

六福集团 (00590)

符合预期，中端定位渠道下沉，上调 TP 至 42 港元

证券研究报告

2017 年 11 月 30 日

投资评级

行业 消费品制造业/纺织、服饰及个人护理

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 34.95 港元

目标价格 42 港元

上次目标价 38 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 587.11
港股总市值(百万港元) 20,519.42
每股净资产(港元) 15.89
资产负债率(%) 11.61
一年内最高/最低(港元) 36.15/19.74

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

雷俊成 联系人
leijuncheng@tfzq.com

马赫 联系人
mahe@tfzq.com

董可心 联系人
dongkexin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《港资优势难自弃，金玉良缘实难求，消费升级带动港资珠宝行业“强于大市”》2017-10-22

中期同店销售首次转正，财年内目标新增店铺数提至 100 间

六福集团 FY2018H1 (截止 9 月 30 日止六个月) 收入 62.8 亿港元，同比增 14.9%；归母净利润 5.2 亿元，同比增 21.3%；EPS0.89 港元，同比增 21.9%。业绩增长主要受益珠宝行业回暖以及公司突出性价比的产品策略。上半年毛利率下降 1.8 个百分点至 26.2%，主要由于报告期内金价较平稳。同店销售增长 11.2%，为三个财年来首次转正。分业务来看，零售收入同比增加 17.1%至 47.1 亿港元，占集团整体收入的 75.1%，利润因毛利率下跌同比降 1.9%至 3.3 亿港元，占集团整体利润的 46.9%；批发收入因品牌店增加同比增 6.1%至 12.9 亿港元，占比 20.6%，利润由于中央采购增加而大幅增长 39%至 2 亿港元，占比 28.4%。品牌收入同比增 22.2%，占比 4.3%，利润增 41.7%至 1.8 亿港元，占比 24.7%。分产品来看，黄金产品仍占主导，销售占比 55.6%，并且由于“双春兼闰月”的影响，婚嫁类黄金产品需求增加，黄金与铂金销售额同比增 14.2%至 33.4 亿港元。同时，珠宝产品销售额也同比增 15.1%至 26.7 亿港元，占比 44.4%。

分地区来看，香港仍为公司最主要的收入来源，受访港旅客小幅增长推动，上半年香港、澳门及海外地区收入同比增 10%至 41 亿港元，占比 65.6%，利润同比增 23.4%至 3.4 亿港元，占比 48%；内地收入同比增 25.5%至 2.2 亿港元，占比 34.4%，由于内地高利润率的门店占比比较大，利润占集团整体比重达 52%。上半年公司净增加店铺数量 46 间，其中香港地区净减少 2 间，内地净增加 47 间，包括 18 间自营店和 29 间品牌店，海外净增加 1 间。并且由于经济环境改善本财年内店净增长数量目标提升至 100 间。

港资优势难自弃，高性价比+港陆双市场+稀缺性

我们认为定位中高端的港资珠宝零售商具备三大先天优势：1) 高性价比。与占据高端市场包含了设计和品牌溢价的国际品牌相比，港资品牌的相同质地饰品价格较低。相较于同属中高端的内地品牌，港资品牌仍具价格优势，港澳地区同类商品因关税原因售价较大陆地区低 20%左右。2) 坐拥内地和香港两大市场。港资品牌以“购物天堂”香港市场为大本营，地理位置优势方便内地消费者出行，同时也得以快速打开内地市场，使大陆居民足不出户就享受到香港产品。3) 稀缺性。港资品牌独有的“香港血统”使其在国内品牌中独具一格。香港品牌历史悠久，拥有较高信誉，质量具有保证，且在大陆市场内仅有主流三家，作为香港特色为消费者所喜爱。

分销渠道下沉内地空间巨大，高基数或引 sssg 放缓但仍将持续增长

我们认为六福是港资珠宝行业首选，其中端和高性价比定位瞄准中产阶级消费者的痛点，最迎合消费升级和全民富二代趋势。另外，公司高效率的品牌模式重点布局三四线城市扩大内地市场。六福在中国大陆的分销渠道以品牌店为主，品牌模式依靠本土加盟商的本地化优势，分散公司投资风险，降低存货库存压力，有效提高利润率水平，有利于以最快速度扩张市场。截止目前，公司在三级及以下城市的店面达 754 家，占比 51%。

我们认为当前六福营收仅有 34.4%来自中国大陆，内地市场尚存空间。随着公司专注内地市场扩大覆盖率，内地营收贡献将持续增加。公司的每年净开店 50 家的“三年计划”已在 FY2017 超额完成，内地新增门店数达 64 家，而今年公司再次将 FY2018 内地店铺增长目标由原定净增长 50 间增加至 100 间。加上珠宝零售市场复苏，且双春兼闰月的影响将在下半年更加明显，以及岁末年初的大型节日促销活动，我们预计公司虽然下半财年基数较上半财年有所提升致使下半年同店增长放缓，但营收仍将持续增长。

估值方面，我们预期公司 FY2018 和 FY2019 EPS 分别为 2.1 港元和 2.4 港元，对应 P/E 20x 和 17.5x，重申“买入”评级，上调目标价至 42 港元。

风险提示：宏观经济与零售行业疲软，珠宝首饰销售不及预期等。

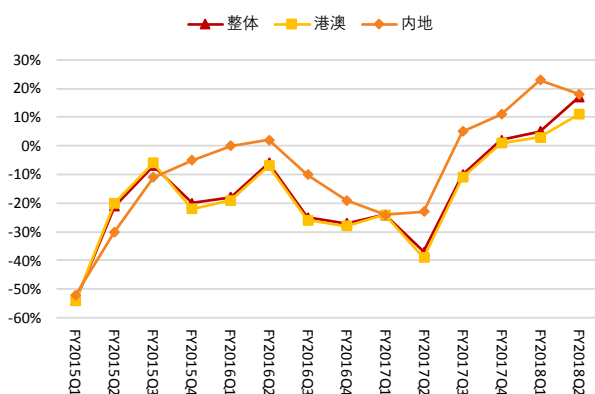


图 1：六福 SSSG 情况

	FY2014				FY2015				FY2016				FY2017				FY2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
整体	90%	37%	9%	-11%	-54%	-21%	-7%	-20%	-18%	-6%	-25%	-27%	-24%	-37%	-10%	2%	5%	17%
黄金	134%	58%	19%	-15%	-65%	-28%	-6%	-21%	-18%	5%	-25%	-28%	-26%	-47%	-11%	-1%	5%	21%
珠宝	23%	11%	-5%	-2%	-19%	-6%	-8%	-20%	-18%	-26%	-26%	-25%	-19%	-14%	-4%	11%	9%	16%
港澳	86%	33%	6%	-12%	-54%	-20%	-6%	-22%	-19%	-7%	-26%	-28%	-24%	-39%	-11%	1%	3%	11%
黄金	131%	54%	15%	-18%	-65%	-27%	-5%	-22%	-20%	6%	-26%	-28%	-25%	-49%	-12%	-5%	0%	19%
珠宝	21%	10%	-6%	-3%	-20%	-7%	-9%	-22%	-19%	-28%	-27%	-27%	-20%	-14%	-5%	12%	9%	-2%
内地	115%	66%	36%	1%	-52%	-30%	-11%	-5%	0%	2%	-10%	-19%	-24%	-23%	5%	11%	23%	18%
黄金	139%	79%	41%	-3%	-59%	-38%	-16%	-10%	-7%	-1%	-14%	-275%	-29%	-30%	2%	16%	32%	21%
珠宝	39%	32%	28%	23%	5%	14%	13%	11%	23%	13%	2%	4%	-8%	-3%	20%	6%	10%	18%

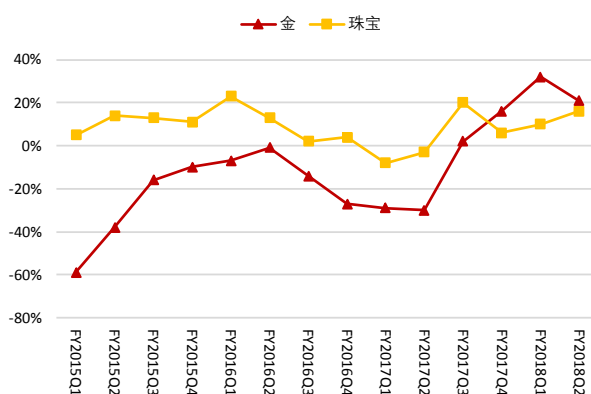
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：六福分地区 SSSG 情况



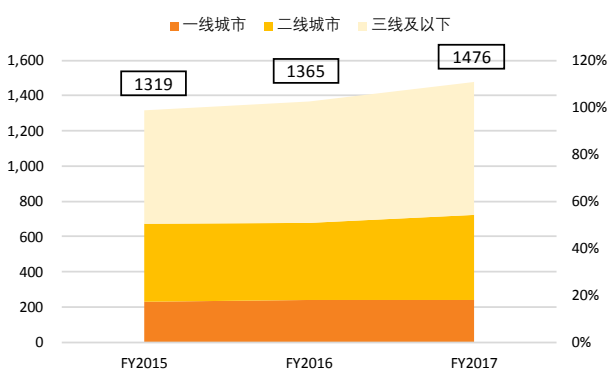
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：六福分产品 SSSG 情况



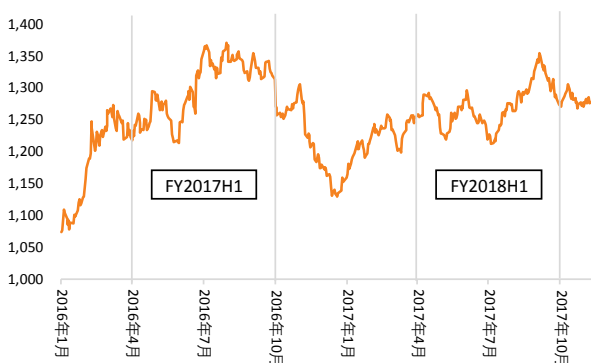
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司店铺布局情况（单位：间）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：Comex 黄金走势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司收入预测（单位：千港元）

千港元	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E
零售收入	16,472,556	12,551,573	10,940,712	9,618,677	11,133,778	12,351,811
港澳	14,513,900	11,329,725	9,628,905	7,959,286	8,803,694	9,526,362
港澳海外店数量	60	63	63	66	69	72
港澳单店收入	241,898	179,837	152,840	120,595	127,590	132,311
港澳海外增长	21.9%	-25.7%	-15.0%	-21.1%	5.8%	3.7%
内地	1,649,783	1,221,848	1,311,807	1,659,391	2,330,084	2,825,449
内地自营店数量	83	79	105	133	158	170
内地单店收入	19,877	15,466	12,493	12,477	14,747	16,620
内地增长	52.9%	-22.2%	-19.2%	-0.1%	18.2%	12.7%
批发收入	2,432,916	2,793,382	2,562,697	2,672,459	3,065,982	3,345,767
港澳	474,260	589,721	490,646	713,900	798,140	863,588
增速	-27.1%	24.3%	-16.8%	45.5%	11.8%	8.2%
内地	1,958,656	2,203,661	2,072,051	1,958,559	2,267,842	2,482,180
品牌店数量	1,125	1,240	1,260	1,296	1,321	1,350
单店收入	1,741	1,777	1,644	1,511	1,717	1,839
增速	19.3%	2.1%	-7.5%	-8.1%	13.6%	7.1%
品牌收入	618,331	577,753	527,893	516,141	542,866	560,135
品牌店数量	1,125	1,241	1,266	1,297	1,327	1,357
单店收入	550	466	417	398	409	413
增速	15.2%	-15.3%	-10.4%	-4.6%	2.8%	0.9%
营收	19,214,930	15,922,708	14,031,302	12,807,277	14,742,626	16,257,713

资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

图 7：公司损益表预测（单位：千港元）

截止日期	FY2014 2014-03-31	FY2015 2015-03-31	FY2016 2016-03-31	FY2017 2017-03-31	FY2018E 2018-03-31	FY2019E 2019-03-31
营业收入	19,214,930	15,922,708	14,031,302	12,807,277	14,742,626	16,257,713
增速	43.3%	-17.1%	-11.9%	-8.7%	15.1%	10.3%
减：营业成本	15,000,776	12,091,170	10,777,191	9,530,216	10,850,573	11,933,161
%	78.1%	75.9%	76.8%	74.4%	73.6%	73.4%
毛利	4,214,154	3,831,538	3,254,111	3,277,061	3,892,053	4,324,552
增速	48.9%	-9.1%	-15.1%	0.7%	18.8%	11.1%
毛利率%	21.9%	24.1%	23.2%	25.6%	26.4%	26.6%
其他收入	107,510	174,386	139,293	175,594	163,091	159,326
减：销售费用	1,923,385	1,937,059	1,981,763	1,994,310	2,329,335	2,536,203
%	10.0%	12.2%	14.1%	15.6%	15.8%	15.6%
管理费用	150,841	147,247	148,818	155,253	175,437	193,467
%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
其他经营净收益	61,317	54,593	-50,671	-13,775	-12,648	-10,254
经营溢利	2,308,755	1,976,211	1,212,152	1,289,317	1,537,724	1,743,954
增速	51.0%	-14.4%	-38.7%	6.4%	19.3%	13.4%
经营溢利率%	12.0%	12.4%	8.6%	10.1%	10.4%	10.7%
财务收入	15,167	48,874	41,725	23,982	29,485	32,515
%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
减：财务费用	2,844	20,474	13,689	9,011	14,743	16,258
%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
应占联营公司损益	-259	-21,793	-79,103	-54,273	-42,496	-35,314
增速	74.6%	-8314.3%	-263.0%	31.4%	21.7%	16.9%
除税前溢利	2,320,819	1,982,818	1,161,085	1,250,015	1,509,971	1,724,897
减：所得税	453,545	362,190	199,631	223,047	262,433	299,787
%	19.5%	18.3%	17.2%	17.8%	17.4%	17.4%
净利润	1,867,274	1,620,628	961,454	1,026,968	1,247,538	1,425,110
增速	47.0%	-13.2%	-40.7%	6.8%	21.5%	14.2%
减：非控股权益	2,346	5,823	2,762	10,130	2,064	2,064
归属母公司净利润	1,864,928	1,614,805	958,692	1,016,838	1,245,474	1,423,046
增速	47.3%	-13.4%	-40.6%	6.1%	22.5%	14.3%
净利率%	9.7%	10.1%	6.8%	7.9%	8.4%	8.8%
加权平均股数	589,108	589,108	588,636	587,108	587,108	587,108
摊薄EPS	3.17	2.74	1.63	1.73	2.12	2.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所预测

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com