

2024年05月20日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 着力开发新品，稳健开拓市场

—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5月15日，承德露露在河北承德召开2023年度股东大会。

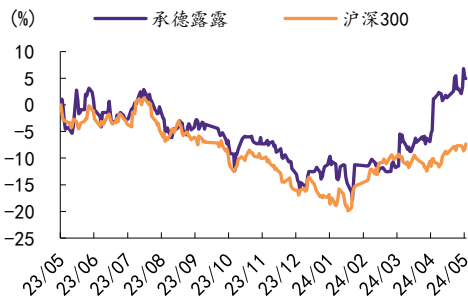
## 投资要点

## 基本数据

2024-05-17

当前股价（元）	9.42
总市值（亿元）	99
总股本（百万股）	1053
流通股本（百万股）	1040
52周价格范围（元）	7.38-9.59
日均成交额（百万元）	75.13

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《承德露露（000848）：业绩略超预期，市场开拓初显成效》2024-04-17
- 《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

## 新品开发力度大，寻找新增消费场景

产品方面，公司围绕“杏仁+”做新品开发与产品结构调节，已上市的如与抹茶结合推出“轻林漫步”，与咖啡结合推出“杏运大咖”；同时在新植物基品类上积极开发如巴旦木奶。今年公司还将上市水系列产品如果汁气泡水、养生草本系列产品等新品，公司考虑到费用精准投放，新品预先在线上平台进行试点，后续将线上表现较好的产品在线下推广，目前轻林漫步与巴旦木奶反馈较好，已推进线下赠饮。消费场景方面，公司针对餐饮渠道开发推出大包装1L装PET杏仁露，并陆续投放市场。

## 区域扩张空间广，着力培育品类心智

针对品类培育较成熟的北区，公司一方面在吉林、黑龙江、新疆等占比较低的地区加大下沉力度与空白网点的开发；另一方面加大年轻消费者推广力度，在新媒体渠道加大投放。对于品类基础较弱的南区，公司调整产品浓度和口味，开发低糖杏仁露和杏仁奶，同时进行新品的开发与推广，产品推广前期采取代工模式，后期随着杭州淳安生产基地的投产布局，将进一步解决南区产能覆盖问题。

## 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14/13/11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

2023A

2024E

2025E

2026E

主营业务收入 (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	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,955</b>	<b>3,275</b>	<b>3,695</b>	<b>4,221</b>
现金及现金等价物	3,120	3,482	3,930	4,456	营业成本	1,730	1,904	2,148	2,454
应收款	10	22	20	21	营业税金及附加	25	33	35	38
存货	311	292	299	307	销售费用	344	445	510	591
其他流动资产	7	16	18	19	管理费用	32	43	55	65
流动资产合计	3,447	3,812	4,267	4,803	财务费用	-47	-97	-110	-125
<b>非流动资产:</b>					研发费用	31	29	33	40
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	360	420	489	572
固定资产	180	293	324	322	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	209	83	33	13	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	282	268	254	240	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>844</b>	<b>919</b>	<b>1,024</b>	<b>1,158</b>
其他非流动资产	64	64	64	64	加:营业外收入	2	0	3	2
非流动资产合计	734	708	674	639	减:营业外支出	0	1	2	1
资产总计	4,181	4,520	4,942	5,442	<b>利润总额</b>	<b>846</b>	<b>918</b>	<b>1,025</b>	<b>1,159</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	208	223	248	279
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>638</b>	<b>695</b>	<b>777</b>	<b>880</b>
应付账款、票据	550	371	389	410	少数股东损益	0	-1	-2	-2
其他流动负债	202	202	202	202	<b>归母净利润</b>	<b>638</b>	<b>697</b>	<b>778</b>	<b>882</b>
流动负债合计	1,000	978	996	1,040					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	58	58	58	58	营业收入增长率	9.8%	10.9%	12.8%	14.2%
非流动负债合计	58	58	58	58	归母净利润增长率	6.0%	9.2%	11.7%	13.3%
负债合计	1,057	1,035	1,054	1,098	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	41.5%	41.9%	41.9%	41.9%
股本	1,053	1,053	1,053	1,053	四项费用/营收	12.2%	12.8%	13.2%	13.5%
股东权益	3,124	3,485	3,888	4,345	净利率	21.6%	21.2%	21.0%	20.8%
负债和所有者权益	4,181	4,520	4,942	5,442	ROE	20.4%	20.0%	20.0%	20.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	25.3%	22.9%	21.3%	20.2%
净利润	638	695	777	880	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	-1	-2	-2	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
折旧摊销	20	26	33	34	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	5.6	6.6	7.3	8.1
营运资金变动	-31	-25	11	35	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	627	695	819	947	EPS	0.61	0.66	0.74	0.84
投资活动现金净流量	-190	12	20	22	P/E	15.5	14.2	12.7	11.2
筹资活动现金净流量	-75	-334	-374	-423	P/S	3.4	3.0	2.7	2.3
现金流量净额	362	372	465	545	P/B	3.2	2.9	2.6	2.3

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。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。