

投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价 (元)	9.88
52 周最高 (元)	11.78
52 周最低 (元)	8.20
总市值 (亿元)	96.68
流通市值 (亿元)	96.66
总股本 (亿股)	9.79
流通股本 (亿股)	9.78

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

相关研究报告

承德露露 (000848.SZ):

提升管理水平，业绩增速转正

核心观点：

● 2018H1 收入、净利润双增长

7 月 27 日晚间，公司披露 2018H1 财报：上半年实现营业收入 11.80 亿元，同比增长 13.61%。实现归母净利润 2.53 亿元，同比增长 11.12%；扣非后净利润 2.53 亿元，同比增长 14.97%。上半年净利率 21.37%，同比增加-0.73 个百分点。

● 加大广告、促销，收入同比增长转正

2018H1，公司销售费用 2.44 亿元，增加 1.08 亿元，同比增长 79.93%；营业收入增长额为 1.41 亿元。公司的销售费用主要为广告宣传费和工资薪酬，分别为 1.10 亿元和 0.82 亿元，分别同比增长 136%和 166%。公司通过加大线上促销、广告投放、线下推广等方式扩大营销，2018Q1、2018Q2 分别同比增长 13.19%、14.97%。

● 推出新品、销售薪酬改革，企业现活力

2018 年 1 月，公司推出新品“热饮款露露杏仁露”，定位年轻白领，通过便利店、商业楼等渠道进行产品投放，公司上半年广告宣传费大增也与新品推广有关。公司进行销售端管理改革，加大一线销售投入，收入与个人业绩直接挂钩，调动了销售人员积极性，虽然工资支出同比大增，但更大的促进了销售收入的增长。我们认为，推出新品、销售改革体现的是本届管理层的改革决心，公司活力有望被进一步激发。作为老牌植物蛋白饮料企业，承德露露在营收上较养元饮品存在较大差距，一定程度上预示了增长的可能性。

● 收入具有季节性，预收账款预示向好

上半年，公司总资产减少 6.59 亿元，负债减少 4.29 亿元。资产端，货币资金减少 5.17 亿元，主要用于偿还流动负债；存货减少 1.21 亿元，比期初减少 47%，存货周转能力提升。负债端，应付账款减少 1.25 亿元，减少 63%；预收账款减少 2.45 亿元，减少 63%。公司资产负债结构相比期初存在较大变动与经营周期有关，露露产品

销量 Q1 最高，其次是 Q3、Q4，Q2 为淡季。实际上，2018H1 末的预收账款相比 2017 年 H1 末增长 14.59%，一定程度上体现了渠道商打款的积极性。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.50 元、0.58 元和 0.66 元，对应的动态市盈率分别为 19.64 倍、17.08 倍和 15.01 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险提示

原材料价格上涨；新品市场推广不顺利。

盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	2111.87	2407.53	2696.44	2966.08
增长率（%）	-16.23%	14.00%	12.00%	10.00%
净利润（百万）	418.14	492.16	566.01	644.30
增长率（%）	49.24%	17.70%	15.00%	13.83%
EPS（元）	0.42	0.50	0.58	0.66
PE	23.38	19.64	17.08	15.01

数据来源：承德露露公告、中邮证券研发部

财务报表预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2111.87	2407.53	2696.44	2966.08	货币资金	1905.66	2039.73	2181.40	2429.16
营业总成本	1560.02	1756.81	1941.76	2107.01	应收款项	0.26	0.30	0.33	0.37
营业成本	1113.97	1167.65	1280.81	1379.23	预付款项	22.17	22.17	22.17	22.17
税金及附加	23.23	32.50	36.40	40.04	其他应收款	0.30	0.34	0.38	0.42
销售费用	377.63	505.58	566.25	622.88	存货	258.31	249.61	273.76	294.75
管理费用	63.61	72.23	80.89	88.98	其他流动资产	0.08	0.08	0.08	0.08
财务费用	-19.03	-21.20	-22.69	-24.27	流动资产合计	2186.78	2312.24	2478.13	2746.95
资产减值损失	0.61	0.05	0.10	0.15	长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	8.50	5.49	0.00	0.00	固定资产	282.42	241.16	267.99	263.25
投资收益	-1.04	-0.33	0.00	0.00	无形资产	317.05	343.57	333.12	322.99
其他收益	9.54	6.10	0.00	0.00	商誉	2.81	2.81	2.81	2.81
营业利润	560.35	656.21	754.67	859.07	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
加:营业外收入	0.28	0.01	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00
减:营业外支出	0.08	0.00	0.00	0.00	长期金融资产	6.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	560.55	656.22	754.67	859.07	其他非流动资产	16.28	16.28	16.28	16.28
减:所得税	142.41	164.05	188.67	214.77	非流动资产合计	624.84	603.82	620.20	605.33
净利润	418.14	492.16	566.01	644.30	资产合计	2811.64	2916.05	3098.33	3352.29
归属母公司股东净利润	413.60	492.16	566.01	644.30	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					应付及预收款项	338.85	386.29	432.64	475.91
					预收款项	391.56	446.38	499.94	549.94
					其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动负债合计	730.41	832.67	932.59	1025.85
					长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他长期负债	48.03	77.15	77.79	78.48
					非流动负债合计	48.03	77.15	77.79	78.48
					负债合计	778.43	909.82	1010.38	1104.33
					股本	978.56	978.56	978.56	978.56
					资本公积	17.31	17.31	17.31	17.31
					留存收益	1002.49	1010.36	1092.08	1252.09
					归属于母公司所有者权益合计	1998.37	2006.23	2087.95	2247.96
					少数股东权益	34.84	0.00	0.00	0.00
					所有者权益合计	2033.21	2006.23	2087.95	2247.96
					负债和所有者权益合计	2811.64	2916.05	3098.33	3352.29
现金流量表 (百万元)									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
净利润	418.14	492.16	566.01	644.30					
加:折旧与摊销	31.16	30.18	29.56	31.31					
资产减值准备	0.61	0.05	0.10	0.15					
其他不属于经营活动净流出的项目	1.60	-0.05	0.00	0.00					
营运资本的减少	-302.71	110.87	75.70	72.19					
经营活动现金流量净额	148.80	633.22	671.36	747.95					
投资活动现金流入	0.83	0.02	0.00	0.00					
购建固定资产、无形资产投入	14.40	14.90	45.40	15.90					
其他支付的与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	0.00					
投资活动产生的现金流量净额	-13.57	-14.88	-45.40	-15.90					
筹资活动产生的现金流量	-391.43	-484.29	-484.29	-484.29					
现金及现金等价物净增加额	-256.20	134.05	141.67	247.76					
期初现金及现金等价物余额	2,161.88	1,905.68	2,039.77	2,181.44					
期末现金及现金等价物余额	1,905.68	2,039.73	2,181.44	2,429.20					
盈利预测					财务指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2111.87	2407.53	2696.44	2966.08	毛利率	47.25%	51.50%	52.50%	53.50%
营业收入增长率	-16.23%	14.00%	12.00%	10.00%	净利率	19.80%	20.44%	20.99%	21.72%
净利润 (百万元)	418.14	492.16	566.01	644.30	资产负债率	0.28	0.31	0.33	0.33
净利润增长率	49.24%	17.70%	15.00%	13.83%	存货周转率	4.31	4.68	4.68	4.68
EPS (元)	0.42	0.50	0.58	0.66	总资产周转率	0.75	0.83	0.87	0.88
PE	23.38	19.64	17.08	15.01	ROE	20.34%	24.53%	27.11%	28.66%

数据来源: wind、承德露露公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。