

食品饮料 | 公司研究

2024年4月27日

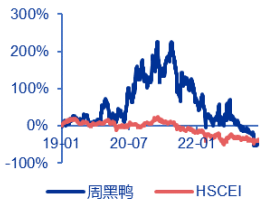
增持

维持

市场数据：2024年4月26日

收盘价(港币)	1.85
恒生中国企业指数	6269.76
52周最高/最低价(港币)	1.54/3.46
H股市值(亿港元)	44.09
流通H股(百万股)	23.83
汇率(人民币/港币)	1.10

股价表现：



资料来源：ifind

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com

联系人

熊智超
(8621)23297818x
xiongzc@swsresearch.com

强化交通枢纽店优势，24年注重门店提效

周黑鸭 (01458:HK)

事件：公司发布2023年年报，实现收入27.44亿，同增17.1%，实现归属于公司股东利润为1.16亿，同增357.1%，公司业绩符合市场预期。公司宣派2023年年度股息每股本公司普通股0.05港元，总额约为人民币1.08亿元，分红率为93.5%。

投资评级与估值：出于对下游消费场景恢复的谨慎性假设，我们预计24-25年门店数量分别为4036家/4346家（24-25年前次为4666家/5476家），下调24-25年预测，新增26年预测，预测2024-2026年公司归母净利润为2.07、2.54、3.08亿（24-25年前次分别为3.99、4.97亿元），分别同比增长79%、23%、21%，最新收盘价对应24~26年PE分别为19x、16x、13x。我们给予24年可比公司平均估值21xPE，较当前股价仍有8%的空间，维持增持评级。公司持续深化六大战略改革，开放特许经营权，加大门店拓展力度，精细化运营外卖业务扩大门店辐射半径，积极拓展新兴渠道深入年轻客群、丰富产品矩阵形成新一代大单品、优化供应链实现降本增效。短期关注门店恢复的高弹性，中长期关注公司线上线下全渠道深入触达消费者带来的更大空间。

加速交通枢纽店布局，直营业务恢复好于特许业务。根据公司公告，分渠道来看，2023年自营门店/线上渠道/特许经营业务分别实现营收14.66/3.96/7.83亿元，分别同比26.9%/-5.1%/13.0%。门店拆分来看，截止报告期末，公司共有门店3816家，其中直营门店/特许经营门店分别为1720家/2096家，同比22年底分别净增加274家/113家。23年直营门店/特许经营门店平均单店营收分别同比+7.9%/-2.5%。直营门店受益于交通枢纽客流恢复，平均单店营收恢复较好。从门店结构上看，公司目前交通枢纽店/商圈商业体及商超店/社区店/其他类型店分别为319家/2256家/845家/396家，分别净增加141家/157家/53家/36家。公司加速交通枢纽店布局，交通枢纽店门店数量占比提升3.2pct至8.4%。此外，公司推出锁鲜&热卤二合一门店，未来有望加速布局社区场景。公司借助外卖服务、电商平台实现多元化触达消费者。其中到家业务聚焦外卖平台，发力夜宵场景。23年外卖终端含税销售额8.53亿，夜宵档含税终端销售额1.33亿。到店业务通过抖音生活服务、美团点评等吸引进店，2023年GMV接近8000万，核销率超70%。

盈利能力逐步修复。根据公司公告，2023年公司实现毛利率52.4%，同比下降2.6pct。主要系鸭副价格处于高位。费用率上，23年公司销售/管理费用率分别为35.8%/11.5%，分别-3.9pct/-1.7pct。得益于费用率优化，23年公司净利率同增3.1pct至4.2%。

核心假设风险：原材料价格波动、食品安全问题

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,343	2,744	3,137	3,511	3,871
同比增长率(%)	-18%	17%	14%	12%	10%
净利润(百万元)	25	116	207	254	308
同比增长率(%)	-93%	357%	79%	23%	21%
每股收益(元)	0.01	0.05	0.09	0.11	0.13
净资产收益率(%)	0.6%	2.9%	5.1%	6.0%	6.8%
市盈率(倍)	158.31	34.63	19.33	15.73	12.99
市净率(倍)	1.07	1.09	1.03	0.97	0.90

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

周黑鸭[1458.HK] - GSD.利润表 (单位：百万元，CNY)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2343.35	2743.63	3136.54	3511.06	3870.90
主营业务收入	2343.35	2743.63	3136.54	3511.06	3870.90
营业总支出	2294.79	2605.40	2979.71	3300.40	3599.94
营业成本	1053.87	1305.47	1474.17	1615.09	1741.91
营业开支	1240.93	1299.93	1505.54	1685.31	1858.03
营业利润	62.38	144.72	156.83	210.66	270.96
加：利息收入	67.84	72.46	76.50	85.12	95.42
减：利息支出	58.40	23.64	0.00	0.00	0.00
加：权益性投资损益	7.96	1.09	0.00	0.00	0.00
其他非经营性损益	-127.97	-14.41	6.13	6.13	6.13
非经常项目前利润	-48.19	180.21	239.46	301.92	372.51
加：非经常项目损益	102.92	33.94	32.94	32.94	32.94
除税前利润	54.73	214.15	272.40	334.85	405.45
减：所得税	29.45	98.57	65.37	80.37	97.31
少数股东损益					
持续经营净利润	25.28	115.58	207.02	254.49	308.14
加：非持续经营净利润					
其他特殊项					
净利润	25.28	115.58	207.02	254.49	308.14
减：优先股利及其他调整项					
归属普通股股东净利润	25.28	115.58	207.02	254.49	308.14
综合收益	77.99	125.84	207.02	254.49	308.14

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。