

公司研究

基地市场经营调整，冻干业务贡献增量

——煌上煌（002695.SZ）2025 年年报及 2026 年一季报点评

要点

事件:煌上煌发布 2025 年年报和 2026 年一季报,2025 全年实现营业收入 16.84 亿元,同比-3.19%;归母净利润 0.82 亿元,同比+102.32%;扣非归母净利润 0.78 亿元,同比+90.80%。其中,25Q4 单季度实现营业收入 3.05 亿元,同比+6.41%;归母净亏损 0.19 亿元,24 年同期为归母净亏损 0.38 亿元;扣非归母净亏损 0.11 亿元,24 年同期为归母净亏损 0.23 亿元。26Q1 实现营业收入 5.16 亿元,同比+15.66%;归母净利润 0.46 亿元,同比+2.79%;扣非归母净利润 0.43 亿元,同比+8.02%。

门店数量有所收缩,冻干业务贡献收入增量。分品类看,2025 年公司酱卤肉制品实现营业收入 11.29 亿元,同比-15.05%,其中鲜货产品/包装产品分别实现营业收入 10.06/0.33 亿元,分别同比-16.77%/-32.81%。截至 2025 年底,公司终端门店数量为近 3 千家,对比 2024 年底的 3660 家有所减少。米制品业务实现营业收入 3.49 亿元,同比-0.73%。25Q3 公司并入冻干产品,该业务全年表内收入为 1.76 亿元,2026 年有望在表内低基数和自身良好表现的共同作用下,推动公司营收实现较快增长。**分区域看,**2025 年江西/广东/福建/浙江区域分别实现营业收入 7.09/1.47/2.06/3.65 亿元,分别同比-18.27%/-33.69%/+304.98%/+0.13%。江西基地市场体量收缩,福建区域增幅较大,浙江区域相对企稳。此外,2025 年公司尝试开拓海外市场,全年实现营收 0.25 亿元。

新产品有望提升毛利率,费用投放有所收缩。毛利率方面,2025 全年/25Q4/26Q1 公司毛利率分别为 32.29%/29.01%/32.87%,26Q1 同比-2.34pcts,环比+3.86pcts。分品类拆解来看,新增的冻干产品 2025 年的毛利率为 35.90%,高于公司综合毛利率。后续冻干产品的收入占比提升,有望逐步增强公司整体毛利率水平。2025 全年/25Q4/26Q1 销售费用率分别为 12.11%/13.29%/8.98%,26Q1 同比-1.90pcts,环比-4.32pcts,销售费用率的同环比下降主要系公司缩减促销力度,相关人工成本及促销费用均有所下降。2025 全年/25Q4/26Q1 管理费用率分别为 8.99%/8.80%/9.05%,26Q1 同比-0.17pcts,环比+0.25pcts。综合来看,2025 全年/25Q4/26Q1 归母净利率分别为+4.85%/-6.36%/+8.84%,26Q1 同比-1.11pcts。

盈利预测、估值与评级:我们基本维持 2026-2027 年归母净利润预测值 1.53/1.77 亿元不变,新增 2028 年归母净利润预测为 1.99 亿元。对应 2026-2028 年 EPS 为 0.27/0.32/0.36 元,当前股价对应 P/E 分别为 42/36/32 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,739	1,684	2,315	2,530	2,758
营业收入增长率	-9.44%	-3.19%	37.49%	9.26%	9.01%
归母净利润(百万元)	40	82	153	177	199
归母净利润增长率	-42.86%	102.32%	87.48%	15.59%	12.55%
EPS(元)	0.07	0.15	0.27	0.32	0.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.46%	2.95%	5.34%	6.01%	6.57%
P/E	159	78	42	36	32
P/B	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2026-04-24;注:2024 年总股本为 5.59 亿股,2025-2028 年总股本为 5.60 亿股

增持(维持)

当前价: 11.44 元

作者

分析师:叶倩瑜

执业证书编号: S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师:李嘉祺

执业证书编号: S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师:董博文

执业证书编号: S0930524030003

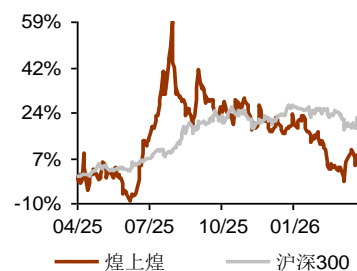
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.60
总市值(亿元):	64.02
一年最低/最高(元):	8.99/16.48
近 3 月换手率:	62.72%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.51	-7.71	-10.28
绝对	6.62	-6.38	15.66

资料来源:Wind

相关研报

门店端积极调整,冻干业务带来新增量——煌上煌(002695.SZ)2025 年三季报点评(2025-10-21)

经营调整,静待改善——煌上煌(002695.SZ)2025 年中报点评(2025-08-12)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,739	1,684	2,315	2,530	2,758
营业成本	1,169	1,140	1,546	1,689	1,837
折旧和摊销	72	83	96	102	109
税金及附加	20	22	30	33	36
销售费用	292	204	253	275	294
管理费用	180	151	204	222	241
研发费用	62	50	67	73	79
财务费用	-12	-11	-11	-12	-11
投资收益	4	2	0	0	0
营业利润	45	139	241	278	313
利润总额	46	136	238	275	310
所得税	8	46	80	93	105
净利润	38	90	158	182	205
少数股东损益	-3	9	5	5	6
归属母公司净利润	40	82	153	177	199
EPS(元)	0.07	0.15	0.27	0.32	0.36

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	219	383	233	235	264
净利润	40	82	153	177	199
折旧摊销	72	83	96	102	109
净营运资金增加	-146	-257	72	59	62
其他	253	475	-88	-102	-106
投资活动产生现金流	-68	-338	-160	-160	-160
净资本支出	-141	-127	-160	-160	-160
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	74	-211	0	0	0
融资活动现金流	-150	-90	-135	-86	-102
股本变化	2	1	0	0	0
债务净变化	-26	92	-89	0	0
无息负债变化	-11	356	98	34	36
净现金流	0	-47	-62	-11	2

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	32.8%	32.3%	33.2%	33.2%	33.4%
EBITDA 率	7.9%	14.6%	14.7%	14.6%	14.9%
EBIT 率	2.7%	8.9%	10.5%	10.6%	11.0%
税前净利润率	2.6%	8.1%	10.3%	10.9%	11.2%
归母净利润率	2.3%	4.8%	6.6%	7.0%	7.2%
ROA	1.2%	2.3%	3.9%	4.4%	4.8%
ROE (摊薄)	1.5%	3.0%	5.3%	6.0%	6.6%
经营性 ROIC	2.2%	4.6%	7.1%	7.4%	8.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	16%	25%	24%	24%	25%
流动比率	5.65	2.53	2.56	2.53	2.51
速动比率	4.26	1.88	1.69	1.62	1.57
归母权益/有息债务	210.90	26.24	179.93	184.91	190.33
有形资产/有息债务	228.61	31.40	214.58	221.72	229.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	3,282	3,927	4,037	4,156	4,284
货币资金	1,128	1,081	1,019	1,008	1,010
交易性金融资产	20	0	0	0	0
应收账款	18	138	56	61	66
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	33	19	26	29	31
存货	455	474	642	702	763
其他流动资产	160	93	93	93	93
流动资产合计	1,854	1,842	1,888	1,949	2,026
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	917	1,313	1,316	1,326	1,341
在建工程	167	79	138	182	216
无形资产	188	214	219	225	230
商誉	22	324	324	324	324
其他非流动资产	19	27	27	27	27
非流动资产合计	1,428	2,085	2,149	2,207	2,259
总负债	526	975	984	1,018	1,054
短期借款	0	89	0	0	0
应付账款	138	217	295	322	350
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	3	3	3	3
流动负债合计	328	728	736	771	806
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	179	206	206	206	206
非流动负债合计	198	248	248	248	248
股东权益	2,756	2,952	3,053	3,138	3,230
股本	559	560	560	560	560
公积金	1,132	1,136	1,151	1,169	1,188
未分配利润	1,063	1,071	1,152	1,214	1,280
归属母公司权益	2,754	2,766	2,863	2,942	3,028
少数股东权益	2	186	191	196	202

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	16.80%	12.11%	10.91%	10.86%	10.66%
管理费用率	10.36%	8.99%	8.79%	8.79%	8.74%
财务费用率	-0.67%	-0.66%	-0.47%	-0.46%	-0.41%
研发费用率	3.58%	2.98%	2.88%	2.88%	2.88%
所得税率	18%	34%	34%	34%	34%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.11	0.10	0.17	0.20	0.23
每股经营现金流	0.39	0.68	0.42	0.42	0.47
每股净资产	4.93	4.94	5.12	5.26	5.41
每股销售收入	3.11	3.01	4.14	4.52	4.93

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	159	78	42	36	32
PB	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	45.5	25.7	17.7	16.4	14.8
股息率	1.0%	0.9%	1.5%	1.8%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼