

000848.SZ

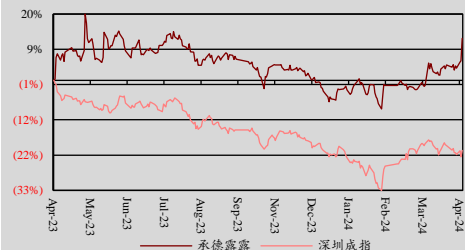
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.08

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.5	14.2	13.9	9.9
相对深圳成指	15.7	16.6	6.8	30.8

发行股数 (百万)	1,052.55
流通股 (百万)	1,052.53
总市值 (人民币 百万)	9,557.19
3个月日均交易额 (人民币 百万)	78.65
主要股东	
万向三农集团有限公司	41.61

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 4 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

- 《承德露露》20240319
- 《承德露露》20230823
- 《承德露露》20230506

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料乳品

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

联系人: 周源

yuan.zhou_bj@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123040013

承德露露

2023 年分红比例提升, 旺季需求增长态势较好, 未来业绩提速可期

公司披露 2023 年年报、2024 年一季报。2023 年公司实现营收 29.5 亿元, 同比+9.8%, 归母净利润 6.4 亿元, 同比+6.0%, 计划向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元 (含税)。4Q23 营收 9.2 亿元, 同比+27.5%, 归母净利润 1.9 亿元, 同比+7.4%。1Q24 营收 12.3 亿元, 同比+7.5%, 实现归母净利润 2.5 亿元, 同比+3.0%。23 年分红比例提升, 当前估值处于行业较低位置, 未来业绩提速可期, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **消费场景复苏, 公司积极布局新渠道、新区域、新产品, 2023 年销量增速明显高于行业水平。** (1) 2023 年公司营收同比+9.8%, 高于社零的饮料类增速 (2023 年同比+3.2%), 公司产品销量增 15.4%, 高于软饮料行业产量增速 (+4.1%)。 (2) 分产品来看, 杏仁露系列产品收入 28.6 亿元, 同比+8.3%, 其中销量 29.7 万吨, 同比+13.6%, 产品均价 9652 元/吨, 同比-4.6%, 我们判断公司可能加大了渠道支持力度。果仁核桃露收入 8696 万元, 同比+81.5%, 低基数上实现较快增长。新品杏仁奶还处于前期布局阶段, 实现营收 345 万元。 (3) 2023 年公司继续推进新渠道、新区域、新消费场景的拓展, 加大南方市场开拓力度。公司共开发高铁商店 212 家, 学校商店 470 家, 打造形象店 12057 个, 举办宴会 8742 场, 开发餐饮店 28715 个。经销商数量明显增加, 2023 年经销商总数 866 家, 同比增加 178 个, 公司继续拓展杭州、重庆市场, 同时开拓了浙江、江苏、安徽、四川、上海等新市场。销售人员从 22 年末的 686 人增加至 713 人。北部地区收入占比 90.6%, 营收同比+7.6%, 是公司增量的主要来源, 中部地区和其他地区营收增长强劲, 分别同比+17.3%、+87.9%。 (4) 公司提前备战春节旺季, 4Q23 公司实现营收 9.2 亿元, 同比+27.5%, 环比明显提速。
- **2023 年毛利率降幅较大, 期间费用率小幅下降, 归母净利率同比-0.8pct 至 21.6%。** (1) 2023 年公司毛利率 41.5%, 同比-3.4pct, 我们判断一方面公司可能加大了渠道支持力度, 另一方面 4Q23 原料成本压力较大, 单季毛利率同比-9.8pct。 (2) 2023 年公司销售费用率为 11.6%, 同比-1.9pct, 其中广告宣传费同比-16.5%, 降幅较大。公司管理费用率 1.1%, 同比-0.1pct, 研发费用率为 1.0%, 同比+0.2pct。
- **旺季需求增长态势较好, 4Q23、1Q24 合计营收同比增 15.3%。** (1) 1Q24 公司实现营收 12.3 亿元, 同比+7.5%, 略高于社零数据的饮料类增速+6.5%。考虑到春节备货的节奏不同, 我们认为 4 季度和 1 季度应该合在一起分析, 4Q23、1Q24 合计营收增速同比+15.3%, 明显高于社零饮料类+6.6%的增速, 旺季需求增长态势较好。 (2) 1Q24 公司毛利率 43.7%, 同比-3.9pct, 可能由于原料成本压力。1Q24 费用管控良好, 公司的销售/管理/研发费用率分别为 16.0%/0.7%/0.6%, 同比-2.0/-0.1/+0.0pct。1Q24 公司实现归母净利润 2.5 亿元, 同比+3.0%, 归母净利率 20.1%, 同比-0.9pct, 盈利能力小幅下降。
- **消费者基本盘稳固, 成长逻辑清晰, 激励机制完善有望推动业绩提速。** (1) 露露是植物蛋白饮料的经典品牌, 北方市场的消费者基本盘稳固。2023 年公司处于蓄势阶段, 在新渠道、新区域和新产品方面, 都做了很多基础工作。公司不断推进现有市场的深耕, 拓展新渠道, 南方市场开拓力度加大, 我们预计以上措施将持续贡献增量。新品方面, 22 年推出经典低糖杏仁露、核桃露, 23 年 1 月上市新品杏仁奶, 12 月推出巴旦木奶和轻林漫步杏仁茶饮, 公司围绕杏仁露品牌打造产品矩阵, 部分品种有望成为新的增长点。 (2) 随着公司员工持股计划的推出, 团队激励机制得到完善, 未来业绩提速的可能性较大, 值得长期布局。

估值

- 综合最新财报、激励机制变化的影响, 我们调整此前的盈利预测, 预计 24-26 年 EPS 为 0.67、0.77、0.87 元, 同比+11.3%、+14.2%、+12.8%, 对应 24-26 年 PE 为 13.5、11.8、10.5 倍, 23 年分红比例提升, 当前估值处于行业较低位置, 未来业绩提速可期, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动, 新品拓展不及预期

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入 (人民币 百万)	2,692	2,955	3,295	3,669	4,082
增长率 (%)	6.7	9.8	11.5	11.3	11.2
EBITDA (人民币 百万)	780	817	920	1,055	1,189
归母净利润 (人民币 百万)	602	638	710	811	915
增长率 (%)	5.7	6.0	11.3	14.2	12.8
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	0.57	0.61	0.67	0.77	0.87
原先股本摊薄每股收益 (人民币)			0.68	0.76	
变化幅度 (%)			-0.1	0.9	
市盈率 (倍)	15.9	15.0	13.5	11.8	10.5
市净率 (倍)	3.5	3.1	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA (倍)	7.9	6.3	6.5	5.4	4.3
每股股息 (人民币)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
股息率 (%)	3.5	5.1	4.9	5.6	6.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年数据为调整前口径

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,692	2,955	3,295	3,669	4,082
营业收入	2,692	2,955	3,295	3,669	4,082
营业成本	1,485	1,730	1,980	2,202	2,450
营业税金及附加	26	25	26	27	28
销售费用	364	344	332	350	380
管理费用	32	32	37	37	35
研发费用	23	31	34	38	42
财务费用	(39)	(47)	(50)	(56)	(62)
其他收益	0	2	2	2	2
资产减值损失	(4)	0	0	0	0
信用减值损失	(1)	0	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	796	844	940	1,074	1,212
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	795	846	942	1,075	1,213
所得税	193	208	231	264	298
净利润	602	638	710	811	915
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	602	638	710	811	915
EBITDA	780	817	920	1,055	1,189
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.57	0.61	0.67	0.77	0.87

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年数据为调整前口径

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,261	3,447	3,939	4,272	4,847
货币资金	2,990	3,120	3,582	3,868	4,404
应收账款	15	10	18	13	22
应收票据	0	0	0	0	0
存货	252	311	333	383	414
预付账款	3	7	4	8	5
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	0	2	0	2
非流动资产	551	734	688	671	634
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	197	180	262	287	285
无形资产	286	282	278	274	271
其他长期资产	69	272	149	109	78
资产合计	3,813	4,181	4,628	4,943	5,480
流动负债	964	1,000	1,206	1,244	1,471
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	333	550	460	663	587
其他流动负债	631	450	745	581	884
非流动负债	55	58	56	57	57
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	58	56	57	57
负债合计	1,019	1,057	1,262	1,301	1,527
股本	1,076	1,053	1,053	1,053	1,053
少数股东权益	35	35	35	35	35
归属母公司股东权益	2,759	3,089	3,330	3,606	3,918
负债和股东权益合计	3,813	4,181	4,628	4,943	5,480

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年数据为调整前口径

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	602	638	710	811	915
折旧摊销	23	22	34	40	42
营运资金变动	(4)	(20)	176	(9)	188
其他	(5)	(13)	(30)	(68)	(58)
经营活动现金流	616	627	891	775	1,088
资本支出	(31)	(191)	(11)	(11)	(11)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
投资活动现金流	(31)	(190)	(10)	(10)	(10)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(241)	(354)	(469)	(535)	(604)
其他	40	46	50	55	62
筹资活动现金流	(201)	(308)	(418)	(480)	(542)
净现金流	383	130	463	286	536

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年数据为调整前口径

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	6.7	9.8	11.5	11.3	11.2
营业利润增长率(%)	5.9	6.1	11.3	14.2	12.8
归属于母公司净利润增长率(%)	5.7	6.0	11.3	14.2	12.8
息税前利润增长率(%)	6.8	4.9	11.6	14.4	13.0
息税折旧前利润增长率(%)	6.0	4.7	12.7	14.6	12.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	5.7	6.0	11.3	14.2	12.8
获利能力					
息税前利润率(%)	28.1	26.9	26.9	27.7	28.1
营业利润率(%)	29.6	28.6	28.5	29.3	29.7
毛利率(%)	44.9	41.5	39.9	40.0	40.0
归母净利润率(%)	22.4	21.6	21.6	22.1	22.4
ROE(%)	21.8	20.7	21.3	22.5	23.4
ROIC(%)	20.5	19.2	19.8	21.0	21.9
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(1.1)	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
流动比率	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	353.5	237.4	237.4	237.4	237.4
应付账款周转率	10.7	6.7	6.5	6.5	6.5
费用率					
销售费用率(%)	13.5	11.6	10.1	9.5	9.3
管理费用率(%)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
研发费用率(%)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
财务费用率(%)	(1.4)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.6	0.8	0.7	1.0
每股净资产(最新摊薄)	2.6	2.9	3.2	3.4	3.7
每股股息	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	15.9	15.0	13.5	11.8	10.5
P/B(最新摊薄)	3.5	3.1	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	7.9	6.3	6.5	5.4	4.3
价格/现金流(倍)	15.5	15.2	10.7	12.3	8.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年数据为调整前口径

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371