

2024年08月29日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 收入表现超预期，加大费投打造市场

—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8月28日，承德露露发布2024年中报。

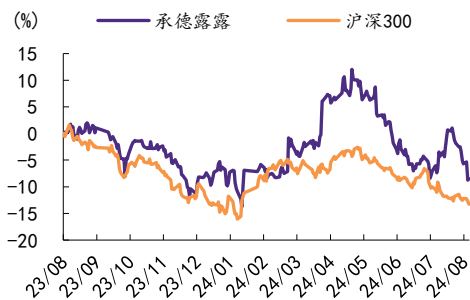
## 投资要点

## 基本数据

2024-08-28

当前股价（元）	7.06
总市值（亿元）	74
总股本（百万股）	1053
流通股本（百万股）	1040
52周价格范围（元）	7.06-9.59
日均成交额（百万元）	66.57

## 市场表现



## 相关研究

- 《承德露露（000848）：着力开发新品，稳健开拓市场》2024-05-20
- 《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

## 收入超预期，成本压力显现

收入超预期，利润表现略承压。2024H1 总营收 16.34 亿元（同增 9.39%），归母净利润 2.94 亿元（同减 6.80%），扣非净利润 2.93 亿元（同减 7.00%）。2024Q2 总营收 4.07 亿元（同增 15.39%），归母净利润 0.47 亿元（同减 37.81%），扣非净利润 0.46 亿元（同减 38.67%）。成本上行叠加费用率提升，盈利能力短期受影响。2024H1 毛利率/净利率分别为 41.80%/17.96%，分别同比-3.41/-3.12pcts；2024Q2 分别为 36.03%/11.57%，分别同比-1.30/-9.92pcts，毛利率下降主要系 2023 年气候影响下野山杏仁大幅减产，上半年杏仁采购价上涨幅度超过 30%。2024H1 销售/管理费用率分别为 16.70%/1.39%，分别同比+0.94/+0.24pcts；2024Q2 分别为 18.86%/3.62%，分别同比+10.31/+1.33pcts，销售费用率提升主要系去年同期基数较低叠加公司加大费用投放，传统线下户外广告投放 20 个城市公交车身、15 个北方核心城市高铁站；管理费用率提升主要系公司实施股权激励与员工持股计划确认股权支付费用。经营净现金流受原料采购支出增加影响，Q2 销售回款同比下降。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为-0.46/-1.07 亿元，去年同期分别为 0.40/-0.36 亿元；销售回款分别为 16.10/3.78 亿元，分别同比+17.22%/-12.40%。截至 2024H1 末，合同负债 0.44 亿元（环比-0.87 亿元）。

## 水系列成功上市，期待新品表现

2024H1 杏仁露/果仁核桃/杏仁奶营收 15.84/0.40/0.10 亿元，分别同比 +8.68%/+16.35%/+399.74%，分别占比 96.91%/2.42%/0.60%；毛利率为 42.15%/26.58%/46.26%，同比-3.48/-1.80/+15.33pcts，公司继续扩大主品消费群体，努力实现品牌年轻化；同时着力开发新品 LOLO 水系列，并进一步研究其他延展口味及其他植物饮品。量价拆分看，2024H1 杏仁露/果仁核桃系列/杏仁奶系列销量分别为 15.66/0.52/0.07 万吨，同比+1.51%/+27.05%/+389.17%；吨价分别为 1.01/0.76/1.48 万元/吨，分别同比+7.61%/-

8.92%/+2.50%，杏仁露吨价同比提升明显。

### ■ 核心市场稳定增长，直销渠道表现亮眼

分区域看，2024H1 北部/中部/其他地区营收分别为 14.87/0.96/0.50 亿元，分别同比+9.64%/-4.66%/+39.23%，分别占比 91.01%/5.90%/3.09%，其他地区取得较快增长；北部地区毛利率 42.87%，同比-3.57pcts。分渠道看，2024H1 直销/经销营收分别为 1.13/15.21 亿元，分别同比+135.13%/+4.92%，分别占比 6.91%/93.09%；毛利率分别为 40.96%/41.86%，分别同比+0.27/-3.47pcts，直销渠道高速增长。截至 2024H1 末，总经销商 886 家，较 2024 年年初增加 20 家。上半年公司开发高铁商店 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，持续精细化深耕渠道。

### ■ 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。根据中报，我们略调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.57/0.66/0.76（前值为 0.66/0.74/0.84）元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/9 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	3,167	3,478	3,871
增长率（%）	9.8%	7.2%	9.8%	11.3%
归母净利润（百万元）	638	604	698	798
增长率（%）	6.0%	-5.3%	15.6%	14.3%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.57	0.66	0.76
ROE（%）	20.4%	17.6%	18.4%	18.9%

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
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	3,120	3,421	3,815	4,284
应收款	10	22	19	19
存货	311	291	286	287
其他流动资产	7	16	17	17
流动资产合计	3,447	3,750	4,138	4,607
<b>非流动资产:</b>				
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	4,458	4,812	5,247
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	550	371	372	382
其他流动负债	202	202	202	202
流动负债合计	1,000	964	956	977
<b>非流动负债:</b>				
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	1,021	1,013	1,035
<b>所有者权益</b>				
股本	1,053	1,053	1,053	1,053
股东权益	3,124	3,437	3,799	4,212
负债和所有者权益	4,181	4,458	4,812	5,247

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	638	603	697	796
少数股东权益	0	-1	-1	-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	-37	-2	21
经营活动现金净流量	627	591	727	850
投资活动现金净流量	-190	12	20	22
筹资活动现金净流量	-135	-290	-335	-383
现金流量净额	302	313	411	489

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,955</b>	<b>3,167</b>	<b>3,478</b>	<b>3,871</b>
营业成本	1,730	1,903	2,057	2,290
营业税金及附加	25	32	33	35
销售费用	344	459	494	523
管理费用	32	44	52	60
财务费用	-47	-96	-107	-120
研发费用	31	29	31	37
费用合计	360	436	471	499
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
<b>营业利润</b>	<b>844</b>	<b>797</b>	<b>919</b>	<b>1,048</b>
加:营业外收入	2	0	3	2
减:营业外支出	0	1	2	1
<b>利润总额</b>	<b>846</b>	<b>796</b>	<b>919</b>	<b>1,049</b>
所得税费用	208	194	223	253
<b>净利润</b>	<b>638</b>	<b>603</b>	<b>697</b>	<b>796</b>
少数股东损益	0	-1	-1	-2
<b>归母净利润</b>	<b>638</b>	<b>604</b>	<b>698</b>	<b>798</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	9.8%	7.2%	9.8%	11.3%
归母净利润增长率	6.0%	-5.3%	15.6%	14.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.5%	39.9%	40.9%	40.9%
四项费用/营收	12.2%	13.8%	13.5%	12.9%
净利率	21.6%	19.0%	20.0%	20.6%
ROE	20.4%	17.6%	18.4%	18.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.3%	22.9%	21.1%	19.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
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
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.61	0.57	0.66	0.76
P/E	11.6	12.3	10.6	9.3
P/S	2.5	2.3	2.1	1.9
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8

## 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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 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。