

# 买入

## 开店目标顺利达成，疫情扰动致经营短期承压

**周黑鸭 (1458.HK)**

2022-01-27 星期四

### 投资要点

目标价：**6.65 港元**  
 现价：5.41 港元  
 预计升幅：22.9%

#### 21 年开店目标顺利达成，下半年散发疫情影响经营表现

21 年预计公司新开特许门店超 1000 家，净开店约 900 家，达成全年开店目标。截至 21 年底，预计公司门店数将达 2700 家左右，其中特许门店/直营门店分别约为 1500/1200 家。经营方面，21H2 疫情多点频发，位于交通枢纽的直营门店受到较大影响，恢复缓慢；特许店虽然位于非交通枢纽地域，但大部分门店还处于爬坡阶段，贡献相对较小，预期 21 年直营及特许店店效分别为 140+/90+万/店/年。利润方面，因人工、租金等成本的刚性支出、原材料价格上涨、及给予特许商政策支持，预计经营利润率亦承受压力。

### 重要数据

| 日期          | 2022/1/26  |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元)    | 5.41       |
| 总股本 (百万股)   | 2,383      |
| 总市值 (百万港元)  | 12,892     |
| 净资产 (百万元)   | 4,101      |
| 总资产 (百万元)   | 6,915      |
| 52 周高低 (港元) | 4.85/11.86 |
| 每股净资产 (元)   | 1.72       |

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

#### 多举措提振特许商信心，22 年有望继续快速扩张

因疫情影响门店经营表现，公司采取多举措提振特许商信心，与其共克时艰，包括提高返利政策（原分成比例为 37%，现开三家店以上将提高分成比例，根据区域不同最高可达 40%-44%）、降低保证金、分期支付特许加盟费等，缓解特许商现金流压力，提振信心及积极性。2022 年，预计公司新开特许门店数量将超过 2021 年，按照 2023 年实现 4-5000 家门店的既定目标继续稳步前行。

#### 为疫情常态化作出积极调整，社区店模式有望打开成长空间

在疫情常态化防控的预期之下，公司除了给予特许商政策支持，也进一步优化门店结构，门店网络持续下沉，非交通枢纽门店占比持续提升；同时，公司积极推进社区店的拓展，在武汉已开设超过 200 家社区门店，并于 21Q3 将社区店模式开到广州、深圳、长沙及合肥，能否将武汉社区店的成功经验复制至其他城市需要持续验证，如果成功，将打开公司长期成长天花板。

#### 维持“买入”评级，目标价 6.65 港元：

考虑到散发疫情对公司经营业绩的影响，我们下调原盈利预测，预期 21/22 年公司 EPS 分别为 0.14/0.21 元，谨慎考虑疫情反复带来的不确定性，相应下调目标价至 6.65 港元，对应 22 年 26 倍 PE，较现价有 22.9% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

### 主要股东

健源控股有限公司 (50.01%)

### 相关报告

周黑鸭(1458.HK)首发报告-20210728  
 周黑鸭(1458.HK)更新报告-20210830

### 研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

| 人民币百万元     | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业额        | 3,186  | 2,182  | 2,886  | 3,805 | 4,926 |
| 同比增长       | -0.8%  | -31.5% | 32.3%  | 31.8% | 29.5% |
| 毛利率        | 56.5%  | 55.5%  | 56.7%  | 54.4% | 53.0% |
| 归母净利润      | 407    | 151    | 329    | 482   | 696   |
| 同比增长       | -24.6% | -62.9% | 117.5% | 46.5% | 44.4% |
| 净利润率       | 12.8%  | 6.9%   | 11.4%  | 12.7% | 14.1% |
| 每股盈利       | 0.18   | 0.07   | 0.14   | 0.21  | 0.30  |
| PE@5.41HKD | 25.6   | 69.1   | 31.8   | 21.7  | 15.0  |

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

## 報告正文

### 21 年开店目标顺利达成，下半年散发疫情影响经营表现

21 年预计公司新开特许门店超 1000 家，净开店约 900 家，达成全年开店目标。截至 21 年底，预计公司门店数将达 2700 家左右，其中特许门店/直营门店分别约为 1500/1200 家。经营方面，21H2 疫情多点频发，位于交通枢纽的直营门店受到较大影响，恢复缓慢；特许店虽然位于非交通枢纽地域，但大部分门店还处于爬坡阶段，贡献相对较小，预期 21 年直营及特许店店效分别为 140+/90+万/店/年。利润方面，因人工、租金等成本的刚性支出、原材料价格上涨、及给予特许商政策支持，预计经营利润率亦承受压力。

### 多举措提振特许商信心，22 年有望继续快速扩张

因疫情影响门店经营表现，公司采取多举措提振特许商信心，与其共克时艰，包括提高返利政策（原分成比例为 37%，现开三家店以上将提高分成比例，根据区域不同最高可达 40%-44%）、降低保证金、分期支付特许加盟费，缓解特许商现金流压力，提振信心及积极性。2022 年，预计公司新开特许门店数量将超过 2021 年，按照 2023 年实现 4-5000 家门店的既定目标继续稳步前行。

### 为疫情常态化作出积极调整，社区店模式有望打开成长空间

在疫情常态化防控的预期之下，公司除了给予特许商政策支持，也进一步优化门店结构，门店网络持续下沉，非交通枢纽门店占比持续提升；同时，公司积极推进社区店的拓展，在武汉已开设超过 200 家社区门店，并于 21Q3 将社区店模式开到广州、深圳、长沙及合肥，能否将武汉社区店的成功经验复制至其他城市需要持续验证，如果成功，将打开公司长期成长天花板。

### 维持“买入”评级，目标价 6.65 港元：

考虑到散发疫情对公司经营业绩的影响，我们下调原盈利预测，预期 21/22 年公司 EPS 分别为 0.14/0.21 元，谨慎考虑疫情反复带来的不确定性，相应下调目标价至 6.65 港元，对应 22 年 26 倍 PE，较现价有 22.9%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 | 4,805 | 5,388 | 6,115 | <b>营业收入</b>     | 3,186 | 2,182 | 2,886 | 3,805 | 4,926 |
| 货币资金           | 1,237 | 1,584 | 1,914 | 2,267 | 2,718 | 营业成本            | 1,385 | 971   | 1,250 | 1,735 | 2,314 |
| 交易性金融资产        | 761   | 232   | 232   | 232   | 232   | 毛利              | 1,801 | 1,210 | 1,636 | 2,069 | 2,612 |
| 应收账款及其他应收款     | 193   | 242   | 320   | 422   | 546   | 其他收入及收益         | 133   | 174   | 115   | 152   | 197   |
| 存货             | 360   | 255   | 328   | 456   | 608   | 销售费用            | 1,133 | 917   | 1,053 | 1,332 | 1,576 |
| 其他流动资产         | 211   | 2,011 | 2,011 | 2,011 | 2,011 | 管理费用            | 224   | 228   | 231   | 209   | 256   |
| <b>非流动资产</b>   | 2,717 | 2,591 | 2,442 | 2,351 | 2,314 | <b>营业利润</b>     | 577   | 240   | 467   | 681   | 977   |
| 固定资产           | 1,409 | 1,408 | 1,374 | 1,372 | 1,403 | 财务费用            | 32    | 40    | 29    | 38    | 49    |
| 商誉及无形资产        | 35    | 31    | 26    | 24    | 25    | <b>利润总额</b>     | 545   | 200   | 439   | 643   | 928   |
| 其他非流动资产        | 1,272 | 1,152 | 1,042 | 955   | 887   | 所得税             | 138   | 49    | 110   | 161   | 232   |
| <b>资产总计</b>    | 5,479 | 6,915 | 7,248 | 7,739 | 8,429 | 净利润             | 407   | 151   | 329   | 482   | 696   |
| <b>流动负债</b>    | 739   | 1,261 | 1,161 | 1,373 | 1,682 | 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   | 329   | 482   | 696   |
| 应付票据及账款        | 122   | 86    | 111   | 154   | 206   | <b>EPS (元)</b>  | 0.18  | 0.07  | 0.14  | 0.21  | 0.30  |
| 衍生金融工具         | 0     | 50    | 50    | 50    | 50    |                 |       |       |       |       |       |
| 其他流动负债         | 617   | 724   | 599   | 768   | 1,026 |                 |       |       |       |       |       |
| <b>非流动负债</b>   | 502   | 1,553 | 1,557 | 1,596 | 1,629 |                 |       |       |       |       |       |
| 长期借款           | 0     | 1,240 | 1,240 | 1,240 | 1,240 |                 |       |       |       |       |       |
| 递延税项负债         | 17    | 41    | 41    | 41    | 41    |                 |       |       |       |       |       |
| 其他长期负债         | 484   | 272   | 277   | 315   | 348   |                 |       |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 1,241 | 2,814 | 2,719 | 2,969 | 3,312 |                 |       |       |       |       |       |
| 股本             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |       |       |       |       |       |
| 储备             | 4,502 | 4,364 | 4,529 | 4,770 | 5,118 |                 |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 4,238 | 4,101 | 4,529 | 4,770 | 5,118 |                 |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |       |       |       |       |       |
| <b>股东权益合计</b>  | 4,238 | 4,101 | 4,529 | 4,770 | 5,118 |                 |       |       |       |       |       |
| <b>负债及权益合计</b> | 5,479 | 6,915 | 7,248 | 7,739 | 8,429 |                 |       |       |       |       |       |

  

| 主要财务比率          |        |        |        |       |       |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度            | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E | 2023E |
| <b>成长性 (%)</b>  |        |        |        |       |       |
| 营业收入增长率         | -0.8%  | -31.5% | 32.3%  | 31.8% | 29.5% |
| 营业利润增长率         | -20.6% | -58.5% | 95.1%  | 45.6% | 43.5% |
| 净利润增长率          | -24.6% | -62.9% | 117.5% | 46.5% | 44.4% |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |       |       |
| 毛利率             | 56.5%  | 55.5%  | 56.7%  | 54.4% | 53.0% |
| 净利率             | 12.8%  | 6.9%   | 11.4%  | 12.7% | 14.1% |
| ROE             | 9.6%   | 3.7%   | 7.3%   | 10.1% | 13.6% |
| <b>偿债能力 (%)</b> |        |        |        |       |       |
| 资产负债率           | 22.6%  | 40.7%  | 37.5%  | 38.4% | 39.3% |
| 流动比率            | 3.74   | 3.43   | 4.14   | 3.92  | 3.63  |
| 速动比率            | 3.25   | 3.23   | 3.86   | 3.59  | 3.27  |
| <b>营运能力 (次)</b> |        |        |        |       |       |
| 资产周转率           | 0.63   | 0.35   | 0.41   | 0.51  | 0.61  |
| 存货周转率           | 3.93   | 3.16   | 4.28   | 4.43  | 4.35  |
| <b>每股资料 (元)</b> |        |        |        |       |       |
| 每股收益            | 0.18   | 0.07   | 0.14   | 0.21  | 0.30  |
| 每股经营现金          | 0.33   | 0.23   | 0.25   | 0.31  | 0.41  |
| 每股净资产           | 1.83   | 1.77   | 1.95   | 2.06  | 2.21  |
| <b>估值比率 (倍)</b> |        |        |        |       |       |
| PE              | 25.6   | 69.1   | 31.8   | 21.7  | 15.0  |
| PB              | 2.47   | 2.55   | 2.31   | 2.19  | 2.04  |

  

| 现金流量表            |       |        |       |       |       |
|------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度             | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润              | 407   | 151    | 329   | 482   | 696   |
| 折旧和摊销            | 439   | 412    | 244   | 218   | 199   |
| 财务费用             | 32    | 40     | 29    | 38    | 49    |
| 营运资金变动及其他        | -122  | -68    | -12   | -17   | 17    |
| <b>经营活动产生现金流</b> | 756   | 535    | 590   | 720   | 961   |
| 资本支出             | -413  | -136   | -87   | -114  | -148  |
| 其他投资活动           | 474   | -1,409 | -9    | -12   | -15   |
| <b>投资活动产生现金流</b> | 61    | -1,545 | -96   | -126  | -163  |
| 已付股息             | -326  | -233   | -164  | -241  | -348  |
| 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  | -164  | -241  | -348  |
| 现金净变动            | 69    | 91     | 330   | 353   | 450   |
| 现金的期初余额          | 106   | 190    | 271   | 601   | 955   |
| 现金的期末余额          | 190   | 271    | 601   | 955   | 1,405 |

# 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