

# 承德露露 (000848.SZ)

## 营收稳步增长，期待新品落地

买入

### 核心观点

**春节提前、返乡客流增长下，21Q4 营收实现约 40%的亮眼增长。**公司 2021 年实现营收 25.24 亿元 (+35.65%)，归母净利润 5.70 亿元 (+31.77%)，扣非归母净利润 5.68 亿元 (+32.17%)。其中 Q4 实现营收 6.70 亿元 (+39.48%)，归母净利润 1.69 亿元 (+28.15%)，扣非归母净利润 1.67 亿元 (+28.26%)，21Q4 营收是公司近年来四季度营收峰值，主要系①22 年春节提前，部分销量在 Q4 反映，且随着疫情常态化和管控灵活化，春节返乡客流较 21 年有明显增长，送礼消费需求增加；②公司全年加强市场精耕，团队执行力提高，旺季前期的渠道开拓和终端铺货等工作完成度较高，促进旺季产品销售。

**促销活动减少，21Q4 毛利率环比改善。**公司 21Q4 毛利率 48.27%，环比提升 14.15pct，同比降低 3.68pct，主要系①21 年杏仁、包材等原材料价格上涨；②Q3 为公司传统销售淡季，促销较多，Q4 恢复正常销售，毛利率有所提升。同时，Q4 为公司传统销售旺季，销售费用增加，因此销售费率环比提升 11.32pct，最终 Q4 净利率为 25.11%，环比提升 1.5pct。

**改革措施有序落地，经营明显改善，期待新品推出。**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精耕渠道、提高终端铺货率成效显著，Q4 营收表现亮眼，未来公司还将继续填补北方优势地区空白点，并做好渠道下沉；②新品预计于 22 年 4/5 月份首先向华东、西南市场推出，产品主要包括新风味低糖版的杏仁露、杏仁+饮品两大品类，新品推出效果值得期待；③市场、品牌、研发等方面的中高层管理人员陆续到位，股权激励计划亦有望于 22 年推出；④渠道方面，公司还将加强电商运营，提高品牌、产品曝光度，促进终端销量转化。综合来看，我们认为公司 21 年改革成效显著，经营管理改善明显，期待新品落地。

**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。

**投资建议：**杏仁露龙头改革持续推进，有望迎来新增长曲线，维持“买入”评级。

考虑疫情对公司产品销售及新品推出进程影响的不确定性，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收为 31/37/44 亿元（变动幅度为 -3.5%/-3.5%/+5.0%），同比增速 23%/20%/18%；归母净利润为 6.8/8.2/9.7 亿元（变动幅度为 0%/0%/+6.0%），同比增速 19%/20%/18%；当前股价对应 PE 为 13/11/9x。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，经营情况逐步改善，22 年是公司新品推出的重要一年，值得重点关注，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,861	2,524	3,104	3,725	4,396
(+/-%)	-17.5%	35.6%	23.0%	20.0%	18.0%
净利润(百万元)	432	570	680	818	968
(+/-%)	-7.0%	31.8%	19.4%	20.4%	18.3%
每股收益(元)	0.40	0.53	0.63	0.76	0.90
EBIT Margin	30.1%	28.2%	26.4%	26.5%	26.6%
净资产收益率 (ROE)	19.6%	24.2%	25.8%	26.9%	27.7%
市盈率 (PE)	20.4	15.5	13.0	10.8	9.1
EV/EBITDA	16.7	13.5	11.8	10.2	8.9
市净率 (PB)	4.00	3.74	3.35	2.90	2.52

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

### 公司研究·财报点评

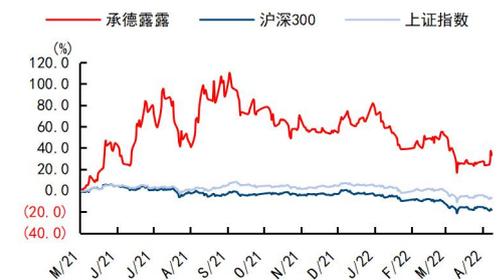
#### 食品饮料·饮料乳品

证券分析师：陈青青 联系人：胡瑞阳  
0755-22940855/0755-819830755-81982908  
057  
chenqingq@guosen.com.cn huruiyang@guosen.com.cn  
S0980520110001

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		8.75 元
总市值/流通市值		9415/9415 百万元
52 周最高价/最低价		14.25/6.45 元
近 3 个月日均成交额		132.57 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《承德露露-000848-2021 年三季报点评：21Q3 平稳增长，22 年春节提前，四季度有望高增》——2021-10-20
- 《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
- 《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-000848-12 年年报及 13 年一季报点评：10 业绩再超预期，2-4Q 平稳增长》——2013-04-22
- 《承德露露-000848-一季度预增快评：业绩超预期，13 年多轮驱动有望兑现》——2013-04-10

图1: 承德露露单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



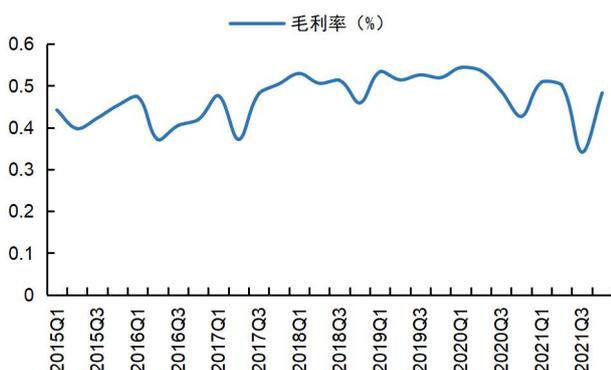
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 承德露露单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



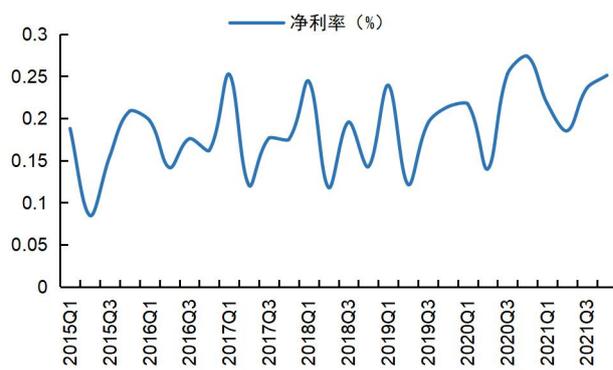
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 承德露露单季毛利率 (单位: %)



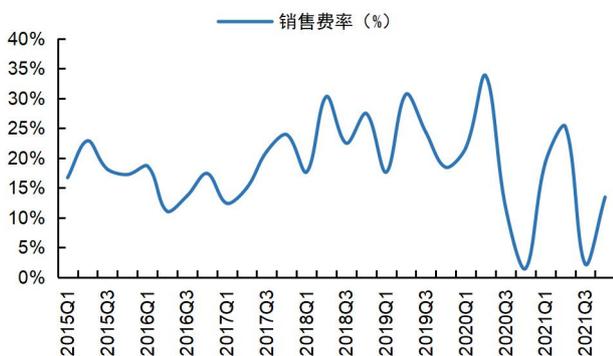
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 承德露露单季净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 承德露露单季销售费率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 承德露露单季管理费率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	(21A)	(22E)	
000848	承德露露		8.19	88	0.40	0.53	0.63	0.76	20.4	15.5	13.0	10.8	24.2	0.70	买入
603156	养元饮品		22.59	286	1.25	1.84	2.01	2.20	20.72	17.03	11.24	10.26	17.56	0.55	无
603711	香飘飘		12.25	51	0.88	0.94	1.08	1.23	24.67	12.96	11.27	9.88	7.00	0.75	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：养元饮品、香飘飘为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2342	2607	2998	3617	4316	营业收入	1861	2524	3104	3725	4396
应收款项	1	0	0	0	0	营业成本	928	1343	1614	1937	2286
存货净额	193	351	412	500	591	营业税金及附加	21	22	32	38	43
其他流动资产	12	15	19	22	26	销售费用	286	386	528	633	747
<b>流动资产合计</b>	<b>2547</b>	<b>2973</b>	<b>3428</b>	<b>4140</b>	<b>4934</b>	管理费用	54	42	89	105	121
固定资产	238	226	222	218	210	研发费用	11	19	20	25	30
无形资产及其他	296	289	277	266	254	财务费用	(32)	(41)	(76)	(95)	(111)
投资性房地产	10	20	20	20	20	投资收益	1	1	(0)	1	1
长期股权投资	3	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	12	2	7	7	6
<b>资产总计</b>	<b>3093</b>	<b>3508</b>	<b>3948</b>	<b>4644</b>	<b>5419</b>	其他收入	(32)	(23)	(20)	(25)	(30)
短期借款及交易性金融负债	0	2	0	0	0	营业利润	585	751	904	1091	1286
应付款项	194	172	338	406	480	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	608	888	1115	1339	1581	<b>利润总额</b>	<b>585</b>	<b>753</b>	<b>904</b>	<b>1091</b>	<b>1286</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>802</b>	<b>1062</b>	<b>1453</b>	<b>1745</b>	<b>2061</b>	所得税费用	151	184	226	274	320
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	1	(1)	(2)	(2)	(2)
其他长期负债	52	54	55	57	58	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>432</b>	<b>570</b>	<b>680</b>	<b>818</b>	<b>968</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>(175)</b>	<b>(173)</b>	<b>(172)</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>855</b>	<b>1116</b>	<b>1279</b>	<b>1572</b>	<b>1889</b>	净利润	432	570	680	818	968
少数股东权益	37	35	35	34	33	资产减值准备	4	(10)	0	(0)	(0)
股东权益	2201	2357	2635	3038	3497	折旧摊销	18	25	33	35	35
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3093</b>	<b>3508</b>	<b>3948</b>	<b>4644</b>	<b>5419</b>	公允价值变动损失	(12)	(2)	(7)	(7)	(6)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(32)	(41)	(76)	(95)	(111)
每股收益	0.40	0.53	0.63	0.76	0.90	营运资本变动	(86)	78	331	201	222
每股红利	0.18	0.25	0.37	0.39	0.47	其它	(4)	9	(1)	(1)	(1)
每股净资产	2.05	2.19	2.45	2.82	3.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>353</b>	<b>670</b>	<b>1036</b>	<b>1046</b>	<b>1219</b>
ROIC	20%	24%	28%	36%	44%	资本开支	0	1	(11)	(12)	(11)
ROE	20%	24%	26%	27%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	50%	47%	48%	48%	48%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>3</b>	<b>(11)</b>	<b>(12)</b>	<b>(11)</b>
EBIT Margin	30%	28%	26%	27%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	29%	28%	27%	27%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-18%	36%	23%	20%	18%	支付股利、利息	(196)	(273)	(401)	(415)	(509)
净利润增长率	-7%	32%	19%	20%	18%	其它融资现金流	178	138	(2)	0	0
资产负债率	29%	33%	33%	35%	35%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(214)</b>	<b>(408)</b>	<b>(633)</b>	<b>(415)</b>	<b>(509)</b>
息率	2.2%	3.1%	4.6%	4.7%	5.8%	<b>现金净变动</b>	<b>138</b>	<b>265</b>	<b>391</b>	<b>619</b>	<b>699</b>
P/E	20.4	15.5	13.0	10.8	9.1	货币资金的期初余额	2204	2342	2607	2998	3617
P/B	4.0	3.7	3.3	2.9	2.5	货币资金的期末余额	2342	2607	2998	3617	4316
EV/EBITDA	16.7	13.5	11.8	10.2	8.9	企业自由现金流	0	641	969	964	1125
						权益自由现金流	0	779	794	1035	1208

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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