

承德露露（000848）

2026 年三季报点评：销售承压，成本红利略减弱

买入（维持）

2026 年 10 月 25 日

证券分析师 苏毓

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

研究助理 林蔚

执业证书：S0600126090009

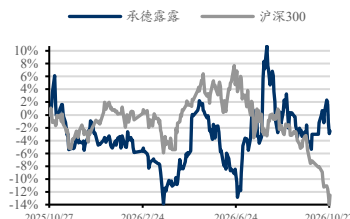
linw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	3,287	3,174	3,204	3,305	3,512
同比（%）	11.26	(3.46)	0.95	3.15	6.27
归母净利润（百万元）	666.24	627.10	574.07	591.38	626.04
同比（%）	4.41	(5.87)	(8.46)	3.01	5.86
EPS-最新摊薄（元/股）	0.66	0.62	0.56	0.58	0.62
P/E（现价&最新摊薄）	12.48	13.26	14.48	14.06	13.28

投资要点

- **事件：**公司公告 26 年三季报，1-9 月营收 20.3 亿元，同比+3.8%，归属于母公司所有者的净利润 3.7 亿元，同比-2.5%；其中 26Q3 营收 4.9 亿元，同比-14.3%，归属于母公司所有者的净利润 0.8 亿元，同比-39.0%。
- **社零疲弱消费承压，公司营收增长呈现前高后低态势。**26Q3 公司收入同比-14.3%，较上半年 11.3%的同比增速明显回落，主因：1）宏观层面消费总体弱复苏，7-9 月社零增长均在低水位，仅 9 月受双节错位略有提升，饮料、零食、调味品、白酒等多品类 Q3 营收增长均表现为承压，同在植物蛋白饮料行业的养元饮品 Q3 营收也明显降速，核桃乳营收出现季度同比下滑；2）25 年同期基数相对较高，25Q3 公司按计划推进全年销售目标，赶进度使得收入表现超市场预期（营收同比+8.9%且绝对值为近年最高）；3）消费疲弱动销不畅，渠道库存有一定累积效应。展望 Q4，2027 春节虽然较 2026 年春节早，但仍在 2 月份，仍属较晚，我们预计 Q4 淡季仍有销售压力。
- **成本红利减弱，新品市场费投持续，盈利回调。**26Q3 销售净利率为 15.6%，同比-6.3pct，主因毛利率回落且三项费用率均有上升。苦杏仁由于需求方向较窄，价格继续低迷，但核心包材马口铁在 2026H1 上涨明显，加之销量回落，规模效应变差，Q3 公司整体毛利率同比下滑 4.0pct 至 40.8%；今年新品持续投入，Q3 销售费用率同比增长 2.7pct 至 17.5%，管理费用率和财务费用率为 3.8%、0.1%，分别同比提升 0.8pct、2.4pct。
- **稳健底色，持续创新盼突围。**植物蛋白饮料行业普遍行业集中度高，龙头突出，商业模式上利基市场壁垒高，现金流优秀，现金储备丰厚，分红补偿了成长性的不足。在前期聚焦传统市场挖潜基础上，近 3 年公司力求以产品创新配合新市场渗透实现突围，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，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。产品方面，公司于 25、26 年春季分别推出新品“水系列”和“恒久经典系列”，2026 年 7 月“水系列”接连推出大麦茶、金银花菊花茶植物饮料等新品，公司连续创新谋突破，值得跟踪。
- **账面现金充沛，股息保障度高。**公司 2026 年三季度末账面货币资金余额 30.82 亿元，丰厚的现金是持续分红的保障，此外 2025 年度现金分红比例达到 81.33%，为历史高水平。公司账面现金充裕，持续分红意愿强，股息保障高。
- **盈利预测与投资评级：**26 年春节错配公司进入销售大年，但消费总体弱复苏，公司 26H2 营收和盈利承压，考虑到新品投入和成本红利减弱，我们调整 2026~2028 年归母净利为 5.7、5.9、6.3 亿元（原预期为 6.8、

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.18
一年最低/最高价	7.14/9.47
市净率(倍)	2.51
流通 A 股市值(百万元)	8,266.82
总市值(百万元)	8,314.15

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.26
资产负债率(%，LF)	29.31
总股本(百万股)	1,016.40
流通 A 股(百万股)	1,010.61

相关研究

《承德露露(000848)：2026 年中报点评：“大年”主业稳健，持续创新盼突围》

2026-08-16

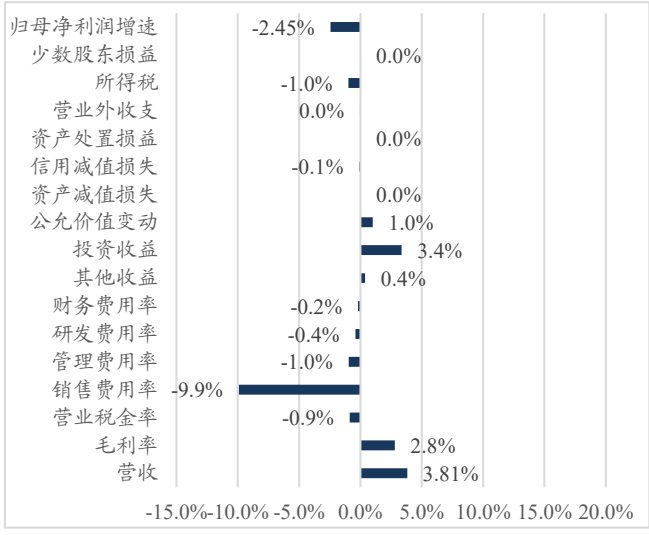
《承德露露(000848)：2025 年报及 2026 一季报点评：年度分红大超预期，26 开局增长良好》

2026-04-28

7.1、7.5 亿元)，同比-8.5%、+3.0%、+5.9%，对应 PE 为 14、14、13x，基于低估值和高分红率，以红利角度维持“买入”评级。

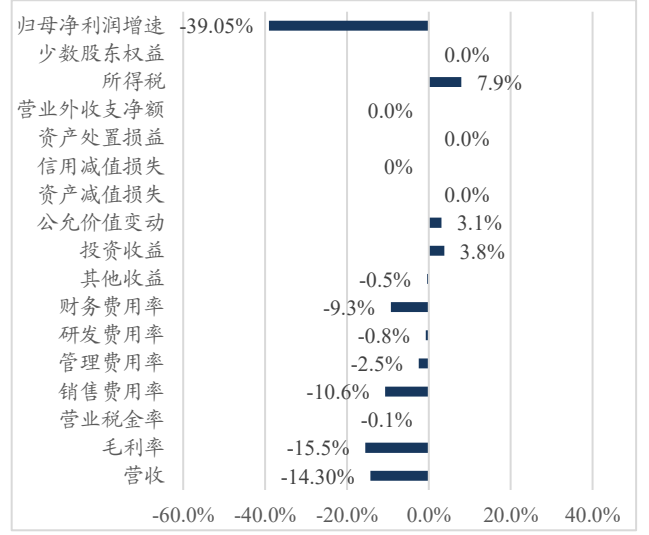
■ **风险提示：**宏观经济面影响消费持续疲弱；新品不及预期、原料成本底部向上。

图1：公司 26 年 1-9 月归母净利润增速贡献分拆（同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司 26Q3 归母净利润增速贡献分拆（同比）



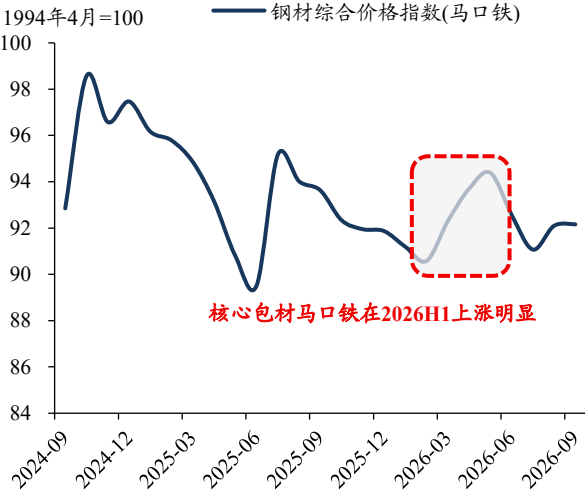
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2026 年 7 月“水系列”接连推出新品



数据来源：食品板，东吴证券研究所

图4：马口铁价格趋势



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)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,232	3,926	3,974	4,214	营业总收入	3,174	3,204	3,305	3,512
货币资金及交易性金融资产	4,032	3,704	3,753	4,009	营业成本(含金融类)	1,754	1,767	1,831	1,952
经营性应收款项	22	20	22	20	税金及附加	31	30	31	33
存货	172	196	193	179	销售费用	534	590	637	675
合同资产	0	0	0	0	管理费用	44	46	49	52
其他流动资产	6	6	6	6	研发费用	9	10	10	11
非流动资产	1,079	1,067	1,087	1,090	财务费用	(32)	(39)	(37)	(43)
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	营业利润	833	762	785	831
其他非流动资产	17	4	4	4	营业外净收支	(1)	1	1	0
资产总计	5,311	4,993	5,061	5,304	利润总额	832	762	785	831
流动负债	1,231	960	868	888	减:所得税	205	188	194	205
短期借款及一年内到期的非流动负债	97	97	97	97	净利润	627	574	591	626
经营性应付款项	619	393	381	380	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	205	277	198	211	归属母公司净利润	627	574	591	626
其他流动负债	310	194	192	201	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.62	0.56	0.58	0.62
非流动负债	589	483	433	433	EBIT	805	724	748	789
长期借款	492	392	342	342	EBITDA	852	762	788	831
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.74	44.85	44.59	44.42
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	19.76	17.92	17.90	17.83
其他非流动负债	94	87	87	87	收入增长率(%)	(3.46)	0.95	3.15	6.27
负债合计	1,820	1,443	1,301	1,321	归母净利润增长率(%)	(5.87)	(8.46)	3.01	5.86
归属母公司股东权益	3,490	3,550	3,760	3,983					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,490	3,550	3,760	3,983					
负债和股东权益	5,311	4,993	5,061	5,304					

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,012	371	555	718	每股净资产(元)	3.42	3.49	3.70	3.92
投资活动现金流	(183)	(67)	(59)	(45)	最新发行在外股份(百万股)	1,016	1,016	1,016	1,016
筹资活动现金流	(188)	(633)	(446)	(417)	ROIC(%)	15.80	13.41	13.67	13.77
现金净增加额	642	(329)	50	256	ROE-摊薄(%)	17.97	16.17	15.73	15.72
折旧和摊销	47	38	40	42	资产负债率(%)	34.28	28.90	25.70	24.91
资本开支	(183)	(79)	(59)	(45)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.26	14.48	14.06	13.28
营运资本变动	281	(293)	(90)	36	P/B (现价)	2.39	2.34	2.21	2.09

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>