

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.97
总股本/流通股本(亿股)	10.53 / 10.40
总市值/流通市值(亿元)	84 / 83
52周内最高/最低价	9.59 / 7.38
资产负债率(%)	25.3%
市盈率	13.07
第一大股东	万向三农集团有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 华夏霖  
SAC 登记编号: S1340522090003  
Email: huaxialin@cnpsec.com

承德露露(000848)

需求基本盘稳定，原料即将大幅改善

● 事件

2024年7月起，伴随新一年野杏成熟，苦杏仁原料价格同比有较大幅度回落，承德露露受此影响，下半年起成本端预计有较大幅度改善。同时，从公司5月股东大会反馈看，核心单品整体表现稳健，未来预期向好。

● 核心要点

2023年公司核心大单品杏仁露表现稳定，整体营收增长稳健。公司2023年分别实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润29.55/6.38/6.35亿元，同比+9.76%/+6.02%/+5.25%。分产品看，2023年公司杏仁露/果仁核桃/杏仁奶系列分别实现营收28.62/0.87/0.03亿元，同比+8.32%/+81.5%/-，毛利率分别为42.1%/21.3%/31.9%，同比下降3.2/下降3.3/-pct。其中，核心大单品杏仁露受益礼赠消费场景需求复苏，整体表现稳健；果仁核桃低基数下增速较高；杏仁奶作为新品仍处于试水阶段。分渠道看，直销/经销渠道分别实现营收0.69/28.86亿元，同比+60.4%/+8.9%。其中，直营渠道增速较高，预计主要为公司线上新渠道发力带动；而传统渠道保持相对稳健增长，则主要得益于北方市场下沉深耕叠加南方市场渠道开拓。分地区看，2023年公司在北部/中部/其他地区分别实现营收26.76/1.75/1.04亿元，同比+7.6%/+17.3%/+87.8%，其中公司传统的北方市场基本盘表现稳健，中部地区稳步开拓市场，而南方市场战略意义提升下增速较高。2023年末，公司合作经销商866家，同比增加178个，同比+25.9%，分地区看，北部/中部/其他地区分别有合作经销商548/100/218个，同比+42/+10/+126个，公司在北方市场持续渠道下沉深耕，而南方市场加速推进渠道布局，经销商开拓进度大幅提升。

原料成本提升叠加均价下行，2023年毛利率水平下滑。2023年，从核心的原料采购成本看，预计占公司营业成本近三成的苦杏仁受气候因素影响减产，价格同比上行近25%；而从产品均价看，公司核心的杏仁露2023年均价下滑4.6%，预计主要为促销力度加大导致。2023年，公司毛利率/归母净利率为41.46%/21.6%，分别同比-3.4/-0.76pct。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别为11.64%/1.08%/1.03%/-1.57%，分别同比-1.89/-0.12/+0.19/-0.14pct。公司2023年转变广告投放思路，更多在线上新媒体渠道做贴近年轻群体的内容投放，同时线下端也通过公交、高铁枢纽、社区、地铁等场景做品牌露出，整体销售费用率有所回落。

**2024年Q1礼赠需求景气度延续，整体表现稳定，**公司2024年Q1实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润 12.27/2.46/2.46亿元，同比+7.53%/+3.04%/+3.03%。**我们预计春节礼赠场景中受消费复苏偏弱影响，传统的植物蛋白饮料预计受益高端白奶的降级需求转换，整体增长稳健。**2024年Q1公司毛利率/归母净利率为43.71%/20.08%，分别同比-3.94/-0.87pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为15.98%/0.65%/0.55%/-1.18%，分别同比-2/-0.15/+0.01/-0.46pct。公司毛利率预计受促销力度延续以及成本因素影响，持续处于低位；而费用端，销售费用率延续收缩态势，整体净利率水平相对平稳。

**展望未来：成本端，**2024年7月起，伴随新一年野杏成熟，苦杏仁原料价格同比有较大幅度回落（预计7月同比-30%左右），承德露露受此影响，下半年起成本端预计有较大幅度改善。**渠道端，**公司北方地区下沉，而南方市场加速开拓。公司北方地区基本盘稳固，2023年仍占营收近9成，未来公司将继续通过渠道下沉深耕做精市场，并覆盖更多郊县空白市场，保持北方地区实现稳健增长。而南方市场未来战略意义提升，预计在南方露露较为强势市场与其展开竞争。公司在南方地区新增淳安工厂，并就近设立运营中心，预计将有效辐射华东地区，助力上海、安徽、江苏、浙江等市场开拓，而西南预计主要聚焦西南地区市场。公司2023年北方地区外经销商增长强劲，进一步体现公司开拓新市场决心。**产品端：**老品焕新、新品研发相结合，迎合消费新趋势，宣传端同步加强新媒体营销投放。公司近年核心产品逐渐老化，同时主要消费群体年龄结构偏高，公司未来将对现有产品进行更新迭代，包括包装、规格调整，同时围绕“杏仁+”思路研发推出更多契合年轻群体的新口味，以及在植物蛋白饮料外进一步推出其他软饮SKU丰富产品矩阵。同时宣传端也将更注重新媒体渠道营销投放，强化在年轻群体的品牌推广。

**此外，公司在上半年推出股权激励，预计有效提升公司内部积极性。**公司2024年4月17日股权激励落地，根据2024-2026年各年度业绩完成情况确认解除限售比例，其中营收考核占60%，利润考核占40%，以2023年为基础，未来3年营收要求为32.5/36/40亿元，净利润要求为6.8/7.4/8亿元，整体考核要求稳中有进，为公司业绩保驾护航。**公司是食品饮料板块长期高分红标的，**近年看，除2021年公司回购替代分红外，其他年份公司股息率普遍维持在3.5%以上，2023年股息率进一步增至5.1%。我们认为，公司当前在消费复苏偏弱背景下终端动销预期稳定，未来业绩水平稳健，股息率有望维持高位。

## ● 盈利预测与投资建议

我们预计公司在产品迭代、渠道拓张、品牌打造上持续推进布局，同时在股权激励保障下营收、利润增长稳定性高，同时成本端受苦杏仁价格回落影响，在新增产能折旧增加背景下毛利率预计仍有较好提升，我们看好公司继续保持高分红比例。预计公司2024-2026年实现

营收 31.09/33.21/36.53 亿元，同比+5.23%/6.81%/10.01%；实现归母净利润 6.71/7.33/7.97 亿元，同比+5.16%/+9.29%/+8.73%，对应 EPS 为 0.64/0.70/0.76 元，对应当前股价 PE 为 13/12/11 倍。我们看好公司继续维持稳健成长动能，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

原料成本扰动，行业竞争加剧，新品不及预期，食品安全等风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2955	3109	3321	3653
增长率(%)	9.76	5.23	6.81	10.01
EBITDA（百万元）	819.78	937.50	1017.89	1100.47
归属母公司净利润（百万元）	638.13	671.08	733.39	797.43
增长率(%)	6.02	5.16	9.29	8.73
EPS(元/股)	0.61	0.64	0.70	0.76
市盈率(P/E)	13.43	12.77	11.68	10.74
市净率(P/B)	2.77	2.45	2.17	1.93
EV/EBITDA	6.68	5.56	4.59	3.71

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2955	3109	3321	3653	营业收入	9.8%	5.2%	6.8%	10.0%
营业成本	1730	1750	1839	2027	营业利润	6.1%	5.1%	9.3%	8.7%
税金及附加	25	28	30	33	归属于母公司净利润	6.0%	5.2%	9.3%	8.7%
销售费用	344	389	423	475	<b>获利能力</b>				
管理费用	32	34	38	42	毛利率	41.5%	43.7%	44.6%	44.5%
研发费用	31	33	34	37	净利率	21.6%	21.6%	22.1%	21.8%
财务费用	-47	-12	-14	-16	ROE	20.7%	19.2%	18.6%	18.0%
资产减值损失	0	-3	-3	-3	ROIC	803.2%	219.2%	505.7%	1,463.2%
<b>营业利润</b>	<b>844</b>	<b>887</b>	<b>970</b>	<b>1054</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	1	1	1	资产负债率	25.3%	25.6%	24.4%	24.0%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	3.45	3.51	3.79	3.93
<b>利润总额</b>	<b>846</b>	<b>887</b>	<b>970</b>	<b>1055</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	208	217	237	258	应收账款周转率	305.68	335.97	335.97	335.97
<b>净利润</b>	<b>638</b>	<b>670</b>	<b>733</b>	<b>797</b>	存货周转率	5.56	4.91	4.91	4.91
<b>归母净利润</b>	<b>638</b>	<b>671</b>	<b>733</b>	<b>797</b>	总资产周转率	0.71	0.65	0.63	0.62
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.61</b>	<b>0.64</b>	<b>0.70</b>	<b>0.76</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.61	0.64	0.70	0.76
货币资金	3120	3702	4258	4889	每股净资产	2.93	3.32	3.75	4.21
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	10	9	10	11	PE	13.43	12.77	11.68	10.74
预付款项	7	8	9	10	PB	2.77	2.45	2.17	1.93
存货	311	357	375	413	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>3447</b>	<b>4078</b>	<b>4654</b>	<b>5325</b>	净利润	638	669	731	795
固定资产	184	378	363	348	折旧和摊销	20	62	62	62
在建工程	209	0	0	0	营运资本变动	-33	113	48	84
无形资产	282	235	188	141	其他	1	-10	-12	-14
<b>非流动资产合计</b>	<b>734</b>	<b>672</b>	<b>610</b>	<b>548</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>626</b>	<b>834</b>	<b>830</b>	<b>928</b>
<b>资产总计</b>	<b>4181</b>	<b>4750</b>	<b>5264</b>	<b>5873</b>	资本开支	-190	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
应付票据及应付账款	550	391	411	453	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-190</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他流动负债	450	770	818	901	股权融资	-30	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1000</b>	<b>1161</b>	<b>1229</b>	<b>1353</b>	债务融资	0	-1	-1	-1
其他	58	57	56	56	其他	-278	-250	-273	-295
<b>非流动负债合计</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-308</b>	<b>-251</b>	<b>-273</b>	<b>-296</b>
<b>负债合计</b>	<b>1057</b>	<b>1218</b>	<b>1285</b>	<b>1409</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>128</b>	<b>582</b>	<b>556</b>	<b>631</b>
股本	1053	1053	1053	1053					
资本公积金	11	11	11	11					
未分配利润	2025	2434	2881	3368					
少数股东权益	35	35	34	33					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3124</b>	<b>3532</b>	<b>3979</b>	<b>4464</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>4181</b>	<b>4750</b>	<b>5264</b>	<b>5873</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048