

销售激励持续投入，静待新品加速推广

2018年07月30日

强烈推荐/维持

承德露露

财报点评

——承德露露（000848）2018 半年度财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
范堃基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554025

事件：

公司发布半年度财报。2018 年上半年，公司实现营业收入 117,961.69 万元，同比增长 13.61%；实现营业利润 34,262.67 万元，同比增长 9.14%；实现归属于母公司所有者的净利润 25,296.35 万元，同比增长 11.12%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	545.95	791.23	247.04	521.64	551.96	895.59	284.02
增长率（%）	-4.99%	-36.92%	18.73%	1.76%	1.10%	13.19%	14.97%
毛利率（%）	41.90%	47.61%	37.16%	48.10%	50.46%	52.94%	50.60%
期间费用率（%）	18.63%	13.47%	18.61%	22.86%	27.25%	19.28%	32.44%
营业利润率（%）	20.33%	33.10%	21.07%	21.91%	23.94%	32.98%	16.64%
净利润（百万元）	88.47	199.69	29.77	92.08	96.60	218.60	33.50
增长率（%）	-26.22%	-19.36%	01.06%	02.12%	09.19%	09.47%	12.53%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.20	0.03	0.09	0.10	0.22	0.04
资产负债率（%）	35.20%	13.83%	14.94%	20.70%	27.69%	17.90%	16.56%
净资产收益率（%）	4.41%	9.05%	1.61%	4.75%	4.75%	9.71%	1.87%
总资产收益率（%）	2.86%	7.80%	1.37%	3.77%	3.44%	7.97%	1.56%

观点：

- **主要财务指标总体向好，营收利润双增长。**公司上半年营收同比增长13.61%，2018年Q2公司营收增长率同比增长14.97%，是继2017年Q2之后，连续第五个季度正向增长。同时，公司上半年营业利润和归母净利润分别增长9.14%、11.12%。一改去年营收利润双下降的不利局面，公司经营状况不断好转和改善。2017年以来，公司加强产品在销售终端的展示和促销，促进销售收入增长；新品露露逐渐被消费市场认可，销售额较一季度有所上涨；营业成本有所下降，2018年上半年，公司营业成本同比下降1.41%。
- **加大品牌营销投入力度，调整一线销售人员收入构成，激发产品销售新活力。**公司销售费用大幅增加，同比增长79.93%，而这主要是由于公司调整营销策略，营销力度加大所致。通过结合线上营销和线下推广的新营销模式，搭建沟通品牌与消费者的桥梁。线上营销通过微信客户端发布“露露邀你来当代言人”

的H5活动, 以此与微信用户进行互动, 利用新兴技术突显了热饮新产品的健康早餐首选的市场定位, 受到年轻消费者的青睐。线下营销方式主要通过推出线下活动——早餐巴士计划, 早餐营养巴士从北京出发, 经过石家庄、郑州、西安、大连, 历时1个月, 穿越3447公里, 吸引了近10万的白领参与互动。通过线上和线下营销的推广, 使得公司产品的品牌力和影响力得到提升。此外, 公司2018年开始调整销售人员的收入构成, 使收入与业绩直接挂钩, 通过实施企业系统管理信息化, 实时掌握个人收入情况, 变被动管理为主动经营, 使其自运行、自增长, 提升了一线人员的积极性和主观能动性, 为产品销售增添动力。通过多方面的努力, 促进公司营销的改善和提升。

- **新品推高公司毛利率上涨, 不断改善产品渠道。**公司自今年上半年推出新品后, 加强了产品的营销工作, 新品促进毛利率不断上涨, 公司上半年实现毛利率均值为51.87%。公司今年的销售重点是新品露露, 下一步将扩大新品露露的销售市场同时加速渠道下沉, 加速拓展乡镇市场份额, 提高产品在乡村地区的销售终端的铺货量。随着南方市场的打开和新品推广的加速, 未来公司新品占有率会进一步提高, 后续销售可能会呈加速趋势。

➤ **结论:**

随着公司管理层的变更, 公司治理结构不断完善, 新产品市占率的进一步提升叠加营销激励的改革使得公司产品力和品牌力逐步提高, 预计公司2018年业绩将持续稳定增长。预计公司2018-2020年归属上市公司的净利润分别为: 4.95亿元、6亿元和7.12亿元, 对应EPS分别为0.51元、0.61元和0.73元, 给予公司2018年25倍估值, 对应目标价12.75元。给予公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示: 食品安全的风险、植物蛋白饮料行业需求下滑、区域扩张不达预期

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	2458	2187	2507	2959	3547	营业收入	2521	2112	2437	2851	3278		
货币资金	2162	1906	2222	2635	3180	营业成本	1413	1114	1179	1356	1545		
应收账款	5	0	4	5	5	营业税金及附加	25	23	33	38	43		
其他应收款	3	0	0	0	0	营业费用	421	378	509	590	672		
预付款项	45	22	22	22	22	管理费用	62	64	73	85	95		
存货	233	258	258	297	339	财务费用	-20	-19	-21	-24	-29		
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.82	0.61	0.10	0.10	0.10		
非流动资产合计	639	625	539	476	414	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	6	5	5	5	5	投资净收益	-6.70	-1.04	-0.60	-1.00	-1.00		
固定资产	269	260	229	198	167	营业利润	612	560	662	806	951		
无形资产	327	317	285	254	222	营业外收入	2.28	0.28	0.18	0.20	0.20		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.84	0.08	0.01	0.02	0.02		
资产总计	3096	2812	3046	3435	3961	利润总额	608	561	662	806	951		
流动负债合计	1047	730	840	986	1151	所得税	153	142	168	202	234		
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	456	418	494	604	716		
应付账款	282	197	210	241	275	少数股东损益	5	5	-1	4	4		
预收款项	640	392	489	603	734	归属母公司净利润	450	414	495	600	712		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	942	879	704	844	984		
非流动负债合计	43	48	0	0	0	EPS（元）	0.46	0.42	0.51	0.61	0.73		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	1090	778	840	986	1151	成长能力							
少数股东权益	30	35	34	38	42	营业收入增长	-6.85%	-16.23	15.39%	16.98%	14.99%		
实收资本(或股本)	979	979	979	979	979	营业利润增长	-0.23%	-8.43%	18.18%	21.64%	18.01%		
资本公积	17	17	17	17	17	归属于母公司净利润	19.72%	-8.16%	19.72%	21.20%	18.72%		
未分配利润	677	644	471	291	148	获利能力							
归属母公司股东权	1976	1998	2172	2412	2768	毛利率(%)	43.94%	47.25%	51.61%	52.44%	52.86%		
负债和所有者权	3096	2812	3046	3435	3961	净利率(%)	18.08%	19.80%	20.28%	21.19%	21.85%		
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润（%）	14.55%	14.71%	16.26%	17.47%	17.99%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	22.79%	20.70%	22.80%	24.88%	25.74%	
经营活动现金流	831	149	595	750	874	偿债能力							
净利润	456	418	494	604	716	资产负债率(%)	35%	28%	28%	29%	29%		
折旧摊销	349.89	337.51	0.00	62.55	62.55	流动比率	2.35	2.99	2.98	3.00	3.08		
财务费用	-20	-19	-21	-24	-29	速动比率	2.13	2.64	2.68	2.70	2.79		
应收账款减少	0	0	-4	-1	-1	营运能力							
预收帐款增加	0	0	97	114	131	总资产周转率	0.90	0.71	0.83	0.88	0.89		
投资活动现金流	-21	-14	0	-1	-1	应收账款周转率	690	741	1141	656	651		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.31	8.81	11.96	12.63	12.69		
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股指标（元）							
投资收益	-7	-1	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.42	0.51	0.61	0.73		
筹资活动现金流	-151	-391	-301	-336	-327	每股净现金流(最新	0.67	-0.26	0.30	0.42	0.56		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.02	2.04	2.22	2.46	2.83		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	226	0	0	0	0	P/E	22.26	24.38	20.24	16.70	14.07		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.07	5.01	4.61	4.15	3.62		
现金净增加额	660	-256	294	413	545	EV/EBITDA	8.35	9.23	11.07	8.75	6.95		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。