

2025 年 09 月 15 日

主业利润改善，收购立兴进军冻干食品

煌上煌(002695)

► 上半年成本下降+费用优化推动利润改善

公司上半年实现营业收入 9.84 亿元，同比下降 7.19%；归母净利润 7691.99 万元，同比增长 26.90%；扣非净利润增幅达 40.27%。

收入端来看，酱卤制品门店继续推进门店调整优化，上半年净关店 762 至 2898 家，期间单店营收下滑收窄，经过门店调整优化，特别是创新尝试终端生动化、烟火气模型，打造新一代烟火气的新鲜卤味门店，截止期末单店营收重回增长态势；米制品维持稳健。

利润端来看，得益于原材料价格下行带来的生产成本回落，酱卤制品毛利率同比提升 2.23pct；另一方面公司人工成本、市场投入的线上线下促销费用等销售费用较去年同期大幅减少，销售费用额同比下降 27.38%。

综合来看，公司上半年实现净利率 7.79%，同比提升 2.08pct，经营效率明显改善；相应的实现归母净利润 0.77 亿元，同比+26.9%。

► 收购立兴食品，布局冻干食品领域

公司拟收购福建立兴食品 51%的股权，立兴食品是冻干食品领域领军企业，收购完成后公司将拥有立兴食品的控股权地位，立兴食品将成为公司的控股子公司。

随着 FD 冻干技术的广泛应用，全球冻干食品市场未来五年复合增长率将达 8.2%，2024 年全球冻干食品市场规模达到 830 亿元。冻干食品在国内处于快速发展期，国内冻干食品市场 2023 年达到 285 亿以上规模，未来五年年化增速将达到 13.5%。随着技术成本下降和市场教育深化，冻干食品正从“小众功能性食品”快速渗透至日常饮食场景，成为食品产业升级的重要方向。未来受益于政策支持、健康需求提升、冻干食品优势不断被认可、冻干食品工艺不断成熟等因素，冻干食品有望保持较好发展态势。

立兴食品成立于 2006 年，秉持 OEM 与自有品牌并行的发展战略，其冻干产品涵盖果蔬、方便速食、乳制品、饮品、糖果等多个品类，享有“全品类冻干大师”的美誉。产品不仅在国内市场热销，更远销海外多个国家和地区，稳居国内冻干食品制造业的龙头地位。在 B 端市场，立兴食品与三只松鼠、良品铺子、茶颜悦色、瑞幸、玛氏、安利、沃尔玛、山姆、雀巢、伊利等知名企业建立了长期合作关系，尤其近两年为山姆代工的多款产品，其技术实力备受客户赞誉。近年来，公司亦积极拓展自有品牌，借助线上电商平台及线下零食量贩门店，如淘宝、拼多多、鸣鸣很忙等，直接触达 C 端消费者，持续吸引年轻群体。同时，公司积极布局

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	13.67
股票代码：	002695
52 周最高价/最低价：	16.48/5.88
总市值(亿)	76.48
自由流通市值(亿)	69.90
自由流通股数(百万)	511.34



分析师：寇星
邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040004
联系电话：

分析师：卢周伟
邮箱：luzw@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520100001
联系电话：

华西食品饮料团队首次覆盖

国际市场，产品已出口至欧盟、美国、日本、韩国等国家和地区；根据厦门海关，公司 2024 年出口额同比增长 60%。

立兴食品承诺 2025-2027 年经审计扣非净利润分别不低于 7500/8900/10000 万元。2025 年上半年立兴净利润已超过业绩对赌一半，下半年随着业务推进，全年对赌业绩有望顺利完成。2026-2027 年随着公司 B 端客户合作不断深入、C 端自主品牌打造渐入佳境，我们看好收入和利润规模持续提升，业绩对赌有望顺利完成，同时通过业绩对赌的方式亦是对公司中长期发展保驾护航。

投资建议

我们预计公司 25-27 年营业收入 17.63/23.78/26.09 亿元，分别同比+1.3%/+34.9%/+9.7%；25-27 年 EPS 分别为 0.14/0.23/0.28 元，对应 2025 年 9 月 12 日 13.67 元/股收盘价，PE 估值分别为 96/59/49 倍。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

并购进程不及预期、原材料成本上涨、行业竞争加剧、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,921	1,739	1,763	2,378	2,609
YoY (%)	-1.7%	-9.4%	1.3%	34.9%	9.7%
归母净利润 (百万元)	71	40	80	129	156
YoY (%)	129.0%	-42.9%	98.1%	61.7%	20.9%
毛利率 (%)	29.1%	32.8%	32.3%	33.0%	33.4%
每股收益 (元)	0.12	0.07	0.14	0.23	0.28
ROE	2.5%	1.5%	2.9%	4.4%	5.1%
市盈率	110.24	189.86	95.72	59.20	48.97

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

1. 中报点评：收入端承压，利润表现亮眼.....	4
2. 收购立兴食品，布局冻干食品领域.....	8
2.1. 冻干食品行业兴起，立兴具备竞争优势.....	9
2.2. 立兴 OEM 和自有品牌并重，业绩对赌为发展护航.....	11
3. 盈利预测与估值.....	14
4. 风险提示.....	15

图表目录

图 1 公司营业收入情况（亿元）.....	4
图 2 公司单季度收入情况（亿元）.....	4
图 3 公司举办“一起向上鸭”品牌活动.....	5
图 4 公司新品“酱香鹤鹑”.....	5
图 5 公司上半年业务格局.....	5
图 6 公司上半年分业务情况.....	5
图 7 公司门店数量变化情况.....	6
图 8 公司单店营收回升（万元）.....	6
图 9 公司上半年业务格局.....	6
图 10 公司上半年分业务情况.....	6
图 11 公司毛利率回升.....	7
图 12 酱卤肉制品毛利率改善.....	7
图 13 上半年公司核心原材料价格回落明显.....	7
图 14 公司 H1 期间费用率变动情况.....	8
图 15 公司销售费用率情况.....	8
图 16 公司净利率情况.....	8
图 17 公司归母净利润情况（亿元）.....	8
图 18 公司并购立兴食品基本情况.....	8
图 19 代表性的冻干食品品类.....	9
图 20 冻干食品优势总结.....	10
图 21 冻干食品品类拆分.....	10
图 22 代表性的冻干食品企业分析.....	10
图 23 立兴食品成立近 20 年.....	11
图 24 立兴主要的冻干食品品类.....	11
图 25 立兴生产技术领先.....	12
图 26 立兴中标多个冻干食品项目.....	12
图 27 立兴代言人刘仪伟.....	12
图 28 立兴代工多款山姆产品.....	13
图 29 立兴食品盈利能力.....	13
图 30 立兴食品财务指标.....	13
图 31 立兴承诺 25-27 年扣非净利润（亿元）.....	14
图 32 公司收入拆分预测.....	15
图 33 可比公司估值对比.....	15

1. 中报点评：收入端承压，利润表现亮眼

2025 年上半年，公司实现营业收入 9.84 亿元，同比下降 7.19%，其中核心主业肉制品加工业务同比下降 11.65%，主要受消费场景变化影响，酱卤肉制品加工业老店单店收入持续同比下降，同时公司门店拓展不达预期，门店数量出现负增长，使得收入同比下降。

图 1 公司营业收入情况（亿元）

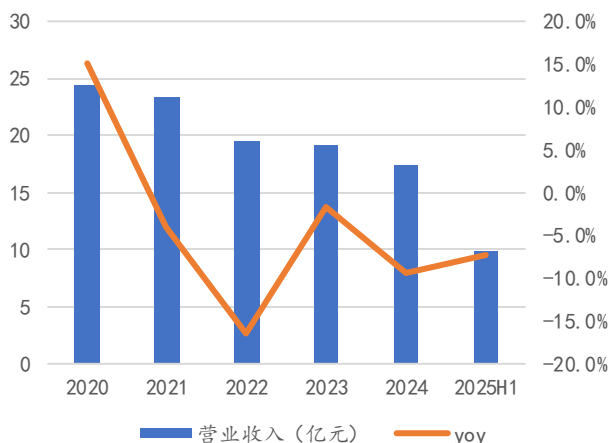
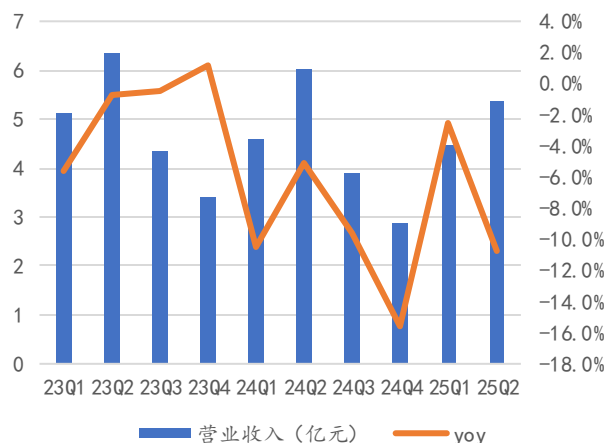


图 2 公司单季度收入情况（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

资料来源：wind、华西证券研究所

虽然外部环境变化较大，面对卤味赛道的参与主体多元化的竞争格局，为了逐步打造业绩增长点和品牌差异化，公司管理层在品牌营销、新品研发、终端门店赋能等方面持续发力，不断拓宽新兴消费场景，增强酱卤食品的刚需属性，打造差异化商品，摆脱行业同质化困境，升级消费终端体验，提升产品的情绪价值。

上半年公司落地推动了加速品牌年轻化、强化商品企划、门店终端赋能等动作，推动煌上煌竞争力不断提升。**品牌年轻化方面**，公司围绕消费者需求，统筹策划了《过红火年、吃煌上煌》、《一起向上鸭》等全国性联动活动，创新策划江西美巡赛、其中手撕酱鸭节获 2025 年实战金奖策划；聚焦年轻客群，先后参与《巨浪音乐节》、《巨星演唱会》等活动，加速品牌年轻化建设。**商品企划方面**，公司一方面进一步梳理商品管理系列，遵循推陈出新原则，推进鲜货、乐鲜装、包装产品等系列 SKU 的优胜劣汰，另一方面创新产品的工艺和风味，提升产品品质和服务，上半年陆续推出手撕鹌鹑、荣昌卤鹅、酱油鸭等系列新品，同时持续打造“手撕酱鸭”核心大单品，收入占比达到 22%。

图3 公司举办“一起向上鸭”品牌活动



资料来源：公司官网、华西证券研究所

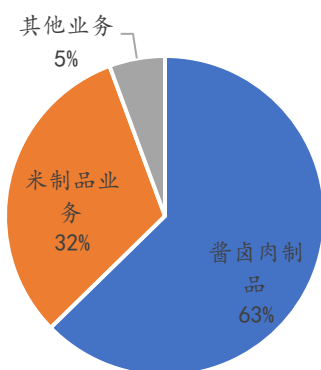
图4 公司新品“酱香鹤鹑”



资料来源：公司官网、华西证券研究所

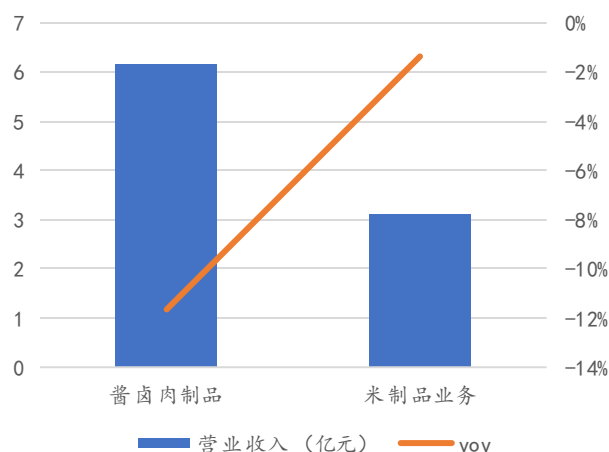
分产品来看，上半年酱卤肉制品和米制品业务分别实现营收6.17/3.12亿元，分别同比-11.65%和-1.36%，酱卤肉制品受行业需求和竞争影响，增长承压；以粽子为核心的米制品业务表现平稳。

图5 公司上半年业务格局



资料来源：wind、华西证券研究所

图6 公司上半年分业务情况

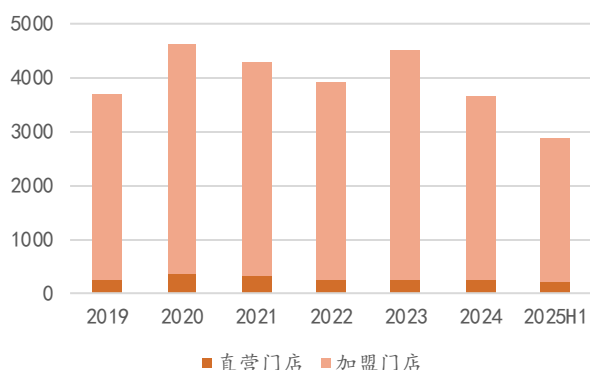


资料来源：wind、华西证券研究所

门店数量来看，截至6月底，公司拥有2,898家专卖店，其中直营门店194家、加盟店2704家，销售网络覆盖了全国28个省份及直辖市。公司门店数量较2024年年底的3660家门店减少762家，开店进程依旧承压，但公司在不断推进门店优化。

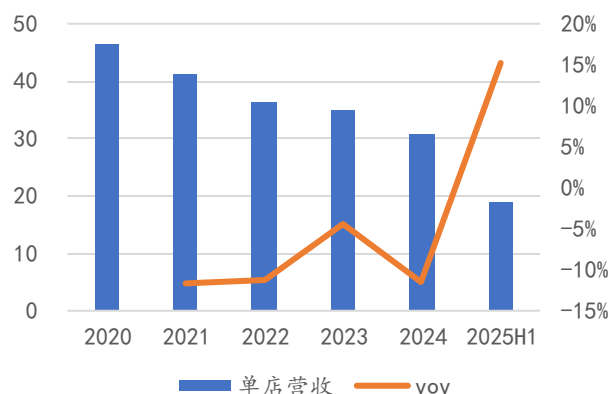
单店营收来看，得益于公司持续优化门店结构，不断落地品牌营销活动，吸引年轻消费者进店消费，特别是创新尝试终端生动化、烟火气模型，打造新一代烟火气的新鲜卤味门店，截止期末单店营收重回增长态势，门店质量持续优化。

图7 公司门店数量变化情况



资料来源：wind、华西证券研究所

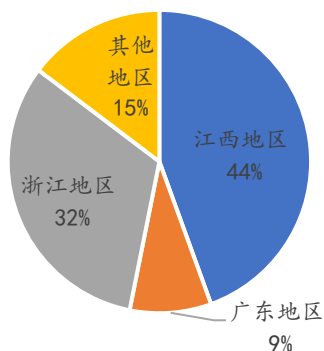
图8 公司单店营收回升（万元）



资料来源：wind、华西证券研究所

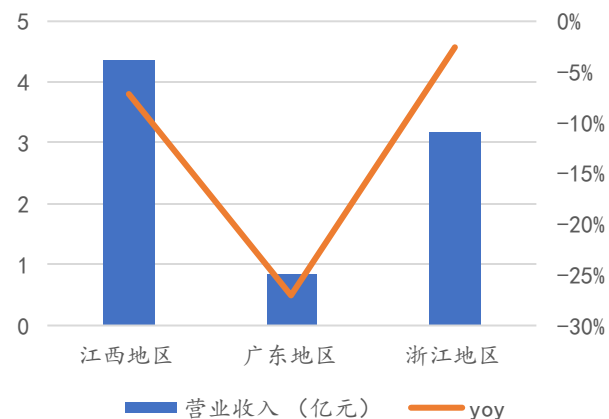
分地区来看，上半年公司三大核心市场江西/广东/浙江分别实现营业收入4.38/0.86/3.16亿元，分别同比-7.13%/-27.03%/-2.56%，广东地区体量较小，表现较差，大本营江西市场稳中略降，浙江地区因米制品业务提振表现最佳。

图9 公司上半年业务格局



资料来源：wind、华西证券研究所

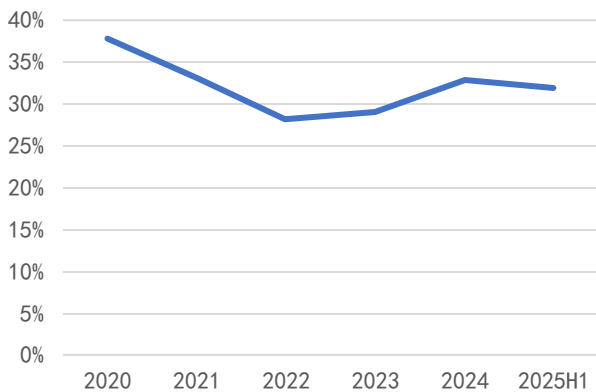
图10 公司上半年分业务情况



资料来源：wind、华西证券研究所

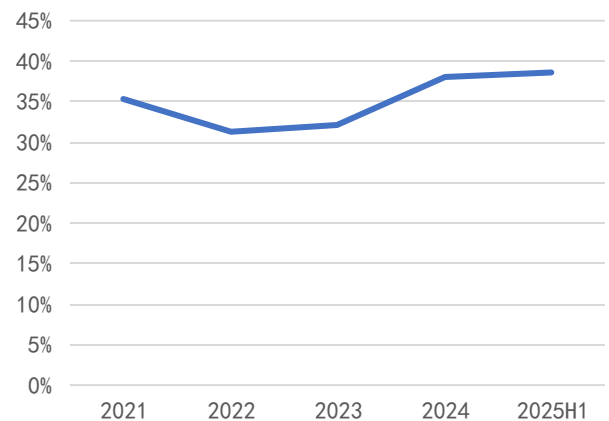
成本端来看，公司上半年实现毛利率31.96%，同比-0.47pct，拆分产品来看，酱卤肉制品和米制品毛利率分别为38.61%和21.92%，分别同比+2.23pct和-4.06pct，酱卤制品毛利率提升较为明显。酱卤制品毛利率提升较多主要系核心原材料价格波动带来生产成本的下降，其中鸭脖、鸭翅、冻新鸭等相关鸭副产品原料市场价格仍处于低位。公司持续贯彻执行主要原材料战略储备管理制度，在行情低位的时候加大采购力度逐步拉低部分主要原材料的加权平均成本，生产成本的逐步回落带来酱卤肉制品业务综合毛利率的稳步回升。

图 11 公司毛利率回升



资料来源：wind、华西证券研究所

图 12 酱卤肉制品毛利率改善



资料来源：wind、华西证券研究所

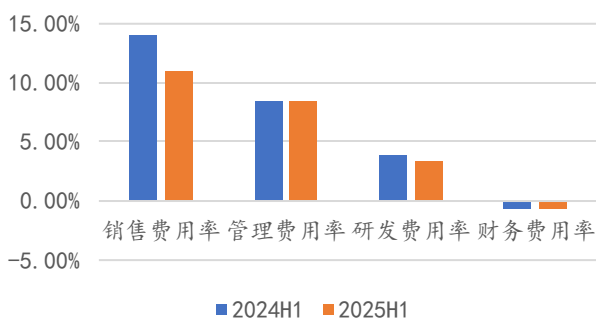
图 13 上半年公司核心原材料价格回落明显

	主要原材料	2025 年上半年平均采购价格 (元/kg)	2024 年上半年平均采购价格 (元/kg)	增减幅度%
1	鸭颈	5.98	9.75	-38.70%
2	鸡翅尖	7.29	10.75	-32.17%
3	鸭翅	10.34	13.14	-21.35%
4	鸭肫	17.87	21.21	-15.71%
5	冻新鸭	22.65	24.87	-8.92%
6	口条	33.50	36.44	-8.07%

资料来源：wind、华西证券研究所

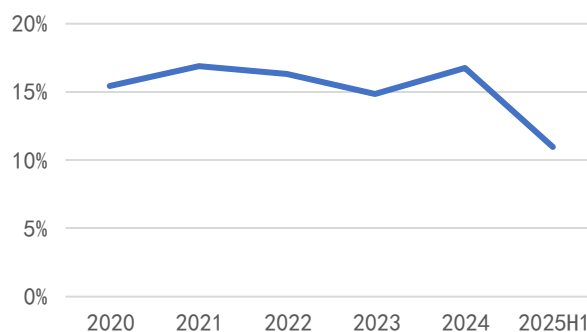
费用端来看，上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为10.97%/8.54%/3.31%/-0.75%，分别较去年同期-3.05/+0.15/-0.51/-0.11pct，其中人工成本、市场投入的线上线下促销费用等销售费用较去年同期大幅减少，销售费用额和费用率下降较多，带动公司期间费用率下降3.52pct。综合来看，公司上半年实现净利率7.79%，同比提升2.08pct，经营效率明显改善；相应的实现归母净利润0.77亿元，同比+26.9%。

图 14 公司 H1 期间费用率变动情况



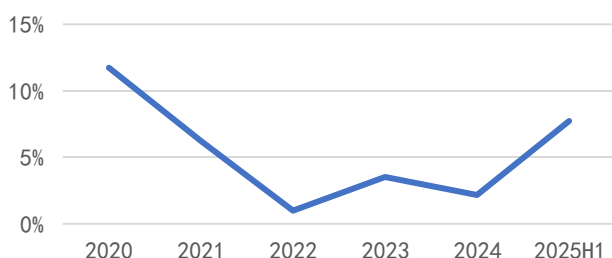
资料来源：wind、华西证券研究所

图 15 公司销售费用率情况



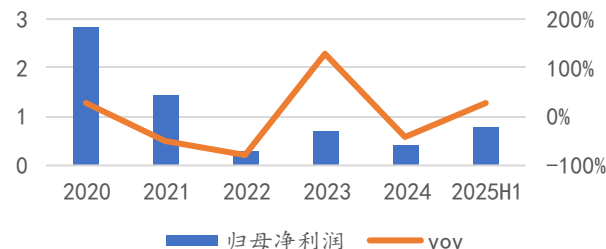
资料来源：wind、华西证券研究所

图 16 公司净利率情况



资料来源：wind、华西证券研究所

图 17 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

2. 收购立兴食品，布局冻干食品领域

近年来国内消费市场呈现多元化格局，“健康+便捷+情绪价值”将逐步引领市场驱动逻辑，为不断拓宽新兴消费场景、丰富公司产品矩阵，以满足消费者日益增长的多元化需求，从而进一步提升公司核心竞争力，加快实现公司提出的发展战略目标，公司并购福建立兴食品，进军食品冻干领域。

立兴食品是冻干食品领域领军企业，公司拟收购立兴食品 51% 的股权，股权交易价格为 4.947 亿元，收购完成后公司将拥有立兴食品的控股权地位，立兴食品将成为公司的控股子公司。

图 18 公司并购立兴食品基本情况

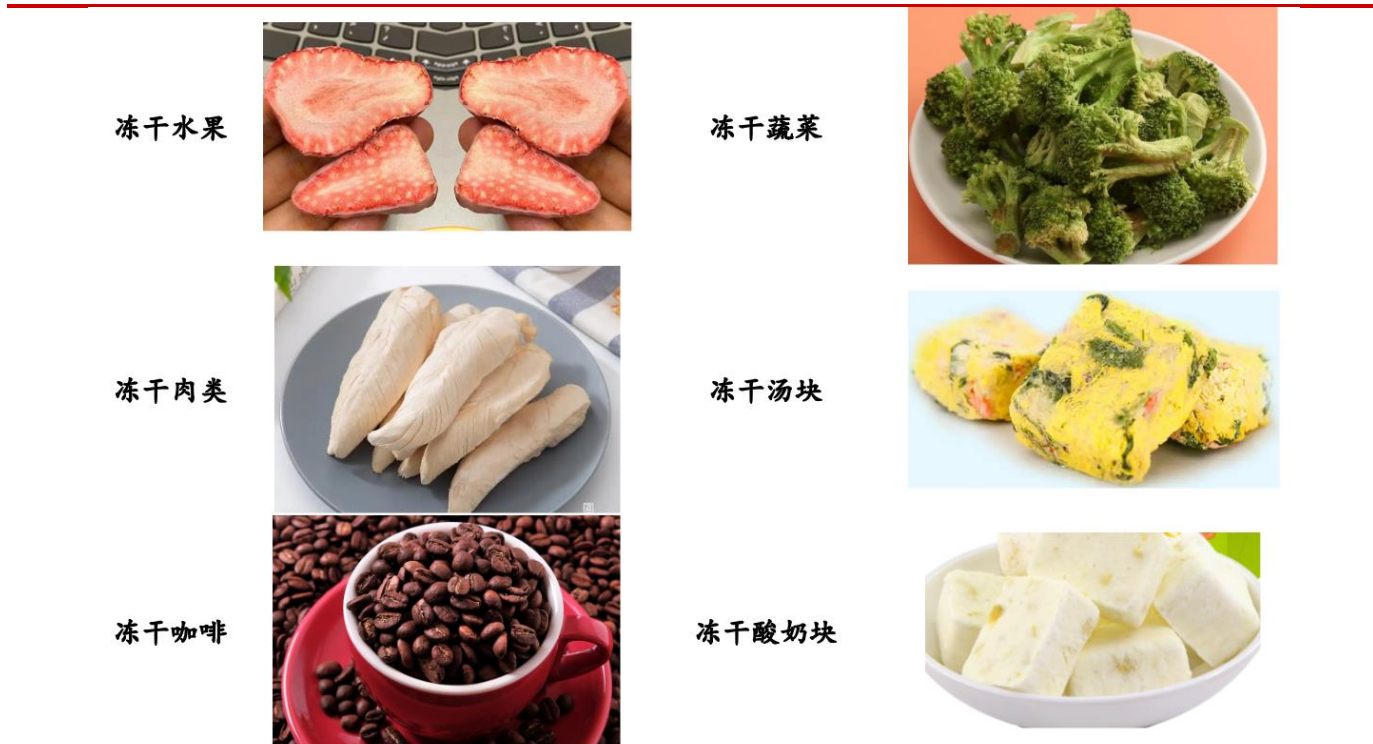
标的	福建立兴食品股份有限公司
收购比例	51%，实现控股，纳入合并报表范围
交易价格	4.947 亿元
标的估值	立兴食品 100% 股权估值为 9.7 亿元
业绩承诺：	2025/2026/2027 扣非净利润不低于 7500/8900/10000 万元，三年累计净利润 26400 万元，平均每年扣非净利润不低于 8800 万元

资料来源：wind、华西证券研究所

2.1. 冻干食品行业兴起，立兴具备竞争优势

真空冷冻干燥食品（FD 食品）是一项将冷冻、真空和干燥相结合的高端食品加工工艺，通过将物料预冻后在真空环境中升华脱水，最大限度的保留原有营养成分和形态。国内冷冻干燥技术兴起于 1950 年代，逐步应用于食品加工行业，涵盖蔬菜、水果、肉类、汤块及方便食品，覆盖品类和消费场景不断丰富。冻干食品的场景适配性远超传统食品，随着技术成本下降和市场教育深化，冻干食品正从“小众功能性食品”快速渗透至日常饮食场景，成为食品产业升级的重要方向。

图 19 代表性的冻干食品品类



资料来源：百度图片、华西证券研究所

冻干食品通过“低温锁鲜+真空脱水”的核心工艺，在营养保留、口感体验、健康安全、便捷等方面较传统加工产品有明显的优势。营养层面，冻干食品的营养成分的保留率远超传统加工食品，特别是对有些热敏的活性成分的保留更加稳定；口感层面，冻干食品通过冷冻干燥的技术使得食材形成多孔疏松的微观结构，口感酥脆，且能保留食材的天然风味；保鲜层面，冻干食品通过极致脱水从根源抑制微生物滋生，无需依赖防腐剂即可实现 12-24 个月的长保质期，配料表更为简洁；便捷性层面，冻干食品脱水后体积压缩明显，且无需冷藏，成为便捷食品的代表。

参考中研普华数据，随着 FD 冻干技术的广泛应用，全球冻干食品市场未来五年复合增长率将达 8.2%，2024 年全球冻干食品市场规模达到 830 亿元。冻干食品在国内处于快速发展期，国内冻干食品市场 2023 年达到 285 亿元以上规模，未来五年年化增速将达到 13.5%。未来受益于政策支持、健康需求提升、冻干食品优势不断被认可、冻干食品工艺不断成熟等因素，冻干食品有望保持较好发展态势。国内冻干食品主要包含水果、蔬菜等品类，其中水果类冻干是需求最大的品类，

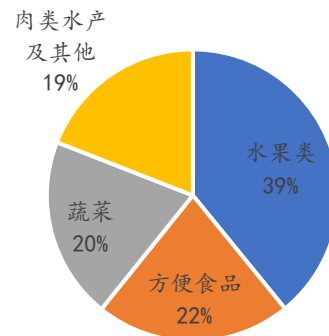
占比达到 39.2%；其次是方便食品，占比 21.7%，蔬菜、肉类水产及其他类，占比分别为 20.2%、19.1%。

图 20 冻干食品优势总结

优势维度	核心特点
核心工艺	低温锁鲜 + 真空脱水
营养保留	营养保留率高，热敏活性成分稳定
口感体验	口感酥脆，保留天然风味
健康安全	无需防腐剂，长保质期，配料简洁
便捷性	体积压缩，无需冷藏

资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

图 21 冻干食品品类拆分



资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

冻干食品在国内仍有较大的成长机会和空间，得益于 1) 随着健康消费需求升级，冻干食品相较于传统工艺对于营养物质留存率愈发受到消费者认可，符合健康产品升级的大趋势；2) 快节奏生活下，冻干食品即食/3 分钟复水在家庭消费、户外通勤、餐饮工业等场景中优势明显，越来越多被消费者选择；3) 冻干食品行业随着工艺不断成熟，国产设备突破，技术成本下降，越来越多的企业参与规模化生产，使得产品价格下行，参与者越来越多。

冻干食品国内参与企业众多，呈现较为明显的区域集群效应，但格局仍然相对分散，技术与场景化差异成为关键。具体来看，冻干食品参与者众多，既有专门的冻干食品食品生产制造商，以立兴食品、新三和为代表，也有零食品牌企业参与，如好想你、三只松鼠，亦有安琪酵母、伊利等综合型企业参与，行业内中小企业多聚焦于单一品类，龙头企业借助规模和工艺优势，集中度有望进一步提升。

区域格局来看，冻干食品产能形成了山东、福建、江苏三大产业集群，其中山东依托寿光蔬菜基地，福建凭借水果产业带，形成“原料-加工-销售”一体化集群，区域政策支持产业发展，推动产业集群格局成型。

图 22 代表性的冻干食品企业分析

	代表企业	核心优势	市场定位	典型产品/策略
代工巨头	立兴、新三和、星彩科技	产能规模（立兴年产 6000 吨）、技术壁垒（FD 宇航冻干）	B 端为主（山姆、盒马代工）	冻干咖啡粉、速食汤料（新三和）
品牌零售商	三只松鼠、良品铺子、来伊份	渠道与品牌认知（线上+线下）	C 端休闲零食（冻干水果/酸奶块）	三只松鼠冻干草莓、良品铺子冻干芒果
综合型企业	安琪酵母、伊利、今麦郎	产业链协同（安琪酵母+冻干，伊利乳制品延伸）	民用+工业双场景（家庭烘焙+餐饮原料）	安琪酵母抽提物汤料、伊利

资料来源：华西证券研究所

2.2. 立兴 OEM 和自有品牌并重，业绩对赌为发展护航

公司成立近 20 年，OEM 和自有品牌并重：立兴食品成立于 2006 年，是一家集产品研发、生产、制造、分销推广于一体的专业食品制造企业，专注于为企业提供一站式专业 OEM/ODM 贴牌代加工服务，同时也注重自有品牌建设，坚持 OEM 和自有品牌建设双轨并进的发展模式。

图 23 立兴食品成立近 20 年



资料来源：公司官网、华西证券研究所

全品类冻干大师，冻干制造龙头企业：公司冻干品类产品覆盖多个品类，既有传统的休闲零食，如冻干榴莲、酸奶块、黑巧魔方、坚果巧克力即食块，主打“0 添加”与功能性，也有利用 FD 技术保留传统美食风味的冻干速食与代餐，如冻干云吞面、免煮银耳羹、速食粥汤系列。公司在高端饮品和原料冻干维度竞争力领先，拥有冷萃冻干咖啡、植物萃取粉、有机香蕉粉，服务茶饮、乳制品企业；同时在婴童与康养食品布局，拥有婴幼儿辅食、冻干益生菌，以及针对银发群体的低糖、高纤维功能性产品。公司产品覆盖多元，被誉为“全品类冻干大师”，产品畅销国内并出口多个国家和地区，是国内冻干食品制造的龙头企业。

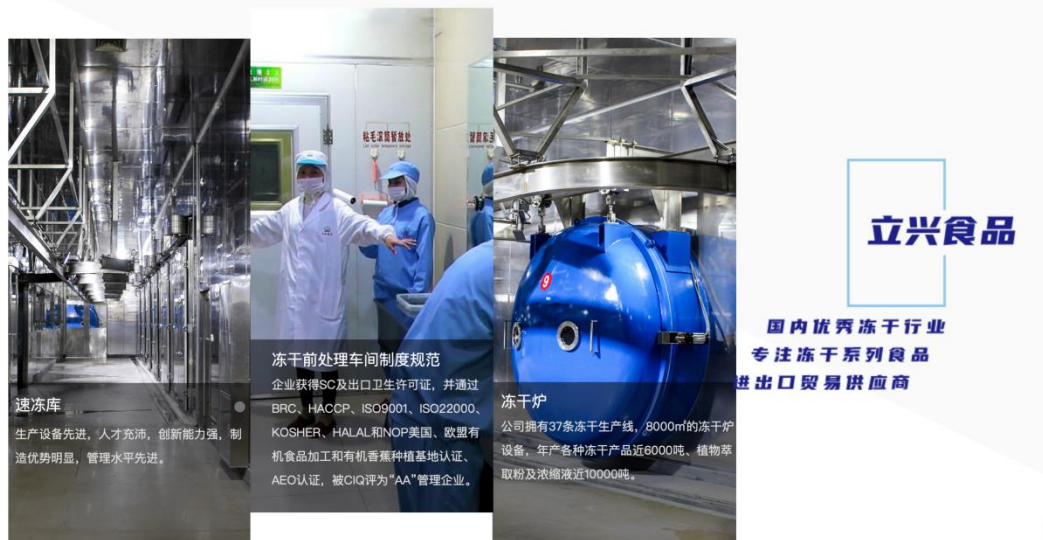
图 24 立兴主要的冻干食品品类



资料来源：公司官网、华西证券研究所

生产能力行业领先，标志技术实力获国家级认可：立兴食品拥有 37 条冻干生产线，8000 平方米的冻干炉设备，年产各种冻干产品近 6000 吨，植物萃取粉及浓缩液近 10000 吨，产能规模位居全国前列。2011 年公司产品搭载神州八号航天任务，成为“航天食品”，标志技术实力获国家级认可。

图 25 立兴生产技术领先



资料来源：公司官网、华西证券研究所

B 端客户为主，自主品牌蓄势待发：在 B 端市场，立兴食品与三只松鼠、良品铺子、茶颜悦色、瑞幸、玛氏、安利、沃尔玛、山姆、雀巢、伊利等知名企业建立了长期合作关系，尤其近两年为山姆代工的多款产品，其技术实力备受客户赞誉。近年来，公司亦积极拓展自有品牌，借助线上电商平台及线下零食量贩门店，如淘宝、拼多多、鸣鸣很忙等，直接触达 C 端消费者，持续吸引年轻群体。同时，公司积极布局国际市场，产品已出口至欧盟、美国、日本、韩国等国家和地区；根据厦门海关，公司 2024 年出口额同比增长 60%。

图 26 立兴中标多个冻干食品项目

福建立兴食品股份有限公司项目详情	
更新时间：2025-01-21	本月项目：2条 本周项目：1条
· 港中旅酒店有限公司咖啡制品及咖啡设备集采项目(标段五-客房冻干即溶咖啡-内地)中标结果公告	中标公告
关键词: 酒店 中旅 咖啡 客房	更新时间: 2025-01-21
· 港中旅酒店有限公司咖啡制品及咖啡设备集采项目(标段五-客房冻干即溶咖啡-内地)中标候选人公告	中标公告
关键词: 酒店 中旅 咖啡 客房	更新时间: 2025-01-15
· 冻干炒饭品质提升关键技术与系列产品开发结果公示	中标公告
关键词: 关键技术研究 关键技术 产品开发 关键	更新时间: 2024-09-20
· 某半成品副食加工采购结果公示(2024-JLYJTQ-F3008)	中标公告
关键词: 半成品	更新时间: 2024-08-21

资料来源：中国电力招标网、华西证券研究所

图 27 立兴代言人刘仪伟



资料来源：公司官网、华西证券研究所

代工多款山姆爆款，生产研发能力受客户认可：立兴食品与沃尔玛合作多年，为山姆代工多款冻干类产品，涉及多个品类，包含鲜萃黑巧克力、冻干益生菌凤梨草莓、冻干速溶咖啡粉等，冻干生产工艺受到以山姆为代表的会员制超市渠道的认可。

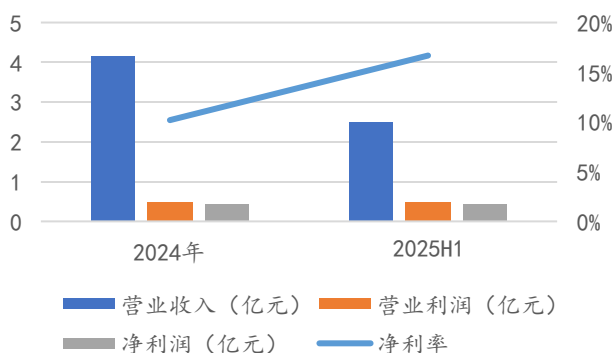
图 28 立兴代工多款山姆产品

	产品图	产品特点	产品口碑
每日黑巧鲜脆黑巧		鲜萃工艺、精简配料；高膳食纤维；坚持 0 添加	巧克力热榜 TOP1
冻干益生菌凤梨草莓		添加益生菌；富含维生素 C 和膳食纤维；冻干工艺	蜜饯果干榜 TOP9
冻干速溶咖啡粉		100%单一产地；-40° C 冻干 还原 现萃口感；冷热双泡	咖啡热度榜 TOP6
牛肉馅酥脆饼干		肉香浓郁 咸鲜入味；配料更精简	MM 品牌榜 TOP2

资料来源：山姆、华西证券研究所

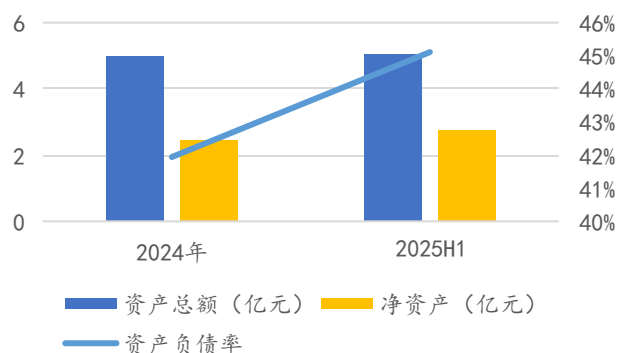
收入快速增长，盈利能力提升：公司得益于多年在冻干领域的布局，2024 年实现营业收入 4.15 亿元，已经形成了冻干食品领域领先的技术和规模优势；2025 年上半年公司业绩亮眼，实现营业收入 2.51 亿元，我们判断同比有较快增长。利润端来看，2024 年公司实现净利润 0.42 亿元，对应净利率 10.2%，盈利能力在领先的规模效应、成本控制和费用管控能力推动下表现较好；2025 年上半年公司盈利能力进一步提升，实现净利润 0.42 亿元，已接近 24 年全年净利润，对应净利率 16.7%。

图 29 立兴食品盈利能力



资料来源：煌上煌公司公告、华西证券研究所

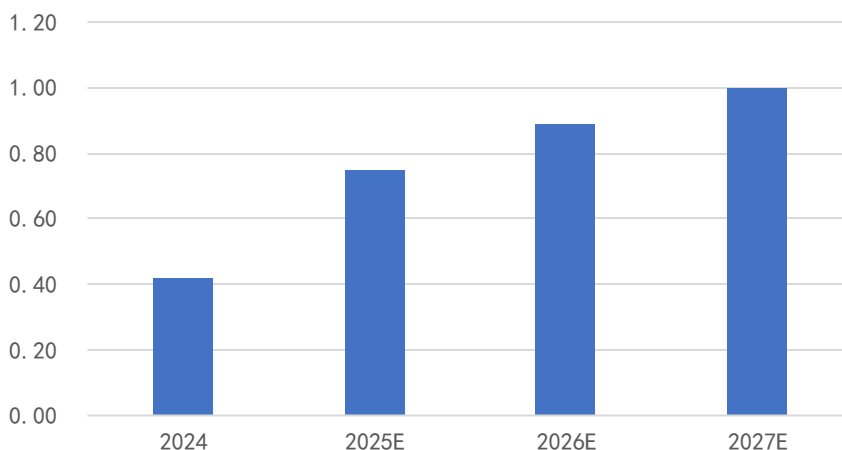
图 30 立兴食品财务指标



资料来源：煌上煌公司公告、华西证券研究所

对赌业绩三年累计净利润 2.64 亿元，为中长期发展保驾护航：立兴原股东对 2025-2027 年扣非净利润做了承诺，承诺 2025-2027 年经审计扣非净利润分别不低于 7500/8900/10000 万元，即累计实现净利润 2.64 亿元，平均每年扣非净利润不低于 8800 亿元。2025 年上半年立兴净利润已超过业绩对赌一半，下半年随着业务推进，全年对赌业绩有望顺利完成。2026-2027 年随着公司 B 端客户合作不断深入、C 端自主品牌打造渐入佳境，我们看好收入和利润规模持续提升，业绩对赌有望顺利完成，同时通过业绩对赌的方式亦是对公司中长期发展保驾护航。

图 31 立兴承诺 25-27 年扣非净利润（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

3. 盈利预测与估值

酱卤肉制品为公司核心业务，25 年受消费需求和场景影响，预计仍将承压，26/27 年我们认为随着消费场景恢复，有望重回增长，预计 25-27 年酱卤肉制品收入增速分别为-10%/4%/8%。

米制品业务以粽子为主，预计将维持规模稳健，25-27 年收入增速分别为-2%/-2%/0%。

立兴食品是公司进军冻干食品的核心业务，预计 25-27 年维持快速增长趋势，25 年考虑并表时间，预计贡献收入 1.5 亿元；26-27 年有望享受行业和公司双重红利，实现 7.2 亿元和 8.5 亿元的营业收入。

成本拆分来看，25 年预计酱卤肉制品毛利率同比下行，但米制品因原材料和产品结构因素同比下行，因此综合毛利率同比微降；26-27 年我们判断鸭副成本仍将在低位，结合公司较完善的供应链体系，有望带动整体毛利率同比下行；预计 25-27 年毛利率分别为 32.3%/33.0%/33.4%。

图 32 公司收入拆分预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
酱卤肉制品	17.46	14.97	14.38	12.58	11.32	11.78	12.72
yoy		-14.2%	-4.0%	-12.5%	-10%	4%	8%
米制品	4.01	3.40	3.58	3.51	3.44	3.37	3.37
yoy		-15.3%	5.3%	-1.8%	-2%	-2%	0%
其他业务	1.92	1.17	1.26	1.30	1.36	1.43	1.50
yoy		-39.1%	7.2%	3.1%	5%	5%	5%
立兴					1.5	7.2	8.5
营业收入	23.39	19.54	19.21	17.39	17.63	23.78	26.09
yoy		-16.5%	-1.7%	-9.5%	1%	35%	10%

资料来源：wind、华西证券研究所

我们预计公司 25-27 年营业收入 17.63/23.78/26.09 亿元，分别同比 +1.3%/+34.9%/+9.7%；25-27 年 EPS 分别为 0.14/0.23/0.28 元，对应 2025 年 9 月 12 日 13.67 元/股收盘价，PE 估值分别为 96/59/49 倍。首次覆盖，考虑公司新进入的冻干食品行业成长性较优，立兴作为龙头竞争力领先，因此煌上煌未来发展潜力优于同行，因此虽然估值高于同行企业，依旧给予买入评级。

图 33 可比公司估值对比

代码	证券简称	收盘价	市盈率 PE				EPS		
			TTM	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002695.SZ	煌上煌	13.67	135	96	59	49	0.14	0.23	0.28
603517.SH	绝味食品	15.82	90	23	18	16	0.7	0.86	0.98
603057.SH	紫燕食品	21.98	36	33	28	25	0.66	0.78	0.89

资料来源：WIND、华西证券研究所 ps：可比公司 EPS 和估值均来自 wind 2025 年 9 月 12 日一致预测

4. 风险提示

并购进程不及预期的风险：公司并购立兴还未完成，未来仍有并购失败的风险。虽然有业绩对赌的要求，但仍存在对赌不能完成的风险。

原材料成本上涨的风险：公司营业成本中大部分是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。公司原材料以采购为主，价格波动难免会对成本端产生影响。

行业竞争加剧的风险：公司所处的休闲食品行业为充分竞争行业，竞争者呈现多元化趋势，未来公司面临一定的竞争压力。

食品安全的风险：公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,739	1,763	2,378	2,609	净利润	38	94	152	184
YoY (%)	-9.4%	1.3%	34.9%	9.7%	折旧和摊销	105	62	71	73
营业成本	1,169	1,193	1,593	1,738	营运资金变动	81	1	-99	-26
营业税金及附加	20	19	26	28	经营活动现金流	219	146	112	218
销售费用	292	282	371	402	资本开支	-141	-149	-144	-147
管理费用	180	159	197	209	投资	70	-20	-20	-20
财务费用	-12	-23	-21	-21	投资活动现金流	-68	-170	-159	-161
研发费用	62	44	59	65	股权募资	3	4	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	债务募资	-46	-72	-47	-56
投资收益	4	4	5	5	筹资活动现金流	-150	-119	-46	-54
营业利润	45	111	181	220	现金净流量	0	-143	-93	3
营业外收支	1	4	4	4					
利润总额	46	115	185	224	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	8	21	33	40	成长能力 (%)				
净利润	38	94	152	184	营业收入增长率	-9.4%	1.3%	34.9%	9.7%
归属于母公司净利润	40	80	129	156	净利润增长率	-42.9%	98.1%	61.7%	20.9%
YoY (%)	-42.9%	98.1%	61.7%	20.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.07	0.14	0.23	0.28	毛利率	32.8%	32.3%	33.0%	33.4%
					净利率	2.3%	4.5%	5.4%	6.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	1.2%	2.5%	3.7%	4.3%
货币资金	1,128	985	892	895	净资产收益率 ROE	1.5%	2.9%	4.4%	5.1%
预付款项	40	39	53	57	偿债能力 (%)				
存货	455	450	611	661	流动比率	5.65	6.88	5.92	6.65
其他流动资产	232	250	306	332	速动比率	3.65	4.29	3.30	3.65
流动资产合计	1,854	1,724	1,862	1,945	现金比率	3.43	3.93	2.83	3.06
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	16.0%	14.1%	15.1%	13.8%
固定资产	917	1,013	1,109	1,198	经营效率 (%)				
无形资产	188	203	210	221	总资产周转率	0.52	0.54	0.71	0.74
非流动资产合计	1,428	1,526	1,604	1,683	每股指标 (元)				
资产合计	3,282	3,250	3,466	3,628	每股收益	0.07	0.14	0.23	0.28
短期借款	0	-65	-113	-169	每股净资产	4.93	4.96	5.19	5.47
应付账款及票据	138	127	179	190	每股经营现金流	0.39	0.26	0.20	0.39
其他流动负债	190	189	248	271	每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	328	251	315	292	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	189.86	95.72	59.20	48.97
其他长期负债	198	208	208	208	PB	1.73	2.69	2.57	2.44
非流动负债合计	198	208	208	208					
负债合计	526	459	523	500					
股本	559	559	559	559					
少数股东权益	2	16	39	66					
股东权益合计	2,756	2,792	2,944	3,127					
负债和股东权益合计	3,282	3,250	3,466	3,628					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。