

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

门店有望企稳，盈利快速修复

2025年9月1日

事件: 公司发布 2025 半年报, 公司 25H1 实现收入 12.2 亿元, 同比-2.9%。实现净利润 1.08 亿元, 同比+228%。收入落在预告中枢位置, 盈利落在预告偏上线。

点评:

- **同店企稳下，门店业务有望逐步止跌向上。** 25H1 公司收入同比-2.9%，收入降幅收窄有望逐步企稳。门店业务端，25H1 自营门店实现营收 7.1 亿，特许经营实现营收 2.7 亿，25H1 公司门店数量较 24 年底净减少 167 家至 2864 家，25H1 平均单店同比增长 15.5%，我们预计公司上半年同店亦有所增长，主要系公司加强了门店端的运营管理，通过激励一线店员、强化线上引流、重视会员服务、优化产品结构等多举措精进门店的经营管理。同店企稳下，公司的门店业务有望逐步止跌企稳。线上渠道 25H1 同比略微下降 4.2%至 1.7 亿元，其他收入（主要系包装食品等经销商的收入）同比提升 27.5%至 0.7 亿元，主要系公司通过包装产品强化了流通渠道的搭建。
- **提质增效，盈利能力同比大幅修复。** 25H1 公司毛利率同比提升 3.2pct 至 58.6%，主要系鸭副等原材料价格处在低位、公司积极优化供应链效率以及门店结构调整，销售费用率降低 1.5pct 至 48.1%，主要系公司优化低效门店、主动降减租及人效提升，管理费用率同比略降至 9.48%。对应 25H1 净利率为 8.8%，同比提升 6.2pct，盈利能力逐步修复，为原材料价格低位、公司积极精益管理提质增效的集中体现。
- **盈利预测与投资评级:** 往后展望，门店业务端，公司持续推进单店提效，优化门店结构、强化与核心消费者的互动，周黑鸭独特的口味粘性形成的品牌认知有望助力公司穿越发展周期。25H1 收入同比下降幅度收窄，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、零食量贩等品牌标杆渠道，依托公司独特的口味粘性，包装食品有望持续贡献增量，其次公司也在积极探索海外市场。盈利端，鸭副原材料成本低位有望推动毛利率上行，公司持续推进内部降本增效，精细化管理优化费用结构，有望推动盈利能力逐步向上提升。我们预计 25-27 年公司净利润为 2.1、2.5、3.0 亿元，对应每股收益分别为 0.10、0.12、0.14 元，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原料价格波动、品类周期向下、包装食品扩张不顺利、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	2,422.49	2,495.55	2,575.85
增长率 YoY %	16.67%	-10.88%	-1.16%	3.02%	3.22%
归属母公司净利润 (百万元)	115.58	98.20	212.74	252.20	300.67
增长率 YoY%	357.13%	-15.03%	116.63%	18.55%	19.22%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.04	0.10	0.12	0.14
市盈率 P/E(倍)	41.92	36.84	22.58	19.05	15.98
市净率 P/B(倍)	1.23	0.88	1.25	1.17	1.09

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2025年8月29日收盘价

附录：公司财务预测表，单位：百万元

资产负债表	2024	2025	2026	2027
流动资产	1,893	1,961	2,201	2,506
现金	805	894	1,187	1,532
应收账款	68	67	69	71
存货	227	232	246	254
其他	792	768	699	649
非流动资产	2,695	2,654	2,686	2,701
固定资产	1,319	1,377	1,410	1,421
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	4,614	4,887	5,208
流动负债	766	625	646	666
短期借款	150	50	50	50
应付账款	57	54	59	61
其他	559	521	537	554
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	775	796	816
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	3,839	4,091	4,392
归属母公司股东权益	3,627	3,839	4,091	4,392
负债和股东权益	5,050	4,614	4,887	5,208

现金流量表	2024	2025	2026	2027
经营活动现金流	416	273	455	507
净利润	98	213	252	301
折旧摊销	322	176	177	175
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-4	-115	26	31
投资活动现金流	482	-81	-160	-160
资本支出	-63	-220	-180	-160
其他投资	546	139	20	0
筹资活动现金流	-478	-104	-2	-2
借款增加	150	-100	0	0
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	88	293	345

利润表	2024	2025	2026	2027
营业总收入	2,451	2,422	2,496	2,576
营业成本	1,059	999	1,056	1,092
销售费用	989	873	870	883
管理费用	260	227	216	210
财务费用	12	-21	-29	-38
营业利润	143	323	353	391
利润总额	149	343	382	430
所得税	51	130	130	129
净利润	98	213	252	301
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	98	213	252	301
EBITDA	0	0	0	0
EPS（元）	0.04	0.10	0.12	0.14

主要财务比率	2024	2025	2026	2027
成长能力				
营业收入	-10.66%	-1.57%	3.03%	3.23%
营业利润	-1.01%	125.60%	9.34%	10.71%
归属母公司净利润	-15.03%	116.63%	18.55%	19.22%
获利能力				
毛利率	56.79%	58.58%	57.52%	57.46%
净利率	4.01%	8.82%	10.15%	11.72%
ROE	2.71%	5.54%	6.16%	6.85%
ROIC	0.07	0.08	0.08	0.09
偿债能力				
资产负债率	20.95%	16.80%	16.28%	15.66%
净负债比率	-0.16	-0.22	-0.28	-0.34
流动比率	2.47	3.14	3.41	3.77
速动比率	2.18	2.76	3.03	3.38
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.52	0.51	0.49
应收账款周转率	36.08	36.00	36.00	36.00
应付账款周转率	18.56	18.50	18.00	17.80
每股指标（元）				
每股收益	0.04	0.10	0.12	0.14
每股经营现金	0.19	0.13	0.21	0.23
每股净资产	1.89	1.78	1.89	2.03
估值比率				
P/E	36.84	22.58	19.05	15.98
P/B	0.88	1.25	1.17	1.09
EV/EBITDA	6.37	7.93	7.79	6.69

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。