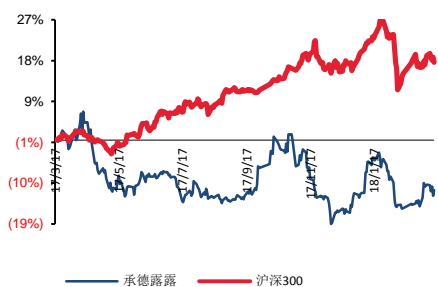


日常消费 食品、饮料与烟草

承德露露年报点评: 走出低谷经营向好, 现金奶牛分红超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	979/978
总市值/流通(百万元)	9,335/9,333
12个月最高/最低(元)	11.93/8.71

相关研究报告:

承德露露(000848)《承德露露: 推新品年轻化, 重整旗鼓再出发》--2018/01/08

承德露露(000848)《承德露露: 公司治理持续提升、明年有望迎来改革红利》--2017/10/11

承德露露(000848)《业绩环比改善, 内部改革初显成效》--2017/07/31

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 孟斯硕

电话: 010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119011720015

事件: 公司发布 2017 年年报, 实现营业收入 21.18 亿元, 同比下降 16.23%, 归母净利润 4.13 亿元, 同比下降 8.16%, 实现 EPS 为 0.42 元。其中 4Q 实现营业收入 5.51 亿元, 同比增长 1.1%, 归母净利润 0.94 亿元, 同比增长 9.45%。

4Q 收入利润快速增长, 连续三个季度正增长

2017Q4 已经实现连续三个季度正增长, 虽然从报表端看, 2017Q4 收入只实现了微增, 但是从实际情况来看, Q4 销售情况是好于去年同期的, 公司在不断的恢复和改善之中。2017 年 1 月, 露露宣布上调出厂价, 所以很多经销商在正式提价前集中囤货。加之 2016 年冬季产能限制较大, 供给偏紧, 经销商集中在 2016Q4 进行打款订货。所以从报表上来看, 2016Q4 基数较高, 2017Q4 实现同比正增长, 说明复苏的动力很强。

毛利率持续回升, 高比例分红成亮点

受益于提价影响, 露露毛利率继续保持回升。2017 年杏仁露及饮料业务毛利率提升至 47.31%, 较 2016 年提升 3.37 个百分点。从费用端来看, Q4 销售费用率从上一季度的 21.14% 提升到 23.87%, 加之 2018 年新品露露推出, 我们认为 2018 年整体销售费用率会继续上行。Q4 管理费用率从上一季度 3.3% 提升到 4.2%, 略有上行。

此次露露实施高比例分红, 延续露露一贯高分红的风格, 是当之无愧的“现金奶牛”类公司。从上市以来, 公司实现每年高分红率, 2015 年和 2016 年公司分红金额达到 3.76 亿和 3.91 亿元, 分红率分别为 81.25% 和 86.91%。此次露露计划向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元, 分红金额达到 4.89 亿元, 分红率高达 1.19, 股息率达到 5.2%。

高管趋向年轻化, 新品增长可期

近期公司推出新品露露, 以更年轻的更有活力的形象出现在消费者面前。从我们渠道调研情况来看, 目前新品露露在主要推广区域 KA 超市中铺货情况良好, 2018 年有望成为业绩爆发的亮点。

公司同时公布负责生产经营的副总经理王旭昌先生因为身体原因辞职, 包括此前公司老董事长王秋敏, 销售总监左辉等, 一批老的管理人员相继离开。新的管理团队正逐步建立起来, 目前公司管理层中, 除了董事长管大源外, 几乎都是 70 年代以后的新生力量, 我们认为管理层趋向年轻化, 将给露露未来发展带来新的活力。

维持“买入”投资评级

2017 年 Q1 由于受北京雾霾影响郑州工厂停工了数日，叠加 2015/16 年饮料行业整体疲软、行业竞争加剧，以及公司在经营和渠道方面处于调整期，所以导致在 2017Q1 公司收入出现 30%以上的下滑。随着郑州工厂蒸汽改造完成，加之 2018 年春节较靠后，节假日较长，有望促进露露的销售。叠加 2018 年新品的推出，公司在过去一年管理和经营体制方面的提升，我们认为 2018 年 Q1 和全年收入和利润会继续保持增长态势。

我们预测，2018/2019/2020 露露净利润对应增长为 20.62%和 25.55%和 20.16%，实现 EPS0.51 元、0.64 元和 0.76 元。2018 年对应估值为 18 倍，考虑到公司整体经营正逐步恢复，我们参照露露 2010-2015 年露露稳定经营期间的估值水平，认为 26 倍为合理估值，对应股价 13.26 元，给予“买入”评级。

风险提示

公司管理出现大的纰漏，业绩不能达到预期；饮料行业出现大幅下滑；宏观经济不稳定等。

■ 主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2111.87	2485.72	2972.84	3460.44
同比	-15.96%	17.33%	19.60%	16.40%
净利润(百万元)	413.6	495.97	622.68	747.94
同比	-8.70%	20.62%	25.55%	20.12%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.507	0.63	0.78

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。