

承德露露 (000848)

渠道深耕成效显著，期待新品和机制改善

事件：公司发布 2022 年一季报，2022 年一季度公司实现营收 11.18 亿元，同比+14.95%，环比+66.86%；实现归母净利润 2.35 亿元，同比+11.19%，环比+39.10%，业绩符合预期。

渠道深耕，治理改善，助推营收进一步增长。收入端，公司 22Q1 实现营收 11.18 亿元，同比+14.95%，环比+66.86%。我们认为公司 22Q1 营收增长，主要来自公司 21 年管理层变换，全面完善公司组织架构及治理体系，提升内部综合管理水平，推进人才引进；第二，公司继续推进现有渠道深耕，加强空白市场及空白渠道开发，实现市场进一步拓展；第三，公司产品具有礼品属性，我们认为春节送礼场景放量助推 Q1 业绩提升。展望全年，伴随公司新品的持续研发和推出，公司将进一步开拓华东、西南市场，加强电商运营，实现新市场开拓，同时继续挖掘现有优势市场潜能，提升产品铺市率及终端网点数量，推进空白渠道开发，重点开发校园、车站、宴会、餐饮、团购渠道，预计全年有望继续实现快速增长。

费效改善有望维持盈利水平，渠道扩宽应对成本压力。利润端，公司 22Q1 实现归母净利润 2.35 亿元，同比+11.19%，环比+39.10%；毛利率 46.81%，同比-4.05pcts，环比-1.46pcts；净利率 21.04%，同比-0.70pcts，环比-4.07pcts。利润同环比下降，主因原材料马口铁成本上涨导致营业成本增加。公司 22Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.99%/1.02%/0.54%/-0.76%，同比变动-2.23/-1.24/+0.10/+0.13pcts，环比变动+3.50/-0.91/-0.15/+0.79pcts。我们认为费用率变化主因公司加强品牌产品曝光、开拓新市场等，营销费用增加；同时改善公司管理水平和治理机制，管理费用下降。展望全年，我们预计成本端，马口铁成本或进一步上升，公司或将通过原材料锁价等方式应对成本端压力；费用端，伴随公司新品推出，销售费用投放力度或加大，但伴随整体销售规模扩张，盈利水平有望维持稳定态势。

市场精耕开拓，消费场景扩展，消费量级扩张打开长期空间。21 年公司管理改善和渠道改革逐步推进，22 年有望在 21 年基础上进一步释放改革势能，1) 持续推进现有市场深耕，加大市场开拓；2) 新品低糖版满足南方消费群体口味需求，在新市场进行招商和铺货；杏仁+及杏仁奶系列品质升级，满足多元消费需求，我们预计公司全年仍有望实现双位数增长。长期来看，我们认为公司的价值提升主要来自公司品类从小场景的送礼定位，扩展至日常消费定位，整体消费量级扩张打开长期空间，看好公司未来发展。

盈利预测：我们维持此前对公司的盈利预测，预计公司 22-24 年营收分别为 30.37/36.03/41.82 亿元，同比增长 20.34%/18.63%/16.07%，预计实现归母净利润分别为 6.47/7.78/9.23 亿元，同比增长 13.61%/20.22%/18.71%，EPS 分别为 0.60/0.72/0.86 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品结构相对单一、南方市场开拓不及预期、疫情影响。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,860.64	2,523.91	3,037.32	3,603.05	4,182.13
增长率(%)	(17.50)	35.65	20.34	18.63	16.07
EBITDA(百万元)	602.39	758.89	859.53	1,021.21	1,198.97
净利润(百万元)	432.19	569.50	647.01	777.85	923.39
增长率(%)	(7.03)	31.77	13.61	20.22	18.71
EPS(元/股)	0.40	0.53	0.60	0.72	0.86
市盈率(P/E)	21.39	16.24	14.29	11.89	10.01
市净率(P/B)	4.20	3.92	3.21	2.73	2.27
市销率(P/S)	4.97	3.66	3.04	2.57	2.21
EV/EBITDA	8.84	11.98	7.81	5.09	4.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料乳品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.59 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)	9,246.44
流通 A 股市值(百万元)	9,246.21
每股净资产(元)	2.41
资产负债率(%)	22.12
一年内最高/最低(元)	14.25/6.67

作者

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

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

赵婕 联系人
zhaojie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《承德露露-年报点评报告:渠道精耕助推收入高增，新品储备蓄力长期发展》 2022-04-12
- 2 《承德露露-季报点评:单季放缓不改公司核心逻辑，改革势能有望逐步释放》 2021-10-21
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,341.88	2,606.64	2,556.69	4,069.89	4,019.42
应收票据及应收账款	0.50	0.00	0.54	0.23	0.60
预付账款	11.24	12.02	30.48	13.39	35.30
存货	193.24	351.42	459.08	463.48	552.79
其他	0.49	3.16	1.83	1.77	2.42
流动资产合计	2,547.35	2,973.24	3,048.63	4,548.77	4,610.53
长期股权投资	2.55	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	217.84	205.24	187.88	170.53	153.17
在建工程	19.87	20.58	20.58	20.58	20.58
无形资产	295.78	288.95	282.20	275.44	268.69
其他	9.54	20.33	15.60	15.04	16.95
非流动资产合计	545.58	535.10	506.26	481.59	459.39
资产总计	3,092.93	3,508.33	3,554.89	5,030.36	5,069.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	194.13	172.24	374.88	294.95	408.41
其他	188.99	249.82	210.91	1,265.15	496.55
流动负债合计	383.12	422.05	585.79	1,560.10	904.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.46	53.81	52.58	52.95	53.11
非流动负债合计	52.46	53.81	52.58	52.95	53.11
负债合计	854.84	1,116.27	638.37	1,613.05	958.07
少数股东权益	36.71	35.34	35.72	35.98	35.74
股本	1,076.42	1,076.42	1,076.42	1,076.42	1,076.42
资本公积	17.31	17.29	17.29	17.29	17.29
留存收益	1,138.33	1,434.58	1,854.50	2,377.50	3,092.02
其他	(30.67)	(171.57)	(67.41)	(89.89)	(109.62)
股东权益合计	2,238.10	2,392.06	2,916.52	3,417.31	4,111.85
负债和股东权益总计	3,092.93	3,508.33	3,554.89	5,030.36	5,069.92

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	433.48	568.14	647.01	777.85	923.39
折旧摊销	18.34	24.91	24.11	24.11	24.11
财务费用	0.00	0.18	(42.57)	(54.64)	(66.70)
投资损失	(0.54)	(1.17)	0.05	(0.56)	(0.56)
营运资金变动	(38.01)	119.98	(597.29)	988.10	(769.39)
其它	(34.72)	(23.90)	0.58	0.39	(0.31)
经营活动现金流	378.55	688.13	31.88	1,735.25	110.54
资本支出	(4.15)	2.10	1.24	(0.37)	(0.16)
长期投资	0.54	(2.55)	0.00	0.00	0.00
其他	(10.95)	(7.33)	(1.28)	0.93	0.72
投资活动现金流	(14.56)	(7.78)	(0.05)	0.56	0.56
债权融资	32.38	42.38	41.35	54.84	66.97
股权融资	(205.93)	(140.91)	(123.13)	(277.45)	(228.54)
其他	(52.19)	(317.07)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(225.73)	(415.60)	(81.78)	(222.61)	(161.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	138.26	264.76	(49.94)	1,513.20	(50.47)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,860.64	2,523.91	3,037.32	3,603.05	4,182.13
营业成本	927.99	1,342.94	1,610.66	1,902.59	2,187.60
营业税金及附加	20.70	22.22	28.25	33.15	38.06
销售费用	286.28	385.95	491.44	584.42	677.50
管理费用	53.96	42.22	54.06	64.85	76.11
研发费用	10.98	18.82	24.91	28.82	34.29
财务费用	(32.38)	(40.56)	(42.57)	(54.64)	(66.70)
资产/信用减值损失	(12.13)	(2.43)	(7.48)	(7.35)	(5.75)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.54	1.17	(0.05)	0.56	0.56
其他	19.99	2.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	584.73	751.50	863.06	1,037.06	1,230.07
营业外收入	0.29	1.69	0.86	0.95	1.17
营业外支出	0.04	0.57	0.46	0.36	0.46
利润总额	584.97	752.63	863.46	1,037.65	1,230.77
所得税	151.48	184.49	215.86	259.41	307.69
净利润	433.48	568.14	647.59	778.24	923.08
少数股东损益	1.30	(1.36)	0.58	0.39	(0.31)
归属于母公司净利润	432.19	569.50	647.01	777.85	923.39
每股收益（元）	0.40	0.53	0.60	0.72	0.86

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-17.50%	35.65%	20.34%	18.63%	16.07%
营业利润	-5.45%	28.52%	14.85%	20.16%	18.61%
归属于母公司净利润	-7.03%	31.77%	13.61%	20.22%	18.71%
获利能力					
毛利率	50.13%	46.79%	46.97%	47.19%	47.69%
净利率	23.23%	22.56%	21.30%	21.59%	22.08%
ROE	19.63%	24.17%	22.46%	23.00%	22.65%
ROIC	-215.13%	-473.57%	-264.02%	213.67%	-130.85%
偿债能力					
资产负债率	27.64%	31.82%	17.96%	32.07%	18.90%
净负债率	-104.64%	-108.89%	-87.64%	-119.07%	-97.73%
流动比率	3.17	2.80	5.20	2.92	5.09
速动比率	2.93	2.47	4.42	2.62	4.48
营运能力					
应收账款周转率	7,442.57	10,066.84	11,124.09	9,270.90	10,097.76
存货周转率	7.35	9.27	7.49	7.81	8.23
总资产周转率	0.60	0.76	0.86	0.84	0.83
每股指标（元）					
每股收益	0.40	0.53	0.60	0.72	0.86
每股经营现金流	0.35	0.64	0.03	1.61	0.10
每股净资产	2.05	2.19	2.68	3.14	3.79
估值比率					
市盈率	21.39	16.24	14.29	11.89	10.01
市净率	4.20	3.92	3.21	2.73	2.27
EV/EBITDA	8.84	11.98	7.81	5.09	4.38
EV/EBIT	9.12	12.38	8.03	5.21	4.47

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com