

承德露露 (000848)

公司研究/动态报告

高层变动加速改革 老牌企业焕发青春

动态研究报告/食品饮料

2017 年 05 月 24 日

报告摘要:

● 营销放在首位, 管理体制改革先行

公司新的管理班子于今年 4 月份对组织架构进行了调整, 将原来 14 个部门优化合成 7 个部门+1 个营销中心, 强调营销中心的核心地位。形成以财务监督管理为核心, 销售为核心, 生产、科研为基础, 7 大管理部门围绕营销中心做服务新架构。这意味着公司将更加强营销, 重视营销体系建设, 有望扭转目前营销下滑的局面。

● 强调区域拓展, 弱化利润考核

一直以来, 承德露露的市场费用投放是偏谨慎的, 主要是由于大股东对管理层的考核主要以净利润为导向。今年一季度, 公司销售费用率 12.44%, 同比下降 6.19 个百分点, 主要是由于换届、停产等因素的影响。随着组织架构的调整, 今年大股东会管理层的考核也由利润导向转变为强调区域拓展。这一转变显示出大股东对露露未来发展的重视, 有望推动露露接下来的市场拓展。

● 蛋白类饮料快速增长, 有望享受发展红利

植物蛋白饮料成为饮料市场新亮点, 而作为杏仁露龙头的承德露露, 未来增长可期。根据前瞻网数据显示, 2007 年以来各饮料子行业增速最快的是植物蛋白饮料, 14 年行业收入突破千亿大关, 16 年行业收入达到 1217.2 亿元, 年复合增速高达 24.5%。承德露露有望受益于行业的高增长, 保持稳定的发展态势。

● 现金流稳定, 估值洼地有优势

具有食品饮料行业的普遍特性, 露露具有现金流稳定、负债率低、在手现金充裕等优势。近几年, 露露的资产负债率都保持在 30% 左右, 且几乎没有贷款。截至 2016 年底, 公司在手现金 21 亿元, 呈现良好财务状况。

公司 2017 年业绩弹性大, 内部改革持续推进, 组织结构调整, 营销渠道改进, 产品有较大提价空间, 业绩有望稳步提升。我们预计公司 2017 年销售收入增长 15%, 由于费用投放较多, 预测归母净利润增长 7.1%, 实现 EPS 0.49 元, 对应 PE 为 19.8 倍, 合理估值为 23-25 倍, 对应股价区间为 11.27-12.25, 给予强烈推荐评级。

● 风险提示: 1、原材料价格波动; 2、食品安全问题; 3、行业竞争激烈。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,521	2,899	3,421	4,037
增长率 (%)	-6.8%	15.0%	18.0%	18.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	450	482	556	682
增长率 (%)	-2.8%	7.1%	15.3%	22.7%
每股收益 (元)	0.46	0.49	0.57	0.70
PE (现价)	21.2	19.8	17.2	14.0
PB	4.8	3.9	3.2	2.6

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

强烈推荐

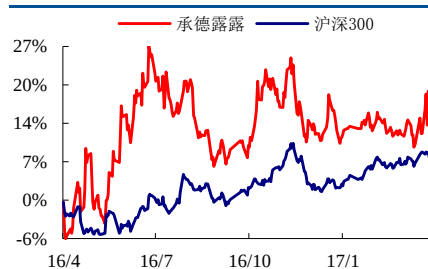
维持评级

合理估值: 11.27—12.25 元

交易数据 2017-5-23

收盘价 (元)	9.76
近 12 个月最高/最低 (元)	12.7/9.66
总股本 (百万股)	979
流通股本 (百万股)	978
流通股比例 (%)	99.94
总市值 (亿元)	96
流通市值 (亿元)	95

该股与沪深 300 走势比较



分析师: 陈柏儒

执业证号: S0100512100003

电话: 010-85127729

邮箱: chenbairu@mszq.com

研究助理: 孟斯硕

执业证号: S0100116050010

电话: 010-85127645

邮箱: mengsishuo@mszq.com

相关研究

- 1.承德露露 (000848): 管理层变更加速改革, 渠道整合增长可期
- 2.承德露露 (000848) 点评: 三季度收入微幅增长, 费用率下滑推升业绩

目录

一、营销放首位，管理体制改革先行.....	3
二、营销战略变化，新品上市值得期待.....	4
三、植物蛋白饮料前景广阔，有望享受发展红利.....	5
四、现金流稳定，估值洼地有优势.....	7
（一）现金流稳定，在手现金充裕.....	7
（二）估值洼地有优势，业绩有望迎来拐点.....	7
五、风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

一、营销放首位，管理体制改革先行

受原有国有体制的影响，承德露露在过去几年发展呈缓慢态势，去年年底，新的领导班子上任，并于今年年初开始对公司组织架构进行调整，强调营销部门在公司中的地位。我们认为管理体制改革的先行，是接下来营销改革以及营销发展的基础，承德露露未来发展可期。

新的领导班子于去年底正式上任。2016 年 11 月 28 日，原高层李兆军就不再担任公司总经理职位，而由副董事长鲁永明接任。2017 年 4 月 13 日，承德露露发布公告，原总经理、现公司董事长李兆军申请辞职，辞职后不再担任任何职位。这意味着新的管理团队正式掌管公司。

公司新的管理班子于今年 4 月份对组织架构进行了调整，将原来 14 个部门优化合成 7 个部门+1 个营销中心，强调营销中心的核心地位。形成以财务监督管理为核心，销售为核心，生产、科研为基础，7 大管理部门围绕营销中心做服务新架构。组织结构扁平化将释放内部活力，降低管理费用，增强营销、服务能力，提高公司营运效率，促进长期发展。同时，改革强化营销中心在经营中的地位，为接下来突破老旧营销体系，提升营销能力奠定基础。

表 1：新任董事会与高管大多具有万向系背景

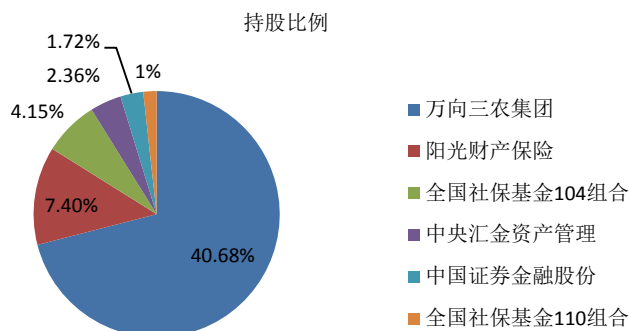
高管姓名	所任职位	任职背景
管大源	董事长	1980 年 3 月进入万向集团公司，历任万向集团公司总经理助理等职，现任万向集团公司副总裁等职位
鲁永明	副董事长、总经理、财务负责人	1991 年 9 月进入万向集团公司，历任万向集团公司财务部副总经理、北京德农种业有限公司总经理等职务，现任北京德农种业有限公司董事长等职
田向红	董事	现任万向控股的民生人寿北京分公司总经理
杨东时	董事	现任万向控股的民生人寿保险股份有限公司河南分公司总经理
曾波	董事	现任万向间接控股的上海大菱食品有限公司总经理

资料来源：Wind，民生证券研究院

目前，万向三农持股数量为 3.98 亿股，持股比例占总股本的 40.68%，为公司第一大股东。而从新任管理层情况来看，新总经理鲁永明 1991 年 9 月进万向，历任万向集团公司财务部综合组组长、万向创业投资有限公司副总经理。上任后万向系背景可以为露露向控股股东万向三农争取更多的发展资源，也便于双方之间实现沟通。

而公司现任董事长管大源 1980 年 3 月进入万向集团公司，历任万向集团公司总经理助理兼总经理办公室主任等职位，现任万向集团公司副总裁，万向创业投资股份有限公司董事长等职位。新增董事田向红、杨东时、曾波均为万向系成员，能够有效传达万向三农的战略与方针政策，体现大股东意志，减少战略实施干扰，促进公司稳定发展。

图 1: 万向三农集团为公司实际控制人



资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、营销战略变化，新品上市值得期待

与此次管理体制改革齐头并进的是营销中心的改革和营销策略的转变，据了解，新的营销人员的激励方案正在酝酿中，有望在 6 月份推出，希望通过薪酬激励来带动销售人员的积极性。同时，营销中心总监由孙向明担任，给营销团队带来新的活力。

根据公开信息，孙向明在承德露露销售部工作多年，一直为销售部骨干力量。2012 年曾获得万向集团评选的先进个人称号。作为更年轻的营销团队领导人，承德露露的营销理念和经营思路有望得到改变。

作为生产植物蛋白饮料的专业化龙头企业，承德露露不断开发新品布局市场，新包装的产品有望在今年下半年推出，这是继去年推出的新品后，对品牌形象的又一打造。

2016 年，公司推出甄选型杏仁露（原味、无糖）、甄选型纯核桃露（原味、无糖）以及针对·儿童消费群体的小露露五款新品，从包装到口味实现全面升级。新品在扩展以 90 后为代表的年轻消费群体的同时也巩固了已有的消费群体。小露露的推出，更是有效填补了儿童饮料市场空白的，从而渗透多年龄段消费群体，抢占市场份额，巩固龙头企业地位。

图 2: 承德露露推出五款新品，实现口味、包装全面升级



资料来源: 承德露露官网, 民生证券研究院

承德露露利用自身规模优势，稳步建设投资项目扩大产能，促进公司持续发展。目前，公司在承德本部及北京怀柔、河北廊坊、河南郑州四个地方建有生产基地，年生产能力超过40万吨，为公司持续发展提供了有力保障。

表 2：五款新品特点

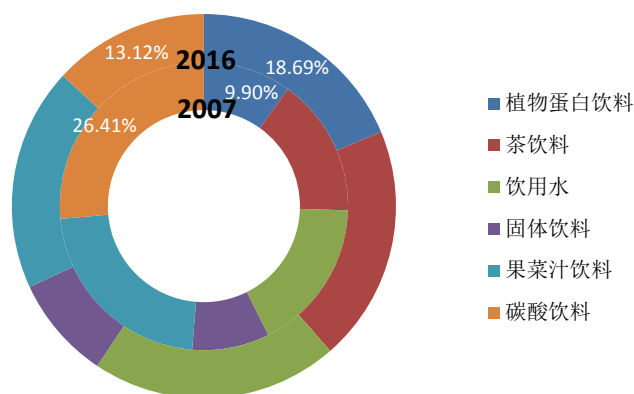
新品名称	口味	容量	配料
小露露	/	145ml	杏仁
甄选型杏仁露	原味、无糖	240ml	杏仁
甄选型纯核桃露	原味、无糖	240ml	核桃

资料来源：承德露露官网，民生证券研究院

三、植物蛋白饮料前景广阔，有望享受发展红利

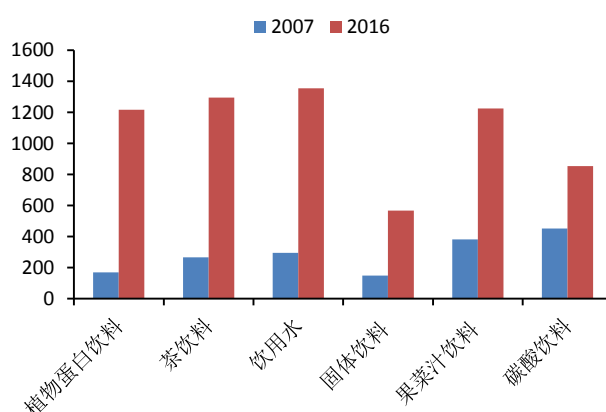
植物蛋白饮料成为饮料市场新亮点，而作为杏仁露龙头的承德露露，未来增长可期：**第一，市场需求增强，行业前景广阔。**随着中国消费者健康意识的增强，植物蛋白饮料因其“健康、天然、营养”的品类特征迎合行业发展趋势，受到越来越多消费者的青睐。消费观念的改变带动软饮料行业格局发生变动。16 年碳酸和固体饮料市场份额相比 07 年下滑一半多。饮用水、茶饮料和植物蛋白饮料上升很快，尤其是植物蛋白饮料，行业占比增加一倍多。市场需求旺盛推动植物蛋白饮料行业近十年间保持高增速。据前瞻网数据显示，2007 年以来各饮料子行业增速最快的是植物蛋白饮料，14 年行业收入突破千亿大关，16 年行业收入达到 1217.2 亿元，年复合增速高达 24.5%。行业未来几年的增速有望保持在 20% 以上，将领跑整个饮料制造市场，预计到 2020 年植物蛋白饮料市场规模达 2583 亿元。**第二，消费群体扩展，年龄结构多样化。**凯度消费者指数显示，植物蛋白饮料受到越来越多的年轻消费群体青睐，2015 年已占据 57% 的市场。其中，青少年家庭的户均消费量最高，年均消费可以达到每户 12 升。

图 3：植物蛋白饮料在软饮料子行业中市场份额逐步提高



资料来源：前瞻网，民生证券研究院

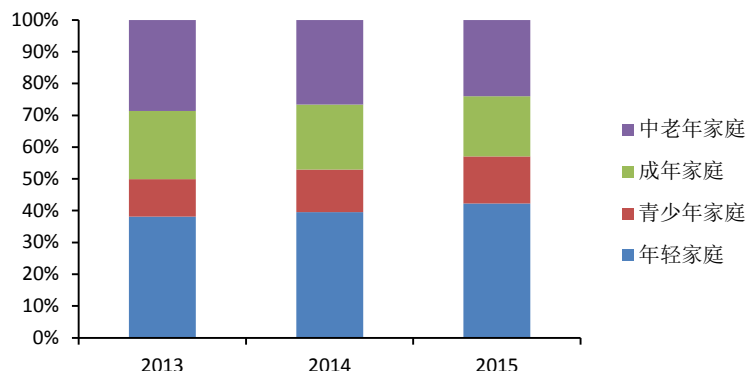
图 4：植物蛋白饮料市场规模高速增长，领跑软饮料行业



资料来源：前瞻网，民生证券研究院

虽然承德露露这几年比较竞争对手发展速度慢下许多，但是我们看好植物蛋白类饮料在国内未来的发展，露露有望享受行业的发展红利。

图 5: 植物蛋白饮料消费群体年龄结构多样化, 年轻群体占比大



资料来源: 凯度, 民生证券研究院

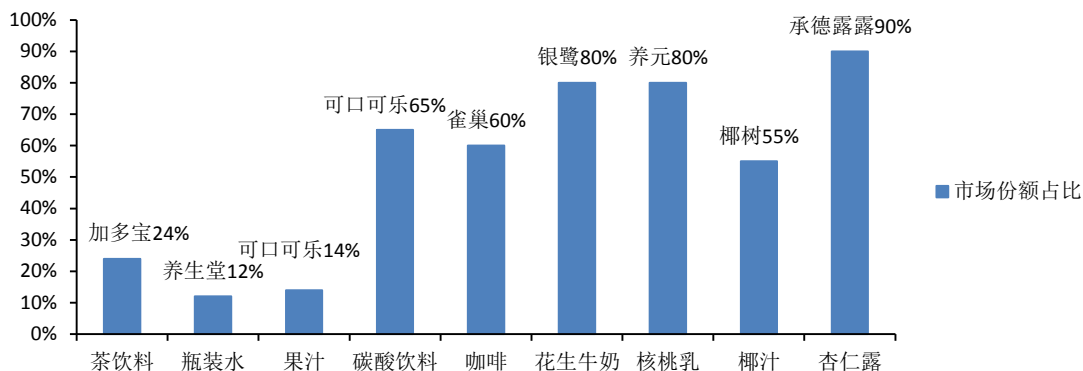
目前国内植物蛋白饮料行业竞争激烈, 行业呈现整体集中度低, 细分领域集中度高的格局。第一: 整体市场来看, 养元饮品、四川蓝剑、银鹭集团、椰树集团、承德露露分别占据行业第一到第五份额, 养元饮品为国内最大的植物蛋白饮料公司, 占据全国 8.34% 的市场份额, 其他的四个企业市场占有率不足 3.5%。整个植物蛋白饮料市场前十企业的份额仅为 24.43%, 因此行业整体呈现出集中度较低的局面。第二: 从细分市场来看, 养元、银鹭分别占据核桃乳、花生乳两个细分市场 80% 的市场份额, 椰树在椰汁市场占据 50% 以上的市场份额, 承德露露占据 90% 以上的杏仁露市场, 这些龙头企业各细分市场 50% 以上的市场份额, 细分领域集中度高。

表 3: 中国植物蛋白饮料行业竞争格局

主要企业	成立时间	上市状态	植物蛋白产品	销售额 (亿元)	市场份额	主要销售区域
养元饮品	1997	IPO 申请中	核桃乳为主, 包括核桃花生露、核桃杏仁露、果仁露等	91.16	8.34%	华北、西南等地区
四川蓝剑	2003	未上市	唯怡系列, 矿泉水、坚果饮料	37.00	3.38%	西南、华东等地区
椰树集团	1998	未上市	椰树牌椰汁为主,	29.89	2.73%	华南、华东等地区
承德露露	1997	深圳上市	杏仁露为主, 核桃露、花生露、果仁露等	27.03	2.47%	华北、东北等地区
达利园	1992	香港上市	花生牛奶	19.65	1.8%	华东、华南为主
维他奶	1991	香港上市	维他奶系列	16.05	1.47%	港澳为主, 已向中国大陆和海外拓展
银鹭食品	2000	未上市	花生牛奶为主	14.05	1.33%	华南、华北、西南等地区
维维食品	1994	上海上市	豆奶系列	5.59	0.51%	华北、华东、华中为主
中绿集团	2002	香港上市	豆奶系列	4.07	0.37%	东南沿海, 华中为主
惠尔康	1992	未上市	花生牛奶	2.19	0.20%	东南沿海地区

资料来源: 前瞻网, 民生证券研究院

图 6: 植物蛋白饮料细分领域行业集中度高, 龙头企业占比高



资料来源: 前瞻网, 民生证券研究院

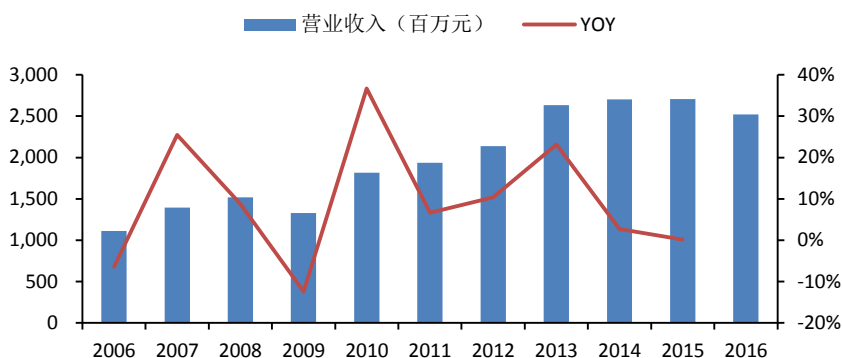
四、现金流稳定, 估值洼地有优势

(一) 现金流稳定, 在手现金充裕

从公司历年营业收入来看, 虽然近年增速有所下滑, 但总体保持稳定增长。作为植物蛋白饮料龙头企业, 承德露露拥有较强的产品力和品牌力。同时从毛利率来看, 承德露露毛利率 44.5%, 远远高于 29.43% 的行业平均水平。

具有食品饮料行业的普遍特性, 露露具有现金流稳定、负债率低、在手现金充裕等优势。近几年, 露露的资产负债率都保持在 30% 左右, 且几乎没有贷款。截至 2016 年底, 公司在手现金 21 亿元, 呈现良好财务状况。

图 7: 营业收入稳定增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 估值洼地有优势, 业绩有望迎来拐点

2016 年四季度和 2017 年一季度, 由于锅炉检修的问题, 露露发货受到影响, 也影响到公司业绩。今年二季度, 公司开始管理体制变革, 以及新的营销策略的实施, 有望扭转公司业绩下滑的局面, 形成经营拐点。

从目前来看, 公司静态估值为 20 倍左右, 我们预计公司 2017 年销售收入增长 15%, 由

于费用投放较多，预测归母净利润增长 7.1%，实现 EPS 0.49 元，对应 PE 为 19.8 倍，有较强的估值优势，给予强烈推荐评级。

五、风险提示

1、管理层经营效果未达预期；2、原材料价格波动超预期；3、行业竞争激烈。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,521	2,899	3,421	4,037
营业成本	1,413	1,635	1,950	2,300
营业税金及附加	25	27	32	38
销售费用	421	609	718	828
管理费用	62	73	87	102
EBIT	599	555	634	769
财务费用	(20)	(102)	(124)	(160)
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	(7)	(4)	(4)	(5)
营业利润	612	653	753	924
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	608	653	753	924
所得税	153	163	188	231
净利润	456	490	565	693
归属于母公司净利润	450	482	556	682
EBITDA	632	590	669	804

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2162	2517	3303	4194
应收账款及票据	15	10	13	16
预付款项	45	112	124	138
存货	233	230	269	320
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2458	2873	3714	4674
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	269	271	277	283
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	639	596	556	516
资产合计	3096	3469	4270	5189
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	282	240	296	354
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1047	929	1165	1391
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	43	43	43	43
非流动负债合计	43	43	43	43
负债合计	1090	972	1208	1434
股本	979	979	979	979
少数股东权益	30	38	47	58
股东权益合计	2006	2497	3062	3755
负债和股东权益合计	3096	3469	4270	5189

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-6.8%	15.0%	18.0%	18.0%
EBIT 增长率	0.3%	-7.4%	14.2%	21.4%
净利润增长率	-2.8%	7.1%	15.3%	22.7%
盈利能力				
毛利率	43.9%	43.6%	43.0%	43.0%
净利润率	17.9%	16.6%	16.3%	16.9%
总资产收益率 ROA	14.5%	13.9%	13.0%	13.1%
净资产收益率 ROE	22.8%	19.6%	18.5%	18.5%
偿债能力				
流动比率	2.3	3.1	3.2	3.4
速动比率	2.1	2.8	3.0	3.1
现金比率	2.1	2.7	2.8	3.0
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.5	0.3	0.4	0.4
存货周转天数	51.5	51.4	50.3	50.9
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.6	0.7
每股净资产	2.0	2.5	3.1	3.8
每股经营现金流	0.8	0.4	0.8	0.9
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.2	19.8	17.2	14.0
PB	4.8	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	11.7	11.9	9.3	6.7
股息收益率	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	456	490	565	693
折旧和摊销	32	36	35	35
营运资金变动	339	(177)	181	157
经营活动现金流	831	353	786	890
资本开支	14	(7)	(5)	(6)
投资	(7)	0	0	0
投资活动现金流	(21)	3	0	1
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(151)	0	0	0
现金净流量	660	356	786	891

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：万向三农集团为公司实际控制人.....	4
图 2：承德露露推出五款新品，实现口味、包装全面升级.....	4
图 3：植物蛋白饮料在软饮料子行业中市场份额逐步提高.....	5
图 4：植物蛋白饮料市场规模高速增长，领跑软饮料行业.....	5
图 5：植物蛋白饮料消费群体年龄结构多样化，年轻群体占比大增加.....	6
图 6：植物蛋白饮料细分领域行业集中度高，龙头企业占比高.....	7
图 7：营业收入稳定增长.....	7

表格目录

表 1：新任董事会与高管大多具有万向系背景.....	3
表 2：五款新品特点.....	5
表 3：中国植物蛋白饮料行业竞争格局.....	6

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

孟斯硕，北京航空航天大学经济学学士，长江商学院FMBA，2016年加入民生证券，从事食品饮料研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。