

承德露露（000848）

单季放缓不改公司核心逻辑，改革势能有望逐步释放

事件：公司 2021 年前三季度实现营收 18.54 亿元，同比+34.31%，归母净利润 4.00 亿元，同比+33.36%。其中，Q3 实现营收 4.94 亿元，同比+28.77%，归母净利润 1.17 亿元，同比+20.45%。

疫情反复叠加新品和新渠道贡献不足，公司三季度收入环比降速。公司 21Q3 收入实现同比增长 28.77%，公司收入环比二季度降速，我们认为一是疫情反复、消费场景受限影响公司终端开拓和产品销售，二是三季度销售费用减少，推测中秋节后回款进度较慢，三是新品、新渠道以及南方市场可能仍未有较大的贡献。展望四季度，我们预计公司仍将持续精耕渠道网络，配合费用的投放，持续营造消费氛围。同时新品如若顺利推出，叠加南方市场的开拓，公司收入有望维持快速增长。

盈利能力保持稳定，研发投入促进新品类开发。公司前三季度实现归母净利润 21.59%，较去年同期降低 0.15pcts，其中 Q3 归母净利率 23.65%，较去年同期降低 1.63pcts。公司盈利能力小幅下滑，我们认为主因一是公司前三季度研发费用同比增加 102.27%，公司继续围绕植物饮品，大力开展品类升级与创新，一方面是对传统产品进行改良，另一方面是创新产品，通过逐渐丰富产品品类拓展新消费场景和消费人群，满足新一代消费者多样化的消费需求。二是公司 Q3 毛利率为 34.12%，环比下降 16.02%，主要受上游原材料、包材等成本的上涨，同时也受会计政策调整影响，使得毛利率有所承压，公司利润增速表现低于营收。

公司核心逻辑不变，积极变革有望实现快速增长。公司管理层于年初进行更替，管理层整体运营思路打开，1) 组织架构上，积极引入行业优秀人才进行团队补充，从而对行业年轻化趋势有更好的把握；2) 运作思路上，不再拘泥于南方露露公司和老品市场，积极推进新品研发，同时持续向南方市场渗透；3) 新品和渠道上，新品或朝着功能化卖点进行挖掘，同时在产品包装形式上有望进行年轻化设计，同时推动渠道精耕和开拓。我们认为公司的核心逻辑不变，即小品类的礼品属性产品通过新品、新渠道等培育，逐步扩大至日常消费场景。随着公司新品研发、人才等落地，该逻辑有望持续演绎。展望四季度，公司有望在新渠道贡献、新品开发、经营和管理势能释放的背景下，实现快速增长，建议积极关注公司四季度表现。

投资建议：在不考虑新品有大贡献的假设下，根据公司三季报情况，结合全年展望，我们将公司 21-23 年营收由 27.50/33.85/43.11 亿元下调至 26.19/31.82/39.37 亿元，同比+40.77%/21.49%/23.73%，预计实现归母净利润由 5.55/7.05/9.24 亿元下调至 5.51/6.74/8.64 亿元，同比+27.59%/22.25%/28.22%，EPS 分别为 0.51/0.63/0.80 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险；产品结构相对单一；产品质量风险；新品铺货速度不达预期风险；南方市场开拓不及预期；疫情对公司经营造成不利影响；专利权和商标权法律纷争影响业务发展的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,255.39	1,860.64	2,619.31	3,182.10	3,937.25
增长率(%)	6.29	(17.50)	40.77	21.49	23.73
EBITDA(百万元)	653.64	602.39	748.42	912.13	1,159.22
净利润(百万元)	464.87	432.19	551.44	674.15	864.40
增长率(%)	12.54	(7.03)	27.59	22.25	28.22
EPS(元/股)	0.43	0.40	0.51	0.63	0.80
市盈率(P/E)	25.19	27.10	21.24	17.37	13.55
市净率(P/B)	5.87	5.32	4.78	4.30	3.82
市销率(P/S)	5.19	6.29	4.47	3.68	2.97
EV/EBITDA	8.44	8.84	11.30	9.70	6.29

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2021 年 10 月 21 日

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,076.42
流通 A 股股本(百万股)	1,076.39
A 股总市值(百万元)	11,797.55
流通 A 股市值(百万元)	11,797.26
每股净资产(元)	2.03
资产负债率(%)	20.54
一年内最高/最低(元)	14.25/6.09

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	liuc@tfzq.com
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	wuwende@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《承德露露-半年报点评:二季度高增验证前期逻辑，下半年有望实现大踏步迈进》 2021-08-13
- 《承德露露-首次覆盖报告:边际改善或逐步落地，露露有望迎来再次腾飞》 2021-06-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,203.62	2,341.88	3,276.72	2,889.47	4,445.35	营业收入	2,255.39	1,860.64	2,619.31	3,182.10	3,937.25
应收票据及应收账款	0.00	0.50	0.22	0.31	0.34	营业成本	1,068.71	927.99	1,259.14	1,518.95	1,846.30
预付账款	12.39	11.24	23.73	20.99	35.42	营业税金及附加	25.37	20.70	28.81	35.00	43.31
存货	313.36	193.24	487.64	322.46	651.97	营业费用	478.50	286.28	550.05	684.15	838.63
其他	1.28	0.49	1.00	0.85	1.09	管理费用	64.36	53.96	69.41	76.37	92.53
流动资产合计	2,530.65	2,547.35	3,789.32	3,234.08	5,134.18	研发费用	13.69	10.98	20.95	18.77	22.44
长期股权投资	2.01	2.55	2.55	2.55	2.55	财务费用	(21.88)	(32.38)	(40.05)	(43.96)	(52.29)
固定资产	230.37	217.84	207.55	199.85	192.30	资产减值损失	(7.88)	(12.10)	(6.13)	(8.70)	(8.98)
在建工程	27.85	19.87	27.80	29.80	30.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	297.00	295.78	270.71	258.63	227.90	投资净收益	(1.85)	0.54	(0.95)	(0.75)	(0.39)
其他	17.63	9.54	14.28	13.63	12.42	其他	17.97	19.96	1.89	1.51	0.77
非流动资产合计	574.86	545.58	522.88	504.45	465.96	营业利润	618.42	584.73	736.17	900.76	1,154.92
资产总计	3,105.50	3,092.93	4,312.20	3,738.53	5,600.14	营业外收入	0.59	0.29	0.39	0.42	0.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.77	0.04	0.31	0.38	0.24
应付票据及应付账款	217.61	194.13	240.87	311.89	397.75	利润总额	618.24	584.97	736.25	900.81	1,155.04
其他	805.44	608.25	1,530.04	613.72	2,041.75	所得税	152.39	151.48	184.06	225.20	288.76
流动负债合计	1,023.04	802.38	1,770.90	925.61	2,439.50	净利润	465.85	433.48	552.19	675.61	866.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.98	1.30	0.75	1.46	1.88
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	464.87	432.19	551.44	674.15	864.40
其他	51.46	52.46	51.20	51.71	51.79	每股收益(元)	0.43	0.40	0.51	0.63	0.80
非流动负债合计	51.46	52.46	51.20	51.71	51.79						
负债合计	1,074.50	854.84	1,822.10	977.31	2,491.29						
少数股东权益	35.41	36.71	37.46	38.92	40.80						
股本	978.56	1,076.42	1,076.42	1,076.42	1,076.42						
资本公积	17.31	17.31	17.31	17.31	17.31						
留存收益	1,017.02	1,155.64	1,376.22	1,645.88	1,991.64						
其他	(17.31)	(47.98)	(17.31)	(17.31)	(17.31)						
股东权益合计	2,031.00	2,238.10	2,490.10	2,761.21	3,108.85						
负债和股东权益总计	3,105.50	3,092.93	4,312.20	3,738.53	5,600.14						
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	465.85	433.48	551.44	674.15	864.40	成长能力					
折旧摊销	29.65	18.34	52.30	55.33	56.59	营业收入	6.29%	-17.50%	40.77%	21.49%	23.73%
财务费用	0.00	0.00	(40.05)	(43.96)	(52.29)	营业利润	12.63%	-5.45%	25.90%	22.36%	28.22%
投资损失	1.85	(0.54)	0.95	0.75	0.39	归属于母公司净利润	12.54%	-7.03%	27.59%	22.25%	28.22%
营运资金变动	192.57	381.24	655.40	(676.15)	1,170.97	获利能力					
其它	(14.49)	(453.98)	0.75	1.46	1.88	毛利率	52.62%	50.13%	51.93%	52.27%	53.11%
经营活动现金流	675.42	378.55	1,220.78	11.58	2,041.94	净利率	20.61%	23.23%	21.05%	21.19%	21.95%
资本支出	(2.96)	(4.15)	26.12	37.04	19.23	ROE	23.29%	19.63%	22.48%	24.76%	28.17%
长期投资	(1.85)	0.54	0.00	0.00	0.00	ROIC	3862.09%	-215.13%	-460.70%	-80.23%	-582.84%
其他	(3.87)	(10.95)	(51.92)	(75.34)	(38.93)						
投资活动现金流	(8.68)	(14.56)	(25.80)	(38.30)	(19.70)						
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股权融资	21.88	99.57	70.72	43.96	52.29						
其他	(412.15)	(325.30)	(330.86)	(404.49)	(518.64)						
筹资活动现金流	(390.26)	(225.73)	(260.14)	(360.53)	(466.35)						
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	276.48	138.26	934.84	(387.25)	1,555.88						
偿债能力											
净利润率						资产负债率	34.60%	27.64%	42.25%	26.14%	44.49%
净负债率						净负债率	-108.50%	-104.64%	-131.59%	-104.64%	-142.99%
流动比率						流动比率	2.47	3.17	2.14	3.49	2.10
速动比率						速动比率	2.17	2.93	1.86	3.15	1.84
营运能力											
应收账款周转率						应收账款周转率	27,787.88	7,442.57	7,293.32	12,000.00	12,000.00
存货周转率						存货周转率	7.56	7.35	7.69	7.86	8.08
总资产周转率						总资产周转率	0.76	0.60	0.71	0.79	0.84
每股指标(元)											
每股收益						每股收益	0.43	0.40	0.51	0.63	0.80
每股经营现金流						每股经营现金流	0.63	0.35	1.13	0.01	1.90
每股净资产						每股净资产	1.85	2.05	2.28	2.53	2.85
估值比率											
市盈率						市盈率	25.19	27.10	21.24	17.37	13.55
市净率						市净率	5.87	5.32	4.78	4.30	3.82
EV/EBITDA						EV/EBITDA	8.44	8.84	11.30	9.70	6.29
EV/EBIT						EV/EBIT	8.83	9.12	12.15	10.33	6.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com