

承德露露 (000848)

2024 年前三季度业绩点评: 营收承压小幅下降, 杏仁成本迎来拐点

买入 (上调)

2024 年 10 月 29 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

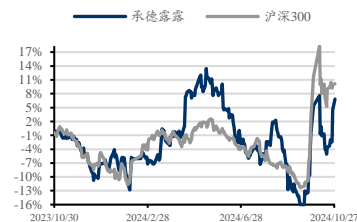
研究助理 于思淼

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	3132	3330	3554
同比 (%)	6.66	9.76	6.00	6.34	6.73
归母净利润 (百万元)	601.87	638.13	617.75	709.48	772.76
同比 (%)	5.68	6.02	(3.19)	14.85	8.92
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.57	0.61	0.59	0.67	0.73
P/E (现价&最新摊薄)	15.11	14.25	14.72	12.82	11.77

股价走势



■ **事件:** 公司披露 2024 三季报, 1-9 月实现营业收入 21.59 亿元, 同比增长 6.10%; 实现归属上市公司股东净利润 4.19 亿元, 同比下降 5.49%, 其中 Q3 营收/归母净利润 5.25 亿/1.26 亿, 同比小幅下滑 2.99%/2.30%。

■ **整体消费承压, Q3 传导体现, 韧性仍然突出。** 4-9 月国内消费普遍走弱, 从社零数据看, 7-9 月餐饮、限额以上烟酒、饮料类零售增速继续明显低于 4-6 月, 其中限额以上烟酒和饮料 9 月负增长, 商务消费和企业礼赠需求边际走弱, 餐饮消费加速探底, 居民消费 (如粮油) 表现相对稳定。在此背景下, 成熟品类饮料企业普遍承压, 部分植物蛋白饮料公司 Q2-Q3 营收连续下滑。公司 2023Q4-2024Q2 连续三季营收创历史最高, 渠道库存消化压力渐显, 2024Q3 体现宏观消费疲弱的传导营收仅小幅下滑, 韧性仍然相对突出。

■ **马口铁成本低位仍下行, 杏仁成本拐点显现, 盈利有望连续修复。** Q3 毛利率 40.68%, 同比上升 3.22pct., 而上半年毛利率 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, 杏仁市场价格回落到 2023 年 6 月水位, 并且持续下行, 7-9 月均价环比同比皆大幅下降 20% 以上, Q3 部分使用低价杏仁原料, 毛利率修复明显。2025 年仍将受益新采购季的原料成本回落红利。除杏仁外, 马口铁价格继续走低, 预计下半年马口铁整体有高个位数价格下跌。Q3 末在建工程余额环比增加而固定资产余额环比回落, 承德新厂尚未折旧, 财务压力预计延缓。

■ **成本压力缓解, 市场投入加大, 销售费用率有所上升。** 公司 Q3 销售费用率 9.95%, 同比升 4.39pct., 从节奏上看, Q2、Q3 销售费用增加明显, 主因市场需求较弱, 增加广告费用以提升销售拉动, 同时销售人员薪酬恢复增长, 在 Q3 成本压力缓解背景下, 销售投入增加合理性较强。我们综合分析当前销售政策同 2022-2023 是有所调整, 反映了管理层主动作为和业绩关注。Q3 管理费用率 2.55%, 同比升 1.24pct., 主因激励费用计提, 剔除激励费用, 管理费率预计持平。

■ **激励起效, 大额回购提升股东回报。** 2024 年 4 月公司完成限制性股票激励和员工持股, 管理层激励力度大, 改制多年方推出激励, 弥足珍贵。当前管理层稳定性高, 市场动作积极主动作为, 激励效果明显。最新推出大额回购计划 (计划以自有或自筹资金回购 3000 万-6000 万股注销), 亦彰显股东市值重视度和持股管理层的积极性及主动性。

■ **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 31.3/33.3/35.5 亿元 (前值为 31.6/33.6/35.9 亿元), EPS 分别为 0.59/0.67/0.73 元 (前值为 0.58/0.67/0.73 元), 当前市值对应 PE 分别为 14.7x、12.8x、11.8x, 公司估值低, 股息率高, 上调至 “买入” 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)	8.64
一年最低/最高价	6.73/9.66
市净率(倍)	2.86
流通 A 股市值(百万元)	8,981.44
总市值(百万元)	9,094.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.03
资产负债率(% ,LF)	16.47
总股本(百万股)	1,052.55
流通 A 股(百万股)	1,039.52

相关研究

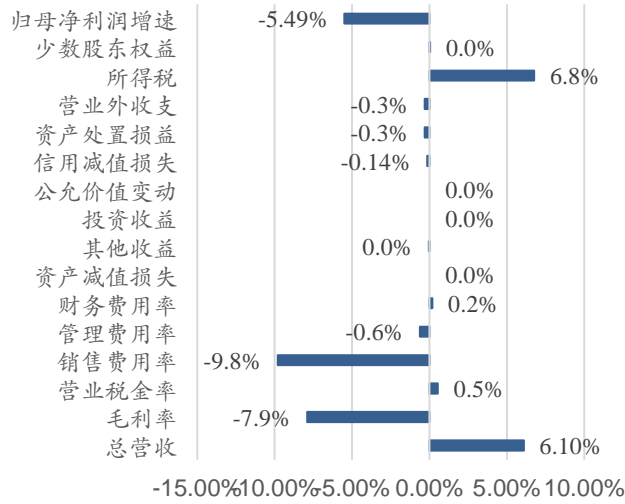
《承德露露(000848): 2024 年半年报点评: 激励效果显现, 成本利好在途》

2024-08-28

《承德露露(000848): 公司更新: 激励有效, 营收稳健股息可观》

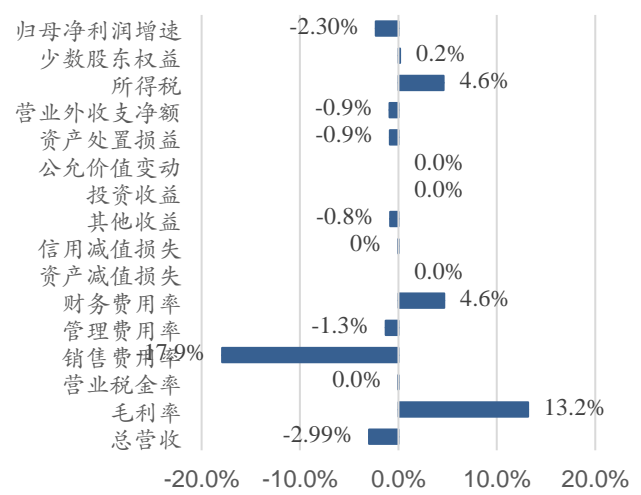
2024-07-29

图1: 24年1-9月归母净利润同比增长贡献拆分



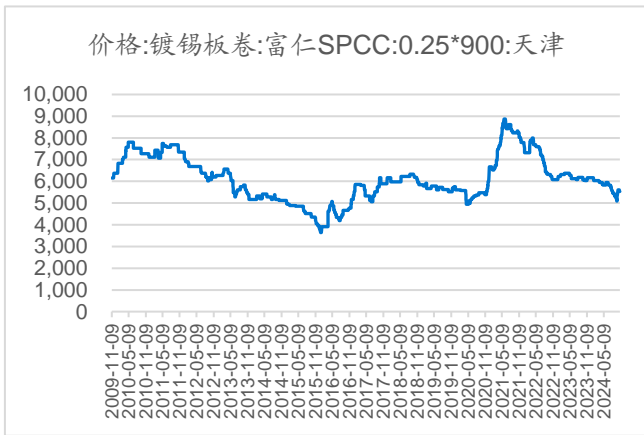
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 2024Q3 归母净利润同比增长贡献拆分



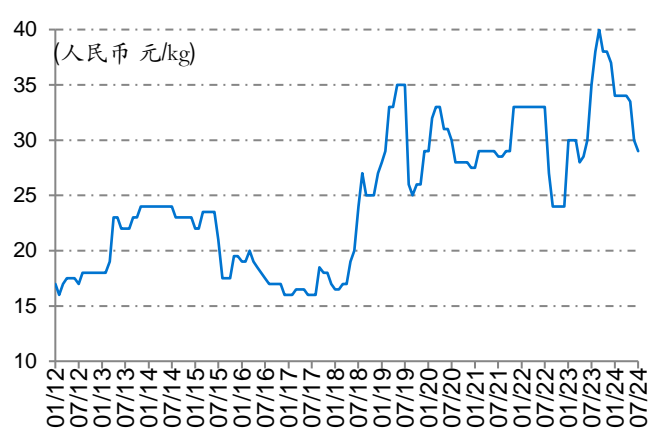
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 马口铁价格走势(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9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
<b>流动资产</b>	<b>3,447</b>	<b>3,493</b>	<b>3,837</b>	<b>4,234</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,955</b>	<b>3,132</b>	<b>3,330</b>	<b>3,554</b>
货币资金及交易性金融资产	3,120	3,148	3,477	3,855	营业成本(含金融类)	1,730	1,870	1,915	2,040
经营性应收款项	16	17	16	17	税金及附加	25	25	26	28
存货	311	327	340	359	销售费用	344	388	415	442
合同资产	0	0	0	0	管理费用	32	60	61	49
其他流动资产	0	1	4	3	研发费用	31	35	39	43
<b>非流动资产</b>	<b>734</b>	<b>892</b>	<b>916</b>	<b>877</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>844</b>	<b>817</b>	<b>939</b>	<b>1,023</b>
其他非流动资产	60	49	49	49	营业外净收支	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,181</b>	<b>4,385</b>	<b>4,752</b>	<b>5,111</b>	<b>利润总额</b>	<b>846</b>	<b>818</b>	<b>939</b>	<b>1,023</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,000</b>	<b>1,006</b>	<b>1,084</b>	<b>1,138</b>	减:所得税	208	200	229	251
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	<b>净利润</b>	<b>638</b>	<b>618</b>	<b>709</b>	<b>773</b>
经营性应付款项	550	507	564	576	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	248	265	288	307	<b>归属母公司净利润</b>	<b>638</b>	<b>618</b>	<b>709</b>	<b>773</b>
其他流动负债	200	232	231	253	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.59	0.67	0.73
非流动负债	58	58	58	58	EBIT	797	755	876	954
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	819	816	942	1,022
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.46	40.29	42.49	42.62
租赁负债	2	2	3	3	归母净利率(%)	21.60	19.72	21.30	21.74
其他非流动负债	55	55	55	55	收入增长率(%)	9.76	6.00	6.34	6.73
<b>负债合计</b>	<b>1,057</b>	<b>1,064</b>	<b>1,142</b>	<b>1,196</b>	归母净利润增长率(%)	6.02	(3.19)	14.85	8.92
归属母公司股东权益	3,089	3,285	3,575	3,880					
少数股东权益	35	35	35	35					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,124</b>	<b>3,321</b>	<b>3,610</b>	<b>3,915</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,181</b>	<b>4,385</b>	<b>4,752</b>	<b>5,111</b>					

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	679	838	877	每股净资产(元)	2.93	3.12	3.40	3.69
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)	(420)	(468)	ROIC(%)	20.28	17.69	19.08	19.12
现金净增加额	130	28	329	379	ROE-摊薄(%)	20.66	18.80	19.85	19.92
折旧和摊销	22	61	67	68	资产负债率(%)	25.29	24.27	24.03	23.41
资本开支	(190)	(230)	(90)	(30)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.25	14.72	12.82	11.77
营运资本变动	(34)	(10)	62	36	P/B(现价)	2.94	2.77	2.54	2.34

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>