

**买入**
**店效提升明显，渠道业务发力**
**周黑鸭 (1458.HK)**

2026-04-17 星期五

**【投资要点】**

目标价: **2.11 港元**  
 现价: **1.58 港元**  
 预计升幅: **33.5%**

**重要数据**

日期	2026-04-17
收盘价 (港元)	1.58
总股本 (亿股)	21.13
总市值 (亿港元)	33.38
净资产 (亿元)	35.33
总资产 (亿元)	45.85
52周高低 (港元)	1.26/2.85
每股净资产 (元)	1.64

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 (62.90%)

**相关报告**

周黑鸭(1458.HK)更新报告-20250904

**➤ 收入表现稳健，盈利增长亮眼**

2025年，公司实现收入25.36亿元，同比-3.5%，实现净利润1.57亿元，同比+59.6%，业绩增长主要得益于门店经营质量的提升。

**➤ 单店店效提升明显，新渠道开始发力**

2025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14.92/52.41/3.63/1.56亿元，同比+7.3%/-14.3%/-8.7%/+37.2%。截至2025年底，公司拥有门店3019家，其中自营/特许经营门店分别为1805/1214家，较2024年底+214/-226家，公司主要通过调整门店优化经营质量，单店店效提升明显，月均单店店效同比+13.6%。同时，公司拓展新渠道，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，持续贡献业绩增量。

**➤ 毛利率受益成本红利，经营效率持续提升**

2025年，公司实现毛利率57.5%，同比提升0.7个百分点；销售费用率为39.4%，同比减少0.9个百分点；管理费用率为10.7%，同比基本持平。成本端受益于鸭副等原材料成本下降，以及公司积极优化供应链效率。费用端受益公司优化低效门店，门店人效提升等举措。净利率为6.2%，同比提升2.2个百分点。

**➤ 维持“买入”评级，目标价2.11港元**

公司门店改革成效明显，单店店效表现亮眼，且新渠道已经开始贡献业绩增量，未来在“门店”和“渠道”的双轮驱动下，打开新的成长空间。我们预期26-28年公司归母净利润分别为1.88/2.22/2.56亿元，给予26年约20倍PE，对应目标价2.11港元，较现价有33.5%的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	2,451	2,536	2,920	3,330	3,767
同比增长	-10.7%	3.5%	15.1%	14.0%	13.1%
毛利率	56.8%	57.5%	57.8%	58.5%	58.9%
净利润	98	157	188	222	256
同比增长	-15.0%	59.6%	19.7%	18.1%	15.8%
净利率	4.0%	6.2%	6.4%	6.7%	6.8%
每股盈利	0.04	0.08	0.09	0.11	0.13
PE@1.58HKD	31.0	17.9	15.0	12.7	11.0

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**研究部**

姓名: 李芳芳

SFC: BJO038

电话: 0755-82846267

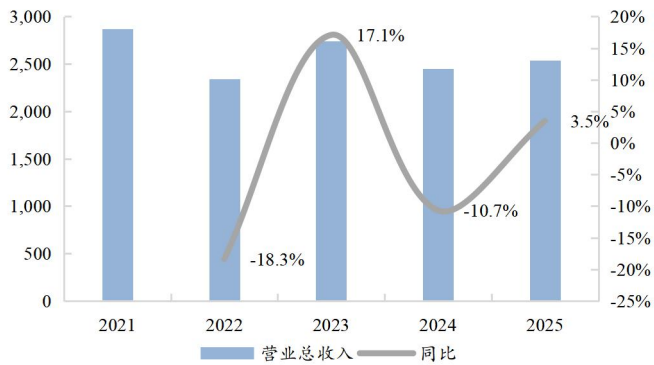
Email: liff@gyzq.com.hk

## 【报告正文】

### ➤ 收入表现稳健，盈利增长亮眼

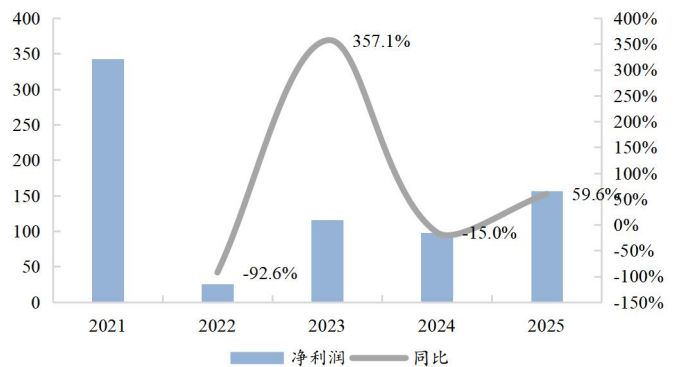
2025 年，公司实现收入 25.36 亿元，同比-3.5%，实现净利润 1.57 亿元，同比+59.6%，业绩增长主要得益于门店经营质量的提升。

图 1：公司收入及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 单店店效提升明显，新渠道开始发力

2025 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 14.92/52.41/3.63/1.56 亿元，同比+7.3%/-14.3%/-8.7%/+37.2%。截至 2025 年底，公司拥有门店 3019 家，其中自营/特许经营门店分别为 1805/1214 家，较 2024 年底+214/-226 家，公司主要通过调整门店优化经营质量，单店店效提升明显，月均单店店效同比+13.6%。同时，公司拓展新渠道，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，持续贡献业绩增量。

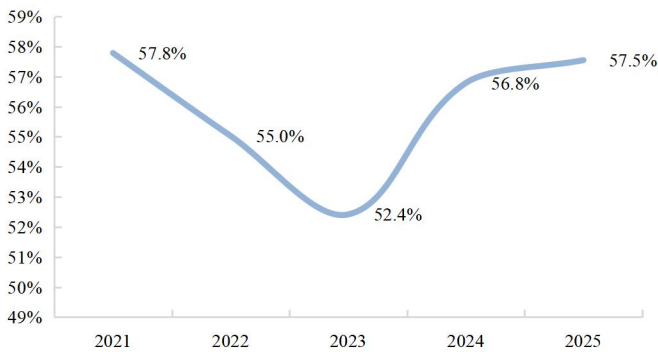
2025 年，公司坚持门店质量优先于数量的发展原则，未为追求门店数量扩张而采取粗放拓店策略，而是聚焦优质点位，优化门店结构，修复单店盈利模型。2026 年，公司将拓展优质门店，聚焦核心商圈和高势能点位，仅开设能盈利、有影响力的优质门店，特许经营店将以打磨健康加盟模型为核心，暂不扩大加盟规模。

新渠道方面，2025 年下半年已经开始发力，2026 年，公司将继续推进新渠道业务，如山姆渠道，2026 年 3 月公司首款肉质产品已上架，出货量超预期，公司将持续推动产品迭代；如零食量贩渠道，公司聚焦休闲尝鲜场景，中保产品经市场验证反馈积极，2026 年将优化产品形态匹配渠道偏好，长保产品正重点改善口味并重塑价值链，预计下半年起逐步放量。

➤ **毛利率受益成本红利，经营效率持续提升**

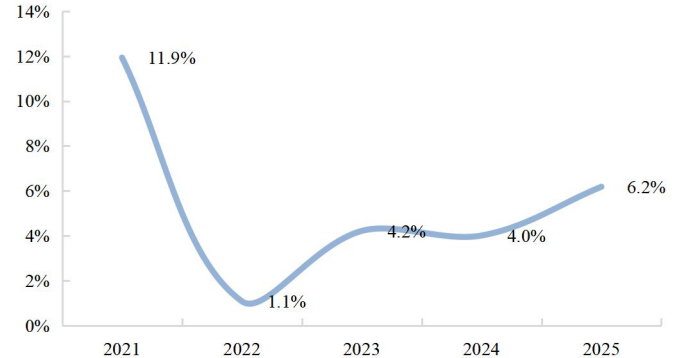
2025年，公司实现毛利率57.5%，同比提升0.7个百分点；销售费用率为39.4%，同比减少0.9个百分点；管理费用率为10.7%，同比基本持平。成本端受益于鸭副等原材料成本下降，以及公司积极优化供应链效率。费用端受益公司优化低效门店，门店人效提升带动。净利率为6.2%，同比提升2.2个百分点。

图3：公司毛利率趋势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图4：公司净利率趋势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ **给予“买入”评级，目标价 2.11 港元**

公司门店改革成效明显，单店店效表现亮眼，且新渠道已经开始贡献业绩增量，未来在“门店”和“渠道”的双轮驱动下，打开新的成长空间。我们预期26-28年公司归母净利润分别为1.88/2.22/2.56亿元，给予26年约20倍PE，对应目标价2.11港元，较现价有33.5%的涨幅空间，维持“买入”评级。

表1：行业估值比较（截至20260417）

代码	简称	货币	股价	市值 (原始币种, 亿)	PE				PB			
					2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
0151.HK	中国旺旺	HKD	4.49	530	11.3	11.4	10.5	9.8	2.7	2.3	2.0	1.8
9985.HK	卫龙美味	HKD	9.03	220	13.9	11.5	9.9	8.7	2.7	2.3	2.0	1.8
平均					12.6	11.4	10.2	9.3	2.7	2.3	2.0	1.8
1458.HK	周黑鸭	HKD	1.58	33	17.9	15.0	12.7	11.0	0.8	0.8	0.7	0.7

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1,893	1,479	1,692	2,230	2,779	<b>营业收入</b>	2,451	2,536	2,920	3,330	3,767
货币资金	1,254	775	966	1,434	1,907	营业成本	-1,059	-1,077	-1,233	-1,382	-1,549
交易性金融资产	113	24	24	24	24	毛利	1,392	1,460	1,687	1,948	2,218
应收账款及其他应收款	198	239	251	287	324	其他收入及收益	22	51	47	47	47
存货	227	277	287	322	361	销售费用	-989	-999	-1,134	-1,296	-1,465
其他流动资产	101	163	163	163	163	管理费用	-260	-271	-313	-360	-407
<b>非流动资产</b>	2,695	3,107	3,041	2,966	2,879	<b>营业利润</b>	162	247	294	346	400
固定资产	1,319	1,249	1,182	1,118	1,057	财务费用	-12	-11	-12	-13	-14
商誉及无形资产	13	11	9	5	0	<b>利润总额</b>	149	236	282	333	386
其他非流动资产	1,363	1,847	1,850	1,842	1,822	所得税	-51	-79	-95	-112	-129
<b>资产总计</b>	4,588	4,585	4,733	5,196	5,658	净利润	98	157	188	222	256
<b>流动负债</b>	766	836	903	908	1,058	少数股东损益	0	0	0	0	0
短期借款	150	170	170	170	170	<b>归属母公司净利润</b>	98	157	188	222	256
应付票据及账款	448	477	589	588	732	<b>EPS (元)</b>	0.04	0.08	0.09	0.11	0.13
衍生金融工具	0	0	0	0	0						
其他流动负债	167	190	144	150	156						
<b>非流动负债</b>	196	216	279	291	303						
可换股债券	0	0	0	0	0						
递延税项负债	63	65	65	65	65						
其他长期负债	132	151	214	226	238						
<b>负债合计</b>	961	1,052	1,182	1,199	1,361						
股本	0	0	0	0	0						
储备	3,627	3,533	3,551	3,996	4,297						
归属母公司股东权益	3,627	3,533	3,551	3,996	4,297						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	3,627	3,533	3,551	3,996	4,297						
<b>负债及权益合计</b>	4,588	4,585	4,733	5,196	5,658						

现金流量表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
净利润	98	157	188	222	256
折旧和摊销	333	274	284	296	306
财务费用	-12	-11	-12	-13	-14
营运资金变动及其他	-3	-93	64	-96	43
<b>经营活动产生现金流</b>	416	326	524	408	592
资本支出	-63	-234	-234	-234	-234
其他投资活动	546	222	131	119	193
<b>投资活动产生现金流</b>	482	-12	-103	-115	-41
已付股息	-101	-168	225	44	-205
其他融资活动	-377	0	-453	132	126
<b>融资活动产生现金流</b>	-478	-168	-228	176	-79
现金净变动	421	146	193	469	472
现金的期初余额	384	805	476	667	1,135
现金的期末余额	805	476	667	1,135	1,607

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性(%)</b>					
营业收入增长率	-10.7%	3.5%	15.1%	14.0%	13.1%
营业利润增长率	-32.1%	52.9%	19.2%	17.6%	15.4%
净利润增长率	-15.0%	59.6%	19.7%	18.1%	15.8%
<b>盈利能力(%)</b>					
毛利率	56.8%	57.5%	57.8%	58.5%	58.9%
净利率	4.0%	6.2%	6.4%	6.7%	6.8%
ROE	2.7%	4.4%	5.3%	5.5%	6.0%
ROA	2.1%	3.4%	4.0%	4.3%	4.5%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	21.0%	22.9%	25.0%	23.1%	24.1%
流动比率	2.47	1.77	1.87	2.46	2.63
速动比率	2.18	1.44	1.56	2.10	2.29
<b>营运能力(次)</b>					
资产周转率	0.52	0.55	0.63	0.67	0.69
存货周转率	3.91	4.27	4.37	4.54	4.54
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.04	0.08	0.09	0.11	0.13
每股净资产	1.56	1.74	1.75	1.97	2.12
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	31.0	17.9	15.0	12.7	11.0
PB	0.89	0.80	0.79	0.70	0.65

# 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>