

**000848.SZ**

# 买入

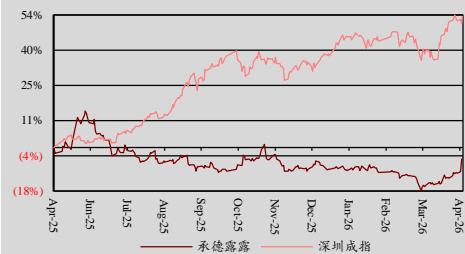
原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.92

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 承德露露公告 2025 年年报及 2026 年 1 季报, 公司业绩稳健, 现金分红金额合计 5.1 亿元, 分红力度大于往年, 维持买入评级。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.2	12.9	3.5	(7.3)
相对深圳成指	(5.1)	3.0	(2.3)	(60.8)

发行股数 (百万)	1,020.00
流通股 (百万)	1,011.14
总市值 (人民币 百万)	9,098.40
3个月日均交易额 (人民币 百万)	96.08
主要股东	
万向三农集团有限公司	42.93%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2026 年 4 月 29 日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《承德露露》20250428
- 《承德露露》20241031
- 《承德露露》20240902

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料乳品

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

## 承德露露

### 2025 年分红力度较大, 1Q26 实现良好开局

承德露露发布 2025 年年报及 2026 年 1 季报, 2025 年公司实现营收 31.7 亿元, 同比-3.5%, 归母净利 6.3 亿元, 同比-5.9%, 其中 4Q25 营收、归母净利增速分别为+7.9%、-1.5%。1Q26 公司营收 11.4 亿元, 同比+13.7%, 归母净利 2.5 亿元, 同比+15.3%。2025 年公司现金分红金额合计 5.1 亿元, 分红力度大于往年。公司作为植物蛋白饮料龙头企业之一, 基本盘稳健, 新品有望贡献增量, 我们维持“买入”评级。

**支撑评级的要点**

- 公司基本盘稳健, 1Q26 实现良好开局。** (1) 2025 年公司营收、归母净利分别为 31.7 亿元 (-3.5%)、6.3 亿元 (-5.9%), 其中 4Q25 营收 12.2 亿元, 同比+7.9%, 归母净利 2.4 亿元, 同比-1.5%。从季度间销售表现来看, 2H25 公司营收增速为+8.3%, 相比上半年有明显提速 (1H25 营收增速为-15.3%)。公司基本盘杏仁露淡旺季明显, 礼赠场景突出, 2025 年在没有春节备货因素加持下, 公司销售小幅下滑。但如果平滑季度间波动, 将 4Q25+1Q26 一起看, 公司营收、归母净利增速分别为+10.7%、6.5%, 整体业绩表现稳健。(2) 产品端来看, 2025 年杏仁露营收 29.9 亿元 (-6.3%), 营收占比 94.2%, 同比降 2.8pct。其他植物蛋白饮料中, 果仁核桃系列营收 0.9 亿元, 同比+4.7%。2025 年公司打破品类限制, 推出中式养生水系列产品, 实现营收 0.8 亿元。目前已上市的产品有枸杞桑葚饮、桂圆姜枣饮、陈皮乌梅饮、枇杷梨浆饮等产品。考虑到新品的品牌调性及饮用场景与老品存在差异, 因此在渠道铺货及产品营销方面仍需时间培育。(2) 分区域来看, 大本营北方市场占比 90.3%, 营收同比-4.1%。截至 2025 年末, 公司经销商合计 947 家, 其中北方区域 603 家, 同比基本持平, 其他区域新增 36 家至 260 家, 中部区域同比减少 10 家至 84 家。(4) 从渠道类型来看, 公司以经销渠道为主。2025 年直销平台营收 1.9 亿元, 同比+15.8%, 经销渠道营收 29.9 亿元, 同比-4.5%。2024 年, 公司共开发交通枢纽商店 631 家, 学校商店 825 家, 餐饮店 10100 个。
- 成本红利延续, 销售费用率提升扰动 2025 年净利率表现。1Q26 毛利率及净利率表现稳健。** (1) 自 24 年 3 季度末起, 杏仁采购价格下降超 30%, 考虑到公司会对原材料提前储备, 我们判断 2025 年原材料成本红利延续。根据公司公告, 2025 年杏仁露吨价同比提升 1.6%, 毛利率同比提升 3.9pct 至 45.5%。原材料采购成本下降推动公司整体毛利率提升, 2025.1Q26 公司毛利率同比提升 3.8pct、1.2pct。(2) 费用率方面, 2025 年公司期间费用率为 17.5%, 同比提升 4.2pct, 其中销售费用率同比提升 4.1pct 至 16.8%, 主要与新品上市, 公司加大市场费用投放有关。其他费用率及税金及附加比率表现平稳。费用率扰动下, 2025 年公司归母净利率同比降 0.5pct 至 19.8%。1Q26 公司期间费用率为 19.3%, 同比基本持平, 归母净利率为 21.8%, 同比提升 0.3pct, 整体盈利能力稳健。
- 2025 年分红力度为历史较高水平, 高股息特征显著。** 2025 年, 公司拟年度现金分红 5.1 亿元, 现金分红比例为 81.3%, 为历史较高水平, 分红力度超出我们预期。根据我们测算, 公司当前股息率达 5.6%, 高分红、高股息特征显著。公司于 2025 年 11 月完成股份回购, 回购股份占公司总股本 2.98%, 回购金额合计 2.9 亿元, 回购股份用于注销, 增厚股东回报。

**估值**

- 公司为国内最大的杏仁露生产厂家, 坚持“领跑植物饮品发展”战略。公司在植物饮料领域持续深耕, 大健康风潮下, 陆续推出养生水、五红&红黑口味的玻璃瓶露露, 持续优化产品矩阵。我们认为公司在产品、渠道布局上仍有较大的提升空间。根据公司业绩, 我们调整此前盈利预测, 预计 26 至 28 年公司归母净利润分别为 7.1、7.8、8.5 亿元, 同比分别增 12.9%、10.7%、8.5%, 当前市值对应 PE 分别为 12.8X、11.5X、10.6X, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 新周期原材料采购价格不及预期、新品拓展不及预期、渠道库存超预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	3,287	3,174	3,433	3,683	3,912
增长率(%)	11.3	(3.5)	8.2	7.3	6.2
EBITDA(人民币 百万)	849	844	941	1,048	1,140
归母净利润(人民币 百万)	666	627	708	783	850
增长率(%)	4.4	(5.9)	12.9	10.7	8.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.65	0.61	0.69	0.77	0.83
原先股本摊薄每股收益(人民币)			0.77	0.85	
变动幅度(%)			(10.4)	(9.4)	
市盈率(倍)	13.6	14.4	12.8	11.5	10.6
市净率(倍)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA(倍)	7.3	6.2	6.0	5.0	4.5
每股股息(人民币)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
股息率(%)	3.3	5.9	6.4	7.0	7.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年年报及 2026 年一季报业绩概览

(人民币, 百万元)	FY2024	FY2025	同比 (%)	1Q25	1Q26	同比 (%)
营业收入	3,287	3,174	(3.5)	1,002	1,139	13.7
营业成本	1,941	1,754	(9.7)	520	577	11.0
<b>毛利率(%)</b>	<b>40.9</b>	<b>44.7</b>	<b>3.8</b>	<b>48.1</b>	<b>49.3</b>	<b>1.2</b>
毛利	1,346	1,420	5.5	482	562	16.6
税金及附加	29	31	5.3	7	13	75.1
销售费用	418	534	27.6	182	212	17.0
管理费用	55	44	(20.7)	12	14	18.9
研发费用	16	9	(42.0)	1	3	100.2
财务费用	(52)	(32)	(38.8)	(8)	(10)	26.0
资产减值损失	0	5	-	0	0	-
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	0	-	0	0	-
营业利润	880	833	(5.3)	287	331	15.2
<b>营业利润率(%)</b>	<b>26.8</b>	<b>26.2</b>	<b>(0.5)</b>	<b>28.7</b>	<b>29.0</b>	<b>0.4</b>
营业外收入	0	0	45.3	0.1	0.3	492.5
营业外支出	0	1	-	0.1	0.0	(100.0)
利润总额	880	832	(5.5)	287	331	15.3
所得税	214	205	(4.2)	72	83	15.3
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>0.3</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>0.0</b>
少数股东权益	(0)	0	(100.0)	0	0	-
归属于母公司净利润	666	627	(5.9)	215	248	15.3
<b>归母净利率(%)</b>	<b>20.3</b>	<b>19.8</b>	<b>(0.5)</b>	<b>21.5</b>	<b>21.8</b>	<b>0.3</b>
EPS (元/股)	0.65	0.61	(5.9)	0.21	0.24	15.3

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,287	3,174	3,433	3,683	3,912
营业收入	3,287	3,174	3,433	3,683	3,912
营业成本	1,941	1,754	1,903	2,041	2,160
营业税金及附加	29	31	32	32	32
销售费用	418	534	545	566	588
管理费用	55	44	47	50	54
研发费用	16	9	17	11	12
财务费用	(52)	(32)	(48)	(54)	(58)
其他收益	2	3	2	2	2
资产减值损失	0	(5)	0	0	0
信用减值损失	(1)	0	0	0	0
资产处置收益	0	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	880	833	940	1,040	1,129
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	880	832	939	1,039	1,128
所得税	214	205	231	256	278
净利润	666	627	708	783	850
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	666	627	708	783	850
EBITDA	849	844	941	1,048	1,140
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.65	0.61	0.69	0.77	0.83

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>3,611</b>	<b>4,232</b>	<b>3,692</b>	<b>4,070</b>	<b>4,226</b>
货币资金	3,390	4,032	3,435	3,838	3,942
应收账款	19	14	22	17	24
应收票据	0	0	0	0	0
存货	193	172	224	201	248
预付账款	4	8	5	9	6
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	<b>980</b>	<b>1,079</b>	<b>1,174</b>	<b>1,161</b>	<b>1,099</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	560	633	637	703	706
无形资产	298	310	307	304	300
其他长期资产	122	136	230	155	93
<b>资产合计</b>	<b>4,591</b>	<b>5,311</b>	<b>4,866</b>	<b>5,231</b>	<b>5,325</b>
<b>流动负债</b>	<b>964</b>	<b>1,231</b>	<b>1,164</b>	<b>1,374</b>	<b>1,314</b>
短期借款	6	0	0	0	0
应付账款	464	619	556	704	630
其他流动负债	494	612	608	670	685
<b>非流动负债</b>	<b>189</b>	<b>589</b>	<b>78</b>	<b>88</b>	<b>83</b>
长期借款	134	492	0	0	0
其他长期负债	55	98	78	88	83
<b>负债合计</b>	<b>1,152</b>	<b>1,820</b>	<b>1,243</b>	<b>1,462</b>	<b>1,398</b>
股本	1,053	1,020	1,020	1,020	1,020
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,439	3,490	3,623	3,769	3,928
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,591</b>	<b>5,311</b>	<b>4,866</b>	<b>5,231</b>	<b>5,325</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	666	627	708	783	850
折旧摊销	22	47	53	66	73
营运资金变动	48	216	(83)	214	(102)
其他	(107)	122	(66)	(48)	(64)
<b>经营活动现金流</b>	<b>630</b>	<b>1,012</b>	<b>611</b>	<b>1,015</b>	<b>757</b>
资本支出	(215)	(185)	(151)	(51)	(11)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	2	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>(215)</b>	<b>(183)</b>	<b>(150)</b>	<b>(50)</b>	<b>(10)</b>
银行借款	139	352	(492)	0	0
股权融资	(350)	(654)	(576)	(637)	(691)
其他	66	114	9	74	48
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(145)</b>	<b>(188)</b>	<b>(1,059)</b>	<b>(563)</b>	<b>(643)</b>
<b>净现金流</b>	<b>270</b>	<b>642</b>	<b>(597)</b>	<b>402</b>	<b>104</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	11.3	(3.5)	8.2	7.3	6.2
营业利润增长率(%)	4.2	(5.3)	12.9	10.6	8.5
归属于母公司净利润增长率(%)	4.4	(5.9)	12.9	10.7	8.5
息税前利润增长率(%)	4.0	(3.6)	11.5	10.6	8.6
息税折旧前利润增长率(%)	3.9	(0.5)	11.5	11.3	8.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	4.4	(5.9)	12.9	10.7	8.5
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	25.1	25.1	25.9	26.7	27.3
营业利润率(%)	26.8	26.2	27.4	28.2	28.9
毛利率(%)	40.9	44.7	44.6	44.6	44.8
归母净利润率(%)	20.3	19.8	20.6	21.3	21.7
ROE(%)	19.4	18.0	19.5	20.8	21.6
ROIC(%)	17.4	14.7	18.2	19.2	20.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.9)	(1.0)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
流动比率	3.7	3.4	3.2	3.0	3.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	229.8	191.7	191.7	191.7	191.7
应付账款周转率	6.5	5.9	5.8	5.8	5.9
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	12.7	16.8	15.9	15.4	15.0
管理费用率(%)	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
研发费用率(%)	0.5	0.3	0.5	0.3	0.3
财务费用率(%)	(1.6)	(1.0)	(1.4)	(1.5)	(1.5)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	1.0	0.6	1.0	0.7
每股净资产(最新摊薄)	3.4	3.4	3.6	3.7	3.9
每股股息	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	13.6	14.4	12.8	11.5	10.6
P/B(最新摊薄)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	7.3	6.2	6.0	5.0	4.5
价格/现金流(倍)	14.4	8.9	14.8	8.9	12.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371