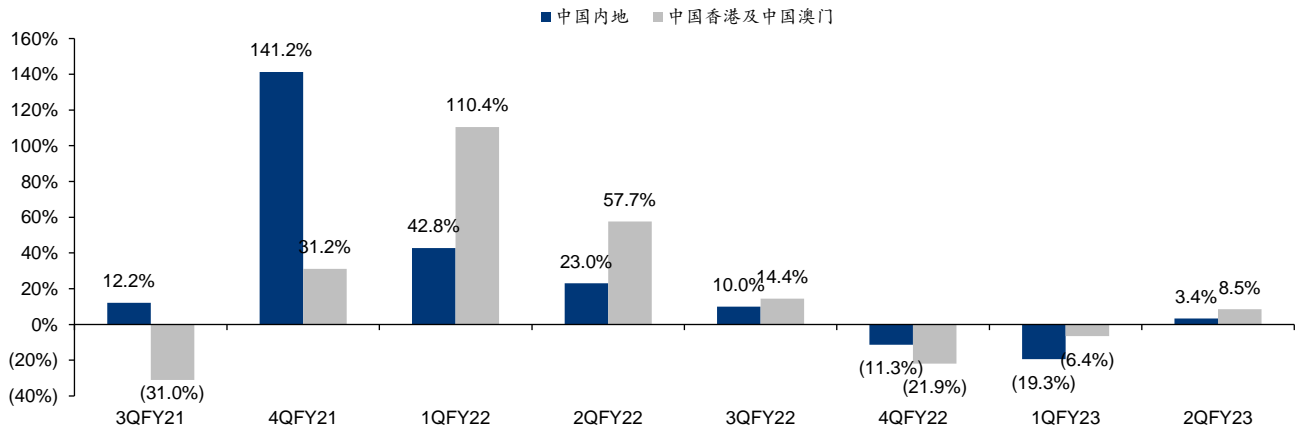
风险提示：黄金需求低迷，业务拓展不及预期，金价波动，汇率波动。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(港币百万)	70,164	98,938	102,477	123,832	138,309
+/-%	23.63	41.01	3.58	20.84	11.69
归属母公司净利润(港币百万)	6,026	6,712	6,357	9,525	11,713
+/-%	107.76	11.38	(5.30)	49.84	22.97
EPS(港币，最新摊薄)	0.60	0.67	0.64	0.95	1.17
ROE(%)	21.10	20.85	18.38	25.76	29.16
PE(倍)	25.65	23.03	24.32	16.23	13.20
PB(倍)	5.02	4.60	4.35	4.03	3.69
EV EBITDA(倍)	15.74	15.14	14.56	11.35	8.92

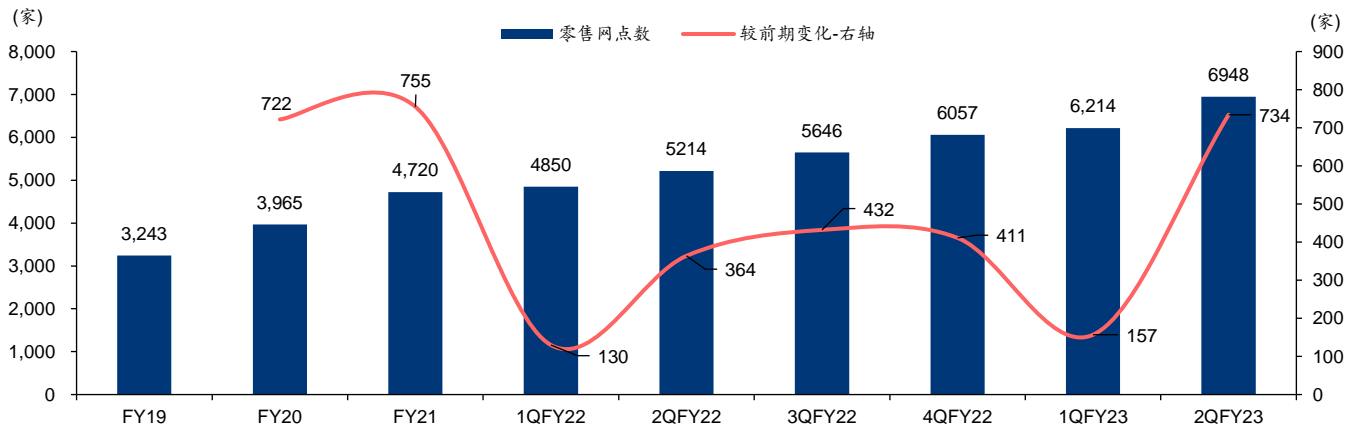
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 周大福同店增速变化



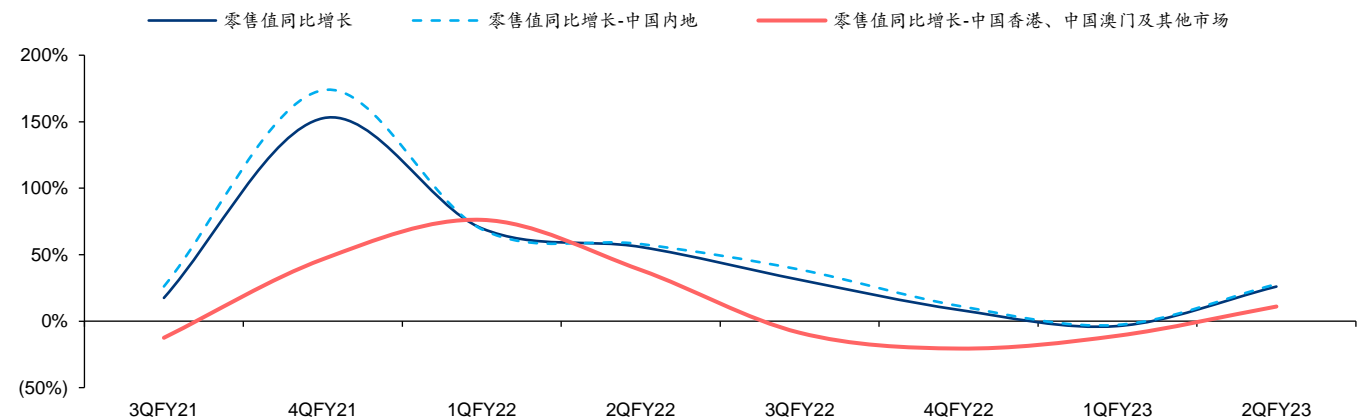
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表2: 周大福门店变化及净开店情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 周大福零售值增长情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表4: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E
002867 CH	周大生	137.76	14.4	11.1	9.3	8.1
600612 CH	老凤祥	169.86	12.9	11.5	10.1	9.0
600916 CH	中国黄金	203.28	30.9	22.3	17.6	14.3
301177 CH	迪阿股份	183.44	39.3	15.7	11.8	9.6
平均			24.4	15.2	12.2	10.3

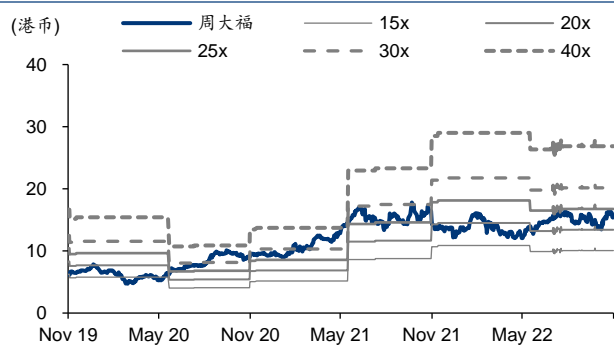
注: PE 均为 Wind 一致预期, 数据截至 2022 年 11 月 24 日。

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究

## 风险提示

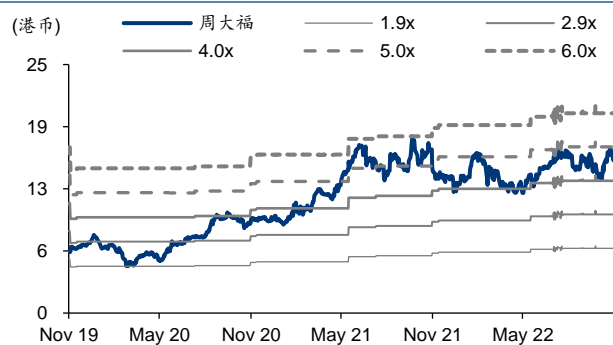
- 1) 黄金需求低迷。黄金零售需求如果不及预期，可能大幅影响公司收入及利润。
- 2) 业务拓展不及预期。公司积极进行线下加盟商网络推进，如果业务拓展不及预期，将影响公司收入及利润表现。
- 3) 金价波动。黄金价格波动可能大幅影响公司利润。
- 4) 汇率波动。公司持有较多人民币资产，受到汇率波动影响，汇兑损益变动较大，可能影响公司净利润。

图表5: 周大福 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6: 周大福 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (港币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	70,164	98,938	102,477	123,832	138,309
销售成本	(50,089)	(76,598)	(79,768)	(94,959)	(105,062)
<b>毛利润</b>	<b>20,075</b>	<b>22,340</b>	<b>22,709</b>	<b>28,873</b>	<b>33,247</b>
销售及分销成本	(8,635)	(10,522)	(10,375)	(11,993)	(12,920)
管理费用	(3,214)	(3,442)	(3,689)	(4,458)	(4,979)
其他收入/支出	122.00	731.30	490.73	1,296	1,514
财务成本净额	41.90	(129.80)	(153.20)	(256.69)	(307.32)
应占联营公司利润及亏损	4.60	5.80	4.60	4.60	4.60
<b>税前利润</b>	<b>8,395</b>	<b>8,983</b>	<b>8,987</b>	<b>13,466</b>	<b>16,559</b>
税费开支	(2,219)	(2,103)	(2,471)	(3,703)	(4,554)
少数股东损益	149.70	167.60	158.73	237.84	292.47
<b>净利润</b>	<b>6,026</b>	<b>6,712</b>	<b>6,357</b>	<b>9,525</b>	<b>11,713</b>
折旧和摊销	2,119	2,026	2,245	2,074	1,981
EBITDA	10,472	11,139	11,385	15,797	18,847
EPS (港币, 基本)	0.60	0.67	0.64	0.95	1.17

### 资产负债表

会计年度 (港币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	43,011	57,254	52,240	77,110	68,004
应收账款和票据	6,200	5,929	5,594	8,551	7,470
现金及现金等价物	6,032	14,942	17,506	7,437	22,072
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总流动资产</b>	<b>55,243</b>	<b>78,126</b>	<b>75,340</b>	<b>93,097</b>	<b>97,546</b>
固定资产	6,622	6,921	5,052	3,439	1,980
无形资产	158.00	109.00	62.31	15.02	15.44
其他长期资产	2,285	2,582	2,586	2,591	2,595
<b>总长期资产</b>	<b>9,065</b>	<b>9,612</b>	<b>7,701</b>	<b>6,045</b>	<b>4,590</b>
<b>总资产</b>	<b>64,308</b>	<b>87,737</b>	<b>83,041</b>	<b>99,142</b>	<b>102,136</b>
应付账款	17,240	25,166	18,857	28,655	24,647
短期借款	11,114	23,664	22,769	25,740	28,716
其他负债	787.80	799.80	1,232	1,456	1,659
<b>总流动负债</b>	<b>29,142</b>	<b>49,629</b>	<b>42,858</b>	<b>55,851</b>	<b>55,022</b>
长期债务	2,525	2,316	2,316	2,316	2,316
其他长期债务	1,074	1,237	1,237	1,237	1,237
<b>总长期负债</b>	<b>3,598</b>	<b>3,553</b>	<b>3,553</b>	<b>3,553</b>	<b>3,553</b>
股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
储备/其他项目	20,767	23,619	25,535	28,406	31,936
股东权益	30,767	33,619	35,535	38,406	41,936
少数股东权益	800.50	935.40	1,094	1,332	1,624
<b>总权益</b>	<b>31,568</b>	<b>34,555</b>	<b>36,629</b>	<b>39,738</b>	<b>43,561</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	25.65	23.03	24.32	16.23	13.20
PB	5.02	4.60	4.35	4.03	3.69
EV EBITDA	15.74	15.14	14.56	11.35	8.92
股息率 (%)	1.81	3.03	2.87	4.30	5.29
自由现金流收益率 (%)	4.99	7.45	4.91	(4.15)	12.85

### 现金流量表

会计年度 (港币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	10,472	11,139	11,385	15,797	18,847
融资成本	(41.90)	129.80	153.20	256.69	307.32
营运资本变动	291.70	4,051	(959.95)	(18,029)	6,179
税费	(2,219)	(2,103)	(2,471)	(3,703)	(4,554)
其他	1,973	721.90	274.78	(37.62)	(108.93)
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,476</b>	<b>13,938</b>	<b>8,381</b>	<b>(5,716)</b>	<b>20,671</b>
CAPEX	(839.30)	(1,531)	(328.16)	(413.75)	(521.77)
其他投资活动	146.80	73.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(692.50)</b>	<b>(1,458)</b>	<b>(328.16)</b>	<b>(413.75)</b>	<b>(521.77)</b>
债务增加量	(5,016)	2,641	(894.69)	2,971	2,976
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,853)	(4,689)	(4,441)	(6,654)	(8,183)
其他融资活动现金流	(3,319)	(1,744)	285.10	(256.69)	(307.32)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(11,188)</b>	<b>(3,793)</b>	<b>(5,050)</b>	<b>(3,940)</b>	<b>(5,514)</b>
现金变动	(1,404)	8,688	3,003	(10,069)	14,635
年初现金	7,219	5,815	14,503	17,506	7,437
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>5,815</b>	<b>14,503</b>	<b>17,506</b>	<b>7,437</b>	<b>22,072</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	23.63	41.01	3.58	20.84	11.69
毛利润	24.72	11.28	1.65	27.14	15.15
营业利润	69.79	9.09	0.31	50.16	22.92
净利润	107.76	11.38	(5.30)	49.84	22.97
EPS	107.76	11.38	(5.30)	49.84	22.97
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	28.61	22.58	22.16	23.32	24.04
EBITDA	14.92	11.26	11.11	12.76	13.63
净利润率	8.59	6.78	6.20	7.69	8.47
ROE	21.10	20.85	18.38	25.76	29.16
ROA	9.30	8.83	7.44	10.46	11.64
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	24.73	32.83	21.33	53.69	21.37
流动比率	1.90	1.57	1.76	1.67	1.77
速动比率	0.42	0.42	0.54	0.29	0.54
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.08	1.30	1.20	1.36	1.37
应收账款周转天数	29.88	22.07	20.24	20.56	20.85
应付账款周转天数	106.62	99.65	99.34	90.06	91.32
存货周转天数	307.43	235.62	247.08	245.19	248.62
现金转换周期	230.69	158.03	167.98	175.69	178.15
<b>每股指标 (港币)</b>					
EPS	0.60	0.67	0.64	0.95	1.17
每股净资产	3.08	3.36	3.55	3.84	4.19

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 林寰宇、王森泉, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司