

公司研究

改革成效显著，经营调整向好

——周黑鸭（1458.HK）25H1 业绩预告点评

要点

事件：周黑鸭发布 2025 年中报业绩预告，25H1 预计实现营业收入 12-12.4 亿元，同比下滑 1.5%-4.7%。预计实现利润（不包含分占联营公司损益及相关所得税影响）0.9-1.13 亿元，同比 24H1 的 0.58 亿元增长 55.2%-94.8%。

多维调整经营思路，改革成效有所显现。25H1 营业收入同比 24H1 略有下降，降幅较 2024 年明显收窄（24H1/24H2 收入同比增速分别为-11%/-10%）。2024 年以来公司主动调整门店结构，关闭低效门店，单店表现逐步企稳。进入 2025 年，公司继续推进部分门店的优化调整，单店保持稳健恢复，同店收入同比亦恢复至正增长，改革成效逐步显现。结合调整节奏复盘公司依次推进的改革动作，我们认为公司管理机制具备较高的灵活性，战略清晰且优先级明确，有望持续带来经营层面改善。公司具体调整动作为：**1) 关闭低质门店，提高员工激励：**24 年 6 月周总回归后，组织架构更加扁平化，决策链路有所缩短。公司率先关停低效门店，减轻经营包袱。同时着手提高一线店员动力，将各门店店销同比增量部分按比例作为店员提成，加速同店表现恢复（截至 24 年 7 月即有千家以上门店店销恢复正增长），25 年激励计划进一步完善至会员拉新、盈利能力等更多维度考核。**2) 加强会员体系打造，补充产品价格带：**经管理及战略层面调整后，公司推进会员体系布局，助力客单价及复购率的提升。即通过会员积分换购/储值送券/周三会员日等系列活动实现会员拉新，并根据会员等级定向差异化运营提高用户粘性。会员平均客单价较非会员更高，储值会员复购的客单价明显更高。年初以来，公司会员数量/销售占比均有提升。此外，公司在产品方面推出系列经典口味的全国性新品及部分区域限定口味产品，并补充中低价格带产品。**3) 品牌年轻化升级，调整门店店型：**针对核心会员年龄段上涨的情况，公司加强品牌年轻化建设，如会员层面推出学生卡；门店层面 25H2 公司计划逐步对交通枢纽及核心商圈门店进行门店陈列/形象/动线等方面的调整，补充逛店场景，进而提高消费者体验感、拉升客单价。**4) 提高产能利用率，开拓新渠道：**门店扩张期的产能建设导致公司目前产能利用率较低，为提高经营效率，公司成立特通部，开发系列新品进入商超/会员店/零食量贩/便利店等渠道，后续有望为收入端持续提供新增量。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司经营调整成效逐步显现，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 1.43/1.74/2.03 亿元（较前次上调 9.6%/10.4%/11.1%），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.07/0.08/0.09 元，当前股价对应 P/E 分别为 36/30/25 倍。考虑到公司经营战略明确，新渠道拓展有望提供增量，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本上涨，单店修复进度不及预期，门店拓展进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,744	2,451	2,715	2,949	3,372
营业收入增长率	17.1%	-10.7%	10.8%	8.6%	14.3%
归母净利润（百万元）	116	98	143	174	203
归母净利润增长率	357.1%	-15.0%	45.1%	22.4%	16.5%
EPS（元）	0.05	0.05	0.07	0.08	0.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.83%	2.50%	3.93%	5.13%	5.82%
P/E	45	53	36	30	25
P/B	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-07-22，汇率为 1 港币=0.9279 人民币

买入（维持）

当前价：2.58 港元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.60
总市值(亿港元)	55.72
一年最低/最高(港元)	1.37/2.82
近 3 月换手率	19.27%

股价相对走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

周黑鸭利润表预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2744	2451	2715	2949	3372
营业成本	1305	1059	1160	1251	1420
毛利	1438	1392	1555	1698	1952
其他收入及损益	98	22	30	30	30
销售费用	983	989	1082	1160	1327
管理费用	317	260	280	295	337
营业利润	237	165	224	273	318
营业利润率	8.6%	6.7%	8.2%	9.3%	9.4%
应占共同控制实体/联营公司损益	1	-3	1	1	1
财务费用	24	12	9	10	11
税前利润	214	149	216	265	309
所得税	99	51	74	90	105
有效税率	46.0%	34.1%	34.1%	34.1%	34.1%
净利润(含少数股东权益)	116	98	143	174	203
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润(不含少数股东权益)	116	98	143	174	203
净利率	4.2%	4.0%	5.2%	5.9%	6.0%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

周黑鸭资产负债表预测

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2131	1893	1861	2094	2340
货币资金	1074	1254	1117	1307	1474
应收账款	61	68	72	78	89
存货	315	227	297	320	363
其他应收账款及预付账款	161	130	161	175	200
可供出售金融资产	519	214	214	214	214
其他	0	0	0	0	0
非流动资产	2762	2695	2565	2465	2398
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产净值	1391	1319	1246	1162	1075
无形资产	13	13	18	12	5
土地使用权出让金	480	407	345	335	362
发展中物业（在建工程）	120	0	0	0	0
递延项目和其他资产	758	956	956	956	956
资产总计	4893	4588	4426	4559	4737
流动负债	684	766	828	872	952
短期借款	0	150	150	150	150
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	96	57	85	92	106
其他应付款	378	394	428	464	531
应收关联方	0	0	0	0	0
应交税金	41	33	33	33	33
银行透支/担保	0	0	0	0	0
其他应付款	168	132	132	132	132
非流动负债	274	196	196	196	196
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期应付账款	274	196	196	196	196
递延项目	0	0	0	0	0
负债总计	958	961	1023	1067	1147
归属于母公司股东权益	3935	3627	3403	3492	3591
股本	0	0	0	0	0
未分配利润和公积金	4286	4085	3862	3951	4049
少数股东权益	0	0	0	0	0
总权益	3935	3627	3403	3492	3591

资料来源：wind，光大证券研究所预测

周黑鸭现金流量表预测

现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	361	816	252	475	521
净利润	116	98	143	174	203
折旧及摊销	345	369	350	300	317
少数股东权益	0	0	0	0	0
营运资金变动	-108	349	-43	1	0
其他	8	0	-198	0	0
投资活动现金流	563	-223	-220	-200	-250
资本支出 (CAPEX)	-90	-223	-220	-200	-250
其他投资	653	0	0	0	0
融资活动现金流	-1046	-216	-366	-86	-105
回购股份	-52	0	0	0	0
借款增加	-600	150	0	0	0
已付股利	-258	-366	-366	-86	-105
其他	-137	0	0	0	0
融资活动现金流净额	-1046	-216	-366	-86	-105
经营、投资活动现金流	924	593	32	275	271
现金流净额	-122	377	-334	190	166

资料来源: wind, 光大证券研究所预测; 注: 2024 年为预测值

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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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所载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见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版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP