

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)	10.54
总股本/流通股本(亿股)	10.53 / 10.43
总市值/流通市值(亿元)	111 / 110
52周内最高/最低价	10.78 / 6.80
资产负债率(%)	25.1%
市盈率	16.47
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)

新品推进顺利，老品稳健有方

● 投资要点

新品露露草本铺货顺利，公司坚定决心打造第二成长曲线。新品所处的养生水赛道处在行业性高速发展的阶段，由于较契合当下的消费者心态和理念、行业空间广阔，目前的竞争格局相对良性，给公司提供了宝贵的发展机遇和红利，公司力争在这段黄金时期将产品做出知名度与规模，以应对未来可能变化的竞争格局。董事长亲自牵头新品研发、推广和销售等工作，体现了公司对于新品的重视程度。新品采用了低糖配方，符合软饮行业低糖化的健康趋势，并通过配料表干净、健康，用料真材实料等形成差异化定位。从当前铺货进度来看，公司具备渠道基础的北方市场进驻较为顺利，包括KA、商超、便利店和特渠等，南方市场进展稍缓一些、也符合预期。目前渠道草根调研反馈动销情况不错、部分网点形成较好复购。公司借助原有的杏仁露销售团队，利用杏仁露淡季旺季明显的产品特点、在传统淡季推进养生水的市场工作，提升人效，同时推出新品相应的销售激励政策，调动团队积极性。**公司4月线下铺货后、于4月底投放梯媒（分众），迅速提升新品曝光量，瞄准年轻人和商务市场，后续广告内容将继续迭代更新、持续打造传播记忆点，同时新品的扫码红包活动预计有序落地、拉动铺货后的终端动销。**

南方市场持续拓展，积极对接新渠道。公司在南方设立工厂，同时派驻相应人员，近两年新设4个南方销售大区，以开拓南方市场。杏仁露产品在南北市场存在一定口味差异，未来南方市场的产品可能通过降糖的方式进行口味调整，整体来看公司产品的接受度在南方市场有了一定的提升。新品的推出也有助于公司打通日常消费场景及薄弱南方市场。针对电商和零食量贩等渠道，公司也会通过更新包装和产品的方式积极对接，应对其对价盘的影响。

成本价格回落贡献利润弹性，股权激励持续提升内部积极性。部分重点原材料价格回落明显，利好公司毛利率。野生山杏仁是公司目前产品的重要原材料，野杏仁主要产于河北山西等地，23年野杏仁价格创新高，24年6月份起新一年的野杏成熟产量好于上年，因此苦杏仁采购价同比有较大幅度回落，25年有望贡献成本节省、给与市场投入端、新品推广端更好的支持。股权激励第一个考核期达成解锁、提升团队士气。

● 盈利预测与投资建议

我们从品牌基因看，公司耕耘多年的主力大单品杏仁露本身具备一定养生属性，新品露露草本养生水是公司进一步对研究和发扬传统国粹的延伸、后续预计有更多新品储备值得期待。目前新品以代工为主，后续淳安工厂投产后有望实现自主生产、回收代加工端的利润。

大单品杏仁露由于春节错期导致的缺口、预计 Q2 将企稳回升、其需求韧性很足，往后看下半年的旺季及年节均有梯媒投放、更有积极应对竞争推出的新品估计能带来增量，我们预计全年杏仁露有望逐步追回缺口而实现正增长。我们预计公司 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 16/14/14 倍。我们看好公司核心单品需求基本盘稳健，成本逻辑的持续兑现，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	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）	16.65	15.54	14.20	13.65
市净率（P/B）	3.23	2.85	2.53	2.27
EV/EBITDA	7.68	7.86	6.68	5.91

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	16.65	15.54	14.20	13.65
预付款项	4	5	6	6	PB	3.23	2.85	2.53	2.27
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	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	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