

煌上煌 (002695.SZ)

买入 (维持评级)

盈利拐点确立，2026年目标彰显信心

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	1,739	1,684	2,319	2,626	2,870
增长率 yoy (%)	-9.4	-3.2	37.7	13.2	9.3
归母净利润 (百万元)	40	82	152	188	227
增长率 yoy (%)	-42.9	102.3	85.7	24.3	20.7
ROE (%)	1.4	3.1	5.5	6.5	7.4
EPS 最新摊薄 (元)	0.07	0.15	0.27	0.34	0.41
P/E (倍)	181.9	89.9	48.4	39.0	32.3
P/B (倍)	2.7	2.7	2.6	2.5	2.3

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025年公司实现营收16.84亿元(yoy-3.19%)，实现归母净利润0.82亿元(yoy+102.32%)，实现扣非归母净利润0.78亿元(yoy+90.80%)；2026Q1公司实现营收5.16亿元(yoy+15.66%)，实现归母净利润0.46亿元(yoy+2.79%)，实现扣非归母净利润0.43亿元(yoy+8.02%)。

营收端：整体保持韧性，冻干新业务贡献增量。2025年公司实现营收16.84亿元(yoy-3.19%)，在消费环境承压背景下，展示出一定经营韧性。分业务来看：

- 酱卤制品业务：**实现营收10.06亿元(yoy-16.77%)，主要受门店优化调整及终端消费复苏节奏影响。公司主动清理亏损门店，发展重心从此前的高速扩张转向存量门店的调改与升级；
- 米制品业务：**实现营收3.49亿元(yoy-0.73%)，基本保持平稳。子公司真真老老作为嘉兴粽子领域第二大品牌，深耕江浙沪大本营市场，同时不断拓展青团、麻薯、八宝饭等日销品，平滑季节性波动；
- 冻干食品业务：**福建立兴贡献并表收入1.76亿元，形成酱卤、冻干、米制品多元发展的业务格局。

利润端：费用优化效果显著，主业盈利能力大幅修复。2025年公司归母净利润0.82亿元(yoy+102.32%)，盈利拐点得到确认。主要得益于：

- 内部管理提效：**2025年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为12.11%/8.99%/2.98%/-0.66%，分别同比-4.69/-1.36/-0.61/+0.02pct。销售费用方面，公司加强费用管控，人工成本、线上线下促销费用等较去年同期明显减少；管理费用方面，公司股票期权激励计划的行权期条件无法达成，冲销前期计提费用，股权激励费用同比减少1662.86万元；
- 主业盈利能力修复：**2025年酱卤制品/米制品业务归母净利润分别同比增长24.01%和38.97%，盈利能力显著修复，具体措施：**①优化门店模型**，主动关闭低效门店，对存量门店进行升级改造，在南昌等地的升级门店单店销售额实现显著增长，并探索“热卤+轻餐”的新店型以提升烟火气与客单价；**②强化线上运营**，搭建覆盖外卖、团购、直播、社区电商的多元渠道矩阵，重点发力抖音和第三方外卖平台，通过“门店+外卖+社群+抖音”模式将公域流量导入私域，目前线上下单占比已达35%左右；**③提升核心大单品占比**，持续打造

股票信息

行业	食品饮料
2026年05月11日收盘价(元)	13.11
总市值(百万元)	7,336.17
流通市值(百万元)	6,705.18
总股本(百万股)	559.59
流通股本(百万股)	511.46
近3月日均成交额(百万元)	72.79

作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002
邮箱: liupeng@cgws.com



分析师 袁紫馨

SAC: S1070524090004
邮箱: yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 《拐点已至，成长可期，“卤味+冻干”双轮驱动》2025-10-29
- 《拟收购国内冻干龙头企业，构建第二增长曲线》2025-08-14
- 《门店数量承压，成本红利+费用优化推动利润高增》2025-08-11

“手撕酱鸭”爆款单品，通过工艺创新和场景化营销（如手撕酱鸭节、音乐节联动等），使其销售占比提升至 21.90%，有效拉动门店客流与复购；

- **新业务并表贡献：**福建立兴贡献并表归母净利润 1443.12 万元，成为重要的利润增长极。

成功收购福建立兴，构建“卤味+冻干”双轮驱动平台。公司于 2025 年 8 月将福建立兴纳入合并报表，正式切入高成长性的冻干食品赛道。立兴作为行业标准制定者，拥有 37 条冻干生产线，技术优势显著，已与山姆、瑞幸、每日黑巧等头部品牌建立合作。2025 年立兴食品实现扣非净利润 7749.04 万元，超额完成业绩承诺（7500 万元）。本次并购不仅丰富了公司产品矩阵，更体现了其向“卤味+”平台化战略转型的决心。后续，立兴的冻干技术有望与卤味产品结合，开发冻干锁鲜卤味等创新形态，同时借助煌上煌近 3000 家门店网络，实现 ToB 向 ToC 业务的延伸，打开长期成长空间。

展望 2026 年：主业修复与协同效应释放，2026 年目标彰显信心。2026 年公司计划实现营收 23 亿元 (yoy+36.6%)，归母净利润 1.65 亿元 (yoy+102.2%)。该目标展现了管理层对未来发展的强劲信心。分业务看，酱卤/米制品/冻干食品分别规划营收 12.30/4.00/6.70 亿元，归母净利润 1.13/0.05/0.47 亿元。为实现目标，公司将持续推进：①**门店升级与扩张**，通过 AI 智慧选址优化门店质量，打造“热气卤味”场景店型，并稳步推进“千城万店”战略；②**数字化赋能**，深化会员体系和营销中台建设，提升单店盈利能力；③**并购整合**，围绕健康休闲食品赛道持续寻找并表标的，完善平台化布局。

投资建议：公司作为“卤味第一股”，深耕行业多年，目前正处于战略转型关键时期，短期业绩向好展现经营韧性，长期立兴与门店升级有望打开成长空间。建议关注协同效应的落地进度、升级门店的推广情况以及潜在的并购布局。我们预计公司 2026-2028 年实现营收 23.19/26.26/28.7 亿元，分别同比增长 38%/13%/9%；实现归母净利润 1.52/1.88/2.27 亿元，分别同比增长 86%/24%/21%；对应 PE 估值分别为 48/39/32X，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、并购协同不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1854	1842	1653	2041	2095
现金	1128	1081	810	1101	1068
应收票据及应收账款	18	138	75	163	94
其他应收款	33	19	53	29	60
预付账款	40	38	69	53	81
存货	455	474	553	604	701
其他流动资产	180	93	93	93	93
非流动资产	1428	2085	2264	2291	2270
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	917	1313	1480	1506	1491
无形资产	188	214	226	233	238
其他非流动资产	323	558	558	552	540
资产总计	3282	3927	3917	4332	4365
流动负债	328	728	617	874	714
短期借款	0	89	60	86	73
应付票据及应付账款	138	217	189	307	212
其他流动负债	190	421	368	481	429
非流动负债	198	248	236	242	239
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	198	248	236	242	239
负债合计	526	975	853	1116	953
少数股东权益	2	186	202	223	247
股本	559	560	560	560	560
资本公积	962	953	953	953	953
留存收益	1233	1253	1306	1372	1451
归属母公司股东权益	2754	2766	2861	2994	3165
负债和股东权益	3282	3927	3917	4332	4365

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	219	383	117	434	112
净利润	38	90	168	209	252
折旧摊销	89	96	105	98	103
财务费用	-12	-11	-6	-5	-6
投资损失	-4	-2	-3	-2	-2
营运资金变动	84	177	-150	128	-240
其他经营现金流	24	31	2	6	5
投资活动现金流	-68	-338	-282	-123	-80
资本支出	145	128	296	119	85
长期投资	70	80	0	0	0
其他投资现金流	7	-290	14	-4	5
筹资活动现金流	-150	-90	-105	-21	-66
短期借款	-30	89	-29	26	-13
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	1	0	0	0
资本公积增加	18	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-141	-171	-76	-47	-53
现金净增加额	0	-47	-270	291	-33

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1739	1684	2319	2626	2870
营业成本	1169	1140	1540	1736	1892
营业税金及附加	20	22	29	33	36
销售费用	292	204	278	302	316
管理费用	180	151	197	213	218
研发费用	62	50	63	68	72
财务费用	-12	-11	-6	-5	-6
资产和信用减值损失	-11	-13	-16	-19	-20
其他收益	21	21	21	21	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	2	3	2	2
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	45	139	253	315	381
营业外收入	6	7	6	6	7
营业外支出	4	10	6	7	8
利润总额	46	136	253	315	380
所得税	8	46	86	106	128
净利润	38	90	168	209	252
少数股东损益	-3	9	16	20	24
归属母公司净利润	40	82	152	188	227
EBITDA	113	214	342	396	464
EPS (元/股)	0.07	0.15	0.27	0.34	0.41

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-9.4	-3.2	37.7	13.2	9.3
营业利润 (%)	-37.4	212.0	81.3	24.7	20.8
归属母公司净利润 (%)	-42.9	102.3	85.7	24.3	20.7
获利能力					
毛利率 (%)	32.8	32.3	33.6	33.9	34.1
净利率 (%)	2.2	5.4	7.2	7.9	8.8
ROE (%)	1.4	3.1	5.5	6.5	7.4
ROIC (%)	0.7	2.5	5.0	6.0	6.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.0	24.8	21.8	25.8	21.8
净负债比率 (%)	-33.9	-26.1	-17.8	-25.2	-23.1
流动比率	5.6	2.5	2.7	2.3	2.9
速动比率	3.7	1.7	1.5	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.59	0.64	0.66
应收账款周转率	60.1	21.6	21.8	22.1	22.4
应付账款周转率	8.7	6.4	7.6	7.0	7.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.07	0.15	0.27	0.34	0.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.68	0.21	0.78	0.20
每股净资产 (最新摊薄)	4.92	4.94	5.11	5.35	5.66
估值比率					
P/E	181.9	89.9	48.4	39.0	32.3
P/B	2.7	2.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	56.6	31.6	20.4	17.0	14.6

资料来源: 聚源数据, 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