

公司研究

动销短期承压，静待经营调整

——煌上煌（002695.SZ）2024 年年报点评

要点

事件：煌上煌公布 2024 年年报，2024 年全年实现营业收入 17.39 亿元，同比-9.44%；归母净利润 0.40 亿元，同比-42.86%；扣非归母净利润 0.41 亿元，同比-15.99%。24Q4 单季度实现营业收入 2.87 亿元，同比-15.59%；归母净利润亏损 0.38 亿元，上年同期为亏损 0.30 亿元；扣非归母净利润亏损 0.23 亿元，上年同期为亏损 0.39 亿元。

终端消费偏弱，门店业务阶段性承压。分品类看，2024 年公司米制品业务实现营业收入 3.51 亿元，同比下滑 1.83%。肉制品加工业务实现营业收入 12.58 亿元，同比下滑 14.26%，其中鲜货产品/包装产品分别实现营业收入 12.09/0.49 亿元，同比分别下滑 14.43%/10.05%。受终端需求影响，公司老店单店收入同比有所下降。截至 2024 年底，公司终端门店数量为 3660 家（直营/加盟门店分别为 241/3419 家），同比减少 837 家（直营/加盟分别减少 21/816 家）。公司积极调整门店模型，提高经营质量。一方面增强礼品属性，打造特产店模型；另一方面拓展消费场景，将新鲜卤味场景复制推广至传统门店，丰富产品售卖形式。**分区域看**，2024 年江西/广东/浙江区域分别实现营业收入 8.48/2.24/3.68 亿元，分别同比下滑 5.79%/24.71%/0.32%。江西基地市场经营表现略有承压，外埠市场中浙江区域表现相对稳定。

原材料成本降低，费用投放加大。毛利率方面，2024 全年/24Q4 公司毛利率分别为 32.76%/28.32%，2024 年同比+3.71pcts，主要系 2024 年鸭副产品原料价格处于低位，生产成本下降带动整体毛利率提升，其中肉制品毛利率同比+5.93pcts。**费用端**，2024 全年/24Q4 销售费用率分别为 16.80%/24.48%，2024 年同比+1.92pcts，主要系对线上多平台促销费用投入有所增加，对线下门店的政策支持力度亦有加大。2024 全年/24Q4 管理费用率分别为 10.36%/16.75%，2024 年同比+1.90pcts，主要系第三方咨询及品牌宣传费用的增加及新基地投产带来的费用增长。**综合来看**，2024 全年公司归母净利率为 2.32%，2024 年同比-1.36pcts。子公司真真老老合作方仓储火灾带来存货损失 1617 万元，及商誉减值计提增加 1075 万元，对归母净利润带来短期影响。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司终端需求有待恢复，门店业务表现有待观察。我们下调 2025 年归母净利润预测至 0.64 亿元（较前次下调 64.40%），新增 2026-2027 年归母净利润预测为 0.73/0.84 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 为 0.11/0.13/0.15 元，当前股价对应 P/E 分别为 89/78/68 倍，公司产品力优秀，品牌力良好，维持“增持”评级。

风险提示：原材料成本上涨，单店修复不及预期，开店进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,921	1,739	1,747	1,845	1,957
营业收入增长率	-1.70%	-9.44%	0.42%	5.62%	6.10%
归母净利润（百万元）	71	40	64	73	84
归母净利润增长率	129.05%	-42.86%	58.90%	13.85%	15.44%
EPS（元）	0.13	0.07	0.11	0.13	0.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.53%	1.46%	2.32%	2.60%	2.95%
P/E	80	141	89	78	68
P/B	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-14；注：2023 年股本为 5.570 亿股，2024 年股本为 5.590 亿股，假设 2025-2027 年股本为 5.594 亿股；

增持（维持）

当前价：10.18 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.59
总市值(亿元):	56.95
一年最低/最高(元):	5.88/12.19
近 3 月换手率:	136.73%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.06	23.82	30.13
绝对	-2.12	22.21	36.05

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,921	1,739	1,747	1,845	1,957
营业成本	1,363	1,169	1,182	1,253	1,334
折旧和摊销	67	72	94	101	108
税金及附加	19	20	20	21	22
销售费用	286	292	276	286	295
管理费用	163	180	172	174	181
研发费用	57	62	57	59	62
财务费用	-10	-12	-17	-17	-18
投资收益	5	4	0	0	0
营业利润	71	45	78	89	102
利润总额	75	46	79	90	104
所得税	8	8	14	16	19
净利润	66	38	65	74	85
少数股东损益	-4	-3	1	1	1
归属母公司净利润	71	40	64	73	84
EPS(元)	0.13	0.07	0.11	0.13	0.15

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	218	219	133	136	150
净利润	71	40	64	73	84
折旧摊销	67	72	94	101	108
净营运资金增加	7	-192	6	55	65
其他	74	298	-31	-92	-107
投资活动产生现金流	-356	-68	-135	-163	-173
净资本支出	-293	-141	-155	-163	-173
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-64	74	20	0	0
融资活动现金流	240	-150	-45	-8	-12
股本变化	45	2	0	0	0
债务净变化	-100	-26	0	0	0
无息负债变化	49	-11	-4	11	12
净现金流	102	0	-47	-35	-34

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.1%	32.8%	32.4%	32.1%	31.8%
EBITDA 率	7.9%	7.9%	8.9%	9.4%	9.9%
EBIT 率	3.4%	2.7%	3.5%	4.0%	4.3%
税前净利润率	3.9%	2.6%	4.5%	4.9%	5.3%
归母净利润率	3.7%	2.3%	3.7%	4.0%	4.3%
ROA	2.0%	1.2%	2.0%	2.2%	2.5%
ROE (摊薄)	2.5%	1.5%	2.3%	2.6%	2.9%
经营性 ROIC	2.4%	1.7%	2.2%	2.5%	2.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	17%	16%	16%	16%	16%
流动比率	5.25	5.65	5.43	5.25	5.08
速动比率	3.93	4.26	4.04	3.82	3.61
归母权益/有息债务	70.74	210.90	211.10	214.72	218.92
有形资产/有息债务	77.42	228.61	228.08	232.11	236.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,361	3,282	3,282	3,340	3,408
货币资金	1,128	1,128	1,081	1,045	1,011
交易性金融资产	0	20	0	0	0
应收账款	40	18	18	17	18
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	20	33	33	35	37
存货	498	455	460	488	520
其他流动资产	259	160	160	160	160
流动资产合计	1,986	1,854	1,793	1,789	1,792
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	800	917	924	936	952
在建工程	202	167	201	231	259
无形资产	188	188	195	201	207
商誉	33	22	22	22	22
其他非流动资产	43	19	19	19	19
非流动资产合计	1,376	1,428	1,489	1,551	1,616
总负债	564	526	522	533	545
短期借款	30	0	0	0	0
应付账款	129	138	140	148	158
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	2	2	2	2
流动负债合计	378	328	330	341	353
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	166	179	179	179	179
非流动负债合计	186	198	192	192	192
股东权益	2,797	2,756	2,759	2,807	2,863
股本	557	559	559	559	559
公积金	1,105	1,132	1,138	1,145	1,153
未分配利润	1,132	1,063	1,059	1,099	1,146
归属母公司权益	2,794	2,754	2,757	2,804	2,859
少数股东权益	4	2	3	3	4

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	14.88%	16.80%	15.80%	15.50%	15.10%
管理费用率	8.46%	10.36%	9.86%	9.46%	9.26%
财务费用率	-0.53%	-0.67%	-0.95%	-0.94%	-0.90%
研发费用率	2.94%	3.58%	3.28%	3.18%	3.18%
所得税率	11%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.18	0.11	0.05	0.05	0.06
每股经营现金流	0.39	0.39	0.24	0.24	0.27
每股净资产	5.02	4.93	4.93	5.01	5.11
每股销售收入	3.45	3.11	3.12	3.30	3.50

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	80	141	89	78	68
PB	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA	39.8	43.2	33.8	30.6	28.0
股息率	1.8%	1.1%	0.5%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP