

【广发海外】六福集团 (00590.HK)

消费气氛持续低迷，同店销售由升转跌

核心观点:

- 宏观不确定性持续抑制消费意欲，同店销售显著下跌

受到中美贸易战、人民币贬值，股市低迷等因素拖累，六福集团 2019 财年第三季度零售业务同店销售增速由二季度的+14%下跌至-10%，其中港澳市场-9%，中国内地市场-14%。分品类来看，由于金价较 19 财年二季度出现小幅反弹，三季度的黄金产品销量有所回落，整体同店销售增速-9%，镶嵌珠宝产品整体同店销售增速-8%。

- 低单价产品销情畅旺，导致镶嵌珠宝产品平均售价录得双位数跌幅

港澳市场方面，受到人民币贬值影响，访港内地旅客倾向购买单价较低的产品，拖累镶嵌产品的平均售价录得双位数跌幅。中国内地市场方面，镶嵌产品的平均售价同样录得双位数跌幅，期内品牌店的表现略优于自营店。

- 中国内地品牌店扩张速度超过预期

集团 19 财年三季度在中国内地净增加 72 间店，包括净增加 73 间品牌店和关闭 1 间自营店。截至 2018 年 12 月 31 日，集团共拥有 221 间自营店（其中 150 间位于中国内地），1575 间品牌店（其中 1573 间位于中国内地）。我们认为，在港澳市场几乎接近饱和的背景下，集团加速扩展中国内地品牌店的主要目的是抢占市场份额，扩大收入来源。

- 给予持有评级，合理价值 23.04 港元

根据上述分析，我们预计集团 19 财年全年收入 160.97 亿港元，归母净利润 15 亿港元，对应每股盈利 2.56 港元。一如我们此前预期，中美贸易战、人民币贬值等宏观不确定性因素增添同店销售增速的下行压力，可选消费板块估值持续受压。因此采用 9x PE 估值（较历史均值 11x PE 存在一定折让），对应 19 财年 EPS，得到合理价值 23.04 港元，给予持有评级。

- 风险提示

贸易战进一步升级，人民币超预期贬值，经济增速不及预期，访港旅客增速不及预期，六福开店速度不及预期。

盈利预测:

	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入 (百万港元)	12,807	14,578	16,097	16,920	17,705
增长率 (%)	-9	14	10	5	5
归母净利润 (百万港元)	1,017	1,369	1,500	1,609	1,804
增长率 (%)	4	35	10	7	12
EPS (港元/股)	1.73	2.33	2.56	2.74	3.07
市盈率 (P/E)	12.9	9.6	8.7	8.1	7.3
市净率 (P/B)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

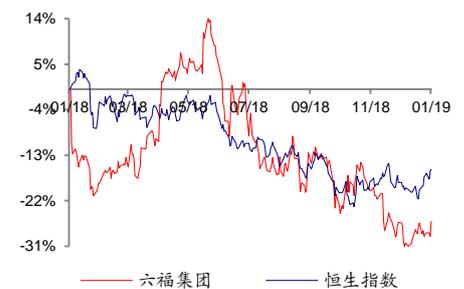
识别风险，发现价值

公司评级

持有

当前价格	22.30 港元
合理价值	23.04 港元
报告日期	2019-01-18

相对市场表现



分析师:

欧亚菲



SAC 执证号: S0260511020002

SFC CE No. BFN410



020-87573009



oyf@gf.com.cn

相关研究:

联系人

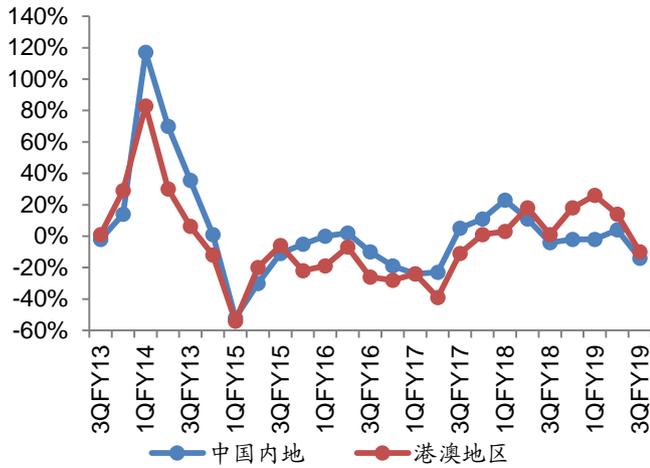
(香港):

曹阳 852-37191231

kiaracao@gfgroup.com.hk

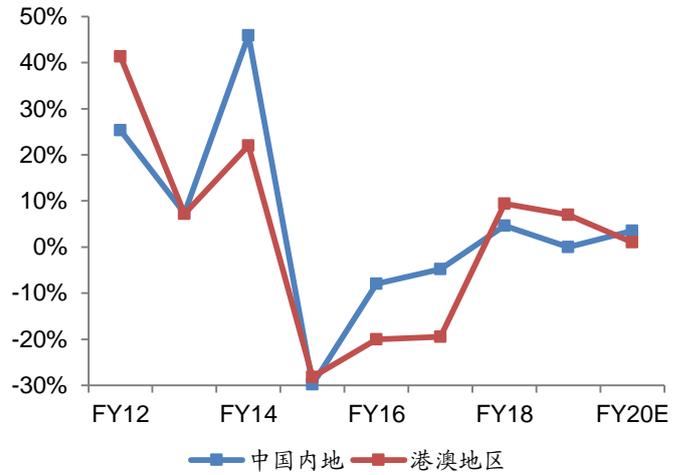
请务必阅读末页的免责声明

图 1: 季度同店销售增速



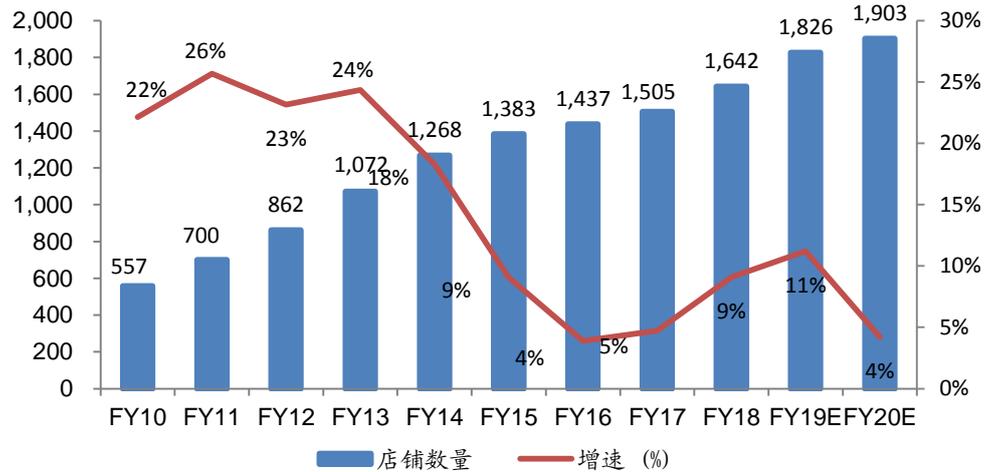
数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

图 2: 年度同店销售增速



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心预测

图 3: 店铺总数量



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心预测

图 4: 主要假设

(百万港元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	14,031	12,807	14,578	16,097	16,920	17,705
增长率 (%)	-11.9%	-8.7%	13.8%	10.4%	5.1%	4.6%
- 港澳及其他地区	9,629	7,959	8,772	10,013	10,292	10,564
增长率 (%)	-15.0%	-17.3%	10.2%	14.1%	2.8%	2.6%
店数增长 (%)	0.0%	4.8%	3.0%	14.7%	3.8%	3.7%
同店销售增长 (%)	-20.0%	-19.5%	9.4%	7.0%	1.0%	1.0%
- 品牌业务收入	1,312	1,659	2,223	2,189	2,406	2,628
增长率 (%)	7.4%	26.5%	34.0%	-1.5%	9.9%	9.3%
店数增长 (%)	44.3%	24.6%	18.3%	3.0%	2.9%	2.8%
同店销售增长 (%)	-8.0%	-4.8%	4.6%	0.0%	3.5%	3.5%
- 批发业务收入	2,563	2,672	2,930	3,134	3,356	3,544
增长率 (%)	-8.3%	4.3%	9.6%	6.9%	7.1%	5.6%
- 品牌业务收入	528	516	653	762	867	968
增长率 (%)	-8.6%	-2.2%	26.6%	16.6%	13.8%	11.7%
毛利	3,254	3,277	3,741	4,074	4,335	4,580
毛利率 (%)	23.2%	25.6%	25.7%	25.3%	25.6%	25.9%
产品收入占比 (%)						
黄金及铂金	60.9%	57.1%	55.5%	56.6%	56.4%	56.3%
镶嵌珠宝首饰	39.1%	42.9%	44.5%	43.4%	43.6%	43.7%
销售费用比率 (%)	14.1%	15.6%	14.8%	14.4%	14.4%	13.8%
行政费用比率 (%)	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%
经营利润	1,233	1,286	1,619	1,796	1,931	2,175
增长率 (%)	-37.3%	4.4%	25.8%	10.9%	7.5%	12.7%
经营利润率 (%)	8.8%	10.0%	11.1%	11.2%	11.4%	12.3%
归母净利润	979	1,014	1,368	1,500	1,609	1,804
增长率 (%)	-39.0%	3.5%	34.9%	9.7%	7.2%	12.1%
净利润率 (%)	7.0%	7.9%	9.4%	9.3%	9.5%	10.2%
派息比率 (%)	68%	64%	164%	50%	50%	50%

数据来源: 公司数据、广发证券发展研究中心

核心假设:

- 1) **同店销售增速及零售点数量:** 考虑到宏观不确定性对消费气氛的影响和集团在中国内地超预期的开店速度, 我们假设2019财年港澳地区及海外同店销售增速为7%, 零售点78个, 中国内地同店销售增速为0%, 零售点1746个 (其中包括162个六福直营店、11个金至尊直营店和1573个六福加盟店)。
- 2) **毛利率:** 由于2019财年上半年金价较低, 刺激了黄金销售。我们预计黄金销售情况会好过镶嵌珠宝, 2019财年集团黄金收入占比会比往年略高, 而镶嵌珠宝收入占比则会略有向下降, 我们假设两者的占总收入的比重分别

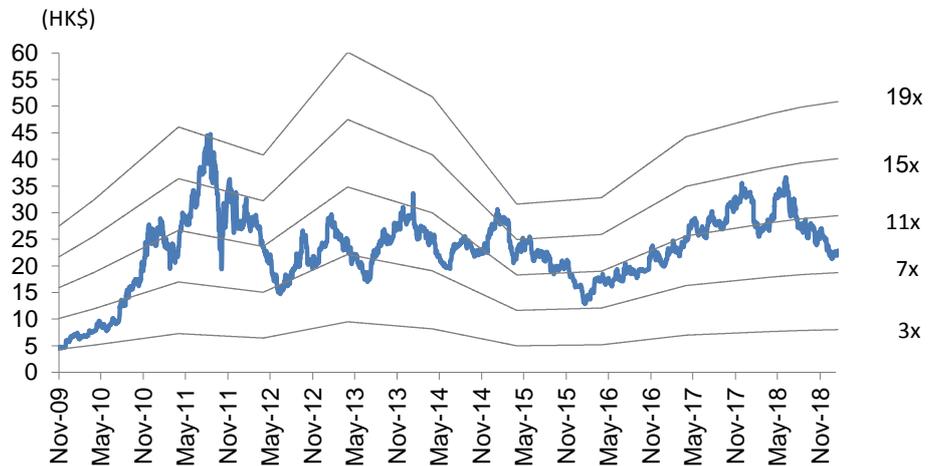
为56.6%和43.4%，而2018财年两者收入占比则分别为55.5%和44.5%。
根据上述产品结构的变化，计算得到2019财年集团整体毛利率为25.3%。

- 3) **销售及行政费用率：**考虑到集团运营模式成熟，扩张速度稳健，且并无特殊费用开支的计划，我们假设2019财年销售及行政费用率较前几年不会有明显变化，维持14-15%的水平。

基于以上假设，预计公司2019财年收入160.97亿港元，同比增长10%，归母净利润15亿港元，同比增长10%，对应每股盈利2.56港元。

风险提示：贸易战进一步升级，人民币超预期贬值，经济增速不及预期，访港旅客增速不及预期，六福开店速度不及预期。

图 5 动态 P/E 区间



数据来源：公司数据、广发证券发展研究中心

损益表

3月31日年结 (百万港元)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	12,807	14,578	16,097	16,920	17,705
销售成本	(9,530)	(10,837)	(12,023)	(12,585)	(13,125)
毛利	3,277	3,741	4,074	4,335	4,580
其他收入	176	183	202	219	219
销售费用	(1,994)	(2,151)	(2,313)	(2,445)	(2,445)
行政管理费用	(155)	(167)	(167)	(179)	(179)
其他利润或亏损	(17)	12	0	0	0
经营利润	1,286	1,619	1,796	1,931	2,175
净财务费用	15	23	9	9	0
一次性收入或费用	3	2	0	0	0
摊分联营公司利润	(54)	(30)	(5)	0	0
税前利润	1,250	1,613	1,799	1,940	2,175
所得税费用	(223)	(243)	(298)	(330)	(370)
少数股东权益	(10)	(1)	(1)	(2)	(2)
净利润	1,017	1,369	1,500	1,609	1,804
核心净利润	1,014	1,368	1,500	1,609	1,804
核心每股盈利 (港元)	1.73	2.33	2.56	2.74	3.07
增长率 (%)					
收入	(9)	14	10	5	5
核心净利润	4	35	10	7	12
核心每股盈利	4	35	10	7	12
利润率及比率 (%)					
毛利率	25.6	25.7	25.3	25.6	25.9
经营利润率	10.0	11.1	11.2	11.4	12.3
净利润率	7.9	9.4	9.3	9.5	10.2
有效所得税率	17.8	15.1	16.5	17.0	17.0
派息比率	68.5	69.5	50.0	50.0	50.0

现金流量表

3月31日年结 (百万港元)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	1,250	1,613	1,799	1,940	2,175
摊分合资公司利润	54	30	5	0	0
净财务费用	(15)	(23)	(9)	(10)	(16)
折旧及摊销	131	128	137	165	194
其他	25	(3)	0	0	0
应付联营公司款项之变动	23	23	0	0	0
营运资金变动	(534)	(1,089)	(261)	(368)	(354)
已付税费	(215)	(210)	(270)	(314)	(350)
经营现金流	720	470	1,401	1,414	1,650
资本开支	(168)	(213)	(1,000)	(100)	(500)
出售	0	1	0	0	0
利息收入	19	20	29	32	39
购买金融资产	0	0	0	51	0
收购联营公司	0	0	0	0	0
联营公司贷款之变动	0	(23)	0	0	0
定期存款变动	(262)	135	0	0	0
其他	3	0	0	0	0
投资现金流	(408)	(81)	(971)	(18)	(461)
银行贷款变动	(400)	415	(117)	0	0
黄金贷款变动	(77)	140	127	20	19
股份回购	0	0	0	0	0
少数股东之贡献	0	0	0	0	0
已付股息	(646)	(646)	(711)	(790)	(853)
已付利息	(9)	(6)	(20)	(22)	(23)
融资现金流	(1,131)	(146)	(720)	(792)	(857)
现金净流入/流出	(819)	243	(290)	605	332
汇兑变动	(13)	128	0	0	0

资产负债表

3月31日年结 (百万港元)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产					
物业、厂房及设备	564	548	1,556	1,502	1,820
预付土地租赁贷款项	248	273	263	253	243
投资物业	35	36	35	33	32
联营/合资企业投资	85	68	63	63	63
贷款予联营公司	91	95	95	95	95
可换股债券	49	51	0	0	1
其他	130	219	85	85	85
递延税项资产	46	47	47	47	47
	1,248	1,336	2,143	2,078	2,385
流动资产					
库存	6,973	7,992	8,431	8,821	9,195
应收账款	217	360	397	418	437
预付款及其他应收账	323	365	403	423	443
贷款予联营公司	20	43	43	43	43
其他	36	21	21	21	21
可换股债券	0	1	51	0	0
定期存款	333	198	198	198	198
现金及现金等值物	1,529	1,900	1,610	2,214	2,546
	9,431	10,880	11,154	12,138	12,883
总资产	10,679	12,216	13,297	14,216	15,268
流动负债					
应付账	382	380	422	441	460
其他应付账	623	745	823	865	905
银行贷款	0	415	0	0	0
黄金贷款	437	311	438	459	478
其他	2	4	4	4	4
税项负债	150	171	208	231	259
	1,594	2,026	1,895	2,000	2,106
非流动负债					
员工福利承担	24	8	9	10	10
递延税项负债	82	101	101	101	101
	105	109	110	110	111
股本总额					
股东股本	8,873	10,035	11,246	12,058	13,001
少数股东权益	107	46	46	48	50
	8,980	10,081	11,292	12,106	13,051
总负债及股本总额	10,679	12,216	13,297	14,216	15,268

财务比率

3月31日年结	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
流动比率	5.9	5.4	5.9	6.1	4.9
速动比率	1.5	1.4	1.4	1.7	0.5
平均应收账款周转天数	6	7	9	9	9
平均应付账周转天数	12	13	12	13	13
平均库存周转天数	261	257	254	255	255
资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4
总资产/总股本	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
净现金	1,425	1,372	1,045	1,627	(579)
平均股本回报率 (%)	11.6	14.5	14.1	13.8	16.0
平均资产回报率 (%)	9.5	11.9	11.8	11.7	13.4

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩休闲行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘峤：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。