

百润新品铺货率提升, 恢复后健康增长确定性强

——百润股份（002568）事件点评

2019年02月13日

强烈推荐/维持

百润股份 | 事件点评

事件：

1、百润股份公布 2018 年业绩快报，2018 年公司实现营业总收入 12.29 亿元，同比增长 4.90%；实现营业利润 1.67 亿元，同比减少 29.09%；归属于上市公司股东的净利润 1.24 亿元，同比减少 32.20%。

2、公司于 2019 年 2 月 11 日首次回购股份。2018 年 12 月 21 日公司披露《回购报告书》，拟回购公司股份 2.12%-4.25%，回购价不超过 13.28 元/股。

主要观点：

1、公司业绩短期承压，产品结构逐步改善。

2018 年公司全年实现营收 12.29 亿元，同比+4.90%。公司主营业务预调酒具备一定的可选属性，受经济的影响较大，经济承压迫使营收增速下行。从产品结构上来看，公司产品结构逐步改善。公司新品微醺从 2018Q2 开始全面铺货，目前预计营收占比 25%-30%，且动销情况逐季增强。另一方面，老品销量并未出现大规模的萎缩状态，主要原因是新品微醺价格带位于 6 元左右，与老品 10 元的价格带差异明显。随着公司对新品的逐步培育，公司产品结构将逐步改善。

2、新微醺+市场复苏+渠道产能双布局，行业龙头业绩短期波动不改长期增长逻辑。

公司业绩短期受股权激励计划以及宏观经济影响，业绩增速有所放缓，但短期波动并不改变公司长期增长的逻辑。**一是公司新微醺动销情况良好。**目前新微醺系列产品的铺货仍在进行，且仍有较大的铺货空间。我们认为，新微醺系列产品在 2019 年仍将是公司推广的重点产品，在公司充分培育下，预计微醺系列可以达到 40% 的收入占比，有望成为公司第一大单品，成为公司业绩动能的新引擎。**二是鸡尾酒市场复苏。**随着第四次消费升级，预调酒市场迎来了复苏，公司作为行业绝对龙头，市占率达 90%，将率先受益行业复苏。**三是渠道和产能双布局。**公司不断进行市场细分，强化营销渠道，实现渠道二次布局。公司目前深耕商超和便利店市场，

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52 周股价区间 (元)	11.17-10.91
总市值 (亿元)	59.4
流通市值 (亿元)	44.05
总股本/流通 A 股 (万股)	53174/39439
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.73

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《百润股份（002568）：三季度营收增速放缓，公司进一步布局生产基地，百润股份厚积薄发》2018-10-24

2、《百润股份（002568）：新品微醺焕发百润活力，激励费用短期影响不改长期逻辑》2018-08-23

3、《百润股份（002568）：百润涅槃，低度酒精的革命和引领》2018-07-26

4、《百润股份（002568）：R10 在，增长在》2015-11-30

对细分市场进行深度拓展，用高性价比产品微醺让消费者对该品类有更深入的认识，实现精准营销。此外巴克斯酒业继续投入建设项目，预计未来产能有望得到数倍增长。伴随行业的复苏，公司长期增长并不受短期波动的影响。

3、剔除股票激励计划，公司费用结构的持续优化。

2018Q4 公司实现营业利润 1.09 千万元，同比-95.36%；实现归母净利润-0.65 千万元，同比-103.58%。利润出现大幅下跌，系公司于 12 月终止实施第一期限限制性股票激励计划所致。终止实施的会计处理结果视同加速行权，对报表利润造成影响较大。剔除此行为对报表的影响，公司实现利润总额 2.51 亿元，同比+7.78%，实现归母净利润 2.01 亿元，同比+10.29%。我们认为公司的费用结构持续优化，2018 年公司剔除股权激励计划对应的利润总额/总收入为 20.41%，较 17 年上涨 0.54pct。公司费用结构改善得益于公司前几年对投资者的教育效果初显，以及渠道效率的提升，预计 19 年公司利润率仍有改善的空间。

4、回购彰显公司信心，销量恢复后健康增长确定性强。

公司于 2018 年 12 月 21 日披露《回购报告书》，并于 2019 年 2 月 11 日首次回购股份。我们认为公司本次回购的实施，彰显公司对未来发展前景的信心，对公司价值的认可，有利于增强公司股票长期的投资价值。加之公司新品微醺动销良好、渠道二次革命的完成以及费用率的改善，我们认为公司在销量恢复后，健康增长确定性强。

结论：

随着新微醺的不断铺货和良好的市场反馈，以及公司渠道完成二次革命和行业复苏，加之公司回购彰显对未来发展的信心，我们认为短期波动不改公司长期增长的逻辑。预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 12.29 亿元/14.14 亿元/16.52 亿元，同比增长 4.90%/15.05%/16.84%，归母净利润 1.24 亿元/1.48 亿元/1.79 亿元，同比增长 -32.20%/19.76%/20.48%，EPS 分别为 0.20/0.28/0.34，当前股价对应的 PE 分别为 57.60x/41.30x/34.28x，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

食品安全风险，预调鸡尾酒行业竞争加剧风险。

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
流动资产合计	1134	873	1179	1130	1387	营业收入	925	1172	1229	1414	1652
货币资金	876	613	912	838	1077	营业成本	252	340	324	428	488
应收账款	56	87	91	105	123	营业税金及附加	48	52	59	68	79
其他应收款	22	20	21	24	28	营业费用	741	437	458	537	626
预付款项	21	19	20	20	21	管理费用	136	128	213	188	212
存货	73	77	84	110	124	财务费用	21	4	11	18	18
其他流动资产	84	54	50	33	13	资产减值损失	-0.23	1.08	0.57	0.47	0.71
非流动资产合计	1319	1447	1560	1647	1710	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	0.00	0.00	0.00
固定资产	672.78	941.98	1060.3	1160.7	1237.0	营业利润	-272	235	163	175	229
无形资产	156	178	174	170	166	营业外收入	65.02	1.81	6.80	24.54	11.05
其他非流动资产	117	84	84	84	84	营业外支出	0.55	3.86	0.00	1.47	1.78
资产总计	2453	2320	2739	2777	3096	利润总额	-208	233	170	198	238
流动负债合计	846	483	939	829	963	所得税	-61	50	43	49	60
短期借款	540	180	697	563	717	净利润	-147	183	124	148	179
应付账款	140	194	180	239	271	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	14	14	-35	-63	-112	归属母公司净利润	-147	183	124	148	179
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	-56	465	283	315	375
非流动负债合计	8	54	54	54	54	EPS (元)	-0.16	0.22	0.20	0.28	0.34
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	854	537	993	883	1017	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-60.64	26.64	4.90%	15.05	16.84
实收资本(或股本)	931	700	532	532	532	营业利润增长	-143.8	-186.	-30.4	6.98%	31.08
资本公积	715	946	946	946	946	归属于母公司净利润	-129.3	224.2	-32.2	19.76	20.48
未分配利润	-155	23	162	270	435	获利能力					
归属母公司股东权	1600	1782	1745	1894	2079	毛利率(%)	72.82%	70.97	73.68	69.76	70.48
负债和所有者权	2453	2320	2739	2777	3096	净利率(%)	-15.89	15.59	10.07	10.49	10.81
现金流量表						总资产净利润(%)	-5.99%	7.87%	4.52%	5.34%	5.77%
单位:百万元						ROE(%)	-9.19%	10.25	7.10%	7.83%	8.59%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现金流	-263	245	121	288	289	资产负债率(%)	35%	23%	36%	32%	33%
净利润	-147	183	124	148	179	资产周转率	1.34	1.81	1.26	1.36	1.44
折旧摊销	194.82	226.3	0.00	115.4	121.8	流动比率	1.25	1.65	1.17	1.23	1.31
财务费用	21	4	11	18	18	营运能力					
应付账款的变化	0	0	-4	-14	-18	总资产周转率	0.43	0.49	0.49	0.51	0.56
预收账款的变化	0	0	-48	-28	-49	应收账款周转率	14	16	14	14	14
投资活动现金流	-305	-138	-175	-158	-142	应付账款周转率	6.98	7.03	6.59	6.76	6.48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.16	0.22	0.20	0.28	0.34
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.32	-0.38	0.55	-0.04	0.54
筹资活动现金流	863	-370	344	-152	143	每股净资产(最新摊)	1.72	2.54	3.28	3.56	3.91
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	-56.93	34.47	57.60	41.30	34.28
普通股增加	35	-231	-169	0	0	P/B	5.23	3.53	2.74	2.52	2.30
资本公积增加	715	231	0	0	0	EV/EBITDA	-143.4	12.60	16.14	14.30	11.79
现金净增加额	296	-263	291	-22	290						

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。

研究助理简介

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。