



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月27日

基础数据

08月26日收盘价(元)	9.04
总市值(亿元)	95.15
总股本(亿股)	10.53

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】承德露露: 主业表现稳健, 新品有望贡献增量-2025.04.25

【兴证食饮】承德露露 24Q3 点评: Q3 收入承压, 成本环比改善-2024.10.31

【兴证食饮】承德露露 24H1 点评: 电商渠道增长靓丽, 短期费投力度加大-2024.08.28

分析师: 沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 金含

S0190521080003

jinhao@xyzq.com.cn

分析师: 王嘉琦

S0190525070007

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

承德露露(000848.SZ)

Q2 收入承压, 费投加大扰动利润

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2025 年中报: 25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 13.84/2.58/2.58 亿元, 同比-15.30%/-11.97%/-11.70%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.82/0.43/0.43 亿元, 同比-6.10%/-9.00%/-7.19%。
- **杏仁露动销承压, 新品养生水贡献增量。** 25H1 杏仁露系列收入 13.04 亿元, 同比-17.67%, 受春节旺季错期、下游需求疲软影响, 收入短期承压, 其中销量同比-19.4%, 吨价同比+2.2%; 果仁核桃系列收入 0.38 亿元, 同比-4.37%, 其中销量同比-10.1%, 吨价同比+6.4%; 植物奶系列收入 0.08 亿元, 同比-21.97%; 水系列收入 0.33 亿元, 今年公司推出“露露草本”植物养生系列饮品, 主打“药食同源”理念, 单瓶定价 5 元左右, 目前已在电商平台、线下多地市场铺货, 预计随着中式养生水市场爆发式增长, 新品有望贡献增量。渠道方面, 25H1 北部/中部/其他地区收入 12.46/0.80/0.58 亿元, 同比-16.22%/-17.44%/+15.82%, 北方大本营、中部市场营收承压, 而其他地区如南方市场凭借渠道拓展, 实现较快增长。25H1 末经销商数量 909 家, 较 24 年年末减少 13 家, 同比减少 1.4%。
- **25H1 成本红利带动毛利率提升, 费用率有所增加。** 25H1 毛利率为 45.99%, 同比+4.19pct, 其中 Q2 毛利率为 40.48%, 同比+4.45pct, 主要系杏仁价格下降, 25H1 野山杏仁采购价格下降幅度超 30%。25H1 销售/管理/研发/财务费用率为 20.29%/1.81%/0.29%/-0.96%, 同比+3.59/+0.42/-0.33/+0.40pct, 其中 Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 25.97%/3.43%/0.65%/-1.49%, 同比+7.11/-0.19/-0.15/+0.41pct, 销售费用率大幅提升主要系电商运营、新市场开发、新产品上市等方面投入增加。综合以上因素, 25H1 归母净利率为 18.67%, 同比+0.71pct, 其中 Q2 归母净利率为 11.23%, 同比-0.36pct。
- **盈利预测与投资建议:** 根据最新公告调整盈利预测, 我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 30.01/33.11/35.85 亿元, 同比-8.7%/+10.3%/+8.3%, 归母净利润分别为 6.37/7.33/8.13 亿元, 同比-4.4%/+15.0%/+10.9%, EPS 为 0.61/0.70/0.77 元; 对应 2025 年 8 月 26 日收盘价, PE 为 14.9/13.0/11.7X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 消费疲弱风险; 新品推广可能不及预期; 原材料成本上涨风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3287	3001	3311	3585
同比增长	11.3%	-8.7%	10.3%	8.3%
归母净利润(百万元)	666	637	733	813
同比增长	4.4%	-4.4%	15.0%	10.9%
毛利率	40.9%	45.0%	45.1%	45.2%
ROE	19.4%	17.0%	17.7%	17.8%
每股收益(元)	0.63	0.61	0.70	0.77
市盈率	14.3	14.9	13.0	11.7

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2025 年中报：25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 13.84/2.58/2.58 亿元，同比-15.30%/-11.97%/-11.70%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.82/0.43/0.43 亿元，同比-6.10%/-9.00%/-7.19%。

点评

- 杏仁露动销承压，新品养生水贡献增量。
 - ✓ 25H1 杏仁露系列收入 13.04 亿元，同比-17.67%，受春节旺季错期、下游需求疲软影响，收入短期承压，其中销量同比-19.4%，吨价同比+2.2%；果仁核桃系列收入 0.38 亿元，同比-4.37%，其中销量同比-10.1%，吨价同比+6.4%；植物奶系列收入 0.08 亿元，同比-21.97%；水系列收入 0.33 亿元，今年公司推出“露露草本”植物养生系列饮品，主打“药食同源”理念，单瓶定价 5 元左右，目前已在电商平台、线下多地市场铺货，预计随着中式养生水市场爆发式增长，新品有望贡献增量。
 - ✓ 渠道方面，25H1 北部/中部/其他地区收入 12.46/0.80/0.58 亿元，同比-16.22%/-17.44%/+15.82%，北方大本营、中部市场营收承压，而其他地区如南方市场凭借渠道拓张，实现较快增长。25H1 末经销商数量 909 家，较 24 年年末减少 13 家，同比减少 1.4%。此外，公司渠道布局持续深化，上半年共开发交通枢纽商店 295 家，学校商店 521 家，打造形象店 3430 个，举办宴会 3368 场，开发餐饮店 4365 个，带动品牌价值不断提升。
- 25H1 成本红利带动毛利率提升，费用率有所增加。

25H1 毛利率为 45.99%，同比+4.19pct，其中 Q2 毛利率为 40.48%，同比+4.45pct，主要系苦杏仁价格下降，25H1 野山杏仁采购价格下降幅度超 30%。25H1 销售/管理/研发/财务费用率为 20.29%/1.81%/0.29%/-0.96%，同比+3.59/+0.42/-0.33/+0.40pct，其中 Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 25.97%/3.43%/0.65%/-1.49%，同比+7.11/-0.19/-0.15/+0.41pct，销售费用率大幅提升主要系电商运营、新市场开发、新产品上市等方面投入增加。综合以上因素，25H1 归母净利率为 18.67%，同比+0.71pct，其中 Q2 归母净利率为 11.23%，同比-0.36pct。
- 杏仁露需求稳健，新品成长性可期，回购+分红保障股东利益。

产品布局方面，杏仁露作为核心单品，近年来需求相对稳健，北方市场为基本盘，送礼属性较强；同时，公司积极推陈出新，以健康、低糖为主线，开拓“杏仁+”、燕麦方向等其他植物基的饮品，25年3月又推出低糖养生水“露露草本”，创新融合桂圆、陈皮、枇杷等经典滋补食材，解决了传统养生饮品难入口的痛点，满足年轻消费者对气血滋养等需求，新品已率先在江浙沪皖等核心区域铺货，覆盖早餐、下午茶及家庭消费场景。预计随着南方市场加速开拓，以及资源倾斜力度加强，新品有望贡献增量。渠道端，公司持续深耕北方市场，加速渠道下沉，提高产品铺市率及复购率；南方市场加速拓展，重点渗透华东、西南等区域，覆盖商超、便利店等传统渠道，并加强特渠与场景化营销动作。此外，公司注重股东利益，通过回购、现金分红等方式积极回报股东。

● 盈利预测与投资建议

根据最新公告调整盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 30.01/33.11/35.85 亿元，同比 -8.7%/+10.3%/+8.3%，归母净利润分别为 6.37/7.33/8.13 亿元，同比 -4.4%/+15.0%/+10.9%，EPS 为 0.61/0.70/0.77 元；对应 2025 年 8 月 26 日收盘价，PE 为 14.9/13.0/11.7X，维持“增持”评级。

● 风险提示：消费疲弱风险；新品推广可能不及预期；原材料成本上涨风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3611	3609	4056	4498
货币资金	3390	3406	3836	4264
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	19	9	12	11
预付款项	4	9	8	10
存货	193	180	195	208
其他	6	6	6	6
非流动资产	980	1235	1281	1321
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	560	707	781	812
在建工程	109	220	200	215
无形资产	298	292	285	278
商誉	0	0	0	0
其他	12	16	16	16
资产总计	4591	4843	5338	5819
流动负债	964	865	972	1025
短期借款	6	6	6	6
应付票据及应付账款	464	367	447	494
其他	494	492	520	525
非流动负债	189	230	230	230
长期借款	134	134	134	134
其他	55	96	96	96
负债合计	1152	1094	1202	1255
股本	1053	1053	1053	1053
未分配利润	1939	2179	2456	2763
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3439	3749	4136	4564
负债及权益合计	4591	4843	5338	5819

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	666	637	733	813
折旧和摊销	22	45	49	57
营运资金的变动	-61	-114	87	36
经营活动产生现金流量	630	621	883	918
资本支出	-215	-296	-96	-94
长期投资	0	0	0	0
投资活动产生现金流量	-215	-299	-96	-95
债权融资	156	30	0	0
股权融资	156	0	0	0
融资活动产生现金流量	-145	-307	-357	-395
现金净变动	270	16	430	428

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3287	3001	3311	3585
营业成本	1941	1650	1818	1964
税金及附加	29	27	29	32
销售费用	418	450	464	484
管理费用	55	35	38	39
研发费用	16	14	16	17
财务费用	-52	-26	-32	-35
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	0	-4	-4	-3
营业利润	880	849	977	1083
营业外收支	0	0	0	1
利润总额	880	850	977	1083
所得税	214	212	244	271
净利润	666	637	733	813
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	666	637	733	813
EPS(元)	0.63	0.61	0.70	0.77

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	11.3%	-8.7%	10.3%	8.3%
营业利润增长率	4.2%	-3.5%	15.0%	10.8%
归母净利润增长率	4.4%	-4.4%	15.0%	10.9%
盈利能力				
毛利率	40.9%	45.0%	45.1%	45.2%
归母净利率	20.3%	21.2%	22.1%	22.7%
ROE	19.4%	17.0%	17.7%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	25.1%	22.6%	22.5%	21.6%
流动比率	3.75	4.17	4.17	4.39
速动比率	3.54	3.95	3.96	4.17
营运能力				
资产周转率	74.9%	63.6%	65.0%	64.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.61	0.70	0.77
每股经营现金	0.60	0.59	0.84	0.87
估值比率(倍)				
PE	14.3	14.9	13.0	11.7
PB	2.8	2.5	2.3	2.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn