

中信证券研究部



**薛缘**  
 首席食品饮料  
 分析师  
 S1010514080007



**顾训丁**  
 食品饮料分析师  
 S1010519110002

## 核心观点

**2020 年疫情致直营渠道承压，但特许扩张和 O&O 渠道表现亮眼。预计 2021 年直营逐步恢复、特许渠道持续扩张；公司计划全年新增门店 800~1000 家。长期看，公司将稳步推进六大战略，享受休闲卤制品行业连锁化和集中度提升红利。维持目标价 10.60 港元，对应 2021 年 33 倍 PE，维持“买入”评级。**

■ **短期疫情影响显著，2020 年收入/净利润同降 31.5%/62.9%。**2020 年公司实现收入 21.81 亿元、同降 31.5%，归母净利润 1.51 亿元、同降 62.9%；2020H2 实现收入 12.78 亿元、同降 18.1%，归母净利润 1.93 亿元、同增 5.5%。全年业绩下滑主要系疫情影响，公司华中市场业务占比过半，疫情期间遭遇“交通枢纽区域”+“湖北地区”双重打击，疫情期间公司全国超过 1000 家门店暂停营业。受此影响，2020A/H2 公司直营门店实现收入 14.81/8.72 亿元、分别同降 46.0%/34.8%；期末门店 1157 家，较期初减少 144 家。

■ **特许经营拓展顺利，O&O 渠道维持高增。**尽管疫情对公司直营门店带来短期较大冲击，但新渠道拓展成效显著。①**特许经营**，2020 年疫情下特许经营逆势推进，全年收到超 29,000 份申请，2020A/H2 特许经营实现收入 1.40/1.24 亿元，全年新增 595 家门店至 598 家，其中下半年新开 477 家，进入南宁、贵阳等 40 余个空白区域。②**线上渠道**，公司顺应疫情期间消费习惯变化，2020 年 2 月推出社区团购，积极布局短视频和直播渠道，进驻抖音、快手等内容电商新平台，合计直播上万场，观看量超 1 亿人次，2020A/H2 公司线上渠道收入 4.58/2.20 亿元，同增 45.3%/14.1%。③**新零售及社区团购渠道**，公司通过进驻美团点评、口碑、兴盛优选/叮咚买菜等渠道与现有门店形成互补，并推出渠道定制化小包装产品适应顾客需求，2020A/H2 新零售及社区团购渠道收入 6636/4995 万元，同增 334%/447%。2020 年电商+外卖+新零售社区团购代表的 O&O 渠道收入 8.12 亿元，营收占比提升 12.8 Pcts 至 37.1%。

■ **盈利能力：收入下降致费用率上涨，短期盈利能力承压。**2020A/H2 公司毛利率分别同降 1.3/1.1PCTs，主要系销量下降后厂房设备折旧摊销成本较高所致。费用方面，2020A/H2 销售费用率同比+6.5/-1.6Pcts，全年费用率上升主要系收入下降下，房租、销售人员等刚性成本导致费用率提升，但疫情发生后公司积极通过租金谈判、精简人员、减少营销费用等方式对冲负面影响，下半年控费效果明显；2020A/H2 管理费用率同增 3.4/3.6PCTs，主要系厂房折旧、使用权资产摊销金额、及员工薪酬占收入比例提升所致。同时考虑 2020A/H2 公司外汇收益为 5039/6144 万元等因素，综合导致 2020A/H2 净利率同比-5.9 Pcts/+3.4 Pcts。

■ **展望未来：短期疫情冲击不足为惧，长期成长空间广阔。**2020 年疫情致直营渠道短期业绩承压，2021 年为第三次创业关键时期，公司将继续推进六大战略落地。一方面，随着特许经营模式逐渐成熟，将进一步加速开店，2021 年全年计划开店 800~1000 家，我们预计未来三年公司总门店数将达 4000~5000 家，以特许为主，实现直营+特许双轮驱动发展，并深耕电商、外卖、新零售及社区团购实现全渠道覆盖消费者。另一方面，公司顺应消费趋势不断推出新品，2020 全年推出 20 款新品，下半年新品销售占比达 14.5%，新品宝藏山胡椒味系列亦表现亮眼。此外，公司已公布第二批股权激励计划，激励人数从 24 人扩至 160 人，未来每年将持续滚动授予限制性股票提升组织动力，为公司业务持续健康发展夯实基础。长期看，疫情加速行业集中度提升，公司凭借优异的品牌力、产品力、渠道力及供应链能力将持续扩张，享受休闲卤制品行业连锁化和集中度提升红利。

■ **风险因素：**疫情控制不及预期，特许经营拓展不及预期，食品安全风险。

<b>周黑鸭</b>	<b>01458.HK</b>
<b>评级</b>	<b>买入 (维持)</b>
当前价	8.14 港元
目标价	10.60 港元
近 12 月绝对涨幅	70.76%

■ **投资建议：**考虑到 2021 年年初仍有局部疫情影响及公司开店计划，下调 2021 年 EPS 预测至 0.21（原为 0.24 元），维持 2022 年 EPS 预测 0.30 元，新增 2023 年 EPS 预测 0.37 元，维持目标价 10.60 港元，对应 2021 年 33 倍 PE，维持“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	3186	2182	3631	4870	6047
变化 (%)	-0.8%	-31.5%	66.4%	34.1%	24.2%
净利润(百万元)	407	151	504	706	887
变化 (%)	-24.6%	-62.9%	233.1%	40.2%	25.6%
每股收益 (元)	0.17	0.06	0.21	0.30	0.37
毛利率%	56.5%	55.5%	52.0%	50.2%	49.0%
市盈率 (倍)	40	108	33	23	18

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 3 月 30 日收盘价

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	3186	2182	3631	4870	6047
销售及劳务成本	-1385	-971	-1742	-2426	-3085
毛利	1801	1210	1888	2444	2962
其它收入	7	9	71	84	106
销售及推广费用	-1133	-917	-1089	-1412	-1723
其它经营费用	-224	-228	-220	-192	-171
其他收益及亏损	50	17	15	15	15
经营利润	501	91	666	938	1188
应占联营公司溢利	8	27	9	14	17
税前利润	545	200	672	941	1183
所得税开支	-138	-49	-168	-235	-296
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东应占利润	407	151	504	706	887
EBITDA	1017	699	765	1051	1311
EBIT	577	240	687	965	1218

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1238	1584	1634	2192	2721
应收贸易账款及其他应收款项	193	242	251	268	296
存货	360	255	450	639	828
其他流动资产	971	2243	2367	2534	2689
流动资产合计	2762	4324	4702	5633	6534
物业、厂房及设备	1409	1408	1480	1544	1601
权益性投资	250	277	277	277	277
商誉及无形资产	879	599	796	1050	1107
其他非流动资产	178	307	350	321	326
非流动资产合计	2717	2591	2903	3193	3311
总资产	5479	6915	7605	8825	9845
应付账款票据及其他应付款	675	773	966	1195	1395
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	401	412	839	987
其他流动负债	64	88	147	193	243
流动负债合计	739	1261	1525	2227	2626
长期借贷	0	0	0	0	0
其他非流动负债	502	1553	1553	1553	1553
非流动负债合计	502	1553	1553	1553	1553
总负债	1241	2814	3077	3779	4178
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	4502	4364	4791	5310	5931
股东权益合计	4238	4101	4527	5046	5667
总负债及总权益	5479	6915	7605	8825	9845
已动用资本	4740	5653	6080	6599	7220
营运资金	2023	2112	2188	2286	2407
净现金/(负债)	1238	1183	1222	1353	1734

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	545	200	672	941	1183
营运资金变动	6	-89	-76	-98	-121
折旧及摊销	439	459	78	85	93
其他	-234	-36	-208	-273	-342
经营现金流	756	535	466	655	813
资本支出	-419	-210	-347	-404	-207
资产变卖	0	3	0	0	0
其它	479	-1338	-43	29	-5
投资现金流	61	-1545	-390	-375	-212
发行普通股的所得款项	0	0	0	0	0
借贷变化	-217	1705	11	427	148
已付股息	326	233	86	201	282
其它	-858	-837	-124	-351	-502
融资现金流	-749	1101	-26	278	-71
外汇汇率变动之影响	16	14	0	0	0
变动净现金流	84	106	50	558	530

**主要财务指标**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
毛利	(2.5)	(32.8)	56.0	29.4	21.2
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	25.1	(31.2)	9.5	37.3	24.7
除息、税前利润 (不计联营贡献)	(20.6)	(58.5)	186.8	40.5	26.1
股东应占利润	(24.6)	(62.9)	233.1	40.2	25.6
<b>利润率 (%)</b>					
毛利	56.54	55.47	52.01	50.19	48.99
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	31.9	32.0	21.1	21.6	21.7
除息、税前利润 (不计联营贡献)	18.1	11.0	18.9	19.8	20.1
股东应占利润	12.8	6.9	13.9	14.5	14.7
<b>其它 (%)</b>					
有效税率	25.3	24.4	25.0	25.0	25.0
已动用资本回报率	8.6	2.7	8.3	10.7	12.3
股东回报率	9.7	3.6	11.7	14.8	16.6
资产回报率	8.0	2.4	6.9	8.6	9.5

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。