

六福集团 (00590)

证券研究报告

2018年06月28日

港资优势犹在但增长或承压，下调至增持 TP35 港元

收入三年连跌后首次同比转正，业绩大增 35%

六福发布 FY2017/18(截止 2018-3-31)业绩，受益零售市场景气度提升，收入 146 亿港元，同比涨 13.8%，在连续三年下跌后首次同比转正。归母净利润同比涨 34.7%至 14 亿港元，主要由于毛利率稳中微升 0.1%至 25.7%同时经营开支占收入比重由 16.8%下降至 15.9%。但公司指引 FY19 资本开支增至 10 亿港元。末期股息 0.55 港元，全年共派息 1.1 港元，派息比率 47.2%。

黄金仍是公司最受欢迎产品，黄金及铂金销售同比增 10%至 77 亿港元，占比 56%，毛利率 15%保持平稳。珠宝首饰销售同比增 17%至 62 亿港元，毛利率因公司下调珠宝首饰批发价格以应对市场竞争而降 1.7%至 33.8%。港澳珠宝 ASP 同比分别降 40%和 14%至 2800 港元和 5700 澳门元，内地 ASP 3000 元与去年持平。分业务来看，零售收入同比增 14%至 110 亿港元，占比 75%。因品牌店数增加，批发业务收入同比增 9.6%至 29 亿港元，占比 20%；品牌业务收入同比增 27%至 6.5 亿港元，占比 5%。

公司整体同店销售自连续三年下跌后首次同比转正至 9.2%，港澳同店销售增长 9.4%，内地同店销售增长 4.6%。香港仍是公司最主要收入来源，收入同比增 7%至 67 亿港元，占比 65%。内地收入同比增 23%至 51 亿港元，占比 35%，由于以高利润率的模式为主，利润占比达 47%。全年净增店 137 间，其中 134 间位于内地。FY19 内地店铺目标为净增长不少于 120 间。同时公司欲大力发展电子商务业务，目标收入增长 30%。截止 2018 年 3 月 31 日，公司拥有 1642 间店铺，其中 1561 间位于内地，58 间位于港澳。

港资珠宝品牌先天优势犹在，但赴韩游潜在分流香港市场不可忽视

我们认为港资珠宝零售商具备高性价比、坐拥内地和香港两大市场以及稀缺性三大先天优势。本轮香港珠宝市场回暖主要受益访港人数增长，叠加汇率因素利好以及港澳同类产品价格本就较大陆地区低约 20%，游客消费意愿提升。据香港统计局，4 月内地访港旅客同比涨 15%，香港珠宝钟表及名贵礼物同比增 24.6%。在年报会议中公司也表示 4 月至今港澳地区同店销售涨逾 20%。下半年新基础设施建设贯通临近，我们估计长期释放约 2270 万/年的新增客流，但尚需考虑对原有陆路游客蚕食。我们也看好随着港珠澳大桥和广深港高铁顺利通车，深港澳珠四大城市的 1 小时交通圈打通。但另一方面，我们认为赴韩旅游可能分流赴港旅客的潜在影响不可忽视，同时近期人民币呈贬值趋势也可能影响冲着高性价比而来的旅客消费意愿。据韩国旅游发展局数据，4 月赴韩中国游客同比大增 61%达 36.6 万。

高性价比定位迎合中产消费升级，品牌下沉三四线城市竞争激烈

六福以其中高端轻奢定位和高性价比产品瞄准内地中产阶级，正迎合三四线城市消费升级趋势。配合产品定位，六福在内地门店扩张也以三四线城市为主，分销渠道以加盟店为主，自营店为辅。我们预计公司三四线城市的加速布局，将进一步享受由消费升级带来的巨大市场。但目前内地三四线珠宝市场呈现强竞争局面，公司面临香港和大陆的多家珠宝商对手，且各品牌产品及名字之间差异化较小，未来市场份额扩张或将承压。FY18 三线以下同店销售增长 3%，下半财年因公司不愿过多降价压低毛利率，促销力度不及同行，销售较上半财年同店销售增长 20%有所放缓。

我们仍然看好六福的中高端港资品牌定位以及内地渠道下沉的店铺布局，伴随下半年广深港高铁开通，预计 FY19 公司港澳地区将取得双位数增幅，在内地市场实现单位数增幅。但赴韩游或将分流赴港旅客，且公司内地市场发展承压，再加上当前 P/E 13.1x，虽与龙头周大福相比较低，但相对内地老凤祥而言并无过多估值优势。下调公司目标价至 35 港元，根据我们预期公司 FY2019 EPS 2.6 港元，对应 P/E 13.5x，下调至“增持”评级。

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。

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 增持 (调低评级)

当前价格 30.05 港元

目标价格 35 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)	17,642.59
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)	37.75/24.95

作者

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

雷俊成 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060004
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

- 《六福集团-公司点评:增速回升双位数快车道，内地旅客回归不惧高基数》 2018-04-19
- 《六福集团-公司点评:新店破百向高毛利进发，期待春节开门红，重申买入》 2018-01-18
- 《六福集团-公司点评:符合预期，中端定位渠道下沉，上调 TP 至 42 港元》 2017-11-30

图 1: 同行业估值比较

代码	货币单位	市值(Bn)	最新价格	EPS		P/E		P/S		毛利率	
				2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E		
六福	590 HK Equity	HK\$	18	30.1	2.30	2.53	13.07	11.90	1.13	1.06	25%
周生生	116 HK Equity	HK\$	10	15.2	1.41	1.57	10.77	9.66	0.57	0.53	24%
周大福	1929 HK Equity	HK\$	88	8.8	0.49	0.56	18.04	15.79	1.36	1.25	29%
老凤祥	600612 CH Equity	¥	16	36.3	2.60	2.96	13.99	12.29	0.36	0.32	9%
周大生	002867 CH Equity	¥	15	30.5	1.52	1.83	20.05	16.68	3.14	2.64	34%
明牌珠宝	002574 CH Equity	¥	3	5.5	0.23	0.25	23.87	21.96	0.71	0.66	10%
潮宏基	002345 CH Equity	¥	7	7.8	0.39	0.45	19.85	17.17	2.02	1.77	40%
通灵珠宝	603900 CH Equity	¥	7	19.6	1.17	1.43	16.74	13.70	2.83	2.32	54%
Richemont	CFR SW Equity	CHF	48	82.8	2.37	3.40	21.12	19.18	3.17	2.93	65%
LVMH	MC FP Equity	€	141	279.6	11.51	12.62	24.28	22.13	3.07	2.87	66%
Swatch	UHR SW Equity	CHF	25	457.1	19.14	22.41	23.86	20.38	2.82	2.67	79%
Tiffany	TIF US Equity	US\$	17	133.6	4.13	4.75	28.45	28.10	3.64	3.67	62%

注: Richemont为Catier母公司, LVMH为Bvlgari母公司, Swatch为Harry Winston母公司

资料来源: Bloomberg (数据截止 2018.06.27 17:00) 天风证券研究所

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

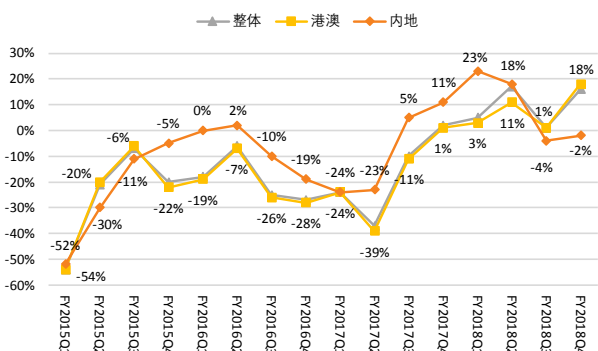
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 周大福 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	Q3	Q4
内地	32%	12%	14%	15%	-28%	-12%	-15%	-9%	-7%	7%	-7%	-27%	-18%	-24%	3%	12%	11%	9%	5%	7%
镶嵌珠宝								3%	-4%	-4%	-7%	-24%	-12%	-17%	-4%	5%	3%	-1%	-1%	-8%
黄金								-10%	-2%	22%	-3%	-29%	-22%	-27%	7%	17%	16%	15%	8%	14%
港澳	68%	26%	7%	-9%	-50%	-29%	-21%	-26%	-24%	-13%	-23%	-27%	-20%	-30%	-2%	4%	5%	13%	5%	17%
镶嵌珠宝								-17%	-16%	-24%	-16%	-22%	-27%	-23%	-17%	-17%	-4%	2%	22%	16%
黄金								-32%	-25%	4%	-24%	-25%	-12%	-36%	8%	19%	9%	21%	-1%	18%
整体	47%	18%	10%	4%	-40%	-20%	-18%	-16%	-15%	-3%	-15%	-26%								

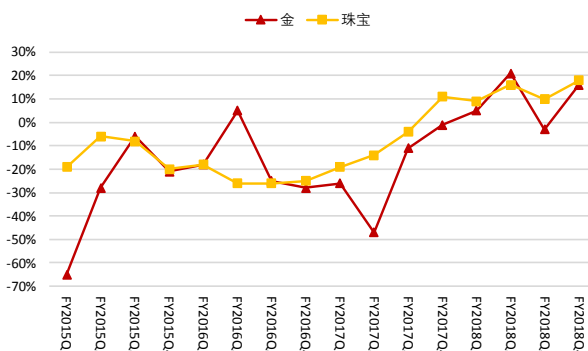
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 六福分地区 SSSG 情况



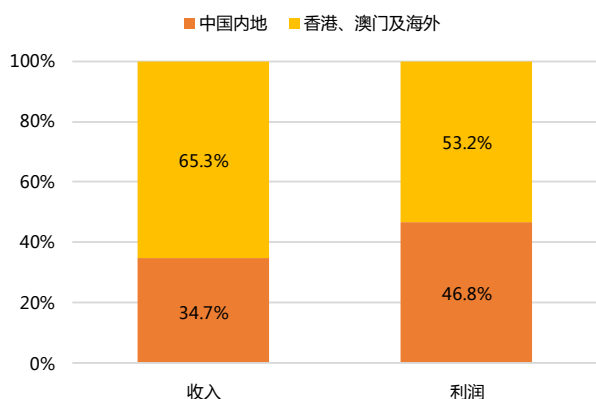
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 六福分产品 SSSG 情况



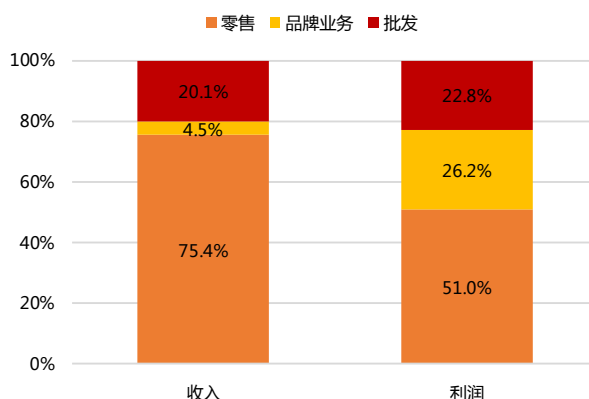
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6：六福分地区业绩



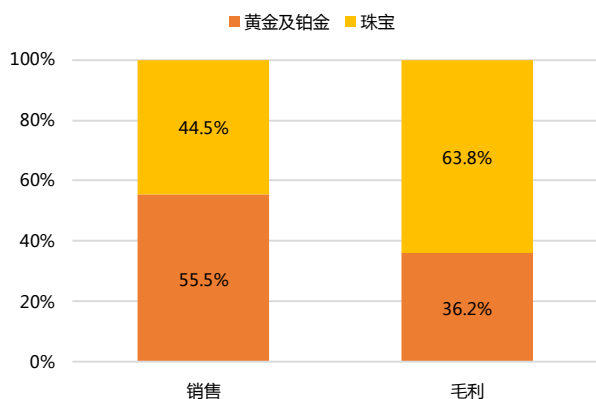
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：六福分业务业绩



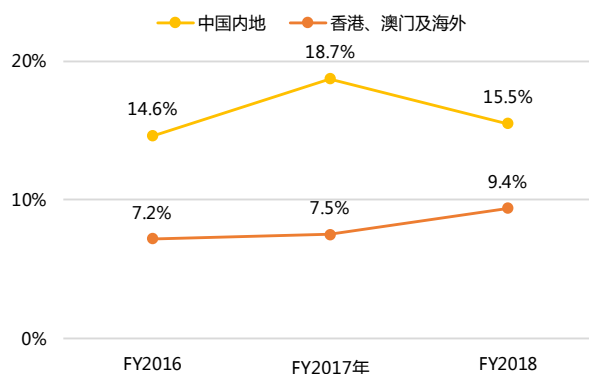
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：六福分产品业绩



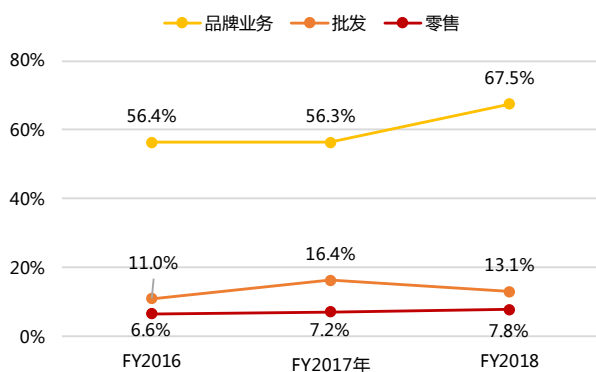
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：六福分地区利润率



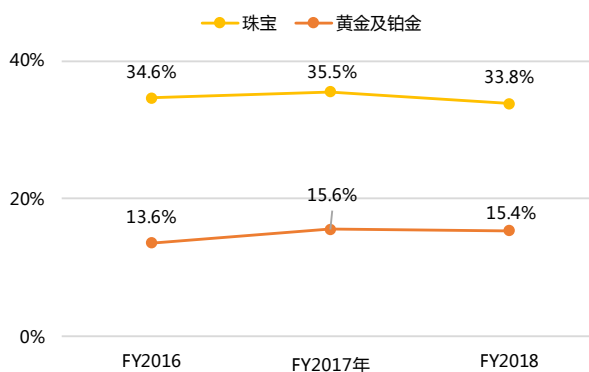
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：六福分业务利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：六福分产品毛利率



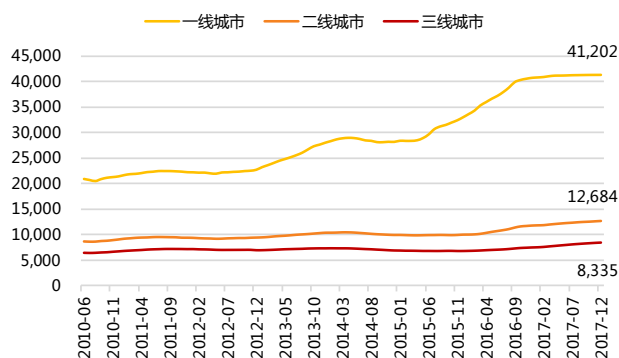
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：中国内地各等级城市 SSSG

	FY2018H1			FY2018		
	整体	黄金及铂金	珠宝	整体	黄金及铂金	珠宝
一线	+16%	+22%	+6%	+8%	+11%	+3%
二线	+15%	+20%	+5%	+4%	+6%	-2%
三线及以下	+20%	+27%	-1%	+3%	+5%	-4%

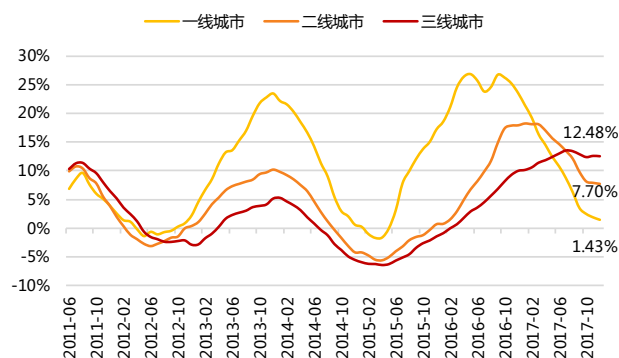
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13: 百城住宅平均价格 (元/平方米)



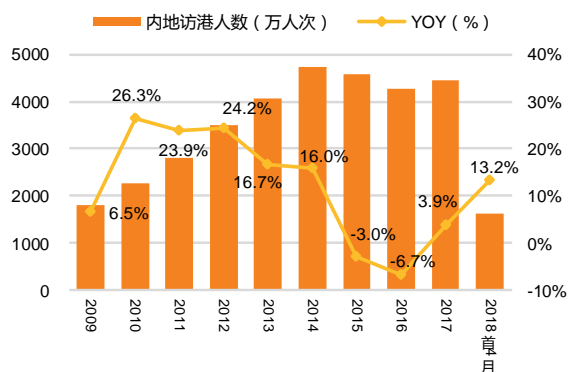
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 百城住宅价格指数同比



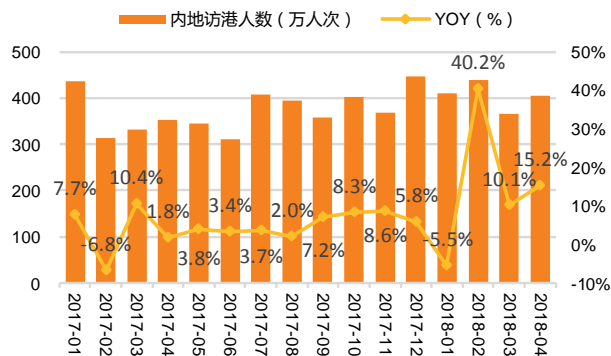
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 2009-2018 年内地访港人数及同比增速



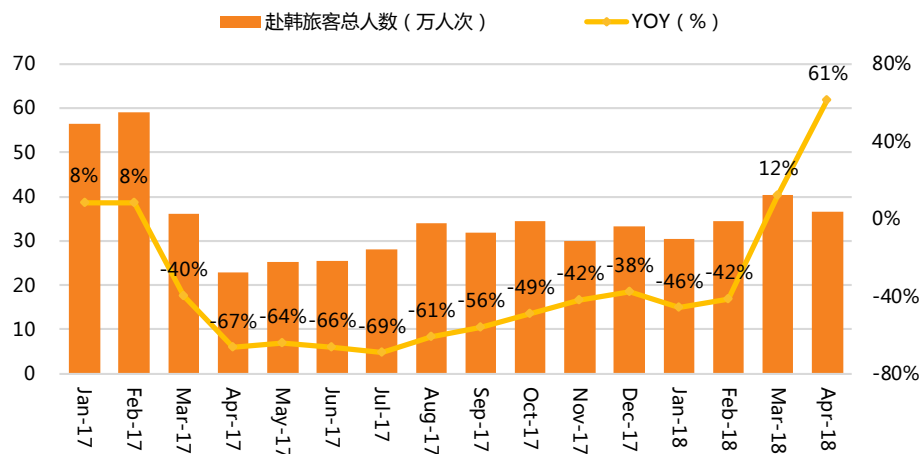
资料来源: 香港旅游发展局, 天风证券研究所

图 16: 2017 年至今月度内地访港人数及同比增速



资料来源: 香港旅游发展局, 天风证券研究所

图 17: 内地赴韩游客月度人数及同比增速



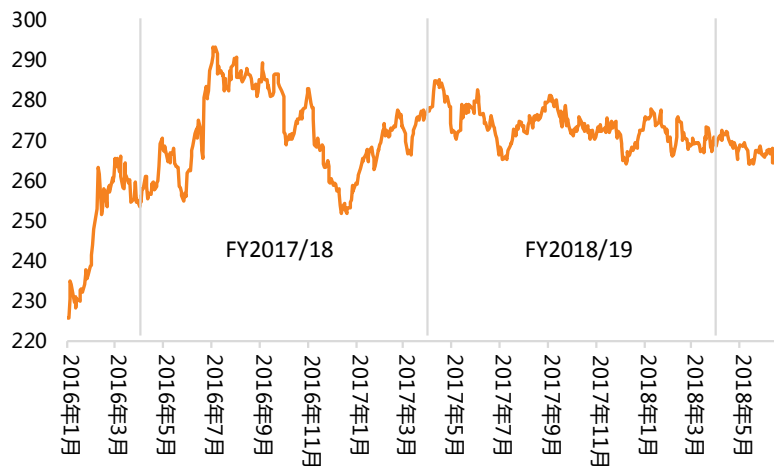
资料来源: Korea Tourism Organization, 天风证券研究所

图 18: 香港周边基建项目预计产生的新增客流量分析

通车时间	基建项目	介绍	预计游客增量/年
2018Q2	港珠澳大桥	港珠澳大桥通车后, 澳门到香港国际机场缩短至20分钟左右车程, 珠海往香港国际机场的路程则由现时的4小时缩减至45分钟。同时, 香港与珠三角西部的行车时间也大幅缩减至3小时车程范围内。	粤港澳大湾区1小时生活圈形成, 根据香港运房局预计港珠澳大桥开通初期每日车流量9200-14000架次(对应约4万人次/天)及中国铁路部预计广深港高铁通车首年客流量达到11万人次/天, 假设三地平均分流, 对应约5万人次/天; 我们预计新增往返客流量将达~1825万人次/年。
2018Q3	广深港高铁	广深港高铁全线建成后, 实施一地两检, 从西九龙至福田仅14分钟, 至深圳北23分钟, 至广州南48分钟。	2017年珠海机场客流量约900万人次, 澳门机场客流量约为761万人, 广州白云机场客流量6584万人次, 深圳宝安机场客流量4561万人次。未来预计珠海、澳门、广州、深圳机场客流量增加30%、15%、20%、15%, 假设平均有20%游客会去香港, 对应约345万人次/年;
待确认	其他高铁班次提升	目前京广高铁、广珠高铁、武汉高铁共有约110趟班次往返珠海、深圳和广州, 缩短前往港澳的时间和成本。	未来计划增加10-15班次连接港澳和内地城市, 每辆高铁载客约1200人次/天, 我们预计载客率大概80%, 并有20%的游客会去香港, 对应约100万人次/年; 综上, 我们预计新增过夜游客客流量将达~445万人次/年。
		预计为香港新增客流量=	~2270万人次/年

资料来源: 香港运房局、中国铁路部、香港旅业网等, 天风证券研究所预测

图 13: 伦敦金价格 (单位: 元/盎司)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 六福收入预测 (单位: 千港元)

千港元	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E
零售收入	12,551,573	10,940,712	9,618,677	10,995,093	12,358,933	13,381,667
港澳	11,329,725	9,628,905	7,959,286	8,771,979	9,934,266	10,829,675
YoY	-21.9%	-15.0%	-17.3%	10.2%	13.3%	9.0%
港澳海外店数量	63	63	66	70	75	80
港澳单店收入	179,837	152,840	120,595	125,314	132,457	135,371
内地	1,221,848	1,311,807	1,659,391	2,223,114	2,424,667	2,551,992
YoY	-25.9%	7.4%	26.5%	34.0%	9.1%	5.3%
内地自营店数量	79	105	133	157	162	167
内地单店收入	15,466	12,493	12,477	14,160	14,967	15,281
批发收入	2,793,382	2,562,697	2,672,459	2,930,114	3,137,590	3,344,271
港澳	589,721	490,646	713,900	706,194	714,668	719,671
YoY	24.3%	-16.8%	45.5%	-1.1%	1.2%	0.7%
内地	2,203,661	2,072,051	1,958,559	2,223,920	2,422,921	2,624,600
YoY	12.5%	-6.0%	-5.5%	13.5%	8.9%	8.3%
品牌店数量	1,240	1,260	1,296	1,404	1,519	1,634
单店收入	1,777	1,644	1,511	1,584	1,595	1,606
品牌收入	577,753	527,893	516,141	653,202	728,613	801,018
YoY	-6.6%	-8.6%	-2.2%	26.6%	11.5%	9.9%
品牌店数量	1,241	1,266	1,297	1,404	1,519	1,634
单店收入	466	417	398	465	480	490
营收	15,922,708	14,031,302	12,807,277	14,578,409	16,225,136	17,526,955

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14：公司损益表预测（单位：千港元）

截止日期	FY2015 2015-03-31	FY2016 2016-03-31	FY2017 2017-03-31	FY2018 2018-03-31	FY2019E 2019-03-31	FY2020E 2020-03-31
营业收入	15,922,708	14,031,302	12,807,277	14,578,409	16,225,136	17,526,955
增速	-17.1%	-11.9%	-8.7%	13.8%	11.3%	8.0%
减：营业成本	12,091,170	10,777,191	9,530,216	10,837,032	12,055,276	13,022,527
%	75.9%	76.8%	74.4%	74.3%	74.3%	74.3%
毛利	3,831,538	3,254,111	3,277,061	3,741,377	4,169,860	4,504,427
增速	-9.1%	-15.1%	0.7%	14.2%	11.5%	8.0%
毛利率%	24.1%	23.2%	25.6%	25.7%	25.7%	25.7%
其他收入	174,386	139,293	175,594	183,364	227,152	234,861
减：销售费用	1,937,059	1,981,763	1,994,310	2,150,937	2,393,207	2,585,226
%	12.2%	14.1%	15.6%	14.8%	14.8%	14.8%
管理费用	147,247	148,818	155,253	166,581	202,814	210,323
%	0.9%	1.1%	1.2%	1.1%	1.3%	1.2%
其他经营净收益	54,593	-50,671	-13,775	13,583	22,715	17,527
经营溢利	1,976,211	1,212,152	1,289,317	1,620,806	1,823,705	1,961,266
增速	-14.4%	-38.7%	6.4%	25.7%	12.5%	7.5%
经营溢利率%	12.4%	8.6%	10.1%	11.1%	11.2%	11.2%
财务收入	48,874	41,725	23,982	28,922	39,589	35,054
%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
减：财务费用	20,474	13,689	9,011	6,392	162	17,527
%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
应占联营公司业绩	-21,793	-79,103	-54,273	-29,897	-17,968	-13,009
增速	-8314.3%	-263.0%	31.4%	44.9%	39.9%	27.6%
除税前溢利	1,982,818	1,161,085	1,250,015	1,613,439	1,845,164	1,965,784
减：所得税	362,190	199,631	223,047	243,125	320,690	342,046
%	18.3%	17.2%	17.8%	15.1%	17.4%	17.4%
净利润	1,620,628	961,454	1,026,968	1,370,314	1,524,475	1,623,738
增速	-13.2%	-40.7%	6.8%	33.4%	11.3%	6.5%
减：非控股权益	5,823	2,762	10,130	921	974	1,052
归属母公司净利润	1,614,805	958,692	1,016,838	1,369,393	1,523,501	1,622,686
增速	-13.4%	-40.6%	6.1%	34.7%	11.3%	6.5%
净利率%	10.1%	6.8%	7.9%	9.4%	9.4%	9.3%
加权平均股数	589,108	588,636	587,108	587,108	587,108	587,108
摊薄EPS	2.74	1.63	1.73	2.33	2.59	2.76

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 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com