

2023年04月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩稳中有升，期待新品贡献增量

—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04月19日，承德露露发布2022年年报。

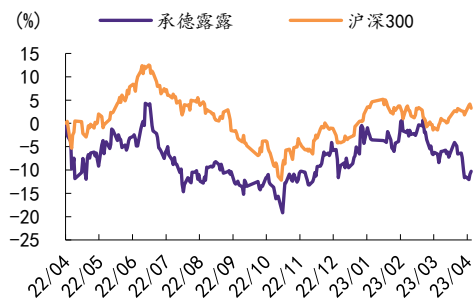
投资要点

基本数据

2023-04-19

当前股价(元)	8.36
总市值(亿元)	90
总股本(百万股)	1076
流通股本(百万股)	1076
52周价格范围(元)	7.5-9.68
日均成交额(百万元)	127.69

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）：基本盘稳定放量，新品推广空间可期》
2023-03-11

业绩稳中有升，费用持续优化

2022年营收26.92亿元（同增7%），归母净利润6.02亿元（同增6%）；其中2022Q4营收7.21亿元（同增8%），归母净利润1.81亿元（同增7%），业绩稳健增长显韧性。毛利率2022年44.85%（同减2pct），其中2022Q4为47.5%（同减1pct），系原料成本上行；净利率2022年22.35%（同减0.2pct），其中2022Q4为25.14%（同增0.03pct）。销售费用率2022年13.53%（同减2pct），其中2022Q4为12%（同减2pct）；管理费用率2022年1.2%（同减0.5pct），其中2022Q4为1.06%（同减1pct）。2022年经营活动现金流净额为6.16亿元（同减11%），2022Q4为10.63亿元（同增15%）。2022年销售回款27亿元（同减13%）；2022年末合同负债3.54亿元（同减45%）。

新品扩充动力充足，深入全渠道覆盖

分产品看，2022年植物蛋白饮料营收26.9亿元（同增7%），其中杏仁露/果仁核桃露/其他营收分别为26.42/0.48/0.02亿元，分别同比+7%/-3%/-30%，分别占比98%/2%/0.1%。公司持续扩充产品矩阵，2022年推出经典低糖杏仁露、核桃露产品，在杭州、重庆市场推广，应对消费者多元需求。今年将继续推出新品如有机杏仁奶，稳固基本盘。分渠道看，2022年经销/直销营收分别为26.49/0.43亿元，分别同比+7%/-16%，分别占比98%/2%。公司推进品牌年轻化建设，在社交平台联合达人合作宣推，在传统市场全年投放广告；深入线下全渠道覆盖，共开发高铁商店131家，学校商店322家，打造形象店7270个，举办宴会3977场，开发餐饮店17483个。分区域看，2022年北部/中部/其他地区营收分别为24.88/1.49/0.55亿元，分别同比+7%/+10%/-5%，分别占比92%/6%/2%。量价拆分来看，2022年杏仁露/果仁核桃露销量分别为26.11、0.56万吨，分别同比+5%/+1%；吨价分别为1.01、0.86万元/吨，分别同比+2%/-3%。目前设计产能51万吨/年，同时在建年产50万吨产能，预计2024年建成投产。截至2022年底，经销商688家，同增103家。

盈利预测

预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.70/0.82/0.94 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	0.70	0.82	0.94
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	1,076	1,076	1,076	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	0.70	0.82	0.94
投资活动现金净流量	-31	13	14	14	P/E	15.0	11.9	10.2	8.9
筹资活动现金净流量	-153	-363	-425	-486	P/S	3.3	2.8	2.5	2.2
现金流量净额	431	443	518	592	P/B	3.3	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，5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。

■ 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。