

买入
门店持续提质增效，渠道业务成为第二增长曲线
周黑鸭 (1458.HK)

2026-08-24 星期一

【投资要点】
➤ 收入表现稳健，盈利有所下滑

2026 年上半年，公司实现收入 14.6 亿元，同比+19.5%，实现净利润 0.915 亿元，同比-15.2%，业绩下滑主要由于公司在渠道开拓、产品研发、品牌建设等方面加大投入。

➤ 门店持续提质增效，渠道业务成为第二增长曲线

2026 年上半年，公司自营门店/特许经营/线上渠道/线下渠道分别实现营收 7.99/2.36/2.34/1.78 亿元，同比+12.2%/-11.6%/+37.4%/+207.2%。截至 2026 年上半年，公司拥有门店 2972 家，其中自营/特许经营门店分别为 1860/1112 家，较 2025 年底+55/-102 家。公司在门店端坚持质量优先于数量的策略，上半年主动优化低效点位，巩固高势能点位，平均单店产出提升 2%。同时，公司拓展新渠道，已进入山姆、盒马、胖东来、万辰等重点客户，当前渠道业务已成为与门店并行的第二增长曲线，持续贡献业绩增量。

➤ 毛利率主要受渠道结构调整而下滑，销售费用投放增加

2026 年上半年，公司实现毛利率 54.7%，同比-3.9 个百分点，主因渠道业务占比大幅提升，渠道业务对比门店业务，其费用更低，但毛利率相比门店业务也更低。销售费用率为 40.3%，同比+1.7 个百分点，主要源于抖音等平台电商的流量采买投入；管理费用率为 7.2%，同比-2.3 个百分点，主要是公司主动管控非业务直接相关费用的结果。净利率为 6.3%，同比-2.5 个百分点。

➤ 维持“买入”评级，目标价 1.70 港元

公司门店端更注重质量，下半年将探索新店型，渠道业务已成为第二增长曲线，未来将形成门店业务、渠道业务双轮驱动的增长模式。根据上半年公司业务结构的调整，我们调整盈利预测，预计 26-28 年归母净利润分别为 1.92/2.27/2.76 亿元，给予 26 年约 15 倍 PE，对应目标价 1.70 港元，较现价有 32.3%的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,451	2,536	2,996	3,559	4,272
同比增长	-10.7%	3.5%	18.1%	18.8%	20.1%
毛利率	56.8%	57.5%	54.5%	54.8%	55.2%
归母净利润	98	157	192	227	276
同比增长	-15.0%	59.6%	22.2%	18.7%	21.6%
净利率	4.0%	6.2%	6.4%	6.4%	6.5%
每股盈利	0.04	0.08	0.10	0.13	0.17
PE@1.285HKD	26.2	14.4	11.3	8.8	6.7

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**1.70 港元**
 现价：**1.285 港元**
 预计升幅：**32.3%**

重要数据

日期	2026-08-21
收盘价（港元）	1.285
总股本（亿股）	20.81
总市值（亿港元）	26.74
净资产（亿元）	34.05
总资产（亿元）	44.20
52 周高低（港元）	1.16/2.61
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

周黑鸭(1458.HK)更新报告-20260417

研究部

姓名：李芳芳

SFC：BJO038

电话：0755-82846267

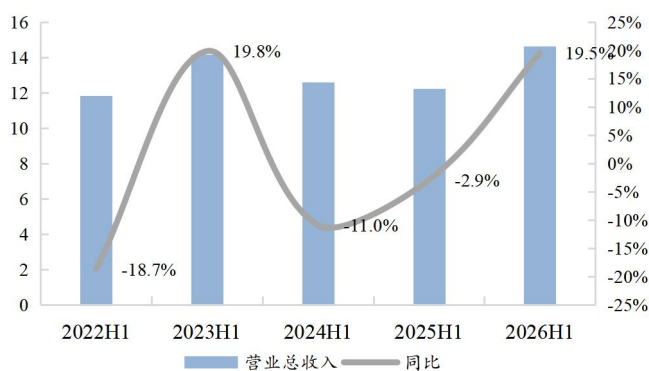
Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 收入表现稳健，盈利有所下滑

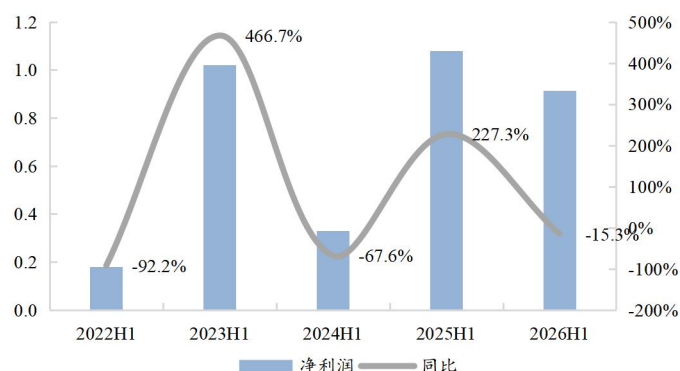
2026 年上半年，公司实现收入 14.6 亿元，同比+19.5%，实现净利润 0.915 亿元，同比-15.2%，业绩下滑主要由于公司在渠道开拓、产品研发、品牌建设等方面加大投入。

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

➤ 门店持续提质增效，渠道业务成为第二增长曲线

2026 年上半年，公司自营门店/特许经营/线上渠道/线下渠道分别实现营收 7.99/2.36/2.34/1.78 亿元，同比+12.2%/-11.6%/+37.4%/+207.2%。截至 2026 年上半年，公司拥有门店 2972 家，其中自营/特许经营门店分别为 1860/1112 家，较 2025 年底+55/-102 家。

门店端，公司坚持质量优先于数量的策略，上半年主动优化低效点位，巩固高势能点位，平均单店产出提升 2%。公司在门店端拓展新店型、开辟新消费场景，探索下一代门店模型；精耕 O2O 渠道，优化门店动线和陈列方式，强化一线激励，迭代产品与消费者的互动触达方式。

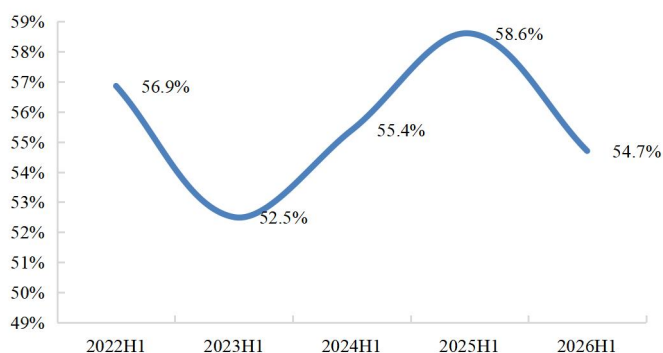
公司拓展新渠道，当前渠道业务已成为与门店并行的第二增长曲线，持续贡献业绩增量。线下渠道方面，公司聚焦客户突破、点位扩张、产品适配三大方向，已进入山姆、盒马、胖东来、万辰等重点客户；截至 6 月末全国线下销售点位超过 5 万个，上半年开展 11600 场线下动销活动；产品覆盖长保、中保、短保，匹配大包装、颗粒装、定制包装、礼盒等多形态，适配不同渠道场景。线上渠道方面，定位为品牌心智培养、品牌势能提升、全域流量链接的阵地，上半年抖音电商规模同比增长超过 120%，平台电商和生鲜渠道同比增长均超过 20%。

➤ 毛利率主要受渠道结构调整而下滑，销售费用投放增加

2026 年上半年，公司实现毛利率 54.7%，同比-3.9 个百分点，主因渠道业务占比大幅提升，渠道业务对比门店业务，其费用更低，但毛利率相比门店业务也更低。销售费用率为 40.3%，同比+1.7 个百分点，主要源于抖音等平台电商的流量采买投入；管理费用率为 7.2%，同比-2.3 个百分点，主要是公司主动管控非业务直接相关费用的结果。净利率为 6.3%，同比-2.5 个百分点。

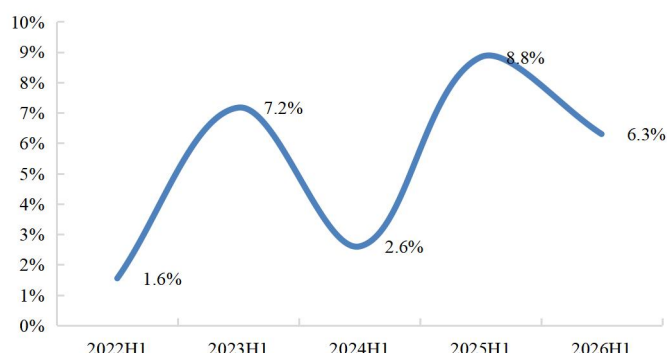
展望下半年，公司在渠道侧将优化货盘，推出更多高毛利单品，优化渠道产品结构，推动渠道毛利率逐步提升；门店端将主动评估促销活动，淘汰低效活动，不盲目跟风促销，门店毛利率下半年开始将逐步回升。费用率方面，公司通过上半年的投入验证了不同运营模式的可行性，已重新梳理财务和投资模型，调整了平台电商、抖音电商的销售指标及 ROI 考核标准，2026 年 7 月已看到利润率和费用率出现明显改善。

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 1.70 港元

公司门店端更注重质量，下半年将探索新店型，渠道业务已成为第二增长曲线，未来将形成门店业务、渠道业务双轮驱动的增长模式。根据上半年公司业务结构的调整，我们调整盈利预测，预计 26-28 年归母净利润分别为 1.92/2.27/2.76 亿元，给予 26 年约 15 倍 PE，对应目标价 1.70 港元，较现价有 32.3% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260821）

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	3.30	388	12.3	12.5	8.7	8.1	2.7	1.8	1.7	1.3
9985.HK	卫龙美味	HKD	8.39	204	12.9	11.1	9.7	8.6	2.4	2.2	1.9	1.8
6658.HK	溜溜梅	HKD	150.30	118	58.8	39.3	29.3	23.6	7.5	9.3	7.4	5.9
平均					28.0	20.9	15.9	13.4	4.2	4.4	3.7	3.0
1458.HK	周黑鸭	HKD	1.29	27	14.4	11.3	8.8	6.7	0.6	0.7	0.7	0.6

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		单位:百万元			
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	805	445	502	470	472
超过三个月定期存款	449	330	330	330	330
应收账款	198	239	287	341	410
存货	227	277	379	459	560
其他流动资产	214	187	207	246	295
流动资产	1,893	1,479	1,705	1,846	2,067
固定资产净值	1,319	1,249	1,009	753	480
无形资产	13	11	8	6	5
使用权资产	320	338	338	338	338
商誉	-	-	-	-	-
其他长期资产	1,043	1,509	1,500	1,500	1,500
总资产	4,588	4,585	4,561	4,443	4,390
贸易应付款项	57	92	122	148	181
其他应付款项及应付	391	385	479	580	708
借款	150	170	89	89	89
应付税项	33	60	85	85	85
租赁负债	132	127	208	208	208
其他	2	2	3	4	5
流动负债	766	836	986	1,114	1,275
租赁负债	82	100	150	130	140
长期债券	5	3	2	2	2
递延所得税负债	63	65	66	66	66
其他	45	48	48	48	48
总负债	961	1,052	1,253	1,360	1,532
非控股权益	-	-	-	-	-
股东权益	3,627	3,533	3,308	3,083	2,858
总权益	3,627	3,533	3,308	3,083	2,858
负债及权益合计	4,588	4,585	4,561	4,443	4,390

现金流量表	单位:百万元				
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
除税前溢利	149	236	288	342	416
所得税	(51)	(79)	(96)	(115)	(139)
折旧	316	282	300	320	342
摊销	6	4	3	2	1
运营资金的变动	50	(71)	(19)	(45)	(58)
其他	(54)	4	9	-	-
经营活动产生现金	416	376	484	504	562
资本开支	(63)	(56)	(60)	(64)	(68)
其他	545	(191)	-	-	-
投资活动产生现金	482	(247)	(60)	(64)	(68)
新增负债	150	277	400	300	200
偿还负债	-	(257)	(350)	(320)	(190)
分红	(212)	(97)	(192)	(227)	(276)
其他	(99)	(232)	-	-	-
融资活动产生现金	(478)	(488)	(367)	(472)	(491)
现金净变动	421	(359)	57	(32)	2
现金的期初余额	384	805	445	502	470
汇率变动影响	0	(2)	-	-	-
现金的期末余额	805	445	502	470	472

利润表	单位:百万元				
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,451	2,536	2,996	3,559	4,272
营业成本 (剔除折旧)	743	794	1,063	1,288	1,572
毛利	1,708	1,742	1,932	2,270	2,700
销售及行政管理费	1,243	1,266	1,387	1,651	1,987
其他经营开支	(18)	(58)	(58)	(58)	(58)
息税前利润	483	533	603	677	772
折旧	316	282	300	320	342
摊销	6	4	3	2	1
息税前利润	162	247	301	355	429
利息成本	12	11	13	13	13
其他成本	-	-	-	-	-
除税前溢利	149	236	288	342	416
所得税	51	79	96	115	139
非控股权益	-	-	-	-	-
归母净利润	98	157	192	227	276

主要财务比率

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长性(%)					
营业收入增长率	-10.7%	3.5%	18.1%	18.8%	20.1%
营业利润增长率	-32.1%	52.9%	21.7%	18.1%	20.8%
净利润增长率	-15.0%	59.6%	22.2%	18.7%	21.6%
盈利能力(%)					
毛利率	56.8%	57.5%	54.5%	54.8%	55.2%
净利率	4.0%	6.2%	6.4%	6.4%	6.5%
ROE	2.6%	4.4%	5.6%	7.1%	9.3%
ROA	2.1%	3.4%	4.2%	5.0%	6.3%
偿债能力(%)					
资产负债率	21.0%	22.9%	27.5%	30.6%	34.9%
流动比率	2.47	1.77	1.73	1.66	1.62
速动比率	2.18	1.44	1.34	1.25	1.18
营运能力(次)					
存货周转率	2.74	3.15	3.24	3.08	3.09
流动资产周转率	1.22	1.50	1.88	2.00	2.18
总资产周转率	0.52	0.55	0.66	0.79	0.97
每股资料(元)					
每股收益	0.04	0.08	0.10	0.13	0.17
每股净资产	1.56	1.74	1.69	1.71	1.73
估值比率(倍)					
PE	26.25	14.40	11.35	8.83	6.65
PB	0.71	0.64	0.66	0.65	0.64

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>