

复苏进程释放积极信号

—— 周黑鸭 (1458.HK) 跟踪报告

公司简报

◆ 特许经营再下一城

11月18日,广西铭和食品有限公司与公司签约特许经营合作协议,成为继贵阳之后第二位特许经营合作商。我们认为,该等事件显示公司商业模式升级策略持续推进,执行有效,复苏前景展望积极。特许经营与直营相结合是公司当前五大战略之一。特许经营策略有望加强门店布局网络,一方面有助于新市场的开拓,另一方面提高现有市场的门店密度,以进一步释放公司品牌力和产品力优势。对于特许经营合作商,公司评估标准为1.具有优质物业和选址资源;2.具备连锁经营管理能力;3.与公司发展理念契合;4.具有充足的资金条件。公司已成立特许经营事业部,相关负责人具备领先特许经营品牌全国管理经验。预计公司有望在未来1-2年内磨合特许经营模式,以期在未来能够形成复制能力。

◆ 渠道及产能延续扩张情势

1) 6月末公司门店网络覆盖96个城市。华南地区增长明显,门店数量净增加19家,区域收入同比增长28.8%。同时西北、西南等外埠市场开始贡献收入增量。2) 6月广东东莞新加工工厂投产,并在江苏和四川建设新厂,完善5大产区布局。3) 19年上半年公司线上平台及外卖渠道拓展成绩突出,其中电商业务同比增长9.3%,外卖业务同比增长47.5%。

◆ 公司呈现清晰复苏路径

针对公司之前经营所暴露出的问题,新一届管理团队制定了针对性的经营战略。1) 商业模式方面将新增特许经营体系,与原有直营体系结合渗透市场;2) 探索多元化渠道,适应消费者用户习惯,增强线上线下便利性;3) 搭建新品管理体系,建设持续产品创新能力;4) 优化整合营销及推广资源;5) 发展以绩效为导向的人才激励计划,将覆盖核心高管及一线团队。试水内部加盟模式,目前12家店在测,增强员工获得感。

◆ 维持“买入”评级,维持目标价5.00港元

鉴于商业模式升级落地暂无明确时间表,我们维持2019-2021年EPS预测至0.19/0.21/0.22元。维持基于DCF目标价至5.00港元($g=2.0\%$, $WACC=9.42\%$),对应2019年22x PE。我们看好公司未来的复苏前景,维持“买入”评级。

◆ 风险提示: 新品拓展不力; 食品安全事件; 市场渗透不及预期。

业绩预测和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(千元人民币)	3,248,943	3,211,521	3,307,512	3,467,079	3,636,324
营业收入增长率	15.4%	-1.2%	3.0%	4.82%	4.88%
净利润(千元人民币)	761,628	540,093	455,696	490,658	533,904
净利润增长率	6.4%	-29.1%	-15.6%	7.7%	8.8%
EPS(元人民币)	0.32	0.23	0.19	0.21	0.22
ROE(摊薄)	19.0%	13.1%	10.3%	10.2%	10.3%
P/E	12	17	21	19	18
P/B	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年11月19日

注: 港币对人民币汇率取0.89

买入(维持)

当前价/目标价(港元): 4.68/5.00

分析师

周翔 (执业证书编号: S0930518080002)
021-52523853

zhouxiang@ebsecn.com

张喆 (执业证书编号: S0930519050003)
021-52523805

zhangzhe@ebsecn.com

叶倩瑜 (执业证书编号: S0930517100003)
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

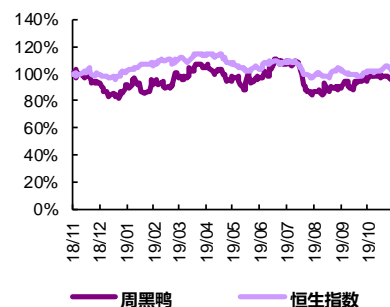
总股本(亿股): 23.83

总市值(亿港元): 99.78

一年最低/最高(港元): 3.23/4.75

近3月换手率(%): 6.2

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	15.9	29.1	13.7
绝对	17.3	32.2	16.5

资料来源: Wind

相关研报

展现复苏蓝图

..... 2018-08-29

2019年成本压力仍存

..... 2019-03-29

附录：

表 1：利润表

(千元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,248,943	3,211,521	3,307,512	3,467,079	3,636,324
营业成本	1,269,220	1,364,089	1,464,155	1,535,007	1,616,914
毛利	1,979,723	1,847,432	1,843,357	1,932,071	2,019,410
其他收入及收益,净额	109,737	147,143	148,314	149,183	150,332
销售费用	947,990	1,081,576	1,185,626	1,236,355	1,265,145
管理费用	142,056	178,707	198,451	190,689	192,725
EBITDA	1,059,540	811,720	706,137	759,921	832,751
折旧	-60,126	-84,749	-98,542	-105,711	-120,879
除税前溢利(EBT)	999,414	726,971	607,595	654,210	711,873
所得税	237,786	186,878	151,899	163,553	177,968
归母净利润	761,628	540,093	455,696	490,658	533,904
普通股加权平均数(千)	2,351,305	2,363,155	2,383,141	2,383,141	2,383,141
EPS	0.32	0.23	0.19	0.21	0.22

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 2：资产负债表

(千元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,572,434	4,656,105	4,836,302	5,212,462	5,627,645
流动资产	3,471,820	2,880,027	2,893,817	2,917,539	3,013,571
存货	248,435	343,734	317,804	333,183	350,962
应收账款	25,506	30,866	12,850	13,472	14,191
按金,预付款项及其它应收款	1,108,512	200,524	200,524	200,524	200,524
项-流动资产					
应收股东款项	1,801	2,294	2,294	2,294	2,294
可供出售投资-流动资产	30,000	-	-	-	-
受限制现金-流动资产	14,911	4,000	4,000	4,000	4,000
在途现金-流动资产	3,489	760	2,125	1,442	1,783
货币资金	2,039,166	1,671,093	1,727,464	1,735,867	1,813,061
非流动资产	1,100,614	1,776,078	1,942,485	2,294,923	2,614,074
固定资产-物业,厂房及设备	839,028	1,189,966	1,435,547	1,751,547	2,041,682
预付土地租赁款项	111,467	128,898	151,403	181,699	205,808
无形资产	7,962	35,184	37,505	40,639	43,931
租金按金-非流动资产	70,459	83,221	27,679	27,679	27,679
长期预付款	40,288	49,404	22,830	25,838	27,454
递延税项资产-非流动资产	31,410	46,726	24,842	24,842	24,842
总负债	571,761	530,398	391,608	424,307	465,757
流动负债	530,747	482,221	375,554	408,254	449,704
应付账款及应付票据	86,301	85,066	35,783	35,783	35,783
应计负债及其他应付款项	347,281	328,826	271,646	304,345	345,796
政府补助-流动负债	902	1,455	-	-	-
应付股东款项	-	-	-	-	-
应付关联方款项-流动负债	-	-	-	-	-
应交税费	96,263	66,874	68,125	68,125	68,125

应付股利	-	-	-	-	-
非流动负债	41,014	48,177	16,053	16,053	16,053
股东权益合计(含少数股东权益)	4,000,673	4,125,707	4,444,694	4,788,155	5,161,888
股本	16	16	16	16	16
储备	4,000,657	4,389,216	4,708,203	5,051,664	5,425,397

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(千元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	640,687	308,445	524,292	568,139	630,637
除税前损益	999,414	726,971	607,595	654,210	711,873
支付的各项税费	-259,408	-225,838	-128,764	-163,553	-177,968
折旧摊销	60,126	85,801	99,409	106,578	121,746
净营运资金增加	-91,232	-196,170	-8,340	17,381	22,612
其他	-68,213	-47,266	-45,608	-46,477	-47,626
投资活动产生现金流	-320,866	51,257	-331,213	-412,538	-393,271
净资本支出	-330,427	-465,949	-339,964	-454,924	-436,649
长期投资变化	-374,510	205,790	8,752	42,386	43,377
其他资产变化	-	-	-	-	-
融资活动现金流	-219,298	-499,422	-136,709	-147,197	-160,171
股本变化	-	-	-	-	-
债务净变化	-	-	-	-	-
支付的股利合计	-206,833	-235,897	-136,709	-147,197	-160,171
其他筹资活动产生的现金流量净额	-	-	-	-	-
净现金流	100,523	-139,720	56,371	8,403	77,194

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

表 4: 关键指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.4%	-1.2%	3.0%	4.8%	4.9%
净利润增长率	6.4%	-29.1%	-15.6%	7.7%	8.8%
EBITDA 增长率	4.9%	-23.4%	-13.0%	7.6%	9.6%
EBIT 增长率	3.7%	-27.3%	-16.4%	7.7%	8.8%
估值指标					
PE	12	17	21	19	18
PB	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.8	12.8	14.7	13.6	12.5
EV/EBIT	10.4	14.3	17.1	15.9	14.6
EV/NOPLAT	19.2	22.8	21.1	19.4	17.3
EV/Sales	2.9	2.2	1.9	1.6	1.4
盈利能力 (%)					
毛利率	60.9%	57.5%	55.7%	55.7%	55.5%
EBITDA 率	32.6%	25.3%	21.3%	21.9%	22.9%
EBIT 率	30.8%	22.6%	18.4%	18.9%	19.6%
净利率	23.4%	16.8%	13.8%	14.2%	14.7%
ROA	16.7%	11.6%	9.4%	9.4%	9.5%

ROE (归属母公司) (摊薄)	19.0%	13.1%	10.3%	10.2%	10.3%
偿债能力					
流动比率	6.5	6.0	7.7	7.15	6.70
速动比率	6.1	5.3	6.9	6.33	5.92
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.32	0.23	0.19	0.21	0.22
每股红利	0.10	0.14	0.06	0.06	0.07
每股经营现金流	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
每股自由现金流(FCFF)	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
每股净资产	2.0	2.1	2.3	2.4	2.6
每股销售收入	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼