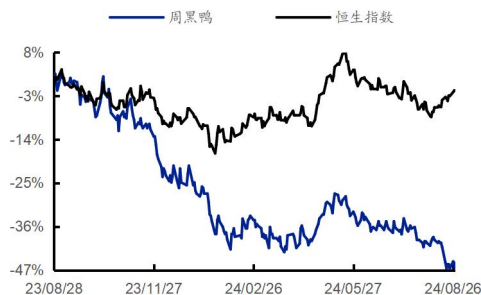


研究所:
 证券分析师: 刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

成本优化下毛利率回升, 多重措施提振店效

——周黑鸭(01458)2024年半年报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
周黑鸭	-12.7%	-21.2%	-47.3%
恒生指数	5.0%	-5.0%	-1.4%

市场数据

当前价格 (港元)	1.44
52周价格区间 (港元)	1.42-2.97
总市值 (百万港元)	3,351.63
流通市值 (百万港元)	3,351.63
总股本 (万股港元)	232,751.95
流通股本 (万股港元)	232,751.95
日均成交额 (百万港元)	6.91

相关报告

《周黑鸭(01458)公司动态研究报告: 客单数提升显著, 门店运营提质为先(买入)*休闲食品*刘洁铭, 秦一方》——2024-04-06

《周黑鸭(1458.HK)深度报告: 困境反转, 重启增长(买入)*休闲食品*薛玉虎, 刘洁铭》——2023-08-23

事件:

2024年8月23日, 周黑鸭发布2024中期业绩公告, 2024年上半年公司实现营业收入12.60亿元, 同比-10.97%; 实现归母净利润0.33亿元, 同比-67.65%。

投资要点:

- **提升门店质量为重点, 试点锁鲜&散装产品的二合一门店。**2024年上半年, 消费需求尚未显著回暖, 公司根据环境积极调整策略, 不再盲目追求门店数量增长, 而是提升门店质量。2024H1门店总数为3456家, 相较于2023年底减少360家, 其中直营门店增加15家至1735家, 加盟门店减少375家至1721家, 直营门店数超越加盟门店数。分类型来看, 相较于2023年底, 仅交通枢纽店呈现正向增长, 2024上半年交通枢纽店新增29家至348家; 商圈商业体减少245家至2011家; 社区店减少118家至727家; 其他门店减少26家至370家。在门店数量调整及消费环境的综合影响下, 公司直营/特许经营/线上渠道/其他的营收分别为6.97/3.27/1.78/0.57亿元, 同比-7.2%/-19.8%/-17.1%/+40.0%。
- **店效表现承压, 多重措施提振。**根据我们的测算, 公司平均单店收入有所下滑, 受到客单价下滑的影响幅度更大, 2024H1门店平均客单价为55.57元, 同比-10%, 而产品销售吨数同比-7%。针对店效的下滑, 公司积极采取多重措施: 1) 试点新业态, 在武汉及周边试点锁鲜&散装产品的“二合一门店”以满足消费者多元化需求, 截至2024H1已经开设127家; 2) 加强门店精细化管理, 发起门店PK激励计划, 提升一线员工的工作积极性和创造性; 3) 产品推出经典口味鸭副及整只酱板鸭、卤鸭(不辣)等多款散装产品, 并搭配多元化产品组合以适应不同的门店场景; 4) 加强会员体系及私域化运营建设。
- **成本优化下毛利率提升, 费用率提升下盈利能力受损。**2024H1年公司毛利率为55.4%, 同比+2.9pct, 主要系原材料价格下行叠加公司持续推进供应链降本增效。费用端, 2024H1年销售/管理费用率分别为40.1%/9.5%, 同比+6.6pct/-1.8pct, 销售费用率提升幅度较大, 主要系自营门店增加带来的租金、销售人员薪酬的增加且整体营收下滑, 管理费用率的下降系股权激励费用的减少。最终2024H1公

司实现归母净利润率 2.6%，同比-4.6pct。

- **盈利预测和投资评级：**当前消费需求尚未显著回暖，在追求性价比趋势下，公司整体经营表现承压。公司采取多重措施以提升店效，随着消费环境的回暖和公司综合能力的不断提升，期待公司后续业绩的修复。我们调整对公司的盈利预测，预计公司 2024-2026 年公司营业收入为 24.44/25.75/27.12 亿元，同比-11%/+5%/+5%；预计归母净利润为 1.00/1.93/2.14 亿元，同比-14%/+94%/+11%；EPS 分别为 0.04/0.08/0.09 元，对应 PE 分别为 31/16/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 原材料供应价格波动影响公司毛利率和盈利能力；2) 新店型发展不及预期；3) 门店扩张不及预期；4) 门店管理半径扩大所带来的管理风险；5) 线上拓展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2744	2444	2575	2712
增长率(%)	17	-11	5	5
归母净利润	116	100	193	214
增长率(%)	357	-14	94	11
摊薄每股收益(元)	0.05	0.04	0.08	0.09
ROE(%)	3	3	5	6
P/E	40.59	30.64	15.81	14.23
P/B	1.23	0.80	0.83	0.87
P/S	1.76	1.25	1.18	1.12
EV/EBITDA	8.72	6.13	5.06	5.18

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：股价为港币，财务单位为人民币，1 港元=0.91 元人民币（数据来源：中国银行，2024 年 8 月 28 日）

附表：周黑鸭盈利预测表（股价为港币，财务单位为人民币，1 港元=0.91 元人民币，中国银行 2024 年 8 月 28 日的汇率）

证券代码:	01458		股价:	1.44	投资评级:	买入	日期:	2024/08/28	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	3%	3%	5%	6%	EPS	0.05	0.04	0.08	0.09
毛利率	52%	55%	55%	55%	BVPS	1.65	1.65	1.57	1.50
期间费率	47%	48%	44%	43%	估值				
销售净利率	4%	4%	7%	8%	P/E	40.59	30.64	15.81	14.23
成长能力					P/B	1.23	0.80	0.83	0.87
收入增长率	17%	-11%	5%	5%	P/S	1.76	1.25	1.18	1.12
利润增长率	357%	-14%	94%	11%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.52	0.51	0.56	0.61	营业收入	2744	2444	2575	2712
应收账款周转率	46.78	41.26	44.10	44.39	营业成本	1305	1100	1159	1220
存货周转率	4.38	3.70	4.06	4.08	营业税金及附加				
偿债能力					销售费用	983	935	909	949
资产负债率	20%	18%	20%	21%	管理费用	317	227	224	222
流动比	3.11	3.03	2.94	2.85	财务费用	-49	-8	-6	-6
速动比	2.65	2.56	2.47	2.38	其他费用/(-收入)	0	0	0	0
					营业利润	145	182	283	320
					营业外净收支				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润总额	214	181	333	370
现金及现金等价物	384	312	315	308	所得税费用	99	81	140	155
应收款项	61	57	60	63	净利润	116	100	193	214
存货净额	315	279	292	306	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动资产	-761	-649	-666	-677	归属于母公司净利润	116	100	193	214
流动资产合计	2131	2033	2061	2075					
固定资产	1391	1302	1197	1082	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
在建工程					经营活动现金流	361	393	369	344
无形资产及其他	280	196	137	96	净利润	116	100	193	214
长期股权投资	632	701	745	790	少数股东权益	0	0	0	0
资产总计	4893	4698	4545	4409	折旧摊销	345	273	214	166
短期借款	0	0	0	0	公允价值变动	-99	20	-38	-36
应付款项	96	90	95	99	营运资金变动	-108	12	6	7
预收帐款					投资活动现金流	563	-266	9	28
其他流动负债	-96	-90	-95	-99	资本支出	-92	-100	-50	-10
流动负债合计	684	671	701	729	长期投资	582	-62	16	-5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他	74	-104	43	43
其他长期负债	0	0	0	0	筹资活动现金流	-1046	-199	-386	-429
长期负债合计	274	192	192	192	债务融资	-840	0	0	0
负债合计	958	862	892	921	权益融资	-40	0	0	0
股东权益	3935	3836	3653	3489	其它	-167	-199	-386	-429
负债和股东权益总计	4893	4698	4545	4409	现金净增加额	-103	-72	3	-7

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。