

煌上煌（002695.SZ）

门店经营承压，成本持续改善

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,921	1,739	1,959	2,206	2,407
增长率 yoy（%）	-1.7	-9.4	12.6	12.6	9.1
归母净利润（百万元）	71	40	94	128	164
增长率 yoy（%）	129.0	-42.9	133.6	35.5	28.8
ROE（%）	2.4	1.4	3.2	4.2	5.3
EPS 最新摊薄（元）	0.13	0.07	0.17	0.23	0.29
P/E（倍）	76.7	134.3	57.5	42.4	32.9
P/B（倍）	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：4月12日，公司发布2024年年度报告，2024年公司实现营收17.39亿元（yoy-9.44%），实现归母净利润0.40亿元（yoy-42.86%），实现扣非归母净利润0.41亿元（yoy-15.99%）；其中2024Q4实现营收2.87亿元（yoy-15.59%），实现归母净利润-0.38亿元，实现扣非归母净利润-0.23亿元。

2024年门店拓展不及预期，广东地区降幅较大。2024年公司实现营收17.39亿元（yoy-9.44%），实现归母净利润0.40亿元（yoy-42.86%），实现扣非归母净利润0.41亿元（yoy-15.99%），非经常性损益中包含真真老老的存货火灾损失0.16亿元，业绩整体承压。分业务来看：

2024年鲜货产品实现营收12.09亿元（yoy-14.43%），门店数量方面，2024年门店数量为3660家，较年初净闭店837家，其中直营门店241家，同比减少21家，加盟门店3419家，同比减少816家，主要系门店拓展不及预期和闭店数量保持高位，门店数量出现负增长；单店收入方面，受顾客购买力和消费场景变化，单店收入同比下降，我们预估全年单店收入下滑大个位数。

2024年米制品营收3.51亿元（yoy-1.83%），屠宰加工营收0.70亿元（yoy+51.56%），包装产品营收0.49亿元（yoy-10.05%），检测业务营收0.01亿元（yoy-22.85%）。

分地区来看，江西、浙江、广东地区分别实现营收8.48、3.68、2.24亿元，分别同比下降5.79%、0.32%、24.71%，广东地区降幅较大。

毛利率改善，加大费用投入，维持高分红比例。2024年毛利率为32.76%（yoy+3.71pct），主要系原材料鸭掌、鸭翅、鸭脖等相关鸭副产品原料市场价格均处于低位带动成本回落，2024年鲜货产品毛利率提升6.05pct至38.54%。**费用率方面**，2024年销售、管理、研发费用率分别为16.80%、10.36%、3.58%，分别同比提升1.92、1.90、0.64pct，财务费用率为-0.67%（yoy-0.14pct），公司持续加大对线上线下促销活动及门店政策支持的费用投入，此外，第三方咨询和品牌宣传等费用同比增加，新增新基地投产带来的固定费用。2024年归母净利率下滑1.36pct至2.32%，仍有较大修复空间。**分红方面**，2024年公司拟每10股派现金股利1.10元（含税），股利支付率高达152.59%。

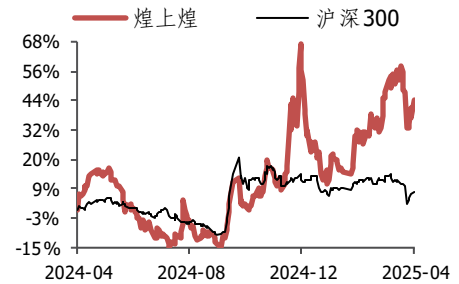
投资建议：公司作为“卤味第一股”，深耕行业多年，坚持“千城万店”战略，

买入（维持评级）

股票信息

行业	食品饮料
2025年4月14日收盘价（元）	10.18
总市值（百万元）	5,695.03
流通市值（百万元）	5,205.06
总股本（百万股）	559.43
流通股本（百万股）	511.30
近3月日均成交额（百万元）	129.94

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 袁紫馨

执业证书编号：S1070524090004

邮箱：yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 1、《门店拓展放缓&单店收入承压，毛利率有所改善》2024-09-03

优化门店结构，深化“1+N”“两卖一长”的线上+线下结合经营模式，推动单店业绩提升。预计公司 2025-2027 年实现营收 19.59/22.06/24.07 亿元，分别同比增长 13%/13%/9%；实现归母净利润 0.94/1.28/1.64 亿元，分别同比增长 134%/36%/29%；对应 PE 估值分别为 57.5/42.4/32.9X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、行业竞争风险、原材料价格波动风险、拓店不及预期风险、宏观经济下行风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1986	1854	1815	2005	2127
现金	1128	1128	1049	1103	1204
应收票据及应收账款	40	18	94	83	127
其他应收款	20	33	22	36	25
预付账款	42	40	52	51	62
存货	498	455	420	557	536
其他流动资产	259	180	178	176	174
非流动资产	1376	1428	1448	1474	1466
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	800	917	968	1004	1006
无形资产	188	188	202	213	221
其他非流动资产	387	323	278	256	240
资产总计	3361	3282	3262	3479	3594
流动负债	378	328	281	460	492
短期借款	30	0	0	136	213
应付票据及应付账款	129	138	64	146	66
其他流动负债	219	190	218	178	213
非流动负债	186	198	199	198	198
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	186	198	199	198	198
负债合计	564	526	480	658	690
少数股东权益	4	2	-4	-12	-23
股本	557	559	559	559	559
资本公积	944	962	962	962	962
留存收益	1293	1233	1251	1275	1305
归属母公司股东权益	2794	2754	2787	2833	2926
负债和股东权益	3361	3282	3262	3479	3594

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	218	219	86	93	160
净利润	66	38	88	119	154
折旧摊销	87	89	87	73	73
财务费用	-10	-12	-9	-1	6
投资损失	-5	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	51	84	-80	-100	-73
其他经营现金流	29	24	4	4	5
投资活动现金流	-356	-68	-100	-93	-61
资本支出	293	145	106	100	66
长期投资	-70	70	0	0	0
其他投资现金流	6	7	6	6	5
筹资活动现金流	240	-150	-65	-81	-77
短期借款	-101	-30	0	136	78
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	45	2	0	0	0
资本公积增加	256	18	0	0	0
其他筹资现金流	40	-141	-65	-216	-154
现金净增加额	102	0	-79	-81	23

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1921	1739	1959	2206	2407
营业成本	1363	1169	1313	1465	1584
营业税金及附加	19	20	22	25	28
销售费用	286	292	313	342	361
管理费用	163	180	186	199	205
研发费用	57	62	59	66	72
财务费用	-10	-12	-9	-1	6
资产和信用减值损失	-7	-11	-9	-12	-12
其他收益	24	21	23	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	4	4	4	4
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	71	45	107	144	186
营业外收入	6	6	6	6	6
营业外支出	3	4	5	4	5
利润总额	75	46	108	146	188
所得税	8	8	19	26	34
净利润	66	38	88	119	154
少数股东损益	-4	-3	-6	-8	-11
归属母公司净利润	71	40	94	128	164
EBITDA	129	101	162	191	237
EPS (元/股)	0.13	0.07	0.17	0.23	0.29

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-1.7	-9.4	12.6	12.6	9.1
营业利润 (%)	142.1	-37.4	138.2	35.1	29.5
归属母公司净利润 (%)	129.0	-42.9	133.6	35.5	28.8
获利能力					
毛利率 (%)	29.1	32.8	33.0	33.6	34.2
净利率 (%)	3.4	2.2	4.5	5.4	6.4
ROE (%)	2.4	1.4	3.2	4.2	5.3
ROIC (%)	1.3	0.3	2.1	3.1	4.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.8	16.0	14.7	18.9	19.2
净负债比率 (%)	-33.0	-33.9	-31.2	-27.9	-27.9
流动比率	5.3	5.6	6.5	4.4	4.3
速动比率	3.1	3.7	4.2	2.7	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	32.8	60.1	35.0	25.0	23.0
应付账款周转率	12.5	8.7	13.0	14.0	15.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.07	0.17	0.23	0.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.39	0.15	0.17	0.29
每股净资产 (最新摊薄)	4.99	4.92	4.98	5.06	5.23
估值比率					
P/E	76.7	134.3	57.5	42.4	32.9
P/B	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA	34.7	43.9	27.9	24.1	19.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686