

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

门店企稳，渠道业务贡献增量

2026年4月27日

事件：公司发布 2025 年年报，25 年公司实现收入 25.36 亿元，同比增长 3.5%。实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 59.6%。

点评：

- **门店业务企稳回升，门店+渠道双轮驱动增长。**公司 25 年自营门店/特许经营/网上渠道/其他分别实现营收 14.9/5.2/3.6/1.6 亿元，同比+7.3%/-14.3%/+8.7%/+37.2%。门店业务整体企稳回升，截至 2025 年底，公司门店总数为 3019 家，门店数量相比 25 年中期的 2864 家企稳回升。25 年底公司直营门店/特许门店分别为 1805/1241 家，25H2 分别净增加 232 家及净减少 77 家，优化门店结构。我们认为在行业调整阶段，直营门店相比加盟门店具备更高的自主可控权，公司直营门店占比高，有望更快实现经营企稳。25 年公司月均单店店销同比 24 年提升 13.6%，同店实现单位数增长，门店经营质量在提升员工动能、拓展消费场景、会员精细化运营等组合拳下有所提升，盈利门店占比从 60%+提升至 80%+。网上渠道发力兴趣电商，25 年实现正增长。线下渠道公司积极探索包装食品的发展，强化与山姆、胖东来等新兴高势能渠道的合作，成为 25 年显著的增长来源。
- **提质增效，25 年盈利能力提升。**公司 25 年毛利率为 57.5%，同比+0.7pct，主要得益于门店结构变化，以及精准采购、实现全链路的提质增效；25 年销售费用为 50.1%，同比-0.9pct，主要得益于公司优化低效门店、主动降减租，以及提升人效；25 年行政开支率为 10.7%，同比+0.1pct，整体平稳；对应 25 年公司实现净利率 6.2%，同比提升 2.2pct。公司重视股东回报，2025 年派息率达 107%，并且计划新一轮股份回购，表明了管理团队对未来的发展信心。
- **盈利预测与投资评级：**25 年公司门店主业已经逐步企稳向上，往后展望，公司持续推进单店提效，优化门店结构，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。其次，公司积极推动包装食品发力渠道业务，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，公司持续推进内部降本增效，精细化管理优化费用结构，但考虑到包装食品业务仍处于前期投入期，我们预计 26 年利润率有望维持同比相对稳定。我们预计 26-28 年公司净利润为 1.6、1.8、2.1 亿元，对应每股收益分别为 0.08、0.09、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、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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2,451.03	2,536.25	2,737.39	2,847.58	2,948.32
增长率 YoY %	-10.7%	3.5%	7.9%	4.0%	3.5%
归属母公司净利润 (百万元)	98.20	156.69	161.05	184.94	210.31
增长率 YoY%	-15.0%	59.6%	2.8%	14.8%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.07	0.08	0.09	0.10
市盈率 P/E(倍)	45.15	21.15	17.02	14.82	13.04
市净率 P/B(倍)	1.22	0.94	0.74	0.71	0.67

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 24 日收盘价

附录：公司财务预测表，单位：百万元

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,479	1,398	1,574	1,792
现金	445	371	554	751
应收账款	99	91	102	109
存货	277	307	339	374
其他	658	628	579	557
非流动资产	3,107	3,185	3,222	3,240
固定资产	1,249	1,314	1,354	1,370
无形资产	235	219	186	158
租金按金				
其他	1,622	1,652	1,682	1,712
资产总计	4,585	4,583	4,796	5,032
流动负债	836	739	767	793
短期借款	170	50	50	50
应付账款	92	97	102	106
其他	575	591	615	637
非流动负债	216	150	150	150
长期借款	0	0	0	0
其他	216	150	150	150
负债合计	1,052	889	917	943
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	3,533	3,694	3,879	4,089
归属母公司股东权益	3,533	3,694	3,879	4,089
负债和股东权益	4,585	4,583	4,796	5,032

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	376	307	365	389
净利润	157	161	185	210
折旧摊销	286	172	173	171
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-67	-25	7	7
投资活动现金流	-247	-257	-180	-190
资本支出	-56	-220	-180	-160
其他投资	-191	-37	0	-30
筹资活动现金流	-488	-124	-2	-2
借款增加	20	-120	0	0
普通股增加	-179	0	0	0
已付股利	-97	-4	-2	-2
其他	-232	0	0	0
现金净增加额	-361	-73	183	197

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,536	2,737	2,848	2,948
营业成本	1,077	1,167	1,221	1,272
销售费用	999	1,062	1,091	1,114
管理费用	271	285	290	295
财务费用	-21	-8	-11	-17
营业利润	189	224	245	267
利润总额	236	230	257	284
所得税	79	69	72	74
净利润	157	161	185	210
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	157	161	185	210
EBITDA	0	0	0	0
EPS (元)	0	0	0	0

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	3.48%	7.93%	4.03%	3.54%
营业利润	32.05%	18.26%	9.72%	8.82%
归属母公司净利润	59.56%	2.78%	14.83%	13.72%
获利能力				
毛利率	57.55%	57.37%	57.12%	56.86%
净利率	6.18%	5.88%	6.49%	7.13%
ROE	4.44%	4.36%	4.77%	5.14%
ROIC	8.54%	7.39%	7.67%	7.84%
偿债能力				
资产负债率	22.95%	19.39%	19.12%	18.74%
净负债比率	(0.08)	(0.09)	(0.13)	(0.17)
流动比率	1.77	1.89	2.05	2.26
速动比率	1.36	1.48	1.61	1.79
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.60	0.59	0.59
应收账款周转率	25.74	30.00	28.00	27.00
应付账款周转率	11.74	12.00	12.00	12.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.08	0.09	0.10
每股经营现金	0.18	0.15	0.17	0.18
每股净资产	1.67	1.75	1.84	1.94
估值比率				
P/E	21.15	17.02	14.82	13.04
P/B	0.94	0.74	0.71	0.67
EV/EBITDA	6.39	6.12	6.26	5.53

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）。

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。