

## 煌上煌 (002695.SZ)

## 数字化赋能营销和产品端，并购预期有望打开新增长曲线

| 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    | 88    | 119   | 154   |
| 增长率 yoy (%)  | 129.0 | -42.9 | 118.4 | 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  | 0.16  | 0.21  | 0.27  |
| P/E (倍)      | 83.1  | 145.5 | 66.6  | 49.2  | 38.2  |
| P/B (倍)      | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.0   |

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**5月24日，“破界·向新而生”煌上煌2025年全国营销峰会隆重召开，会上明确了“向善、守正、敬业、利他”的核心理念，提出六大升级路径（品牌觉醒、商品革新、业态裂变等），并宣布**营销数智平台正式上线**，旨在打通全域数据赋能终端运营。

**数智平台正式上线，创新赋能提质增效。**大会举行煌上煌营销数智平台正式上线启动仪式，标志着公司数字化营销体系迈入新阶段。该营销中台整合全域数据资源，打通线上线下业务场景，通过智能化分析、精准化运营与敏捷化响应，赋能终端门店、加盟商及消费者全链路管理。公司依托自主研发的营销自动化平台，构建360°动态用户画像系统（年龄、消费频次、口味偏好、地理位置），积极推动品牌全国化、年轻化，以手撕酱鸭等爆品为抓手，精准渗透Z世代聚集的社交平台，借助音乐节、文旅等多元场景破圈出海。

**手撕酱鸭入选官方认证“南昌三绝”，爆款单品强化差异化壁垒。**5月25日，江西美食巡回赛南昌站在万寿宫火热开启，江西省文化和旅游研究推广协会、中国赣菜品牌推广中心根据历史文化渊源、大众口碑调研、消费数据评估等多个维度，将手撕酱鸭收录“南昌三绝”（与拌粉、瓦罐汤并列）。

- 工艺方面**，手撕酱鸭采用非遗酱卤工艺，采用28味植物香辛料入味，从选料、腌制到卤制历经32道工序；
- 产品开发方面**，公司推出充氮包装系列产品，研制手撕酱鸭拆解设备；
- 营销方面**，公司围绕手撕酱鸭，打造手撕酱鸭第一品牌，推动手撕酱鸭成为消费者尤其是年轻消费群体的“网红新品”；此外，公司还借助“江西名片战”打造酱鸭特产店模型，打造手撕酱鸭江西名片，实现高势能渠道江西特产礼属性。

**门店策略：数字化提质增效，科学优化结构。**截至2024年底，公司门店数量为3660家，较年初净闭店837家，门店拓展不及预期，门店单店收入短期承压。展望2025年，公司将更加科学地注重老市场深耕和新市场拓展。

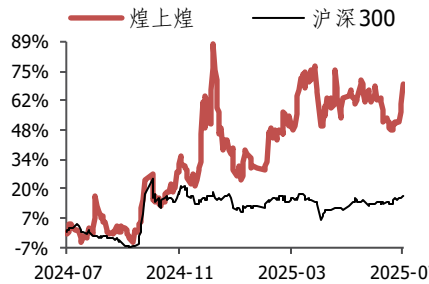
- 老市场深耕**，公司将运用营销中台会员系统能力和社群运营管理，实现公域(外卖到家、到店团购)获客导入会员中心，构建完整的会员运

## 买入（维持评级）

## 股票信息

|                 |          |
|-----------------|----------|
| 行业              | 食品饮料     |
| 2025年7月4日收盘价(元) | 10.49    |
| 总市值(百万元)        | 5,868.55 |
| 流通市值(百万元)       | 5,363.65 |
| 总股本(百万股)        | 559.44   |
| 流通股本(百万股)       | 511.31   |
| 近3月日均成交额(百万元)   | 104.39   |

## 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

- 《门店经营承压，成本持续改善》2025-04-17
- 《门店拓展放缓&单店收入承压，毛利率有所改善》2024-09-03

管体系；推动门店管理和迭代，优化多元化培训体系；

- (2) **新市场拓展**，公司将构建智能化选址决策平台，基于地理信息分析与大数据建模，驱动精准化扩张，提升门店存活率；聚焦重点核心城市，提升高势能店的开发和占比。

**产品策略：爆款与新品共振，积极寻找优质并购标的。公司产品主要包括鲜货产品、米制品业务。**

- (1) **鲜货产品**，公司围绕手撕酱鸭主打产品，开发特色口味和不同包装形态产品，2024 年推出爆辣手撕酱鸭、卤味随心杯、炸卤等新品，奠定卤味基本盘；
- (2) **米制品**，公司不断优化粽类中短保锁鲜工艺、一次蒸煮 2.0 工艺，今年推出了新品卤牛肉粽、牛腩粽在特定渠道如会员制超市销售，市场反响良好，销量逐步上升；同时拓展青团、糕团、八宝饭、年糕等第二曲线，推动米制品饮品的开发，实现与卤味的深度融合。

公司拥有较强的供应链和投后管理能力，未来有望通过外延并购丰富产品矩阵。此前 2015 年公司收购了嘉兴市真真老老 67%的股权，2023 年增资将股权提升至 94%，米制品目前已成为公司第二大业务。去年公司终止了收购潮州糖果老字号展翠食品，公司目前正在积极寻找优质并购标的，有望迎来新增长曲线。

**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，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。同时，积极寻找优质并购标的，提供长期增长动能。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 0.88/1.19/1.54 亿元，分别同比增长 118%/36%/29%；对应 PE 估值分别为 67/49/38X，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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 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   |
| <b>非流动资产</b>   | 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   |
| <b>资产总计</b>    | 3361  | 3282  | 3262  | 3479  | 3594  |
| <b>流动负债</b>    | 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   |
| <b>非流动负债</b>   | 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   |
| <b>负债合计</b>    | 564   | 526   | 480   | 658   | 690   |
| 少数股东权益         | 4     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 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  | 2781  | 2819  | 2901  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3361  | 3282  | 3262  | 3479  | 3594  |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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     |
| <b>投资活动现金流</b> | -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     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 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  |
| <b>现金净增加额</b>  | 102   | 0     | -79   | -81   | 23    |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 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     |
| <b>营业利润</b>     | 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     |
| <b>利润总额</b>     | 75    | 46    | 108   | 146   | 188   |
| 所得税             | 8     | 8     | 19    | 26    | 34    |
| <b>净利润</b>      | 66    | 38    | 88    | 119   | 154   |
| 少数股东损益          | -4    | -3    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 71    | 40    | 88    | 119   | 154   |
| EBITDA          | 129   | 101   | 162   | 191   | 237   |
| EPS (元/股)       | 0.13  | 0.07  | 0.16  | 0.21  | 0.27  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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 | 118.4 | 35.5  | 28.8  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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   | 4.1   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.13  | 0.07  | 0.16  | 0.21  | 0.27  |
| 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  | 4.97  | 5.04  | 5.19  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 83.1  | 145.5 | 66.6  | 49.2  | 38.2  |
| P/B             | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.0   |
| EV/EBITDA       | 38.2  | 48.4  | 30.8  | 26.5  | 21.2  |

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：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
 邮编：100031  
 传真：86-10-88366686