

2024年04月17日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩略超预期，市场开拓初显成效

—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

2024年4月16日，承德露露发布2023年年报及2024年一季度报。

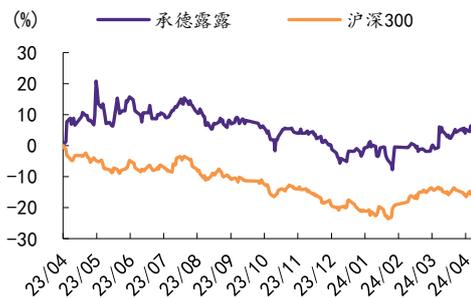
投资要点

基本数据

2024-04-16

当前股价（元）	8.54
总市值（亿元）	90
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）	83.91

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《承德露露（000848）：发布激励与持股计划，激发经营活力》2024-03-18
- 《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

■ 全年收入略超预期，一季度利润稍承压

全年业绩略超预期，单四季度实现双位数增长。2023年总营收29.55亿元（同增9.76%），归母净利润6.38亿元（同增6.02%）；2023Q4总营收9.19亿元（同增27.54%），归母净利润1.95亿元（同增7.39%）。一季度利润稍承压，略不及预期。2024Q1总营收12.27亿元（同增7.53%），归母净利润2.46亿元（同增3.04%）。成本变动致毛利率承压，费用投放规模减少以平滑净利率。2023年毛利率/净利率分别为41.46%/21.60%，分别同比-3.40/-0.75pcts，毛利率变动预计主要系原材料价格波动带来的，2024Q1毛利率/净利率分别同比-3.94/-0.87pcts。2023年销售/管理/研发费用分别同比-1.89/-0.12/+0.19pcts，2024Q1分别同比-2.00/-0.15/+0.01pcts，预计主要系费用投入规模减少带来销售费用率同比下降。全年净现金流近持平，销售回款增速表现较好。2023/2024Q1经营净现金流分别为6.27/0.61亿元，分别同比+1.92%/-19.48%；销售回款分别为32.43/12.32亿元，分别同比+20.10%/+30.77%。分红比例提升，回馈投资者。2023年公司现金分红比例达64.35%，较2022年提升13.18pcts，股息率提升至4.68%。

■ 基本盘稳定增长，期待第二增长曲线

杏仁露加大品牌年轻化建设，稳定增长。2023年杏仁露/核桃露/杏仁奶营收分别为28.62/0.87/0.03亿元，杏仁露/核桃露营收分别同比+8.32%/81.50%。其中，杏仁露为公司基本盘，2023年通过建设品牌年轻化推动产品稳定增长，如2023年年底至春节投放1100家电影院、20个城市300辆公交车媒体、15个北方核心城市高铁站。2023年杏仁露销量/均价分别同比+13.58%/-4.63%，毛利率同比-3.15pcts。核桃露实现高增，以量增为主。2023年核桃露销量/均价分别同增93.06%/-5.98%，毛利率同比-3.30pcts。2023年杏仁奶毛利率为31.89%，2024年公司将在杏仁露的基础上，着力打造

“杏仁+”产品，满足多元化植物基需求，同时重点开发LOLO水系列产品。

■ 新兴地区增长亮眼，渠道开发成效显著

北部大本营市场增长稳健，其他地区增长迅速。2023年北部/中部/其他地区营收分别为26.76/1.75/1.04亿元，分别同增7.57%/17.32%/87.88%。北部仍为公司基地市场，同时中部及其他地区营收增长迅速，2023年其合计占比同比+1.84pcts至9.43%。渠道开发强势，成果显著。2023年经销/直销营收分别为28.86/0.69亿元，分别同增8.94%/60.41%，直销渠道增长亮眼，以大卖场为主。2023年公司共开发高铁商店212家，学校商店470家，打造形象店1.21万个，举办宴会8742场，开发餐饮店2.87万个；拥有经销商866家，较年初净增加178家。

■ 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2024-2026年EPS分别为0.66/0.74/0.84元，当前股价对应PE分别为13/12/10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	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,955	3,275	3,695	4,221
增长率（%）	9.8%	10.9%	12.8%	14.2%
归母净利润（百万元）	638	697	778	882
增长率（%）	6.0%	9.2%	11.7%	13.3%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.66	0.74	0.84
ROE（%）	20.4%	20.0%	20.0%	20.3%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,120	3,482	3,930	4,456
应收款	10	22	20	21
存货	311	292	299	307
其他流动资产	7	16	18	19
流动资产合计	3,447	3,812	4,267	4,803
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	180	293	324	322
在建工程	209	83	33	13
无形资产	282	268	254	240
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	64	64	64	64
非流动资产合计	734	708	674	639
资产总计	4,181	4,520	4,942	5,442
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	550	371	389	410
其他流动负债	202	202	202	202
流动负债合计	1,000	978	996	1,040
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	58	58	58	58
非流动负债合计	58	58	58	58
负债合计	1,057	1,035	1,054	1,098
所有者权益				
股本	1,053	1,053	1,053	1,053
股东权益	3,124	3,485	3,888	4,345
负债和所有者权益	4,181	4,520	4,942	5,442

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	638	695	777	880
少数股东权益	0	-1	-2	-2
折旧摊销	20	26	33	34
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-31	-25	11	35
经营活动现金净流量	627	695	819	947
投资活动现金净流量	-190	12	20	22
筹资活动现金净流量	-75	-334	-374	-423
现金流量净额	362	372	465	545

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,955	3,275	3,695	4,221
营业成本	1,730	1,904	2,148	2,454
营业税金及附加	25	33	35	38
销售费用	344	445	510	591
管理费用	32	43	55	65
财务费用	-47	-97	-110	-125
研发费用	31	29	33	40
费用合计	360	420	489	572
资产减值损失	0	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	844	919	1,024	1,158
加:营业外收入	2	0	3	2
减:营业外支出	0	1	2	1
利润总额	846	918	1,025	1,159
所得税费用	208	223	248	279
净利润	638	695	777	880
少数股东损益	0	-1	-2	-2
归母净利润	638	697	778	882

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	9.8%	10.9%	12.8%	14.2%
归母净利润增长率	6.0%	9.2%	11.7%	13.3%
盈利能力				
毛利率	41.5%	41.9%	41.9%	41.9%
四项费用/营收	12.2%	12.8%	13.2%	13.5%
净利率	21.6%	21.2%	21.0%	20.8%
ROE	20.4%	20.0%	20.0%	20.3%
偿债能力				
资产负债率	25.3%	22.9%	21.3%	20.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	0.0	146.0	182.5	202.8
存货周转率	5.6	6.6	7.3	8.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.61	0.66	0.74	0.84
P/E	14.1	12.9	11.6	10.2
P/S	3.0	2.7	2.4	2.1
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1

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。

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。