

000848.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 9.92

板块评级：强于大市

本报告要点

- 承德露露 2024 年年报及 2025 年 1 季报业绩点评：受春节错期影响，公司季度间业绩波动较大，若将 4Q24 及 1Q25 合并来看，整体业绩表现稳健，受益成本红利释放，1Q25 毛利率提升幅度较大。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	10.3	13.6	14.3	9.6
相对深圳成指	12.0	20.5	17.9	2.6

发行股数 (百万)	1,052.55
流通股 (百万)	1,039.52
总市值 (人民币 百万)	10,441.34
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	123.73
主要股东	
万向三农集团有限公司 (%)	41.61

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 4 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《承德露露》20241031
《承德露露》20240902
《承德露露》20240421

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：饮料乳品

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

承德露露

公司整体业绩表现稳健，成本红利逐季释放，期待 25 年新品贡献增量

公司公告 2024 年年报及 2025 年 1 季报。2024 年公司营收 32.9 亿元，同比+11.3%，归母净利 6.7 亿元，同比+4.4%。受春节错期影响，公司季度间业绩波动较大，若将 4Q24 及 1Q25 合并来看，整体业绩表现稳健，受益成本红利释放，1Q25 毛利率提升幅度较大。维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- 受春节错期影响，公司季度间波动较大，如果结合 4Q24、1Q25 一起看，整体业绩表现稳健。(1) 2024 年公司营收、扣非归母净利分别为 32.9 亿元、6.6 亿元，其中营收略超公司此前规划的目标值，扣非归母净利达到区间值，根据公司公告，公司层面解除股权激励计划的限售比例为 96%，基本完成 24 年股权激励目标。受春节错期影响，1Q25 公司业绩下滑幅度较大，但如果结合 4Q24 和 1Q25 一起看，4Q24+1Q25 营收、归母净利增速分别为-0.8%、+4.9%，利润增速快于收入。(2) 分具体产品来看，2024 年核心单品杏仁露系列营收 31.9 亿元，同比+11.4%，收入占比 97.0%，同比基本持平。其他产品中，杏仁奶增速较快，但整体规模体量仍较小。根据公司公告，2024 年公司积极探索多元化杏仁+产品，同时打破品类限制，布局中式养生水。我们认为，公司原有核心单品杏仁露淡旺季明显，礼赠场景突出，水系列产品上市，有望在产品品类、消费场景及消费区域上与老品形成互补。(3) 从区域表现来看，大本营北方市场占比 91.0%，同比持平。截至 2024 年末，公司经销商数量合计 922 家，其中北方区域经销商 604 家，同比增加 56 家。(4) 从渠道类型来看，公司以经销渠道为主。2024 年直销平台营收 1.6 亿元，同比+136.7%，经销渠道营收 31.2 亿元，同比+8.3%。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 6,338 个，举办宴会 7,001 场，开发餐饮店 9,028 个。
- 成本红利释放，1Q25 毛利率同比提升 4.4pct，公司盈利能力稳健。(1) 根据公司公告，公司自 24 年 3 季度末起杏仁采购价格下降超 30%，我们判断 4 季度后公司采用了低价杏仁，原材料采购成本下降推升毛利率提升，4Q24、1Q25 公司毛利率同比分别提升 2.1pct、4.4pct。我们判断低价杏仁有望延续至 25 年 3 季度末。(2) 费用率方面，2024 年公司四项费用率为 13.3%，同比+1.1pct。1Q25 公司四项费用率为 18.7%，其中销售费用率同比提升 2.1pct 至 18.1%，管理费用率、研发费用率同比分别+0.5pct、-0.4pct。1Q25 公司所得税率、税金及附加比率同比基本持平。综上，1Q25 公司净利率为 21.5%，同比+1.4pct，盈利能力稳健。

估值

- 根据公司此前公告，使用自有资金或自筹资金回购公司股份，回购金额不超过 7.05 亿元，回购股份用于注销。截至 25 年 3 月 31 日，公司累计回购股份数量为 300 万股，成交金额为 2583 万元。2024 年公司分红率为 47%，当前股价对应股息率约为 3.0%。考虑到新建产能转固影响，及 25 年公司产品推新，销售费用增加，我们调整 25 年盈利预测，预计 25 至 27 年公司 EPS 分别为 0.67、0.75、0.82 元/股，同比分别增 5.6%、11.9%、9.8%，当前市值对应 PE 分别为 14.8X、13.3X、12.1X，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 新周期原材料采购价格不及预期、新品拓展不及预期、渠道库存超预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	2,955	3,287	3,526	3,786	4,066
增长率(%)	9.8	11.3	7.3	7.4	7.4
EBITDA(人民币 百万)	817	849	905	1,022	1,124
归母净利润(人民币 百万)	638	666	704	787	865
增长率(%)	6.0	4.4	5.6	11.9	9.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.61	0.63	0.67	0.75	0.82
原先股本摊薄每股收益(人民币)			0.71	0.75	
变动幅度(%)			(5.6)	0.0	
市盈率(倍)	16.4	15.7	14.8	13.3	12.1
市净率(倍)	3.4	3.0	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA(倍)	6.3	7.3	7.7	6.3	5.3
每股股息(人民币)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
股息率(%)	5.1	3.3	3.2	3.6	3.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2024 年年报及 2025 年 1 季报业绩概览

(人民币, 百万元)	4Q23	4Q24	同比 (%)	1Q24	1Q25	同比 (%)
营业收入	919	1,128	22.7	1,227	1,002	(18.4)
营业成本	573	679	18.5	691	520	(24.7)
毛利率(%)	37.7	39.8	2.1	43.7	48.1	4.4
毛利	347	449	29.6	536	482	(10.2)
税金及附加	5	11	110.8	11	7	(35.9)
销售费用	78	93	19.1	196	182	(7.4)
管理费用	8	19	152.8	8	12	49.2
研发费用	12	4	(68.4)	7	1	(77.9)
财务费用	(12)	(14)	19.6	(15)	(8)	(47.9)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	0	-	0	0	-
营业利润	256	335	31.2	330	287	(12.9)
营业利润率(%)	27.8	29.7	1.9	26.9	28.7	1.8
营业外收入	0	0	(56.0)	0.0	0.1	149.5
营业外支出	0	0	-	0.0	0.1	-
利润总额	256	335	31.2	330	287	(12.9)
所得税	61	88	44.5	83	72	(13.9)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	24	26	2.4	25	25	(0.3)
少数股东权益	0	0	(100.0)	(0)	0	(100.0)
归属于母公司净利润	195	247	27.0	246	215	(12.5)
净利率(%)	21.2	21.9	0.7	20.1	21.5	1.4
EPS (元/股)	0.18	0.23	27.0	0.23	0.20	(12.5)

资料来源：同花顺，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,955	3,287	3,526	3,786	4,066
营业收入	2,955	3,287	3,526	3,786	4,066
营业成本	1,730	1,941	2,070	2,191	2,345
营业税金及附加	25	29	30	30	30
销售费用	344	418	467	505	541
管理费用	32	55	58	60	62
研发费用	31	16	25	19	12
财务费用	(47)	(52)	(51)	(56)	(64)
其他收益	2	2	2	2	2
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	(1)	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	844	880	930	1,040	1,142
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	846	880	930	1,040	1,142
所得税	208	214	226	253	278
净利润	638	666	704	787	865
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	638	666	704	787	865
EBITDA	817	849	905	1,022	1,124
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.61	0.63	0.67	0.75	0.82

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,447	3,611	3,870	4,237	4,924
货币资金	3,120	3,390	3,504	3,982	4,514
应收账款	10	19	12	21	14
应收票据	0	0	0	0	0
存货	311	193	345	224	385
预付账款	7	4	7	5	8
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	6	3	4	4
非流动资产	734	980	1,127	1,126	1,096
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	180	560	589	681	707
无形资产	282	298	296	293	291
其他长期资产	272	122	243	151	98
资产合计	4,181	4,591	4,997	5,363	6,021
流动负债	1,000	964	1,133	1,084	1,287
短期借款	0	6	0	0	0
应付账款	550	464	617	527	697
其他流动负债	450	494	516	557	590
非流动负债	58	189	56	55	56
长期借款	0	134	0	0	0
其他长期负债	58	55	56	55	56
负债合计	1,057	1,152	1,188	1,139	1,343
股本	1,053	1,053	1,053	1,053	1,053
少数股东权益	35	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,089	3,439	3,809	4,223	4,678
负债和股东权益合计	4,181	4,591	4,997	5,363	6,021

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	638	666	704	787	865
折旧摊销	22	22	29	40	47
营运资金变动	(20)	48	38	60	49
其他	(13)	(107)	(76)	(44)	(70)
经营活动现金流	627	630	694	843	891
资本支出	(191)	(215)	(151)	(51)	(11)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
投资活动现金流	(190)	(215)	(151)	(51)	(11)
银行借款	0	139	(139)	0	0
股权融资	(354)	(350)	(334)	(373)	(410)
其他	46	66	43	60	61
筹资活动现金流	(308)	(145)	(429)	(313)	(348)
净现金流	130	270	114	479	531

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	9.8	11.3	7.3	7.4	7.4
营业利润增长率(%)	6.1	4.2	5.6	11.9	9.8
归属于母公司净利润增长率(%)	6.0	4.4	5.6	11.9	9.8
息税前利润增长率(%)	4.9	4.0	6.0	12.1	9.6
息税折旧前利润增长率(%)	4.7	3.9	6.6	13.0	9.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	6.0	4.4	5.6	11.9	9.8
获利能力					
息税前利润率(%)	26.9	25.1	24.9	25.9	26.5
营业利润率(%)	28.6	26.8	26.4	27.5	28.1
毛利率(%)	41.5	40.9	41.3	42.1	42.3
归母净利润率(%)	21.6	20.3	20.0	20.8	21.3
ROE(%)	20.7	19.4	18.5	18.6	18.5
ROIC(%)	19.2	17.4	17.4	17.5	17.4
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(1.0)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(1.0)
流动比率	3.4	3.7	3.4	3.9	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	237.4	229.8	229.8	229.8	229.8
应付账款周转率	6.7	6.5	6.5	6.6	6.6
费用率					
销售费用率(%)	11.6	12.7	13.2	13.3	13.3
管理费用率(%)	1.1	1.7	1.6	1.6	1.5
研发费用率(%)	1.0	0.5	0.7	0.5	0.3
财务费用率(%)	(1.6)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.6)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
每股净资产(最新摊薄)	2.9	3.3	3.6	4.0	4.4
每股股息	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	16.4	15.7	14.8	13.3	12.1
P/B(最新摊薄)	3.4	3.0	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	6.3	7.3	7.7	6.3	5.3
价格/现金流(倍)	16.6	16.6	15.0	12.4	11.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371