

承德露露（000848.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	8.91
总市值	93.78亿
PE-TTM	14.87
PB-MRQ	2.67

估值结果

价值	111.79亿
DDM估值	上行空间 19%
状态	合理估值
价值	120.70亿
动态估值	上行空间 29%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★ ★ ★ ★ ★
盈利趋势	★ ★ ★ ★ ★
产业格局	★ ★ ★ ★ ★
护城河	★ ★ ★ ★ ★

核心评级结论

承德露露是我国植物蛋白饮料行业开创者，1975年推出大单品“露露杏仁露”，家喻户晓、风靡全国。

公司成长空间偏弱，面临大单品增速放缓、缺乏第二增长曲线等成长瓶颈；公司盈利趋势和产业格局中等，主要由于植物蛋白饮料行业总需求增长较缓、行业竞争趋于激烈，存在产品用户粘性不高、差异化不足、新进入者威胁较大等挑战；公司当前护城河较宽，经壹评级测算超额ROIC非常高，得益于其前期深厚的品牌和渠道积累，但长期超额盈利能力的持续性面临威胁，品牌及渠道优势可能削弱，综合判断公司护城河中等。

经测算公司当前市值为合理偏低估，可能由于：一方面整体消费品景气度偏弱，资金青睐度较低；另一方面公司的超额盈利能力及经营韧性或被低估。

我们区别于市场的观点

我们对于承德露露的估值略高于市场，主要基于以下原因：公司作为杏仁露细分市场龙头，其净利率长期维持20%以上的高位，整体营运效率优秀、财务稳健性突出的特质我们不可忽视。公司的相对市盈率目前远低于食品饮料行业均值，且其高股息率提供了较充分的安全垫。市场或因过度担忧其成长性，而低估了其真实内在价值。

风险提示

“露露杏仁露”品牌和渠道优势短期内若被大幅削弱，可能造成公司市占率大幅下降、盈利能力超预期下滑；公司当前发展的“水系列”新品若费用投入产出比显著不及预期，可能造成公司盈利能力大幅下降。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

承德露露是中国植物蛋白饮料行业的开创者，1975年率先研发推出“杏仁露”产品。1997年公司在深交所挂牌上市，2006年完成股权改制后，万向集团成为控股股东。公司主营业务长期聚焦植物蛋白饮料领域，其中经典产品杏仁露系列长期贡献95%以上的营业收入。近年来，公司逐步拓展产品矩阵，相继推出核桃露、杏仁奶等延伸产品，并于2025年创新推出“养生水系列”新品，持续丰富产品线布局。

2. 业务介绍

对于承德露露公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

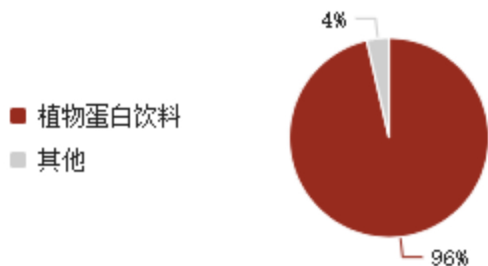
植物蛋白饮料：

植物蛋白饮料以大豆、花生、杏仁、核桃仁、椰子等为原料，营养价值高，具有不含胆固醇、不含乳糖、脂肪含量低、粗纤维等健康优势，对于“乳糖不耐症”人群来说是动物乳品最好的替代品。我国植物蛋白饮料市场规模预计在1000-1500亿元，长期仍具有渗透率提升空间。承德露露所涉及的植物蛋白饮料细分领域包括杏仁露、核桃露、杏仁奶等。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

其他：

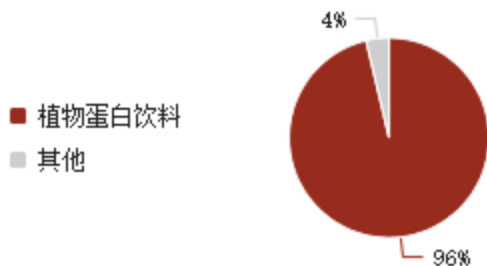
主要包括中式养生水、气泡水等其他系列饮品，目前规模较小，后续或是公司重点投入方向。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

承德露露的商业模式具备食品饮料公司的典型特征，依托中度资产强度维持较高的产能周转效率，同时通过较高的销售费用投入持续强化品牌与渠道。公司产业链地位较高，下游经销商分布分散，通常采取先款后货模式，应收账款极少，形成“低负债-高周转-强现金”的良性循环。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度中等，其固定资产对比年销售收入比例约10-15%。行业特性上，植物蛋白饮料需原料基地和灌装设备等固定资产，但其周转效率较高，2024年公司的存货周转率为7.7次，综合形成中度资产强度。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度较高，2024年销售费用率约13%，2025年预计还将显著提高。主要由于消费品公司通常需要投入较多的营销费用来建设品牌影响力以及推广新品。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度低，此为消费品的典型特征，下游是分散的渠道经销商，2024年全国经销商数量900多家。出于此特征，公司面对下游渠道具有较高的议价能力，通常采取先款后货模式，现金流回款能力强，应收账款很少。

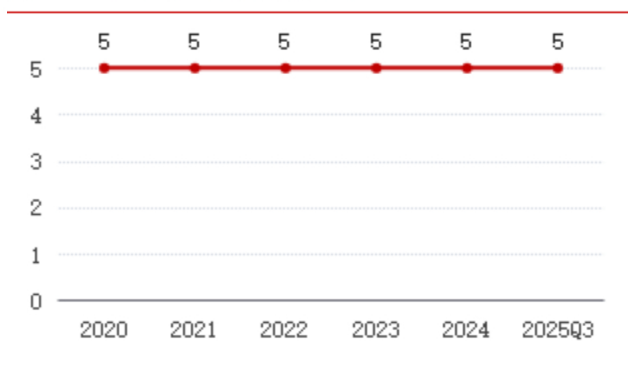
4. 历史经营绩效

公司近5年的盈利能力和股东回报能力非常优秀，净利率始终保持在20%以上，ROE稳定在20%左右，分红率与股息率表现突出。但其成长能力表现一般，主因大单品杏仁露增长放缓且第二增长曲线尚未形成；业务控制力边际有所走弱，系25年春节提前及新品营销投入增加所致。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



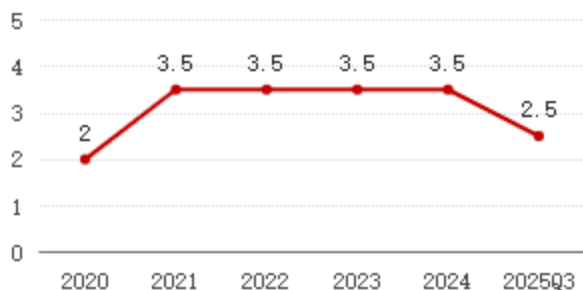
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力很强，近5年一直维持高星级，净利率始终保持在20%以上，对比饮料行业其他公司，具备显著的超额盈利能力。其强劲的盈利能力来源于：大单品露露杏仁露品牌历史悠久家喻户晓，具有节日礼赠属性，售价相对较高、毛利空间丰厚；同时公司各项费用率管控较好，且产销集中于北方地区、运输成本较低。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



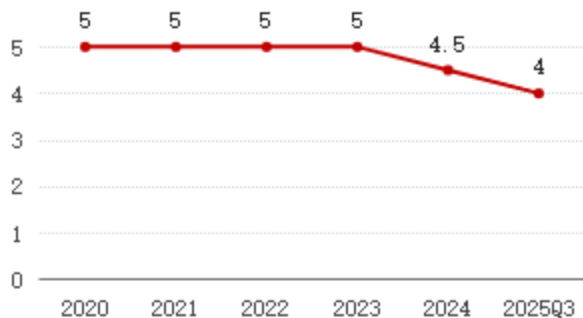
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力中等，过去5年营业收入增长CAGR约为8%，净利润CAGR约为7%。其成长受到外部、内部因素的双重扰动：外部来看，疫情爆发后整体社会消费需求持续走弱，并且饮料行业竞争明显加剧，新品层出不穷；内部来看，公司对于大单品露露杏仁露的依赖较重，但大单品却面临着一定的品牌、渠道老化的问题，增长已较缓慢，同时公司过去五年未能开发出有效的第二增长曲线，导致其增长表现较平淡。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



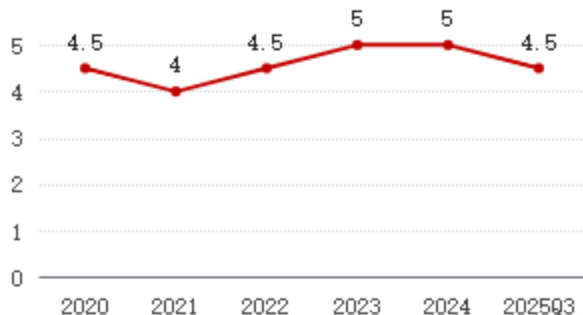
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力在2024年之前很优秀，但2024年至今存在边际走弱的迹象。我们观察到2024年公司的上下游净占款比例有所下降，这可能是因为25年春节较早，公司在24年底前已完成大量的出货和确认收入，造成了一定季节性变动。2025年H1公司表现的现金流和上下游占款能力显著走弱，一方面也是25年春节提前造成的季节性因素扰动，另一方面公司推出养生水系列新品，初期投入较多营销费用。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力很强，首先过去5年其一直维持了20%左右的ROE，更重要的是其分红率和股息率较高，2024年两项数据指标分别为47%和3.4%。

5. 四维评级

公司成长空间偏弱，面临行业增速放缓、缺乏第二增长曲线等成长瓶颈；盈利趋势和产业格局中等，主要由于植物蛋白饮料行业竞争趋于激烈，存在产品用户粘性不高、差异化不足、新进入者威胁较大等挑战；公司当前护城河较宽，超额ROIC非常高，但长期超额盈利能力有下滑风险，品牌及渠道优势可能削弱，判断整体护城河评级中等。

5.1 成长空间

★★★★☆

预计公司未来成长空间较低。行业层面：我国植物蛋白饮料渗透率仍有提升空间，但增速较缓，坚果乳品类短期仍将承压；公司层面：承德露露依赖近50年的杏仁露大单品，产品及渠道老化问题逐渐显现，且目前第二增长曲线仍空缺，成长动能或许不足。

植物蛋白饮料(1.5星)：

分为行业和公司两个层面来解读：行业层面，对比海外，我国植物蛋白饮料行业、坚果乳细分赛道长期仍具备一定渗透率提升空间，但提升速度偏缓，由于饮料行业竞争激烈，短期坚果乳品类面临着一定的下行压力；公司层面，承德露露高度依赖的杏仁露大单品已发展约50年，生命周期已步入成熟期的后期，未来预计面临一定的产品、渠道、品牌老化问题，成长空间预计较低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

预计公司未来盈利趋势偏弱。主要由于饮料行业竞争加剧，可能削弱传统强者前期积累的优势；同时行业需求中短期可能仍较疲软，叠加产能存在间歇性过剩的情况，企业维持显著超额盈利能力的难度较高。

植物蛋白饮料(2星)：

对于盈利趋势的判断基于以下几方面原因：1) 整体饮料行业包括坚果乳细分赛道的竞争激烈，大企业跨界进入的情况较多，并且渠道持续变革，承德露露等老牌强者的品牌渠道等优势可能将会继续削弱；2) 植物蛋白饮料行业的总需求中短期预计仍将偏弱；3) 行业产能存在间歇性过剩的情况。综上，未来公司继续维持显著的超额盈利能力的难度是比较大的。

5.3 产业格局

★★★★☆

预计未来植物蛋白饮料行业格局中等。主要由于植物蛋白饮料通常用户粘性一般、差异化不足，预计行业长期竞争激烈。并且除了品牌和渠道构成一定壁垒，其他进入门槛不算高，新进入者仍有颠覆格局的机会。

植物蛋白饮料(3星)：

植物蛋白饮料由于不具备无可替代的功能性、饮用成瘾性，且缺乏价格比较优势，单一产品的用户粘性不会很高，预计行业长期竞争激烈的局面不会轻易改变。前期领先企业除了在品牌和渠道具有较高门槛，其他的门槛对于新进入者来说不算太高。因此对于行业格局的判断我们认为是中等。

5.4 护城河

★★★★☆

我们认为公司整体的护城河中等。承德露露当前护城河宽度较宽，体现在其极高的超额ROIC，但持续性预计一般，长期超额盈利能力或许面临挑战。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
植物蛋白饮料	(4.5星) 护城河宽度很宽，主要得益于公司当前的盈利能力非常强劲，经壹评级调整测算后的超额ROIC达到84%，且公司市占率排名领先，品牌在全国范围内知名度较高。	(3星) 公司的护城河主要来自于品牌和线下渠道优势。我们预计护城河持续性一般，半显性期末年经壹评级调整测算后的超额ROIC缩窄到47%。主要由于我们对于承德露露未来大单品、品牌、渠道面临的老化问题存在一定担忧；且由于饮料行业竞争激烈、新进入者来势汹汹，预计公司品牌和线下渠道的比较优势将逐渐被削弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司当前市值为合理偏低估，可能由于：一方面整体消费品景气度偏弱，资金青睐度较低；另一方面公司的超额盈利能力及经营韧性或被低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：植物蛋白饮料、其他饮料，我们分业务进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

植物蛋白饮料：

收入假设：

基于中性假设，预测显性期5年坚果乳赛道的规模增长CAGR为3%；由于赛道竞争加剧，预计承德露露植物蛋白饮料（坚果乳）显性期5年收入增长CAGR为2.3%，市占率从25%下降至22%（经壹评级测算）。

盈利能力假设：

1) 毛利率：2025年-2026年预计杏仁、马口铁等原材料价格仍将位于低位，支撑毛利率保持高位（约44%），2027年-2029年预计行业竞争加剧、新产线折旧摊销成本增加等因素显现，会降低该业务的毛利率（约42%）。长期来看，由于产业格局一般，预计公司的高盈利能力将继续面临下滑风险，我们假设半显性期末年毛利率下降至39%。

2) 期间费用率：由于竞争加剧，预计公司将需要投入更多销售费用率用于品牌建设、促销等，以维持市场份额。因此假设显性期末年销售费用率提升至15%，半显性期末年提升至约16.5%。假设其他费用率基本维持稳定。

其他饮料：

收入假设：

由于水系列新品25H1刚开始铺货，中性偏保守假设水系列产品显性期末年收入约为2-2.5亿，半显性期末年收入约为3亿。

盈利能力假设：

1) 毛利率：假设显性期内毛利率约为40%，半显性期末年毛利率收敛至约35%。

2) 期间费用率：假设初始需要投入较多销售费用，中长期达到稳态。因此假设显性期末年期间费用率约为27.5%，半显性期末年期间费用率约为22.5%。

表2：公司整体业绩预测

承德露露	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	26.9	29.5	32.9	30.7	32.9	35.1	37.3	39.0
归母净利润(亿)	6.0	6.4	6.7	5.9	6.3	6.5	7.0	7.3
归母净利润增速(%)	5.7	6.1	4.4	-10.7	5.1	3.2	8.2	3.8
经营性净利润(亿)	5.7	6.0	6.3	5.6	5.9	6.0	6.5	6.8
经营性净利润增速(%)	6.7	5.4	4.0	-11.0	5.0	3.0	8.3	3.8
经营性归母净利润(亿)	5.7	6.0	6.3	5.6	5.9	6.0	6.5	6.8
经营性归母净利润增速(%)	6.4	5.3	4.0	-11.0	5.0	3.0	8.3	3.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

植物蛋白饮料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	26.9	29.5	32.8	29.6	31.4	33.3	35.3	36.8
收入增速(%)	6.7	9.7	11.3	-9.8	6.1	6.0	6.0	4.1
经营性净利润(亿)	5.7	6.0	6.3	6.3	6.5	6.4	6.5	6.6
经营性净利率(%)	21.3	20.4	19.1	21.2	20.5	19.2	18.5	18.0
经营性净利润增速(%)	6.7	5.4	3.9	0.0	2.9	-1.1	2.5	1.1
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	1.1	1.5	1.8	2.0	2.2
收入增速(%)	-29.9	20.8	19.5	4000.0	35.0	20.0	15.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	-0.7	-0.6	-0.3	0.0	0.2
经营性净利率(%)	5.0	6.2	7.9	-63.6	-40.3	-19.6	0.0	7.9
经营性净利润增速(%)	3.6	49.7	51.1	-33250.3	14.5	41.6	0.0	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
植物蛋白饮料	2.4%	中低	较好	较强	7.8%	13.2	6.6
其他	6.4%	中等	一般	一般	7.8%	13.73	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
植物蛋白饮料(亿)	24.6	64.5	89.1	32.0	-	-	121.1
其他(亿)	-1.6	1.2	-0.4	0.0	-	-	-0.4
公司整体测算(亿)	23.0	65.7	88.7	32.0	-	-	120.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
植物蛋白饮料(亿)	51.7	26.9	78.7	32.0	-	-	110.7
其他(亿)	-0.6	1.7	1.1	0.0	-	-	1.1
公司整体测算(亿)	51.2	28.6	79.8	32.0	-	-	111.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等偏上。确定性主要体现在其行业处于成熟期，历史盈利可预测性较强，短期出现剧烈变化的可能性相对低；但也存在行业高频数据可跟踪性较低、长期公司市占率较难预料等短板，综上所述估值确定性中等偏上。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。