

承德露露 (000848)

公司研究/简评报告

二季度业绩回暖 或迎来业绩拐点

简评报告/食品饮料

2017年07月31日

一、事件概述

公司半年报显示,上半年实现营业收入 10.38 亿,同比下降 29.00%,归母净利润 2.28 亿,同比下降 16.60%。其中 2Q 实现销售收入增长 18.73%,归母净利润增长 3.09%。

二、分析与判断

➤ 二季度收入利润转正

受雾霾停工、设备故障等因素影响,今年一季度公司收入和利润出现 30% 以上的下滑。二季度为传统的淡季,收入仍保持了较快的增长,一方面是今年公司对营销体制和销售激励方面做了调整,另一方面今年年初公司提价 8-10% 对收入端也有贡献。

➤ 管理体制改革显效

今年 4 月份以来,公司对内部组织架构进行了调整,将原来 14 个部门重新组织成为 7 个后台部门加 1 个营销中心,同时营销中心采取事业部的形式进行组织和管理。目前体制改革和人员布置已经到位,二季度营销中心已经加大对早餐市场的宣传和布局,组织了一系列的宣传活动,并对经销商做了优化。从二季度应收改善上来看,体制改革效果已经初显。

➤ 产品发展思路更清晰

新领导班子组建以来,对露露的产品定位越来越清晰,未来将聚焦杏仁露这个品类,弱化核桃露的营销和市场竞争。其中高端品牌以无糖的新品为主,低端以传统露露为主,新市场培育以小露露为主。我们认为集中资源重点突出杏仁露产品,能够强化杏仁露的竞争优势,未来成长比较可期。

三、盈利预测与投资建议

作为行业龙头企业,公司处于改革发展新阶段,未来有望早日突破,实现新的发展: 1) 植物蛋白饮料市场未来将保持 20% 左右增速,市场前景广阔,产品提价空间较大; 2) 公司核心领导班子变更,新任管理层开始着手全面变革,将为公司带来积极的发展因素; 3) 公司不断推出新产品,同时整合营销渠道,促进收入和利润空间进一步释放。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.47 元、0.52 元和 0.62 元,2017 年对应 PE 20.9 倍,合理估值区间为 27-30 倍,价格区间 13-14.1 元,给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示: 新管理层经营不达预期; 原材料价格波动; 行业竞争激烈等。

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	2,395	2,754	3,250
增长率(%)	-6.8%	-5.0%	15.0%	18.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	450	456	506	606
增长率(%)	-2.8%	1.3%	10.9%	19.7%
每股收益(元)	0.46	0.47	0.52	0.62
PE(现价)	21.2	20.9	18.9	15.8
PB	4.8	3.9	3.2	2.7

资料来源:公司公告、民生证券研究院

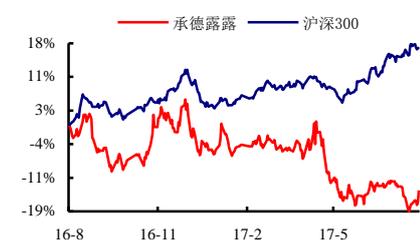
强烈推荐 维持评级

合理估值: 13—14.1 元

交易数据 2017-7-28

收盘价(元)	9.76
近 12 个月最高/最低	12.5/9.24
总股本(百万股)	979
流通股本(百万股)	978
流通股比例(%)	99.97
总市值(亿元)	96
流通市值(亿元)	95

该股与沪深 300 走势比较



资料来源:wind资讯,民生证券研究院

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: 7645

邮箱: mengsishuo@mszq.com

研究助理: 黄瑞云

执业证号: S0100116070069

电话: 010-85127728

邮箱: huangruiyun@mszq.com

相关研究

1.《高层变动加速改革 老牌企业焕发青春》

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	2,395	2,754	3,250
营业成本	1,413	1,385	1,593	1,879
营业税金及附加	25	22	26	31
销售费用	421	407	496	585
管理费用	62	61	70	82
EBIT	599	520	570	673
财务费用	(20)	(102)	(120)	(153)
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	(7)	(4)	(4)	(5)
营业利润	612	618	686	821
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	608	618	686	821
所得税	153	154	171	205
净利润	456	464	515	616
归属于母公司净利润	450	456	506	606
EBITDA	632	555	605	707

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2162	2390	3079	3862
应收账款及票据	15	8	11	13
预付款项	45	95	101	113
存货	233	195	219	262
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2458	2691	3414	4253
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	3287	3970	4769
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	282	204	242	289
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1047	774	942	1125
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	817	985	1168
股本	979	979	979	979
少数股东权益	30	38	46	56
股东权益合计	2006	2470	2985	3601
负债和股东权益合计	3096	3287	3970	4769

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-6.8%	-5.0%	15.0%	18.0%
EBIT 增长率	0.3%	-13.3%	9.6%	18.0%
净利润增长率	-2.8%	1.3%	10.9%	19.7%
盈利能力				
毛利率	43.9%	42.2%	42.2%	42.2%
净利润率	17.9%	19.1%	18.4%	18.7%
总资产收益率 ROA	14.5%	13.9%	12.8%	12.7%
净资产收益率 ROE	22.8%	18.8%	17.2%	17.1%
偿债能力				
流动比率	2.3	3.5	3.6	3.8
速动比率	2.1	3.2	3.4	3.5
现金比率	2.1	3.1	3.3	3.4
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2
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	0.8	0.8	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.5	0.6
每股净资产	2.0	2.5	3.0	3.6
每股经营现金流	0.8	0.2	0.7	0.8
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.2	20.9	18.9	15.8
PB	4.8	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	11.7	12.9	10.7	8.0
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	464	515	616
折旧和摊销	32	36	35	35
营运资金变动	339	(278)	134	126
经营活动现金流	831	226	688	782
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	228	689	783

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。

黄瑞云，中国社会科学院金融学硕士，2016年加入民生证券研究院，从事食品饮料行业及上市公司研究。

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。