

杏仁露稳健增长，24 年圆满收官

核心观点

- 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。24 年全年实现营业收入 32.9 亿元，同比+11.3%；实现归母净利润 6.7 亿元，同比+4.4%。单四季度来看，公司实现营业收入 11.3 亿元（+22.7%），实现归母净利润 2.5 亿元（+27.0%）。25Q1 实现营业收入 10.0 亿元，同比-18.4%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比-12.5%。
- 杏仁露稳健增长，北方地区贡献增量。**分产品，24 年杏仁露实现收入 31.9 亿（yoy+11.4%），其中销量、单价分别同比+11%/-0%，预计受益于西北地区渗透率提升；果仁核桃、杏仁奶分别同比-2%/+249%。分地区，2024 年北部地区实现收入 29.9 亿（yoy+11.7%），北部仍为贡献增量的核心区域；中部、其他地区收入为 1.9、1.1 亿，分别同比+9%、+3%。
- 25 年原材料低成本，毛利率有望明显提升。**2024 年，公司毛利率为 40.9%（yoy-0.5pct），主要因杏仁价格高企；销售费用率为 12.7%（yoy+1.1pct），预计因推新加大费用投放；管理费用率为 1.7%（yoy+0.6pct），主要因股权激励费用增加。25Q1，公司毛利率为 48.1%（yoy+4.4pct），主要受益于杏仁丰收成本降低，以及马口铁、白糖等原材料价格下降；销售费用率为 18.1%（yoy+2.1pct），公司推出新品草本养生饮，预计相关费用支出增加；管理费用率为 1.2%（yoy+0.5pct），销售净利率为 21.5%（yoy+1.4pct）。
- 公司积极推新，25 年以来新品露露草本养生饮上市，有望改善产品结构单一，平滑季节性销售波动。公司核心原材料杏仁丰收，价格低位，有望贡献利润弹性。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年年报及 25 年一季报，对 25、26 年下调收入、上调毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.69、0.75、0.79 元（原预测 25-26 年为 0.75、0.86 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 17 倍市盈率，对应目标价为 11.73 元，维持买入评级。

风险提示

原材料价格波动、新品放量不及预期、市场开拓不及预期、产能利用率不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,955	3,287	3,362	3,567	3,750
同比增长(%)	9.8%	11.3%	2.3%	6.1%	5.1%
营业利润(百万元)	844	880	960	1,041	1,099
同比增长(%)	6.1%	4.2%	9.1%	8.5%	5.6%
归属母公司净利润(百万元)	638	666	726	787	831
同比增长(%)	6.0%	4.4%	8.9%	8.5%	5.6%
每股收益(元)	0.61	0.63	0.69	0.75	0.79
毛利率(%)	41.5%	40.9%	43.5%	43.6%	43.6%
净利率(%)	21.6%	20.3%	21.6%	22.1%	22.2%
净资产收益率(%)	21.8%	20.4%	18.9%	17.8%	17.4%
市盈率	16.4	15.7	14.4	13.3	12.6
市净率	3.4	3.0	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 04 月 25 日）	9.92 元
目标价格	11.73 元
52 周最高价/最低价	10.31/6.73 元
总股本/流通 A 股（万股）	105,255/103,952
A 股市值（百万元）	10,441
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 04 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.1	13.63	14.29	14.62
相对表现%	5.72	17.33	15.49	7.35
沪深 300%	0.38	-3.7	-1.2	7.27



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

相关报告

杏仁丰收成本下降空间可观，静待利润率回升	2024-08-19
积极推新开拓市场，承德露露展翅欲飞	2023-08-27

投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.69、0.75、0.79 元（原预测 25-26 年为 0.75、0.86 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 17 倍市盈率，对应目标价为 11.73 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
香飘飘	603711	14.02	0.68	0.61	0.86	1.02	20.64	22.85	16.29	13.81
李子园	605337	12.29	0.60	0.57	0.65	0.73	20.46	21.47	18.98	16.92
华润饮料	02460	13.42	0.55	0.68	0.83	0.96	24.21	19.66	16.23	13.94
伊利股份	600887	28.97	1.64	1.89	1.79	1.94	17.68	15.36	16.17	14.91
天润乳业	600419	10.90	0.44	0.14	0.40	0.60	24.57	79.91	27.16	18.16
调整后平均								21	17	15

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

风险提示

原材料价格波动风险。如果杏仁、白糖、马口铁等主要原材料价格波动，可能影响公司利润、估值。

新品放量不及预期风险。如果草本养生饮、杏仁奶等新品增速较慢，可能影响公司收入、利润增长，从而影响公司估值。

市场开拓不及预期风险。如果北部以外市场拓展受阻或进度较慢，可能对公司收入增速产生不利影响。

产能利用率不及预期风险。如果新增产能的产能利用率不及预期，可能导致销售额增量无法覆盖折旧成本，进而影响毛利率。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,120	3,390	4,232	4,526	4,887
应收票据、账款及款项融资	10	19	27	29	30
预付账款	7	4	7	7	7
存货	311	193	188	199	210
其他	0	6	1	1	1
流动资产合计	3,447	3,611	4,455	4,762	5,135
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	180	560	630	684	729
在建工程	209	109	85	73	66
无形资产	282	298	293	288	283
其他	64	12	12	12	12
非流动资产合计	734	980	1,020	1,056	1,091
资产总计	4,181	4,591	5,475	5,818	6,225
短期借款	0	6	6	6	6
应付票据及应付账款	550	464	475	503	528
其他	450	494	567	531	554
流动负债合计	1,000	964	1,048	1,039	1,088
长期借款	0	134	134	134	134
应付债券	0	0	0	0	0
其他	58	55	55	55	55
非流动负债合计	58	189	189	189	189
负债合计	1,057	1,152	1,236	1,228	1,277
少数股东权益	35	0	(0)	(0)	(0)
实收资本（或股本）	1,053	1,053	1,053	1,053	1,053
资本公积	(160)	(41)	32	32	32
留存收益	2,197	2,428	3,153	3,505	3,864
其他	(1)	(1)	0	0	0
股东权益合计	3,124	3,439	4,238	4,590	4,949
负债和股东权益总计	4,181	4,591	5,475	5,818	6,225

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	638	666	726	787	831
折旧摊销	7	20	22	24	26
财务费用	(47)	(52)	(31)	(37)	(40)
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	(20)	53	94	(23)	34
其它	49	(57)	(1)	(0)	0
经营活动现金流	627	630	808	751	850
资本支出	(140)	(315)	(60)	(60)	(60)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(50)	100	0	0	0
投资活动现金流	(190)	(215)	(60)	(60)	(60)
债权融资	(1)	150	(11)	2	2
股权融资	170	119	73	0	0
其他	(477)	(414)	31	(398)	(432)
筹资活动现金流	(308)	(145)	94	(396)	(429)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	130	270	842	294	361

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,955	3,287	3,362	3,567	3,750
营业成本	1,730	1,941	1,900	2,010	2,113
销售费用	344	418	447	464	488
管理费用	32	55	47	44	43
研发费用	31	16	16	17	18
财务费用	(47)	(52)	(31)	(37)	(40)
资产、信用减值损失	(0)	1	(2)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	(21)	(27)	(26)	(28)	(29)
营业利润	844	880	960	1,041	1,099
营业外收入	2	0	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	846	880	961	1,042	1,101
所得税	208	214	235	255	270
净利润	638	666	726	787	831
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	638	666	726	787	831
每股收益（元）	0.61	0.63	0.69	0.75	0.79

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.8%	11.3%	2.3%	6.1%	5.1%
营业利润	6.1%	4.2%	9.1%	8.5%	5.6%
归属于母公司净利润	6.0%	4.4%	8.9%	8.5%	5.6%
获利能力					
毛利率	41.5%	40.9%	43.5%	43.6%	43.6%
净利率	21.6%	20.3%	21.6%	22.1%	22.2%
ROE	21.8%	20.4%	18.9%	17.8%	17.4%
ROIC	20.3%	18.7%	17.6%	16.6%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	25.3%	25.1%	22.6%	21.1%	20.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.45	3.75	4.25	4.58	4.72
速动比率	3.13	3.55	4.07	4.39	4.53
营运能力					
应收账款周转率	237.4	229.8	146.7	128.7	128.1
存货周转率	6.1	7.6	10.0	10.4	10.3
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.61	0.63	0.69	0.75	0.79
每股经营现金流	0.60	0.60	0.77	0.71	0.81
每股净资产	2.93	3.27	4.03	4.36	4.70
估值比率					
市盈率	16.4	15.7	14.4	13.3	12.6
市净率	3.4	3.0	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	9.0	8.6	7.7	7.1	6.7
EV/EBIT	9.1	8.8	7.8	7.3	6.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。