

2025年05月13日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，期待新品反馈

—承德露露（000848.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025年4月23日，承德露露发布2024年年报及2025年一季度报。

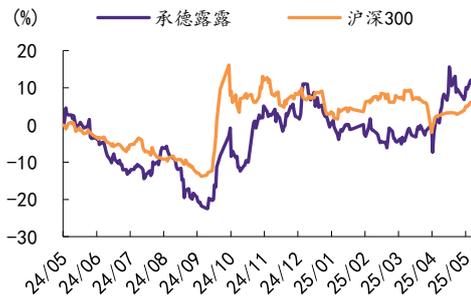
投资要点

基本数据

2025-05-12

当前股价（元）	9.61
总市值（亿元）	101
总股本（百万股）	1053
流通股本（百万股）	1040
52周价格范围（元）	6.8-10.14
日均成交额（百万元）	113.79

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《承德露露（000848）：收入增长略承压，成本明显改善》2024-10-29
- 《承德露露（000848）：收入表现超预期，加大费投打造市场》2024-08-29
- 《承德露露（000848）：着力开发新品，稳健开拓市场》2024-05-20

Q1 业绩表现承压，成本利好逐步显现

业绩符合预期，春节错期影响致 Q1 业绩承压。2024 年总营收/归母净利润分别为 32.87/6.66 亿元，分别同比 +11%/+4%；其中，2024Q4 分别为 11.28/2.47 亿元，分别同比 +23%/+27%。2025Q1 分别为 10.02/2.15 亿元，分别同比 -18%/-13%。Q1 毛利率提升受益于杏仁成本下降，市场投入加大致费用率提升。2024 年毛利率/净利率分别为 41%/20%，分别同比 -0.5/-1.3pcts，销售/管理费用率分别同比 +1.1/+0.6pcts。2025Q1 毛利率/净利率分别为 48%/22%，分别同比 +4.4/+1.4pcts，销售/管理费用率分别同比 +2.1/+0.5pcts。经营净现金流表现稳健，Q1 销售回款同比承压。2024/2025Q1 经营净现金流分别为 6.30/0.08 亿元，分别同比 +0.5%/-88%；销售回款分别为 36.06/9.98 亿元，分别同比 +11%/-19%。截至 2025Q1 末，合同负债 0.59 亿元（环比 -0.98 亿元）。

杏仁露稳健增长，期待新品表现

分产品来看，2024 年杏仁露/果仁核桃露/杏仁奶营收分别为 31.88/0.85/0.12 亿元，同比 +11.38%/-2.29%/+248.62%；毛利率分别为 41.55%/18.80%/38.15%，分别同比 -0.54/-2.53/+6.26pcts。主品杏仁露保持稳健增长，同时公司推出系列新品，包括与咖啡、红茶、茉莉花茶等相结合产品。量价拆分来看，2024 年杏仁露销量/均价分别同比 +11.47%/-0.08%，主品以量驱动为主，均价表现基本平稳。2025 年 3 月 20 日，公司推出新品“露露草本”，包括 4 种口味，采取低糖 0 脂 0 香精配方，主打轻养生概念，期待新品表现。

北部引领增长，直销渠道表现亮眼

分地区来看，2024 年北部/中部/其他地区营收分别为 29.90/1.91/1.06 亿元，分别同比 +11.73%/+9.16%/+2.51%，北部地区基本盘稳健增长，中部地区亦取得较好增长。分渠道来看，2024 年经销/直销渠道营收分别为 31.25/1.62 亿

元，分别同比+8.28%/+136.65%，直销渠道表现亮眼，主要系线上电商运营策略有效，京东稳定类目前三名，拼多多为回头客好店，同时通过抖音店铺直播投流。报告期内公司共开发交通枢纽商店 141 家，学校商店 203 家，打造形象店 6338 个，举办宴会 7001 场，开发餐饮店 9028 个。

■ 盈利预测

我们看好公司作为杏仁露龙头，持续开拓市场，空间仍足。在股权激励和员工持股计划的加持下，有望提升内部信心，激活经营活力。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.67/0.76/0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 14/13/12 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

新品推广不及预期风险，成本上涨风险，南方市场开拓不及预期风险，市场竞争加剧风险，杏仁露增长不及预期风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	3,287	3,397	3,822	4,113
增长率（%）	11.3%	3.3%	12.5%	7.6%
归母净利润（百万元）	666	706	798	863
增长率（%）	4.4%	6.0%	13.1%	8.1%
摊薄每股收益（元）	0.63	0.67	0.76	0.82
ROE（%）	19.4%	18.6%	18.9%	18.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:					营业收入	3,287	3,397	3,822	4,113
现金及现金等价物	3,390	3,870	4,348	4,853	营业成本	1,941	1,974	2,217	2,380
应收款	19	23	21	20	营业税金及附加	29	34	36	37
存货	193	303	309	298	销售费用	418	476	543	592
其他流动资产	10	17	19	19	管理费用	55	54	57	62
流动资产合计	3,611	4,212	4,696	5,190	财务费用	-52	-102	-115	-130
非流动资产:					研发费用	16	31	34	39
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	438	458	519	563
固定资产	560	589	576	548	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	109	44	17	7	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	298	283	268	254	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	880	932	1,050	1,133
其他非流动资产	12	12	12	12	加:营业外收入	0	0	3	2
非流动资产合计	980	928	874	821	减:营业外支出	0	1	2	1
资产总计	4,591	5,140	5,570	6,011	利润总额	880	931	1,051	1,134
流动负债:					所得税费用	214	226	254	273
短期借款	6	6	6	6	净利润	666	704	796	861
应付账款、票据	464	385	401	397	少数股东损益	0	-1	-2	-2
其他流动负债	337	337	337	337	归母净利润	666	706	798	863
流动负债合计	964	1,147	1,163	1,157					
非流动负债:					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	134	134	134	134	成长性				
其他非流动负债	55	55	55	55	营业收入增长率	11.3%	3.3%	12.5%	7.6%
非流动负债合计	189	189	189	189	归母净利润增长率	4.4%	6.0%	13.1%	8.1%
负债合计	1,152	1,336	1,352	1,346	盈利能力				
所有者权益					毛利率	40.9%	41.9%	42.0%	42.1%
股本	1,053	1,053	1,053	1,053	四项费用/营收	13.3%	13.5%	13.6%	13.7%
股东权益	3,439	3,805	4,218	4,665	净利率	20.3%	20.7%	20.8%	20.9%
负债和所有者权益	4,591	5,140	5,570	6,011	ROE	19.4%	18.6%	18.9%	18.5%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	25.1%	26.0%	24.3%	22.4%
净利润	666	704	796	861	营运能力				
少数股东权益	0	-1	-2	-2	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	21	52	53	52	应收账款周转率	0.0	146.0	182.5	202.8
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	10.1	6.6	7.3	8.1
营运资金变动	-56	62	10	6	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	630	817	859	917	EPS	0.63	0.67	0.76	0.82
投资活动现金净流量	-215	37	39	38	P/E	15.2	14.3	12.7	11.7
筹资活动现金净流量	64	-339	-383	-414	P/S	3.1	3.0	2.6	2.5
现金流量净额	480	516	515	541	P/B	2.9	2.7	2.4	2.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。