

000848.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 8.28

板块评级：强于大市

本报告要点

- 承德露露公告 2026 年半年报，公司业绩稳健，盈利能力提升，高分红、高股息特征显著，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	(3.3)	(0.1)	(4.7)	(7.5)
相对深圳成指	(5.2)	1.1	2.8	(25.7)

发行股数 (百万)	1,020.00
流通股 (百万)	1,010.61
总市值 (人民币 百万)	8,445.60
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	130.91
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 8 月 21 日收市价为标准

相关研究报告

《承德露露》20260505
《承德露露》20250428
《承德露露》20241031

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

1H26 公司业绩实现双位数增长，基本盘杏仁露表现稳健

承德露露发布 2026 年半年度报告，1H26 公司实现营收 15.4 亿元，同比+11.3%，归母净利润 3.0 亿元，同比+15.3%，其中 2Q26 营收、归母净利润增速分别为+4.9%、+15.2%。上半年公司业绩实现双位数增长，基本盘杏仁露表现稳健，公司成本红利延续，产品结构及渠道结构优化下，推升公司盈利能提升。公司高分红、高股息特征显著，我们维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- 低基数下，上半年营收及归母净利润均实现双位数增长，现金流受兑付 2025 年末未到期供应商货款影响同比下滑幅度较大。1H26 年公司营收、归母净利润分别为 15.4 亿元（+11.3%）、3.0 亿元（+15.3%），其中 2Q26 营收 4.0 亿元，同比+4.9%，归母净利润 0.5 亿元，同比+15.2%。公司基本盘杏仁露淡季明显，礼赠场景突出，2025 年上半年，在没有春节备货因素加持下，公司营收同比下滑 15.3%。低基数下，2026 年上半年公司营收实现双位数增长。1H26 公司经营活动产生的现金流净额同比下降 1.56 亿元，与报告期内公司销售收现同比增加 1.38 亿元，兑付 2025 年末未到期万纳信债权凭证 2.45 亿元有关。
- 基本盘杏仁露表现稳健，水系列产品同比下滑。分产品来看，（1）1H26 杏仁露营收 14.4 亿元，同比+10.5%，营收占比 93.6%，同比降 0.6pct。2026 年公司上新露露恒久经典系列（原味、五黑、五红、绿豆），丰富产品矩阵，优化产品结构。1H26 杏仁露系列毛利率 49.4%，同比+2.7pct。1H26 杏仁露销量、吨价增速分别为+7.8%、2.6%，我们判断 2 季度新品铺货带动整体销量增长。其他植物蛋白饮料中，果仁核桃系列上半年营收 0.7 亿元，同比+81.6%，杏仁奶下滑幅度较大。（2）2025 年公司打破品类限制，推出中式养生水系列产品，1H26 公司进一步拓展新口味及其他植物饮品，上新芭乐薏米水、荔枝玉米须、苡蓉覆盆子、苹果黄芪饮、赤水亦茶（大麦茶、金银花菊花茶）等。1H26 公司养生水系列产品实现营收 0.29 亿元，同比-12.1%。养生水同比下滑，我们认为有两方面原因：第一，从行业层面来看，上半年养生水品类大盘整体下滑，景气度下降。参考马上赢数据，2Q26 饮料大类下，仅无糖即饮茶及即饮咖啡同比实现正增长，其他类目同比均出现下滑，其中养生水品类同比下滑 20.1%，公司水系列产品表现好于大盘。第二，从公司自身来看，养生水在产品定位及饮用场景方面与杏仁露略有不同，因此在渠道复用方面存在差异。公司此前优势主要集中在传统流通渠道，对于便利店、新零售渠道的拓展及销售能力培育方面仍需时间推进。1H26 养生水毛利率为 32.8%，同比-14.4pct。根据公司公告，淳安工厂预计 2026 年 10 月投产，养生水系列产品将使用自有产能，有望优化毛利结构。
- 公司精耕基地北方市场，直销渠道表现亮眼，渠道结构优化。（1）分区域来看，1H26 大本营北方市场实现营收 13.6 亿元，同比+9.5%，营收占比 88.6%，同比-1.5pct。中部区域及其他区域营收增速分别为 11.8%、49.0%。截至 2 季度末，公司经销商数量合计 1009 家，环比 2025 年末增加 62 家，其中北方市场增加 66 家至 669 家，中部地区同比增加 6 家至 90 家，其他地区环比 2025 年末减少 10 家至 250 家。公司精耕北方基地市场，其他区域营收高增，或为线上直销贡献较多营收有关，而非实体经销网络扩张。（2）从渠道类型来看，上半年公司采用差异化渠道运营策略，积极推进线上渠道产品销售，1H26 线上渠道实现营收 1.8 亿元，同比+51.1%，经销渠道营收 13.6 亿元，同比+7.5%。报告期内，公司共开发交通枢纽商店 941 家，学校商店 137 家，餐饮店 4022 个，其中交通枢纽店开发数量同比增幅较大（+646 家）。
- 成本红利延续，公司产品结构优化，推升整体盈利能力提升。（1）1H26 年杏仁露吨价同比提升 2.6%，毛利率同比提升 2.7pct 至 49.4%。原材料采购成本红利延续，叠加产品内部结构优化，推动整体毛利率提升。1H26 公司毛利率同比提升 1.9pct 至 47.9%，其中 2Q26 毛利率为 43.7%，同比提升 3.2pct。（2）费用率方面，1H26 年公司期间费用率为 22.1%，同比提升 0.7pct。2Q26 公司期间费用率为 30.0%，同比提升 1.4pct，其中销售费用率同比提升 3.7pct 至 29.7%，其他费用率及税金及附加比率表现平稳。报告期内，公司增加交通枢纽、餐饮、学校等场景铺设与线上平台推广，销售费用率有所抬升。受益毛利率提升，费用率表现平稳，2Q26 公司归母净利率同比提升 1.1pct 至 12.3%，整体盈利能力稳健。

估值

- 公司为国内最大的杏仁露生产厂家，坚持“领潮植物饮品发展”战略。公司在植物饮料领域持续深耕，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。公司高分红、高股息特征显著，2025 年现金分红比例为 81.3%，当前股息率为 6.0%。根据公司业绩，我们调整此前盈利预测，预计 26 至 28 年公司 EPS 分别为 0.70、0.75、0.80 元/股，同比分别增 13.2%、7.5%、7.3%，当前市值对应 PE 分别为 11.9X、11.1X、10.3X，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	3,501	3,754	4,021
增长率(%)	11.3	(3.5)	10.3	7.2	7.1
EBITDA(人民币 百万)	849	844	944	1,021	1,099
归母净利润(人民币 百万)	666	627	710	763	819
增长率(%)	4.4	(5.9)	13.2	7.5	7.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.65	0.61	0.70	0.75	0.80
原先股本摊薄每股收益(人民币)			0.69	0.77	0.83
调整幅度 (%)			(0.9)	2.9	3.4
市盈率(倍)	12.7	13.5	11.9	11.1	10.3
市净率(倍)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA(倍)	7.3	6.2	5.4	4.6	4.1
每股股息 (人民币)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
股息率(%)	3.3	5.9	6.8	7.3	7.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q25	2Q26	同比 (%)	1H25	1H26	同比 (%)
营业收入	382	401	4.9	1,384	1,540	11.3
营业成本	228	226	(0.8)	748	803	7.4
毛利率(%)	40.5	43.7	3.2	46.0	47.9	1.9
毛利	155	175	13.3	637	737	15.8
税金及附加	5	4	(16.5)	12	17	39.3
销售费用	99	119	19.9	281	332	18.1
管理费用	13	15	14.7	25	29	16.7
研发费用	2	3	40.1	4	6	62.6
财务费用	(6)	(17)	206.2	(13)	(27)	103.4
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	0.0	0.0	-	0	0	-
投资收益	0	8	-	0	8	-
营业利润	42	61	45.1	329	391	19.0
营业利润率(%)	10.9	15.1	4.2	23.8	25.4	1.6
营业外收入	0	0	18.9	0	0	298.7
营业外支出	0	0	514.2	0	0	0.1
利润总额	42	60	45.0	329	392	19.1
所得税	(1)	11	(1,002.1)	71	94	33.0
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	-3	21	24.0	21	24	3.0
少数股东权益	0	0	-	0	0	-
归属于母公司净利润	43	49	15.2	258	298	15.3
归母净利率(%)	11.2	12.3	1.1	18.7	19.3	0.7
EPS (元/股)	0.04	0.05	15.2	0.25	0.29	15.3

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、营业利润率、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	3,501	3,754	4,021
营业收入	3,287	3,174	3,501	3,754	4,021
营业成本	1,941	1,754	1,907	2,052	2,209
营业税金及附加	29	31	34	35	35
销售费用	418	534	602	648	684
管理费用	55	44	49	53	56
研发费用	16	9	18	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	943	1,013	1,088
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	942	1,013	1,087
所得税	214	205	232	249	268
净利润	666	627	710	763	819
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	666	627	710	763	819
EBITDA	849	844	944	1,021	1,099
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.65	0.61	0.70	0.75	0.80

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
流动资产	3,611	4,232	3,709	4,073	4,272
货币资金	3,390	4,032	3,451	3,839	3,977
应收账款	19	14	22	17	25
应收票据	0	0	0	0	0
存货	193	172	224	203	257
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
非流动资产	980	1,079	1,174	1,161	1,099
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
资产合计	4,591	5,311	4,883	5,235	5,371
流动负债	964	1,231	1,181	1,381	1,369
短期借款	6	0	0	0	0
应付账款	464	619	558	709	655
其他流动负债	494	612	623	672	714
非流动负债	189	589	78	88	83
长期借款	134	492	0	0	0
其他长期负债	55	98	78	88	83
负债合计	1,152	1,820	1,260	1,469	1,452
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	3,766	3,919
负债和股东权益合计	4,591	5,311	4,883	5,235	5,371

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	710	763	819
折旧摊销	22	47	53	66	73
营运资金变动	48	216	(68)	204	(63)
其他	(107)	122	(66)	(48)	(64)
经营活动现金流	630	1,012	628	985	765
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
投资活动现金流	(215)	(183)	(150)	(50)	(10)
银行借款	139	352	(492)	0	0
股权融资	(350)	(654)	(577)	(621)	(666)
其他	66	114	9	74	49
筹资活动现金流	(145)	(188)	(1,060)	(546)	(618)
净现金流	270	642	(581)	389	138

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
成长能力					
营业收入增长率(%)	11.3	(3.5)	10.3	7.2	7.1
营业利润增长率(%)	4.2	(5.3)	13.2	7.5	7.3
归属于母公司净利润增长率(%)	4.4	(5.9)	13.2	7.5	7.3
息税前利润增长率(%)	4.0	(3.6)	11.8	7.2	7.4
息税折旧前利润增长率(%)	3.9	(0.5)	11.8	8.2	7.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	4.4	(5.9)	13.2	7.5	7.3
获利能力					
息税前利润率(%)	25.1	25.1	25.5	25.4	25.5
营业利润率(%)	26.8	26.2	26.9	27.0	27.0
毛利率(%)	40.9	44.7	45.5	45.3	45.1
归母净利润率(%)	20.3	19.8	20.3	20.3	20.4
ROE(%)	19.4	18.0	19.6	20.3	20.9
ROIC(%)	17.4	14.7	18.2	18.7	19.4
偿债能力					
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	3.1	2.9	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
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	5.9	5.9	5.9
费用率					
销售费用率(%)	12.7	16.8	17.2	17.3	17.0
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)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	1.0	0.6	1.0	0.8
每股净资产(最新摊薄)	3.4	3.4	3.6	3.7	3.8
每股股息	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	12.7	13.5	11.9	11.1	10.3
P/B(最新摊薄)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA	7.3	6.2	5.4	4.6	4.1
价格/现金流(倍)	13.4	8.3	13.4	8.6	11.0

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得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任何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刊载或转发的，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
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