

香港股市 | 珠宝首饰

# 周大福珠宝集团有限公司 (1929 HK)

## 黄金产品热卖及渠道扩展支撑增长

**22 财年上半年业绩超预期，归母净利润同比+60.4%**

周大福(1929 HK)日前公布 22 财年上半年业绩，总收入为 441.9 亿港元(下同)，同比增长 79.1%；其中零售及批发收入分别同比上涨 47.7%/144.6%；经营利润 44.7 亿，同比上升 9.7%；由于实际税率同比下跌 6.3 个百分点，归母净利润同比增加 60.4%至 35.8 亿。云动力(智慧零售)继续取得积极成效，来自电商及其他零售科技应用的内地智慧零售值同比增长 159.8%，占零售值 9.0%，其中来自云商 365、云柜栢的 ASP 约为电商平台的三倍。公司拟派发每股中期息 0.22 港元，派息比率轻微下降至 61%，但预期全年派息比率为 70%-80%。

**加盟收入快速增长及费用控制使经营溢利率环比录得改善**

1H22 财年集团经调整毛利率同比减少 11.6 个百分点至 23.5%，主因：1) 去年国际金价急升以致较高基数；2) 较低毛利率的黄金产品销售占比上升；3) 低毛利率的加盟批发收入占比增加。销售费用率及行政费用率分别同比下降 4.2 及 1.8 个百分点，其中专柜分成、员工成本、折旧等费用率分别同比下降 0.7/2.4/2.4 个百分点。得益于更有效的费用控制及内地加盟渠道的快速扩张，集团经营溢利率同比仅下跌 6.4 个百分点至 10.1%，环比更录得 0.1 个百分点的提升。我们预计在通过加盟商加强内地低线城市的渗透下，公司总体经营溢利率于中长期有望恢复至 12%左右。

**深挖低线城市的发展机会，三线及四线城市的零售值分别同比+75.3%/71.5%**

按地区分部，内地仍然是主要的增长动力，收入及经营溢利占比分别达到 87.2%及 95.8%。1H22 财年，内地收入同比增加 81.7%至 385.5 亿元；经营溢利同比上升 5.7%至 42.8 亿元；同店销售同比上涨 32.2%，主要受惠周大福传承系列热卖(占黄金首饰及产品零售值达 43.3%，同比高出 7.7 个百分点)及国际金价相对疲弱刺激黄金首饰等产品的需求。集团深挖低线城市的发展机会，期内新增 624 个周大福珠宝品牌零售点，52%集中于三线及以下城市，三线及四线城市的零售值分别同比增长 75.3%/71.5%。管理层有信心完成全年开店 1,000 家的目标。

港、澳地区收入同比上升 63.0%至 56.4 亿元；经营溢利同比大幅上升 578.6%至 1.9 亿元，经营溢利率同比增加 2.6 个百分点至 3.4%，抵销了经调整毛利率的跌幅，主因：1) 员工费用率同比下跌 5.3 个百分点；2) 专柜分成及租赁费用率同比减少 8 个百分点(使用权资产撇减带来折旧下降及 30 家店铺的续租租金下调 17%)。

**公司近期的营运状况**

公司透露了截至 10 月 1 日至 11 月 18 日的营运数据，增速较 Q2 有所减慢，其中中国内地零售值同比增加 41.9%，同店销售同比上升 12.4%；港、澳地区零售值同比下跌 17.1%，同店销售同比减少 3.1%。按产品划分，内地珠宝镶嵌等定价首饰同店销售同比下跌 9.4%；黄金首饰等产品同比增加 27.9%。管理层透露下半财年受较高基数影响，同店销售将回归正常化，预计内地同店销售录高单位数下跌，但全年内地销售收入仍可保持 30%-40%的增长，而港澳同店销售预计录中单位数增长。

**维持 19.00 港元的目标价，上调评级至“买入”**

我们维持盈利预测不变，预测 22-24 财年收入分别为 892.5 亿/1,033.8 亿/1126.4 亿港元，同比上涨 27.2%/15.8%/9.0%；预测每股盈利分别为 0.7/0.81/0.89 港元，同比增加 16.0%/15.6%/9.9%。我们维持 19.00 港元的目标价，对应 23 财年 23.5 倍 PE。公司股价在业绩公布翌日下跌 10.46%，估计是因为投资者意现在才识到下半年内地同店销售增长放缓而抛售，然而目前股价较我们 10 月 19 日给予中性评级当天起已最多累计下跌 18.8%，

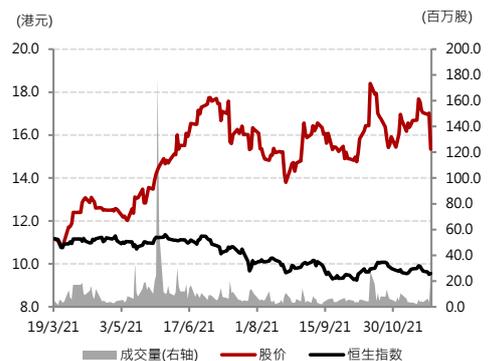
更新报告

**评级：买入**
**目标价：19.00 港元**

股票资料 (更新至 2021 年 11 月 24 日)

现价	15.24 港元
总市值	157,600 百万港元
流通股比例	17.47%
已发行总股本	10,000.00 百万
52 周价格区间	9.16-18.54 港元
3 个月日均成交	96.83 百万港元
主要股东	CTF Capital Ltd (占 72.4%)

来源：彭博、中泰国际研究部

**股价走势图**


来源：彭博、中泰国际研究部

**相关报告**

20211019 - 更新报告：内地开店步伐加速，下沉渠道为主要增长动力

20210929 - 更新报告：内地销售优于同业，渠道加速下沉

20210716 - 更新报告：22 财年 Q1 营运数据符合预期

**分析师**

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

+852 2359 1863

Alvin.ngan@ztsc.com.hk

而且对应 23 财年 PE 回落至 17.9 倍，贴近历史均值，风险回报比渐现吸引，因此把评级从“中性”上调至“买入”。我们认为周大福在渠道扩张、供应链管理、品牌影响力及科技应用等均领先内地及香港主要同业，有信心公司可达成 25 财年 7,000 家门店的目标，有助抢占内地更多市场份额。

**风险提示：**（一）经济复苏动力放缓；（二）金价急涨抑制黄金产品需求；（三）香港疫情恶化风险

主要财务数据（百万港元）（估值更新至 2021 年 11 月 24 日）

年结:3 月 31 日	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	56,751	70,164	89,250	103,377	112,640
同比增长(%)	-14.9%	23.6%	27.2%	15.8%	9.0%
毛利	16,096	20,075	22,845	26,237	28,493
同比增长(%)	-13.5%	24.7%	13.8%	14.8%	8.6%
股东应占溢利	2,901	6,026	6,989	8,082	8,880
同比增长(%)	-36.6%	107.7%	16.0%	15.6%	9.9%
每股盈利(港元)	0.29	0.60	0.70	0.81	0.89
每股派息(港元)	0.24	0.40	0.52	0.61	0.67
市盈率(X)	52.5	25.3	21.8	18.8	17.1
市帐率(X)	5.6	4.8	4.5	4.2	3.9
股息率(%)	1.6%	2.6%	3.4%	4.0%	4.4%

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1: 周大福(1929 HK)季度同店增长表现

财年	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
<b>同比增长(按地区分类)</b>											
内地零售值	24.0%	4.0%	17.0%	-41.0%	0.1%	21.2%	26.1%	173.7%	69.1%	58.0%	41.9%
内地同店销售	10.5%	-6.8%	2.3%	-49.5%	-11.2%	11.0%	12.2%	141.2%	42.8%	23.0%	12.4%
港、澳及其他地区零售值	-6.0%	-35.0%	-38.0%	-65.0%	-69.0%	-51.6%	-12.5%	46.6%	76.2%	38.5%	-17.1%
港、澳及其他地区同店销售	-11.0%	-42.0%	-35.0%	-65.0%	-75.5%	-52.5%	-31.0%	31.2%	110.4%	57.7%	-3.1%
<b>同店销售(按产品分类)</b>											
内地(珠宝镶嵌/铂金/K 金首饰)	8.0%	0.0%	1.0%	-50.0%	-6.6%	2.5%	-5.2%	79.6%	2.7%	-8.0%	-9.4%
内地(黄金首饰)	12.0%	-15.0%	-1.0%	-54.0%	-19.8%	6.7%	12.7%	159.8%	65.5%	48.9%	27.9%
港、澳及其他地区 (珠宝镶嵌/铂金/K 金首饰)	-16.0%	-35.0%	-53.0%	-64.0%	-65.7%	-37.0%	14.0%	62.8%	65.1%	15.4%	-34.5%
港、澳及其他地区 (黄金首饰)	-13.0%	-49.0%	-26.0%	-67.0%	-82.9%	-64.5%	-50.7%	7.0%	163.7%	106.2%	27.2%
零售点	3,248	3,490	3,789	3,850	3,896	4,153	4,442	4,591	4,850	5,214	
按季增加	114	242	299	61	46	257	289	149	259	364	

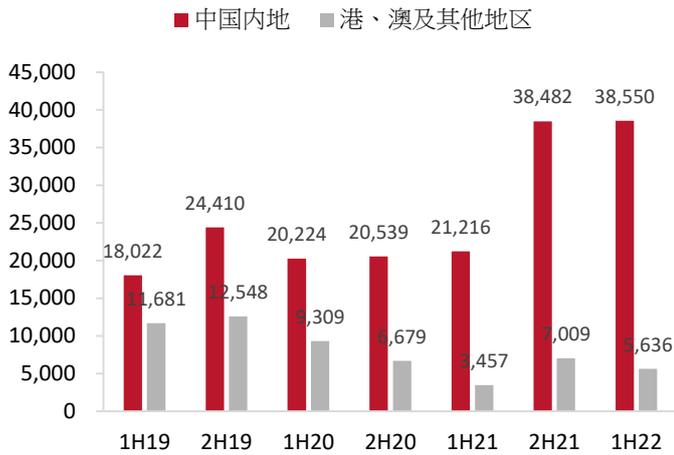
来源: 公司资料、中泰国际研究部\*(3Q22 为 10 月 1 日至 11 月 18 日)

图表 2: 周大福(1929 HK)业绩概要

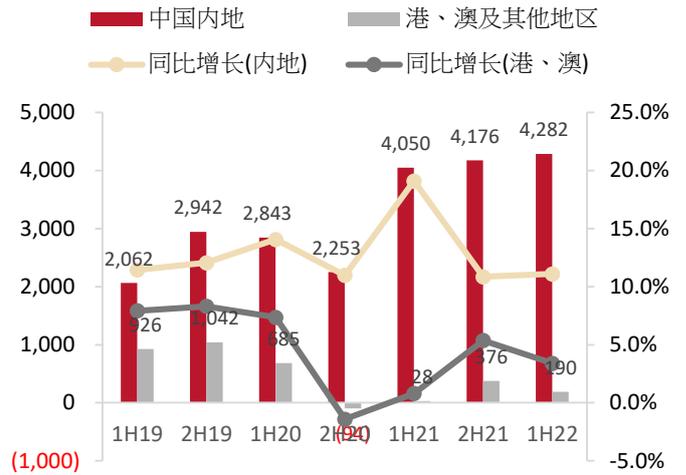
(百万港元)	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	同比增长	环比增长
收入	29,533	27,218	24,673	45,491	44,186	79.1%	-2.9%
零售	22,569	19,102	16,676	28,163	24,626	47.7%	-12.6%
批发	6,964	8,116	7,998	17,327	19,560	144.6%	12.9%
销售成本	-21,387	-19,268	-16,531	-33,558	-33,392	102.0%	-0.5%
毛利	8,147	7,950	8,143	11,933	10,794	32.6%	-9.5%
经调整毛利	9,064	7,743	8,660	11,127	10,394	20.0%	-6.6%
销售及行政成本	-5,750	-5,807	-4,928	-6,921	-6,192	25.6%	-10.5%
主要经营溢利	3,528	2,159	4,078	4,552	4,472	9.7%	-1.8%
股东应占溢利	1,533	1,368	2,232	3,794	3,581	60.4%	-5.6%
经调整毛利率	30.7%	28.4%	35.1%	24.5%	23.5%	-11.6pt	-1.0pt
销售费用率	14.6%	16.1%	14.8%	11.0%	10.6%	-4.2pt	-0.4pt
行政费用率	4.8%	5.3%	5.2%	4.2%	3.4%	-1.8pt	-0.8pt
主要经营利润率	11.9%	7.9%	16.5%	10.0%	10.1%	-6.4pt	0.1pt
净利率	5.3%	5.0%	9.3%	8.3%	8.3%	-1.0pt	0.0pt
按地区主要经营溢利							
中国内地	2,843	2,253	4,050	4,176	4,282	5.7%	2.5%
港、澳及其他地区	685	-94	28	376	190	578.6%	-49.5%
经调整毛利率							
中国内地	31.9%	29.2%	34.6%	24.3%	23.2%	-11.4pt	-1.1pt
港、澳及其他地区	28.1%	26.3%	38.1%	25.1%	25.5%	-12.6pt	0.4pt

来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 3: 分部收入(百万港元)



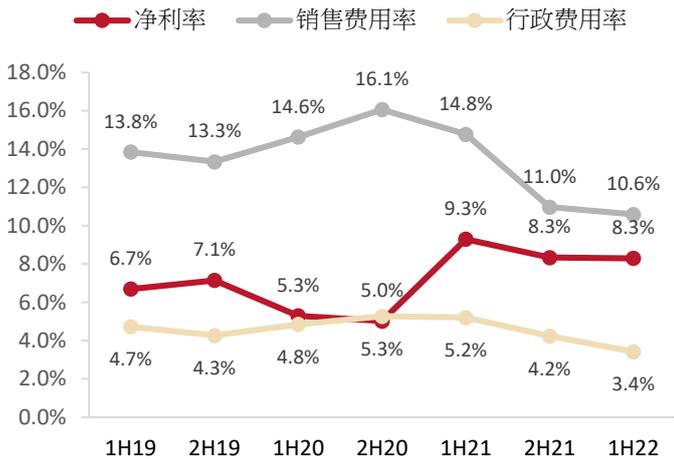
图表 4: 分部经营溢利(百万港元)



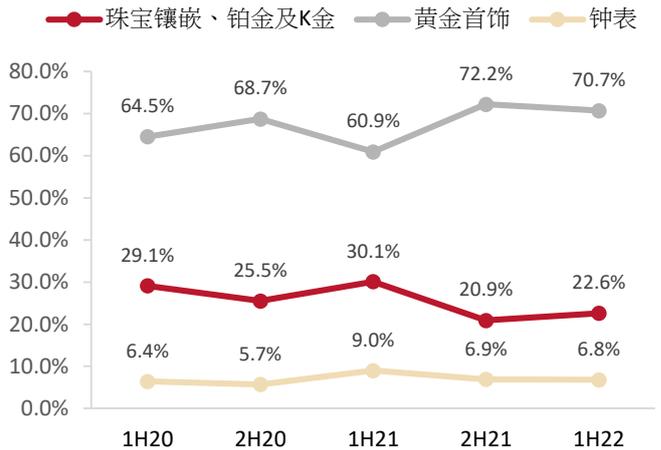
来源: 公司资料、中泰国际研究部

来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 5: 集团费用率及利润率



图表 6: 产品收入占比



来源: 公司资料、中泰国际研究部

来源: 公司资料、中泰国际研究部

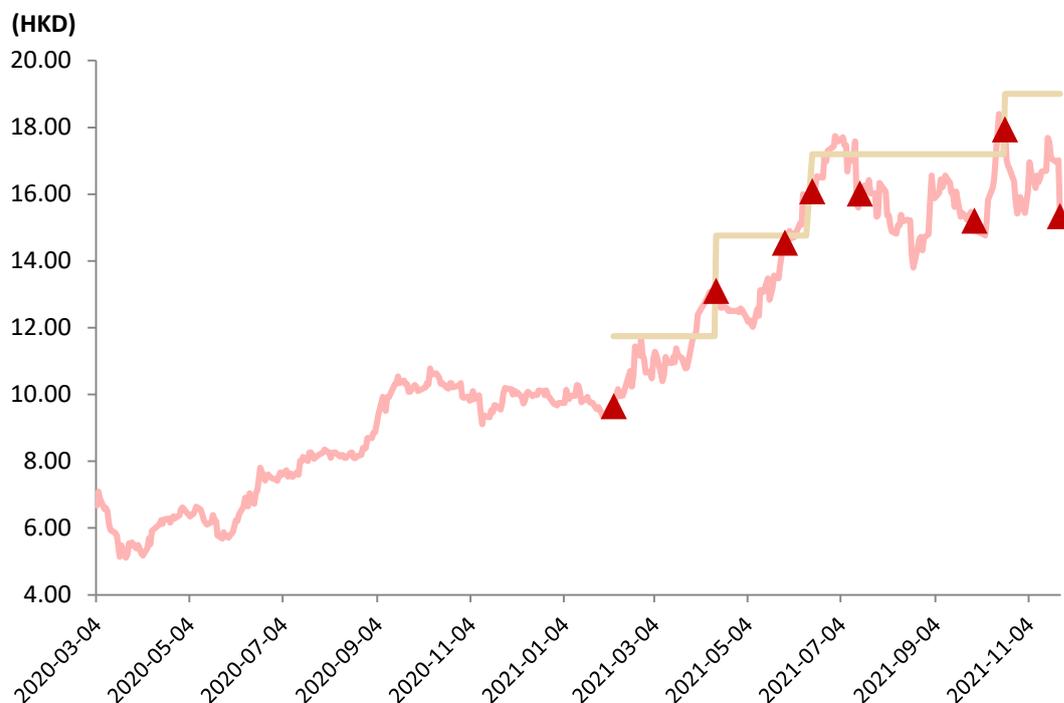
图表 7: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 港元百万元)

损益表						现金流量表					
	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E		FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	56,751	70,164	89,250	103,377	112,640	净利润	2,901	6,026	6,989	8,082	8,880
零售	41,671	44,839	51,884	58,689	62,337	加: 折旧与摊销	2,370	2,119	1,109	1,206	1,314
批发	15,080	25,325	37,365	44,687	50,302	营运资本变动	2,076	11,863	-7,912	-4,419	-3,856
营业成本	-40,655	-50,089	-66,405	-77,140	-84,147	其他	1,017	-9,533	1,037	635	691
毛利	16,096	20,075	22,845	26,237	28,493	经营活动现金流	8,364	10,476	1,223	5,505	7,029
其他经营收入	437	692	611	709	773	减: 资本开支	-973	-839	-1,500	-1,104	-1,226
销售及行政成本	-11,557	-11,849	-13,184	-15,089	-16,252	其他	-52	147	-460	-349	-229
营运利润	4,976	8,918	10,272	11,857	13,013	投资活动现金流	-1,025	-693	-1,960	-1,454	-1,455
其他支出	-146	-664	-100	-100	-100	净借贷	-821	-7,960	5,492	1,015	1,257
其他经营净收益	-147	431	20	20	20	股息	-6,243	-2,853	-5,021	-5,652	-6,361
财务费用	-560	-376	-444	-488	-514	其他	-588	-375	-384	-434	-470
利息收入	78	82	60	54	44	融资活动现金流	-7,652	-11,188	88	-5,071	-5,574
除税前溢利	4,205	8,395	9,812	11,347	12,468	汇率变动影响	-108	217	0	0	0
净利润	2,983	6,176	7,163	8,284	9,102	现金及现金等价物净增加	-313	-1,404	-649	-1,019	0
股东应占溢利	2,901	6,026	6,989	8,082	8,880	期初现金及现金等值物	7,641	7,220	6,032	5,382	4,363
少数股东损益	82	150	174	201	221	期末现金及现金等值物	7,220	6,033	5,382	4,363	4,363
资产负债表						财务比率					
	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E		FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	7,220	6,032	5,382	4,363	4,363	增长(%)					
其他短期投资	690	0	0	0	0	收入	-14.9%	23.6%	27.2%	15.8%	9.0%
应收款项合计	4,758	6,180	7,825	9,063	9,848	毛利	-13.5%	24.7%	13.8%	14.8%	8.6%
存货	42,538	43,011	54,215	60,866	66,214	销售及行政开支	-3.9%	2.5%	11.3%	14.4%	7.7%
流动资产合计	55,205	55,243	67,422	74,293	80,426	经营利润	-28.6%	79.2%	15.2%	15.4%	9.8%
固定资产净值	4,641	4,615	5,005	4,903	4,815	股东应占溢利	-36.6%	107.7%	16.0%	15.6%	9.9%
其他	5,550	4,451	4,432	4,781	5,010						
非流动资产合计	10,038	9,065	9,437	9,685	9,825	经营效率(%)					
总资产	65,243	64,308	76,860	83,977	90,251	毛利率	28.4%	28.6%	25.6%	25.4%	25.3%
						销售及管理费用率	20.4%	16.9%	14.8%	14.6%	14.4%
应付账款及票据	12,979	17,240	21,930	25,401	27,677	经营利润率	8.8%	12.7%	11.5%	11.5%	11.6%
应付税项	581	722	722	722	722	净利率	5.3%	8.8%	8.0%	8.0%	8.1%
短期借贷	21,813	10,344	15,337	16,651	17,708	ROE	11.1%	19.6%	21.2%	22.8%	23.3%
其他流动负债	253	836	1,063	1,063	1,063	净负债比率	57.4%	19.4%	36.3%	39.3%	39.8%
流动负债合计	35,627	29,142	39,051	43,837	47,171	存货周转天数	381	312	298	288	288
长期借贷	898	1,799	2,299	1,999	2,199						
其他非流动负债	1,728	1,800	1,800	1,800	1,800	估值					
非流动负债合计	2,626	3,598	4,098	3,798	3,998	每股盈利(港元)	0.29	0.60	0.70	0.81	0.89
总负债	38,253	32,741	43,150	47,636	51,169	每股派息(港元)	0.24	0.40	0.52	0.61	0.67
普通股股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	每股账面值(港元)	2.70	3.16	3.37	3.63	3.91
储备	17,353	20,598	22,735	25,166	27,685	市盈率(X)	52.5	25.3	21.8	18.8	17.1
其他综合性收益	-1,010	170	0	0	0	市账率(X)	5.6	4.8	4.5	4.2	3.9
归属母公司股东权益	26,343	30,767	32,735	35,166	37,685	股息率(%)	1.6%	2.6%	3.4%	4.0%	4.4%
少数股东权益	648	801	974	1,176	1,397						
股东权益合计	26,991	31,568	33,710	36,342	39,082	SSSG					
总负债及总权益	65,243	64,308	76,860	83,977	90,251	中国内地	-15.1%	31.9%	9.1%	5.0%	3.0%
						港澳及其他	-38.7%	-41.3%	39.1%	7.2%	4.8%
店铺数目											
中国内地-自营	1,763	1,787	1,892	2,042	2,212						
中国内地-加盟	1,936	2,658	3,603	4,203	4,713						
中国内地总数	3,699	4,445	5,495	6,245	6,925						
港澳及其他	151	146	144	144	144						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

周大福 (1929 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021/2/5	HK\$9.65	买入 (首次评级)	HK\$11.75
2	2021/4/13	HK\$12.86	买入 (维持)	HK\$14.76
3	2021/5/28	HK\$14.38	买入 (维持)	HK\$14.76
4	2021/6/15	HK\$15.52	增持 (下调)	HK\$17.20
5	2021/7/16	HK\$15.60	增持 (维持)	HK\$17.20
6	2021/9/29	HK\$14.90	增持 (维持)	HK\$17.20
7	2021/10/19	HK\$17.90	中性 (下调)	HK\$19.00
8	2021/11/25	HK\$15.24	买入 (上调)	HK\$19.00

来源：公司资料，中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在收益在 20%以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10%以上至 20%之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于-10%至 10%之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，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。中泰国际不对因使用本报告的内容而导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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805