

新品助力收入复苏，百润厚积薄发进入新通道

——百润股份（002568）2019Q1 财报点评

2019年04月25日

强烈推荐/维持

百润股份 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布2019年一季度报，实现营业收入2.84亿元，同比增长14.62%；实现归母净利润0.43亿元，同比增长65.65%。
- **营收增长超预期，新品贡献强劲。**2019Q1公司营收超预期增长，实现2.84亿元，同比+14.62%（18Q1：-9.67%）。营收的强劲增长主要来自新品微醺的超预期表现。在新品的带动下，一季度公司预调酒板块实现营收2.40亿元，同比高增24.97%，营收占比为84.25%。公司18Q2推出新品微醺，通过半年时间的铺货和推广，新品的终端覆盖率持续提升。目前新品动销反馈良好，随着公司内部产品结构的调整以及微醺的放量，预计未来新品对公司业绩的贡献将更加显著，营收维持高增可期。
- **费用投放更加精准，股权激励终止，公司盈利能力大幅提升。**19Q1公司实现归母净利润0.43亿元，同比高增65.65%。利润的高增除了来自营收的贡献，主要还来自两个方面，一是费用投放的效率提升。19Q1公司销售费用率为32.51%，较去年同期下降3.12pct，主因公司费用投放更加精准。公司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。二是股权激励终止使得管理费用率改善。公司19Q1管理费用率（含研发费用）为13.32%，较去年同期下降1.95pct，主因公司于18年末终止股权激励计划，19年不再计提相关的管理费用。我们测算由于该部分费用的减少带来的利润增速贡献为20%左右。随着新品的逐步放量，公司的规模效应也将更加显著，盈利能力将持续改善。
- **新品赋能+渠道产能双布局+费用率改善，公司半年度指引和年度预期高增可期。**公司预计上半年实现归母净利润1.10-1.34亿元，同比增长40%-70%。在新品放量、渠道产能布局和费用率改善的背景下，我们预计公司全年业绩将呈现高增。一方面，公司新品经过近一年的推广，目前对老品的挤压效应逐步退出，鸡尾酒产品结构持续改善，预计微醺的占比有望提升至40%，成为公司业绩动能的新引擎。另一方面，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，对细分市场进行深度拓展，而巴克斯酒业新增产能项目也已投建，预计未来产能有望得到数倍增长。此外，公司由于终止股权激励计划以及费用的精准投放，期间费用率有望持续改善，支撑利润高增长。
- **盈利预测：**产品结构的持续优化、新品终端覆盖率的提升、以及渠道二次革命的完成，未来公司有望实现量价齐升。预计2019-2021年营业收入分别为14.72/18.01/22.07亿元，同比增长19.65%/22.39%/22.57%，净利润为2.27/2.78/3.46亿元，同比增长83.61%/22.31%/24.62%，EPS分别为0.44/0.53/0.67元，维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；新品推广不及预期等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,171.93	1,229.99	1,471.67	1,801.23	2,207.82
增长率(%)	26.64%	4.95%	19.65%	22.39%	22.57%
净利润(百万元)	182.65	123.70	227.14	277.80	346.20
增长率(%)	-224.23%	-32.27%	83.61%	22.31%	24.62%
净资产收益率(%)	10.25%	6.44%	17.13%	17.79%	18.65%
每股收益(元)	0.22	0.20	0.44	0.53	0.67
PE	49.80	73.50	40.05	32.74	26.28
PB	6.88	4.84	6.86	5.82	4.90

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：吴文德

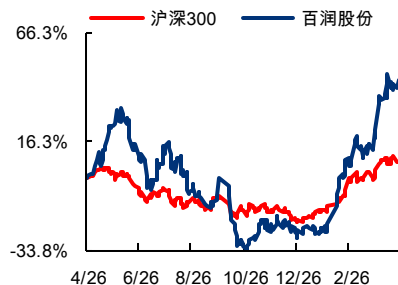
010-66554025

wuwd@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	17.02-12.77
总市值(亿元)	88.47
流通市值(亿元)	63.44
总股本/流通A股(万股)	51980/37276
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.83

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《百润股份（002568）一季度业绩预告点评：一季度业绩超预期，新品动销良好助力业绩高增》2019-04-01
- 2、《百润股份（002568.SZ）事件点评：百润新品铺货率提升，恢复后健康增长确定性强》2019-02-13
- 3、《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
- 4、《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

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	873	938	1091	1329	1617	营业收入	1172	1230	1472	1801	2208
货币资金	613	643	739	901	1104	营业成本	340	385	476	589	721
应收账款	87	107	121	138	151	营业税金及附加	52	57	69	83	100
其他应收款	20	22	26	32	39	营业费用	437	432	483	589	720
预付款项	19	16	16	16	16	管理费用	128	170	155	186	225
存货	77	76	91	112	135	财务费用	4	-4	-1	-2	-2
其他流动资产	54	73	97	130	171	资产减值损失	1.08	2.39	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1447	1488	1774	2064	2268	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	941.9	876.9	835.4	792.2	1816.	营业利润	235	166	291	356	444
无形资产	178	197	193	190	187	营业外收入	1.81	6.90	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	84	22	22	22	22	营业外支出	3.86	0.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	2320	2425	2865	3393	3886	利润总额	233	173	291	356	444
流动负债合计	483	449	1484	1776	1975	所得税	50	49	64	78	98
短期借款	180	10	1080	1262	1329	净利润	183	124	227	278	346
应付账款	194	168	195	234	276	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	14	42	101	173	261	归属母公司净利润	183	124	227	278	346
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	465	427	349	414	583
非流动负债合计	54	53	53	53	53	EPS (元)	0.35	0.24	0.44	0.53	0.67
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	537	502	1537	1829	2027	成长能力					
少数股东权益	0	2	2	2	2	营业收入增长	26.64%	4.95%	19.65%	22.39%	22.57%
实收资本(或股本)	700	532	520	520	520	营业利润增长	-186.2	-29.14	74.98%	22.31%	24.62%
资本公积	946	1282	416	416	416	归属于母公司净利润增长	83.53%	22.31%	83.53%	22.31%	24.62%
未分配利润	23	82	70	102	192	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1782	1921	1326	1562	1856	毛利率(%)	70.97%	68.68%	67.68%	67.32%	67.36%
负债和所有者权益	2320	2425	2865	3393	3886	净利率(%)	15.59%	10.06%	15.43%	15.42%	15.68%
现金流量表						总资产净利润(%)	7.87%	5.10%	7.93%	8.19%	8.91%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.25%	6.44%	17.13%	17.79%	18.65%
经营活动现金流	245	342	192	369	531	偿债能力					
净利润	183	124	227	278	346	资产负债率(%)	23%	21%	54%	54%	52%
折旧摊销	226.3	264.4	0.00	55.90	137.2	流动比率	1.81	2.09	0.73	0.75	0.82
财务费用	4	-4	-1	-2	-2	速动比率	1.65	1.92	0.67	0.69	0.75
应收账款减少	0	0	-14	-17	-13	营运能力					
预收帐款增加	0	0	59	72	88	总资产周转率	0.49	0.52	0.56	0.58	0.61
投资活动现金流	-138	-170	-348	-349	-345	应收账款周转率	16	13	13	14	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.03	6.81	8.10	8.39	8.65
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.24	0.44	0.53	0.67
筹资活动现金流	-370	-143	249	142	17	每股净现金流(最新摊薄)	-0.38	0.06	0.18	0.31	0.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.54	3.61	2.55	3.00	3.57
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-231	-169	-12	0	0	P/E	49.80	73.50	40.05	32.74	26.28
资本公积增加	231	336	-867	0	0	P/B	6.88	4.84	6.86	5.82	4.90
现金净增加额	-263	30	93	162	203	EV/EBITDA	25.40	20.32	27.07	22.83	15.99

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。