

承德露露 (000848)

公司更新：激励有效，营收稳健股息可观 增持（维持）

2024年07月29日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

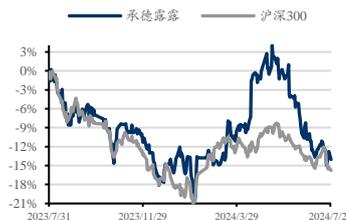
研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2692	2955	3161	3357	3568
同比（%）	6.66	9.76	6.97	6.22	6.29
归母净利润（百万元）	601.87	638.13	633.39	724.67	799.43
同比（%）	5.68	6.02	(0.74)	14.41	10.32
EPS-最新摊薄（元/股）	0.57	0.61	0.60	0.69	0.76
P/E（现价&最新摊薄）	13.31	12.55	12.65	11.05	10.02

股价走势



■ 投资要点

■ 激励有效，营收增长表现稳健。2023年公司以9.76%的营收增长顺利收官，其中2023Q4营收9.19亿（同比+27.54%）超预期，为历史最高单Q4营收，紧邻的2024Q1公司营收12.27亿（同比+7.53%）亦为历史高水平，春节错位情况下整体表现稳健，好于预期。公司2024年4月17日完成限制性股票激励的1,300万股股票授予，23日完成员工持股计划的12,999,995股股票过户，激励靴子落地，其中管理层激励力度大，目标可达成度较高，激励有效。预计2024年在成本和折旧承压情况下，营收考核仍能达标帮助解除限售较大比例的首期股票。

■ 老品仍具潜力，新品储备积极有待表现。公司从2021年的恢复性增长至2023年营收创新高，主力均为杏仁露系列老品，“老品+北部市场”潜力持续挖掘，北部市场经销商从2019年末的431家增至2023年末的548家，增幅26.3%，同期北部地区营收从20.59亿元增至26.76亿元（增幅30.0%）。在2019年以后绩效考核方式等调整下，公司渠道管理和终端开拓均有进步，2022年公司共开发高铁商店131家，学校商店322家，打造形象店7,270个，举办宴会3,977场，开发餐饮店17,483个；2023年公司共开发高铁商店212家，学校商店470家，打造形象店12,057个，举办宴会8,742场，开发餐饮店28,715个。公司新品研发投入加大，储备多个品类并开始试水投放，期待表现。

■ 短期成本折旧承压，下半年起有望缓解。公司主要原材料杏仁价格23年下半年至24年上半年处于高位，2023年公司杏仁露产品毛利率同比下降3.1pct。主要系成本和销售折让影响，24Q1综合毛利率同比下降3.94pct，成本影响比较直接，但下半年进入新采购季杏仁价格已回落，随着杏仁成本下降，马口铁价格低位，预计能较大程度对冲新厂折旧，我们分析认为25年盈利回升是大概率事件。

■ 分红比例高且可持续性较强。公司上市以来累计平均分红率为56.13%，2023年度分红率65.98%。由于市场认为公司产品老化而给予较低估值，当前股息率已经超过5%（2023年分红4.21亿元，当前市值80亿元）。我们认为公司于细分行业龙头地位稳固，杏仁露进入壁垒高，现金流优秀，随着承德新厂建设完毕，资本开支回归低位，分红可持续性较强。

■ 盈利预测与投资评级：基于Q1和上半年营收表现，以及全年成本和折旧节奏，预计2024年营收表现优于利润，25-26年盈利明显改善。我们预计2024-2026年公司营收分别为31.61/33.57/35.68亿元（2024-2025前值为29.99、32.18亿元），分别同比增长6.97%/6.22%/6.29%（2024-2025前值为7.64%、7.30%），预计归母净利润6.33/7.25/7.99亿元（2024-2025前值为6.43、6.94亿元），分别同比增长-0.74%/14.41%/10.32%（2024-2025前值为7.31%、8.55%），EPS分别为0.60/0.69/0.76元，当前市值对应PE分别为12.6x、11.1x、10.0x，维持“增持”评级。

■ 风险提示：原材料价格波动风险，折旧摊销风险，食品安全风险等。

市场数据

收盘价(元)	7.58
一年最低/最高价	7.11/9.66
市净率(倍)	2.39
流通A股市值(百万元)	7,879.62
总市值(百万元)	7,978.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.17
资产负债率(% ,LF)	17.70
总股本(百万股)	1,052.55
流通A股(百万股)	1,039.53

相关研究

《承德露露(000848)：高股息率系列：稳居细分龙头，持续尝试突破》

2024-02-09

激励目标设置相对务实合理，具有可达成性从而产生激励效果。以 2024 年为例，达成营收最低目标 31.0 亿元，则营收考核指标解锁比例可达 80%，而营收在公司层面解锁比例中权重占 60%。而在我们的盈利预测中，首期解锁比例可达： $90%*60%+0%*40%=54%$ （成本承压前提下的测算），2025 年指标完成情况可解锁比例更高。

表1: 首个解除限售期对应年份(2024 年)营收和净利润考核目标

2023 年	2024 年		
营业收入-亿元	Am1	Ad1	An1
营业收入-亿元	32.5	31.5	31.0
29.5464	+10.0%	+6.6%	+4.9%
	Am2	Ad2	An2
净利润-亿元	6.80	6.70	6.60
6.3813	+6.6%	+5.0%	+3.4%

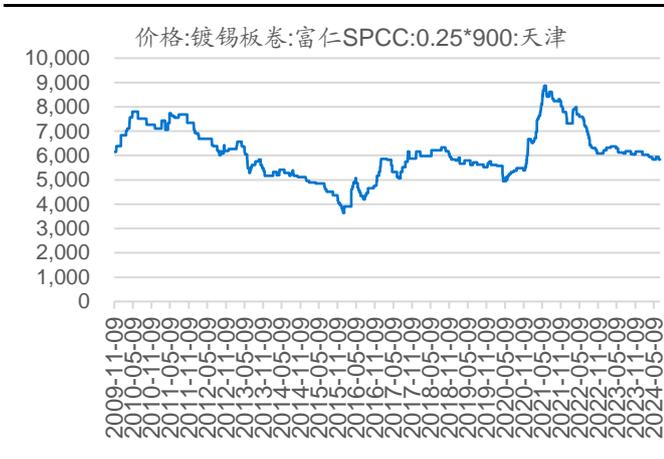
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1: 解锁比例和业绩考核关系

考核指标	业绩完成度	考核指标对应解锁比例 (X1,X2)
考核年度营业收入 (A1)	$A1 \geq Am1$	$X1=100%$
	$Ad1 \leq A1 < Am1$	$X1=90%$
	$An1 \leq A1 < Ad1$	$X1=80%$
	$A1 < An1$	$X1=0$
考核年度净利润 (A2)	$A2 \geq Am2$	$X2=100%$
	$Ad2 \leq A2 < Am2$	$X2=90%$
	$An2 \leq A2 < Ad2$	$X2=80%$
	$A2 < An2$	$X2=0$
公司层面可解锁比例(X)	$X=X1*60%+X2*40%$ (营业收入占 60%比重, 净利润占 40%比重)	

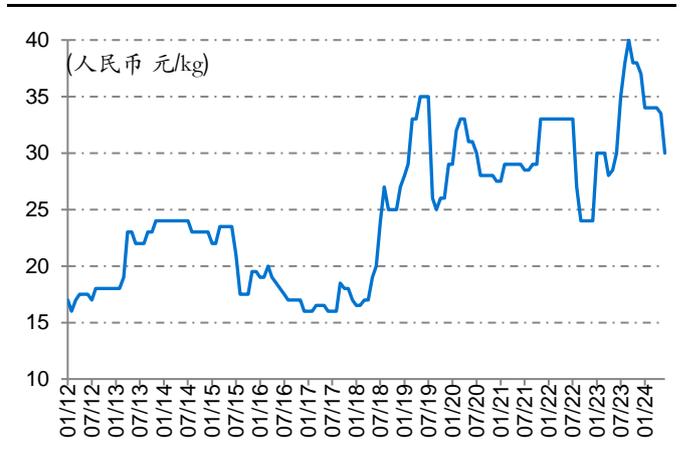
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 马口铁价格走势(以富仁为例)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3: 苦杏仁价格高位回落



数据来源：Wind（更新到 6 月）、东吴证券研究所

承德露露三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,447	3,524	3,892	4,303	营业总收入	2,955	3,161	3,357	3,568
货币资金及交易性金融资产	3,120	3,173	3,525	3,922	营业成本(含金融类)	1,730	1,907	1,954	2,053
经营性应收款项	16	17	17	17	税金及附加	25	25	26	28
存货	311	333	347	361	销售费用	344	358	383	408
合同资产	0	0	0	0	管理费用	32	60	61	50
其他流动资产	0	1	4	3	研发费用	31	35	39	43
非流动资产	734	892	916	877	财务费用	(47)	(62)	(63)	(70)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	1	2	2
固定资产及使用权资产	184	536	596	574	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	209	36	9	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	282	272	262	252	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	844	838	959	1,059
其他非流动资产	60	49	49	49	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	4,181	4,416	4,808	5,180	利润总额	846	838	959	1,059
流动负债	1,000	1,022	1,101	1,144	减:所得税	208	205	234	259
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	638	633	725	799
经营性应付款项	550	517	575	580	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	248	268	290	308	归属母公司净利润	638	633	725	799
其他流动负债	200	235	234	254	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.60	0.69	0.76
非流动负债	58	58	58	58	EBIT	797	776	896	988
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	819	837	962	1,056
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.46	39.66	41.80	42.46
租赁负债	2	2	3	3	归母净利率(%)	21.60	20.04	21.59	22.40
其他非流动负债	55	55	55	55	收入增长率(%)	9.76	6.97	6.22	6.29
负债合计	1,057	1,080	1,159	1,202	归母净利润增长率(%)	6.02	(0.74)	14.41	10.32
归属母公司股东权益	3,089	3,301	3,614	3,943					
少数股东权益	35	35	35	35					
所有者权益合计	3,124	3,336	3,649	3,978					
负债和股东权益	4,181	4,416	4,808	5,180					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	627	704	854	898	每股净资产(元)	2.93	3.14	3.43	3.75
投资活动现金流	(190)	(230)	(90)	(30)	最新发行在外股份(百万股)	1,053	1,053	1,053	1,053
筹资活动现金流	(308)	(421)	(411)	(471)	ROIC(%)	20.28	18.13	19.35	19.55
现金净增加额	130	53	353	397	ROE-摊薄(%)	20.66	19.19	20.05	20.28
折旧和摊销	22	61	67	68	资产负债率(%)	25.29	24.45	24.10	23.21
资本开支	(190)	(230)	(90)	(30)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.55	12.65	11.05	10.02
营运资本变动	(34)	(2)	63	30	P/B (现价)	2.59	2.43	2.22	2.03

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>