

2025年04月06日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

推进门店结构优化，关注渠道策略调整

一周黑鸭（1458.HK）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

2025年3月27日，周黑鸭发布2024年业绩报告，2024年实现营业收入24.51亿元（同减11%），归母净利润0.98亿元（同减15%）。其中2024H2公司营收11.86亿元（同减11%），归母净利润0.65亿元（同增372%）。

基本数据

当前股价（港元）	2.12
总市值（亿港元）	47.0
总股本（百万股）	2,218.3
流通股本（百万股）	2,218.3
52周价格区间（港元）	1.37-2.19
日均成交额（百万港元）	8.8

投资要点

原料成本下降利好毛利，费用投放力度提升

2024年毛利率同增4pct至56.79%，主要受益于鸭脖等原材料价格同比下降、生产效率提升；2024年销售/管理费用率分别同比+5/-1pct至40.34%/10.60%，销售费用增加主要系收入下降、叠加公司加大对直营高势能门店的投入导致门店租金增加的影响。2024年归母净利率同减0.2pct至4.01%。

推进低效门店清理，搭建会员体系提升复购

2024年底零售门店总数为3031家，较年初净减少785家，主要系公司调整结构，主动优化经营不佳的门店，公司后续倾斜资源至核心市场，成立运营管理部加强门店标准化管理。2024年客单价为54.39元（同减4%），主要受市场需求疲软影响，公司重新搭建会员体系，提升复购率，通过联名、营销活动等方式升级品牌形象。

门店端营收承压，流通渠道势能释放

2024年线上渠道营收为3.34亿元（同减16%），主要受线上渠道分流影响，公司计划调整线上渠道策略，缩减低质业务，重视费投效率。2024年自营门店/特许经营渠道营收分别为13.91/6.12亿元，分别同减5%/22%，主要受门店关停影响。2024年其他渠道营收1.14亿元（同增16%），公司将流通渠道业务提升至战略高度，成立配送事业部，产品逐渐导入山姆、胖东来、零食量贩等高势能渠道，拓展消费场景，满足市场需求迭代。

进军海外市场，布局全球供应链

公司战略上分三步进军海外市场，第一步聚焦东南亚和港澳市场，预计2025年在马来西亚、新加坡、泰国及港澳等地实现落地；第二步拓展欧美、日韩、澳新等发达国家市场；第

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

三步进行本地供应链布局并开放特许加盟。目前公司真空产品铺货马来西亚超市，未来将逐步导入更多海外市场，预计未来三年逐步实现放量。

盈利预测

公司根据外部需求变化持续调整经营策略，优化门店结构，提升经营质量，并通过拓展流通渠道、海外市场等方式挖掘新增长点。根据 2024 年业绩，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.05/0.06/0.07 元，当前股价对应 PE 分别为 39/33/30 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、海外市场拓展不及预期等。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2451.03	2528.85	2659.44	2820.07
YoY	-10.66%	3.17%	5.16%	6.04%
净利润(百万元)	98.20	111.17	131.84	146.37
YoY	-15.03%	13.21%	18.59%	11.02%
每股收益(元)	0.04	0.05	0.06	0.07
EBIT Margin	5.85%	3.13%	3.97%	4.33%
净资产收益率(ROE)	2.71%	2.99%	3.45%	3.72%
市盈率(PE)	44.63	39.43	33.24	29.95
EV/EBITDA	39.54	18.98	17.38	16.71
市净率(PB)	1.21	1.18	1.15	1.11

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1254	1222	1389	1606
应收款	198	204	215	228
存货	227	226	228	240
其他流动资产	0	25	27	28
流动资产合计	1893	1934	2167	2471
固定资产	1319	1222	1116	1014
无形资产及其他	218	145	73	0
投资性房地产	518	518	518	518
长期股权投资	641	854	887	931
资产总计	4588	4674	4760	4934
短期借款及交易性金融负债	150	103	84	113
应付款项	90	106	101	105
其他流动负债	526	508	532	565
流动负债合计	766	718	718	782
长期借款及应付债券	0	(20)	(30)	(30)
其他长期负债	196	261	251	244
长期负债合计	196	241	221	214
负债合计	961	958	939	996
所有者权益				
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3627	3715	3821	3938
负债和股东权益总计	4588	4674	4760	4934

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.04	0.05	0.06	0.07
每股红利	0.12	0.01	0.01	0.01
每股净资产	1.63	1.67	1.72	1.78
ROIC	4%	4%	6%	7%
ROE	3%	3%	3%	4%
毛利率	57%	57%	58%	58%
EBIT Margin	6%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	6%	12%	12%	12%
收入增长	-11%	3%	5%	6%
净利润增长率	-15%	13%	19%	11%
资产负债率	21%	21%	20%	20%
息率	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%
P/E	44.6	39.4	33.2	29.9
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	40	19	17	17

资料来源: Wind、华鑫证券研究

注: PE 换算对应汇率为: 港元兑人民币: 0.932

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2451	2529	2659	2820
营业成本	1059	1087	1130	1193
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	989	1022	1072	1136
管理费用	260	341	352	369
财务费用	12	30	32	33
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	50	40	45
其他收入	18	0	0	0
营业利润	149	99	113	134
营业外净收支	0	60	75	75
利润总额	149	159	188	209
所得税费用	51	48	57	63
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	98	111	132	146

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	98	111	132	146
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	0	219	219	219
公允价值变动损失	0	-50	-40	-45
财务费用	12	30	32	33
营运资本变动	-211	33	-4	3
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	-113	313	307	323
资本开支	73	0	0	0
其它投资现金流	991	-43	-51	-62
投资活动现金流	1177	-256	-84	-106
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	-20	-10	0
支付股利、利息	0	-22	-26	-29
其它融资现金流	-195	-47	-19	28
融资活动现金流	-195	-89	-55	-1
现金净变动	870	-32	168	216
货币资金的期初余额	384	1254	1222	1389
货币资金的期末余额	1254	1222	1389	1606
企业自由现金流	-44	307	289	307
权益自由现金流	-247	219	238	313

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面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，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。