

2024年03月18日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

发布激励与持股计划，激发经营活力

—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

2024年3月18日，承德露露发布2024年限制性股票激励计划（草案）及2024年员工持股计划（草案）。

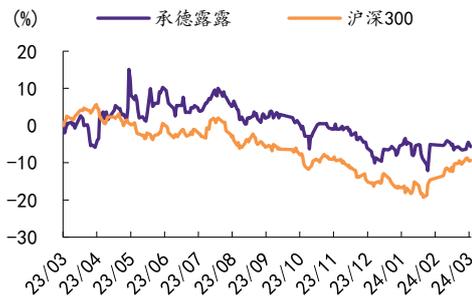
投资要点

基本数据

2024-03-15

当前股价（元）	7.95
总市值（亿元）	84
总股本（百万股）	1053
流通股本（百万股）	1053
52周价格范围（元）	7.38-9.98
日均成交额（百万元）	83.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《承德露露（000848）：业绩符合预期，扩产顺利推进》2023-10-28
- 《承德露露（000848）：利润增长超预期，期待市场开拓加速》2023-08-22
- 《承德露露（000848）：业绩符合预期，二季度望加速》2023-04-27

激励计划与持股计划齐发，彰显信心

1) 发布2024年限制性股票激励计划（草案），拟授予5名高管1300万股，占总股本1.24%，为一次性授予，无预留权益。授予价格为6.00元/股，授予日起满12个月后分三期解除限售，各期解除限售的比例分别为30%/30%/40%。总费用2535万元，分四年确认。2) 发布2024年员工持股计划（草案），首次授予总人数不超过169人（不含预留份额），拟筹集资金总额上限为7800万元，拟持有标的股票数量不超过1300万股，占总股本1.24%。存续期为48个月，所获标的股票分三期解锁，每期解锁比例分别为30%/30%/40%。总费用2535万元，分四年确认。

收入利润双考核，激发活力

限制性股权激励计划与员工持股计划考核业绩一致，分为三档：1) 2024/2025/2026年分别完成总营收32.50/36/40亿元，2025/2026年同增10.77%/11.11%；2024/2025/2026年分别完成扣非净利润6.80/7.40/8.00亿元，2025/2026年同增8.82%/8.11%。2) 2024/2025/2026年分别完成总营收31.50/34.50/38亿元，2025/2026年同增9.52%/10.14%；2024/2025/2026年分别完成扣非净利润6.70/7.20/7.80亿元，2025/2026年同增7.46%/8.33%。3) 2024/2025/2026年分别完成总营收31/33/36.5亿元，2025/2026年同增6.45%/10.61%；2024/2025/2026年分别完成扣非净利润6.6/7/7.6亿元，2025/2026年同增6.06%/8.57%。其中，三档目标分别对应营收或扣非利润考核可解除限售比例的100%/90%/80%，公司层面可解除限售比例中营业收入占60%，净利润占40%。

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。根据公司激励计划，我们调整公司2023-2025年EPS分别为0.60/0.67/0.73元（前值为0.61/0.73/0.84元），当前股

价对应 PE 分别为 13/12/11 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	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	2,692	2,828	3,252	3,601
增长率 (%)	6.7%	5.0%	15.0%	10.7%
归母净利润 (百万元)	602	635	710	766
增长率 (%)	5.7%	5.5%	11.8%	8.0%
摊薄每股收益 (元)	0.56	0.60	0.67	0.73
ROE (%)	21.5%	20.3%	20.3%	19.7%

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,990	3,313	3,727	4,170
应收款	17	19	18	18
存货	252	247	260	261
其他流动资产	3	14	16	16
流动资产合计	3,261	3,593	4,021	4,465
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	197	214	212	203
在建工程	51	20	8	3
无形资产	286	271	257	244
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	18	18	18	18
非流动资产合计	551	524	495	468
资产总计	3,813	4,117	4,517	4,933
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	333	314	338	348
其他流动负债	277	277	277	277
流动负债合计	964	940	972	990
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	55	55	55	55
非流动负债合计	55	55	55	55
负债合计	1,019	995	1,026	1,045
所有者权益				
股本	1,076	1,053	1,053	1,053
股东权益	2,794	3,123	3,490	3,887
负债和所有者权益	3,813	4,117	4,517	4,933

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	602	634	708	765
少数股东权益	0	-1	-1	-2
折旧摊销	21	27	28	27
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-7	-33	18	18
经营活动现金净流量	616	627	753	808
投资活动现金净流量	-31	13	14	14
筹资活动现金净流量	-261	-305	-341	-368
现金流量净额	323	335	426	454

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,692	2,828	3,252	3,601
营业成本	1,485	1,608	1,866	2,085
营业税金及附加	26	28	31	32
销售费用	364	385	449	504
管理费用	32	37	49	56
财务费用	-39	-93	-104	-117
研发费用	23	25	29	34
费用合计	381	354	422	477
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	796	838	934	1,007
加:营业外收入	1	0	3	2
减:营业外支出	2	1	2	1
利润总额	795	837	934	1,008
所得税费用	193	203	226	243
净利润	602	634	708	765
少数股东损益	0	-1	-1	-2
归母净利润	602	635	710	766

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	6.7%	5.0%	15.0%	10.7%
归母净利润增长率	5.7%	5.5%	11.8%	8.0%
盈利能力				
毛利率	44.9%	43.1%	42.6%	42.1%
四项费用/营收	14.1%	12.5%	13.0%	13.3%
净利率	22.4%	22.4%	21.8%	21.2%
ROE	21.5%	20.3%	20.3%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	26.7%	24.2%	22.7%	21.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	0.0	146.0	182.5	202.8
存货周转率	5.9	6.6	7.3	8.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.56	0.60	0.67	0.73
P/E	14.2	13.2	11.8	10.9
P/S	3.2	3.0	2.6	2.3
P/B	3.1	2.7	2.4	2.2

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。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：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

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。