

承德露露 (000848)

2024 年报及 2025 年一季报点评: 春节错配
年报大超预期, 兼顾分红回购推新

买入 (维持)

2025 年 04 月 24 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

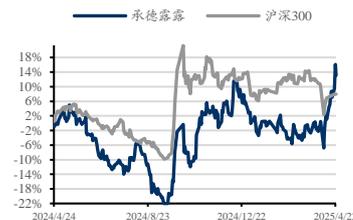
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,955	3,287	3,307	3,816	4,137
同比 (%)	9.76	11.26	0.61	15.39	8.40
归母净利润 (百万元)	638.13	666.24	680.38	826.82	903.23
同比 (%)	6.02	4.41	2.12	21.52	9.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.61	0.63	0.65	0.79	0.86
P/E (现价&最新摊薄)	16.30	15.61	15.28	12.58	11.51

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.88
一年最低/最高价	6.73/10.31
市净率(倍)	3.27
流通 A 股市值(百万元)	10,270.45
总市值(百万元)	10,399.23

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 年前三季度业绩点评: 营收承压小幅下降, 杏仁成本迎来拐点》

2024-10-29

《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

■ **事件:** 公司披露 2024 年报和 2025 一季报, 2024 全年实现营收 32.87 亿元, 同比增长 11.26%; 实现归母净利润 6.66 亿元, 同比增长 4.41%; 2025Q1 实现营收 10.02 亿元, 同比下滑 18.36%, Q1 归母净利润 2.15 亿元, 同比下降 12.53%。

■ **2024 年报超预期主因春节提前, 高比例解除激励股票和员工持股首期限售。** 春节提前, 公司 2024Q4 实现营收和归母净利 11.28 亿/2.47 亿元, 增长 22.69%/26.95%, 显著超预期, 以致 24 年达成较高考核条件, 收入达到目标值, 对应解除限售比例 100%, 剔除股权支付费用后净利润 6.74 亿元, 对应解除限售比例为 90%, 结合 6:4 权重, 公司层面解除首期限售比例为 96% (含限制性股票和员工持股计划)。本次股票激励和员工持股计划激励效果正面。

■ **下半年成本红利突出, 盈利显著改善, 25 年将延续。** 公司主要原材料有马口铁, 杏仁和糖, 2024 年马口铁价格持续低位, 杏仁自三季度起采购价格下降超 30%, 带动全年平均采购成本同比略有下降, 2024Q3-2025Q1 毛利率分别提升 3.22/2.12/4.38pct., 由于公司杏仁采购储备充足, 预计低成本杏仁可持续至 2025Q3。

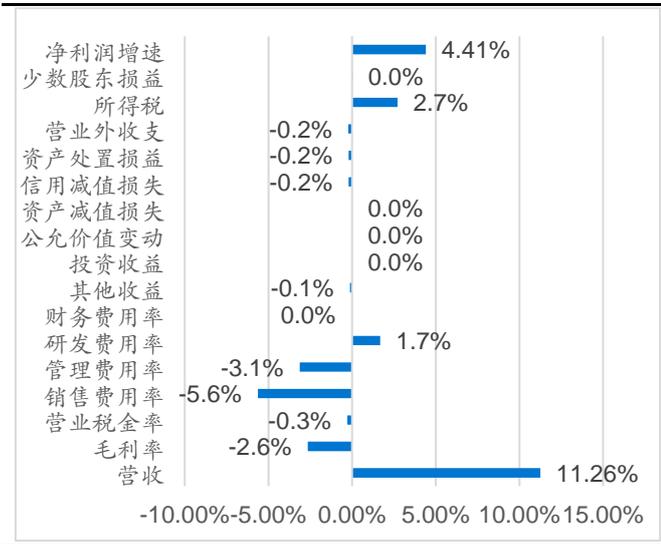
■ **管理层稳定, 持续推新决心愈发坚定, 草本养生系列新品为近年来最具突破新品。** 公司 2019 年以来管理层稳定性得到验证, 并成功实施股权激励, 激励效果显现, 既重视短期兑现, 亦潜心布局长远。公司近年来加大研发投入, 推新面市杏仁奶、杏仁大咖、巴旦木奶、有杏寻茶植物奶茶、汽心动力果汁碳酸饮料和草本养生水, 研发储备燕窝杏仁奶和特色品类/地域性饮料, 草本养生水市场正在兴起, 公司起步及时, 春糖招商, 现已经在北方市场加快铺市, 随着市场投入同步加大, 销售有望起量, 建议持续关注梯媒及新媒体曝光和渠道动销。

■ **现金流质量高, 现金分红和强回购兼具。** 公司于 2024Q4 推出回购计划, 拟回购 3000 万-6000 万股, 占总股本比例远超市场均值, 截止 3 月末回购约 300 万股, 预计回购主要于 2025Q2-Q3 执行。同时公司仍进行 24 年度派息, 拟 10 派 3 元, 分红比例 47.3%。公司 2024 年经营净现金流 6.30 亿元, 3 月末账面现金 33.64 亿元, 分红保障高, 持续分红意愿强, 是较为优质的高股息 (含回购) 消费品公司。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于正向激励和强回购准备, 2025 年推新坚决而 2026 年重回大年 (春节充分受益), 我们认为公司虽然 25 年表现营收增长承压, 但新品贡献不容小觑, 如若铺货动销好于预期, 则市场对公司中期成长看法改观。我们调整 2025/2026 年公司营收为 33.07/38.16 亿元 (前值为 33.3/35.5 亿元), 新增 2027 年营收为 41.37 亿元, 归母净利润 6.80/8.27 亿元 (前值为 7.1、7.7 亿元), 新增 2027 年归母净利润为 9.03 亿元, 当前市值对应 PE 为 15.3x/12.6x/11.5x, 维持“买入”评级。

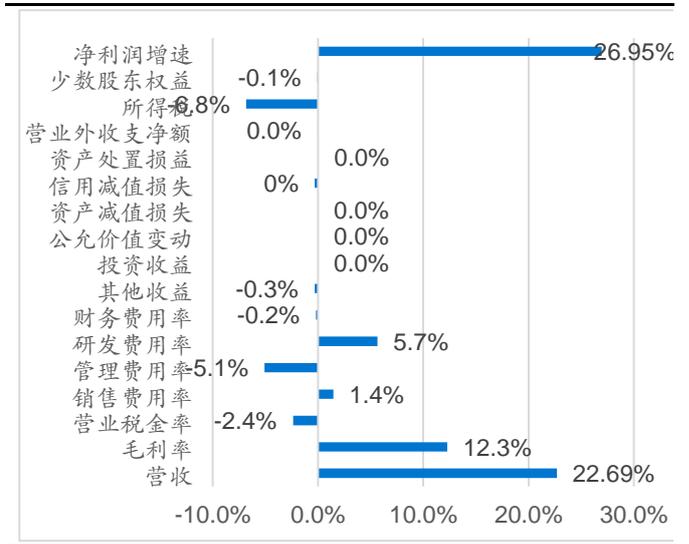
■ **风险提示:** 宏观承压消费提振不及预期, 新品推广不及预期, 折旧摊销风险, 食品安全风险等。

图1: 承德露露 2024 年净利润增长贡献拆分



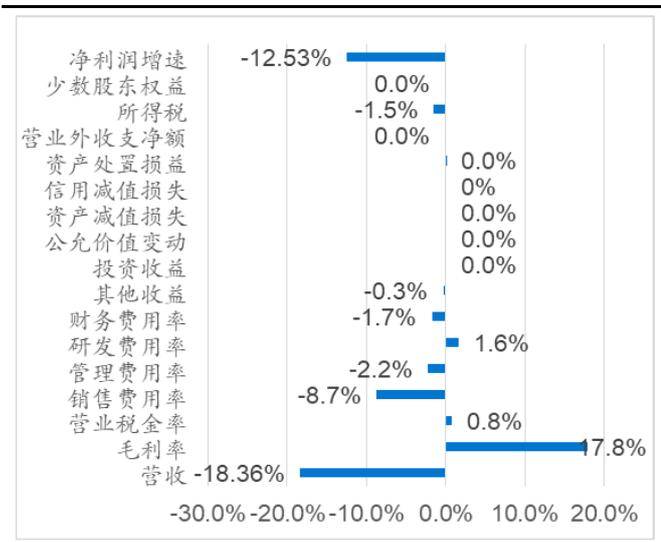
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 2024Q4 净利润增长贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 2025Q1 净利润增长贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4: 露露草本养生水上市



数据来源: 京东、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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,611	3,851	4,320	4,614	营业总收入	3,287	3,307	3,816	4,137
货币资金及交易性金融资产	3,390	3,583	4,018	4,350	营业成本(含金融类)	1,941	1,922	2,184	2,377
经营性应收款项	23	23	24	27	税金及附加	29	29	33	36
存货	193	240	273	231	销售费用	418	463	508	546
合同资产	0	0	0	0	管理费用	55	41	48	42
其他流动资产	6	5	5	5	研发费用	16	17	18	19
非流动资产	980	1,025	1,054	1,072	财务费用	(52)	(62)	(66)	(75)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	2	2	3
固定资产及使用权资产	562	642	668	668	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	109	82	96	114	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	298	288	278	278	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	880	899	1,093	1,194
其他非流动资产	10	12	12	12	营业外净收支	0	1	1	1
资产总计	4,591	4,876	5,375	5,686	利润总额	880	900	1,094	1,194
流动负债	964	903	1,070	1,020	减:所得税	214	219	267	291
短期借款及一年内到期的非流动负债	24	27	27	27	净利润	666	680	827	903
经营性应付款项	464	427	473	495	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	157	232	330	248	归属母公司净利润	666	680	827	903
其他流动负债	319	217	241	250	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.63	0.65	0.79	0.86
非流动负债	189	230	230	230	EBIT	828	837	1,028	1,119
长期借款	134	134	134	134	EBITDA	851	885	1,078	1,162
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.94	41.88	42.77	42.53
租赁负债	0	1	1	1	归母净利率(%)	20.27	20.57	21.66	21.83
其他非流动负债	55	95	95	95	收入增长率(%)	11.26	0.61	15.39	8.40
负债合计	1,152	1,132	1,300	1,250	归母净利润增长率(%)	4.41	2.12	21.52	9.24
归属母公司股东权益	3,439	3,744	4,074	4,436					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,439	3,744	4,074	4,436					
负债和股东权益	4,591	4,876	5,375	5,686					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	630	660	1,015	939	每股净资产(元)	3.27	3.56	3.87	4.21
投资活动现金流	(215)	(89)	(79)	(59)	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	(145)	(378)	(501)	(547)	ROIC(%)	18.65	16.88	19.09	19.17
现金净增加额	270	193	435	332	ROE-摊薄(%)	19.37	18.17	20.29	20.36
折旧和摊销	22	47	50	43	资产负债率(%)	25.10	23.22	24.19	21.98
资本开支	(215)	(89)	(79)	(59)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.61	15.28	12.58	11.51
营运资本变动	(61)	(111)	133	(12)	P/B(现价)	3.02	2.78	2.55	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>