

承德露露 (000848)

证券研究报告

2022年10月31日

基本盘稳健，静待新品放量

事件：公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入19.71亿元，同比增长6.32%；实现归母净利润4.21亿元，同比增长5.06%。其中，单三季度实现营业收入5.09亿元，同比增长3.00%；实现归母净利润1.23亿元，同比增长5.21%。

中秋旺季核心产品带动营收稳定增长，新品不断推出新市场持续开拓。公司22Q3实现营业收入5.09亿元，同比增长3.00%，公司营收端稳定增长，主要系伴随中秋销售旺季来临，公司核心产品杏仁露基本盘扎实，以北方基地市场为核心增速稳健。同时，上半年公司推出的两款新品目前处于市场培育初期，正处于铺市阶段，后续有望陆续推出其他新品，进一步丰富公司产品布局。渠道方面，公司北方成熟市场渠道下沉持续挖潜，伴随新品矩阵推出，将以杭州及重庆为重点，持续对西南、华东市场的积极开拓。

成本压力有待缓解，费效优化助力盈利能力改善。公司22Q3实现毛利率40.66%，同比增长6.54pcts；实现归母净利率24.15%，同比上涨0.51pcts。公司三季度毛利率显著提升主要系较去年同期旺季促销力度加大。22Q3销售/管理/研发/财务费用比率分别为7.99%/1.29%/0.79%/-1.56%，同比变化5.82/-0.13/-0.04/0.01pcts，销售费用同比增长明显或系新品费用持续投放。目前产品主要原材料价格稳中有降，同时伴随销售规模恢复性增长，成本端压力有望持续缓解。

消费场景扩展，市场精耕开拓，推动消费量级扩张打开长期空间。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。低糖版新品满足多元消费需求，产品结构持续优化，叠加持续推进现有市场深耕，加大市场开拓，公司管理改善和渠道改革释放的改革势能有望持续显现。公司基本盘稳固，未来有望加强北方市场老品深耕，同时新品上市或帮助公司打开消费场景，培育第二增长曲线，建议密切关注公司新品表现。

盈利预测：由于新品仍未见到放量趋势，因此预测公司2022-2024年实现营收由29.23/34.64/40.22亿元下调至27.12/32.11/37.33亿元，同比增长7.43%/18.41%/16.28%；实现归母净利润由6.40/7.69/9.11亿元下调至5.97/7.15/8.50，同比增长4.79%/19.78%/18.90%，EPS为0.55/0.66/0.79元，维持“买入”评级。

风险提示：新品销售不及预期风险、原材料价格波动风险、疫情波动风险等

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	2,711.52	3,210.58	3,733.34
增长率(%)	(17.50)	35.65	7.43	18.41	16.28
EBITDA(百万元)	602.39	758.89	828.72	984.89	1,157.97
归属母公司净利润(百万元)	432.19	569.50	596.75	715.35	849.33
增长率(%)	(7.03)	31.77	4.78	19.87	18.73
EPS(元/股)	0.40	0.53	0.55	0.66	0.79
市盈率(P/E)	19.50	14.80	14.12	11.78	9.92
市净率(P/B)	3.83	3.58	2.96	2.55	2.14
市销率(P/S)	4.53	3.34	3.11	2.63	2.26
EV/EBITDA	8.84	11.98	5.77	4.56	3.43

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	7.5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)	8,073.14
流通A股市值(百万元)	8,072.94
每股净资产(元)	2.39
资产负债率(%)	16.58
一年内最高/最低(元)	12.45/7.41

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

- 《承德露露-半年报点评:疫情致收入短期承压，全年老品深耕+新品推出带动公司增长》2022-08-21
- 《承德露露-季报点评:渠道深耕成效显著，期待新品和机制改善》2022-04-28
- 《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

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	3,666.72	3,958.21	4,475.24
应收票据及应收账款	0.50	0.00	0.49	0.21	0.53
预付账款	11.24	12.02	25.79	13.13	30.12
存货	193.24	351.42	369.70	448.87	453.83
其他	0.49	3.16	1.79	1.77	2.38
流动资产合计	2,547.35	2,973.24	4,064.49	4,422.18	4,962.09
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	4,570.74	4,903.78	5,421.48
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	314.55	279.78	344.97
其他	188.99	249.82	1,319.75	1,228.43	1,043.52
流动负债合计	383.12	422.05	1,634.29	1,508.21	1,388.49
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	1,686.87	1,561.16	1,441.61
少数股东权益	36.71	35.34	35.69	35.93	35.71
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	1,821.88	2,302.86	2,960.07
其他	(30.67)	(171.57)	(67.41)	(89.89)	(109.62)
股东权益合计	2,238.10	2,392.06	2,883.87	3,342.62	3,979.87
负债和股东权益总计	3,092.93	3,508.33	4,570.74	4,903.78	5,421.48

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	433.48	568.14	596.75	715.35	849.33
折旧摊销	18.34	24.91	24.11	24.11	24.11
财务费用	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00
投资损失	(0.54)	(1.17)	0.05	(0.56)	(0.56)
营运资金变动	(38.01)	119.98	545.38	(191.57)	(144.60)
其它	(34.72)	(23.90)	0.54	0.35	(0.29)
经营活动现金流	378.55	688.13	1,166.83	547.69	727.99
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	(1.22)	0.20	0.27
股权融资	(205.93)	(140.91)	(105.48)	(256.96)	(211.79)
其他	(52.19)	(317.07)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(225.73)	(415.60)	(106.70)	(256.76)	(211.52)
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	1,060.08	291.49	517.03

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	2,711.52	3,210.58	3,733.34
营业成本	927.99	1,342.94	1,433.04	1,688.12	1,943.11
营业税金及附加	20.70	22.22	21.69	25.68	29.87
销售费用	286.28	385.95	402.66	477.09	555.15
管理费用	53.96	42.22	40.67	47.84	56.00
研发费用	10.98	18.82	16.27	18.94	21.65
财务费用	(32.38)	(40.56)	0.00	0.00	0.00
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	789.67	946.11	1,122.37
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	790.06	946.70	1,123.08
所得税	151.48	184.49	192.78	231.00	274.03
净利润	433.48	568.14	597.29	715.71	849.05
少数股东损益	1.30	(1.36)	0.54	0.35	(0.29)
归属于母公司净利润	432.19	569.50	596.75	715.35	849.33
每股收益(元)	0.40	0.53	0.55	0.66	0.79

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-17.50%	35.65%	7.43%	18.41%	16.28%
营业利润	-5.45%	28.52%	5.08%	19.81%	18.63%
归属于母公司净利润	-7.03%	31.77%	4.78%	19.87%	18.73%
获利能力					
毛利率	50.13%	46.79%	47.15%	47.42%	47.95%
净利率	23.23%	22.56%	22.01%	22.28%	22.75%
ROE	19.63%	24.17%	20.95%	21.63%	21.53%
ROIC	-215.13%	-473.57%	-256.13%	-89.65%	-134.72%
偿债能力					
资产负债率	27.64%	31.82%	36.91%	31.84%	26.59%
净负债率	-104.64%	-108.89%	-127.12%	-118.39%	-112.42%
流动比率	3.17	2.80	2.49	2.93	3.57
速动比率	2.93	2.47	2.26	2.63	3.25
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	7.52	7.84	8.27
总资产周转率	0.60	0.76	0.67	0.68	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.53	0.55	0.66	0.79
每股经营现金流	0.35	0.64	1.08	0.51	0.68
每股净资产	2.05	2.19	2.65	3.07	3.66
估值比率					
市盈率	19.50	14.80	14.12	11.78	9.92
市净率	3.83	3.58	2.96	2.55	2.14
EV/EBITDA	8.84	11.98	5.77	4.56	3.43
EV/EBIT	9.12	12.38	5.94	4.68	3.50

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