

食品饮料

2025 年 04 月 23 日

周黑鸭

(01458)

——关店提效主业有望企稳 关注新品新渠道表现

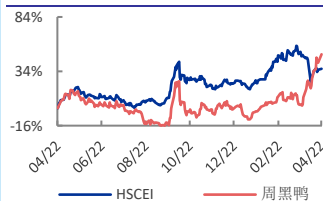
报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2025 年 04 月 22 日

收盘价（港币）	2.53
恒生中国企业指数	7950.79
52 周最高/最低（港币）	2.62/1.37
H 股市值（亿港元）	54.64
流通 H 股（百万股）	2,159.71
汇率（人民币/港币）	1.0768

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com

投资要点：

- 事件：**公司发布 2024 年报，根据公司公告，2024 年公司实现营业收入 24.51 亿，同比下降 10.7%，归母净利润 0.98 亿，同比下降 15%，公司业绩符合市场预期。2024 年公司拟派息每股 0.05 港元，合计派息人民币 1.02 亿，派息率 104%。
- 投资评级与估值：**出于对下游消费场景恢复的谨慎性假设，我们预计 2025~2027 年公司气调包装产品收入同比-5%/+4%/+10%；真空包装产品收入同比+3%/+5%/+5%；其他产品收入同比+40%/+25%/+15%；特许经营收入同比+5%/+3%/+2%。因此下调 2025~2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预测 2025-2027 年公司归母净利润为 1.37/1.63/1.91 亿（前次 2025~2026 年为 2.54、3.08 亿），分别同比增长 40%/19%/17%，最新收盘价对应 2025~2027 年 PE 分别为 37/31/27x。我们给予 25 年可比公司平均估值 41xPE，较当前股价仍有 11%的空间，维持增持评级。公司持续深化六大战略改革，开放特许经营权，加大门店拓展力度，精细化运营外卖业务扩大门店辐射半径，积极拓展新兴渠道深入年轻客群、丰富产品矩阵形成新一代大单品、优化供应链实现降本增效。短期关注店效恢复的高弹性，中长期关注公司线上线下全渠道深入触达消费者带来的更大空间。
- 2024 精简门店数量提效，2025 年主业企稳，关注复调产品新渠道放量。**根据公司公告，截至 2024 年末公司门店数量为 3031 家，同比减少 20.6%，其中中华/华南/华东/华北/华西地区门店数分别为 1394/524/426/389/298 家，分别同比减少 17.3%/21.4%/24.1%/17.8%/30.7%。分店型看，自营/特许经营门店数量分别同比下降 7.5%/31.3%到 1591/1440 家，其中除了交通枢纽门店数量有所增加外，其他店数量均同比减少。分产品看，2024 年气调包装/真空包装/其他产品分别实现收入 20.6/2.58/0.97 亿，分别同比-13.6%/-1.5%/+66.4%。展望 2025 年，伴随门店数量精简，主业有望企稳，同时公司于 2025 年 3 月与四川申唐产业集团（以下简称申唐产业）正式签署战略合作协议，共同成立四川周黑鸭食品科技有限公司，共同开发周黑鸭“嘎嘎香”系列复合调味品及方便速食产品，并同月于山姆上新专供卤料包，未来打造“休闲零食（卤味）+家庭餐桌（复调）”的双赛道布局，若运作得当，有望成为新的增长点。
- 成本优化带动毛利率提升，费用率提升拖累盈利表现。**2024 年公司毛利率同比提升 4.4pct，主因原材料价格回落。费用端，销售/管理费用率分别同比+4.52/-0.95pct 到 40.35%/10.6%。销售费用率提升预计主因租金成本提升。2024 年公司净利率 4%，同比下降 0.2pct。
- 核心假设风险：**原材料价格波动、食品安全问题

财务数据及盈利预测

人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,744	2,451	2,396	2,523	2,767
同比增长率（%）	17	-11	-2	5	10
归母净利润（百万元）	116	98	137	163	191
同比增长率（%）	357	-15	40	19	17
每股收益（元/股）	0.05	0.04	0.06	0.08	0.09
净资产收益率（%）	2.94	2.71	3.75	4.41	5.10
市盈率	41.7	37.4	37.0	31.1	26.6
市净率	1.2	1.0	1.4	1.4	1.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

合并利润表

周黑鸭[1458.HK] - ARD.利润表 (单位：百万元，CNY)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,743.63	2,451.03	2,396.21	2,522.97	2,766.98
营业成本	-1,305.47	-1,059.14	-1,026.57	-1,067.99	-1,161.48
毛利	1,438.16	1,391.89	1,369.63	1,454.99	1,605.51
其他收入及收益,净额	98.47	21.75	34.09	51.13	35.66
销售费用	-982.97	-988.87	-934.52	-983.96	-1,051.45
管理费用	-316.96	-259.76	-253.95	-267.38	-293.24
财务费用	-23.64	-12.46	-3.32	-3.32	-3.32
应占联营公司损益	1.09	-3.50	-3.50	-3.50	-3.50
除税前溢利	214.15	149.07	208.43	247.95	289.65
所得税	-98.57	-50.86	-71.11	-84.60	-98.82
净利润(含少数股东权益)	115.58	98.20	137.32	163.36	190.82
净利润(不含少数股东权益)	115.58	98.20	137.32	163.36	190.82

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

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、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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。