

金字火腿（002515）

探索第二产业，拥抱光模块

增持（首次）

2026 年 07 月 26 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

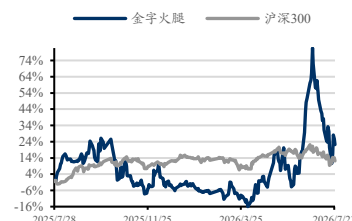
dengji@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	343.88	316.94	328.48	339.32	350.64
同比（%）	9.62	(7.83)	3.64	3.30	3.34
归母净利润（百万元）	62.17	25.30	23.25	26.47	40.88
同比（%）	55.19	(59.30)	(8.10)	13.83	54.44
EPS-最新摊薄（元/股）	0.05	0.02	0.02	0.02	0.03
P/E（现价&最新摊薄）	152.07	373.67	406.59	357.18	231.27

投资要点

- 2025 年全球/中国加工红肉市场规模 1431 亿美元/680 亿元，2016-2025 年 CAGR 分别为 4%/2%，加工红肉大盘已进入成熟期，但我们认为结构性机会仍存：高端化、健康化、便利化、B2B 定制及线上渠道均存在结构性增量。
- 金字火腿深耕中式肉制品领域三十余年，1994 年创立、2010 年登陆 A 股市场，2013 年起公司开始寻求第二增长曲线，先后布局医疗健康、互联网金融、新能源等多个领域。2025 年完成新一轮实控人变更，前任实控人任总转让 11.98% 股权至现任实控人郑庆昇总，同年 7 月设立金字半导体子公司，9 月公告拟不超过 3 亿元增资取得中晟微不超过 20% 股权，并于 10 月完成第一轮 1 亿元认购，完成后持有中晟微 9.0909% 股权，开启光通信领域布局。
- 金字品牌资产优质，消费场景再开发，我们预计主业稳中有升。公司原有产品以传统火腿为主，多应用于节庆礼赠、家庭烹饪、餐饮配料，略显老化，公司从三个方面实现突围，将火腿产品从低频、重烹饪、节庆礼品型产品，改造成更高频、更标准化、更多场景的即时调味食材：① B 端增量：从传统低频的 C 端整腿礼品到 B 端标准化食材；② C 端增量：从烹饪原料到即食、休闲化食品，2024 年开始公司推新节奏明显加速，2025 年报显示 15 个项目在研，其中 14 个为产品相关项目，包括火腿月饼、两头乌猪肉爆汁烤肠、陈皮香肠、梅干菜香肠等；③ 产能储备：2026 年 6 月金字火腿超级工厂正式投产，新工厂带来标准化制造能力，设计年产火腿 150 万条，并配套香肠、腊肉等特色肉制品生产线。
- 投资眼光独到，中晟微资产优质。2025 年全球光收发器（光模块）及相关产品市场销售额超 230 亿美元，同比增长 50%。光模块芯片主要分为光芯片及电芯片，BOM 成本占比中，电芯片约 30-40%，其中 TIA+Driver 约为 12%，随着技术向 LPO/CPO 升级，TIA 及 Driver 的单体价值量提升。2025 年 9 月，金字火腿拟对高速电芯片龙头中晟微进行投资，总投资规划为不超过 3 亿元，最终持股比例不超过 20%，2025 年 9 月已收购 9.09% 的股权，后续将通过增资方式进一步提升持股比例。我们认为标的公司从三个维度领先于行业，有望增厚公司利润、打开市值空间：① 团队及客户资源优势；② 更完善的 TIA/Driver 矩阵；③ 更高速的 TIA/Driver 能力：中晟微作为国内领先实现单波 100G TIA/Driver 系列高速互联芯片量产出货的供应商，打破了海外巨头对单波 100G 及以上高端电芯片市场的垄断；④ 更全面的互联芯片。
- 盈利预测与投资评级：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 0.23/0.26/0.41 亿元，同比增速为 -8%/14%/54%。考虑到公司火腿主业稳中向好，对外投资眼光独到、中晟微卡位较优且前景俱佳，我们认为未来市值空间较高，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：市场竞争、对外投资、食品安全、实控人质押比例偏高等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.81
一年最低/最高价	5.37/11.67
市净率(倍)	3.60
流通 A 股市值(百万元)	8,605.44
总市值(百万元)	9,454.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.17
资产负债率(% ,LF)	3.46
总股本(百万股)	1,210.61
流通 A 股(百万股)	1,101.85

内容目录

1. 老牌火腿龙头，经营稳健	4
1.1. 廿十年专注主业，近年探索第二曲线.....	4
1.2. 新实控人就位，推动第二产业布局.....	5
1.3. 近年来营收增长承压，主业扣非净利率稳态 8%左右	7
2. 行业成熟，结构性成长	9
2.1. 加工红肉大盘已进入成熟期.....	9
2.2. 结构性机会仍存.....	10
2.3. 金字品牌资产优质，消费场景再开发.....	12
3. 第二产业谋突破，对外投资有斩获	15
3.1. 成长赛道，生机勃勃.....	15
3.2. 标的资产质地优良，行业领先.....	17
4. 盈利预测与投资评级	19
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 估值与投资建议.....	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 金字火腿产品结构.....	4
图 2: 公司历史复盘.....	5
图 3: 股权结构（截至 2026Q1）.....	6
图 4: 董事会背景（截至 2025 年报）.....	7
图 5: 2010-2025 年收入 CAGR=5%（右图为 2025 年收入占比）.....	8
图 6: 利润率及费用率复盘（下图净利率指销售净利率）.....	9
图 7: 全球加工红肉市场规模.....	10
图 8: 中国加工红肉市场规模.....	10
图 9: 中国加工肉类市场前是企业市场份额（按零售额计）.....	10
图 10: 安井食品速冻菜肴收入增速高于公司整体.....	11
图 11: 金字火腿特色肉制品收入增速高于公司整体.....	11
图 12: 2025 年肉类半成品需求中，B 端餐饮企业约 8 成.....	11
图 13: 中国餐饮连锁化率持续提升.....	11
图 14: 加工红肉线上渠道销售额占比持续提升.....	12
图 15: 2025 年加工红肉不同渠道的销售额占比.....	12
图 16: 不同渠道收入占比、渠道收入增速及不同渠道毛利率.....	13
图 17: 2024 年以来金字火腿推新加速.....	14
图 18: 2025 年两类业务收入占比达 27%.....	14
图 19: 2025 年分渠道收入结构.....	14
图 20: 主业火腿产能情况复盘.....	15
图 21: 2025 年光模块相关市场规模超过 230 亿美元.....	16
图 22: 2023-2027 年全球 TIA/Driver 市场（亿元）.....	16
图 23: 光模块内部结构示意图.....	16
图 24: 2010-2024 年全球光模块前十大公司.....	17
图 25: 左图中晟微产品 TIA/Driver 可应用方案；右图 LPO/CPO 方案示意图.....	18
图 26: 产品矩阵图（注意仅截至 2025 年 10 月 28 日）.....	18
表 1: 公司营收测算汇总（百万元）.....	20
表 2: 可比公司估值对比（估值日 2026/7/24）.....	21

1. 老牌火腿龙头，经营稳健

金字火腿深耕中式肉制品领域三十余年，2025 年火腿/特色肉制品/品牌肉/火腿制品收入占比分别为 56%/25%/7%/2%。2025 年收入/归母净利润分别为 3.17/0.25 亿元。

图1：金字火腿产品结构

业务板块	营收情况	销售方式	主要产品
火腿	2025 年收入 1.79 亿元， 占比 56%	ToB 对接酒店餐饮、烘焙商户、食品工厂供应原料； ToC 依托线上电商、线下商超及直营店售卖，适配家用、送礼	金字火腿、巴玛火腿：整腿、烘焙用腿、火腿块、火腿片、巴玛切片等。
火腿制品	2025 年收入 0.05 亿元， 占比 2%	主打 ToC，借助电商、送礼、直营店售卖休闲深加工产品； 面向烘焙、餐饮商家布局 B 端原料供货业务	火腿衍生加工点心：火腿冰淇淋、火腿饼干、金腿小饼、蛋黄火腿饼、佛手火腿饼、火腿月饼等。
特色肉制品	2025 年收入 0.80 亿元， 占比 25%	ToC 为主，铺设电商、商超、线下流通网点面向大众售卖； 辅以 B 端供货，向连锁餐饮、中央厨房输出预制菜配料	香肠、腊肠、酱肉、腊肉、咸肉、酱香腊肉、减盐咸肉、烤肠、XO 酱等
品牌肉	2025 年收入 0.21 亿元， 占比 7%	主打 ToB 大宗定制批发，供货生鲜电商、社区团购、食品工厂、连锁餐饮，按客户需求大批量定制分割肉类	冰鲜肉、分割肉类等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 廿十年专注主业，近年探索第二曲线

复盘公司历史，大致可分为三个阶段：

（1）1994-2012 年：深耕火腿，上市扩容。1994 年金华火腿创立，1996 年“金字”商标注册成功。公司率先于国内市场推动传统火腿产品工业化、规模化生产，并持续推进低盐工艺等产品创新。2008 年完成股份制改革、2010 年公司登陆 A 股市场。

（2）2013-2017 年：跨界布局，积极探索。传统主业增长放缓，2013 年起公司开始寻求第二增长曲线，先后布局医疗健康、互联网金融、新能源等多个领域，力求通过产业投资实现多元化发展。

（3）2018 年至今：多元布局，蓄势而发。2018 年开始公司持续推进战略调整，逐步剥离亏损的非主业投资，同时：①产品端，持续丰富休闲肉制品、酱卤食品等品类，

推动产品结构优化；②渠道端，加快线上渠道布局。2025 年完成实控人变更、设立金字半导体子公司，逐步布局光通信、半导体新赛道，推动公司由单一食品制造走向传统消费与科技产业双轮驱动的新纪元。2025 年 9 月 22 日公告，拟不超过 3 亿元增资取得中晟微不超过 20%股权，10 月 28 日第一轮 1 亿元认购，完成后持有中晟微 9.0909%股权。

图2：公司历史复盘



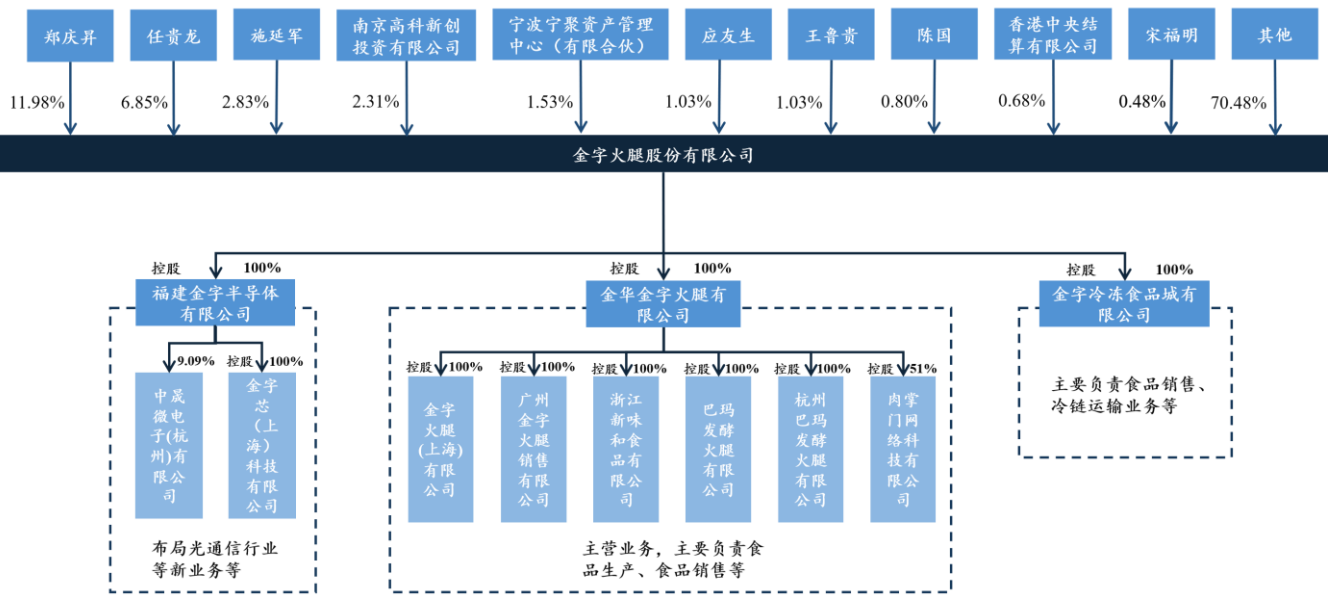
数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 新实控人就位，推动第二产业布局

2025 年 5 月实控权易主。2021 年施延军（现任第三大股东）出于个人资金需求转让股权至任贵龙（现任第二大股东），2025 年 5 月 30 日任贵龙向现实控人郑庆昇转让 1.45 亿股股份完成过户。在表决权委托期间，郑庆昇持有公司 11.98%股份及 18.83%表决权，公司控股股东、实际控制人由任贵龙变更为郑庆昇。

2025 年 7 月，公司新设全资子公司福建金字半导体有限公司，注册资本 1 亿元。2025 年 9 月公司审议通过由金字半导体以不超过 3 亿元、分两轮增资中晟微，最终取得不超过 20%股权。2025 年 10 月，金字半导体签署第一轮投资协议，按照中晟微投前估值 10 亿元，以 1 亿元认购新增注册资本 29.7353 万元，交易完成后持股 9.0909%。2025 年 11 月中晟微完成本轮增资的工商变更登记。

图3：股权结构（截至 2026Q1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2025 年 12 月董事长郑庆昇之子郑虎任公司总裁，2025 年 9 月公司审议通过由金字半导体以不超过 3 亿元(最终取得不超过 20%股权)分两轮增资中晟微，管理层决策魄力强。

2025 年进入的新高管多具备金融背景，赋能其科技转型。

图4：董事会背景（截至 2025 年报）

姓名	入职时间	职务	履历
郑庆昇	2025.5 月成为实控人； 2025.7 月任董事长	董事长	中国国籍，无境外永久居留权。现任福建亿昇房地产有限公司执行董事兼总经理、福建挺虎置业集团有限公司董事、上海阿斯頓马丁汽车销售有限公司董事、宁波挺虎汽车服务有限公司执行董事兼总经理、宁波挺虎汽车销售有限公司董事、仙游兆挺置业有限公司执行董事兼总经理、仙游金石中学理事、福建省挺虎运输服务有限公司监事、阿斯頓（中国）汽车贸易有限公司董事。2025 年 7 月至今任金字火腿股份有限公司董事长。
郑虎	2025.7 月进入公司 同年 12 月出任总裁	总裁	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2018 年至今任上海阿斯頓马丁汽车销售有限公司董事；2025 年 7 月至 2025 年 12 月任金字火腿股份有限公司副总裁；2025 年 12 月至今任金字火腿股份有限公司总裁。
郭波	2025 年 7 月	副董事长	中国国籍，硕士学历。2020 年至 2021 年任渤海证券投行总部 SVP；2021 年至今任清禾私募基金管理（珠海）有限公司董事长、总经理；2025 年 7 月至 2025 年 12 月任金字火腿股份有限公司总裁；2025 年 7 月至今任金字火腿股份有限公司副董事长。
李妮莎	2025 年 7 月	董事、董事会秘书	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2017 年 10 月至 2021 年 11 月任玖牛（珠海）股权投资有限公司投资经理；2022 年 1 月至 2025 年 7 月任北京泰德圣私募基金管理有限公司投资经理；2025 年 7 月至今任金字火腿股份有限公司董事、董事会秘书。
吴文水	2025 年 6 月	职工董事	中国国籍，本科学历，无境外永久居留权，高级经济师。1990 年 7 月至 2008 年 2 月任中国工商银行莆田市分行支行行长、分行行长助理；2008 年 2 月至 2018 年 8 月任中信银行莆田分行副行长；2018 年 9 月至 2022 年 1 月任中信银行福州分行法律保全部副总经理；2022 年 1 月至 2025 年 6 月任中信银行福州分行风险部二级专家；2025 年 6 月至今任金字火腿股份有限公司风控部总监；2025 年 7 月至今任金字火腿股份有限公司职工董事。
孙月康	2025 年 7 月	副总裁、财务总监	中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。1997 年 10 月至 2012 年 9 月任现代商船（中国）有限公司财务部高级经理；2012 年 10 月至 2015 年 3 月任上海欣海报关有限公司副总、结算中心主任；2015 年 4 月至 2016 年 2 月任上海晟毅传媒有限公司副总经理；2016 年 12 月至 2018 年 10 月任新维国际控股有限公司副总经理；2019 年 1 月至 2022 年 3 月任上海日砾科技发展有限公司副总经理；2022 年 4 月至 2025 年 6 月任上海岸基企业管理咨询有限公司高级管理职位；2025 年 7 月至今任金字火腿股份有限公司副总裁、财务总监。
马晓钟	2013 年	总工程师	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，中共党员，正高级工程师、中国传统食品工艺大师。现任金华火腿行业协会会长、中国肉类协会发酵火腿分会执行会长，多所高校兼职教授、导师。2004 年 7 月至 2015 年 12 月任金华市汉邦食品有限公司总经理；2013 年 10 月加入金字火腿，历任副总经理、监事会主席、副董事长；2017 年 7 月至今任金字火腿股份有限公司总工程师。
黄特跃	2011 年	副总裁	中国国籍，无境外永久居留权，硕士，中共党员。2011 年至 2014 年任金字火腿股份有限公司品牌电商部总监助理；2014 年至 2019 年任金字火腿股份有限公司品牌电商总监；2019 年至 2020 年任金字火腿股份有限公司品牌肉事业部总经理、肉掌门网络科技有限公司总经理；2021 年 1 月至今任金字火腿股份有限公司副总裁。

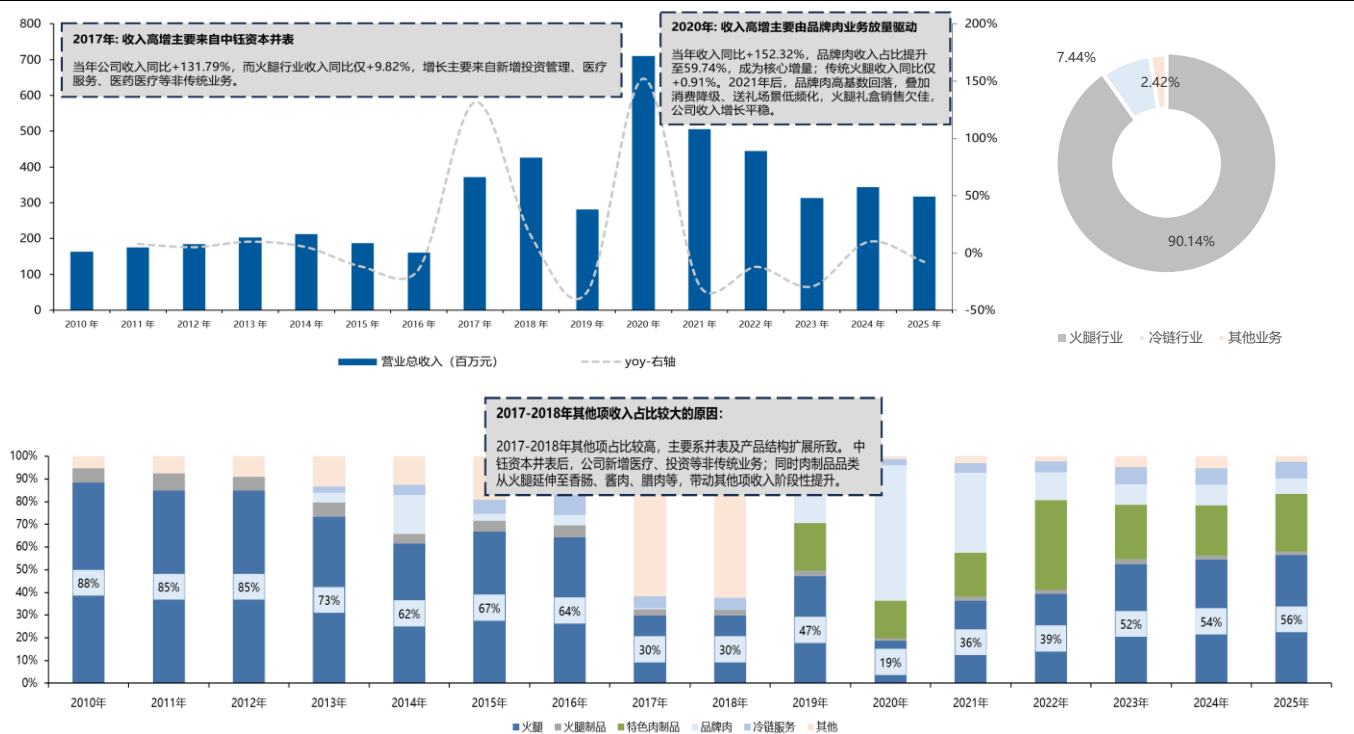
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 近年来营收增长承压，主业扣非净利率稳态 8%左右

2025 年公司实现营收 3.17 亿元，2010-2025 年营收 CAGR=5%。其中 2017 年、2020 年营收高增主要系中钰资本并表、进入定制品牌肉类业务(2020 年品牌肉收入 4.24 亿元，同比+731.33%)。

分拆来看，2025 年火腿、火腿制品、特色肉制品、品牌肉、冷链服务收入占比分别为 56%/2%/25%/7%/7%，相较 2019 年分别+9pct/-1pct/+5pct/-11pct/持平。

图5：2010-2025 年收入 CAGR=5%（右图为 2025 年收入占比）

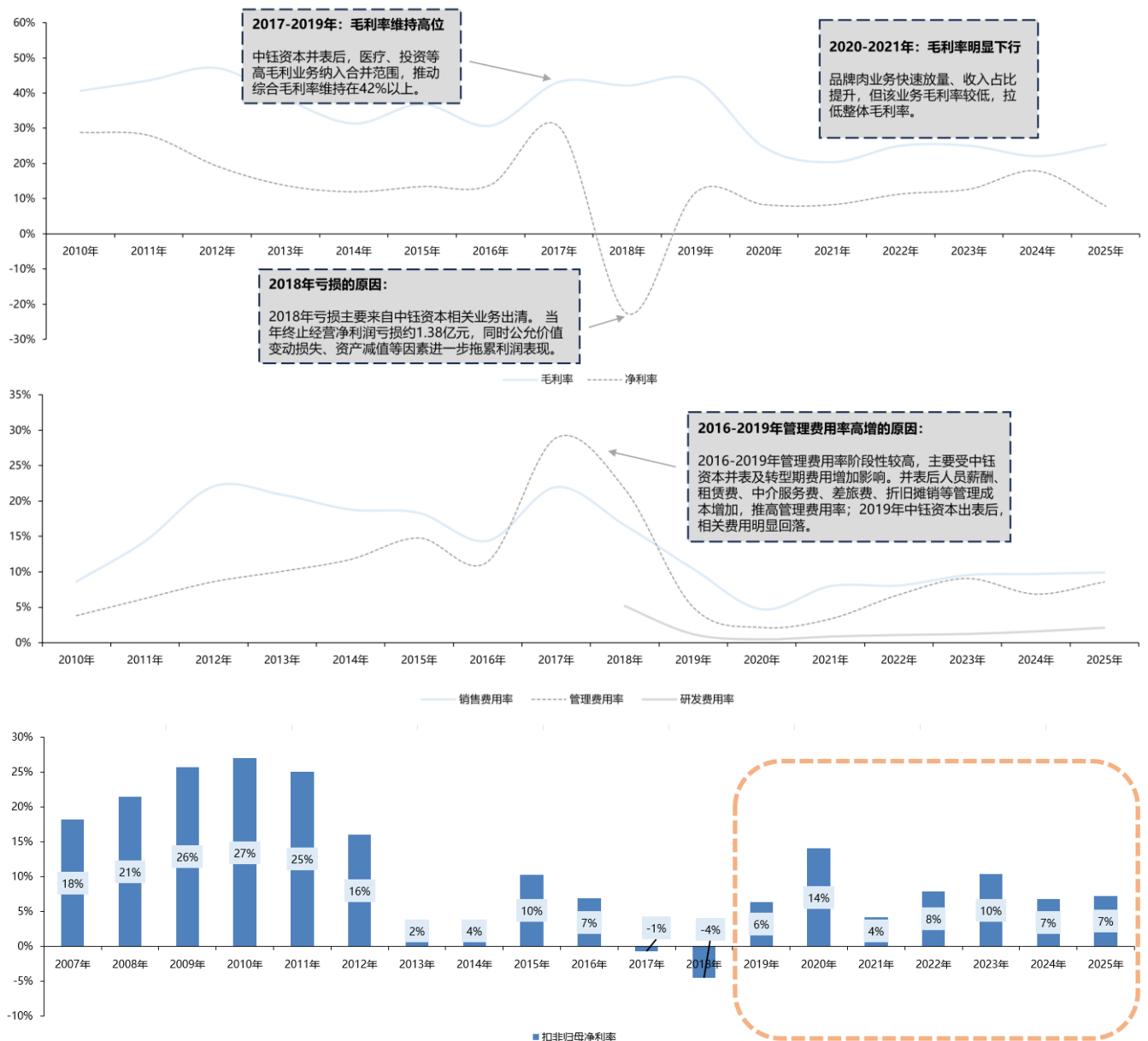


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着产品结构及毛利率进入稳定状态，叠加期间费用率归于平稳，2025 年公司销售净利率为 8%。

中钰资本出表后，2019 年开始公司扣非净利率基本稳定于 4%-14%区间，中枢接近 8%。

图6：利润率及费用率复盘（下图净利率指销售净利率）



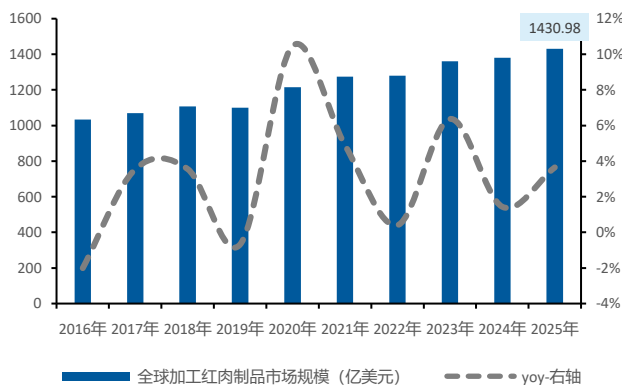
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业成熟，结构性成长

2.1. 加工红肉大盘已进入成熟期

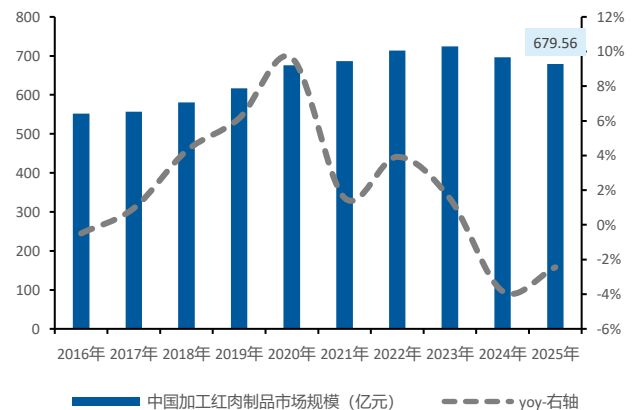
2025 年全球/中国加工红肉市场规模 1431 亿美元/680 亿元，2016-2025 年 CAGR 分别为 4%/2%。2024 年后中国加工红肉进入负增长阶段，主要系新增人口红利逐步平稳、家庭规模缩小，年轻人饮食更为分散，禽肉、鱼虾、牛肉、轻食、高蛋白零食、预制菜均对传统猪肉加工品产生分流。

图7：全球加工红肉市场规模



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

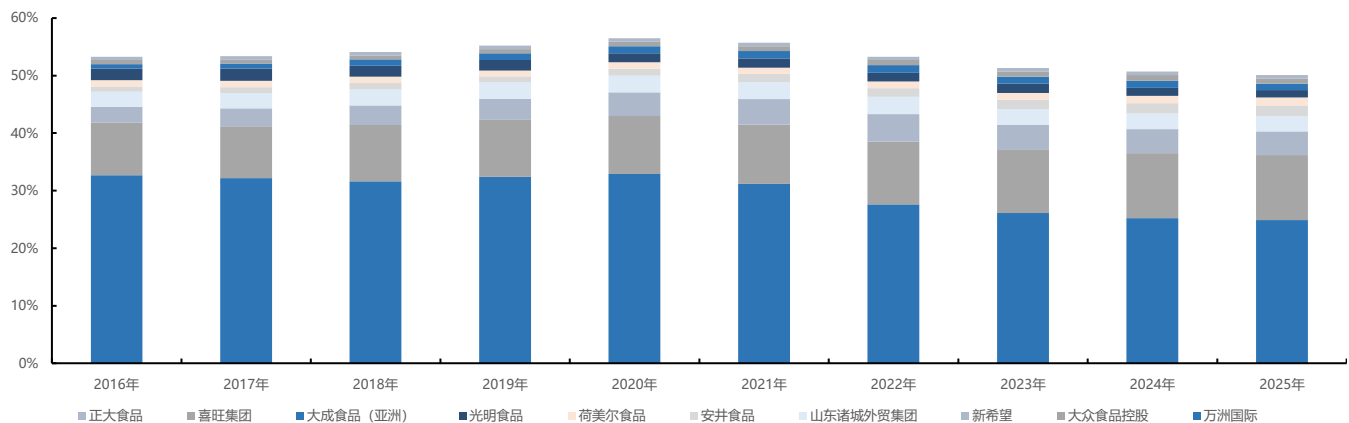
图8：中国加工红肉市场规模



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

截至 2025 年，中国加工红肉市场前三企业为万洲国际、大众食品控股及新希望，2025 年销售额占比分别为 25%、11%及 4%，2016-2025 年市占率分别-8/+2/+1pct，行业 CR3 由 2016 年的 45%降至 2025 年的 40%。

图9：中国加工肉类市场前是企业市场份额（按零售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

2.2. 结构性机会仍存

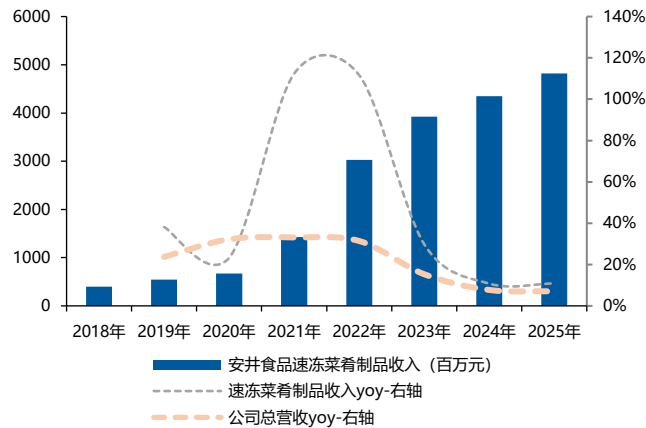
加工红肉大盘已进入成熟期，但我们认为高端化、健康化、便利化、B2B 定制及线上渠道均存在结构性增量：

（1）高端化：即高品质发酵火腿、地域特产、礼赠属性。据人民日报，2024 年西班牙对华火腿及腌制肩部产品出口额超 2800 万欧元，较 5 年前增长约 60%，2025 年上半年继续同比增长 8.4%，我们认为高端发酵火腿/礼赠/西式火腿在中国依旧是个增量市场。

（2）健康化：如低盐、减添加、清洁标签、高蛋白。2020-2024 年我国低钠/减钠产品发布量 CAGR 约 12%，2020-2025 年累计推出 925 款相关产品。

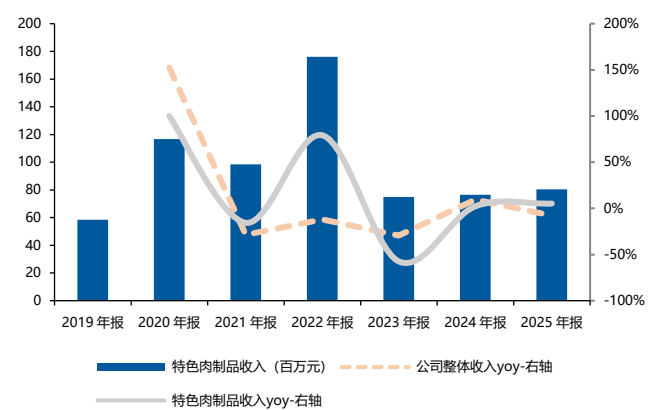
(3) 便利化: 如即食、佐餐、预制肉制品、空气炸锅/轻烹饪场景。2025 年安井食品速冻菜肴制品收入 48.21 亿元, 同比+10.84%, 显著优于传统加工红肉大盘; 同年金字火腿特色肉制品收入 8049 万元, 同比+5.16%, 销量+6.45%, 亦优于火腿主业。

图10: 安井食品速冻菜肴收入增速高于公司整体



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

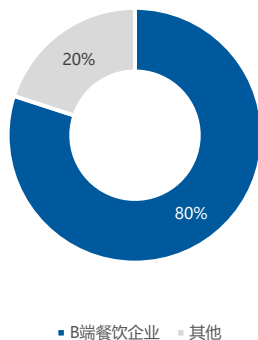
图11: 金字火腿特色肉制品收入增速高于公司整体



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

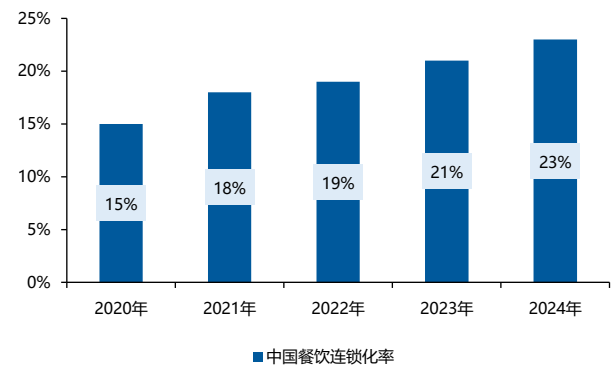
(4) B2B 定制: 即餐饮连锁、食品加工企业、生鲜电商定制。据红餐网, 2025 年肉类半成品需求里, B 端餐饮企业占比约 81.2%, 而中国餐饮连锁化率从 2021 年 18% 提升到 2024 年 23%, 连锁餐饮更需要标准化食材, 带动中央厨房、食品加工、连锁餐饮定制赛道发展。

图12: 2025 年肉类半成品需求中, B 端餐饮企业约 8 成



数据来源: 红餐网, 东吴证券研究所

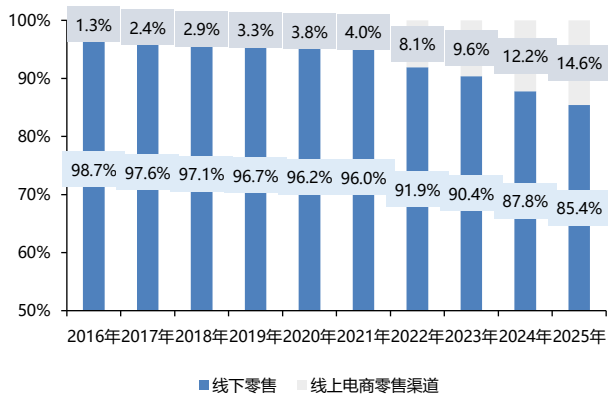
图13: 中国餐饮连锁化率持续提升



数据来源: 新华网, 中国连锁经营协会&美团《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》, 东吴证券研究所

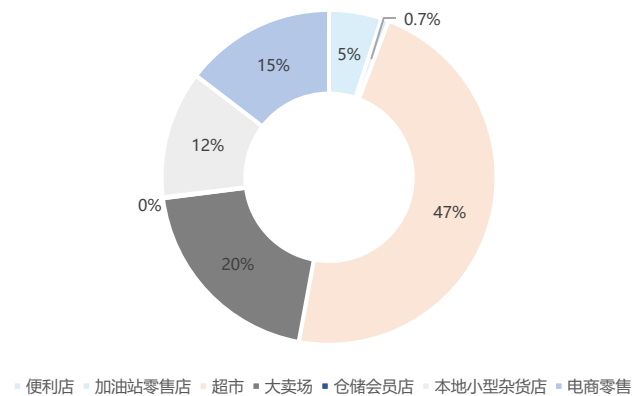
(5) 拥抱线上: 抖音/小红书/直播电商、内容种草, 而不是传统商超铺货。2025 年中国加工红肉行业线上销售额占比达 15%、已成长为第三大销售渠道(2016 年仅 1%), 同期前二渠道超市/大卖场占比为 47%/20%。

图14：加工红肉线上渠道销售额占比持续提升



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图15：2025年加工红肉不同渠道的销售额占比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

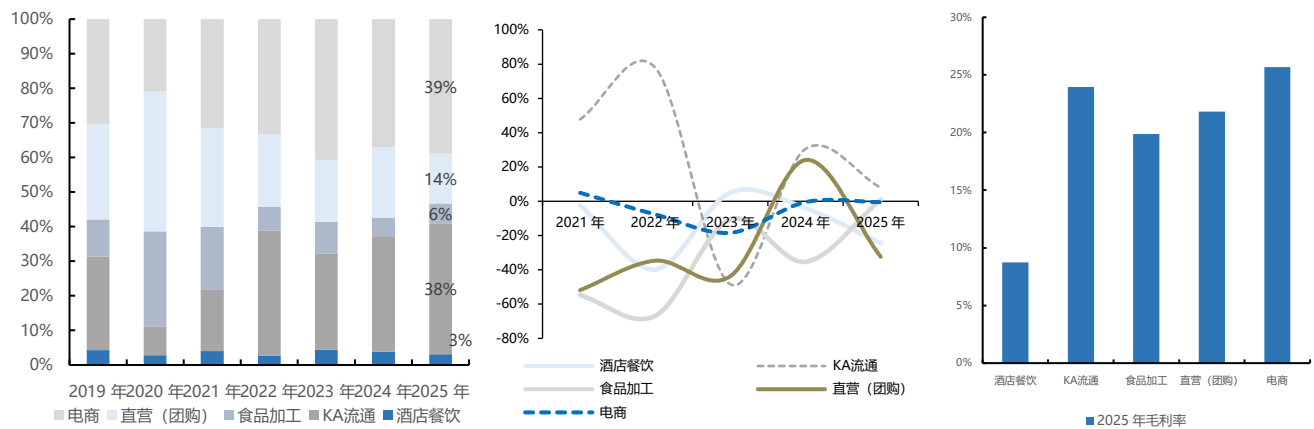
2.3. 金字品牌资产优质，消费场景再开发

金字火腿原有产品以传统火腿为主，多应用于节庆礼赠、家庭烹饪、餐饮配料。整腿、大块火腿使用门槛偏高，年轻消费者缺少使用习惯，且高盐高腌制品类面临健康压力，虽公司品牌较强，但品类略显老化，传统火腿难以依靠原有场景扩容。

公司从三个方面实现突围，将火腿产品从低频、重烹饪、节庆礼品型产品，改造成更高频、更标准化、更多场景的即时调味食材：

其一，B端增量：从传统低频的C端整腿礼品到B端标准化食材。公司不再只卖整腿，而是基于消费者需求（增香、提鲜、去腥）将产品做成火腿块、火腿片、即食火腿、烘焙用腿，以及火腿丁、火腿丝、火腿末、火腿粉、火腿汁等。标准化小规格产品适配更多B端场景，比如餐饮、烘焙、食品加工、中央厨房、预制菜、团餐等，消费频次同步提升。渠道多元化背景下，2025年公司火腿业务销售中，酒店餐饮/KA流通/食品加工/直营（团购）/电商渠道收入占比分别为3%/38%/6%/14%/39%，2019-2025年收入CAGR分别为-3%/+8%/-8%/-8%/+7%。

图16：不同渠道收入占比、渠道收入增速及不同渠道毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：左为不同渠道占火腿收入比重；中为不同渠道收入同比增速；右为2025年不同渠道火腿销售毛利率）

其二，C端增量：从烹饪原料到即食、休闲化食品。公司持续推进品牌焕新，降低年轻消费者的食用门槛，推出新品如火腿罐头、火腿午餐肉、金腿小饼、火腿月饼、火腿冰淇淋等。

公司产品年轻化大致经历了三个阶段：

- （1）2010-2018 年以低盐火腿、巴玛火腿、火腿制品和特色肉制品为主；
- （2）2019-2021 年开始加速扩充香肠、酱肉、植物肉、火锅/烤肉火腿等新场景产品；
- （3）2022 年后明显转向预制菜、即食常温菜、跨界休闲产品，且 2024 年开始推新明显加速。

图17：2024 年以来金字火腿推新加速

年份	新品/研发项目数量	主要方向
2010 年	-	低盐火腿、巴玛发酵火腿、家庭装、高端礼盒、火腿高汤等方向
2011 年	-	巴玛发酵火腿、火腿高汤；规划色拉米、库巴、火腿月饼等
2012 年	-	火腿高汤、火腿月饼等火腿深加工产品
2013 年	-	火腿制品、大众肉制品、家庭消费产品
2014 年	-	多款特色肉制品、休闲肉制品系列
2015 年	-	百变火腿
2016 年	-	方便化火腿产品、特色肉制品、休闲肉制品
2017 年	-	方便化火腿产品、特色肉制品、休闲肉制品
2018 年	-	金字优品西班牙肉感香肠；香肠、酱肉、酱肉香肠、枣肠等系列
2019 年	至少 8 项	酱肉、酱油肉、酱肉香肠、麻辣香肠、火腿肉香肠、淡咸肉、植物肉、进口品牌肉
2020 年	至少 6 项	大肉香肠、火锅火腿、烤肉火腿、淡火腿、植物肉腊肠、腊仔排
2021 年	-	烤肠、小酥肉、XO 酱、火腿海鲜酱、蜜汁火方等预制肉制品方向
2022 年	年报列示 5 个主要研发项目，其中 4 个为预制菜/产品研发项目，1 个为设备研发项目	蜜汁火方、火腿鸭煲、金银蹄、火腿猪脚冻等预制菜研发
2023 年	9 款	6 款预制菜：火腿鸭煲、火腿炖鸡、火腿炖鸽、蜜汁火方、金银蹄、腌笃鲜；3 款常温产品：梅干菜肉、回锅肉罐头、东坡肉罐头
2024 年	27 款	火腿丁/丝/末/粉/汁、火腿八宝粥、火腿冰淇淋、火腿饼干、火腿肉糜脯、火腿午餐肉、手撕肉干、麻辣香肠、川味腊肠、火腿风干鸡、火腿猪蹄冻、火腿罐头、酱麻鸭、两头乌梅干菜肉、“二十四桥明月夜”、金腿小饼等
2025 年	年报列示 15 个主要研发项目，其中 14 个为产品相关项目、1 个为设备项目	火腿月饼、两头乌猪肉爆汁烤肠、陈皮香肠、梅干菜香肠；

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

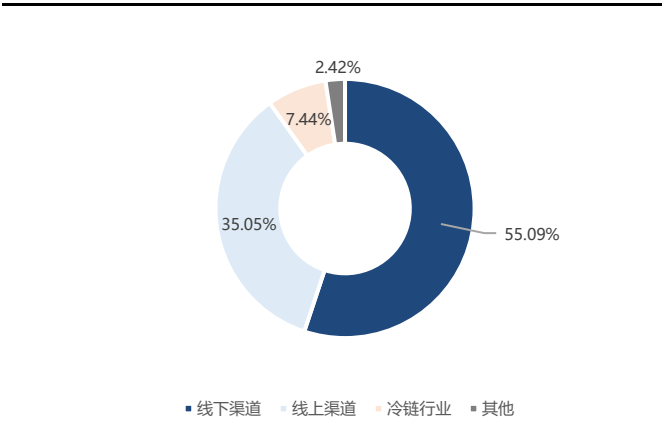
C 端新品更多集中在“火腿制品”及“特色肉制品”类目，以该口径计（不包含 C 端火腿业务）2025 年收入合计 0.86 亿元，收入占比达 27%，同比+3.04pct。同时公司积极拥抱线上渠道，赋能新品销售，2025 年线上渠道营收占比达 35%、占火腿主营业务的 39%，由于线上以 toC 业务为主，毛利率高于线下，2025 年为例，分别为 26%/22%。

图18：2025 年两类业务收入占比达 27%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19：2025 年分渠道收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(3)产能储备：新工厂带来标准化制造能力。火腿是长周期腌制品，过去对人工、经验、库存管理依赖较强。2026年6月金字火腿超级工厂正式投产，设计年产火腿150万条，并配套香肠、腊肉等特色肉制品生产线。新工厂如果顺利爬坡，可以提升其标准化、自动化、食品安全和规模交付能力，为B端客户放量提供基础。

图20：主业火腿产能情况复盘

时间节点	关键数据/规划
2007年	火腿产能50万只+/年
2008年	火腿产能60万只+/年
2009-2010年	火腿产能接近70万只/年
IPO募投后(2012-2013年)	新增：100万只低盐火腿+3,250吨/年低温肉制品。 -低盐火腿：2011年50万只，2012年起100万只/年 -低温肉制品：2011年650吨，2012年1,950吨，2013年起3,250吨/年 -同时，会替代一部分传统火腿产能，所以2012年预计总火腿产量是125万只（不是原有70万只+新增100万只=170万只）
2021年	启动“年产5万吨肉制品数字智能产业基地”项目，包含火腿、特色肉制品、品牌肉等。 -1.4万吨火腿、火腿制品及火锅/烤肉火腿 -2万吨特色传统肉制品及即食软包装产品 -1.4万吨品牌肉及预制调理肉制品 -2,000吨植物肉
2024年	新工厂土建竣工，但尚未投产，处于内部装修和设备安装阶段。
2025年	新工厂建设延期，处于试生产准备阶段，项目达到预定可使用状态日期由2025年6月30日调整为2026年4月30日。
2026年6月	金字火腿超级工厂正式投产，设计年产火腿150万条，并配套香肠、腊肉等特色肉制品生产线。

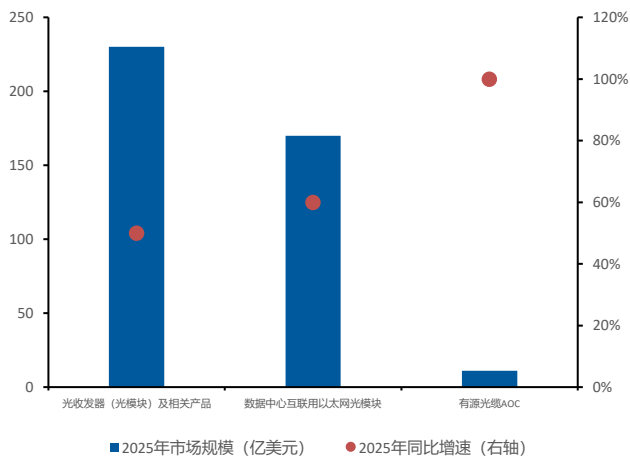
数据来源：公司公告，浙江日报，东吴证券研究所

3. 第二产业谋突破，对外投资有斩获

3.1. 成长赛道，生机勃勃

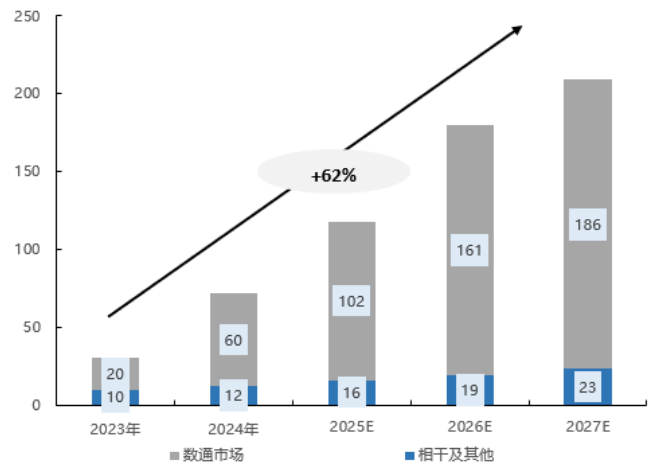
2025年全球光收发器（光模块）及相关产品市场销售额超230亿美元，同比增长50%。其中，数据中心互联以太网光模块销售额达170亿美元，同比增长60%；有源光缆（AOC）销售额超11亿美元，同比翻倍。

图21: 2025 年光模块相关市场规模超过 230 亿美元



数据来源: 界面新闻, 东吴证券研究所

图22: 2023-2027 年全球 TIA/Driver 市场 (亿元)

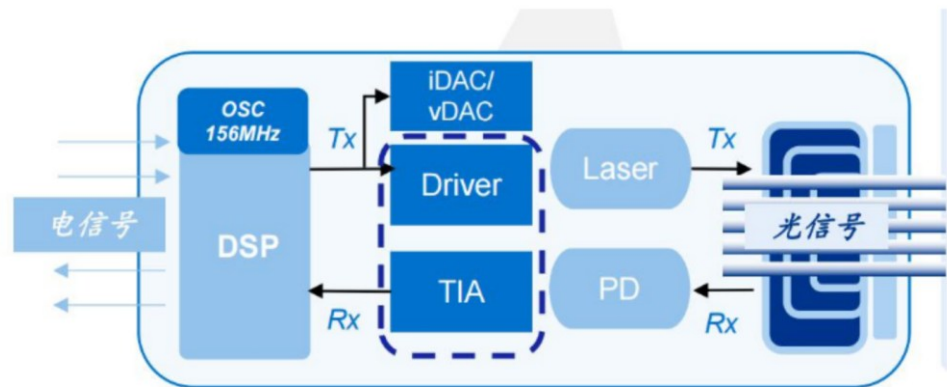


数据来源: 公司公告, Light Counting, TrendForce, 东吴证券研究所 (备注: 图中+62%为 2023-2027 年全球数通+相干 TIA/Driver 市场规模 CAGR)

光模块芯片主要分为光芯片及电芯片, BOM 成本占比中, 电芯片约 30-40%, 其中 TIA+Driver 约为 12%。

据中兴通讯《数据中心光模块技术及演进》, 传统 DSP 方案中, 400G 光模块 DSP 的 BOM 成本约占 20-40%, LPO 去掉 DSP, 仅保留高线性度 TIA 及 Driver, 并在 TIA/Driver 中集成 EQ 功能, 因此 TIA 及 Driver 的单体价值量提升。

图23: 光模块内部结构示意图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

AI 大模型愈加复杂, 数据中心用光模块通信速率逐年提高, 逐步向 800G/1.6T 及以上发展。光模块价值量大幅提高, 带动光芯片、电芯片性能要求及价值量提升。

增量市场, 国产替代双逻辑并存: ①2026 年国内 800G 光模块处于放量起步阶段, 为国内供应商提供了新增量市场机会; ②全球光模块约 80%的产能位于中国, 2024 年全球光模块前十大公司中有七家中国公司, 拥有较好的产业基础。出于供应链安全考量, 下游大厂积极与国内电芯片供应商合作。全球 25G 以上高速电芯片市场几乎被 Marvell

(Inphi)、Macom、Semtech 等海外厂商垄断，国产方案极度稀缺。

我们认为行业核心壁垒在于①**技术研发难度高**，且②产品落地后需要绑定客户供应链，仅完成产品研发不一定能拿到订单。国内光模块厂的电芯片认证周期常规为**1年以上**，海外预计更长。

图24：2010-2024 年全球光模块前十大公司

排名	2010 年	2016 年	2018 年	2022 年	2023 年	2024 年
1	菲尼萨	菲尼萨	菲尼萨	Coherent& 中际旭创（并列）	中际旭创	中际旭创
2	Opnext	海信宽带	中际旭创		Coherent	Coherent
3	住友	光迅科技	海信宽带	思科	华为	新易盛
4	安华高	Acacia	光迅科技	华为	思科	华为
5	索尔思光电	FOIT	FOIT	光迅科技	光迅科技	思科
6	富士	Oclaro	Lumentum	海信宽带	海信宽带	光迅科技
7	JDSU	中际旭创	Acacia	新易盛	新易盛	海信宽带
8	Emocore	住友	英特尔	华工正源	华工正源	Marvell
9	WTD	Lumentum	AOI	英特尔	索尔思光电	华工正源
10	NeoPhotonics	索尔思光电	住友	索尔思光电	Marvell	索尔思光电

数据来源：公司公告，Light Counting，东吴证券研究所

3.2. 标的资产质地优良，行业领先

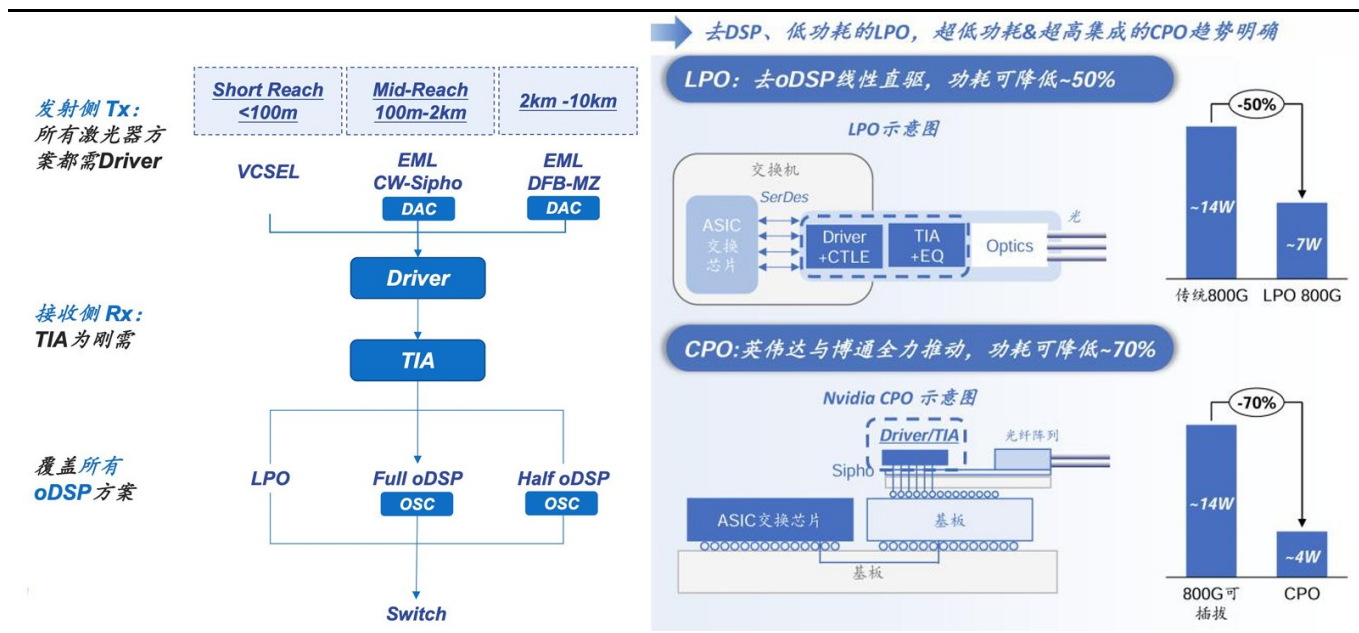
据公告，金字火腿拟对高速电芯片龙头中晟微进行投资，总投资规划为不超过 3 亿元，最终持股比例不超过 20%，2025 年 9 月已收购 9.09%股权，后续将通过增资方式进一步提升持股比例。

中晟微由数位海外光通信芯片设计公司核心研发人员于 2019 年归国创立，专注于 400G/800G/1.6T 及以上高速光模块核心电芯片的研发设计，涵盖 TIA、Driver 等高速电芯片，我们认为标的公司**从三个维度领先于行业，有望增厚公司利润、打开第二成长曲线：**

（1）团队及客户资源优势：公司拥有全球一流光通信电芯片设计团队，核心团队 20 年专注于高速光模块电芯片研发设计，同时自成立之初即得到头部客户的战略合作，已成功通过多个国内头部客户的技术测试并进入量产导入阶段。

（2）更完善的 TIA/Driver 矩阵：针对 LPO 与 CPO 两个未来新方向，中晟微主要产品 TIA\Driver 等均为刚需电芯片，提前进行了完备的产品布局。

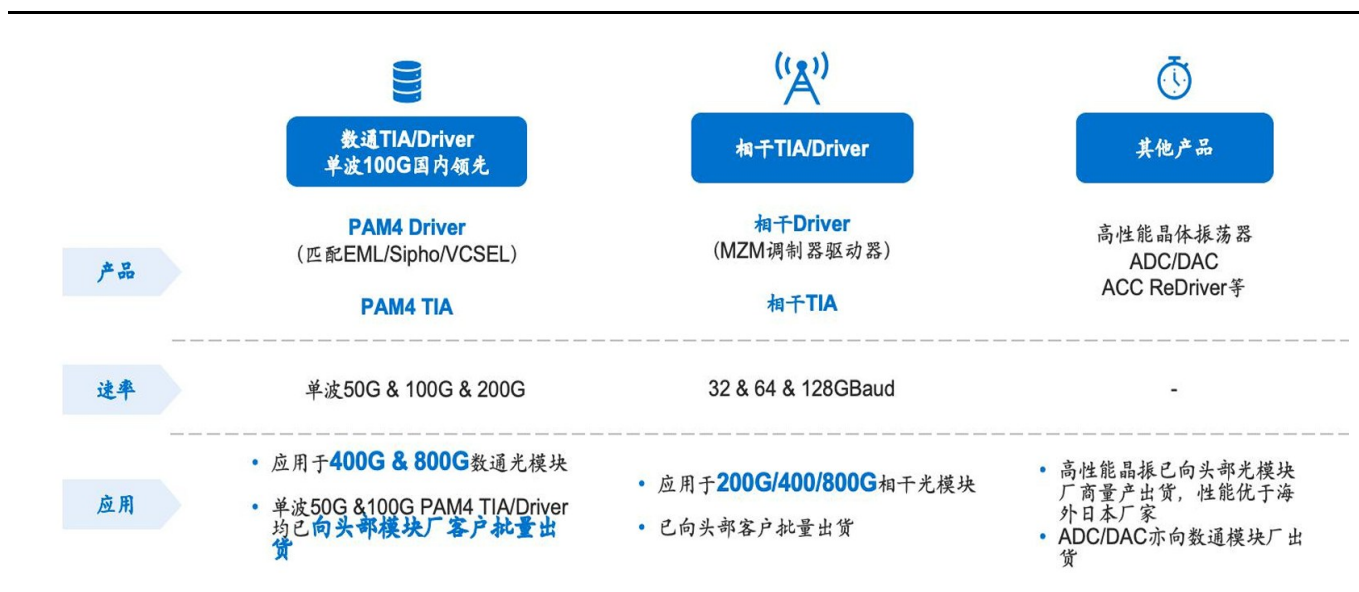
图25: 左图中晟微产品 TIA/Driver 可应用方案; 右图 LPO/CPO 方案示意图



(3) **更高速的 TIA/Driver 能力:** 中晟微作为国内领先实现单波 100GTIA/Driver 系列高速互联芯片量产出货的供应商，打破了海外巨头对单波 100G 及以上高端电芯片市场的垄断。

(4) **更全面的互联芯片:** 积极拓展单波 200GACCRDriver 和 PCIe 转光芯片等光通信以外的互联芯片，拓宽成长天花板。

图26: 产品矩阵图 (注意仅截至 2025 年 10 月 28 日)



		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
数通 PAM4 TIA/Driver	DML/EML Driver	单波50G量产			单波100G量产	单波200G在研	单波200G量产
	Sipho Driver for LPO				单波100G量产	单波200G在研	单波200G量产
	VCSEL Driver		单波25G量产		单波50G量产		
	TIA	单波50G量产		单波100G量产		单波200G在研	单波200G量产
	TIA for LPO				单波100G量产	单波200G在研	单波200G量产
相干 Coherent TIA/Driver	Driver		32GBaud量产		64GBaud量产	128GBaud在研	128GBaud量产
	TIA		64GBaud量产		64GBaud量产	128GBaud在研	128GBaud量产
其他产品	高性能晶振			156M XO量产			
	ADC/DAC			4 Channel ADCNDAC/IDAC		4CH iDAC + 12CH vDAC + 16 Channel ADC for 800G11.6T SiP	
	ACC ReDriver					单波200G在研	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

收入预测：公司新产品、新市场、新场景扩容在即，我们看好公司未来发展，我们预计 2026-2028 年营收同比增速为 3.64%/3.30%/3.34%，其中火腿作为公司核心品类，在品牌及渠道优势带动下有望稳步发展，2026-2028 年营收同比增速为 3%/3%/3%；火腿制品仍处调整阶段，我们预计 2026-2028 年收入同比增速为-5%/2%/2%；特色肉制品受益于产品结构优化，我们预计 2026-2028 年收入增速为 8%/6%/6%；品牌肉暂非发展重点，我们预计 2026-2028 年收入同比持平；冷链服务保持平稳，我们预计 2026-2028 年收入同比持平；其他业务预计表现平稳，2026-2028 年收入同比持平。

业绩预测：随着产品结构升级，我们预计毛利率稳中有升，我们预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 25.59%/25.75%/25.93%；随着特色肉制品收入占比提升、费用投放效率改善，公司经营有望持续向上，同时考虑到新工厂项目建成投产（年产 5 万吨肉制品数字智能产业基地项目已于 2026 年 6 月 11 日正式建成投产），固定资产新增折旧摊销，我们预计 2026-2028 年折旧摊销分别为 0.47/0.49/0.50 亿元，投资中晟微或带来投资收益增加，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 0.23/0.26/0.41 亿元，同比增速为-8%/+14%/+54%。

表 1：公司营收测算汇总（百万元）

百万元	2023 年	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
营业收入	313.70	343.88	316.94	328.48	339.32	350.64
yoy	-29.43%	9.62%	-7.83%	3.64%	3.30%	3.34%
火腿	164.27	187.29	178.75	184.12	189.64	195.33
yoy	-6.33%	14.02%	-4.56%	3%	3%	3%
火腿制品	7.36	6.12	5.33	5.07	5.17	5.27
yoy	-2.79%	-16.93%	-12.79%	-5%	2%	2%
特色肉制品	74.85	76.54	80.49	86.93	92.14	97.67
yoy	-57.51%	2.25%	5.16%	8%	6%	6%
品牌肉	28.74	30.71	21.12	21.12	21.12	21.12
yoy	-46.82%	6.86%	-31.22%	0%	0%	0%
冷链服务	23.46	25.53	23.57	23.57	23.57	23.57
yoy	6.96%	8.82%	-7.67%	0%	0%	0%
其他	15.01	17.69	7.67	7.67	7.67	7.67
yoy	58.35%	17.82%	-56.63%	0%	0%	0%

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 3.28/3.39/3.51 亿元，同比增速分别为 3.64%/3.30%/3.34%；2026-2028 年归母净利润为 0.23/0.26/0.41 亿元，同比增速为-8%/+14%/+54%。

公司处于消费+科技赛道，可比包括主业在消费、同样具备对外投资转型逻辑的养元饮品、张小泉；同时公司积极投资光模块电芯片，可比公司包括源杰科技、长光华芯、光库科技。2026 年 7 月 24 日，同行可比公司对应 2026-2027 年 PE 为 242.98、143.95x，考虑到公司主业发展平缓，短期存折旧摊销扰动，故表观 PE 较高，但以中晟微为代表的对外投资有望开启第二成长曲线，中晟微于高增长赛道卡位特殊，投资新产业有溢价，我们看好其远期空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值对比（估值日 2026/7/24）

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (x)			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
688498.SH	源杰科技	1,730.56	1,390.00	2.22	6.26	10.42	15.43	626.13	222.04	133.40	90.08
603156.SH	养元饮品	463.15	36.75	1.00	1.13	1.25	1.35	36.75	32.52	29.40	27.22
688048.SH	长光华芯	510.35	289.51	0.12	0.43	0.87	1.50	2412.58	673.28	332.77	193.01
300620.SZ	光库科技	573.24	230.05	0.71	1.02	1.31	1.57	324.01	225.54	175.61	146.53
301055.SZ	张小泉	43.18	27.68	0.35	0.45	0.57	0.69	79.09	61.51	48.56	40.12
	平均值							695.71	242.98	143.95	99.39
002515.SZ	金字火腿	94.55	7.81	0.02	0.02	0.02	0.03	373.67	406.59	357.18	231.27

数据来源：Wind、东吴证券研究所；除了金字火腿以外，其他公司盈利预测来自 2026 年 7 月 24 日 Wind 一致预期（备注：PE 均取 2026 年 7 月 24 日收盘价计算）。

5. 风险提示

市场竞争的风险：企业面对海内外的竞争，如若不能尽快提升自身研发、扩大产能，提升品牌知名度，保持及加强竞争优势，或面临市占率下降的风险。

对外投资失败的风险：公司对外投资跨界较大，如若投资失败或对财务及股价产生负面影响。

食品安全风险：如若发生食品安全问题，或对经营及销售产生负面影响。

实控人质押比例偏高的风险：公司实控人累计质押比例偏高，极端情况下或对控制权稳定性造成不利影响。

金字火腿三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,766	1,707	1,651	1,602	营业总收入	317	328	339	351
货币资金及交易性金融资产	1,405	1,362	1,295	1,226	营业成本(含金融类)	237	244	252	260
经营性应收款项	50	43	47	49	税金及附加	8	7	7	8
存货	293	278	283	298	销售费用	31	34	35	37
合同资产	0	0	0	0	管理费用	27	28	29	30
其他流动资产	19	23	26	30	研发费用	7	7	7	8
非流动资产	962	1,061	1,158	1,254	财务费用	(23)	(13)	(13)	(12)
长期股权投资	99	199	298	397	加:其他收益	5	5	5	5
固定资产及使用权资产	259	271	281	289	投资净收益	0	0	4	21
在建工程	461	461	461	461	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	58	51	45	38	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	0
长期待摊费用	11	8	5	2	营业利润	31	27	31	47
其他非流动资产	73	70	68	66	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	2,729	2,767	2,809	2,856	利润总额	29	26	30	46
流动负债	77	95	114	131	减:所得税	4	3	4	6
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	3	3	3	净利润	25	23	26	40
经营性应付款项	40	40	43	44	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	10	11	12	12	归属母公司净利润	25	23	26	41
其他流动负债	25	41	57	73	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.02	0.02	0.02	0.03
非流动负债	36	45	54	63	EBIT	9	13	17	34
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	31	60	66	84
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.29	25.59	25.75	25.93
租赁负债	9	18	28	37	归母净利率(%)	7.98	7.08	7.80	11.66
其他非流动负债	27	27	27	27	收入增长率(%)	(7.83)	3.64	3.30	3.34
负债合计	113	140	169	195	归母净利润增长率(%)	(59.30)	(8.10)	13.83	54.44
归属母公司股东权益	2,614	2,626	2,639	2,660					
少数股东权益	1	1	2	2					
所有者权益合计	2,615	2,627	2,641	2,662					
负债和股东权益	2,729	2,767	2,809	2,856					

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(35)	106	79	67	每股净资产(元)	2.16	2.17	2.18	2.20
投资活动现金流	421	(147)	(143)	(126)	最新发行在外股份(百万股)	1,211	1,211	1,211	1,211
筹资活动现金流	(37)	(2)	(3)	(10)	ROIC(%)	0.28	0.43	0.56	1.11
现金净增加额	349	(42)	(67)	(69)	ROE-摊薄(%)	0.97	0.89	1.00	1.54
折旧和摊销	22	47	49	50	资产负债率(%)	4.16	5.07	6.00	6.81
资本开支	(169)	(47)	(47)	(47)	P/E(现价&最新股本摊薄)	373.67	406.59	357.18	231.27
营运资本变动	(68)	35	7	(4)	P/B(现价)	3.62	3.60	3.58	3.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>