

新品平稳过渡，19年有望提速增长

——承德露露（000848）2018年财报点评

2019年03月24日

推荐/下调

承德露露

财报点评

刘畅	首席分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
吴文德	研究助理	
	wuwd@dxzq.net.cn	010-66554025

事件：

3月16日，公司发布2018年年报，2018年公司实现营业收入21.2亿元，同比增加0.48%；实现归母净利润4.13亿元，同比下降0.13%。其中，Q4公司实现营收4.48亿元，同比下降18.80%，实现归母净利润0.63亿元，同比减少33.51%。公司2018年经营活动现金净流量5.23亿元，较2017年提升251.48%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	247.04	521.64	551.96	895.59	284.02	494.18	448.17
增长率（%）	18.73%	1.76%	1.10%	13.19%	14.97%	-5.27%	-18.80%
毛利率（%）	37.16%	48.10%	50.46%	52.94%	50.60%	51.29%	45.90%
期间费用率（%）	18.61%	22.86%	25.17%	19.28%	32.44%	23.72%	25.21%
营业利润率（%）	21.07%	23.84%	22.11%	32.98%	16.64%	26.25%	17.11%
净利润（百万元）	29.77	92.08	96.60	218.60	33.50	96.62	63.93
增长率（%）	01.06%	02.12%	09.19%	09.47%	12.53%	04.94%	-33.82%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.09	0.10	0.22	0.04	0.10	0.06
资产负债率（%）	14.94%	20.70%	27.69%	17.90%	16.56%	18.57%	31.18%
净资产收益率（%）	1.61%	4.75%	4.75%	9.71%	1.87%	5.11%	3.27%
总资产收益率（%）	1.37%	3.77%	3.44%	7.97%	1.56%	4.16%	2.25%

观点：

- 吨价提升带来业绩微增，新品收入略低于预期。公司2018年实现营业收入21.2亿元，同比小幅增长0.48%，扭转了16、17年营收持续下滑的趋势。公司业绩微增的主要原因，一是植物蛋白饮料行业在伊利、达能等企业推广豆奶等产品，以及各公司产品结构升级的背景下迎来复苏。行业销售收入增幅由2013年的11.92%一路下滑至17年的4.97%，于18年回升至7.32%以上。公司作为行业龙头，率先受益行业增速回升。二是公司新品露露上市，推动公司吨收入上升。新品露露较普通款价格提升25%，这也使得公司2018年吨收入9728.08元/吨，同比+11.49%。分季度来看，公司单季度增速逐季降低，Q1-Q4依次为13.19%/14.97%/-5.27%/-18.80%。公司从3季度开始增速下行，主要原因是公司在18年5月决定在全国重点城市推广新品“热饮款露露杏仁露”，同时取消普通款露露的销售。新产品的培育通常需要一定的过程，待市场接受后，新品露露有望成为公司新的利润增长点。

- **新品业绩值得期待, 公司毛利率和净利率有望持续改善。**2018年公司实现归母净利润4.13亿元, 同比-0.13%, 利润的小幅下滑主要有销售费用激增导致。我们认为, 未来随着新品培育的不断成熟, 公司的业绩有望明显改善。首先, 新品露露的推出使得2018年公司毛利率上升至50.76%, 较17年同期增长3.5pct。公司下一步的重点是扩大新品露露的销售市场, 同时加速渠道下沉。随着新品露露占比的持续提升, 公司的毛利率有望持续改善。另一方面, 公司广告费用的投入以及薪酬体系的调整, 将更有效的帮助公司进行市场培育和新品推广, 而此部分投入有望推动销量和收入的增长, 进而改善公司盈利水平。
- **品牌营销力度加大, 薪酬体系调整, 激发公司销售新活力。**公司2018年产生销售费用4.78亿元, 同比+26.6%, 销售费用率22.53%, 较17年提升4.65pct。为配合新品的推广, 公司在上半年大幅投入销售费用, 2018H1销售费用同比79.93%。销售费用的提升主要来自两方面, 一方面是公司新品推广力度大, 广告投放力度加大。公司2018年广告宣传费用为2.35亿元, 同比增加55.81%。公司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。另一方面, 公司从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。对销售一线加大投入, 通过系统管理, 实时掌握个人业绩及收入, 激发其工作的积极性和主观能动性。我们认为公司通过广告费用的投放和薪酬体系的调整, 将有效的激发公司销售活力, 为公司未来业绩增长奠定良好的基础。而未来随着新品市场的逐步成熟, 公司销售费用大幅增长的现象也有望减弱。

结论:

随着新品露露的持续推广和渠道下沉, 加之消费者对“健康饮品”概念的青睐, 我们持续看好公司未来发展。预计公司2019-2021年实现营业收入22.28亿元、23.50亿元和24.92亿元, 同比增长4.99%、5.50%和6.01%, 实现净利润4.57亿元、5.11亿元和5.75亿元, 同比10.87%、11.70%和12.47%。EPS分别为0.46、0.52和0.59元, 当前股价对应的PE分别为19.94x、17.82x和15.81x, 给予公司“推荐”评级。

风险提示: 食品安全问题, 植物蛋白行业需求下行, 公司新品推广不及预期等。

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2187	2237	2297	2409	2547	营业收入	2112	2122	2228	2350	2492
货币资金	1906	1927	2001	2105	2232	营业成本	1114	1045	1060	1087	1133
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	23	25	25	27	28
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	378	478	501	524	536
预付款项	22	26	28	29	30	管理费用	64	43	45	47	45
存货	258	283	267	271	279	财务费用	-19	-26	-19	-19	-20
其他流动资产	0	0	1	3	5	资产减值损失	0.61	1.59	1.01	1.07	1.22
非流动资产合计	625	605	607	609	608	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5	4	4	4	4	投资净收益	-1.04	-1.52	-3.09	-1.88	-2.16
固定资产	259.75	248.05	258.87	293.13	325.27	营业利润	560	549	611	682	767
无形资产	317	307	300	293	286	营业外收入	0.28	0.30	0.95	0.51	0.59
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.08	0.13	2.01	0.74	0.96
资产总计	2812	2843	2905	3017	3155	利润总额	561	549	610	681	766
流动负债合计	730	837	922	1007	1114	所得税	142	137	152	170	192
短期借款	0	0	51	30	66	净利润	418	413	457	511	575
应付账款	197	106	146	129	145	少数股东损益	5	0	3	2	2
预收款项	392	625	616	741	802	归属母公司净利润	414	413	454	509	573
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	879	851	630	701	786
非流动负债合计	48	50	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.42	0.46	0.52	0.59
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	778	886	922	1007	1114	成长能力					
少数股东权益	35	34	38	40	42	营业收入增长	-16.23	0.48%	4.99%	5.50%	6.01%
实收资本(或股本)	979	979	979	979	979	营业利润增长	-8.43%	-2.02%	11.29%	11.54%	12.48%
资本公积	17	17	17	17	17	归属于母公司净利润	9.99%	11.94%	9.99%	11.94%	12.66%
未分配利润	644	526	107	-360	-888	获利能力					
归属母公司股东权	1998	1922	1945	1970	1999	毛利率(%)	47.25%	50.76%	52.41%	53.75%	54.54%
负债和所有者权	2812	2843	2905	3017	3155	净利率(%)	19.80%	19.45%	20.53%	21.74%	23.07%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
经营活动现金流	149	523	471	632	657	偿债能力					
净利润	418	413	457	511	575	资产负债率(%)	28%	31%	32%	33%	35%
折旧摊销	337.51	327.93	0.00	27.37	27.96	流动比率	2.99	2.67	2.49	2.39	2.29
财务费用	-19	-26	-19	-19	-20	速动比率	2.64	2.34	2.20	2.12	2.04
应付账款的变化	0	0	0	0	0	营运能力					
预收账款的变化	0	0	-9	125	61	总资产周转率	0.71	0.75	0.78	0.79	0.81
投资活动现金流	-14	-12	-19	-17	-16	应收账款周转率	741	9942	13390	13422	13453
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.81	14.00	17.73	17.13	18.20
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	-2	-3	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.42	0.46	0.52	0.59
筹资活动现金流	-391	-490	-362	-485	-489	每股净现金流(最新)	-0.26	0.02	0.09	0.13	0.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.04	1.96	1.99	2.01	2.04
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	22.05	22.05	19.94	17.82	15.81
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.53	4.71	4.66	4.60	4.53
现金净增加额	-256	21	90	130	152	EV/EBITDA	8.14	8.39	11.28	9.96	8.78

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、健康食品等研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名, 万得wind食品饮料最佳分析师第三名, 同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士, 2018年加入东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究。

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。