

# 新品微醺焕发百润活力，激励费用短期影响不改长期逻辑

——百润股份（002568）半年报点评

2018年08月23日

强烈推荐/维持

百润股份

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017

## 事件：

百润股份 2018H1 实现营业收入 5.56 亿元，同比增长 6.97%，归母净利 0.79 亿元，同比增长 28.41%，销售毛利率 68.29%，同比下降 3.64%。扣非后归母净利润 0.52 亿元，同比下降 12.09%；其中 Q2 营收 3.08 亿元，同比增 25.71%，归母净利 0.53 亿元，同比增长 32.51%。Q2 收入超预期，由于激励费用的影响，扣非利润低预期，但是不影响公司长期逻辑。

## 公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	179.78	274.32	245.05	284.65	367.9	247.8	307.8
增长率（%）	17.72%	26.77%	20.57%	-12.69%	104.63%	-9.67%	25.61%
毛利率（%）	71.29%	72.35%	69.21%	70.06%	71.83%	68.31%	68.28%
期间费用率（%）	99.12%	58.83%	52.15%	42.23%	43.43%	51.07%	54.24%
营业利润率（%）	-36.34%	9.24%	17.46%	25.05%	25.93%	12.90%	19.24%
净利润（百万元）	-42.58	20.52	40.78	55.65	65.70	25.67	53.04
增长率（%）	-78.80%	-132.28%	-150.16%	37.67%	-254.29%	25.10%	30.07%
每股盈利（季度，元）	-0.05	0.02	0.04	0.08	0.09	0.04	0.10
资产负债率（%）	34.80%	22.80%	21.30%	20.21%	23.17%	20.06%	16.44%
净资产收益率（%）	-2.66%	1.27%	2.46%	3.24%	3.69%	1.35%	2.83%
总资产收益率（%）	-1.74%	0.98%	1.93%	2.59%	2.83%	1.08%	2.36%

## 观点：

- **新品微醺表现亮眼，看好全年公司收入持续增长。**公司 Q2 收入超预期，鸡尾酒营业收入同比增长 24.93%，环比增长 34.78%，核心原因是新品微醺表现强劲。根据我们调研情况来看，新品动销远高于老品，而且呈现出较强的复购率，微醺是从 Q2 全面铺货的，因此我们判断 H2 收入和利润情况均会优于 H1，预计今年微醺可以达到 40% 的收入占比。由于新品的价格是经典瓶的 60%，毛利率在 65% 的水平，公司销售毛利率 68.29%，整体预调酒板块毛利率同比去年下降 2.22pct，一方面是随着新品占比的不断提升，毛利率未来可能还有会调整，另外固定资产去年底转固，制造费用摊销拉低了毛利率，我们认为未来 65% 的毛利率都是可以确保公司长期的盈利水平，核心是看大新品的销量增长以及复购率的提升，对此我们保有信心。
- **费用结构持续优化，激励费用对利润短期有影响。**公司上半年计划计提股权激励费用 1,378.03 万元。

若扣除激励费用影响, 不考虑股权激励费用上半年净利润 0.66 亿元, 同比增长 11%, 激励费用短期仍会对利润有所影响, 下半年管理费用仍然有 1500 多万激励费用要提, 但是公司全年 25% 以上利润增长目标大概率可以完成。公司的净利率恢复到 14.17%, 处于近三年的最高水平, 销售费用率虽有小幅提升但是渠道效率在不断提升, 当前的投放相比过去三年更加精准有效, 更多费用聚焦在电商渠道的数字化营销, 进行消费者的教育, 同时对餐饮渠道以及夜店渠道的探索也在推进, 预期 H2 销售费用不会有大幅变化, 市场投放会有持续。

- **三项数据显示公司处于底部复苏位置, 并且未来增长趋势确定性高。**公司当前库存水平处于历史低位, 预计在一个月的水平, 渠道聚焦在一二线及沿海发达地区, 销售人员也已经从 17 年的 700 人开始逐步增加, 经销商的信心在逐步恢复。目前行业竞争环境良好, 百润的鸡尾酒市场市占率接近 90%, 上一轮的行业玩家短期不会再度试水, 百润未来 2-3 年处于较好的修炼内功, 培育市场的时期。我们坚定看好低度酒精这个市场, 虽然不可类比欧美和日本成熟地区, 但是就目标人群来说行业未来空间很大。
- **公司主营业务保持活力, 香精业务展现新增长。**公司 H1 香精香料业务实现了较高增长, 同比增涨 45.55%, 主因是公司加大在细分市场的投入, 随着饮料市场的逐步细分化, 公司在原材料上的优势和议价能力在逐步凸显, 我们预计未来香精香料业务的增速会高于市场预期, 维持在 35% 的中枢水平。

### 盈利预测:

预计未来三年仍会是百润引领行业发展的阶段: 将会呈现逐年加速的态势, 维持前期盈利预测, 预计 2018-2020 年公司实现收入 13.58/16.30/20.38 亿元, 同比增长 16%/20%/25%; 实现利润 2.36/3.31/4.46 亿元, 同比增长 30%/40%/35%。维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 食品安全的风险, 预调酒行业竞争加剧

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	1134	873	995	1466	2062	<b>营业收入</b>	925	1172	1358	1631	2038
货币资金	876	613	719	1166	1722	<b>营业成本</b>	252	340	358	375	414
应收账款	56	87	102	124	156	营业税金及附加	48	52	78	93	115
其他应收款	22	20	23	28	35	营业费用	741	437	501	632	782
预付款项	21	19	12	5	-4	管理费用	136	128	147	173	212
存货	73	77	83	87	97	财务费用	21	4	10	11	11
其他流动资产	84	54	54	54	54	资产减值损失	-0.23	1.08	5.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	1319	1447	1241	1120	998	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	5.00	15.00	8.00
固定资产	673	942	838	725	612	<b>营业利润</b>	-272	235	264	359	509
无形资产	156	178	163	148	133	营业外收入	65.02	1.81	25.00	45.00	35.00
其他非流动资产	117	84	0	0	0	营业外支出	0.55	3.86	4.00	6.00	8.00
<b>资产总计</b>	2453	2320	2157	2505	2980	<b>利润总额</b>	-208	233	285	398	536
<b>流动负债合计</b>	846	483	351	393	457	所得税	-61	50	48	66	88
短期借款	540	180	0	0	0	<b>净利润</b>	-147	183	237	332	448
应付账款	140	194	206	216	238	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	14	14	41	73	114	归属母公司净利润	-147	183	237	332	448
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	-56	465	402	497	648
<b>非流动负债合计</b>	8	54	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	-0.16	0.22	0.45	0.63	0.84
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	854	537	351	393	457	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-60.64%	26.64%	15.89%	20.06%	25.00%
实收资本 (或股	931	700	532	532	532	营业利润增长	-143.84%	-186.28%	12.45%	35.93%	41.82%
资本公积	715	946	946	946	946	归属于母公司净利	29.88%	-224.23%	29.88%	40.10%	34.71%
未分配利润	-155	23	170	376	654	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1600	1782	1832	2138	2550	毛利率 (%)	0.00%	70.49%	73.66%	76.98%	79.67%
<b>负债和所有者权</b>	2453	2320	2109	2458	2933	净利率 (%)	-15.89%	15.59%	17.47%	20.38%	21.96%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	-5.99%	7.87%	11.00%	13.27%	15.02%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	-9.19%	10.25%	12.95%	15.55%	17.56%
<b>经营活动现金流</b>	-263	245	400	473	599	<b>运营能力</b>					
净利润	-147	183	237	332	448	总资产周转率	0.43	0.49	0.61	0.71	0.76
折旧摊销	194.82	226.37	0.00	127.75	127.75	应收账款周转率	14	16	14	14	15
财务费用	21	4	10	11	11	应付账款周转率	6.98	7.03	6.80	7.73	8.97
应收账款减少	0	0	-15	-22	-32	<b>每股指标 (元)</b>					
预收帐款增加	0	0	27	33	41	每股收益 (最新摊	-0.16	0.22	0.45	0.63	0.84
<b>投资活动现金流</b>	-305	-138	83	11	4	每股净现金流 (最新	0.32	-0.38	0.20	0.84	1.05
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	1.72	2.54	3.45	4.02	4.79
长期股权投资减	0	0	-1	-1	-1	<b>估值比率</b>					
投资收益	0	0	5	15	8	P/E	-80.81	58.77	28.98	20.69	15.36
<b>筹资活动现金流</b>	863	-370	-378	-37	-47	P/B	7.53	5.08	3.75	3.22	2.70
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	-208.92	18.52	15.32	11.48	7.95
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	35	-231	-169	0	0						
资本公积增加	715	231	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	296	-263	106	447	556						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。