



营收加速增长 净利润增速放缓

——周大福 (1929.HK) FY2019H1 点评

2018年11月30日

推荐/首次

周大福

财报点评

谭可	分析师	执业证书编号: S1480510120013
	Email: tanke@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554011

事件:

周大福(1929.HK)于11月29日发布2019财年中期业绩。公司上半年实现营业总收入297.0亿港元,同比增长20.0%;毛利85.3亿港元,同比增长19%,实现毛利率28.7%;公司中期净利润19.9亿港元,同比增长9.0%,净利率6.7%;基本每股盈利0.19港元。

公司财务指标

指标	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1
营业收入(百万港元)	28124	28468	21526	29720	24754	34402	29703
增长率(%)	-4.1%	-18.6%	-23.5%	4.4%	15.0%	15.8%	20.0%
毛利率(%)	27.9%	27.3%	31.7%	27.4%	29.0%	26.3%	28.7%
净利润(百万港元)	1561	1418	1268	1883	1829	2374	1994
增长率(%)	-43.0%	-49.4%	-18.8%	32.8%	44.2%	26.1%	9.0%
净利率(%)	5.6%	5.0%	5.9%	6.3%	7.4%	6.9%	6.7%
每股盈利(半年,港元)	0.16	0.14	0.12	0.18	0.18	0.23	0.19
资产负债率(%)	33.6%	35.8%	37.5%	34.2%	42.0%	40.8%	48.5%
净资产收益率(%)	4.0%	3.8%	3.6%	5.7%	5.6%	7.2%	6.7%

观点:

- 营收加速增长,内地、港澳均有不俗表现。**公司上半年营业收入为297.0亿港元,同比增长20.0%,较去年同期增速提升5.0个百分点。公司营收的大幅增长主要源于其中国内地零售网络的完善以及港澳地区强劲的同店表现。
 - 内地营收加速,批发业务发力。**中国内地营业收入180.2亿港元,同比增长20.6%,较去年同期增速提升4.3个百分点,占总营收的60.7%。其中,中国内地零售额达131.0亿港元,同比增长14%;批发额达49.2亿港元,同比大幅增长42.5%。
 - 香港、澳门同店销售增长显著。**香港、澳门地区上半年同店销售增速强劲,成为该地区零售额及总营业额上升的最主要原因。其同店销售增长为24.4%,同店销量增长也达到了13.1%。香港、澳门及其他地区可呈报营业额为116.8亿港元,同比增长19.1%,较去年同期增长6个百分点,其中零售额增速达23.6%。

- **大力发展加盟模式，优化内地零售网络。**中国内地营业额的增长主要归功于其在中国内地销售网络的完善，其中加盟店数目的大幅推动了中国内地批发额的上升。
 - ◆ 财报期内，中国内地各类零售点共净增加 233 个。从地区来看，一线、二线、三线及其他城市零售点净增加分别为 34 个、95 个、91 个。由于内地同店增速放缓，内地零售网络的完善显著提振了内地零售业务收入。
 - ◆ 从运营模式来看，直营零售点净增加 78 个，零售值同比增长 9.1%；加盟零售点增加 142 个，零售值同比增加 23.4%。加盟模式的发展为批发额及加盟商服务费收入分别贡献了 40.1%、53.0% 的同比增长。
- **金价下跌短期内拉动黄金饰品需求，消费增速放缓给公司销售增长带来压力。**总体而言，珠宝行业有复苏趋势，对公司存在长期的利好，但是由于国内经济增速放缓，消费增速放缓等因素，在中期内公司营收增长有一定压力。
 - ◆ 短期内国际金价走低，导致消费者对黄金饰品需求增加，珠宝镶嵌首饰、黄金产品、铂金/K 金产品、及钟表业务分别贡献了 23.4%、60.5%、10.5%、5.6% 的营业额（不包括珠宝贸易及加盟商的服务收入），各产品收入均实现了同比的增长，同比增长分别为 17.5%、27.2%、12.5%、1.4%。黄金产品的加速增长得益于已售黄金平均单件重量增加带来的平均售价上升及同店销售量的增长的双重作用。
 - ◆ 受中国内地消费不景气的影响，上半年中国内地同店销售增长仅 4.9%，较去年同期降低 5.4 个百分点。而 10 月以来内地消费增速放缓显著，或将进一步影响公司下半财年收入。
- **金价波动小幅拉低毛利率，加大品牌推广净利率水平小幅下降。**公司财报期内获得毛利 85.3 亿港元，同比增长 19%，实现毛利率 28.7%。受到金价波动影响，公司期内毛利率较去年同期有 0.3 个百分点的小幅下降。上半年由于公司投入更多资源提高品牌曝光率及品牌价值，公司广告及宣传开支同比增长 75.7%，拖累净利润增长与净利率水平。公司中期录得净利润 19.9 亿港元，同比增长 9.0%，较去年同期增速显著放缓 35 个百分点。净利率 6.7%，较去年同期下降 0.7 个百分点。

结论：

公司分销网络扩张以及市场结构的完善叠加消费增速放缓带来的同店收入压力，我们预计公司 2019 财年下半年营业额将维持小幅增长。此外，金价下行为毛利率带来一定压力。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 646.6 亿港元、655.0 亿港元、660.9 亿港元。EPS 分别为 0.44、0.48、0.56，当前股价对应的 PE 值分别为 15.6X、14.5X、12.2X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

黄金珠宝行业复苏不及预期，产品销售量不及预期，金价波动。

公司盈利预测表

利润表	单位: 港元百万元				
	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业额	51,245.5	59,156.4	64,657.9	65,498.5	66,088.0
销售成本	-36,282.8	-42,943.0	-45,449.6	-47,415.9	-48,767.9
毛利	14,962.7	16,213.4	19,208.4	18,082.6	17,320.1
毛利率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
其他收入	329.5	407.9	448.3	505.2	609.4
销售及分销成本	-8,011.3	-8,238.7	-11,299.4	-10,911.0	-9,971.3
一般及行政开支	-2,296.0	-2,681.6	-2,478.6	-2,474.4	-2,491.8
其他收益及亏损	-285.8	342.4	468.5	706.3	1,037.0
其他开支	-214.5	-48.1	-127.2	-63.4	2.1
分占联营公司之业绩	-9.6	-	-	-	-
分占合资企业之业绩	-	-	-	-	-
利息成本	140.0	80.3	48.6	30.9	20.5
融资成本	-236.6	-243.7	-249.5	251.3	247.2
除税前溢利	4,378.4	5,831.9	6,019.2	6,127.5	6,773.4
税收	-1,227.3	-1,628.6	-1,521.4	-1,279.2	-1,026.4
年度溢利	3,151.1	4,203.3	4,497.8	4,848.3	5,747.0
以下各方应占年度溢利					
本公司股东	3,055.3	4,094.9	4,407.8	4,751.3	5,632.1
非控股权益	95.8	108.4	90.0	97.0	114.9
基本EPS (港元)	0.31	0.41	0.44	0.48	0.56

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：谭可

海外研究组组长，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。