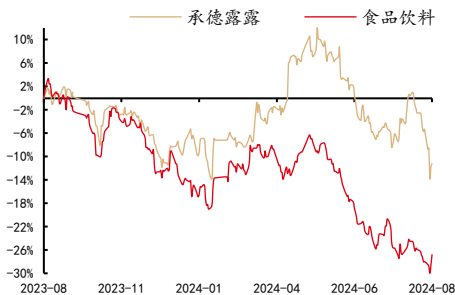




股票投资评级

买入 | 维持

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)	7.27
总股本/流通股本(亿股)	10.53 / 10.40
总市值/流通市值(亿元)	77 / 76
52周内最高/最低价	9.59 / 7.06
资产负债率(%)	25.3%
市盈率	11.92
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

承德露露(000848)

营收非常稳健，高价原料及费投增加利润承压

● 事件

公司发布 2024 年半年报，报告期内实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 16.34/2.94/2.93 亿元，同比+9.39%/-6.8%/-6.8%。营收表现略超预期，利润表现略低于预期。

● 投资要点

公司 2024 年上半年营收表现稳定，但利润端在去年高价原料以及销售费用投放加大影响下略微承压。2024 上半年，公司毛利率/归母净利率为 41.8%/17.96%，分别同比-3.41/-3.12pct，公司上半年仍然使用的为去年的高价原料，毛利率承压。销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.7%/1.39%/0.61%/-1.36%，分别同比+0.94/+0.24/-0.16/0.31pct。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 4.07/0.47/0.46 亿元，同比+15.39%/-37.81%/-38.67%。24Q2，公司毛利率/归母净利率为 36.03%/11.59%，分别同比-1.3/-9.91pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.86%/3.62%/0.8%/-1.9%，分别同比+10.31/+1.33/-0.72/+2.83pct。公司 Q2 费用整体有增长。其中销售费用端加大投入，主要为新品推广、南方市场布局、线上竞争激烈投入加大等因素导致。管理费用上，则主要由于 Q2 股权激励摊销增长，但预计整体下半年摊销压力减少。

核心大单品杏仁露增长稳定，其他产品低基数下增速较高。分品类看，杏仁露/果仁核桃/杏仁奶/其他分别营收 15,84/0.4/0.1/0.01 亿元，同比+8.68%/+16.35%/+399.74%/+42.61%，各品类毛利率同比分别-3.48/-1.79/+15.33/+13.96pct，毛利率下滑主要由于原料仍为去年偏高价野杏仁为主，预计公司下半年成本端有望改善。分渠道看，直销/经销分别营收 1.13/15.21 亿元，同比+134.08%/+5.23%。分地区经销商看，公司 Q2 末合作经销商 886 家，其中北部/中部/其他地区分别为 576/100/210 家，报告期内+28/+0/-8 家。

看全年，成本端今年 7 月起，新一年野杏成熟产量好于去年，苦杏仁采购成本同比有较大幅度回落（7 月野杏仁均价同比-30%左右），预计公司下半年原料成本有较大幅度改善。渠道端，根据上半年表现看，公司北方地区下沉步伐稳健，而南方市场未来有望加速开拓。产品端，继续推进老品焕新、新品研发相结合的战略，迎合消费新趋势，同时宣传端也同步加强新媒体营销投放。此外，公司 4 月推出股权激励，考核要求稳中有进，为公司业绩增长护航，从上半年表现看公司

内部积极性得到提高。公司作为食品饮料板块长期高分红标的，在消费复苏偏弱背景下营收端表现稳定，同时预计下半年利润端改善后，全年业绩有望回正，股息率预计维持高位。

● 盈利预测与投资建议

公司上半年营收表现好于此前预期，但同时公司加大费用投放，因此调整公司全年盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营收 32.08/34.88/38.01 亿元（前值为 31.09/33.21/36.53 亿元），同比 +8.59%/8.71%/8.99%；实现归母净利润 6.40/7.37/8.21 亿元（前值为 6.71/7.33/7.97 亿元），同比 +0.25%/+15.26%/+11.38%，对应 EPS 为 0.61/0.70/0.78 元，对应当前股价 PE 为 12/10/9 倍。我们看好公司继续维持稳健成长动能，维持“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	3208	3488	3801
增长率(%)	9.76	8.59	8.71	8.99
EBITDA（百万元）	819.78	896.03	1023.10	1131.92
归属母公司净利润（百万元）	638.13	639.73	737.38	821.29
增长率(%)	6.02	0.25	15.26	11.38
EPS(元/股)	0.61	0.61	0.70	0.78
市盈率(P/E)	11.99	11.96	10.38	9.32
市净率(P/B)	2.48	2.20	1.95	1.73
EV/EBITDA	6.68	4.80	3.67	2.78

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
利润表					成长能力				
营业收入	2955	3208	3488	3801	营业收入	9.8%	8.6%	8.7%	9.0%
营业成本	1730	1801	1922	2099	营业利润	6.1%	0.1%	15.3%	11.4%
税金及附加	25	29	31	34	归属于母公司净利润	6.0%	0.3%	15.3%	11.4%
销售费用	344	459	488	513	获利能力				
管理费用	32	51	49	46	毛利率	41.5%	43.9%	44.9%	44.8%
研发费用	31	34	36	38	净利率	21.6%	19.9%	21.1%	21.6%
财务费用	-47	-12	-14	-16	ROE	20.7%	18.4%	18.8%	18.5%
资产减值损失	0	-3	-3	-3	ROIC	803.2%	208.8%	574.8%	2,826.8%
营业利润	844	846	975	1086	偿债能力				
营业外收入	2	1	1	1	资产负债率	25.3%	26.3%	25.3%	24.7%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	3.45	3.42	3.65	3.83
利润总额	846	846	975	1086	营运能力				
所得税	208	207	238	266	应收账款周转率	305.68	335.97	335.97	335.97
净利润	638	639	737	821	存货周转率	5.56	4.91	4.91	4.91
归母净利润	638	640	737	821	总资产周转率	0.71	0.67	0.66	0.64
每股收益(元)	0.61	0.61	0.70	0.78	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.61	0.61	0.70	0.78
货币资金	3120	3709	4283	4923	每股净资产	2.93	3.30	3.73	4.21
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	10	10	10	11	PE	11.99	11.96	10.38	9.32
预付款项	7	9	9	10	PB	2.48	2.20	1.95	1.73
存货	311	367	392	428	现金流量表				
流动资产合计	3447	4096	4697	5375	净利润	638	638	735	819
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	139	64	79
无形资产	282	235	188	141	其他	1	-10	-12	-14
非流动资产合计	734	672	610	548	经营活动现金流净额	626	829	849	946
资产总计	4181	4768	5307	5923	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	402	429	469	投资活动现金流净额	-190	0	0	0
其他流动负债	450	796	859	936	股权融资	-30	0	0	0
流动负债合计	1000	1198	1288	1405	债务融资	0	-1	-1	-1
其他	58	57	56	56	其他	-278	-238	-274	-305
非流动负债合计	58	57	56	56	筹资活动现金流净额	-308	-239	-275	-305
负债合计	1057	1255	1345	1461	现金及现金等价物净增加额	128	590	574	640
股本	1053	1053	1053	1053					
资本公积金	11	11	11	11					
未分配利润	2025	2415	2865	3365					
少数股东权益	35	35	34	33					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	3124	3513	3962	4462					
负债和所有者权益总计	4181	4768	5307	5923					

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号大厦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