

承德露露 (000848)

2025 年报及 2026 一季报点评: 年度分红大超预期, 26 开局增长良好

买入 (维持)

2026 年 04 月 28 日

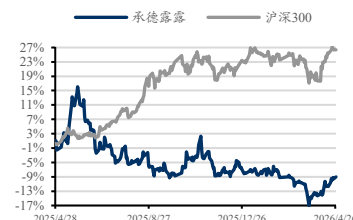
证券分析师 苏毓

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	3,287	3,174	3,489	3,695	3,931
同比 (%)	11.26	(3.46)	9.95	5.90	6.39
归母净利润 (百万元)	666.24	627.10	654.15	704.89	725.17
同比 (%)	4.41	(5.87)	4.31	7.76	2.88
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.65	0.61	0.64	0.69	0.71
P/E (现价&最新摊薄)	12.88	13.68	13.11	12.17	11.83

股价走势



投资要点

- **事件:**公司公告 2025 年报和 2026 年一季报。2025 年公司实现营收 31.74 亿元, 同比下降 3.46%; 实现归母净利润 6.27 亿元, 同比下滑 5.87%, 扣非归母净利润 6.24 亿元, 同比下降 5.07%; 26Q1 实现营收 11.39 亿元, 同比增长 13.73%, 实现归母净利润 2.48 亿元, 同比增长 15.31%, 扣非归母净利润 2.47 亿元, 同比增长 14.51%。
- **25 年春节错配营收压力较大, 但成本红利突出, 新品投入大导致净利润率小幅下降。**公司 25 年营收受季节性因素影响较大, 25 年春节较早致使 25Q1 即出现营收同比下滑 18.36%, 下半年营收增长回正, 但 26 年春节较晚, 全年仍同比下滑 3.46%。2025 年综合毛利率 44.74%, 同比提升 3.80pct, 主因主要原料苦杏仁和马口铁包材价格低位, 成本红利突出, 从吨价看, 杏仁露主产品同比提高了约 1.63%。销售费用率对净利润率影响最大, 2025 年公司推新品养生水进行了较大的专项营销费用投放, 归母净利润率同比小幅下降 0.51pct 至 21.81%。
- **小大年切换, 2026Q1 营收盈利双增长双位数, 全年继续推新品拓渠道谋突破。**2026 年春节较晚, 但 2025Q4 公司仍积极作为, 当期营收 12.18 亿元, 同比增长 7.94%, 在此情况下, 2026Q1 依然实现开门红, 营收增长 13.73%。由于低价杏仁原料仍在用期, 加上销售增长的规模效应, 26Q1 综合毛利率 49.32%, 同比提升 1.23pct。25 年推出的水系列首年约实现 0.83 亿元营收, 2026 年将转变营销投入方式提升费效比, 而 26 年 3 月推出的新品系列也将进入推广期, 公司连续创新谋突破, 期待起效。在渠道方面, 公司坚定决心开拓南方市场, 积极拥抱并拓展新兴渠道资源, 努力实现从传统单一渠道向全渠道的渗透和拓展, 构建多元化的营销网络。同时, 公司大力推进数字化营销进程, 利用数据驱动精准运营, 提升市场响应效率与客户互动体验。公司推进营销和电商队伍年轻化, 电商业务近两年增长较为理想。
- **2025 年度拟分红 5.1 亿元, 大幅超预期。**公司 2025 年末账面货币资金余额 40.32 亿元, 丰厚的现金是持续分红的保障。公司 2025 年度分红拟分配 5.1 亿元, 分红比例达到 81.33%, 为历史高水平, 据最新市值计算股息率接近 6%。公司当前具备“强分红+成长”双属性。
- **盈利预测与投资评级:**进入销售大年营收增长更确定, 公司杏仁成本红利仍存, 考虑到包材涨价和新品投入, 我们调整 2026/2027 年归母净利润预测为 6.54/7.05 亿元(前值 6.93/7.53 亿元), 新增预测 2028 年为 7.25 亿元, 对应 PE 为 13.1/12.2/11.8x, 基于业绩确定, 分红回报高, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**宏观经济面影响; 产品老化而新品不及预期、原料成本上涨等。

市场数据

收盘价(元)	8.41
一年最低/最高价	7.60/11.31
市净率(倍)	2.31
流通 A 股市值(百万元)	8,503.72
总市值(百万元)	8,578.20

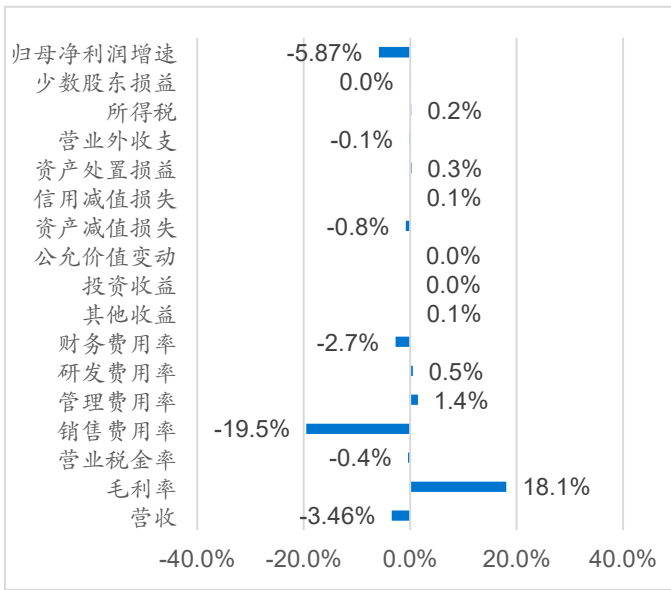
基础数据

每股净资产(元,LF)	3.64
资产负债率(% ,LF)	31.65
总股本(百万股)	1,020.00
流通 A 股(百万股)	1,011.14

相关研究

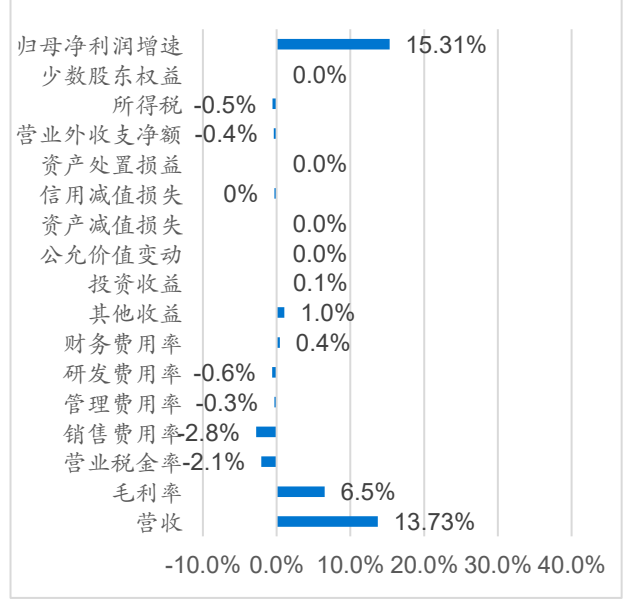
- 《承德露露(000848): 追进度 Q3 收入好于预期, 推新仍在途中》  
2025-10-22
- 《承德露露(000848): 2025 年中报点评: 营收仍承压, 新品初步贡献》  
2025-08-28

图1: 公司 2025 年归母净利润增速贡献分拆 (同比)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图2: 公司 26Q1 归母净利润增速贡献分拆 (同比)



数据来源: 公司公告, 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)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>4,232</b>	<b>4,091</b>	<b>4,191</b>	<b>4,472</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,174</b>	<b>3,489</b>	<b>3,695</b>	<b>3,931</b>
货币资金及交易性金融资产	4,032	3,850	3,946	4,242	营业成本(含金融类)	1,754	1,918	2,042	2,198
经营性应收款项	22	22	24	23	税金及附加	31	32	35	37
存货	172	213	216	201	销售费用	534	613	662	715
合同资产	0	0	0	0	管理费用	44	48	51	53
其他流动资产	6	6	6	6	研发费用	9	10	10	11
<b>非流动资产</b>	<b>1,079</b>	<b>1,085</b>	<b>1,105</b>	<b>1,108</b>	财务费用	(32)	(39)	(39)	(45)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	2	2	0
固定资产及使用权资产	639	672	693	700	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	100	72	74	71	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	310	307	305	303	减值损失	(5)	(40)	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	13	13	13	13	<b>营业利润</b>	<b>833</b>	<b>868</b>	<b>936</b>	<b>963</b>
其他非流动资产	17	21	21	21	营业外净收支	(1)	1	1	0
<b>资产总计</b>	<b>5,311</b>	<b>5,176</b>	<b>5,297</b>	<b>5,580</b>	<b>利润总额</b>	<b>832</b>	<b>869</b>	<b>936</b>	<b>963</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,231</b>	<b>1,034</b>	<b>957</b>	<b>985</b>	减:所得税	205	215	231	238
短期借款及一年内到期的非流动负债	97	97	97	97	<b>净利润</b>	<b>627</b>	<b>654</b>	<b>705</b>	<b>725</b>
经营性应付款项	619	426	425	427	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	205	301	222	236	<b>归属母公司净利润</b>	<b>627</b>	<b>654</b>	<b>705</b>	<b>725</b>
其他流动负债	310	210	213	226	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.64	0.69	0.71
非流动负债	589	480	430	430	EBIT	805	830	897	918
长期借款	492	392	342	342	EBITDA	852	868	937	960
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.74	45.02	44.74	44.09
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	19.76	18.75	19.08	18.45
其他非流动负债	94	84	84	84	收入增长率(%)	(3.46)	9.95	5.90	6.39
<b>负债合计</b>	<b>1,820</b>	<b>1,514</b>	<b>1,387</b>	<b>1,415</b>	归母净利润增长率(%)	(5.87)	4.31	7.76	2.88
归属母公司股东权益	3,490	3,662	3,910	4,165					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,490</b>	<b>3,662</b>	<b>3,910</b>	<b>4,165</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,311</b>	<b>5,176</b>	<b>5,297</b>	<b>5,580</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,012	505	677	825	每股净资产(元)	3.42	3.59	3.83	4.08
投资活动现金流	(183)	(86)	(59)	(45)	最新发行在外股份(百万股)	1,020	1,020	1,020	1,020
筹资活动现金流	(188)	(601)	(522)	(484)	ROIC(%)	15.80	15.18	15.88	15.43
现金净增加额	642	(182)	96	296	ROE-摊薄(%)	17.97	17.86	18.03	17.41
折旧和摊销	47	38	40	42	资产负债率(%)	34.28	29.26	26.18	25.36
资本开支	(183)	(79)	(59)	(45)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.68	13.11	12.17	11.83
营运资本变动	281	(237)	(82)	44	P/B (现价)	2.46	2.34	2.19	2.06

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>