

2025 年 05 月 14 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

盈利边际修复，经营环比改善

—煌上煌（002695.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

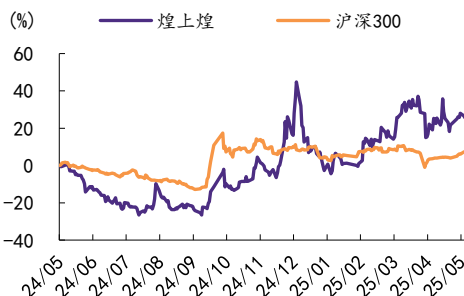
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-05-13

当前股价（元）	10.16
总市值（亿元）	57
总股本（百万股）	559
流通股本（百万股）	511
52 周价格范围（元）	5.97-11.77
日均成交额（百万元）	94.12

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《煌上煌（002695）：经营状况环比改善，毛利率同比提升》2024-08-28
- 2、《煌上煌（002695）：毛利率提升对冲费率上行，盈利能力相对平稳》2024-04-30
- 3、《煌上煌（002695）：低基数下业绩高增，经营提效拐点初现》2024-03-30

近日，煌上煌发布 2024 年年报与 2025 年一季报。2024 年总营业收入 17.39 亿元（同减 9%），主要系门店端压力增加，归母净利润 0.40 亿元（同减 43%），扣非净利润 0.41 亿元（同减 16%）。2024Q4 总营业收入 2.87 亿元（同减 16%），归母净亏损 0.38 亿元（2023 年同期亏损 0.30 亿元），扣非净亏损 0.23 亿元（2023 年同期亏损 0.39 亿元）。2025Q1 营收 4.46 亿元（同减 3%），归母净利润 0.44 亿元（同增 36%），扣非归母净利润 0.39 亿元（同增 48%）。

投资要点

原材料成本优化，盈利能力边际修复

2024 年/2025Q1 毛利率分别同比 +4pct/-0.4pct 至 32.76%/35.21%，主要系鸭副产品原料采购价格同比下降所致，公司针对市场价格波动趋势做战略储备，预计持续平滑原料综合成本，毛利率红利持续释放。2024 年/2025Q1 销售费用率分别同比 +2pct/-3pct 至 16.80%/10.88%，管理费用率分别同比 +2pct/+0.1pct 至 10.36%/9.22%，费用管控效果良好，2024 年/2025Q1 净利率分别同比 -1pct/+3pct 至 2.17%/9.81%。

主营产品营收承压，闭店压力增加

2024 年公司鲜货/包装/米制品业务营收分别为 12.09/0.49/3.51 亿元，分别同减 14%/10%/2%，受到门店关停影响，鲜货、包装、米制品产品营收同比表现承压。截至 2024 年末，公司专卖店共 3660 家（较年初净减少 837 家），其中直营/加盟门店分别为 241/3419 家，外部需求持续疲软下，公司闭店压力提升，后续公司推动品牌年轻化，提升门店存活率，通过数字化升级等方式改善企业运营能力。

盈利预测

2024 年子公司真真老老合作方仓储火灾损失 1617 万元，叠加商誉减值计提 1075 万元影响净利润表现，公司前期推进长尾门店关停，强化加盟商指导，持续优化单店经营质量，闭店趋于稳定，目前公司单店缺口持续收窄，同店表现环比优化，原材料价格红利持续释放，剔除短期波动影响，我们看

好公司经营逐步重回正轨。根据 2024 年年报与 2025 年一季报，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.14/0.18/0.21 元，当前股价对应 PE 分别为 71/57/48 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、外部需求不及预期、成本回落不及预期、开店节奏不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	1,739	1,778	1,931	2,117
增长率（%）	-9.4%	2.2%	8.6%	9.6%
归母净利润（百万元）	40	80	99	118
增长率（%）	-42.9%	98.8%	23.8%	19.2%
摊薄每股收益（元）	0.07	0.14	0.18	0.21
ROE（%）	1.5%	2.9%	3.5%	4.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,128	1,276	1,373	1,449
应收款	51	54	58	64
存货	455	464	501	547
其他流动资产	220	233	252	274
流动资产合计	1,854	2,027	2,184	2,333
非流动资产：				
金融类资产	20	20	20	20
固定资产	917	875	837	781
在建工程	167	147	127	127
无形资产	188	179	170	161
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	156	156	156	156
非流动资产合计	1,428	1,357	1,290	1,225
资产总计	3,282	3,384	3,474	3,558
流动负债：				
短期借款	0	50	70	70
应付账款、票据	138	139	143	148
其他流动负债	176	176	176	176
流动负债合计	328	380	405	412
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	198	198	198	198
非流动负债合计	198	198	198	198
负债合计	526	577	603	610
所有者权益				
股本	559	559	559	559
股东权益	2,756	2,807	2,871	2,949
负债和所有者权益	3,282	3,384	3,474	3,558

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	38	75	93	111
少数股东权益	-3	-5	-6	-8
折旧摊销	72	71	67	64
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	112	-23	-55	-67
经营活动现金净流量	219	118	99	101
投资活动现金净流量	-68	61	58	56
筹资活动现金净流量	-3	26	-9	-33
现金流量净额	149	205	148	123

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,739	1,778	1,931	2,117
营业成本	1,169	1,191	1,287	1,405
营业税金及附加	20	18	19	21
销售费用	292	299	321	347
管理费用	180	183	197	214
财务费用	-12	-34	-36	-38
研发费用	62	64	69	76
费用合计	523	512	551	599
资产减值损失	-11	-3	2	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5
营业利润	45	87	108	127
加：营业外收入	6	6	6	6
减：营业外支出	4	3	3	3
利润总额	46	90	111	130
所得税费用	8	15	18	20
净利润	38	75	93	111
少数股东损益	-3	-5	-6	-8
归母净利润	40	80	99	118

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-9.4%	2.2%	8.6%	9.6%
归母净利润增长率	-42.9%	98.8%	23.8%	19.2%
盈利能力				
毛利率	32.8%	33.0%	33.4%	33.7%
四项费用/营收	30.1%	28.8%	28.5%	28.3%
净利率	2.2%	4.2%	4.8%	5.2%
ROE	1.5%	2.9%	3.5%	4.0%
偿债能力				
资产负债率	16.0%	17.1%	17.4%	17.1%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	33.9	33.2	33.2	33.2
存货周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.07	0.14	0.18	0.21
P/E	140.8	70.8	57.2	48.0
P/S	3.3	3.2	2.9	2.7
P/B	2.1	2.0	2.0	1.9

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面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，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。