

百润股份

新品带动营收环比改善

业绩回顾

3Q16 业绩低于预期

百润股份公布 1~3Q16 业绩：营业收入 7.46 亿元，同比下降 66.1%；归属母公司净利润-1.04 亿元，同比下降 114.9%，对应每股盈利-0.12 元。3Q16 业绩低于市场预期。同时公司发布 2016 年年报第 1 次业绩预告，公司业绩首亏，预计净利润-1.5~-0.5 亿元。

发展趋势

新品销售良好，带动营收环比改善。1) 3Q 收入 3.3 亿元，环比 2 季度增长 1.2 亿元，主要来源于 5/8 度新品销售，同时渠道库存也下降至 1~2 月的正常水平。2) 5 度重点打造，主要市场铺货基本完成，草根调研实际终端动销良好。合并 8 度预计全年贡献收入 2~3 亿元。3) 3.8 度老产品逐步恢复，预计未来 3 年增速保持 5~10%，其他产品则继续下滑。

公司的核心竞争优势在于新品研发能力，口味/包装不断创新，预计 17 年继续推出预调酒新品。以 5 度“本味”系列为例，10 月新推出青柠/青梅两种口味。但是不断扩张的产品线加大了公司定位的不确定性。

关注股份回购带来的盈利增厚。1) 根据公司收购巴克斯酒业时签订的承诺协议，16 年大概率无法完成业绩指标，股份回购已是大概率事件。2) 预计 16 年需要回购约 2 亿股且在 17 年中完成，增厚 17 年 EPS 约 29%。3) 17 年完成业绩指标难度依然较大，预计继续回购股份（具体计算过程请见报告第 3 页）。

盈利预测

我们将 2016、2017 年每股盈利预测分别从人民币 0.04 元与 0.06 元下调 355%与 27%至人民币-0.1 元与 0.04 元。

估值与建议

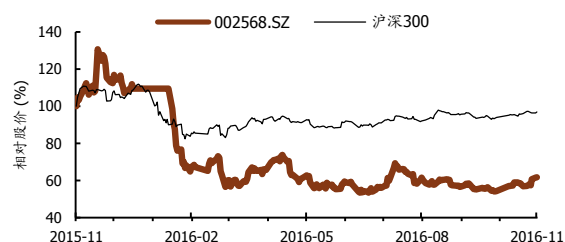
目前，公司股价对应 17 年 15.5x P/S。我们维持中性的评级，但将目标价上调 7.14%至人民币 22.50 元，较目前股价有 6.44%下行空间。上调目标价主要来源于 17 年的股本回购预期。

风险

如果后续新产品定位不明确，则公司营收持续增长难度较大。

维持中性

股票代码	002568.SZ
评级	中性
最新收盘价	人民币 24.05
目标价	人民币 22.50
52 周最高价/最低价	人民币 52.50~20.08
总市值(亿)	人民币 215
30 日日均成交额(百万)	人民币 126.62
发行股数(百万)	896
其中：自由流通股(%)	42
30 日日均成交量(百万股)	5.52
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1,134	2,351	1,069	1,389
增速	783.1%	107.3%	-54.5%	29.9%
归属母公司净利润	287	500	-90	38
增速	585.0%	74.4%	-118.0%	N.M.
每股净利润	0.32	0.56	-0.10	0.04
每股净资产	1.06	1.11	0.49	0.49
每股股利	0.30	0.50	0.00	0.00
每股经营现金流	0.58	0.43	-0.08	0.09
市盈率	75.1	43.1	N.M.	564.0
市净率	22.6	21.6	49.0	48.8
EV/EBITDA	57.1	34.3	N.M.	456.7
股息收益率	0.2%	2.1%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	29.3%	32.0%	-5.4%	2.5%
平均净资产收益率	36.0%	51.3%	-12.6%	8.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

邢庭志

分析员
tingzhi.xing@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515110002
SFC CE Ref: BGN152

袁霏阳

分析员
feiyang.yuan@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511030012
SFC CE Ref: AIZ727

陈文凯

联系人
wenkai.chen@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080116040046



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	1,134	2,351	1,069	1,389	营业收入	783.1%	107.3%	-54.5%	29.9%
营业成本	282	556	286	370	营业利润	706.9%	71.0%	-132.3%	N.M.
营业税金及附加	52	119	51	67	EBITDA	810.7%	71.3%	-124.4%	N.M.
营业费用	369	922	759	782	净利润	585.0%	74.4%	-118.0%	N.M.
管理费用	79	150	156	163	盈利能力				
财务费用	-11	-18	18	37	毛利率	75.1%	76.3%	73.3%	73.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	32.0%	26.4%	-18.7%	-2.1%
营业利润	363	621	-200	-29	EBITDA 利润率	32.1%	26.5%	-14.2%	3.5%
营业外收支	11	38	80	80	净利率	25.3%	21.3%	-8.4%	2.7%
利润总额	375	659	-120	51	偿债能力				
所得税	88	159	-30	13	流动比率	2.58	1.10	0.29	0.27
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	2.40	0.96	0.24	0.20
归属母公司净利润	287	500	-90	38	现金比率	2.18	0.71	0.12	0.07
EBITDA	364	624	-152	49	资产负债率	27.0%	45.2%	70.8%	71.5%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	149.0%	160.6%
货币资金	749	581	125	72	回报率分析				
应收账款及票据	70	107	52	66	总资产收益率	29.3%	32.0%	-5.4%	2.5%
预付款项	7	43	22	28	净资产收益率	36.0%	51.3%	-12.6%	8.7%
存货	62	108	55	72	每股指标				
其他流动资产	0	55	55	55	每股净利润 (元)	0.32	0.56	-0.10	0.04
流动资产合计	888	893	309	292	每股净资产 (元)	1.06	1.11	0.49	0.49
固定资产及在建工程	294	658	934	998	每股股利 (元)	0.30	0.50	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	56	154	149	143	每股经营现金流 (元)	0.58	0.43	-0.08	0.09
非流动资产合计	419	927	1,196	1,255	估值分析				
资产合计	1,307	1,819	1,506	1,547	市盈率	75.1	43.1	N.M.	564.0
短期借款	0	400	781	781	市净率	22.6	21.6	49.0	48.8
应付账款及票据	259	238	146	175	EV/EBITDA	57.1	34.3	N.M.	456.7
其他流动负债	85	177	130	142	股息收益率	0.2%	2.1%	0.0%	0.0%
流动负债合计	344	815	1,057	1,097					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	9	8	8	8					
负债合计	353	823	1,065	1,106					
股东权益合计	954	996	440	442					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	1,307	1,819	1,506	1,547					
现金流量表									
净利润	287	500	-90	38					
折旧和摊销	12	20	30	41					
营运资本变动	168	-105	-11	4					
其他	54	-32	0	0					
经营活动现金流	520	383	-71	83					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-21	-490	-300	-100					
投资活动现金流	-21	-490	-300	-100					
股权融资	30	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-117	-61	-85	-37					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	382	-167	-456	-53					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

上海百润投资控股集团有限公司是国内具有知名度的香精香料制造企业，主要产品为食用香精和烟用香精。公司 2015 年收购巴克斯酒业，新增预调酒业务。所生产锐澳牌预调鸡尾酒在国内具有较高的知名度，行业份额第一。



股份回购假设计算

《上海百润香精香料股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》第四条：本次交易的盈利预测与补偿安排，内容如下：

若标的公司在补偿期间每年年末累计实际净利润数不足累计净利润预测数，交易对方同意对累计实际净利润数与累计净利润预测数的差额进行补偿，各交易对方将按其在本次交易中取得的标的股份数量的比例计算各自应当补偿的份额。

交易对方同意以股份回购方式补偿累计实际净利润数不足累计净利润预测数的差额，将其在本次交易中获得的认购股份按照下列公式计算股份回购数，该部分股份将由上市公司以 1 元总价回购并予以注销。应回购的补偿股份数量按照如下公式计算：

补偿期间每年末应补偿股份数量 = (截至当年末累计净利润预测数 - 截至当年末累计实际净利润数) ÷ 补偿期限各年累计净利润预测数 × 标的股份总数 - 已补偿股份数量

现金补偿金额 = (应补偿股份数量 - 交易对方届时所持股份数量) × 本次交易发行价格

根据上述条款，若巴克斯酒业业绩未达标，上市公司将按协议回购交易对手方一定数量的股票。

图表 1：股票回购预测

巴克斯酒业净利润估计 (人民币 百万元)	业绩承诺期			
	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
承诺净利润	222	383	544	706
累计承诺净利润	222	605	1,149	1,856
实际净利润	223	414	(136)	(8)
累计实际净利润	223	637	501	493
是否回购股份	否	否	是	是
回购股份数量 (百万股)			201	222

资料来源：上市公司公告，中金公司研究部

图表 2：5 度产品 10 月份推出新口味



资料来源：网络资料，中金公司研究部



图表 3: 季度业绩回顾

人民币百万元	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015A	1Q2016A	2Q2016A	3Q2016A	YoY	QoQ
营业收入	39	1,649	510	153	216	203	326	-36.1%	60.4%
营业成本	12	351	126	67	62	46	92	-26.8%	101.8%
毛利	27	1,297	385	86	154	158	234	-39.2%	48.4%
营业利润	16	784	99	-277	-115	-106	14	-86.0%	-113.1%
净利润	14	599	88	-201	-64	-81	40	-54.2%	-149.7%
全面摊薄每股收益 (元)	0.015	0.669	0.098	-0.224	-0.071	-0.091	0.045	-54.2%	-149.7%
毛利率	69.2%	78.7%	75.4%	56.0%	71.2%	77.6%	71.8%	-3.6ppt	-5.8ppt
营业利润率	39.8%	47.5%	19.4%	-181.5%	-53.1%	-52.2%	4.3%	-15.1ppt	56.4ppt
净利率	34.4%	36.4%	17.3%	-131.5%	-29.4%	-40.0%	12.4%	-4.9ppt	52.4ppt

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: 业绩预测修改

百万元	2016E			2017E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	1,346	1,069	-20.5%	1,616	1,389	-14.0%
毛利率	75.3%	73.3%	-2.0%	74.9%	73.4%	-1.5%
销售费用	770	759	-1.4%	900	782	-13.1%
销售费用率	57.2%	71.0%	13.8%	55.7%	56.3%	0.6%
管理费用	150	156	3.7%	160	163	1.8%
管理费用率	11.1%	14.5%	3.4%	9.9%	11.7%	1.8%
营业利润	17	-200	-1269.4%	62	-29	-146.8%
营业利润率	1.3%	-18.7%	-20.0%	3.8%	-2.1%	-5.9%
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	35	-90	-355.3%	53	38	-27.3%
净利率	2.6%	-8.4%	-11.1%	3.3%	2.7%	-0.5%
每股收益(元)	0.039	-0.101	-355.3%	0.059	0.043	-27.3%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 5: 历史业绩与盈利预测

人民币百万元	2014 (调整后)	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,134	2,351	1,069	1,389	1,620
销售成本	282	556	286	370	430
毛利率	75%	76%	73%	73%	73%
主营业务税金及附加	52	119	51	67	78
销售费用	369	922	759	782	839
销售费用率	33%	39%	71%	56%	52%
管理费用	79	150	156	163	169
管理费用率	7%	6%	15%	12%	10%
所得税率	23%	24%	25%	25%	25%
净利润	287	500	-90	38	100
净利率	25%	21%	-8%	3%	6%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.56	-0.10	0.04	0.11
YoY		74%	-118%	-142%	162%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

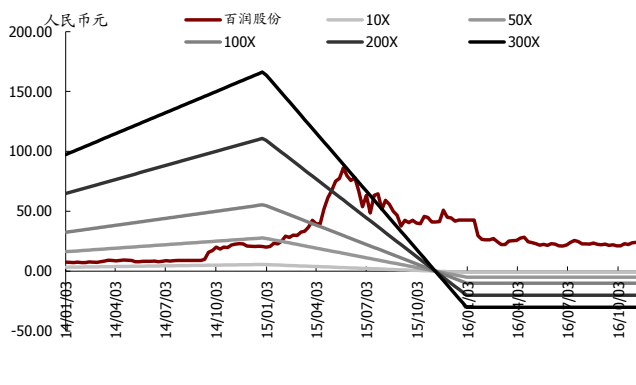


图表 6: 可比公司估值表

	代码	当前股价	市值	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
		2016/11/1	亿元	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
白酒板块																		
贵州茅台	600519.SH	316.68	3978	25.7	23.4	20.3	6.2	5.4	4.7	24.3	23.2	23.2	1.9	2.1	2.5	15.8	13.7	11.7
洋河股份	002304.SZ	70.12	1057	19.7	18.1	16.0	4.6	4.1	3.6	23.4	22.4	22.2	2.6	2.8	3.2	13.4	11.7	10.0
山西汾酒	600809.SH	23.82	206	39.6	31.7	25.4	4.7	4.3	3.9	11.8	13.6	15.4	1.3	1.7	2.0	23.6	19.4	15.9
古井贡酒	000596.SZ	49.29	248	34.7	30.0	27.5	5.1	4.4	4.0	14.8	14.8	14.4	0.2	1.0	1.2	23.2	20.4	17.6
水井坊	600779.SH	17.82	87	99.0	40.8	23.1	6.8	6.1	5.3	6.9	15.0	22.8	0.4	0.8	1.7	54.5	24.8	14.6
顺鑫农业	000860.SZ	20.39	116	30.9	27.6	23.5	2.2	2.0	1.9	7.0	7.3	8.2	0.5	2.0	2.2	16.4	16.0	13.6
沱牌舍得	600702.SH	23.80	80	n.m.	85.4	28.1	3.6	3.5	3.1	0.3	4.0	11.1	0.0	0.4	1.1	72.5	34.0	16.8
今世缘	603369.SH	13.42	168	24.3	21.9	19.5	4.2	3.7	3.2	17.2	16.7	16.6	1.2	1.5	1.8	16.4	14.2	12.3
口子窖	603589.SH	35.12	211	34.8	23.3	18.6	5.7	4.8	4.2	16.5	20.7	22.6	1.0	2.3	2.8	22.0	15.4	12.0
白酒板块总体平均				34.2	30.4	21.1	4.7	4.2	3.8	16.5	17.9	19.6	1.3	1.7	2.1	27.1	18.6	14.0

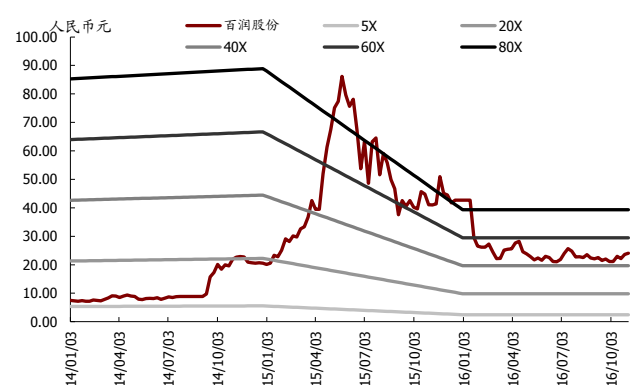
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 7: 历史估值-P/E Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 8: 历史估值-P/B Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

