

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

周黑鸭(1458.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料分析师
执业编号: S1500523110003
邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

积极调整，单店拐点已现

2025 年 04 月 29 日

事件：公司发布 2024 年年度报告，24 年公司实现营收 24.51 亿元，同比-10.7%，实现归母净利润 0.98 亿元，同比-15.0%。

点评：

- **单店承压，公司主动闭店优化门店结构。**截至 24 年年底，公司门店总数为 3031 家，其中交通枢纽/商圈/社区店/其他分别为 355/1752/593/331 家，24 年公司门店净关 785 家，交通枢纽/商圈/社区店/其他分别+36/-504/-252/-65 家，交通枢纽门店实现净增加，公司在交通枢纽场景的竞争优势仍显著。24 年自营/特许门店平均单店水平（按照 24 年收入/期间平均门店数量计算）分别为 84.0/34.6 万/家，单店受消费疲软及品类间竞争加剧影响同比下降明显，24 年公司每张采购订单的平均消费为 54.39 元（23 年为 56.9 元），同比下降 4.4%，表明门店消费客单价有所下降。往后展望，公司主动优化门店，我们预计门店结构将更为健康，我们预计公司 25Q1 同店有望企稳提升，门店业务拐点已现，后续有望进入稳健提质发展。
- **供应链优化及成本改善，推动毛利率同比提升。**成本下降及精益管理，24 年公司毛利率同比提升 4.4pct 至 56.8%，由于加大了直营高势能点位的投入，24 年销售费用率同比提升 4.6pct 至 40.4%，组织结构优化及管理效率提升下，24 年管理费用率同比下降 0.9pct 至 10.6%，24 年公司实现归母净利润 0.98 亿元，对应归母净利率为 4.01%，相比 23 年略微下降。24 年公司实现经营性现金流净额 4.2 亿元，同比 23 年+15.3%，经营性现金流表现好，24 年折旧与摊销 3.22 亿元。往后展望，随着主业企稳，公司积极盘活产能，盈利能力有望逐步提升。
- **卤味行业新一轮发展的核心信号在于单店的修复以及逐步提升。**卤味行业近年碰到的挑战：品类间的竞争加剧，卤味作为休闲食品面临小吃、烤串等品类间的竞争加剧；其次消费疲软及传统流通渠道变革下，包装卤味对于鲜货的竞争加大。卤味连锁作为单品类连锁业态，单店水平与门店密度需要重新回归到新的需求总量下的均衡。我们认为卤味行业头部品牌经过 23-24 年两年的门店调整，单店模型有望逐步修复，开启新一轮的发展，新一轮发展的核心信号在于单店的修复以及逐步提升。
- **盈利预测与投资评级：**往后展望，公司面对新一轮的消费环境，战略重心聚焦单店提效，持续优化门店结构，提升经营质量，优化产品结构，提升产品竞争力，强化会员运营，提升周黑鸭品牌势能，独特的口味粘性有望助力公司穿越发展周期，门店主业有望企稳向上。公司积极推动包装食品发力流通业务新渠道，复调产品进入山姆验证公司产品力，包

装食品目前已进入 Costco 等品牌标杆渠道，依托公司独特的口味粘性，包装食品有望持续贡献增量。盈利端，公司持续推动生产中心市场化，弹性供应，提升产能利用率，有望推动盈利能力逐步向上提升。我们预计 25-27 年公司每股收益分别为 0.07、0.08、0.10 元，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：** 原料价格波动、品类周期向下、消费疲软、食品安全问题。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,750.12	2,451.03	2,539.47	2,673.68	2,764.62
增长率 YoY %	16.67%	-10.88%	3.61%	5.29%	3.40%
归属母公司净利润 (百万元)	115.58	98.20	141.01	175.63	208.10
增长率 YoY%	357.13%	-15.03%	43.59%	24.55%	18.49%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.04	0.07	0.08	0.10
市盈率 P/E(倍)	42.70	37.53	34.56	27.75	23.42
市净率 P/B(倍)	1.25	0.90	1.29	1.24	1.17

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

附录：公司财务预测表

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,893	2,064	2,351	2,642
现金	805	1,010	1,314	1,613
应收账款	68	70	74	77
存货	227	257	278	291
其他	792	727	686	662
非流动资产	2,695	2,512	2,444	2,395
固定资产	1,319	1,235	1,168	1,114
无形资产	218	204	173	147
租金按金				
其他	1,159	1,073	1,103	1,133
资产总计	4,588	4,576	4,796	5,037
流动负债	766	658	702	735
短期借款	150	50	60	70
应付账款	57	62	67	70
其他	559	546	575	595
非流动负债	196	150	150	150
长期借款	0	0	0	0
其他	196	150	150	150
负债合计	961	808	852	885
少数股东权益	0	0	0	0
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	3,626	3,767	3,943	4,151
归属母公司股东权益	3,627	3,768	3,943	4,151
负债和股东权益	5,050	4,576	4,796	5,037

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	416	390	476	491
净利润	98	141	176	208
折旧摊销	322	318	298	280
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-4	-69	3	3
投资活动现金流	482	-81	-180	-200
资本支出	-63	-220	-200	-200
其他投资	546	139	20	0
筹资活动现金流	-478	-104	8	8
借款增加	150	-100	10	10
普通股增加	-317	0	0	0
已付股利	-101	-4	-2	-2
其他	-210	0	0	0
现金净增加额	421	205	304	298

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,451	2,539	2,674	2,765
营业成本	1,059	1,104	1,194	1,253
销售费用	989	984	1,006	1,021
管理费用	260	245	240	234
财务费用	12	-23	-32	-41
营业利润	143	206	234	257
利润总额	149	227	266	297
所得税	51	86	90	89
净利润	98	141	176	208
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	141	176	208
EBITDA	0	0	0	0
EPS（元）	0.04	0.07	0.08	0.10

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-10.66%	3.20%	5.31%	3.41%
营业利润	-1.01%	43.63%	13.76%	9.68%
归属母公司净利润	-15.03%	43.59%	24.55%	18.49%
获利能力				
毛利率	56.79%	56.34%	55.17%	54.52%
净利率	4.01%	5.57%	6.59%	7.55%
ROE	2.71%	3.74%	4.45%	5.01%
ROIC	0.07	0.09	0.09	0.09
偿债能力				
资产负债率	20.95%	17.67%	17.78%	17.58%
净负债比率	-0.16	-0.25	-0.32	-0.37
流动比率	2.47	3.14	3.35	3.59
速动比率	2.18	2.75	2.95	3.20
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.55	0.56	0.55
应收账款周转率	36.08	36.00	36.00	36.00
应付账款周转率	18.56	17.80	17.80	17.80
每股指标（元）				
每股收益	0.04	0.07	0.08	0.10
每股经营现金	0.19	0.18	0.22	0.23
每股净资产	1.89	1.74	1.83	1.92
估值比率				
P/E	37.53	34.56	27.75	23.42
P/B	0.90	1.29	1.24	1.17
EV/EBITDA	6.51	7.47	7.51	6.91



研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2 年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。