

2026年4月30日

2025年业绩底部反转，2026Q1 开局稳健向好

煌上煌(002695)

评级:	买入	股票代码:	002695
上次评级:	买入	52周最高价:	99
目标价格:		总市值(亿):	69.89
最新收盘价:	12.49	自由流通市值(亿):	63.88
		自由流通股数(百万):	511.46

事件概述

2025年公司实现营收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%。

2026Q1实现营收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%。

分析判断:

► 并购立兴加码冻干食品赛道，26Q1迎稳健开局

公司2025年收入受门店优化调整、传统商圈客流下滑、酱卤主业收缩等因素影响同比略有下滑，整体处于门店提质、品类拓新、并购新增的战略调整期；公司主动推进门店优胜劣汰、线上渠道精细化运营、并购冻干赛道打开第二增长曲线，长期品牌与供应链根基稳固。26Q1公司紧抓春节消费旺季，依托酱卤主业回暖、真真老老米制品稳健、福建立兴冻干并表贡献，营收实现稳健增长，同增15.66%至5.16亿元。

分品类来看，公司酱卤制品/米制品/冻干食品分别实现营业收入11.29/3.49/1.76亿元，分别同比-17.40%/-0.73%/+100%（新增并表）；酱卤主业短期调整，鲜货/包装产品分别同比-16.77%/-32.81%，系主动去库存与门店优化所致；米制品基本盘稳定，真真老老聚焦中短保锁鲜粽稳步增长；冻干食品9月起并表，成为重要增量，填补健康休闲品类短板。分渠道来看，公司加盟/直营/其他（线上+经销商）分别实现营业收入9.12/1.70/6.02亿元，分别同比-17.88%/-7.14%/+35.03%；加盟渠道随门店优化短期收缩，线上外卖、直播、团购及经销商渠道高速增长，成为核心增量；区域上江西大本营基本稳固，福建、浙江等区域依托并购与产能投放实现结构性增长。

Q1我们判断公司产品端酱卤鲜货回暖、手撕酱鸭大单品稳定，米制品端午前置备货，冻干食品延续高增；渠道端春节旺季带动线下门店客流修复，并购业务持续贡献增量，带动Q1收入稳健增长15.66%至5.16亿元。

► 费用大幅优化+并购并表带动25年盈利反转，26Q1稳步释放

成本端来看，2025年公司毛利率32.29%，同比-0.47pct；其中酱卤制品毛利率37.80%，保持较强盈利韧性，主要因鸭副产品原料价格同比大幅下行，鸭颈/鸭边腿/鸭翅采购价分别-45.37%/-37.80%/-25.73%，成本红利显著；仅牛肉、耳片等畜类原料小幅上涨，整体成本端改善明显。

费用端来看，2025年销售/管理/研发/财务费用率分别为12.11%/8.99%/2.98%/-0.66%，同比-4.69%/-1.37%/-0.60%/+0.01pct；销售费用同比大降30.19%，主要系人工成本、线上线下促销费用大幅收缩；管理费用同比-15.94%，主要因股权激励费用冲减1662.86万元；整体费用端优化显著，叠加并购并表贡献，驱动盈利端大幅反转，归母净利率同比+2.53pct至4.85%，归母净利润同比大增102.32%至0.82亿元。

26Q1经营端拆分来看，公司毛利率保持稳健，费用率延续优化态势，管理效率持续提升；收入稳健增长、成本红利延续与费用端优化共振，盈利稳步释放，归母净利润同比提升2.79%至0.46亿元，扣非净利润增速快于归母净利润，主业盈利质量稳步提升，经营持续向好。

► 门店优化见效+成本红利延续+并购放量，经营修复与成长共振可期

2025年公司经历门店收缩调整与品类结构优化，依托原料成本下行+费用严控+冻干并表实现盈利大幅反转，盈利变现能力显著增强，资金储备充裕。26年一季度已实现营收与盈利稳健开局，经营修复趋势明确。

26年我们看好公司门店修复、成本红利、并购放量、品类协同四重驱动，业绩稳步增长。产品端巩固酱卤核心优势，做大手撕酱鸭大单品，米制品拓展非粽类日销品，冻干食品发力休闲零食、大客户代工、健康食品三大

方向，三大品类协同互补；渠道端推进门店提质扩店、优化加盟体系，发力线上外卖、直播、团购、零食量贩系统，全渠道协同复苏；成本端继续享受鸭类原料低价红利，叠加数字化与供应链提效，盈利韧性充足；并购端福建建立兴产能释放、渠道融合推进，有望成为高增第二曲线，看好公司经营持续修复、盈利稳步改善。

投资建议

参考最新财务报告，我们调整公司 26-27 年营业收入 23.78/26.09 亿元的预测至 22.26/24.50 亿元，新增 28 年 26.45 亿元的预测；调整公司 26-27 年 EPS 0.23/0.28 元的预测至 0.25/0.28 元，新增 28 年 0.31 元的预测。对应 2026 年 4 月 30 日 12.49 元/股收盘价，PE 分别为 50/45/40 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、原材料价格上涨、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,739	1,684	2,226	2,450	2,645
YoY (%)	-9.4%	-3.2%	32.2%	10.1%	8.0%
归母净利润（百万元）	40	82	140	157	174
YoY (%)	-42.9%	102.3%	71.0%	12.4%	10.8%
毛利率 (%)	32.8%	32.3%	32.5%	32.7%	32.8%
每股收益（元）	0.07	0.15	0.25	0.28	0.31
ROE	1.5%	3.0%	4.8%	5.1%	5.4%
市盈率	173.47	85.55	50.08	44.55	40.20

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SACNO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SACNO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,684	2,226	2,450	2,645	净利润	90	155	174	193
YoY (%)	-3.2%	32.2%	10.1%	8.0%	折旧和摊销	114	83	85	91
营业成本	1,140	1,503	1,649	1,777	营运资金变动	155	-212	-23	-24
营业税金及附加	22	27	29	32	经营活动现金流	383	18	230	256
销售费用	204	278	301	317	资本开支	-127	-144	-147	-149
管理费用	151	200	220	238	投资	-213	0	0	0
财务费用	-11	-20	-17	-19	投资活动现金流	-338	-131	-142	-144
研发费用	50	67	73	79					
资产减值损失	-13	0	0	0	债务募资	-28	14	20	20
投资收益	2	4	5	5	筹资活动现金流	-90	11	18	17
营业利润	139	203	228	258	现金净流量	-47	-102	105	130
营业外收支	-3	4	4	0					
利润总额	136	207	232	258	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	46	52	58	64	成长能力 (%)				
净利润	90	155	174	193	营业收入增长率	-3.2%	32.2%	10.1%	8.0%
归属于母公司净利润	82	140	157	174	净利润增长率	102.3%	71.0%	12.4%	10.8%
YoY (%)	102.3%	71.0%	12.4%	10.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.15	0.25	0.28	0.31	毛利率	32.3%	32.5%	32.7%	32.8%
					净利率	4.8%	6.3%	6.4%	6.6%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	2.1%	3.5%	3.7%	3.8%
货币资金	1,081	979	1,084	1,214	净资产收益率 ROE	3.0%	4.8%	5.1%	5.4%
预付款项	38	50	54	59	偿债能力 (%)				
存货	474	576	627	679	流动比率	2.53	2.79	2.77	2.78
其他流动资产	249	285	301	319	速动比率	1.70	1.73	1.73	1.76
流动资产合计	1,842	1,889	2,067	2,270	现金比率	1.49	1.44	1.45	1.49
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	24.8%	22.9%	23.3%	23.5%
固定资产	1,313	1,398	1,475	1,549	经营效率 (%)				
无形资产	214	221	232	241	总资产周转率	0.47	0.56	0.59	0.60
非流动资产合计	2,085	2,142	2,208	2,267	每股指标 (元)				
资产合计	3,927	4,031	4,274	4,537	每股收益	0.15	0.25	0.28	0.31
短期借款	89	109	129	149	每股净资产	4.94	5.19	5.47	5.78
应付账款及票据	217	169	180	197	每股经营现金流	0.68	0.03	0.41	0.46
其他流动负债	421	400	437	471	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	728	678	747	817	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	85.55	50.08	44.55	40.20
其他长期负债	248	247	247	247	PB	2.38	2.20	2.09	1.98
非流动负债合计	248	247	247	247					
负债合计	975	925	994	1,064					
股本	560	560	560	560					
少数股东权益	186	202	219	238					
股东权益合计	2,952	3,106	3,280	3,473					
负债和股东权益合计	3,927	4,031	4,274	4,537					

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在最新状态。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。

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。