

2023年08月22日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润增长超预期，期待市场开拓加速

—承德露露（000848.SZ）公司事件点评报告

买入（维持） 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023年08月21日，承德露露发布2023年半年度报告。

投资要点

基本数据

2023-08-21

当前股价（元）	8.75
总市值（亿元）	92
总股本（百万股）	1053
流通股本（百万股）	1053
52周价格范围（元）	7.5-9.98
日均成交额（百万元）	119.04

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《承德露露（000848）：业绩符合预期，二季度望加速》2023-04-27
- 2、《承德露露（000848）：业绩稳中有升，期待新品贡献增量》2023-04-20
- 3、《承德露露（000848）：基本盘稳定放量，新品推广空间可期》2023-03-11

Q2 利润超预期，费用管控效果佳

2023H1 总营收 14.94 亿元（同增 2%），归母净利润 3.15 亿元（同增 6%）。2023Q2 总营收 3.53 亿元（同增 2%），归母净利润 0.76 亿元（同增 21%），Q2 利润增长超预期，主要系公司费用管控能力提升所致。2023H1 毛利率 45.21%（+0.2pct），净利率 21.08%（+1pct），盈利能力有所提升；销售费用率 15.75%（-0.5pct），管理费用率 1.15%（-0.1pct），营业税金及附加占比 1.07%。其中，2023Q2 毛利率 37.33%（-2pct），净利率 21.49%（+3pct），销售费用率 8.55%（-5pct），主要系 2023Q2 广告宣传费同比下降 7.68% 所致；管理费用率 2.29%（+0.4pct），营业税金及附加占比为 0.87%（-0.5pct）。2023H1 经营活动现金流净额 0.40 亿元（同增 629%），销售回款 13.73 亿元（同增 30%），体现销售动力充足。2023Q2 经营活动现金流净额 -0.36 亿元（2022Q2 为 -0.75 亿元），销售回款 4.31 亿元（同增 54%）。截至 2023H1，合同负债 0.60 亿元（环比+41%）。

果仁核桃系列放量，市场开拓加速

分产品看，2023H1 杏仁露系列/果仁核桃系列/杏仁奶系列/其他营收分别为 14.57/0.34/0.02/0.01 亿元，杏仁露系列/果仁核桃系列分别同比+2%/+34%，分别占比 98%/2%。上半年公司推出杏仁奶新品以顺应消费健康化趋势，同时推广低糖杏仁露、核桃露。公司通过线上平台及线下潮流市集对接年轻群体，通过全年广告投放进行品牌曝光。分渠道看，2023H1 直销/经销营收分别为 0.48/14.50 亿元，分别同比+208%/+0.2%，公司上半年共开发高铁商店 79 家，学校商店 215 家，打造形象店 2619 个，举办宴会 3091 场，开发餐饮店 6208 个，线上线下渠道全覆盖。分区域看，2023H1 北部/中部/其他营收分别为 13.57/1.01/0.36 亿元，分别同比+0.2%/+29%/+22%，分别占比 91%/7%/2%，上半年新开发浙江、江苏、安徽、上海、四川等销售区域，中部及其他地区增长提速。量价拆分看，2023H1 杏仁露系列/果仁核桃系列/杏仁奶系列销量分别为 15.42/0.41/0.01 万吨，杏仁露系列/果仁核桃系列分别同比+10%/+40%，果仁核桃系列销量大幅提升。2023H1 杏仁露系列/果仁核桃系列/杏仁奶系列均价分别为 0.94/0.83/1.44 万元/吨，杏仁露系列/果仁核桃系列分别

同比-8%/-4%。产能方面，2023H1 设计产能 51 万吨/年，实际产能 12.63 万吨/年，在建产能 35 万吨/年。截至 2023H1，经销商 788 家，较年初增加 100 家。

■ 盈利预测

根据公司最新股本，我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.72/0.84/0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

新品推广不及预期风险，成本上涨风险，南方市场开拓不及预期风险，市场竞争加剧风险，杏仁露增长不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	2,692	3,178	3,656	4,133
增长率（%）	6.7%	18.0%	15.1%	13.0%
归母净利润（百万元）	602	756	886	1,013
增长率（%）	5.7%	25.7%	17.2%	14.3%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.72	0.84	0.96
ROE（%）	21.5%	23.7%	24.3%	24.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	2,692	3,178	3,656	4,133
现金及现金等价物	2,990	3,421	3,927	4,508	营业成本	1,485	1,744	1,996	2,247
应收款	17	22	20	20	营业税金及附加	26	32	35	37
存货	252	268	278	282	销售费用	364	432	494	554
其他流动资产	3	16	18	19	管理费用	32	41	51	62
流动资产合计	3,261	3,726	4,244	4,829	财务费用	-39	-96	-110	-126
非流动资产:					研发费用	23	27	26	29
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	381	405	460	519
固定资产	197	214	212	203	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	51	20	8	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	286	271	257	244	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	796	998	1,167	1,331
其他非流动资产	18	18	18	18	加:营业外收入	1	0	3	2
非流动资产合计	551	524	495	468	减:营业外支出	2	1	2	1
资产总计	3,813	4,250	4,739	5,296	利润总额	795	997	1,167	1,332
流动负债:					所得税费用	193	242	282	321
短期借款	0	0	0	0	净利润	602	755	885	1,011
应付账款、票据	333	341	362	376	少数股东损益	0	-2	-2	-2
其他流动负债	277	277	277	277	归母净利润	602	756	886	1,013
流动负债合计	964	1,010	1,040	1,072					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	55	55	55	55	营业收入增长率	6.7%	18.0%	15.1%	13.0%
非流动负债合计	55	55	55	55	归母净利润增长率	5.7%	25.7%	17.2%	14.3%
负债合计	1,019	1,065	1,095	1,127	盈利能力				
所有者权益					毛利率	44.9%	45.1%	45.4%	45.6%
股本	1,076	1,053	1,053	1,053	四项费用/营收	14.1%	12.7%	12.6%	12.5%
股东权益	2,794	3,186	3,645	4,169	净利率	22.4%	23.8%	24.2%	24.5%
负债和所有者权益	3,813	4,250	4,739	5,296	ROE	21.5%	23.7%	24.3%	24.3%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	26.7%	25.0%	23.1%	21.3%
净利润	602	755	885	1011	营运能力				
少数股东权益	0	-2	-2	-2	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
折旧摊销	21	27	28	27	应收账款周转率	0.0	146.0	182.5	202.8
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	5.9	6.6	7.3	8.1
营运资金变动	-7	12	19	28	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	616	793	929	1064	EPS	0.56	0.72	0.84	0.96
投资活动现金净流量	-31	13	14	14	P/E	15.6	12.2	10.4	9.1
筹资活动现金净流量	-153	-363	-425	-486	P/S	3.5	2.9	2.5	2.2
现金流量净额	431	443	518	592	P/B	3.4	2.9	2.5	2.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。