

百润股份 (002568)

公司研究/点评报告

鸡尾酒业务放量拉升业绩，公司未来可期

—百润股份 (002568) 2019 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2019 年 10 月 28 日

一、事件概述

百润股份发布 19 年三季报。报告期内，公司实现营业收入 10.16 亿元，同比+19.09%；实现归属上市公司股东净利润 2.29 亿元，同比+75.23%。

二、分析与判断

➤ 预调鸡尾酒业务放量拉升 Q3 业绩

19Q1-3 公司实现营业收入 10.16 亿元，同比+19.09%，折合 Q3 单季度实现营收 3.81 亿元，同比+27.85%，增速环比显著提升；实现归母净利润 2.29 亿元，同比+75.23%，折合 Q3 单季度实现归母净利润 0.92 亿元，同比+77.53%，增速环比保持稳定。总体而言，19 年 Q3 公司业绩环比提振明显。分产品看，在微醺持续放量的拉动下，19Q3 预调鸡尾酒实现营收 3.33 亿元，同比+28.55%，增速环比提振明显，实现净利润 6860 万元，同比+68.39%。

➤ 微醺占比提升稀释毛利率；管理/研发费用率降低+其他收益增加拉升净利率

毛利率：19Q1-3 公司毛利率为 68.97%，同比+0.35 个百分点，其中 Q3 单季度毛利率为 69.09%，同比-0.13 个百分点，我们分析认为主要原因在于毛利较低的微醺新品放量带来的稀释作用；**净利率：**19Q1-3 公司净利率为 22.48%，同比+7.20 个百分点，其中 Q3 单季度净利率达到 24.11%，同比+6.76 个百分点，主要归功于管理/研发费用率的降低及其他收益营收占比的提升：19Q3 公司管理费用率同比-4.44%，主因公司于 18 年末终止股权激励计划，19 年不再计提相关费用；研发费用率同比-2.57%；其他收益营收占比同比+2.76%；其他费用率方面，销售/财务费用率分别同比+0.32%/-0.13%，其中销售费用率上升主要原因归因于市场活动费用投入的增加。

➤ 三端齐发力，看好公司业绩弹性

产品端：18Q2 推出的新品微醺系列相比于经典瓶产品来说度数更低、适宜人群更广泛，因此自推出以来终端动销情况良好、复购率高，19 年公司继续重点推微醺系列，预计短期内将持续放量，同时随着微醺产品规模的逐渐提升，规模效应将降低制造费用和人工费用的平均摊销，因此毛利率还有进一步提升空间；**渠道端：**公司吸取 15 年渠道下沉策略失败的经验，采取稳扎稳打、精耕细耘的策略二次布局三四线城市渠道；同时公司给经销商留足利润空间（利润率水平高于啤酒低于白酒），并赋予完整的激励措施与考核目标，有望充分激发经销商的主观能动性；**产能端：**持续推进巴克斯酒业生产基地建设逐步形成辐射全国的产能基地，满足全国多渠道渗透需求，大幅度优化物流成本。

三、投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入为 14.86/17.70/20.91 亿元，同比+20.8%/19.1%/18.1%；实现归属上市公司净利润为 2.98/3.51/4.16 亿元，同比+140.4%/17.9%/18.6%，折合 EPS 为 0.57 元/0.68 元/0.80 元，对应 PE 为 41X/35X/29X。预计 2019 年其他酒板块标的的平均估值为 36 倍，公司 19 年预期估值略高于行业水平，考虑到公司在产品、渠道、产能三端齐发力将助力公司业绩持续改善，预计未来业绩增速将快于行业平均水平。综上，维持“推荐”评级。

推荐

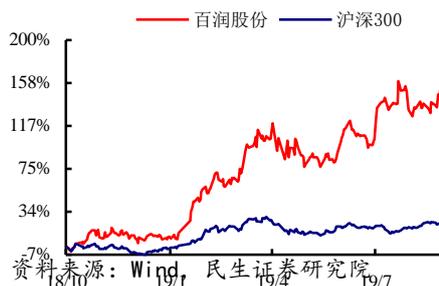
维持评级

当前价格： 23.6 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低(元)	24.5/8.0
总股本(百万股)	520
流通股本(百万股)	349
流通股比例(%)	67.11
总市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	82

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号： S0100118110006

电话： 021-60876710

邮箱： xuyang@mszq.com

相关研究

1. 百润股份 (002568) 2019 年中报点评：盈利能力显著提升，三端发力看好公司弹性

2. 百润股份 (002568) 2018 年年度报告点评：股权激励终止拖累业绩，微醺系列值得期待

四、风险提示:

预调鸡尾酒行业竞争加剧风险、原材料价格异常波动风险、食品安全风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,230	1,486	1,770	2,091
增长率 (%)	5.0%	20.8%	19.1%	18.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	124	298	351	416
增长率 (%)	-32.2%	140.4%	17.9%	18.6%
每股收益 (元)	0.24	0.57	0.68	0.80
PE (现价)	99.12	41.23	34.96	29.48
PB	6.39	5.53	4.77	4.11

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,230	1,486	1,770	2,091
营业成本	385	441	522	610
营业税金及附加	57	71	82	98
销售费用	432	461	566	669
管理费用	170	104	124	146
研发费用	63	45	53	63
EBIT	122	365	423	504
财务费用	-4	-5	-6	-9
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	166	400	465	557
营业外收支	7	5	6	12
利润总额	173	405	471	569
所得税	49	107	120	153
净利润	124	298	351	416
归属于母公司净利润	124	298	351	416
EBITDA	196	365	423	504

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	643	886	1,248	1,664
应收账款及票据	107	85	117	141
预付款项	16	27	28	32
存货	76	83	106	120
其他流动资产	95	97	104	108
流动资产合计	938	1,179	1,603	2,066
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	877	877	877	877
无形资产	197	197	197	197
非流动资产合计	1,488	1,539	1,552	1,623
资产合计	2,425	2,718	3,155	3,689
短期借款	10	10	10	10
应付账款及票据	168	182	239	272
其他流动负债	271	252	282	366
流动负债合计	449	444	531	648
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	53	53	53	53
非流动负债合计	53	53	53	53
负债合计	502	497	584	701
股本	532	532	532	532
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	1,923	2,221	2,572	2,988
负债和股东权益合计	2,425	2,718	3,155	3,689

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	5.0%	20.8%	19.1%	18.1%
EBIT 增长率	-43.0%	197.9%	15.9%	19.3%
净利润增长率	-32.2%	140.4%	17.9%	18.6%
盈利能力				
毛利率	68.7%	70.3%	70.5%	70.8%
净利润率	10.1%	20.0%	19.8%	19.9%
总资产收益率 ROA	5.1%	10.9%	11.1%	11.3%
净资产收益率 ROE	6.4%	13.4%	13.7%	13.9%
偿债能力				
流动比率	2.09	2.65	3.02	3.19
速动比率	1.88	2.40	2.77	2.95
现金比率	1.43	1.99	2.35	2.57
资产负债率	20.7%	18.3%	18.5%	19.0%
经营效率				
应收账款周转天数	28.90	20.90	24.12	24.64
存货周转天数	72.65	68.90	74.13	71.89
总资产周转率	0.52	0.58	0.60	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.57	0.68	0.80
每股净资产	3.70	4.27	4.94	5.74
每股经营现金流	0.66	0.56	0.71	0.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	99.12	41.23	34.96	29.48
PB	6.39	5.53	4.77	4.11
EV/EBITDA	60.82	31.99	26.75	21.60
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	124	298	351	416
折旧和摊销	73	0	0	0
营运资金变动	143	-3	24	70
经营活动现金流	342	290	369	475
资本开支	-170	-47	-7	-59
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-170	-47	-7	-59
股权募资	92	0	0	0
债务募资	-170	0	0	0
筹资活动现金流	-143	-0	-0	-0
现金净流量	30	243	362	416

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。