

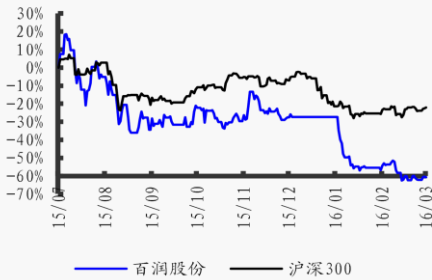
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

渠道库存消化尚需时日，公司业绩反转仍需等待

——百润股份（002568）2015 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
百润股份	-11.6	-45.7	-37.0
沪深 300	4.3	-0.9	-20.6

市场数据

2016/3/16

当前价格（元）	23.13
52 周价格区间（元）	21.34-182
总市值（百万）	20724.48
流通市值（百万）	4962.37
总股本（万股）	89600.00
流通股（万股）	21454.25
日均成交额（百万）	285.65
近一月换手（%）	76.67

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

## ■ 事件：

3月16日晚，百润股份（002568）公布了2015年年报，2015年实现营业收入23.51亿元，同比增长107.28%（调整后）；实现归属上市公司股东的净利润5.00亿元，同比增长74.36%（调整后）；基本每股收益0.56元，同比增长75%（调整后）。

Q4，实现营收1.53亿元，同比增长311.78%（调整前）；实现归属于上市公司股东的净利润-2.01万元，同比减少2082.20%（调整前）。

## ■ 点评：

鸡尾酒目前尚属于小品类，年轻人消费能力有限。行业可能对于鸡尾酒过于乐观。而我们认为鸡尾酒在定位方面尚存在一些问题：一是鸡尾酒定位年轻人消费的低度饮料酒，但年轻人消费能力有限，RIO 定价偏高；二是渠道拓展，以商超为主，但由于鸡尾酒非主流消费酒种，年轻人从商超购买的重复消费率低。

公司 2015 年一季度压货较多，渠道尚有很多库存没有消化。2015 年上半年公司凭借《何以笙箫默》、《奔跑吧兄弟》等节目广告的成功，短期内获得了大量的消费者，也导致公司一季度往渠道端大量压货。然而大多数的消费者只停留在体验式消费的阶段，之后并没有产生重复购买。而随着广告效益递减，新增消费者的速度也大大降低，目前渠道尚有很多库存有待消化。

餐饮渠道是否能打开是未来能否高增长的关键。目前公司 RIO 销售主要集中在夜场和商超渠道，餐饮渠道市场相对空白，我们认为餐饮作为即饮消费场所，鸡尾酒的重复购买率要高的多很多，如果公司未来能够顺利打开餐饮渠道，RIO 或有望继续获得较高增长。

下调公司评级为“中性”。预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.39(下调)/0.59(下调)/0.77(下调)元，对应 2016/17/18 年 PE 为 59.36/39.43/30.15 倍，下调公司评级为“中性”。

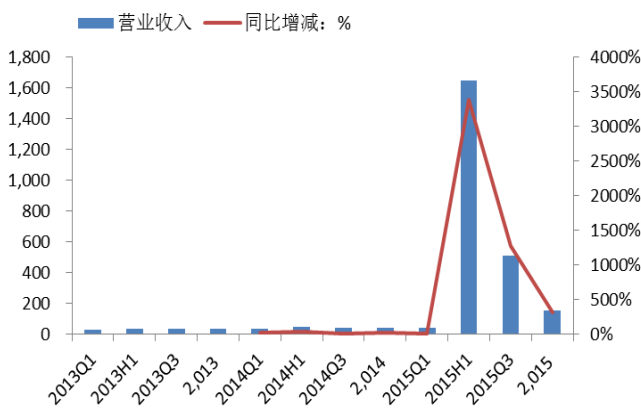
风险提示：市场拓展不达预期。

图 1、百润股份盈利预测简表

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2351	1991	2692	3376
增长率(%)	1396%	-15%	35%	25%
净利润(百万元)	500.2	349	526	687
增长率(%)	777%	-30%	51%	31%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.39	0.59	0.77
ROE(%)	50.20%	33.87%	48.56%	59.77%

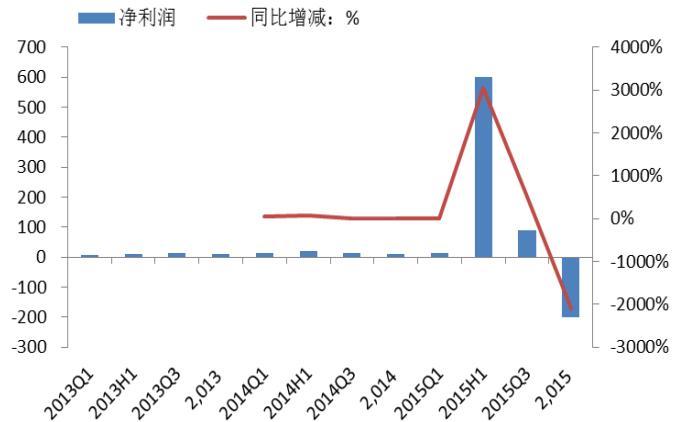
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2、2013-2015 单季度营收情况



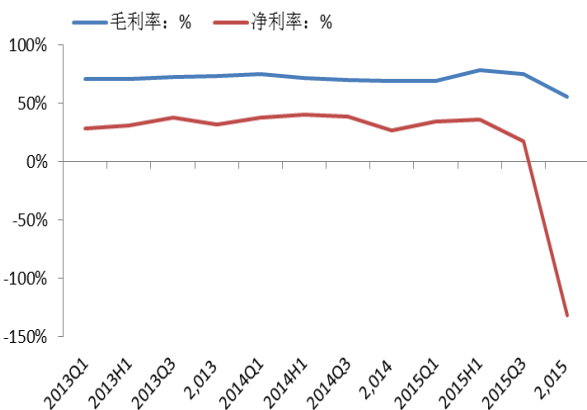
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 3、2013-2015 年单季度净利润情况



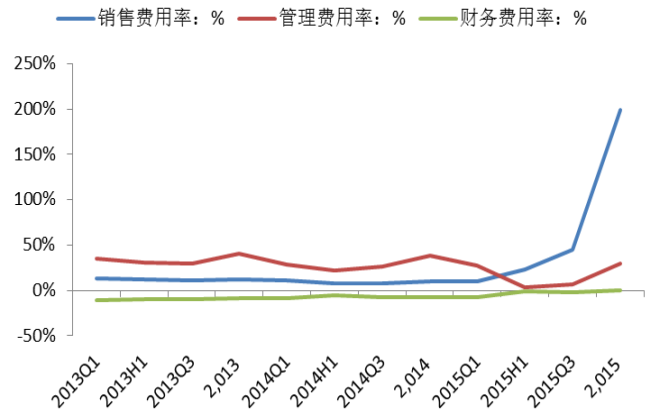
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 4、2013-2015 单季度毛利率和净利率情况



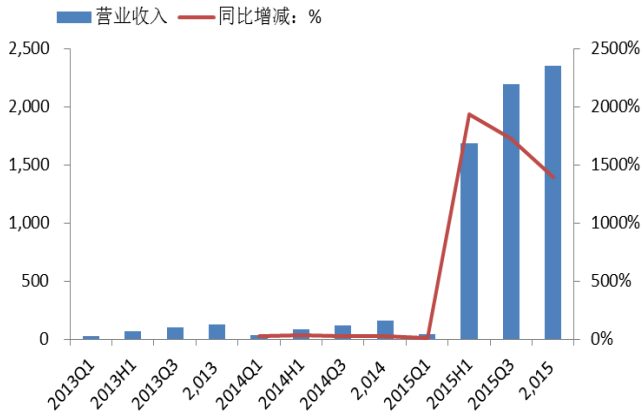
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 5、2013-2015 单季度费用率情况



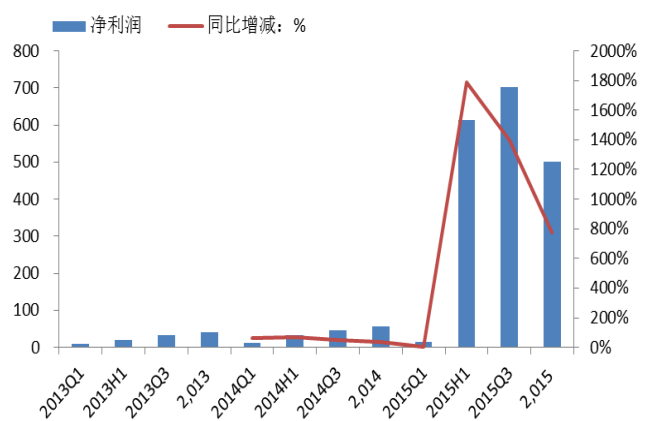
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 6、2013-2015 季度累计营收情况



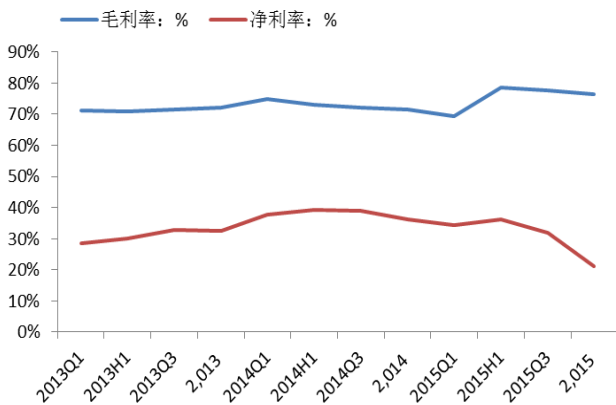
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7、2013-2015 年季度累计净利润情况



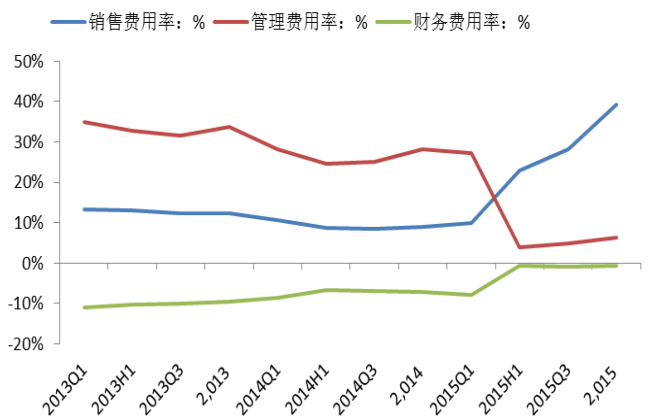
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、2013-2015 季度累计毛利率和净利率情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 9、2013-2015 季度累计费用率情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10、百润股份盈利预测

证券代码:	002568.SZ				股票价格:	23.13	投资评级:	中性		日期:	2016/3/16
<b>财务指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	50.20%	33.87%	48.56%	59.77%	EPS	0.56	0.39	0.59	0.77		
毛利率	76%	76%	76%	76%	BVPS	1.11	1.15	1.21	1.28		
期间费率	50%	53%	50%	49%	<b>估值</b>						
销售净利率	21%	18%	20%	20%	P/E	41.43	59.36	39.43	30.15		
<b>成长能力</b>					P/B	20.80	20.11	19.15	18.02		
收入增长率	1396%	-15%	35%	25%	P/S	8.81	10.41	7.70	6.14		
利润增长率	777%	-30%	51%	31%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
总资产周转率	1.29	1.08	1.37	1.60	<b>营业收入</b>	<b>2351</b>	<b>1991</b>	<b>2692</b>	<b>3376</b>		
应收账款周转率	23.61	23.61	23.61	23.61	营业成本	556	472	641	807		
存货周转率	5.15	5.15	5.15	5.15	营业税金及附加	119	100	136	170		
<b>偿债能力</b>					销售费用	922	828	1080	1337		
资产负债率	45%	44%	45%	45%	管理费用	150	139	172	216		
流动比	1.10	0.96	0.95	0.97	财务费用	(18)	(9)	(29)	(60)		
速动比	0.96	0.82	0.78	0.76	其他费用/(-收入)	(1)	0	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>621</b>	<b>460</b>	<b>693</b>	<b>906</b>		
现金及现金等价物	581	488	447	432	营业外净收支	38	0	0	0		
应收款项	100	84	114	143	<b>利润总额</b>	<b>659</b>	<b>460</b>	<b>693</b>	<b>906</b>		
存货净额	108	111	151	190	所得税费用	159	111	167	219		
其他流动资产	104	88	120	150	<b>净利润</b>	<b>500</b>	<b>349</b>	<b>526</b>	<b>687</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>893</b>	<b>772</b>	<b>832</b>	<b>915</b>	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	343	409	498	568	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>500</b>	<b>349</b>	<b>526</b>	<b>687</b>		
在建工程	315	395	385	385	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
无形资产及其他	152	152	137	121	<b>经营活动现金流</b>	<b>383</b>	<b>436</b>	<b>409</b>	<b>582</b>		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	500	349	526	687		
<b>资产总计</b>	<b>1819</b>	<b>1844</b>	<b>1968</b>	<b>2106</b>	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	400	400	400	400	折旧摊销	20	50	56	63		
应付款项	125	129	175	220	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	87	74	99	125	营运资金变动	(137)	38	(172)	(169)		
其他流动负债	203	203	203	203	<b>投资活动现金流</b>	<b>(490)</b>	<b>(146)</b>	<b>(79)</b>	<b>(70)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>815</b>	<b>805</b>	<b>877</b>	<b>948</b>	资本支出	(483)	(146)	(79)	(70)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	8	8	8	8	其他	(6)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>13</b>	<b>(315)</b>	<b>(474)</b>	<b>(620)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>823</b>	<b>813</b>	<b>885</b>	<b>956</b>	债务融资	400	0	0	0		
股本	896	896	896	896	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	996	1031	1082	1150	其它	(387)	(315)	(474)	(620)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1819</b>	<b>1844</b>	<b>1968</b>	<b>2106</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(93)</b>	<b>(24)</b>	<b>(144)</b>	<b>(108)</b>		

资料来源: WIND、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。