

# 买入

## 六大战略稳步推进，经营业绩持续改善

**周黑鸭 (1458.HK)**

2021-08-30 星期一

### 投资要点

目标价：**9.5 港元**  
 现价：7.25 港元  
 预计升幅：31.0%

#### ➤ 六大战略稳步推进，经营业绩持续改善：

伴随消费复苏及六大战略的持续有效推进，公司 21H1 收入同比增长 60.8% 至 14.53 亿元，毛利率同比提升 4.4% 至 60%，得益于对供应链的整合及自营店利润率的改善；实现归母净利润 2.3 亿元，去年同期为 4,219 万元亏损，符合此前盈利预告。

### 重要数据

日期	2021/8/27
收盘价 (港元)	7.25
总股本 (百万股)	2,383
总市值 (百万港元)	23,519
净资产 (百万元)	4,101
总资产 (百万元)	6,915
52 周高低 (港元)	5.5/11.86
每股净资产 (元)	1.72

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

#### ➤ 特许门店展店提速，大力发展非窗口门店，加速布局下沉市场：

21H1 公司直营+特许门店数合计 2,270 家，其中上半年特许门店新增 511 家，特许门店数合计达 1,109 家，实现销售收入 4.69 亿元，占公司总收入的 32.3%，预期全年实现 800-1000 家的开店目标难度不大。期内，公司大力布局非窗口店，上半年非窗口门店数达 1,999 家，占公司总店数的 88%，销售收入占比提升至 72%，对抗击新冠疫情有结构性帮助。另外，公司加速布局下沉市场，三线及以下城市门店达 666 家，平均店销达二线城市 90% 以上，显著高于行业平均水平，显示出公司在线下城市同样具备品牌力和产品力，参考主要竞争对手，成长潜力巨大。

#### ➤ 整合优化供应链，持续完善产品布局：

公司去年底开始整合供应链组织，精细化管理各项成本、升级采购策略、提高自动化水平，21H1 毛利率同比提升 4.4% 至 59%，预期伴随供应链整合效率的不断精进和优化，毛利率可维持在较高水平。期内，公司持续完善产品布局，在聚焦头部口味、填补空白品类、打造网红爆品的同时，补充中低价位带产品，上半年新品贡献收入超 2.5 亿元，其中五香鸭脖、香辣虾球单月销售破千万，21Q2 新品收入占比接近 20%。

### 主要股东

周富裕、唐建芳夫妇 (58.6%)

### 相关报告

周黑鸭(1458.HK)首发报告-20210728

#### ➤ 维持“买入”评级，目标价 9.5 港元：

考虑到下半年散发疫情可能对公司销售造成部分影响，及公司供应链整合效率带来毛利率的提升，我们调整原盈利预测，预期 2021-2022 年公司 EPS 分别为 0.21/0.30 元，维持 9.5 港元目标价，对应 2022 年 26 倍 PE，较现价有 31.0% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	3,186	2,182	3,178	4,340	5,476
同比增长	-0.8%	-31.5%	45.7%	36.6%	26.2%
毛利率	56.5%	55.5%	59.6%	58.9%	58.3%
归母净利润	407	151	491	696	908
同比增长	-24.6%	-62.9%	224.8%	41.7%	30.5%
净利润率	12.8%	6.9%	15.5%	16.0%	16.6%
每股盈利	0.18	0.07	0.21	0.30	0.39
PE@7.25	34.4	92.6	28.5	20.1	15.4

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

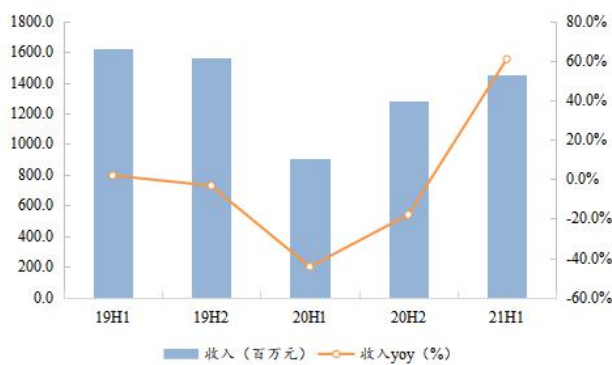
Email: chenxin@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 六大战略稳步推进，经营业绩持续改善：

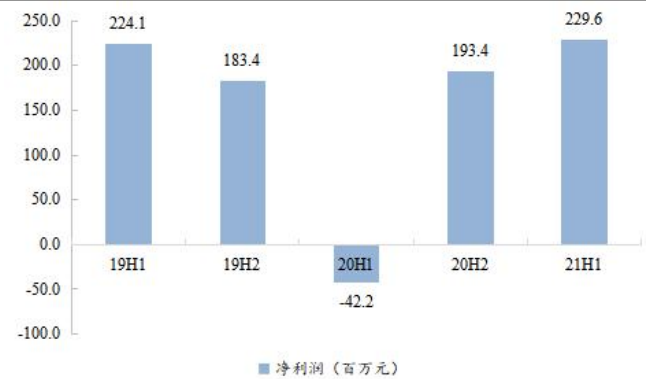
伴随消费复苏及六大战略的持续有效推进，公司 21H1 收入同比增长 60.8% 至 14.53 亿元，毛利率同比提升 4.4% 至 59%，得益于对供应链的整合及自营店利润率的改善；实现归母净利润 2.3 亿元，去年同期为 4,219 万元亏损，符合此前盈利预告。

图 1：公司收入及增速



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司净利润



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

### 特许门店展店提速，大力发展非窗口门店，加速布局下沉市场：

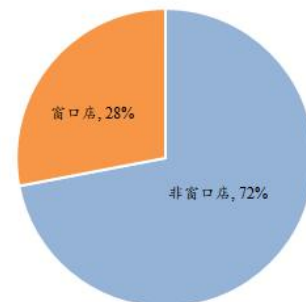
21H1 公司直营+特许门店数合计 2,270 家，其中上半年特许门店新增 511 家，特许门店数合计达 1,109 家，实现销售收入 4.69 亿元，占公司总收入的 32.3%，预期全年实现 800-1000 家的开店目标难度不大。期内，公司大力布局非窗口店，上半年非窗口门店数达 1,999 家，占公司总店数的 88%，销售收入占比提升至 72%，对抗击新冠疫情有结构性帮助。另外，公司加速布局下沉市场，三线及以下城市门店达 666 家，平均店销达二线城市 90% 以上，显著高于行业平均水平，显示出公司在线下城市同样具备品牌力和产品力，参考主要竞争对手，成长潜力巨大。

图 3：公司直营+特许门店数 2,270 家



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：非窗口店 GMV 占比

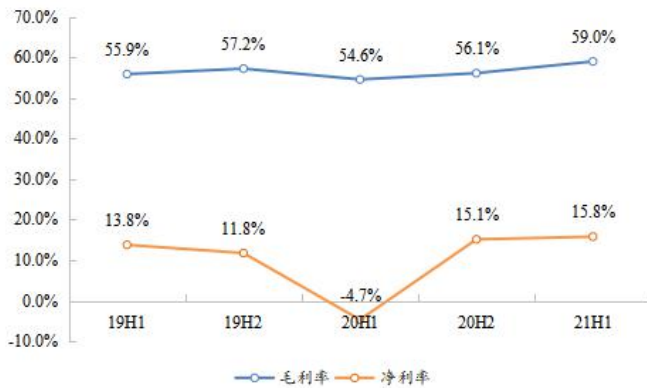


资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

**整合优化供应链，持续完善产品布局：**

公司去年底开始整合供应链组织，精细化管理各项成本、升级采购策略、提高自动化水平，21H1毛利率同比提升4.4%至59%，预期伴随供应链整合效率的不断精进和优化，毛利率可维持在较高水平。期内，公司持续完善产品布局，在聚焦头部口味、填补空白品类、打造网红爆品的同时，补充中低价位带产品，上半年新品贡献收入超2.5亿元，其中五香鸭脖、香辣虾球单月销售破千万，21Q2新品收入占比接近20%。

**图 5：公司毛利率趋势**



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

**图 6：打造新爆款“拳头五”产品**



资料来源：公司业绩ppt、国元证券经纪（香港）整理

**维持“买入”评级，目标价9.5港元：**

考虑到下半年散发疫情可能对公司销售造成部分影响，及公司供应链整合效率带来毛利率的提升，我们调整原盈利预测，预期2021-2022年公司EPS分别为0.21/0.30元，维持9.5港元目标价，对应2022年26倍PE，较现价有31.0%的涨幅空间，维持“买入”评级

## 财务报表摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2,762	4,324	4,937	5,689	6,574	<b>营业收入</b>	3,186	2,182	3,178	4,340	5,476
货币资金	1,237	1,584	2,005	2,496	3,124	营业成本	1,385	971	1,283	1,785	2,283
交易性金融资产	761	232	232	232	232	毛利	1,801	1,210	1,894	2,555	3,193
应收账款及其他应收款	193	242	352	481	607	其他收入及收益	133	174	127	174	219
存货	360	255	337	469	600	销售费用	1,133	917	1,112	1,519	1,862
其他流动资产	211	2,011	2,011	2,011	2,011	管理费用	224	228	222	239	285
<b>非流动资产</b>	2,717	2,591	2,452	2,377	2,356	<b>营业利润</b>	577	240	687	971	1,266
固定资产	1,409	1,408	1,383	1,396	1,441	财务费用	32	40	32	43	55
商誉及无形资产	35	31	26	25	27	<b>利润总额</b>	545	200	655	928	1,211
其他非流动资产	1,272	1,152	1,042	956	888	所得税	138	49	164	232	303
<b>资产总计</b>	5,479	6,915	7,389	8,066	8,930	净利润	407	151	491	696	908
<b>流动负债</b>	739	1,261	1,221	1,511	1,890	少数股东损益	0	0	0	0	0
短期借款	0	401	401	401	401	<b>归属母公司净利润</b>	407	151	491	696	908
应付票据及账款	122	86	114	159	203	<b>EPS (元)</b>	0.18	0.07	0.21	0.30	0.39
衍生金融工具	0	50	50	50	50						
其他流动负债	617	724	656	901	1,236						
<b>非流动负债</b>	502	1,553	1,558	1,597	1,629	<b>主要财务比率</b>					
长期借款	0	1,240	1,240	1,240	1,240	<b>会计年度</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
递延税项负债	17	41	41	41	41	<b>成长性 (%)</b>					
其他长期负债	484	272	277	316	348	营业收入增长率	-0.8%	-31.5%	45.7%	36.6%	26.2%
<b>负债合计</b>	1,241	2,814	2,779	3,108	3,518	营业利润增长率	-20.6%	-58.5%	186.6%	41.4%	30.3%
股本	0	0	0	0	0	净利润增长率	-24.6%	-62.9%	224.8%	41.7%	30.5%
储备	4,502	4,364	4,610	4,958	5,412	<b>盈利能力 (%)</b>					
归属母公司股东权益	4,238	4,101	4,610	4,958	5,412	毛利率	56.5%	55.5%	59.6%	58.9%	58.3%
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利率	12.8%	6.9%	15.5%	16.0%	16.6%
<b>股东权益合计</b>	4,238	4,101	4,610	4,958	5,412	ROE	9.6%	3.7%	10.7%	14.0%	16.8%
<b>负债及权益合计</b>	5,479	6,915	7,389	8,066	8,930						
						<b>偿债能力 (%)</b>					
						资产负债率	22.6%	40.7%	37.6%	38.5%	39.4%
						流动比率	3.74	3.43	4.04	3.76	3.48
						速动比率	3.25	3.23	3.77	3.45	3.16
						<b>营运能力 (次)</b>					
						资产周转率	0.63	0.35	0.44	0.56	0.64
						存货周转率	3.93	3.16	4.33	4.43	4.27
						<b>每股资料 (元)</b>					
						每股收益	0.18	0.07	0.21	0.30	0.39
						每股经营现金	0.33	0.23	0.33	0.42	0.55
						每股净资产	1.83	1.77	1.99	2.14	2.34
						<b>估值比率 (倍)</b>					
						PE	34.4	92.6	28.5	20.1	15.4
						PB	3.30	3.41	3.04	2.82	2.59

现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	407	151	491	696	908
折旧和摊销	439	412	244	219	202
财务费用	32	40	32	43	55
营运资金变动及其他	-122	-68	5	25	99
<b>经营活动产生现金流</b>	756	535	772	983	1,264
资本支出	-413	-136	-95	-130	-164
其他投资活动	474	-1,409	-10	-14	-17
<b>投资活动产生现金流</b>	61	-1,545	-105	-144	-181
已付股息	-326	-233	-246	-348	-454
其他融资活动	-423	1,334	0	0	0
<b>融资活动产生现金流</b>	-749	1,101	-246	-348	-454
现金净变动	69	91	421	491	629
现金的期初余额	106	190	271	692	1,183
现金的期末余额	190	271	692	1,183	1,812

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313