证券研究报告

公司研究

公司点评报告

周黑鸭(1458.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号：S1500523110003

邮箱：chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

短期承压，积极调整

2024年08月27日

事件：公司发布2024年中期报告，24H1公司实现营收12.60亿元，同比-11.0%，实现归母净利润3291万元，同比-67.7%。

点评：

- **单店承压，公司推出二合一门店积极调整。**截至24H1，公司门店总数为3456家，其中自营门店为1735家，特许经营门店1721家，门店总数相比23年年底净减少360家。24H1平均单店水平为28.2万/家（按照24H1收入/期间平均门店数量计算），单店同比下降较为明显，主要系消费疲软。24H1公司门店每张采购订单的平均消费为55.57元，同比下降10.4%，亦表明终端消费力整体不强。分不同店型来看，截至24H1公司交通枢纽/商圈/社区/其他门店数量分别为348/2011/727/370家，交通枢纽门店数量相比23年年底净增加29家，公司在交通枢纽点位竞争优势明显，抓住窗口期实现开店净增加，其他点位门店为净减少。公司今年在发展战略上不盲目追求门店数量增长，提升门店质量为核心目标，推出了“二合一”门店，截至24H1，“二合一”门店数量达127家。往后展望，公司应对消费环境积极调整，“二合一”门店扩充了场景，价位带设置上也更加亲民化，带来客单数的显著提升，后续重点关注“二合一”门店带来的单店提振。

- **供应链优化及成本改善，推动毛利率同比提升。**24H1公司实现毛利率55.4%，同比+2.89pct，主要系成本改善及公司持续深化供应链整合成效显著，推动24H1公司吨成本同比下降9.7%。24H1公司的销售费用率/管理费用率分别为40.1%/9.5%，同比分别+6.6pct/-1.8pct，销售费用率提升明显主要系交通枢纽门店增加，管理费用率有所降低主要系股权激励未达成，激励相关费用同比减少。由于联营公司投资的目标公司公允价值变动，公司24H1投资收益亏损0.34亿元。综合来看，公司24H1实现归母净利润0.33亿元，对应归母净利率为2.6%，归母净利率同比下降较多主要系销售费用率的提升以及投资亏损的拖累。

- **盈利预测与投资评级：**往后展望，公司面对新一轮的消费环境，积极求变，重点关注后续“二合一”新店型的进展及单店的改善。上半年公司主要通过自营模式新开部分交通枢纽门店，导致销售费用率同比提升较多，随着公司在交通枢纽的布局逐步完善，规模效应有望呈现，盈利能力向上空间大。长期来看，公司具备品牌势能，尤其是在一些交通枢纽等点位，重点关注单店或者行业趋势向上的拐点。我们预计24-26年公司每股收益分别为0.04、0.07、0.10元，维持“买入”评级。

- **风险因素：**原料价格波动、品类周期向下、消费疲软、食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2,357.18	2,750.12	2,470.75	2,385.65	2,486.05
增长率 YoY %	-18.40%	16.67%	-10.16%	-3.44%	4.21%
归属母公司净利润(百万元)	25.28	115.58	84.85	168.79	222.55
增长率 YoY%	-92.62%	357.13%	-26.59%	98.94%	31.85%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.05	0.04	0.07	0.10
市盈率 P/E(倍)	483.47	41.97	37.55	18.88	14.32
市净率 P/B(倍)	2.99	1.19	0.79	0.76	0.72

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2024 年 08 月 26 日收盘价

附录：公司财务预测表-单位：百万元

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,131	2,661	2,762	3,101
现金	384	1,663	1,798	2,094
应收账款	61	137	132	138
存货	315	609	585	616
其他	1,370	252	247	253
非流动资产	2,762	2,554	2,447	2,376
固定资产	1,391	1,284	1,185	1,092
无形资产	280	347	360	371
租金按金				
使用权资产				
其他	1,091	923	903	913
资产总计	4,893	5,215	5,209	5,477
流动负债	684	921	747	792
短期借款	0	150	0	0
应付账款	96	100	105	123
其他	588	672	641	669
非流动负债	274	274	274	274
长期借款	0	0	0	0
租赁负债				
其他	274	274	274	274
负债合计	958	1,195	1,020	1,065
少数股东权益	0	0	0	0
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	3,935	4,020	4,189	4,412
归属母公司股东权益	3,935	4,020	4,189	4,412
负债和股东权益	5,046	5,215	5,209	5,477

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	361	23	324	352
净利润	116	85	169	223
折旧摊销	345	130	127	121
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-99	-192	29	8
投资活动现金流	563	1,109	-37	-56
资本支出	-92	-90	-40	-40
其他投资	656	1,199	3	-16
筹资活动现金流	-1,046	147	-153	0
借款增加	-600	150	-150	0
普通股增加	-40	0	0	0
已付股利	-258	-3	-3	0
其他	-149	0	0	0
现金净增加额	-103	1,279	135	296

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,750	2,471	2,386	2,486
营业成本	1,305	1,096	1,053	1,109
销售费用	983	965	893	894
管理费用	317	229	216	218
财务费用	-49	-26	-49	-58
营业利润	145	181	224	265
利润总额	214	137	256	318
所得税	99	52	87	95
净利润	116	85	169	223
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	116	85	169	223
EBITDA	0	0	0	0
EPS（元）	0.05	0.04	0.07	0.10

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	17.08%	-10.31%	-3.46%	4.23%
营业利润	132.00	24.97%	23.58%	18.68%
归属母公司净利润	357.13	-26.59%	98.94%	31.85%
获利能力				
毛利率	52.42%	55.44%	55.69%	55.21%
净利率	4.21%	3.45%	7.11%	8.99%
ROE	2.94%	2.11%	4.03%	5.04%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	19.57%	22.92%	19.59%	19.45%
净负债比率				
流动比率	3.11	2.89	3.70	3.92
速动比率	2.65	2.23	2.92	3.14
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.47	0.46	0.45
应收账款周转率	44.79	18.00	18.00	18.00
应付账款周转率	13.54	11.00	10.00	9.00
每股指标（元）				
每股收益	0.05	0.04	0.07	0.10
每股经营现金	0.16	0.01	0.14	0.15
每股净资产	1.76	1.73	1.80	1.90
估值比率				
P/E	41.97	37.55	18.88	14.32
P/B	1.19	0.79	0.76	0.72
EV/EBITDA	9.12	5.38	4.83	3.62

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2 年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备 三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券 食品 饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。