

承德露露（000848）

2025 年中报点评：营收仍承压，新品初步贡献

买入（维持）

2025 年 08 月 28 日

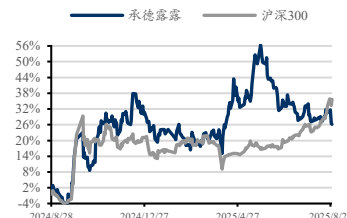
证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,955	3,287	2,921	3,236	3,534
同比（%）	9.76	11.26	(11.14)	10.80	9.20
归母净利润（百万元）	638.13	666.24	604.11	663.94	733.28
同比（%）	6.02	4.41	(9.33)	9.90	10.44
EPS-最新摊薄（元/股）	0.61	0.63	0.57	0.63	0.70
P/E（现价&最新摊薄）	14.33	13.73	15.14	13.78	12.47

股价走势



■ **事件：**公司披露 2025 年中报，1-6 月实现营收 13.84 亿元，同比下降 15.30%；实现归属上市公司股东净利润 2.58 亿元，同比下滑 11.97%；2025Q2 实现营收 3.82 亿元，同比下滑 6.10%，Q2 归属上市公司股东净利润 0.43 亿元，同比下降 9.00%。

■ **25 年“小年”叠加整体消费疲弱态势，上半年营收持续承压，水系列新品初步贡献。**2025 年春节较早而 2026 年春节较晚，全年“小年”判断。上半年受春节提前和整体宏观消费较弱影响，主品杏仁露营收 13.04 亿元，下滑 17.67%，果仁核桃营收 0.38 亿元，同比下降 4.37%；植物奶营收 761 万元，同比下滑 21.97%。Q2 总营收下滑幅度收窄至 6.10%，主因水系列新品二季度招商铺市，剔除水系列收入 0.33 亿元，Q2 营收下滑 14.16%。公司对将水系列打造成第二成长曲线寄予希望，Q2 初有贡献。植物奶系列下滑，我们判断主因公司 Q2 市场投入更加聚焦水系列。

■ **费用投入加强，成本利好突出，净利润率仍有提升。**上半年销售费用 2.81 亿元，同比增长 2.93%，其中广告宣传费 1.69 亿元（占比 60.10%），同比增长 2.8%，主要系 Q2 推新品广告和渠道费用增长所致，Q2 销售费用同比增幅达到 29.31%，单季销售费用率 25.97%（同比+7.11pct.）。上半年综合净利润率仍提升了 0.71pct 至 18.67%，主要得益于毛销差提升，Q1 和 Q2 毛利率同比分别提升 4.38pct 和 4.45pct，而同期销售费用率分别提升 2.14pct 和 7.11pct。成本利好持续兑现，核心原料苦杏仁当前市价仍处低位，公司前期采购储备充足，预计低成本杏仁可持续至 2025Q3，主要包材马口铁价格亦低位。

■ **现金流保持高质量，红利股成色足。**公司 Q2 销售商品收到现金 4.32 亿元，同比增长 14.38%，收现比为 1.13；6 月末账面货币资金余额 32.39 亿元，较上年同期高 5.46 亿元。上半年公司支出 2024 年度分红 3.15 亿元，2025 年内现金分红与回购（拟）合计比例高。公司账面现金充裕，分红保障高，持续分红意愿强，红利股成色足。

■ **回购进入关键期。**公司 2024 年 11 月召开股东大会审议通过大额回购注销计划，拟回购不低于 3000 万股，至 7 月 31 日累计回购 300 万股，仅为回购计划下限的 10%。我们认为 9-11 月进入回购关键期。

■ **盈利预测与投资评级：**基于半年度表现，以及小年现实，我们调整全年营收及盈利预测。2025 年推新坚决，费用投放较高，部分抵消成本下降红利。对 2026 年重回大年（春节充分受益）乐观。新品季度贡献刚起步，将继续观察，如若铺货动销好于预期，则市场对公司中期成长看法改观。我们预计 2025/2026/2027 年公司营收为 29.21/32.36/35.34 亿元(前值 33.07/38.16/41.37 亿元)，归母净利润 6.04/6.64/7.33 亿元(前值为 6.80/8.27/9.03 亿元)，当前市值对应 PE 为 15.1/13.8/12.5X，基于强回购支撑和年末大年的切换，维持“买入”评级。

市场数据

收盘价(元)	8.66
一年最低/最高价	6.73/11.31
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	9,028.52
总市值(百万元)	9,115.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.22
资产负债率(%，LF)	23.30
总股本(百万股)	1,052.55
流通 A 股(百万股)	1,042.55

相关研究

《承德露露(000848)：2024 年报及 2025 年一季报点评：春节错配年报大超预期，兼顾分红回购推新》

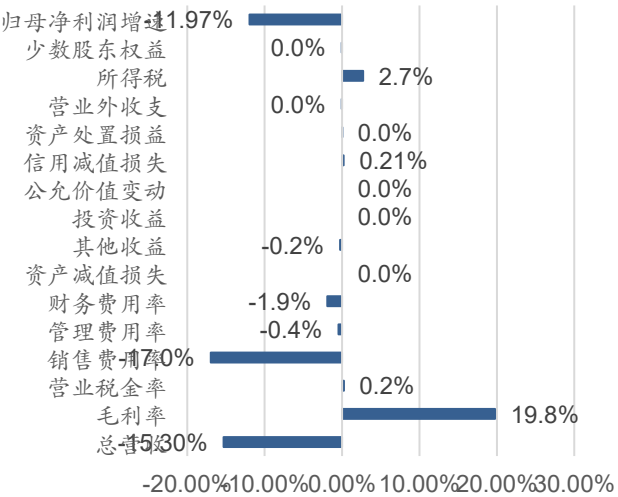
2025-04-24

《承德露露(000848)：2024 年前三季度业绩点评：营收承压小幅下降，杏仁成本迎来拐点》

2024-10-29

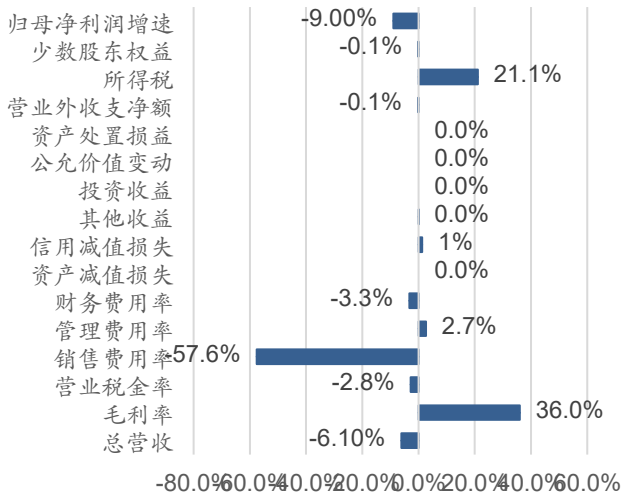
■ **风险提示：**宏观承压消费提振不及预期，新品推广不及预期，折旧摊销风险，食品安全风险等。

图1：承德露露 2025H1 归母净利润同比增长贡献拆分



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图2：2025Q2 归母净利润同比增长贡献拆分



数据来源：Wind、东吴证券研究所

承德露露三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,611	3,693	4,049	4,287	营业总收入	3,287	2,921	3,236	3,534
货币资金及交易性金融资产	3,390	3,446	3,797	4,050	营业成本(含金融类)	1,941	1,624	1,806	1,981
经营性应收款项	23	20	21	23	税金及附加	29	26	29	32
存货	193	221	226	209	销售费用	418	463	508	546
合同资产	0	0	0	0	管理费用	55	45	52	47
其他流动资产	6	5	5	5	研发费用	16	8	8	9
非流动资产	980	1,025	1,054	1,072	财务费用	(52)	(42)	(43)	(48)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	2	2	2
固定资产及使用权资产	562	642	668	668	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	109	82	96	114	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	298	288	278	278	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	880	798	878	969
其他非流动资产	10	12	12	12	营业外净收支	0	1	1	1
资产总计	4,591	4,717	5,103	5,359	利润总额	880	799	878	970
流动负债	964	782	902	865	减:所得税	214	195	214	236
短期借款及一年内到期的非流动负债	24	27	27	27	净利润	666	604	664	733
经营性应付款项	464	361	391	413	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	157	204	280	212	归属母公司净利润	666	604	664	733
其他流动负债	319	190	204	213	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.63	0.57	0.63	0.70
非流动负债	189	230	230	230	EBIT	828	757	836	922
长期借款	134	134	134	134	EBITDA	851	804	886	964
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.94	44.39	44.19	43.94
租赁负债	0	1	1	1	归母净利率(%)	20.27	20.68	20.52	20.75
其他非流动负债	55	95	95	95	收入增长率(%)	11.26	(11.14)	10.80	9.20
负债合计	1,152	1,012	1,132	1,094	归母净利润增长率(%)	4.41	(9.33)	9.90	10.44
归属母公司股东权益	3,439	3,705	3,971	4,264					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,439	3,705	3,971	4,264					
负债和股东权益	4,591	4,717	5,103	5,359					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	630	485	834	757	每股净资产(元)	3.27	3.52	3.77	4.05
投资活动现金流	(215)	(89)	(79)	(59)	最新发行在外股份(百万股)	1,053	1,053	1,053	1,053
筹资活动现金流	(145)	(340)	(404)	(445)	ROIC(%)	18.65	15.34	15.79	16.29
现金净增加额	270	56	351	252	ROE-摊薄(%)	19.37	16.30	16.72	17.19
折旧和摊销	22	47	50	43	资产负债率(%)	25.10	21.45	22.18	20.42
资本开支	(215)	(89)	(79)	(59)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.73	15.14	13.78	12.47
营运资本变动	(61)	(210)	114	(24)	P/B (现价)	2.66	2.47	2.30	2.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>