

承德露露 (000848)

2024 年半年报点评: 激励效果显现, 成本利好在途

增持 (维持)

2024 年 08 月 27 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

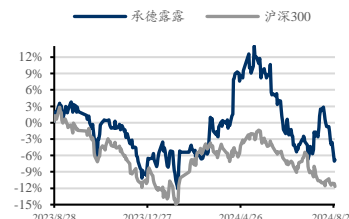
研究助理 于思淼

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	3361	3587
同比 (%)	6.66	9.76	6.99	6.32	6.71
归母净利润 (百万元)	601.87	638.13	612.81	701.06	763.99
同比 (%)	5.68	6.02	(3.97)	14.40	8.98
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.57	0.61	0.58	0.67	0.73
P/E (现价&最新摊薄)	13.31	12.55	13.07	11.43	10.48

股价走势



■ **事件:** 公司披露 2024 年中报, 1-6 月实现营业收入 16.34 亿元, 同比增长 9.39%; 实现归属上市公司股东净利润 2.94 亿元, 同比下降 6.80%, 其中 Q2 营收/归母净利润 4.07 亿元/0.47 亿元, 同比+15.39%/-37.81%。

■ **上半年营收增长超预期, Q2 淡季新高彰显进取。** 在 2023Q4 单季度历史新高营收 (同比+27.54%, 超预期) 之后, 公司 2024 上半年平稳较快的增长表现亦好于预期, 单 2 季度营收也创淡季新高, 彰显激励效果更显进取。营收增长部分得益于折扣折让政策调整影响 (体现在杏仁露系列吨价提升 7% 方面), 一方面营收增厚, 另一方面毛利率降幅收窄。公司线上线下载发力, 上半年直销收入 1.13 亿元, 同比增长 134.08%, 线下持续推进终端下沉和细化, 上半年共开发高铁商店 104 家, 学校商店 143 家, 打造形象店 5413 个, 举办宴会 3754 场, 开发餐饮店 4879 个。

■ **杏仁成本上升至毛利率承压, 大额新增折旧或延迟。** 上半年毛利率 41.80%, 同比下降 3.41pct, 主因上年杏仁减产导致采购价格大涨 30% 以上, 影响营业成本上涨 9.89%。2024 年 7 月新采购季以来, 杏仁价格回落到 2023 年 6 月水位, 预计 2024Q4 加工使用低价原料带来明显财务改善。2025 年仍将受益新采购季的原料成本回落红利。中报显示在建工程余额环比增加而固定资产余额环比回落, 也即新厂尚未折旧, 折旧压力预计延缓。

■ **薪酬增长较快, 销售费用率/管理费用率双升。** 公司上半年销售费用率/管理费用率为 16.70%/1.39%, 同比提升 0.94pct/0.24pct。销售费用率上升主因广告宣传费用和工资薪酬增加导致, 管理费用 2,275 万元, 同比增长 32.48%, 净增 557 万, 其中工资薪酬净增 474 万, 主因确认股权激励和员工持股计划的股份支付费用。

■ **推新持续, 新品有所表现。** 公司产品主力是杏仁露系列, 果仁核桃恢复销售以来仍在增长轨道, 上半年营收 3,955 万元, 同比增长 16.35%。公司近年加大研发新品, 并开始试水投放, 上半年杏仁奶营收 975.61 万元, 同比增长 399.74%, 毛利率随销售提升大幅提升 15.3pct 至 46.26%。LOLO 水系列产品已上新 LOLO 山楂气泡水、LOLO 刺梨气泡水两款产品 (初期作为线下销售搭赠), 尚未贡献收入。此外公司还有杏运大咖、杏运谷粒, 巴旦木奶等新品待投。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于需求环境和成本走势, 预计 2024 年营收表现优于利润, 25 年盈利明显改善, 股息率具有吸引力。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 31.6/33.6/35.9 亿元 (前值为 31.6/33.6/35.7 亿元), EPS 分别为 0.58/0.67/0.73 元 (前值为 0.60/0.69/0.76 元), 当前市值对应 PE 分别为 13.1x、11.4x、10.5x, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 宏观承压消费持续走弱, 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)	7.49
一年最低/最高价	7.11/9.66
市净率(倍)	2.58
流通 A 股市值(百万元)	7,786.06
总市值(百万元)	7,883.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.90
资产负债率(% ,LF)	15.30
总股本(百万股)	1,052.55
流通 A 股(百万股)	1,039.53

相关研究

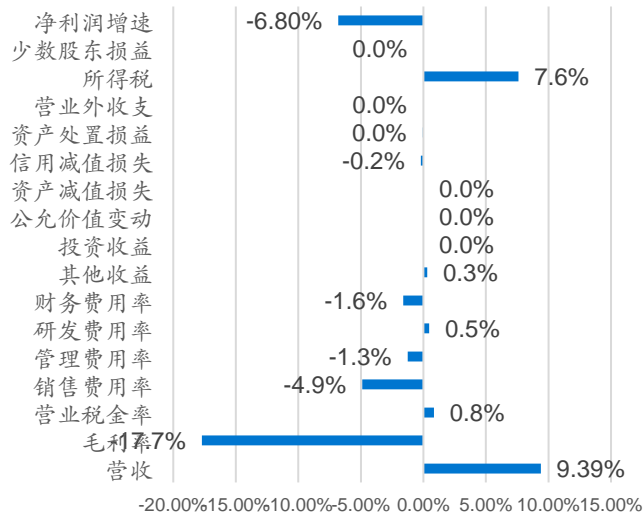
《承德露露(000848): 公司更新: 激励有效, 营收稳健股息可观》

2024-07-29

《承德露露(000848): 高股息率系列: 稳居细分龙头, 持续尝试突破》

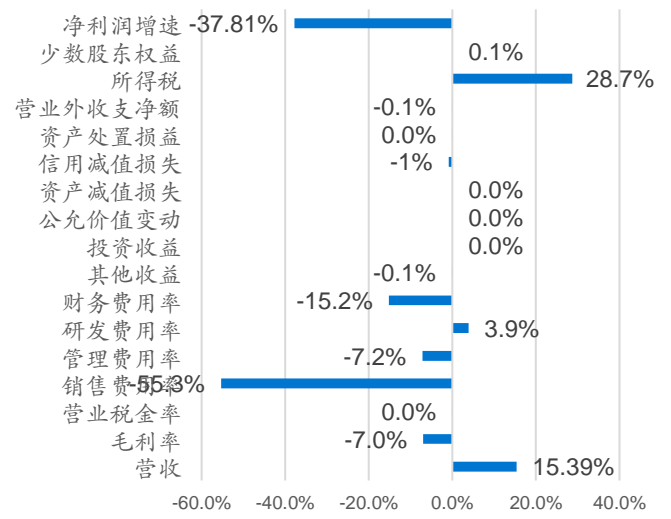
2024-02-09

图1: 半年度净利润增长贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 2024Q2 净利润增长贡献拆分



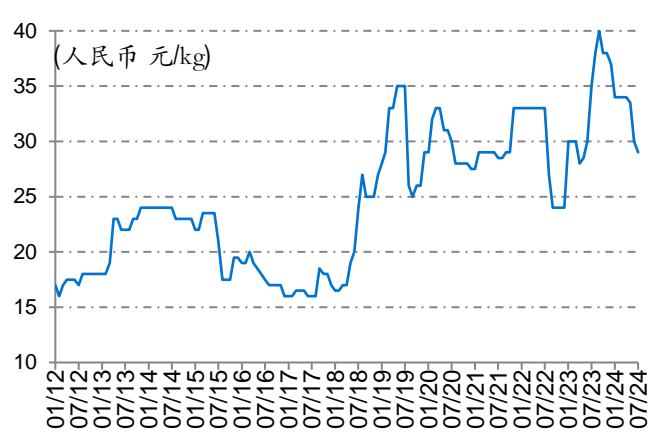
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 马口铁价格走势(元/吨, 以富仁为例)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4: 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	3,502	3,844	4,238	营业总收入	2,955	3,161	3,361	3,587
货币资金及交易性金融资产	3,120	3,151	3,476	3,852	营业成本(含金融类)	1,730	1,902	1,953	2,079
经营性应收款项	16	17	17	17	税金及附加	25	25	26	28
存货	311	332	346	366	销售费用	344	391	418	446
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)	(69)
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	811	928	1,012
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	4,394	4,759	5,115	利润总额	846	811	928	1,012
流动负债	1,000	1,020	1,101	1,155	减:所得税	208	198	227	248
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	638	613	701	764
经营性应付款项	550	515	575	588	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	248	268	290	310	归属母公司净利润	638	613	701	764
其他流动负债	200	235	234	256	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.58	0.67	0.73
非流动负债	58	58	58	58	EBIT	797	749	865	942
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	819	810	931	1,010
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.46	39.82	41.88	42.03
租赁负债	2	2	3	3	归母净利率(%)	21.60	19.39	20.86	21.30
其他非流动负债	55	55	55	55	收入增长率(%)	9.76	6.99	6.32	6.71
负债合计	1,057	1,078	1,159	1,213	归母净利润增长率(%)	6.02	(3.97)	14.40	8.98
归属母公司股东权益	3,089	3,281	3,565	3,866					
少数股东权益	35	35	35	35					
所有者权益合计	3,124	3,316	3,600	3,902					
负债和股东权益	4,181	4,394	4,759	5,115					

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	682	831	868	每股净资产(元)	2.93	3.12	3.39	3.67
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)	(416)	(462)	ROIC(%)	20.28	17.55	18.87	18.95
现金净增加额	130	32	325	375	ROE-摊薄(%)	20.66	18.68	19.67	19.76
折旧和摊销	22	61	67	68	资产负债率(%)	25.29	24.54	24.35	23.72
资本开支	(190)	(230)	(90)	(30)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.55	13.07	11.43	10.48
营运资本变动	(34)	(2)	64	36	P/B (现价)	2.59	2.44	2.25	2.07

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>