

证券研究报告—动态报告

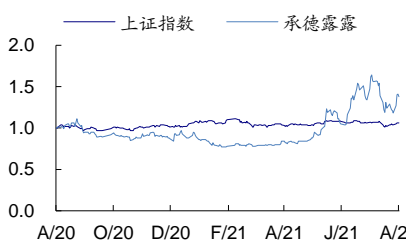
食品饮料

饮料

承德露露(000848)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 13 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,076/1,076
总市值/流通(百万元)	11,604/11,604
上证综指/深圳成指	3,525/14,902
12 个月最高/最低(元)	13.88/6.09

相关研究报告:

《承德露露-000848-深度报告: 走在正确的道路上: 品牌积淀深、改革决心足》——2021-08-10

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
Q2 业绩超预期, 经营拐点显现

● **Q2 高增来自销售体系薪酬改革成效显现、经销商信心加强、疫情恢复** 公司公告 21H1 收入 +36%、利润+40%; 其中 Q2 收入+162%、利润+242%, 超市场预期。我们认为 Q2 虽然为淡季, 但在毛利率承压背景下, 依然实现了超高速增长, 是新任管理层改革成效的显现: 首先①上半年各个区域终端网点数增长率都在个位数, 渠道拓张不是高增主因。②终端调研看, 渠道库存低, 同时公司库存同比下降 50%多说明公司库存亦很低。由此 Q2 高增源自真实动销好。

- ✓ **高增原因:** ①经过疫情考验, 经销商信心恢复; ②今年销售体系激励机制改革, 浮动的考核机制增加了销售人员积极性; ③疫情同比复苏。
- ✓ **分地区看:** 北部/中部/其他地区营收分别同比 34.7%/52.6%/74.1%, 说明非优势市场增速更快。
- ✓ **H1 净利润增速高于收入增速 3 个点, 主因销售费用率下降 8 个多点 (财务费用增加约 4 个点), 其他费用率基本稳定。**

● **新任管理层锐意进取, 我们认为公司品牌积淀深厚, 走在正确的道路上, 拐点显现, 进入新成长通道可期**

展望未来, 上半年公司新董事长沈志军上任, 深刻分析了公司发展滞后的原因, 锐意进取, 进行了一系列改革, 未来改革措施有望持续落地:

- ① **产品改革:** 以杏仁+为主线, 围绕新品类、新人群、新需求、新渠道未来将丰富产品矩阵;
- ② **品牌改革:** 围绕更多、更年轻消费群体提高品牌调性;
- ③ **市场方面:** 北方市场仍有下沉空间, 南方市场还是空白, 提升空间大;
- ④ **回购 1.7 亿用于未来股权激励, 显示改革决心。** 我们重申之前的判断: 公司走在正确道路上, 而公司品牌积淀深厚, 北方市场稳固。
- ✓ **南方露露官司纠纷:** 我们认为对公司南方市场拓展影响不大, 南方市场核心是产品口味问题; 南方市场目前仍是空白, 新品推出后拓展值得期待。

● **投资建议: 杏仁露龙头治理改善下拐点或现, 维持“买入”评级**

我们重申此前深度报告《走在正确的道路上: 品牌积淀深厚、改革决心充足》观点, 认为新任管理上任和回购的实施 (用于未来股权激励) 标志着公司经营拐点显现, 今年 Q2 超预期只是一个验证的开始, 未来公司有望重新进入新成长通道, 从而带来估值和业绩的双提升。我们维持此前盈利预测, 预计公司 2021-2023 年净利润为 5.5/6.7/8.1 亿元, 对应 PE 为 19/16/13x, 维持买入评级。

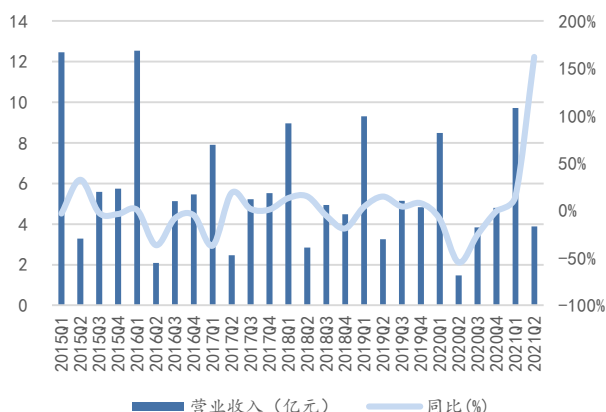
● **风险提示:** 疫情反复影响销量; 食品安全风险; 成本价格波动风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,861	2,658	3,217	3,860
(+/-%)	-17.5%	42.9%	21.0%	20.0%
净利润(百万元)	432	555	667	812
(+/-%)	-7.0%	28.4%	20.1%	21.9%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.52	0.62	0.75
净资产收益率(ROE)	19.6%	22.4%	23.7%	25.2%
市盈率(PE)	24.8	19.3	16.0	13.2

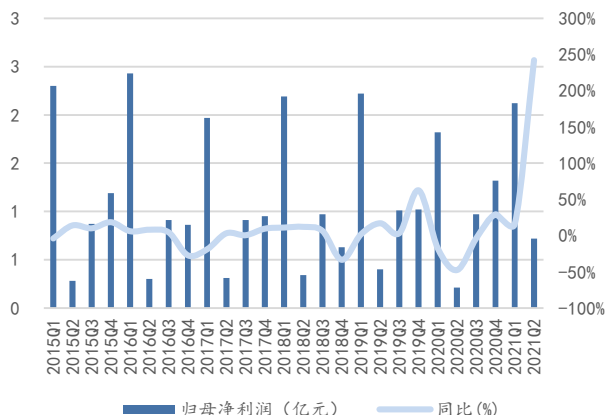
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 承德露露单季度营业收入及同比增速



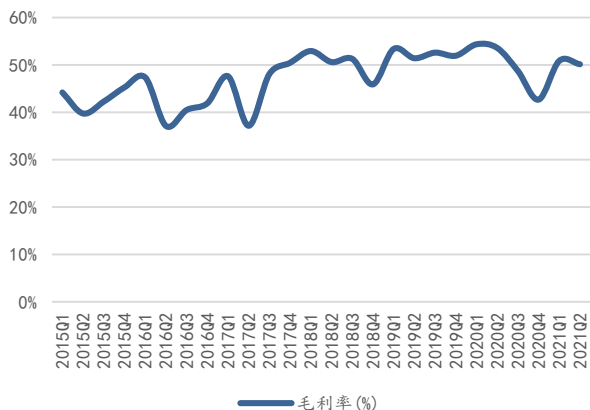
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 承德露露单季度归母净利润及同比增速



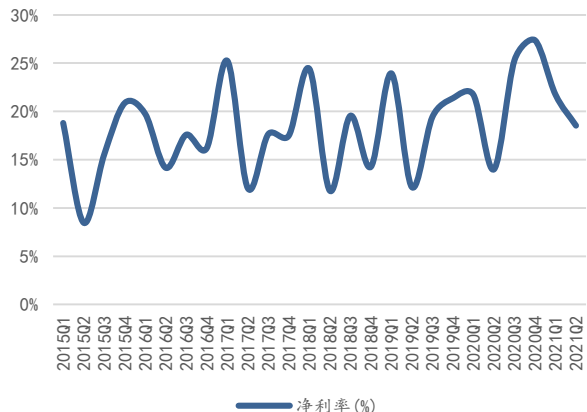
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 承德露露单季度销售毛利率



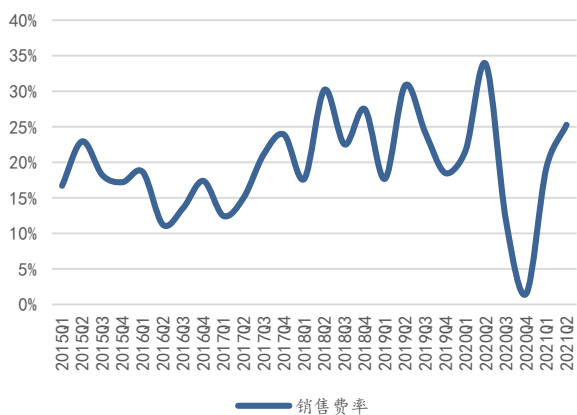
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 承德露露单季度销售净利率



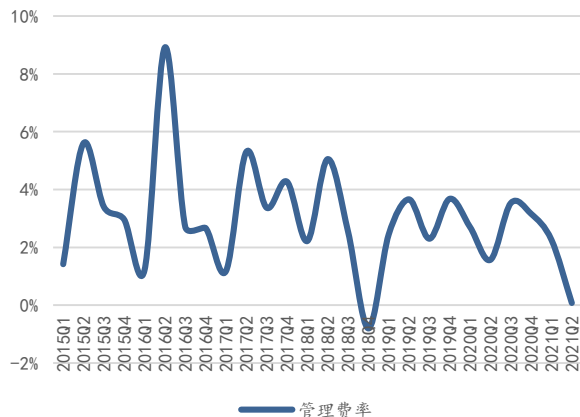
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 承德露露单季度销售费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 承德露露单季度管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 8 月 12 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	股价 (元)	EPS			PE			总市值 (亿元)
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
000848.SZ	承德露露	25.1	10.78	0.48	0.60	0.72	19.9	15.7	13.1	116
可比公司:										
603156.SH	养元饮品	19.3	27.37	1.83	2.07	2.26	14.91	13.22	12.07	346
603711.SH	香飘飘	14.1	15.18	0.95	1.09	1.28	15.87	13.80	11.79	62
平均				1.39	1.58	1.77	15.39	13.51	11.93	204

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2342	2618	2860	3526	营业收入	1861	2658	3217	3860
应收款项	1	0	0	0	营业成本	928	1298	1571	1885
存货净额	193	333	401	481	营业税金及附加	21	30	36	44
其他流动资产	12	16	19	23	销售费用	286	558	675	791
流动资产合计	2547	2967	3280	4030	管理费用	54	100	120	142
固定资产	238	549	835	791	财务费用	(32)	(62)	(68)	(80)
无形资产及其他	296	288	281	274	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	12	9	9	9
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	(32)	0	0	0
资产总计	3093	3816	4408	5107	营业利润	585	742	891	1086
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	194	270	326	391	利润总额	585	742	891	1086
其他流动负债	608	975	1176	1401	所得税费用	151	186	223	272
流动负债合计	802	1245	1502	1792	少数股东损益	1	2	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	432	555	667	812
其他长期负债	52	54	55	57					
长期负债合计	52	54	55	57	现金流量表 (百万元)				
负债合计	855	1299	1557	1849	净利润	432	555	667	812
少数股东权益	37	38	39	40	资产减值准备	4	(12)	0	0
股东权益	2201	2479	2812	3218	折旧摊销	18	37	50	60
负债和股东权益总计	3093	3816	4408	5107	公允价值变动损失	(12)	(9)	(9)	(9)
					财务费用	(32)	(62)	(68)	(80)
					营运资本变动	(86)	289	187	208
					其它	(4)	13	1	1
					经营活动现金流	353	873	895	1072
					资本开支	(13)	(320)	(320)	0
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(14)	(320)	(320)	0
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(196)	(278)	(333)	(406)
					其它融资现金流	191	0	0	0
					融资活动现金流	(200)	(278)	(333)	(406)
					现金净变动	138	276	242	666
					货币资金的期初余额	2204	2342	2618	2860
					货币资金的期末余额	2342	2618	2860	3526
					企业自由现金流	342	510	527	1016
					权益自由现金流	539	556	579	1076

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.40	0.52	0.62	0.75
每股红利	0.18	0.26	0.31	0.38
每股净资产	2.05	2.30	2.61	2.99
ROIC	20%	22%	24%	28%
ROE	20%	22%	24%	25%
毛利率	50%	51%	51%	51%
EBIT Margin	31%	25%	25%	26%
EBITDA Margin	32%	27%	27%	27%
收入增长	-18%	43%	21%	20%
净利润增长率	-7%	28%	20%	22%
资产负债率	29%	35%	36%	37%
息率	1.8%	2.6%	3.1%	3.8%
P/E	24.8	19.3	16.0	13.2
P/B	4.9	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	19.6	16.9	14.2	11.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032