

增持 (维持)

01929.HK 周大福

港股通 (沪/深)

盈利能力提升

目标价: 14.61 港元

现价: 11.10 港元

2023年11月29日

预期升幅: 32%

市场数据

日期	20231129
收盘价 (港元)	11.10
总股本 (亿股)	100
流通股本 (亿股)	100
净资产 (亿港元)	262
总资产 (亿港元)	850
每股净资产 (港元)	2.62

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《聚焦店效, 核心经营利润率目标不变》_20231018
《经营质量稳步提升》_20230711
《同店复苏势头良好》_20230610
《港澳本地消费复苏有弹性》_20230115
《期待“质量型”增长》_20221127
《上调全年展店目标》_20221015
《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

海外零售研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

投资要点

事件: 1) 公司发布截至2023年9月30日止的中期业绩: 集团营收同比增长6.4%至495.3亿港元; 主要经营利润同比增长37.7%至59.9亿港元, 归母净利润同比增长36.4%至45.5亿港元。每股拟派发中期股息0.25港元, 派息比率为54.9%。

2) 发布2023年10月1日-11月18日经营数据: 集团零售值同比增长21.5%, 中国内地零售值同比+21.0%, 中国港澳及其他市场同比+52.1%。

点评如下: 加强费用管控, 利润质量同比明显改善。受益于金价上涨以及上半财年公司经营调整后毛利率同比改善1.4ppt至23.8%, 以及公司加强费用管控, SG&A费用率同比改善1.4ppt, 核心经营利润率同比改善2.8ppt至12.1%。

现金流强劲, 期内计入已付租赁后的经营性现金流同比增长47%至71亿港元; 同时展店放缓, 资本开支同比减少4.4亿港元, 自由现金流扭亏转正, 录得65亿港元。

1) 中国内地: 盈利质量改善。H1收入同比下降0.6%至406.8亿港元, 若剔除汇率因素(即人民币贬值)影响, 同比增长4.9%。

——分渠道看, 加盟店表现更优。H1直营收入同比下降3.7%至177.4亿港元; 期内净开设新店加盟商收入同比增长2.0%至229.4亿港元, 若剔除汇率因素影响, 批发收入同比增长7.6%。单看同店表现, 上半财年直营店同店销售同比下降3.5%, 加盟店同店销售同比下跌2.7%, 跌幅相对更窄。期内净开设189个周大福珠宝零售点, 其中加盟店有174家, 驱动加盟店流水同比增长17.1%。

——分产品看, 黄金销售占优, 黄金首饰及产品收入占比提升3.9ppt至80.4%。

受益于金价上涨以及定价策略调整, 经调整后的毛利率同比提升1.4ppt至23.6%, SG&A费用率下降1.0ppt至11.5%, 核心经营利润率同比大幅提升2.5ppt至12.8%。

2) 中国港澳: 增长强劲, 收入恢复至疫情前同期约95%水平。中国港澳市场恢复顺利, 低基数下增势更为强劲, 上半财年收入同比增长57.7%至88.5亿港元。主要系内地旅客到访拉动中国港澳期内日均门店客流量同比高增51.1%, 同店销售额同比增长59.6%, 流水增长58.5%。

——分渠道看, 零售收入同比增长53.2%; 批发收入同比高增95.8%, 超过疫情前水平, 主要系海南省免税店业务反弹带动。

期内经调整毛利率同比基本持平为24.5%; 费用管控有效, SG&A费用率大幅下降至16.4%; 主要经营利润率同比大幅改善6.5ppt至8.9%, 达到FY2016以来的新高水平。

落实五大策略, 持续推进产品创新&营销改革。

——产品方面, 周大福品牌首创博物馆、大学和企业三方合作的新模式, 8月推出以唐代为设计灵感的传承系列新产品, 以及推出又一重点钻石系列——铃兰系列; HEARTS ON FIRE品牌亦推出全新钻石系列——VELA系列;

——品牌建设方面, 公司进行集中化统筹营销策略, 加强品牌认知度的一致性, 推广传承系列新品时发起首个360度全球市场营销活动, 提振品牌知名度。

我们的观点: 公司专注于店效提升, 将进一步优化五大策略, 包括重塑品牌形象、优化产品组合、降低库存水平及周转天数、建立数字驱动文化、优化营运效率、培育人才等。公司将加强费用管控并在下半年加大珠宝镶嵌类产品推新力度, 维持核心经营利润率的全年目标不变。我们上调此前的盈利预测, 预计2024-2026财年归母净利润分别为73.05/86.50/94.47亿港元, 同比+35.7%/+18.4%/+9.2%, 维持“增持”评级, 目标价14.61港元。

● **风险提示:** 黄金价格波动风险, 需求波动。

主要财务指标

会计年度	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万港元)	94,684	108,283	121,150	132,135
同比增长(%)	-4.3	14.4	11.9	9.1
归母净利润(百万港元)	5,384	7,305	8,650	9,447
同比增长(%)	-19.8	35.7	18.4	9.2
毛利率(%)	22.4	22.5	23.3	23.3
净利润率(%)	5.8	6.9	7.3	7.3
净资产收益率(%)	16.6	27.0	29.6	29.9
基本每股收益(港仙)	53.80	73.05	86.50	94.47

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万港元

会计年度	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产	77,267	79,793	86,621	93,007
货币资金	11,695	12,485	16,843	20,934
应收账款	6,193	6,193	6,193	6,193
存货	59,290	61,026	63,497	65,792
其它	89	88	88	89
非流动资产	10,074	10,074	10,074	10,074
物业、厂房及设备	5,144	5,144	5,144	5,144
土地使用权	1,696	1,696	1,696	1,696
珠宝珍藏	1,520	1,520	1,520	1,520
其它	1,713	1,713	1,713	1,713
资产总计	87,341	89,866	96,695	103,081
流动负债	51,022	58,784	63,282	67,122
贸易及其它应付款	30,089	37,852	42,349	46,189
银行借款	4,367	4,367	4,367	4,367
黄金借贷	15,086	15,086	15,086	15,086
其他	1,480	1,480	1,480	1,480
非流动负债	2,959	2,959	2,959	2,959
长期借款	1,488	1,488	1,488	1,488
其他	1,471	1,471	1,471	1,471
负债合计	53,981	61,743	66,241	70,081
股本	10,000	10,000	10,000	10,000
储备	22,397	17,018	19,180	21,542
少数股东权益	962	1,105	1,274	1,458
股东权益合计	33,360	28,123	30,454	33,000
负债及权益合计	87,341	89,866	96,695	103,081

现金流量表

单位:百万港元

会计年度	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
息税前利润	7,447	10,103	11,963	13,064
折旧和摊销	2,158	2,158	2,158	2,158
经营资本变动	643	6,027	2,026	1,545
所得税	-2,269	-2,655	-3,144	-3,433
经营活动现金流	10,066	16,407	13,666	13,887
资本开支	-1,982	-2,158	-2,158	-2,158
其它	238	-	-	-
投资活动现金流	-1,744	-2,158	-2,158	-2,158
融资活动现金流	-10,691	-13,459	-7,151	-7,638
现金净变动	-2,421	790	4,357	4,091
现金的期初余额	14,942	11,695	12,485	16,843
现金的期末余额	11,695	12,485	16,843	20,934

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

利润表

单位:百万港元

会计年度	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	94,684	108,283	121,150	132,135
营业成本	-73,513	-83,966	-92,977	-101,334
毛利	21,172	24,317	28,173	30,801
销售费用	-9,974	-10,304	-11,901	-13,194
管理费用	-3,721	-4,115	-4,725	-5,153
营业利润	7,804	10,649	12,398	13,389
财务成本	-585	-774	-663	-553
利息收入	228	228	228	228
税前利润	7,447	10,103	11,963	13,064
所得税开支	-1,957	-2,655	-3,144	-3,433
年度利润	5,490	7,448	8,819	9,631
少数股东损益	105	143	169	184
归母净利润	5,384	7,305	8,650	9,447
EPS (港元)	0.54	0.73	0.86	0.94

主要财务比率

会计年度	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长性 (%)				
营业收入增长率	-4.3	14.4	11.9	9.1
毛利润增长率	-5.2	14.9	15.9	9.3
归母净利润增长率	-19.8	35.7	18.4	9.2
盈利能力 (%)				
毛利率	22.4	22.5	23.3	23.3
净利率	5.8	6.9	7.3	7.3
ROE	16.6	27.0	29.6	29.9
偿债能力				
资产负债率 (%)	61.8	68.7	68.5	68.0
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4
营运能力 (次)				
资产周转率	0.98	1.07	1.06	1.04
应收账款周转率	15.6	17.5	19.6	21.3
每股资料 (港元)				
每股收益	0.54	0.73	0.86	0.94
每股净资产	3.24	2.70	2.92	3.15
估值比率(倍)				
PE	20.6	15.2	12.8	11.8
PB	3.4	4.1	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：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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.xyjq.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 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited.、招商证券国际有限公司、中國光大銀行、光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(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