

百润股份 (002568): 中报业绩高于指引, 微醺有望持续增添新动力

——2019H1财报点评

事件: 公司发布 2019 年中报, 实现营业收入 6.36 亿元, 同比增长 14.39%; 实现归母净利润 1.37 亿元, 同比增长 73.72%。其中, 2019Q2 实现营收 3.52 亿元, 同比增长 14.21%, 实现归母净利润 0.94 亿元, 同比增长 77.62%。业绩基本符合预期, 高于公司上半年归母净利润 40%-70% 指引。

预调酒营收增速强劲, 新品微醺放量, 老品稳健。 2019H1 公司实现营收 6.36 亿元, 同比增长 14.39%, 单二季度实现营收 3.52 亿元, 同比增长 14.21%。我们认为公司上半年营收增速略低于预期, 但整体质量有所提升。一方面, 公司香精业务 2019H1 实现营收 0.84 亿元, 同比减少 19.35%, 香精营收的下滑或因下游口味变化较快等原因造成。香精业务是公司的传统业务, 一直保持较为稳定的增长, 且行业步入成熟期, 公司将持续保持香精研发投入, 通过下游需求驱动产品更新。预计全年该业务仍能实现稳健增长。伴随着预调酒业务占比的提升, 该业务对公司的影响将减弱。另一方面, 上半年公司的营收主要由鸡尾酒业务贡献, 2019H1 鸡尾酒业务实现营收 5.50 亿元, 同比增长 22.26%。该业务的快速增长主因新品微醺终端需求强劲, 带动产品快速放量, 而老品上半年预计录得小幅增长, 新品对老品的替代影响显著弱化。下半年随着新品的持续放量, 以及对老品替代的弱化, 预计营收增速将高于上半年, 微醺占比有望提升至 40%。

费用投放更加精准, 公司盈利能力大幅提升。 2019H1 公司实现归母净利润 1.37 亿元, 同比增长 73.72%, 其中 19Q2 实现归母净利润 0.94 亿元, 同比高增 77.62%, 高于公司半年度指引 40%-70%。利润的高增除了来自营收的贡献, 主要还来自三个方面, 一是公司业务结构不断优化, 预调酒业务占比持续提升带动毛利率上升。公司预调酒业务毛利率 (69.50%) 高于香精业务 (64.78%), 微醺虽然价格较老品低, 但基本维持高毛利水平。19H1 预调酒业务营收占比 86.47%, 较去年同期提升 5.57pct, 公司整体毛利率 68.90%, 较去年同期提升 0.61pct。随着预调酒业务占比的提升, 公司毛利率也将持续改善。二是费用投放的效率提升。19H1 公司销售费

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 | 1,527.47 | 1,919.98 | 2,426.21 |
| 增长率 (%) | 26.64% | 4.95% | 24.19% | 25.70% | 26.37% |
| 净利润 (百万元) | 182.65 | 123.70 | 237.54 | 292.07 | 379.08 |
| 增长率 (%) | -224.23 | -32.27% | 92.03% | 22.95% | 29.79% |
| 净资产收益率 (%) | 10.25% | 6.44% | 17.80% | 18.45% | 19.90% |
| 每股收益 (元) | 0.26 | 0.23 | 0.46 | 0.56 | 0.73 |
| PE | 65.14 | 73.00 | 37.18 | 30.24 | 23.30 |
| PB | 6.68 | 4.70 | 6.62 | 5.58 | 4.64 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

2019 年 07 月 25 日

强烈推荐/维持

百润股份 公司报告

公司简介:

公司原主要从事香精香料业务, 经过对巴斯酒业进行并购重组后, 成为香精香料和预调鸡尾酒双主营业务发展的公司, 拥有“百润”和“R10(锐澳)”两大品牌。

未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-08-12 股东大会召开。

发债及交叉持股介绍:

暂无。

交易数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 52 周股价区间 (元) | 8.00-18.47 |
| 总市值 (亿元) | 88.31 |
| 流通市值 (亿元) | 88.31 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 52000/52000 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 0.84 |

52 周股价走势图



资料来源: wind、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

用率为 29.37%，较去年同期下降 9.50pct，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。三是股权激励终止使得管理费用率改善。公司 19H1 管理费用率（含研发费用）为 11.67%，较去年同期下降 2.52pct，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。目前公司正在进行股份回购计划，预计未来仍将开展股权激励。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。

渠道建设稳步推进，产品力+品牌力共同推动公司业绩增长。公司预计 2019 年前三季度归母净利润同比增长 50%-70%，我们认为该增速可以实现，并有望超预期实现。一是公司致力于渠道的稳步推进。随着公司渠道的“二次革命”，渠道信心逐渐恢复，在现有渠道上，微醺仍有较大的铺货空间。此外，公司将选择具有真实需求的三四线渠道进行下沉，目前渠道下沉速度较慢，主因公司注重渠道质量，稳扎稳打推进渠道建设。二是公司具备较强的产品创新能力，在经典口味的基础上，不断推陈出新，把握消费者口味的变化，维持产品新鲜度。三是公司作为行业龙头，其预调酒品牌 RIO 具有较强的品牌力，加之公司精准的日常消费场景营销，和年轻化的定位，将助力产品推广。产品力和品牌力为新品铺市和渠道下沉奠定基础，公司业绩高增可期。

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 15.27/19.20/24.26 亿元，同比增长 24.19%/25.70%/26.37%，净利润为 2.38/2.92/3.79 亿元，同比增长 92.03%/22.95%/29.79%，EPS 分别为 0.46/0.56/0.73 元，考虑到新品快速放量，给予公司 40 倍估值，12 个月目标价 22 元，空间 30%，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。

附表: 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 | 1129 | 1411 | 1769 | 营业收入 | 1172 | 1230 | 1527 | 1920 | 2426 |
| 货币资金 | 613 | 643 | 767 | 960 | 1213 | 营业成本 | 340 | 385 | 472 | 586 | 728 |
| 应收账款 | 87 | 107 | 126 | 147 | 166 | 营业税金及附加 | 52 | 57 | 71 | 89 | 110 |
| 其他应收款 | 20 | 22 | 27 | 34 | 43 | 营业费用 | 437 | 432 | 524 | 657 | 832 |
| 预付款项 | 19 | 16 | 16 | 16 | 16 | 管理费用 | 128 | 170 | 176 | 215 | 272 |
| 存货 | 77 | 76 | 91 | 111 | 137 | 财务费用 | 4 | -4 | -1 | -2 | -2 |
| 其他流动资产 | 54 | 73 | 103 | 142 | 193 | 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 | 2269 | 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 | 941.98 | 876.97 | 835.55 | 792.66 | 1817.86 | 营业利润 | 235 | 166 | 286 | 374 | 486 |
| 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 | 2903 | 3476 | 4038 | 利润总额 | 233 | 173 | 286 | 374 | 486 |
| 流动负债合计 | 483 | 449 | 1514 | 1838 | 2078 | 所得税 | 50 | 49 | 63 | 82 | 107 |
| 短期借款 | 180 | 10 | 1109 | 1317 | 1414 | 净利润 | 183 | 124 | 238 | 292 | 379 |
| 应付账款 | 194 | 168 | 194 | 233 | 279 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 14 | 42 | 103 | 180 | 277 | 归属母公司净利润 | 183 | 124 | 238 | 292 | 379 |
| 一年内到期的非流动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 465 | 427 | 343 | 433 | 625 |
| 非流动负债合计 | 54 | 53 | 53 | 53 | 53 | EPS (元) | 0.26 | 0.23 | 0.46 | 0.56 | 0.73 |
| 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 | 1566 | 1891 | 2131 | 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% | 24.19% | 25.70% | 26.37% |
| 实收资本 (或股本) | 700 | 532 | 520 | 520 | 520 | 营业利润增长 | -186.28 | -29.14 | 71.70% | 31.04% | 29.79% |
| 资本公积 | 946 | 1282 | 416 | 416 | 416 | 归属于母公司净利润 | 91.94% | 22.95% | 91.94% | 22.95% | 29.79% |
| 未分配利润 | 23 | 82 | 70 | 104 | 213 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 1782 | 1921 | 1335 | 1583 | 1905 | 毛利率 (%) | 70.97% | 68.68% | 69.10% | 69.45% | 69.99% |
| 负债和所有者权益 | 2320 | 2425 | 2903 | 3476 | 4038 | 净利率 (%) | 15.59% | 10.06% | 15.55% | 15.21% | 15.62% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润 (%) | | | | | |
| | 单位: 百万元 | | | | | ROE (%) | | | | | |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 7.87% | 5.10% | 8.18% | 8.40% | 9.39% | |
| 经营活动现金流 | 245 | 342 | 193 | 377 | 557 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 183 | 124 | 238 | 292 | 379 | 资产负债率 (%) | 23% | 21% | 54% | 54% | 53% |
| 折旧摊销 | 226.37 | 264.46 | 0.00 | 55.92 | 137.29 | 流动比率 | 1.81 | 2.09 | 0.75 | 0.77 | 0.85 |
| 财务费用 | 4 | -4 | -1 | -2 | -2 | 速动比率 | 1.65 | 1.92 | 0.69 | 0.71 | 0.79 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -19 | -22 | -19 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 61 | 77 | 97 | 总资产周转率 | 0.49 | 0.52 | 0.57 | 0.60 | 0.65 |
| 投资活动现金流 | -138 | -170 | -348 | -349 | -346 | 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 | 8.44 | 8.99 | 9.47 |
| 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) | 0.26 | 0.23 | 0.46 | 0.56 | 0.73 |
| 筹资活动现金流 | -370 | -143 | 276 | 166 | 42 | 每股净现金流 (最新摊) | -0.38 | 0.06 | 0.23 | 0.37 | 0.49 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 (最新摊) | 2.54 | 3.61 | 2.57 | 3.05 | 3.67 |
| 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 | 65.14 | 73.00 | 37.18 | 30.24 | 23.30 |
| 资本公积增加 | 231 | 336 | -867 | 0 | 0 | P/B | 6.68 | 4.70 | 6.62 | 5.58 | 4.64 |
| 现金净增加额 | -263 | 30 | 121 | 193 | 253 | EV/EBITDA | 24.63 | 19.69 | 26.73 | 21.24 | 14.45 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|------|---|------------|
| 公司 | 《百润股份：2019Q1 财报点评，新品助力收入复苏，百润厚积薄发进入新通道》 | 2019-04-26 |
| 公司 | 《百润股份：百润新品铺货率提升，恢复后健康增长确定性强》 | 2019-02-13 |
| 公司 | 《百润股份深度报告：百润涅槃，低度酒精的革命和引领》 | 2018-07-26 |

资料来源：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。