

证券研究报告—动态报告

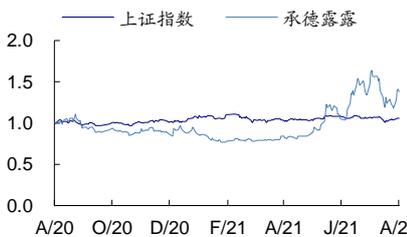
食品饮料

饮料

承德露露(000848)
买入
2021 年三季度报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 20 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	3,593/14,500
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

《承德露露-000848-2021 年中报点评: Q2 业绩超预期, 经营拐点显现》——2021-08-13

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
21Q3 平稳增长, 22 年春节提前, 四季度有望高增
● 疫情管控影响送礼消费场景, 整体看 21Q3 实现平稳增长

公司 21 年前三季度实现营业收入 18.54 亿元 (+34.31%), 同比 2019 年前三季度增长 4.6%, 实现归母净利润 4.0 亿元 (+33.36%), 同比 2019 年前三季度增长 10.19%; 其中, 21Q3 实现营业收入 4.94 亿元 (+28.77%), 同比 2019Q3 略降 4.08%, 实现归母净利润 1.17 亿元 (+20.45%), 同比 2019 年增长 15.84%, 21Q3 营收略低于 2019 年 Q3 主要系居民消费能力尚未恢复, 送礼的消费场景在疫情管控下受到一定影响, 整体来看公司 21Q3 实现平稳增长。

● 包材价格上涨拉低毛利率, 控费提效下净利率维稳

21Q3 毛利率 34.12%, 同比降低 14.61pct, 环比降低 16.02pct (预计会计准则调整对毛利率影响约 2pct), 主要系包材铁罐价格在 21 年处于上涨态势, 公司 21H1 执行原有采购合同, 毛利率未受影响, 21Q3 开始执行新采购合同, 故而毛利率降低, 未来公司有望通过改变包装形式降低包材成本。21Q3 净利率 23.61%, 同比降低 1.68pct, 环比提升 5.08pct, 处于历史正常区间, 主要系销售费率同比降低 9.59pct, 管理费用率同比降低 2.11pct, 研发费率同比提升 0.33pct。

● 改革措施有序落地, 22 年春节提前, 四季度有望维持高增

21 年 3 月新董事长沈志军上任后, 各项改革措施有序落地: ①公司 8 月份推出新的销售激励政策, 奖金上不封顶提高销售人员积极性; ②餐饮渠道 PET 瓶装有在四季度推出, 新饮品的研发正积极推进; ③公司持续引进市场、品牌、研发等方面的中高层管理人员, 股权激励计划有望于人才引进后落地; ④南方市场已开始招商。综上, 我们认为公司的经营管理的有望逐步改善, 且 22 年春节提前, 四季度有望维持高增速。

● 投资建议: 杏仁露龙头改革平稳推进, 维持“买入”评级

公司是我国杏仁露行业的绝对龙头, 品牌势能强、北方市场根基深厚, 新一任董事长上台后各项改革政策逐渐落地, 未来公司有望进入新的成长通道。我们维持此前盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.6/6.7/8.1 亿元, 当前股价对应 PE 为 21/18/15x, 维持“买入”评级。

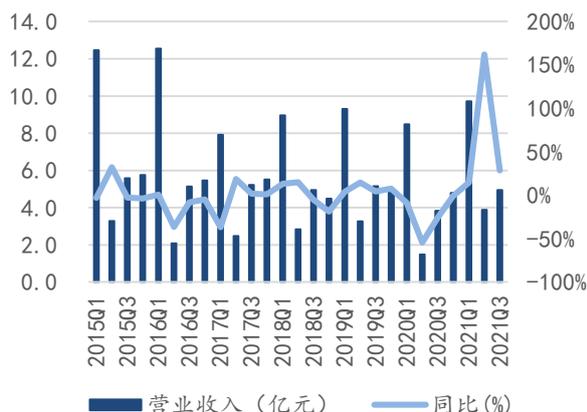
● 风险提示: 疫情反复影响销量、食品安全风险、成本价格波动风险。
盈利预测和财务指标

	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)	27.2	21.2	17.6	14.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

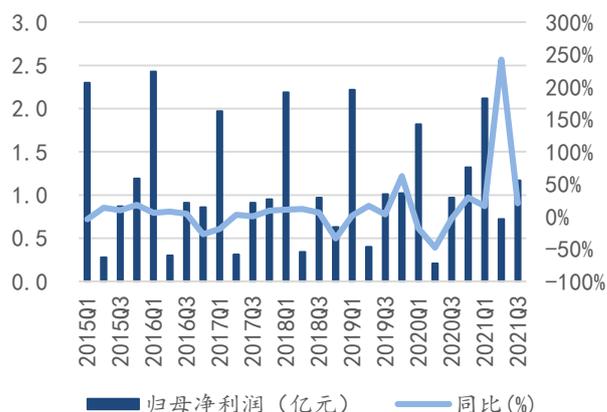
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 承德露露单季度营业收入及同比增速



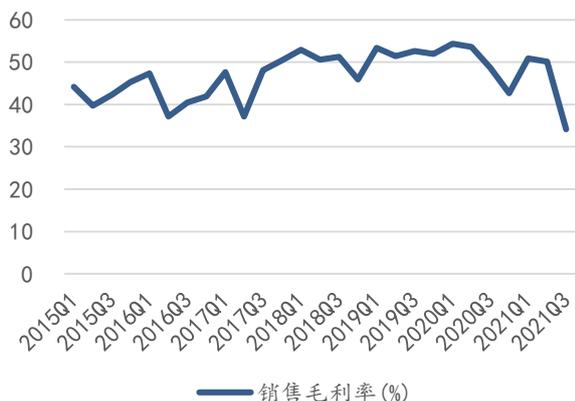
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 承德露露单季度归母净利润及同比增速



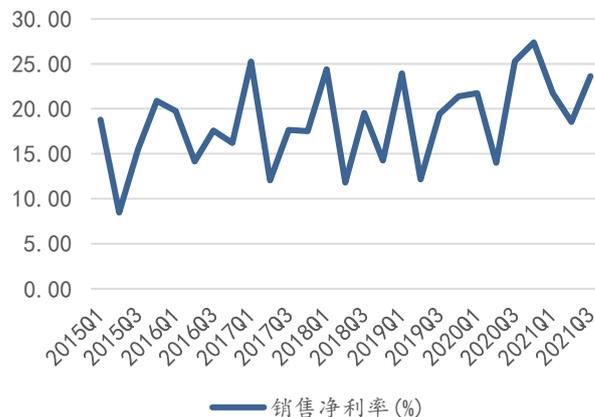
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 承德露露单季度销售毛利率



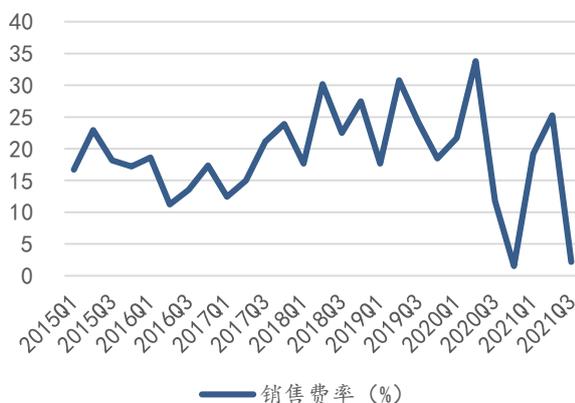
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 承德露露单季度销售净利率



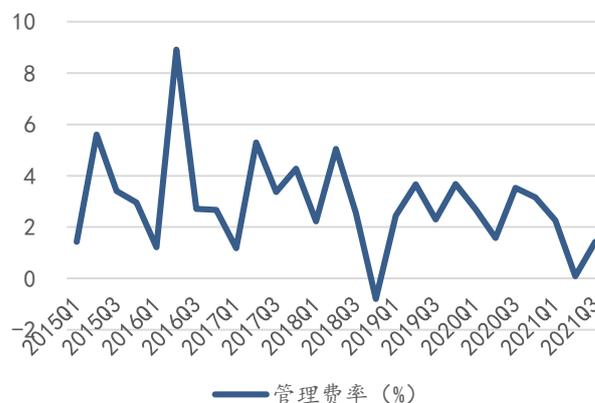
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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 10 月 19 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	22.9	10.88	0.48	0.60	0.72	21.2	17.6	14.5	117
可比公司:										
603156.SH	养元饮品	18.2	29.26	1.83	2.07	2.26	15.89	14.16	12.87	370
603711.SH	香飘飘	17.6	15.18	0.95	1.09	1.28	16.11	13.99	11.94	63
平均		17.9	22.22	1.39	1.58	1.77	16.00	14.08	12.41	217

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					
负债合计	855	1299	1557	1849					
少数股东权益	37	38	39	40					
股东权益	2201	2479	2812	3218					
负债和股东权益总计	3093	3816	4408	5107					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	432	555	667	812
资产减值准备	4	(12)	0	0
折旧摊销	18	37	50	60
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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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