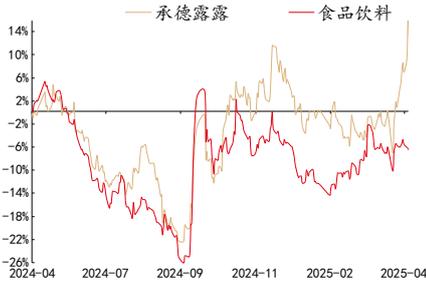




股票投资评级

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)	9.69
总股本/流通股本(亿股)	10.53 / 10.40
总市值/流通市值(亿元)	104 / 103
52周内最高/最低价	10.14 / 6.80
资产负债率(%)	25.1%
市盈率	15.44
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)

杏仁露主业保持平稳，关注激励下的积极变化

● 投资要点

公司 2024 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 32.87/6.66/6.58 亿元，同比 11.26%/4.41%/3.65%，单看 24 年分红 3.15 亿元、分红比率 47%（不考虑回购）。2024 年公司毛利率/归母净利润率为 40.94%/20.27%，分别同比-0.51/-1.33pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.73%/1.68%/0.48%/-1.57%，分别同比 +1.09/+0.61/-0.55/0pct。24 年毛利率略有下滑，主因野山杏仁天气因素大幅减产导致采购价格上涨；销售费用率提升主因电商运营、新市场开发、新产品上市等方面投入增加，其中广告宣传费用 2.06 亿元，同比增长 38.95%；管理费用率提升主因股权激励，24 年股份支付 1841 万。

公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 11.28/11.28/2.47/2.4 亿元，同比 22.69%/22.69%/26.95%/23.56%。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 39.83%/21.91%，分别同比 2.12/0.74pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.26%/1.7%/0.34%/-1.23%，分别同比-0.25/+0.88/-0.98/+0.03pct。24Q4 公司毛利率改善明显，主因公司自三季度末起杏仁采购价格下降超 30%，成本利好在四季度有所体现。

2024 年拆分：分产品，杏仁露/果仁核桃/杏仁奶/其他分别实现收入 31.88/0.85/0.12/0.03 亿元，同比 +11.38%/-2.29%/+248.62%/19.85%，其中杏仁露/果仁核桃/杏仁奶销量分别同比增长 11.47%/4.95%/171.53%。分地区，北部/中部/其他地区分别实现收入 29.90/1.91/1.06 亿元，同比+11.73%/+9.16%/+2.51%。分销售模式，经销/直销分别实现收入 31.25/1.62 亿元，同比 +8.28%/+136.65%。

2024 年公司共开发交通枢纽商店 141 家，学校商店 203 家，打造形象店 6338 个，举办宴会 7001 场，开发餐饮店 9028 个，2024 年末公司经销商数量 922 个，净增加 56 个。

公司发布 2025 年一季度报，实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 10.02/2.15/2.15 亿元，同比-18.36%/-12.53%/-12.55%。25Q1，公司毛利率/归母净利率为 48.09%/21.51%，分别同比 +4.38/+1.43pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 18.13%/1.19%/0.15%，分别同比+2.14/+0.54/-0.4pct。考虑到公司销售旺季横跨四季度和一季度、同时今年春节较去年提前 11 天、因此将 24Q4 和 25Q1 的收入/利润加总同比更为合理，24Q4+25Q1 收入 21.30 亿元、同比微降 0.78%，利润合计 4.63 亿元、同比+4.90%（还原股权激励费用后利润 4.69 亿元、同比+6.35%）。25Q1 公司毛利率改善幅度加大、除却成本因素外、或与当期的产品结构/促销政策均

有关；销售费用率增加估计与收入下滑、但相关市场投入的动作及新品推广均有序落地有关。

● 盈利预测与投资建议

公司 2024 年激励达成（收入百分百达成、利润扣非扣费为 6.74 亿、达成比例 90%，公司层面解除限售比例为 96%），24Q4+25Q1 看收入基本盘稳住、成本逻辑在毛利率上兑现，公司加强南方市场、持续拓商/网点、新品养生水所处赛道行业连续高增长、3 月发布后、产品的上市、铺货和市场推广均有序落地、有助于公司打通日常消费场景及薄弱南方市场，我们看好激励下的公司的积极变化。维持前期预测，预计公司 2025-2027 年实现营收 34.52/38.02/40.07 亿元，同比增长 5.01%/10.14%/5.39%；实现归母净利润 7.14/7.81/8.13 亿元，同比增长 7.15%/9.46%/4.01%（还原股权激励费用后归母净利润 7.30/7.89/8.13 亿元，同比增长 9.55%/8.16%/2.96%），对应 EPS 为 0.68/0.74/0.77 元，对应当前股价 PE 为 14/13/13 倍，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3287	3452	3802	4007
增长率(%)	11.26	5.01	10.14	5.39
EBITDA（百万元）	848.94	965.49	1044.66	1075.76
归属母公司净利润（百万元）	666.24	713.90	781.46	812.83
增长率(%)	4.41	7.15	9.46	4.01
EPS(元/股)	0.63	0.68	0.74	0.77
市盈率(P/E)	15.31	14.29	13.05	12.55
市净率(P/B)	2.97	2.62	2.33	2.09
EV/EBITDA	7.68	6.94	5.82	5.08

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	3287	3452	3802	4007	营业收入	11.3%	5.0%	10.1%	5.4%
营业成本	1941	1981	2218	2359	营业利润	4.2%	7.3%	9.5%	4.0%
税金及附加	29	31	34	36	归属于母公司净利润	4.4%	7.2%	9.5%	4.0%
销售费用	418	473	498	525	获利能力				
管理费用	55	55	59	62	毛利率	40.9%	42.6%	41.7%	41.1%
研发费用	16	17	19	20	净利率	20.3%	20.7%	20.6%	20.3%
财务费用	-52	-50	-60	-71	ROE	19.4%	18.4%	17.8%	16.6%
资产减值损失	0	-2	-2	-2	ROIC	207.7%	130.7%	190.6%	294.0%
营业利润	880	944	1033	1075	偿债能力				
营业外收入	0	1	1	1	资产负债率	25.1%	25.0%	24.1%	22.8%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	3.75	3.77	3.90	4.15
利润总额	880	944	1033	1075	营运能力				
所得税	214	230	252	262	应收账款周转率	173.48	204.18	204.18	204.18
净利润	666	714	781	813	存货周转率	10.09	6.69	6.69	6.69
归母净利润	666	714	781	813	总资产周转率	0.72	0.67	0.66	0.63
每股收益(元)	0.63	0.68	0.74	0.77	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.63	0.68	0.74	0.77
货币资金	3390	3950	4575	5183	每股净资产	3.27	3.69	4.16	4.65
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	19	17	19	20	PE	15.31	14.29	13.05	12.55
预付款项	4	5	6	6	PB	2.97	2.62	2.33	2.09
存货	193	296	332	353	现金流量表				
流动资产合计	3611	4272	4934	5564	净利润	666	712	780	811
固定资产	562	545	528	510	折旧和摊销	21	71	71	72
在建工程	109	105	101	96	营运资本变动	-62	76	92	54
无形资产	298	248	199	149	其他	4	-48	-59	-69
非流动资产合计	980	909	837	766	经营活动现金流净额	629	812	884	868
资产总计	4591	5180	5771	6330	资本开支	-216	0	0	0
短期借款	6	0	0	0	其他	1	0	0	0
应付票据及应付账款	464	516	577	614	投资活动现金流净额	-215	0	0	0
其他流动负债	494	619	686	727	股权融资	22	0	0	0
流动负债合计	964	1134	1264	1341	债务融资	137	-36	-30	-29
其他	189	159	129	100	其他	-304	-216	-230	-231
非流动负债合计	189	159	129	100	筹资活动现金流净额	-145	-251	-260	-260
负债合计	1152	1293	1393	1441	现金及现金等价物净增加额	269	560	624	608
股本	1053	1053	1053	1053					
资本公积金	32	32	32	32					
未分配利润	2354	2803	3294	3805					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	3439	3887	4378	4889					
负债和所有者权益总计	4591	5180	5771	6330					

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