

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)	9.11
总股本/流通股本(亿股)	10.53 / 10.40
总市值/流通市值(亿元)	96 / 95
52周内最高/最低价	9.74 / 6.80
资产负债率(%)	25.3%
市盈率	14.93
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: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com

承德露露(000848)

需求基本盘稳定，25 年原料改善+新品催化度

● 投资要点

杏仁露市场规模稳定，公司龙头地位显著。杏仁露属于植物蛋白饮料的细分赛道，该细分赛道已经进入成熟期，行业需求相对稳定。公司是国内最大的杏仁露生产厂家，市占率达到 90%，龙头地位显著，具有多年生产植物蛋白饮料的经验和历史。公司营收依赖大单品“露露”杏仁露，其中包括原味、无糖、浓情款、迷你款、经典低糖等。此外还有核桃露、果仁核桃露产品、杏仁奶、巴旦木奶等产品。24H1，“露露”杏仁露收入占比达 97.54%，占据绝对主导地位，其他产品收入占比均不高，果仁核桃系列收入占比为 2.28%。

部分重点原材料价格回落明显，利好公司毛利率。野山杏仁、白砂糖、马口铁罐是公司目前产品的重要原材料及包装物。24 年 6 月份起新一年的野杏成熟产量好于去年，苦杏仁采购价同比有较大幅度回落，根据甘肃苦杏仁采购价，24 年 8 月至 25 年 2 月苦杏仁采购价基本保持在 24-24.5 元/千克，去年同期价格在 35-40 元/千克，同比下降约 30%-40%。白砂糖采购价格自 24 年 7 月份以来整体也呈现下降趋势，25 年 1 月白砂糖采购价约为 5900 元/吨，同比下降约 6%。铝锭采购价格基本保持稳定。预计公司 25 年原料成本有望迎来较大幅度改善。

股权激励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 年营收考核目标值为 32.5/36/40 亿元，净利润目标值为 6.8/7.4/8 亿元，整体考核在当下消费环境下，对露露作为细分行业龙头、提出了保持连续的收入/利润双增长，激发出公司更大的积极性。

公司推出新品养生水系列，搭上行业高增红利，助力公司在消费场景及市场上进步一开拓。近年来，中式养生水行业在中国市场呈现出显著的增长态势，市场规模逐年扩大。24 年养生水市场规模预计 30 亿元，根据《2024 年中国中式养生水行业发展趋势洞察报告》，到 2028 年市场规模有望突破 100 亿元大关。2025 年公司推出新品养生水系列，主打中式养生、药食同源的理念，突出配料表干净、低糖、0 香精、0 添加剂、甄选草本、细煮慢熬等特点。目前共有四款口味，分别是桂圆姜枣、陈皮乌梅、枸杞桑葚、枇杷秋梨，于 3 月春糖亮相，随后电商多平台发售、线下多地市场齐头并进铺货。产品配料既具有一定的功效、养生价值，又是日常所见真实食材，其中乌梅山楂养脾胃、平肝火，陈皮解暑消渴，枸杞桑葚补精益气、神清气爽，桂圆姜枣温补正和。新品定位既符合行业健康化发展趋势，同时也顺应了传统文化兴起的潮流。当前的市场参与者中还包括元气森林、好望水、魔水师等品牌。养生水行业仍处在发展初期，公司有望分享行业高速

增长的红利。

此外公司核心单品杏仁露年节消费场景、北方市场占比较大，新品主打日常消费、口味上南北方市场的普适性更强，公司通过新品能将产品、渠道和品牌开拓至更开阔的消费场景和市场中去。

● 盈利预测与投资建议

考虑到外部需求的逐步恢复，我们较前次盈利预测略做调整，预计公司 2024-2026 年实现营收 31.71/34.51/38.03 亿元，同比 +7.32%/8.83%/10.19%；实现归母净利润 6.44/7.13/7.77 亿元，同比 +0.93%/+10.67%/+8.96%，对应 EPS 为 0.61/0.68/0.74 元，对应当前股价 PE 为 15/13/12 倍。此外**回购+高分红，公司有望维持高股息率**。假定 25 年公司维持 66%的分红率，同时考虑到回购的因素（24 年 10 月公司发布回购方案，拟回购 3000 万-6000 万股，回购数量取平均值 4500 万股），则对应 25 年股息率为 5.13%，远高于当前国债收益率 1.8%的水平。我们看好公司继续维持稳健发展动能，当前估值极具性价比，核心单品需求基本盘较稳，成本逻辑开始兑现，激励落地后积极求变，新品切入高成长养生水赛道拓宽消费场景及市场，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	3171	3451	3803
增长率(%)	9.76	7.32	8.83	10.19
EBITDA（百万元）	819.78	862.53	944.75	1020.27
归属母公司净利润（百万元）	638.13	644.09	712.82	776.68
增长率(%)	6.02	0.93	10.67	8.96
EPS(元/股)	0.61	0.61	0.68	0.74
市盈率（P/E）	15.03	14.89	13.45	12.35
市净率（P/B）	3.10	2.75	2.45	2.18
EV/EBITDA	6.68	7.23	6.03	5.00

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	3171	3451	3803	营业收入	9.8%	7.3%	8.8%	10.2%
营业成本	1730	1821	1953	2166	营业利润	6.1%	0.8%	10.7%	9.0%
税金及附加	25	28	31	34	归属于母公司净利润	6.0%	0.9%	10.7%	9.0%
销售费用	344	444	500	551	获利能力				
管理费用	32	51	55	61	毛利率	41.5%	42.6%	43.4%	43.0%
研发费用	31	25	28	30	净利率	21.6%	20.3%	20.6%	20.4%
财务费用	-47	-51	-60	-69	ROE	20.7%	18.5%	18.2%	17.7%
资产减值损失	0	-3	-3	-3	ROIC	803.2%	200.4%	532.0%	2,936.8%
营业利润	844	851	942	1027	偿债能力				
营业外收入	2	1	1	1	资产负债率	25.3%	26.3%	25.5%	25.2%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	3.45	3.42	3.62	3.74
利润总额	846	852	943	1027	营运能力				
所得税	208	208	230	251	应收账款周转率	305.68	335.97	335.97	335.97
净利润	638	644	712	776	存货周转率	5.56	4.91	4.91	4.91
归母净利润	638	644	713	777	总资产周转率	0.71	0.66	0.65	0.64
每股收益(元)	0.61	0.61	0.68	0.74	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.61	0.61	0.68	0.74
货币资金	3120	3709	4271	4897	每股净资产	2.93	3.31	3.72	4.17
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	9	10	11	PE	15.03	14.89	13.45	12.35
预付款项	7	8	9	10	PB	3.10	2.75	2.45	2.18
存货	311	371	398	441	现金流量表				
流动资产合计	3447	4100	4691	5362	净利润	638	642	711	774
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	136	67	92
无形资产	282	235	188	141	其他	1	-49	-58	-67
非流动资产合计	734	672	610	548	经营活动现金流净额	626	791	782	861
资产总计	4181	4772	5301	5910	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	407	436	484	投资活动现金流净额	-190	0	0	0
其他流动负债	450	792	858	948	股权融资	-30	0	0	0
流动负债合计	1000	1199	1295	1432	债务融资	0	-1	-1	-1
其他	58	57	56	56	其他	-278	-200	-219	-235
非流动负债合计	58	57	56	56	筹资活动现金流净额	-308	-201	-219	-235
负债合计	1057	1256	1351	1488	现金及现金等价物净增加额	128	590	562	626
股本	1053	1053	1053	1053					
资本公积金	11	11	11	11					
未分配利润	2025	2418	2853	3326					
少数股东权益	35	35	34	33					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	3124	3516	3950	4422					
负债和所有者权益总计	4181	4772	5301	5910					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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号邮储银行大厦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