

买入

单店恢复增长，盈利大幅修复

周黑鸭 (1458.HK)

2025-09-04 星期四

【投资要点】

目标价：2.88 港元

现价：2.39 港元

预计升幅：20.5%

重要数据

日期	2025-09-03
收盘价 (港元)	2.39
总股本 (亿股)	21.6
总市值 (亿港元)	51.6
净资产 (亿元)	34.7
总资产 (亿元)	43.3
52 周高低 (港元)	1.37/2.85
每股净资产 (元)	1.61

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

周富裕、唐建芳 (59.90%)

相关报告

周黑鸭(1458.HK)更新报告-20220127

周黑鸭(1458.HK)更新报告-20230112

周黑鸭(1458.HK)更新报告-20231212

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gyzq.com.hk

➤ 收入降幅收窄，盈利大幅修复

2025 上半年，公司实现收入 12.2 亿元，同比-2.9%，实现净利润 1.08 亿元，同比+228%。公司上半年收入降幅环比收窄，盈利同比大幅改善。

➤ 单店恢复增长，布局新渠道

2025 上半年，公司自营门店/特许经营/线上渠道/其他渠道分别实现营收 7.1/2.7/1.7/0.7 亿元，同比+2.2%/-18.6%/-4.2%/+27.5%。截至上半年，公司拥有门店 2864 家，其中自营/特许经营门店分别为 1573/1291 家，较年初分别下降 18/149 家，公司主要通过调整门店优化经营质量，单店恢复增长，按渠道类型估算，自营/特许经营店效同比+12.7%/8.7%。同时，公司拓展其他新渠道，在山姆会员店、永辉、量贩等渠道新品上新以及海外市场拓展，预计下半年将持续贡献业绩增量。

➤ 经营提质，利润率显著提升

2025 上半年，公司实现毛利率 58.6%，同比提升 3.2 个百分点；销售费用率 48.1%，同比减少 1.5 个百分点；管理费用率 9.48%，同比减少 0.03 个百分点。成本端受益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，费用端受益公司主动关闭低效门店，租金支出下降，以及门店人效提升。净利率 8.8%，同比提升 6.2 个百分点。

➤ 给予“买入”评级，目标价 2.88 港元

公司门店改革成效已经显现，单店恢复增长，且积极拓展新渠道，下半年业绩有望持续改善。我们预期 25-27 年公司归母净利润分别为 2.06/2.4/2.76 亿元，同比+109.6%/16.5%/15.2%，给予目标价 2.88 港元，对应 25 年约 28 倍 PE，较现价有 20.5%的涨幅空间，给予“买入”评级。

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	2,744	2,451	2,609	2,820	3,099
同比增长	17.1%	-10.7%	6.5%	8.1%	9.9%
毛利率	52.4%	56.8%	58.8%	59.7%	60.3%
净利润	116	98	206	240	276
同比增长	357.1%	-15.0%	109.6%	16.5%	15.2%
净利润率	4.2%	4.0%	7.9%	8.5%	8.9%
每股盈利	0.05	0.04	0.09	0.11	0.13
PE@2.39HKD	43.6	48.7	23.2	19.9	17.3

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

【报告正文】

➤ 收入降幅收窄，盈利大幅修复

2025 上半年，公司实现收入 12.2 亿元，同比-2.9%，实现净利润 1.08 亿元，同比+228%。公司上半年收入降幅环比收窄，盈利同比大幅改善。

图 1：公司收入及增速（单位：亿元）

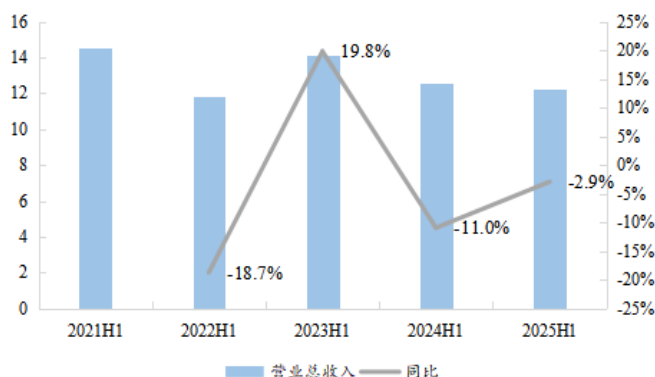
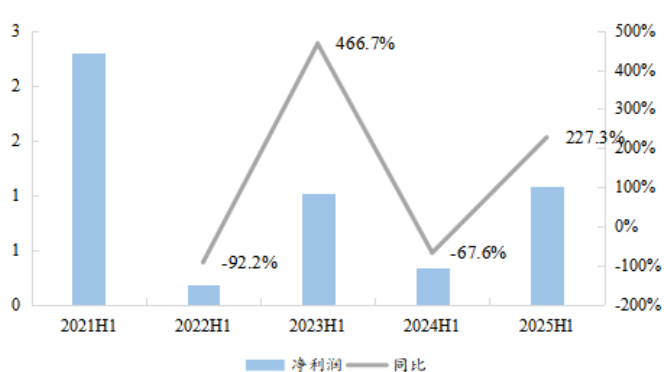


图 2：公司净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 单店恢复增长，布局新渠道

2025 上半年，公司自营门店/特许经营/线上渠道/其他渠道分别实现营收 7.1/2.7/1.7/0.7 亿元，同比+2.2%/-18.6%/-4.2%/+27.5%。截至上半年，公司拥有门店 2864 家，其中自营/特许经营门店分别为 1573/1291 家，较年初分别下降 18/149 家，公司主要通过调整门店优化经营质量，单店恢复增长，按渠道类型估算，自营/特许经营店效同比+12.7%/8.7%。同时，公司拓展其他新渠道，在山姆会员店、永辉、量贩等渠道新品上新以及海外市场拓展，预计下半年将持续贡献业绩增量。

公司通过一系列措施优化门店运营管理，提升门店单店店效，盈利门店占比逐月提升，达到 80% 以上。具体包括引入精准考核和激励机制激发一线员工潜力，线上线下融合拓宽消费场景，尝试无人值守门店、延长营业时间及夜宵时间段等创新方式，并持续优化门店运营管理，通过内部平台分享案例及每月对每店进行巡查辅导赋能，提升服务体验。

渠道方面，由于产品系列较多，公司正在进行产品渠道适配的工作。例如，在会员店推出定制开发产品；零食量贩渠道主要是散称产品；针对 KA、LKA，公司增加了中大规格产品以适应流通渠道的需求，同时也对小规格产品进行升级。此外，公司下半年将持续推进海外渠道建设，特别是东南亚市场，并将电商业务作为新品测试和品牌推广平台。

➤ 经营提质，利润率显著提升

2025 上半年,公司实现毛利率 58.6%,同比提升 3.2 个百分点;销售费用率 48.1%,同比减少 1.5 个百分点;管理费用率 9.48%,同比减少 0.03 个百分点。成本端受益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,费用端受益公司主动关闭低效门店,租金支出下降,以及门店人效提升。净利率 8.8%,同比提升 6.2 个百分点。

图 3: 公司毛利率趋势

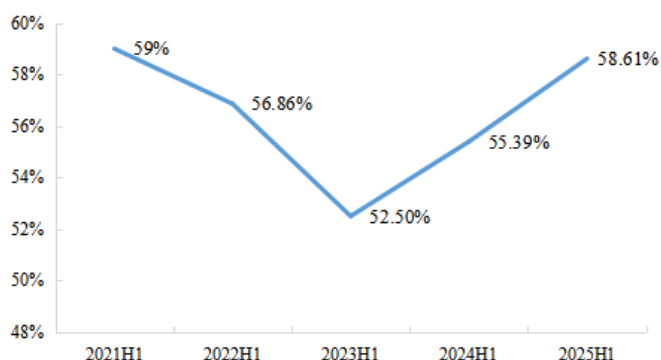
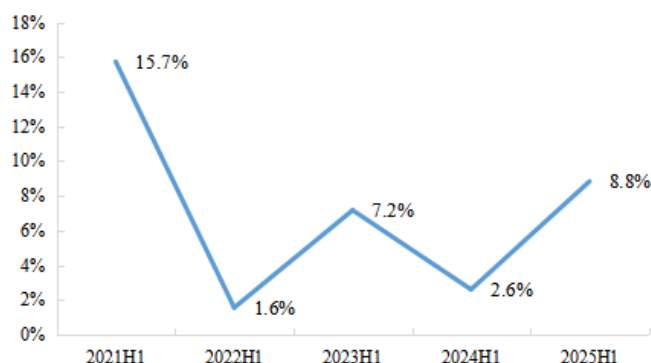


图 4: 公司净利率趋势



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 给予“买入”评级，目标价 2.88 港元

公司门店改革成效已经显现,单店恢复增长,且积极拓展新渠道,下半年业绩有望持续改善。我们预期 25-27 年公司归母净利润分别为 2.06/2.4/2.76 亿元,同比+109.6%/16.5%/15.2%,给予目标价 2.88 港元,对应 25 年约 28 倍 PE,较现价有 20.5%的涨幅空间,给予“买入”评级。

表 1: 行业估值比较 (20250903)

公司名称	代码	收盘价	市值	营业收入增速		归母净利润增速		PE	
		(港元)	(亿港元)	FY1	FY2E	FY1	FY2E	FY1	FY2E
中国旺旺	0151.HK	5.6	663	-0.3%	4.9%	8.7%	4.6%	12.3	13.3
卫龙美味	9985.HK	12.6	307	28.6%	20.4%	21.4%	30.4%	14.7	20.1
日清食品	1475.HK	7.0	73	-0.6%	8.2%	-39.1%	38.3%	31.2	26.2
周黑鸭	1458.HK	2.39	52	-10.7%	6.5%	-15.0%	109.6%	48.7	23.2

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)预测及整理

【风险提示】

- 1.原材料成本上涨超出预期;
- 2.市场竞争加剧;
- 3.消费需求不及预期等。

【财务报表摘要】

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,131	1,893	2,180	2,452	2,765	营业收入	2,744	2,451	2,609	2,820	3,099
货币资金	1,074	1,254	1,469	1,711	1,979	营业成本	-1,305	-1,059	-1,074	-1,136	-1,231
交易性金融资产	0	113	113	113	113	毛利	1,438	1,392	1,535	1,684	1,868
应收账款及其他应收款	222	198	220	238	261	其他收入及收益	98	22	114	121	124
存货	315	227	277	290	310	销售费用	-983	-989	-1,058	-1,140	-1,243
其他流动资产	519	101	101	101	101	管理费用	-317	-260	-264	-285	-313
非流动资产	2,762	2,695	2,544	2,375	2,190	营业利润	238	162	324	376	432
固定资产	1,391	1,319	1,247	1,176	1,106	财务费用	-24	-12	-11	-12	-13
商誉及无形资产	13	13	16	17	18	利润总额	214	149	312	364	419
其他非流动资产	1,358	1,363	1,281	1,182	1,066	所得税	-99	-51	-107	-124	-143
资产总计	4,893	4,588	4,724	4,828	4,955	净利润	116	98	206	240	276
流动负债	684	766	727	786	818	少数股东损益	0	0	0	0	0
短期借款	0	150	150	150	150	归属母公司净利润	116	98	206	240	276
应付票据及账款	473	448	465	519	545	EPS (元)	0.05	0.04	0.09	0.11	0.13
衍生金融工具	0	0	0	0	0						
其他流动负债	212	167	112	117	122	主要财务比率					
非流动负债	274	196	267	278	289	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
可换股债券	0	0	0	0	0	成长性(%)					
递延税项负债	92	63	63	63	63	营业收入增长率	17.1%	-10.7%	6.5%	8.1%	9.9%
其他长期负债	182	132	204	215	225	营业利润增长率	110.2%	-32.1%	100.3%	16.1%	15.0%
负债合计	958	961	994	1,064	1,106	净利润增长率	357.1%	-15.0%	109.6%	16.5%	15.2%
股本	0	0	0	0	0	盈利能力(%)					
储备	3,935	3,627	3,730	3,764	3,848	毛利率	52.4%	56.8%	58.8%	59.7%	60.3%
归属母公司股东权益	3,935	3,627	3,730	3,764	3,848	净利率	4.2%	4.0%	7.9%	8.5%	8.9%
少数股东权益	0	0	0	0	0	ROE	2.9%	2.7%	5.5%	6.4%	7.2%
股东权益合计	3,935	3,627	3,730	3,764	3,848	ROA	2.4%	2.1%	4.4%	5.0%	5.6%
负债及权益合计	4,893	4,588	4,724	4,828	4,955	偿债能力(%)					
						资产负债率	19.6%	21.0%	21.0%	22.0%	22.3%
现金流量表						流动比率	3.11	2.47	3.00	3.12	3.38
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	速动比率	2.65	2.18	2.62	2.75	3.00
净利润	116	98	206	240	276	营运能力(次)					
折旧和摊销	342	333	350	369	386	资产周转率	0.52	0.52	0.56	0.59	0.63
财务费用	-24	-12	-11	-12	-13	存货周转率	4.38	3.91	4.27	4.01	4.11
营运资金变动及其他	-73	-3	-89	-3	-43	每股资料(元)					
经营活动产生现金流	361	416	456	593	607	每股收益	0.05	0.04	0.09	0.11	0.13
资本支出	-92	-63	-222	-223	-223	每股净资产	1.70	1.56	1.61	1.62	1.66
其他投资活动	656	546	154	143	248	估值比率(倍)					
投资活动产生现金流	563	482	-67	-79	25	PE	43.6	48.7	23.2	19.9	17.3
已付股息	-258	-101	-206	-192	-221	PB	1.28	1.39	1.35	1.34	1.31
其他融资活动	-789	-377	33	-81	-143						
融资活动产生现金流	-1,046	-478	-173	-273	-364						
现金净变动	-122	421	215	242	268						
现金的期初余额	488	384	805	1,020	1,262						
现金的期末余额	384	805	1,020	1,262	1,530						

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>