

# 承德露露：需求基本盘稳定，25年 成本改善+新品催化

投资评级：买入|维持

蔡雪昱/张子健

中邮证券研究所 食品饮料团队

中邮证券

发布时间：2025-07-06

- **行业端：**杏仁露市场规模稳定，公司龙头地位显著。杏仁露属于植物蛋白饮料的细分赛道，该细分赛道已经进入成熟期，行业需求相对稳定。公司是国内最大的杏仁露生产厂家，市占率达到90%，龙头地位显著，具有多年生产植物蛋白饮料的经验和历史。公司营收依赖大单品“露露”杏仁露，其中包括原味、无糖、浓情款、迷你款、经典低糖等。此外还有核桃露、果仁核桃露产品、杏仁奶、巴旦木奶等产品。24年“露露”杏仁露收入占比达96.97%，占据绝对主导地位，其他产品收入占比均不高，果仁核桃系列收入占比为2.58%。
- **收入端：**未来三年收入增长确定性较强，新品有望贡献增量。公司2024年4月17日股权激励落地，根据2024-2026年各年度业绩完成情况确认解除限售比例，其中营收考核占60%，利润考核占40%。以2023年为基础，未来3年营收要求中枢为31.5/34.5/38亿元，对应增速分别为7.2%/8.8%/10.2%。杏仁露基本盘稳中有增，新品养生水系列有望贡献增量。25年公司推出新品养生水系列，共有四款口味，分别是桂圆姜枣、陈皮乌梅、枸杞桑葚、枇杷秋梨。新品定位既符合行业健康化发展趋势，同时也顺应了传统文化兴起的潮流。养生水行业仍处在发展初期，公司有望分享行业高速增长的红利。
- **利润端：**成本价格回落贡献利润弹性，考虑股权激励费用预计公司净利率维稳。部分重点原材料价格回落明显，利好公司毛利率。野山杏仁、白砂糖、马口铁罐是公司目前产品的重要原材料及包装物。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去年，因此苦杏仁采购价同比有较大幅度回落。根据河北承德苦杏仁采购价，24年8月至25年2月苦杏仁采购价基本保持在24-24.5元/千克，去年同期价格在35-40元/千克，同比下降约30%-40%。白砂糖采购价格自24年7月份以来整体也呈现下降趋势，25年1月白砂糖采购价约为5900元/吨，同比下降约6%。马口铁跟随钢材波动，25年以来钢材价格同比略有下滑，幅度在6%左右。预计杏仁价格下跌有望带动公司毛利率提升5.27pct，成本端的弹性预计能覆盖公司新增折旧。同时公司出台股权激励，股价诉求理顺，有释放业绩动力。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2025-2027年实现营收34.77/38.20/41.77亿元，同比增长5.76%/9.88%/9.34%；实现归母净利润7.14/7.56/8.11亿元，同比增长7.16%/5.84%/7.36%（还原股权激励费用后归母净利润7.30/7.64/8.11亿元，同比增长9.56%/4.62%/6.24%），对应EPS为0.68/0.72/0.77元，对应当前股价PE为14/13/12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。



# 目录

一

**行业：满足营养健康需求，植物蛋白市场稳步增长**

二

**收入：杏仁露绝对龙头，新品有望贡献增量**

三

**利润：成本回落贡献利润弹性，股权激励提升积极性**

四

**盈利预测**

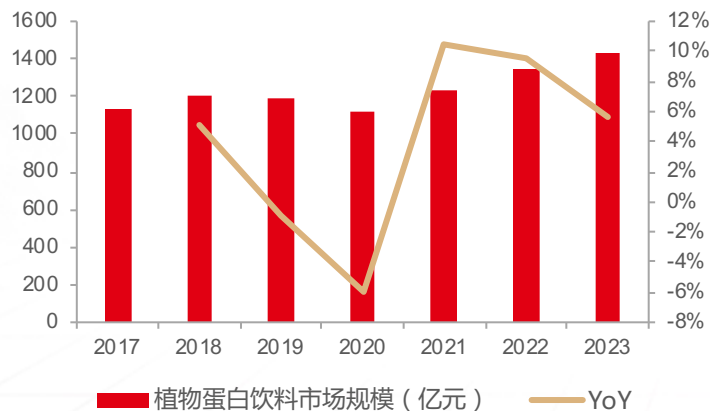


**行业：满足营养健康需求，植物蛋白市场稳步增长**

# 1 行业端：满足营养健康需求，植物蛋白市场稳步增长

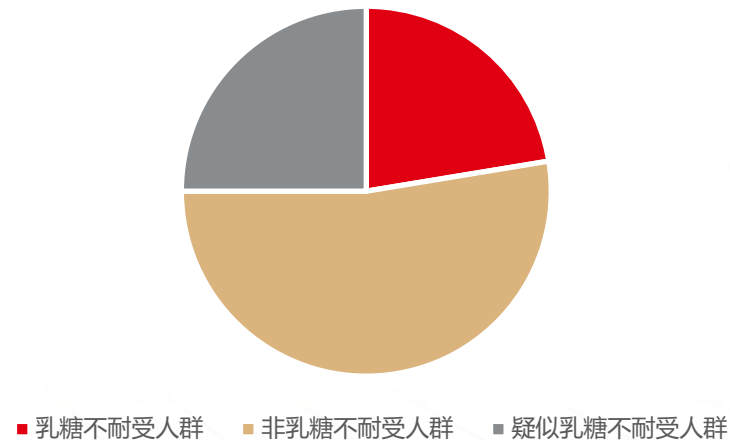
- 随着我国国民经济水平不断发展，社会消费持续升级。“营养+健康”观念逐渐深入人心，市场对以植物蛋白饮料为代表的健康产品需求不断增加。据观研天下，截至2022年，消费者在购买饮料时，健康已成为购买的第二大决策因素。近年来我国植物蛋白饮料市场规模总体呈增长走势，2023年全国植物蛋白饮料市场规模达到1428亿元（出厂口径），同比增长5.70%；预计2024年全国植物蛋白饮料市场规模将保持稳步增长的趋势。
- 我国乳糖不耐受及疑似乳糖不耐受人群比例达至47.4%。植物蛋白饮料不含乳糖或胆固醇，越来越受到乳糖不耐受人群的青睐。我国较大的乳糖不耐受人群基数有望推动植物蛋白市场持续扩容。

图表1：我国植物蛋白饮料市场规模及同比增速



资料来源：观研天下，中邮证券研究所

图表2：我国乳糖不耐受及疑似乳糖不耐受人群占比

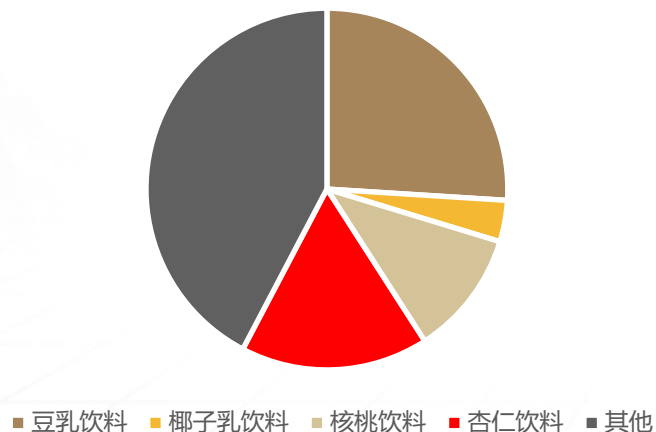


资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

# 1 行业端：满足营养健康需求，植物蛋白市场稳步增长

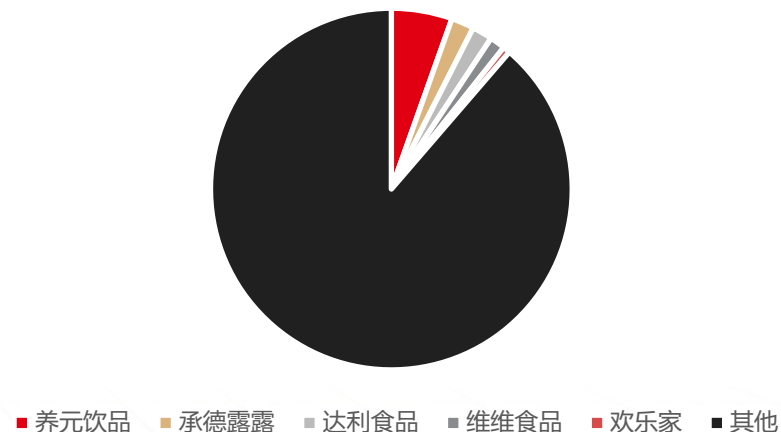
- 从主要细分市场占比情况来看，2020 年豆乳饮料、杏仁饮料、核桃饮料、椰子乳饮料占全国植物蛋白饮料市场规模的比重分别为 26%、17%、11%、4%，豆乳饮料、杏仁饮料占据较高份额。
- 当前我国植物蛋白饮料市场格局较为分散，行业集中度整体较低。根据植物蛋白饮料营业收入口径测算，2021 年国内植物蛋白饮料行业部分重点企业中，养元饮品、承德露露、达利食品、维维食品、欢乐家所占全国植物蛋白饮料市场份额分别为 5.4%、2.0%、1.8%、1.4%、0.6%，CR5 为 11.3%。
- 细分品类豆奶、椰汁、核桃露、杏仁露、花生奶中，龙头企业已形成较为稳固的地位。据中国饮料工业协会发布的数据，2019 年养元饮品在核桃露市场占比 88%，承德露露在杏仁露市场占比 90%，椰树在椰汁市场占比 80%，银鹭在花生牛奶市场占比 80%。

图表3：2020年我国植物蛋白细分赛道规模占比



资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

图表4：2021年我国植物蛋白市场竞争格局



资料来源：智研咨询，中邮证券研究所



收入：杏仁露绝对龙头，新品有望贡献增量

## 2 收入端：细分市场的绝对龙头

- 河北承德露露股份有限公司坐落于承德市高新技术产业开发区，以生产露露系列天然饮料为主业，跨地区、跨行业和跨国多元化经营的现代企业集团。公司于1997年年底在深交所上市，成为国内饮料行业首批上市公司之一。公司控股股东为万向三农集团有限公司，持股比例为41.61%。承德露露是中国植物蛋白饮料的开创者。

图表5：承德露露发展史

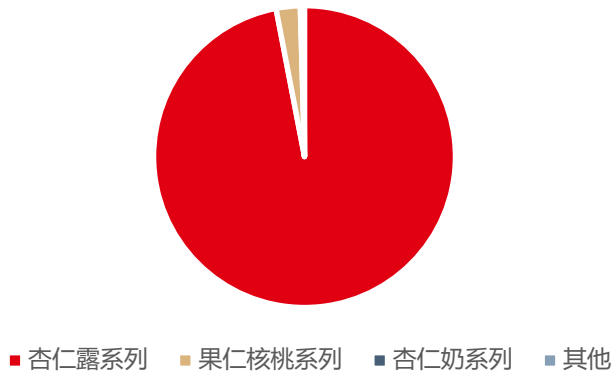


资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

## 2 收入端：大单品杏仁露占比95%+

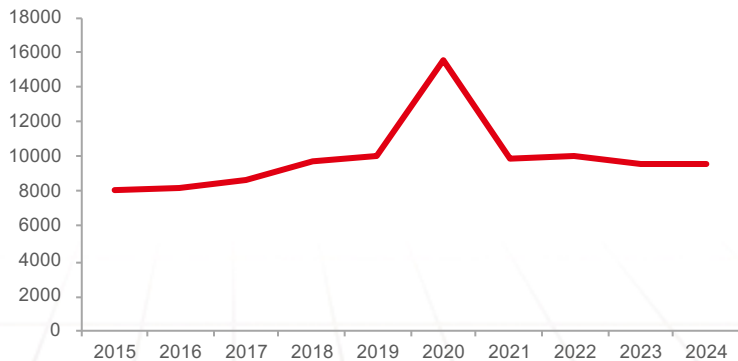
- 承德露露营收依赖大单品“露露”杏仁露，其中包括原味、无糖、浓情款、迷你款、经典低糖等。此外还有核桃露、果仁核桃露产品、杏仁奶、巴旦木奶等产品。24年“露露”杏仁露收入占比达96.97%，占据绝对主导地位。而其他产品收入占比均不高，果仁核桃系列收入占比约为2.58%，杏仁奶占比0.37%，其他占比0.08%。
- “露露”杏仁露的销量在达到2014年34.99万吨的峰值后便开始连续下降，其中2017年，公司全资子公司郑州露露因提供公司生产蒸汽的供汽公司停产，造成公司产品在旺季断货，全年销售量同比-21.59%。杏仁露均价稳定上涨，15-24年复合增速1.95%，2020年因疫情原因波动较大，供给有限的情况下价格上涨较多。
- 2019年和2021年经过两次领导层变动，管理层稳定后，开始逐步推进组织架构改革和增大研发投入。经历疫情后，2021年恢复态势良好，销量逐年增长，2024年增长至33.05万吨。

图表6：24年承德露露收入占比



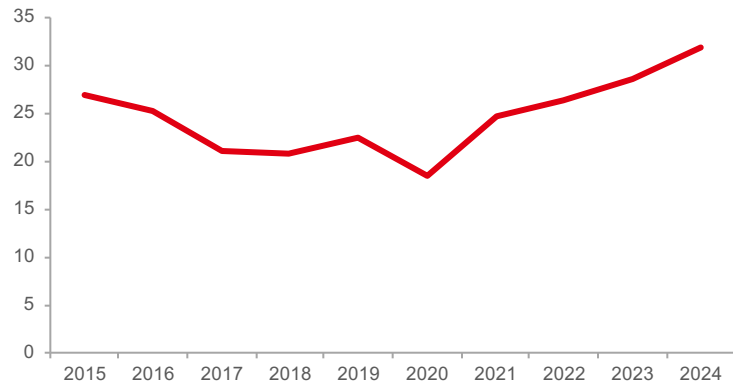
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表8：杏仁露均价（元/吨）



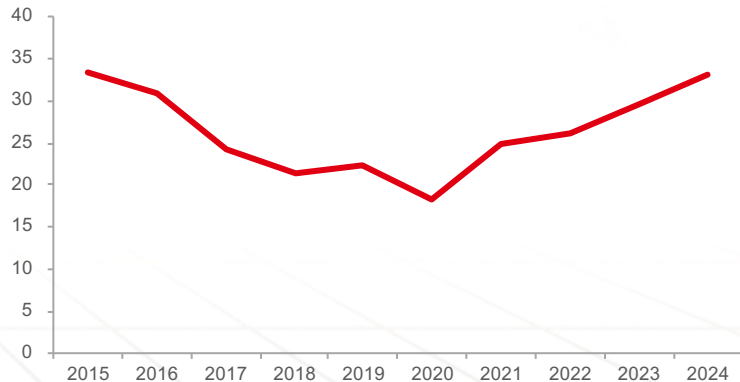
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表7：“露露”杏仁露收入（亿元）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表9：“露露”杏仁露销量（吨）

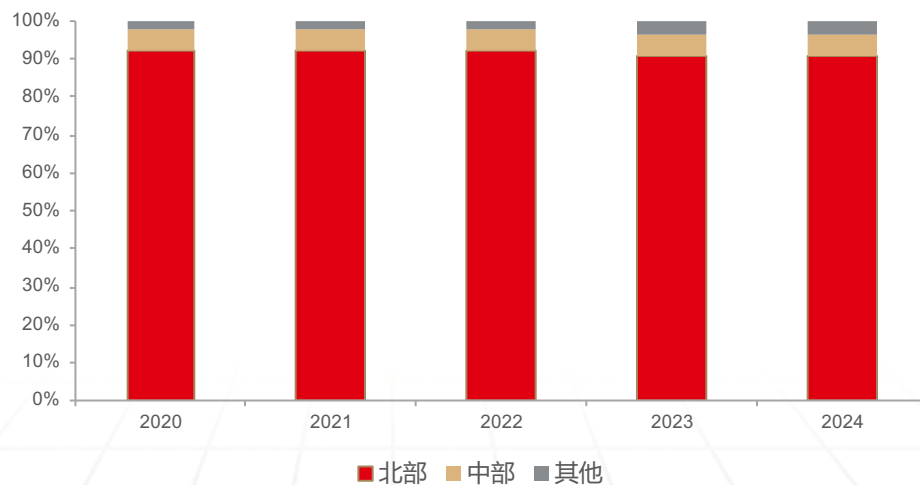


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

## 2 收入端：经销为主要渠道，北方市场占比90%+

- 承德露露的主要渠道为经销，21年、22年、23年、24年经销收入占比分别为97.99%、98.41%、97.68%、95.06%。
- 承德露露营收的主要来源为北方，南方的重点为餐饮渠道，很少涉及商场等方向的布局。曾有向南方拓展的计划和尝试，推广投入很大，但效果并不好，问题包括南方与北方的口味差异，以及相对其他饮品的认知障碍问题。此外，还涉及与南方露露的品牌诉讼问题。目前有承德35万吨（新增产线后预计50万吨）和郑州15万吨的产能。主要仅覆盖到东北、华北、西北、中原地区。为跨过长江打开南方市场，公司在杭州建立了销售、研发中心。今年在建的淳安工厂有15万吨的产能，预计26年投产。主要生产更适合南方口味和需求的产品，包括低卡系列，抹茶、咖啡等特色口味。

图表10：承德露露分地区收入占比

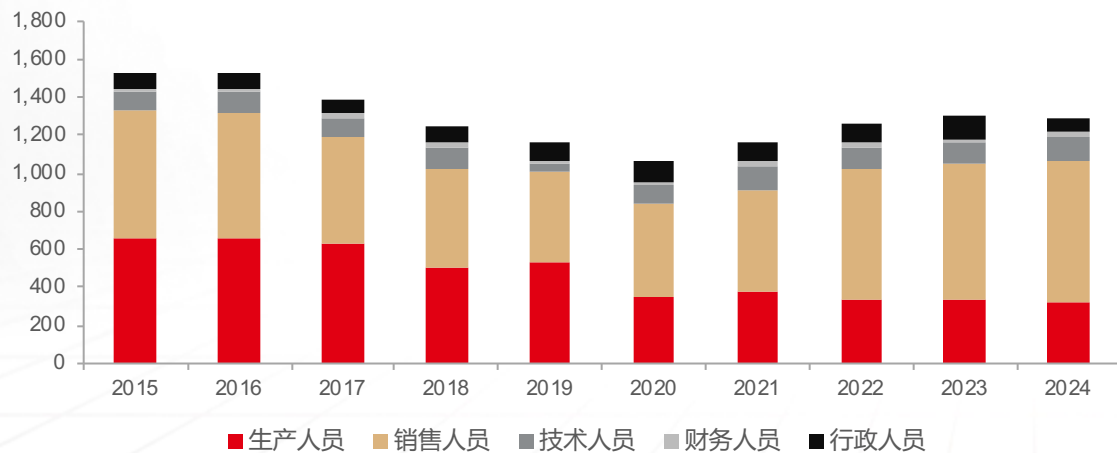


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

## 2 收入端：渠道端改革重启扩张，助力收入持续增长

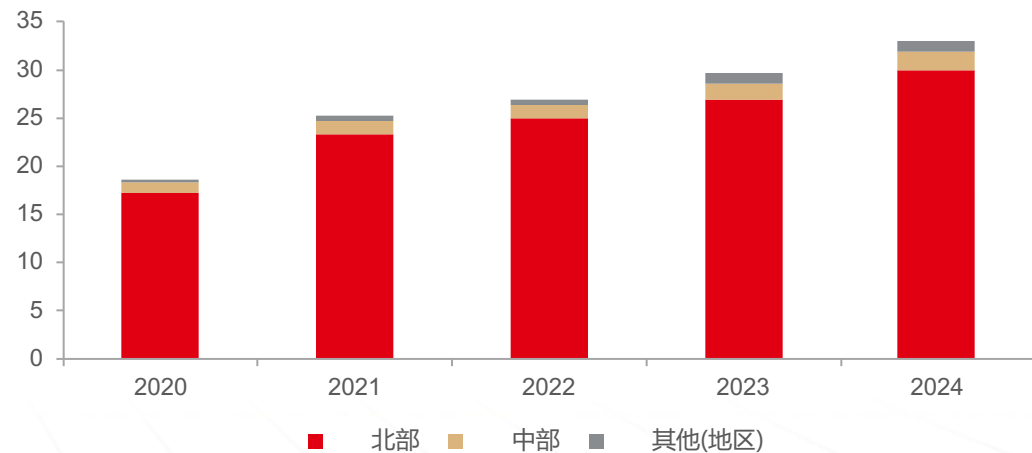
- 渠道改革后重启扩张。万向系接管经营后改革组织架构，营销体系做调整。2017年将14个部门优化合成7个部门+1个营销中心。2019年营销机构重新划分为6个销售大区、65个办事处、209个区块小组和110个独立区块，市场划分更为精细化。
- 北方深耕下沉、其他地区重启扩张。2020年后，公司对市场细分后，更为重视渠道精耕下沉，开拓终端网点，经销商数量持续提升，其中北方市场经销商数量从2020年的422家增长至604家。而其他地区经销商数量增幅更高。

图表11：销售人员数量先精简后回升（个）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表12：成熟市场精耕&外部市场扩张（亿元）

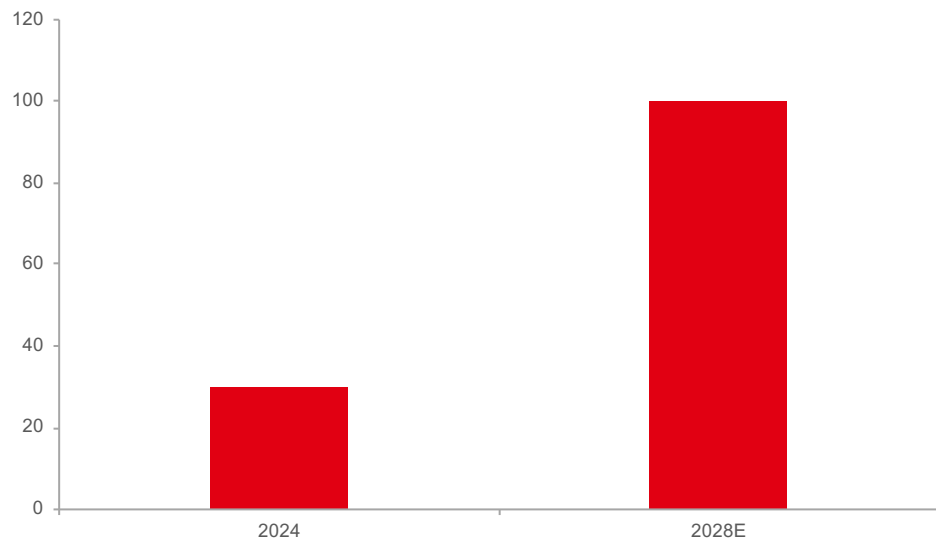


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

## 2 收入端：25年新品催化，贡献新增量

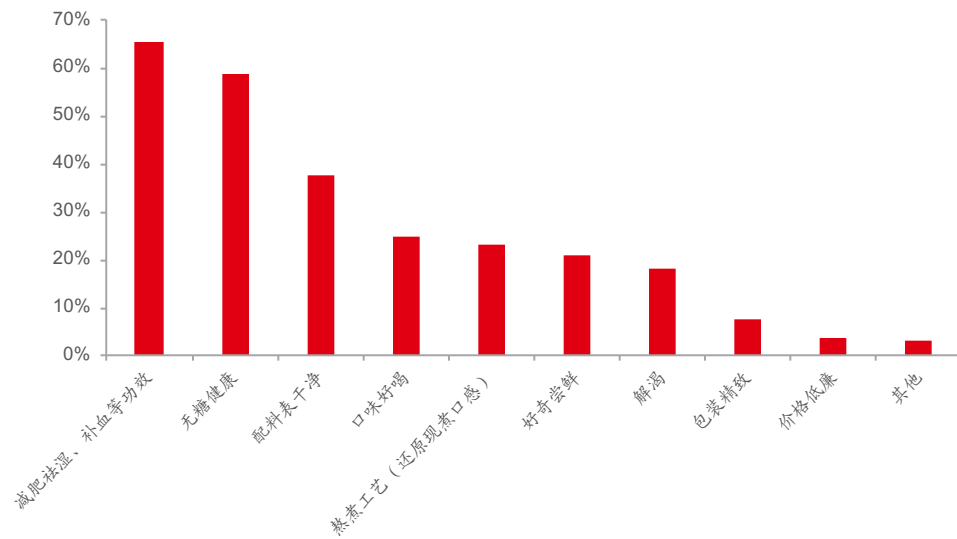
- 2024年养生水行业规模30亿元，预计2028年有望突破100亿元。随着人们健康意识的提升，对健康饮食日益关注，传统中医的“药食同源”理念逐渐深入人心。消费者对于饮料的需求，从单纯的口感满足转向追求健康功效，养生水正好契合了这一趋势，其零添加、无糖、健康等特色，满足了人们对健康饮品的需求。同时现代生活节奏快，消费者的时间变得更加紧凑、更加碎片化，消费者更加注重把健康、轻养生的生活方式和习惯贯穿到整个生活当中，便捷易得的养生水满足了这方面的消费需求。根据《2024年中国中式养生水行业发展趋势洞察报告》，65.5%的消费者因减肥祛湿、补血等功效购买养生水，无糖健康和配料表干净也是消费者购买养生水的主要原因，占比分别达到58.4%和37.8%。根据前瞻产业研究院，预计2024年养生水行业规模30亿元，到2028年市场规模有望突破100亿元，未来四年行业复合增速达到35.12%，养生水行业逐渐从培育期进入到快速成长期。

图表13：2024年养生水行业规模30亿元（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

图表14：消费者购买养生水的主要原因



资料来源：《2024年中国中式养生水行业发展趋势洞察报告》，中邮证券研究所

## 2 收入端：25年新品催化，贡献新增量

- 行业竞争格局未定，元气森林暂时领先。养生水行业的起步大致开始于2018年，主要从事红豆、绿豆、糖纳豆的馅料加工业务的中和食品推出可漾红豆薏米水，五年后直至2023年元气森林跟进推出元气自在水，2024年好望水推出“照顾”养生水系列，2025年承德露露和三得利也相继入场。从目前的行业竞争格局来看，元气森林规模超10亿元，显著领先其他竞争对手；第二梯队中主要包括较早入局的可漾和好望水；第三梯队则是承德露露、三得利、魔水师以及山姆和盒马推出的自营产品等。

图表15：养生水行业格局目前分为三个梯队



资料来源：天猫，中邮证券研究所

## 2 收入端：25年新品催化，贡献新增量

■ 养生水目前同类产品对比

图表16：同类产品对比

| 品牌    | 露露草本                                                                              | 魔水师                                                                                        | 元气自在水                                                                               | 好望水                                                                                 |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 产品系列  |  |         |  |  |
| 主打    | 中式养生药食同源、配料表干净、低糖、0香精、0添加剂、甄选草本细煮慢熬                                               | 遵循药食同源理念，甄选天然草本原料，采用传统熬煮工艺，设计上突出国货匠心与东方美学。配料天然，0色素、0香精、0防腐剂、0增稠剂，满足广大消费者一年四季不同场景的健康养生的需求痛点 | 元气好自在将产品理念定位于“回归传统食补”，精准击中了年轻人既要享受喝饮料的快乐，又要健康养生的痛点，体现了一种当下精神状态的松弛感、舒适感              | 天然草本，匠心熬煮，中式养生，治愈（草本、天然、地方特色）+悦己（好看、好喝、精致、高档）+积极                                    |
| 配料表   | 水+冰糖+陈皮+乌梅+山楂/桂圆+红枣+姜/枸杞+桑葚+胎菊                                                    | 纯净水+白砂糖+冰糖+梨+枇杷+蜂蜜+大枣+罗汉果+干姜+陈皮+薄荷+甜菊糖苷+柠檬酸                                                | 水+红枣+枸杞+罗汉果+碳酸氢钠                                                                    | 水+薏米+五指毛桃+维生素E                                                                      |
| 规格/定价 | 线下4.5~5元，线上原价74.8一箱/15瓶、单瓶5元（券后72.56一箱），一瓶330ml                                   | 线上原价95.9一箱/15瓶、单瓶6.39元（券后91.9一箱），一瓶330ml                                                   | 线上原价69.9一箱/12瓶、单瓶5.83元（券后52.9一箱，4.4一瓶），一瓶500ml                                      | 线上原价59.9一箱/15瓶、单瓶4元，一瓶500ml                                                         |
| 基本情况  | 24年储备研发、25年春揭晓新品、线下招商意向踊跃，3月28日抖音品牌直播间上线、随后天猫京东均上线                                | 2024年推出                                                                                    | 2023年推出，上市四个月即实现销售额破亿元，如今销售额已破10亿元                                                  | 2024年推出，半年时间内就实现了销售破亿的成绩，并且登上抖音植物饮料人气榜、抖音植物饮料爆款榜双榜第一                                |

资料来源：FBIF，品饮汇观察，天猫，中邮证券研究所

## 2 收入端：杏仁露推出玻璃瓶包装

- 承德露露新推出玻璃瓶包装，主攻餐饮渠道，强化“上饭店 下馆子 喝露露”的场景营销。同时该包装配合开盖扫码红包，促进终端动销，我们预计公司其他新品也将陆续跟进开盖扫码奖励。

图表17：同类产品对比



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

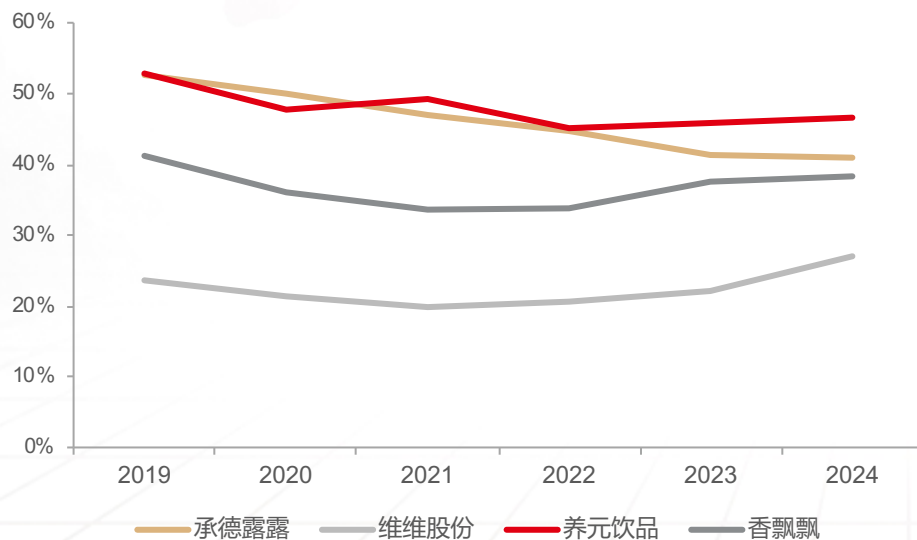


**利润：成本回落贡献利润弹性，股权激励提升积极性**

### 3 利润：历史利润率较为稳定，主要受到原材料价格波动影响

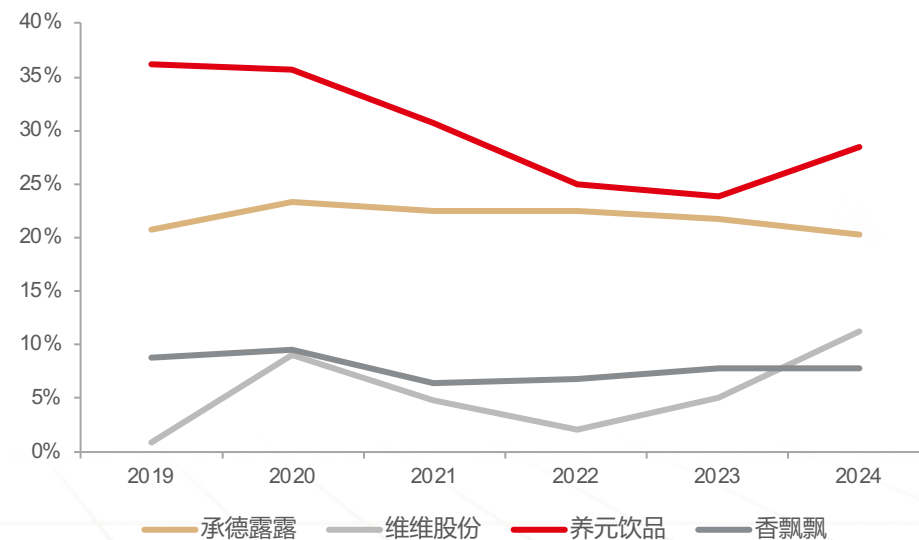
- 利润端来看，2019-2024承德露露毛利率趋降，净利率平稳，承德露露相对可比公司2019-2024毛利率始终趋于高位，与养元饮品不相上下。承德露露相对可比公司2019-2024净利率较高，显著高于香飘飘和维维股份，但低于养元饮品。
- 毛利率：公司产品结构相对稳定，以马口铁装的杏仁露产品为主，公司的杏仁露产品均价整体保持增长趋势，与通胀水平基本持平（2%左右），长期来看毛利率水平应当维稳。短期来看毛利率的波动主要受到原材料价格的影响，成本端三个主要原材料分别是马口铁、杏仁和白砂糖。

图表18：可比公司毛利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表19：可比公司净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 3 利润：25年原材料采购成本整体呈下降趋势

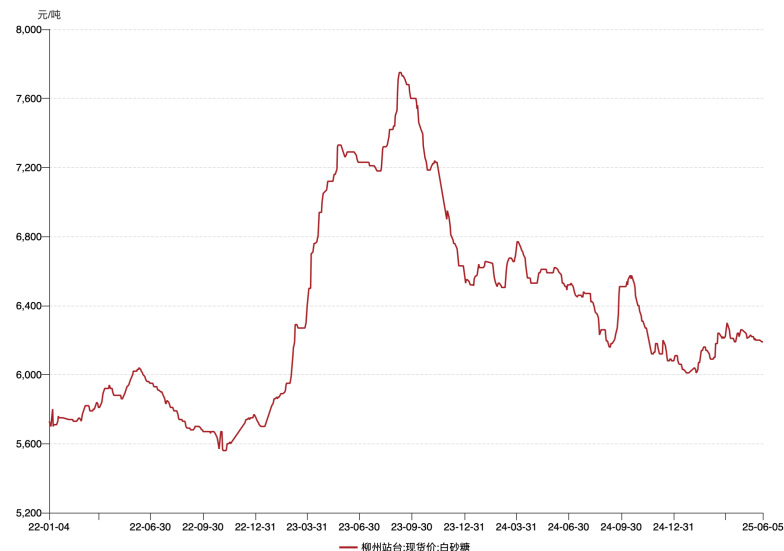
- 部分重点原材料，马口铁跟随钢材波动，25年以来钢材价格同比略有下滑，幅度在15%左右；
- 白砂糖采购价格自24年7月份以来整体也呈现下降趋势，白砂糖采购价格自24年7月份以来整体也呈现下降趋势，25年6月白砂糖采购价约为6300元/吨，同比下降约5%。

图表20：钢材价格指数（马口铁）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表21：白砂糖现货价格

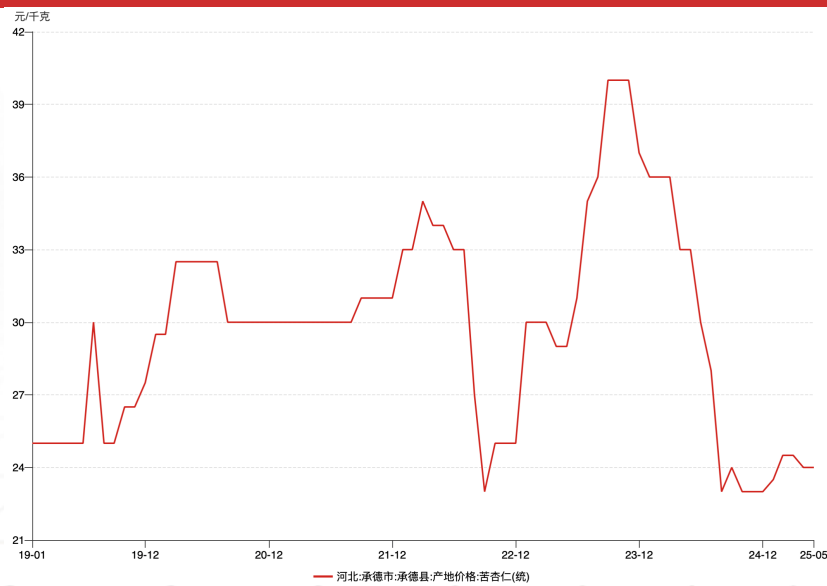


资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 3 利润：25年原材料采购成本整体呈下降趋势

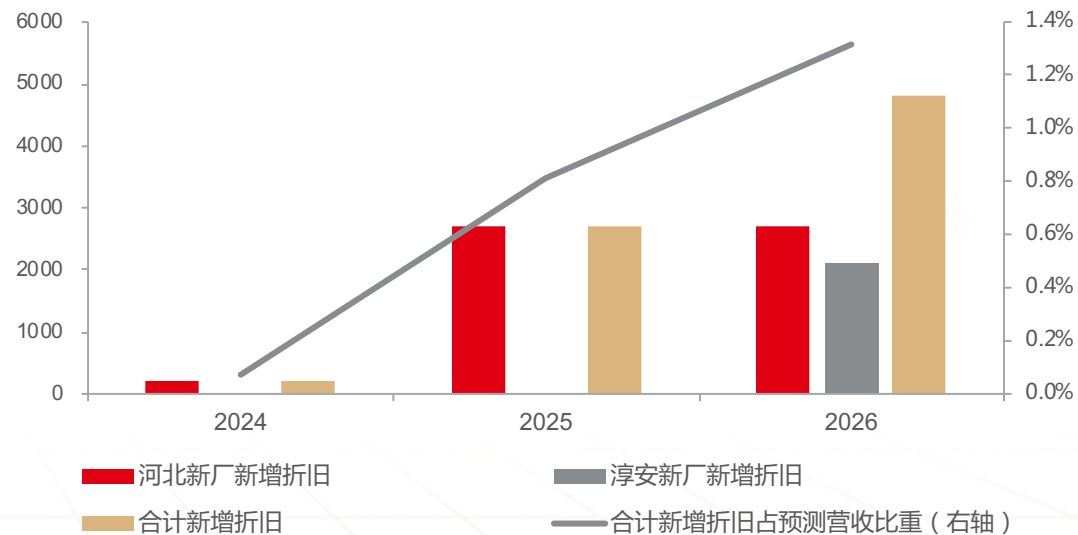
- 从公司核心原材料野杏仁来看，野杏仁主要产于河北山西等地，23年野杏仁价格创新高，24年6月份起新一年的野杏成熟产量好于去年，因此苦杏仁采购价同比有较大幅度回落。根据河北承德苦杏仁采购价，24年8月至25年2月苦杏仁采购价基本保持在24-24.5元/千克，去年同期价格在35-40元/千克，同比下降约30%-40%。杏仁占营业成本的比例30%左右。
- 公司23年设计产能51万吨，实际产量31万吨。本部迁建项目一期产能35万吨，二期预计15万吨，淳安新厂规划产能15万吨，产能富裕。折旧看，伴随承德新厂、淳安新厂投用，预计2026年新增4800万折旧。

图表22：苦杏仁价格趋势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表23：折旧测算（万元）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

### 3 利润：杏仁价格对露露毛利率影响的敏感性分析

- 基于前文分析，根据2023年公司毛利率数据对杏仁成本对公司毛利率的敏感性进行测算：杏仁占生产成本30%左右，如果杏仁成本下跌30%，公司毛利率有望提升5.27pct。预期未来随着杏仁成本的下行，公司毛利率将持续修复，释放弹性。

图表24：毛利率敏感性测算

| 杏仁成本 Δ \ 杏仁露销售单价 Δ | -8%   | -5%   | -3%   | 0%   | 3%   | 5%    | 8%    |
|--------------------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| 0%                 | -5.09 | -3.08 | -1.81 | 0    | 1.71 | 2.79  | 4.34  |
| -25%               | -0.32 | 1.54  | 2.72  | 4.39 | 5.97 | 6.97  | 8.40  |
| -30%               | 0.64  | 2.46  | 3.62  | 5.27 | 6.82 | 7.81  | 9.21  |
| -35%               | 1.59  | 3.39  | 4.53  | 6.15 | 7.67 | 8.64  | 10.03 |
| -40%               | 2.55  | 4.31  | 5.43  | 7.02 | 8.53 | 9.48  | 10.84 |
| -45%               | 3.50  | 5.24  | 6.34  | 7.90 | 9.38 | 10.31 | 11.65 |

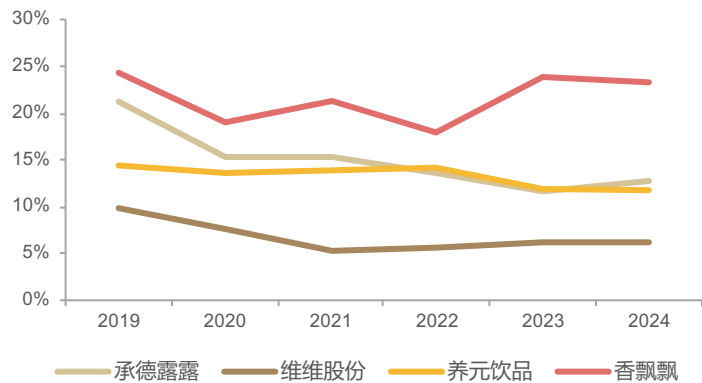
资料来源：公司年报，中邮证券研究所

注：首行为杏仁产品销售单价变化假设；首列为杏仁成本单价变化假设；表格内为测算的毛利率变化值。以2023年的毛利率为基准测算；假设杏仁占生产成本的30%

### 3 利润端：过去五年费用率整体呈现改善趋势

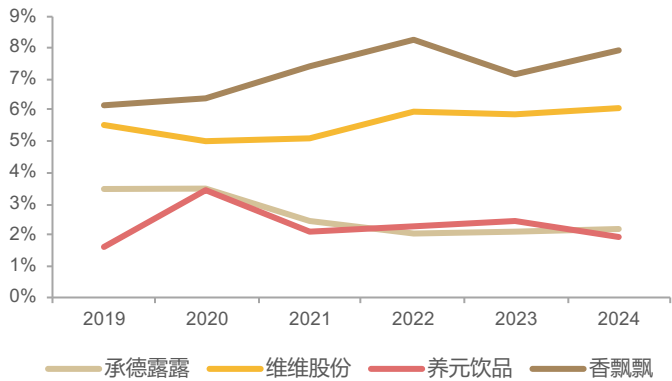
- 费用端来看，2019-2024承德露露费用整体减少，构成变化不大，承德露露相对可比公司2019-2024销售费用率不断降低，主要由于公司核心大单品杏仁露消费者忠实度和粘性较强、广告宣传投放更少导致销售费率显著较低。承德露露2024年研发支出有所提升，主要由于承德露露在新产品上发力。

图表25：可比公司销售费用率



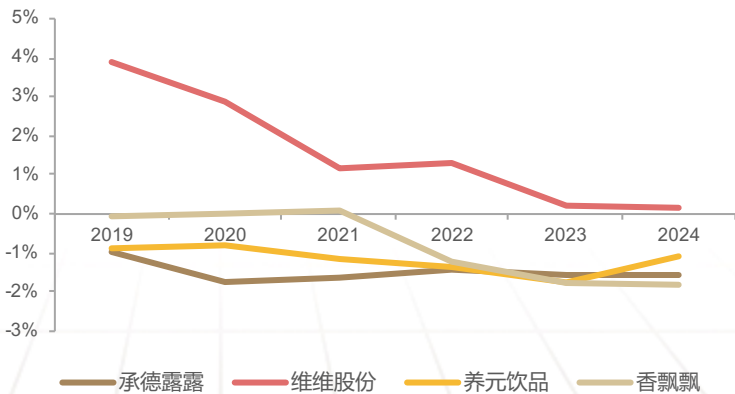
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表26：可比公司管理费用率



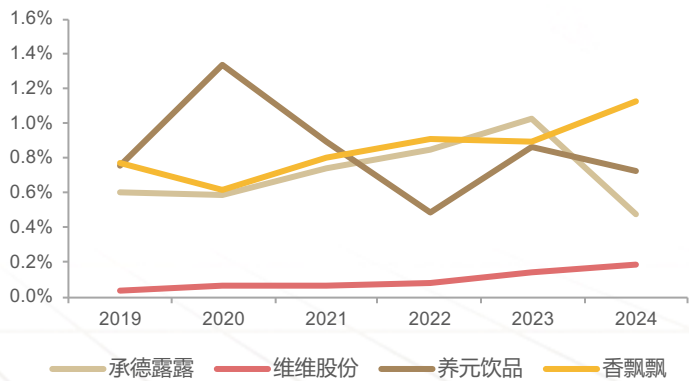
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表27：可比公司财务费用率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表28：可比公司研发费用率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

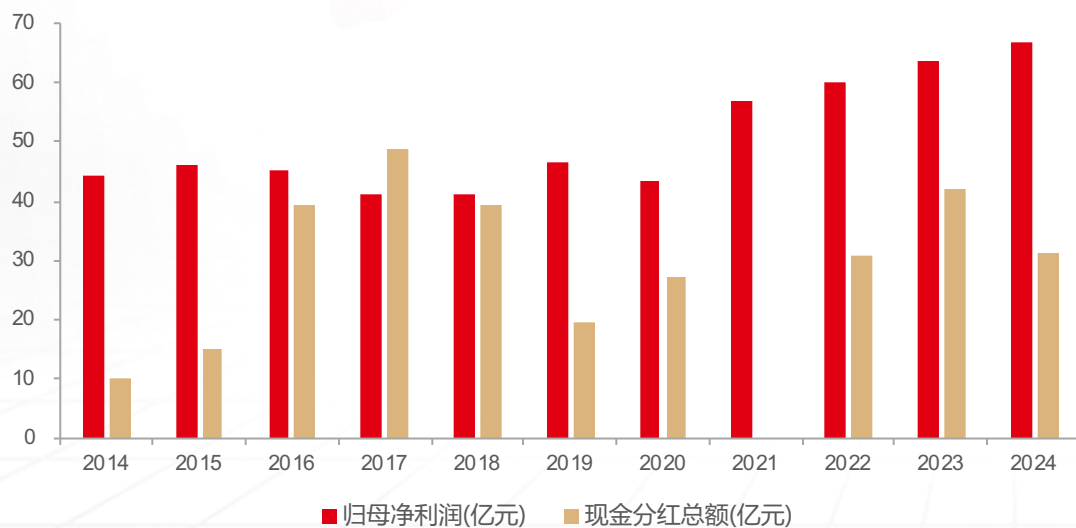
### 3 利润端：公司陆续出台股权激励+回购，有释放业绩动力

- **推出股票激励和员工持股计划，绑定高管和核心骨干员工利益，激励机制得到完善。**股票激励计划：拟授予5名高管1300万股，占总股本1.24%，为一次性授予，无预留权益。授予价格为6.00元/股，授予日起满12个月后分三期解除限售，各期解除限售的比例分别为30%、30%、40%。员工持股计划：首次授予总人数不超过169人（不含预留份额），拟筹集资金总额上限为7800万元，拟持有标的股票数量不超过1300万股，占总股本1.24%。存续期为48个月，所获标的股票分三期解锁，每期解锁比例分别为30%、30%、40%。
- **持股计划对应的业绩目标增速快于过去两年，彰显长期发展信心。**这两个计划的考核业绩一致，2024-2026年的营收目标为32.5、36、40亿元，以2024年营收目标为基数，对应25、26年目标增速+10.8%、+11.1%。公司2024-2026年扣非归母净利润目标6.8、7.4、8亿元，以2024年扣非归母净利润目标为基数，对应25、26年目标增速分别为+8.8%、+8.1%。营收、扣非归母净利润两项指标的考核权重分别为60%与40%，显示公司更侧重于营收目标的实现。
- **回购注销增强股东回报。**2024年10月25日，公司董事会发布公告，拟使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易的方式回购部分A股社会公众股份，回购的数量不低于3000万股（含）且不高于6000万股（含），回购价格不超过人民币11.75元/股（含），回购的资金额度不超过人民币70500万元（含），回购股份将全部用于注销以减少公司注册资本。

### 3 分红回报：高分红、高股息

- 分红情况来看，承德露露除2021年回购股份而没有分红外，近年分红率均比较高，2022年、2023年现金分红率分别为57.17%、64.35%，在此之前也长期保持在60%以上，连续分红能力优秀。过去几年里，承德露露净利润增长稳定，为其连续分红能力提供了有力的保障。
- 假定25年公司维持66%的分红率，同时考虑到回购的因素（24年10月公司发布回购方案，拟回购3000万-6000万股，回购数量取平均值4500万股），则对应25年股息率为5.39%。

图表29：承德露露归母与分红



资料来源：公司年报，中邮证券研究所  
注：2021年回购股份

图表30：承德露露现金分红率



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

# 四

## 盈利预测

## 4 盈利预测

- 我们预计公司2025-2027年实现营收34.77/38.20/41.77亿元，同比增长5.76%/9.88%/9.34%；实现归母净利润7.14/7.56/8.11亿元，同比增长7.16%/5.84%/7.36%（还原股权激励费用后归母净利润7.30/7.64/8.11亿元，同比增长9.56%/4.62%/6.24%），对应EPS为0.68/0.72/0.77元，对应当前股价PE为14/13/12倍，维持“买入”评级。

图表31：盈利预测

|             | 2023  | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 2955  | 3287   | 3477  | 3820  | 4177  |
| 增长率         | 9.76% | 11.26% | 5.76% | 9.88% | 9.34% |
| EBITDA（百万元） | 820   | 849    | 965   | 1010  | 1073  |
| 归母净利润（百万元）  | 638   | 666    | 714   | 756   | 811   |
| 增长率（%）      | 6.02% | 4.41%  | 7.16% | 5.84% | 7.36% |
| EPS（元/股）    | 0.61  | 0.63   | 0.68  | 0.72  | 0.77  |
| 市盈率（P/E）    | 15.2  | 14.5   | 13.6  | 12.8  | 11.9  |
| 市净率（P/B）    | 3.1   | 2.8    | 2.5   | 2.2   | 2.0   |
| EV/EBITDA   | 6.7   | 7.7    | 6.4   | 5.5   | 4.6   |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 4 盈利预测

| 资产负债表     |      |      |       |       |       |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元    | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金      | 3120 | 3390 | 3958  | 4573  | 5218  |
| 应收账款+票据   | 10   | 19   | 17    | 19    | 20    |
| 预付账款      | 7    | 4    | 5     | 6     | 6     |
| 存货        | 311  | 193  | 299   | 339   | 375   |
| 其他        | 0    | 6    | 3     | 3     | 3     |
| 流动资产合计    | 3447 | 3611 | 4282  | 4940  | 5623  |
| 长期股权投资    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 184  | 562  | 545   | 528   | 510   |
| 在建工程      | 209  | 109  | 105   | 101   | 96    |
| 无形资产      | 282  | 298  | 248   | 199   | 149   |
| 其他非流动资产   | 60   | 10   | 10    | 10    | 10    |
| 非流动资产合计   | 734  | 980  | 909   | 837   | 766   |
| 资产总计      | 4181 | 4591 | 5191  | 5777  | 6388  |
| 短期借款      | 0    | 6    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款+票据   | 550  | 464  | 521   | 590   | 652   |
| 其他        | 450  | 494  | 624   | 696   | 764   |
| 流动负债合计    | 1000 | 964  | 1145  | 1286  | 1416  |
| 长期带息负债    | 2    | 134  | 104   | 74    | 45    |
| 长期应付款     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他        | 55   | 55   | 55    | 55    | 55    |
| 非流动负债合计   | 58   | 189  | 159   | 129   | 100   |
| 负债合计      | 1057 | 1152 | 1304  | 1415  | 1516  |
| 少数股东权益    | 35   | 0    | (0)   | (0)   | (0)   |
| 股本        | 1053 | 1053 | 1053  | 1053  | 1053  |
| 资本公积      | 11   | 32   | 32    | 32    | 32    |
| 留存收益      | 2025 | 2354 | 2803  | 3277  | 3787  |
| 股东权益合计    | 3124 | 3439 | 3887  | 4362  | 4872  |
| 负债和股东权益总计 | 4181 | 4591 | 5191  | 5777  | 6388  |

| 现金流量表        |      |      |       |       |       |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 净利润          | 638  | 666  | 714   | 756   | 811   |
| 折旧摊销         | 20   | 21   | 71    | 71    | 72    |
| 财务费用         | -47  | -52  | -50   | -60   | -71   |
| 存货减少（增加为“-”） | -59  | 119  | -107  | -40   | -35   |
| 营运资金变动       | -33  | -62  | 84    | 99    | 92    |
| 其它           | 111  | -63  | 107   | 40    | 35    |
| 经营活动现金流      | 630  | 629  | 819   | 866   | 904   |
| 资本支出         | -190 | -216 | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他           | 0    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流      | -190 | -215 | 0     | 0     | 0     |
| 债权融资         | 0    | 137  | -36   | -30   | -29   |
| 股权融资         | -24  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他           | -284 | -282 | -216  | -221  | -231  |
| 筹资活动现金流      | -308 | -145 | -251  | -250  | -259  |
| 现金净增加额       | 132  | 269  | 568   | 615   | 645   |

| 利润表       |      |      |       |       |       |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元    | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入      | 2955 | 3287 | 3477  | 3820  | 4177  |
| 营业成本      | 1730 | 1941 | 2002  | 2267  | 2504  |
| 营业税金及附加   | 25   | 29   | 31    | 34    | 37    |
| 营业费用      | 344  | 418  | 476   | 500   | 547   |
| 管理费用      | 62   | 71   | 73    | 78    | 86    |
| 财务费用      | -47  | -52  | -50   | -60   | -71   |
| 资产减值损失    | 0    | 0    | -2    | -2    | -2    |
| 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        | 4    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 营业利润      | 844  | 880  | 944   | 999   | 1073  |
| 营业外净收益    | 2    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 846  | 880  | 944   | 999   | 1073  |
| 所得税       | 208  | 214  | 230   | 244   | 262   |
| 净利润       | 638  | 666  | 714   | 756   | 811   |
| 少数股东损益    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司净利润 | 638  | 666  | 714   | 756   | 811   |

| 主要财务比率    |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 成长能力      |         |         |         |         |         |
| 营业收入      | 9.76%   | 11.26%  | 5.76%   | 9.88%   | 9.34%   |
| EBIT      | 5.76%   | 3.61%   | 7.96%   | 5.01%   | 6.69%   |
| EBITDA    | 5.49%   | 3.56%   | 13.73%  | 4.66%   | 6.23%   |
| 归属于母公司净利润 | 6.02%   | 4.41%   | 7.16%   | 5.84%   | 7.36%   |
| 获利能力      |         |         |         |         |         |
| 毛利率       | 41.46%  | 40.94%  | 42.43%  | 40.64%  | 40.05%  |
| 净利率       | 21.60%  | 20.26%  | 20.53%  | 19.78%  | 19.42%  |
| ROE       | 20.66%  | 19.37%  | 18.36%  | 17.32%  | 16.65%  |
| ROIC      | 803.23% | 207.65% | 130.70% | 186.26% | 308.60% |
| 偿债能力      |         |         |         |         |         |
| 资产负债率     | 25.29%  | 25.10%  | 25.11%  | 24.49%  | 23.74%  |
| 流动比率      | 3.4     | 3.7     | 3.7     | 3.8     | 4.0     |
| 速动比率      | 3.1     | 3.5     | 3.5     | 3.6     | 3.7     |
| 营运能力      |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率   | 305.7   | 173.5   | 204.2   | 204.2   | 204.2   |
| 存货周转率     | 5.6     | 10.1    | 6.7     | 6.7     | 6.7     |
| 总资产周转率    | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| 每股指标（元）   |         |         |         |         |         |
| 每股收益      | 0.6     | 0.6     | 0.7     | 0.7     | 0.8     |
| 每股经营现金流   | 0.6     | 0.6     | 0.8     | 0.8     | 0.9     |
| 每股净资产     | 2.9     | 3.3     | 3.7     | 4.1     | 4.6     |
| 估值比率      |         |         |         |         |         |
| 市盈率       | 15.2    | 14.5    | 13.6    | 12.8    | 11.9    |
| 市净率       | 3.1     | 2.8     | 2.5     | 2.2     | 2.0     |
| EV/EBITDA | 6.7     | 7.7     | 6.4     | 5.5     | 4.6     |
| EV/EBIT   | 6.8     | 7.9     | 6.9     | 5.9     | 4.9     |

- 原料成本扰动
- 行业竞争加剧
- 新品不及预期
- 食品安全

# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

姓名：蔡雪昱（首席分析师）

SAC编号：S1340522070001

邮箱：caixueyu@cnpsec.com

姓名：张子健（分析师）

SAC编号：S1340524050001

邮箱：zhangzijian@cnpsec.com

## 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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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。

## 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：<br>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。<br>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      |

## 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



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES