

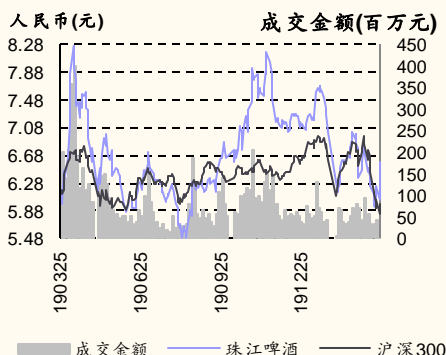
## 珠江啤酒 (002461.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.58 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	22.13
已上市流通 A 股(亿股)	22.13
总市值(亿元)	145.64
年内股价最高最低(元)	6.99/5.93
沪深 300 指数	3625
中小板综	9436



## 相关报告

- 1.《业绩符合预期, 盈利能力持续优化-珠江啤酒业绩快报点评报告》, 2020.2.21
- 2.《华南优势地位巩固, 产品结构升级持续-珠江啤酒深度报告》, 2019.11.26

卢周伟 联系人  
luzhouwei@gjzq.com.cn

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005

## 结构升级持续推进, 啤酒业务盈利改善

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.17	0.22	0.24	0.28	0.32
每股净资产(元)	3.71	3.87	3.82	3.77	3.72
每股经营性现金流(元)	0.19	0.34	0.40	0.41	0.40
市盈率(倍)	27	32	27	23	21
净利润增长率(%)	97.68%	35.77%	7.64%	15.86%	12.70%
净资产收益率(%)	4.46%	5.80%	6.34%	7.44%	8.49%
总股本(百万股)	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布年报, 2019 年实现营业收入 42.44 亿元, 同比+5.1%; 归母净利润 4.97 亿元, 同比+35.8%; 每股收益 0.22 元; 每 10 股派 1.0 元 (含税)。

## 经营分析

- **量增 1.5% 价增 3.2%, 结构升级带动收入稳健增长:** 公司全年收入增长 5.06%, 其中啤酒销售业务占比 95%, 同比增长 4.77%, 收入增长核心由啤酒业务带动。啤酒业务实现量价齐升, 销量增长 1.5%, 高于行业平均增速 (+1.1%), 其中纯生产品销量增速超过 10%, 占比达到 38%, 带动中高端产品占比达到 90%, 推动公司产品结构持续优化。公司 2019 年啤酒吨价达到 3219 元, 同比增长 3.2%, 产品价格带稳步上移。同时公司啤酒文化业务持续推进, “双主业”携手助力公司实现高质量发展。
- **盈利能力不断提升, 净利率创新高:** 公司 19 年毛利率和净利率分别为 46.8% 和 11.7%, 分别较去年同期提升 6.3 和 2.29pct, 处近几年高位, 盈利能力明显提升。公司毛利率提升主要受益于产品结构升级和原材料价格下降。公司期间费用率合计 24.2%, 相较于去年同期提升 1.4pct, 销售和财务费用率上涨较多, 销售费用增长主要系物流办公费上涨较多, 财务费用率上涨主要系公司补缴土地出让金后利息收入减少; 但同时公司管理费用率同比下降 1.3pct, 公司夯实内部管理, 促进提质增效成果显著。公司坚持提质增效成果显著, 通过深化营销改革、坚持科技创新发展、提高管理效益等措施盈利能力不断提升。
- **疫情不改增长趋势, 盈利改善仍未结束:** 疫情曙光已至, 公司大本营广东市场逐步恢复。公司作为区域性龙头啤酒企业, 20 年在区域渠道拓展和产品升级层面仍具备潜力; 产品端预计纯生占比将进一步提升, 同时公司已经储备了 0 度系列的升级产品, 结构升级的趋势仍将延续; 渠道端公司不断改善省外薄弱市场的盈利能力, 做精做细市场。我们长期看好公司在行业结构升级的大趋势以及公司提质增效的大方向下啤酒主业盈利能力持续提升, 实现啤酒酿造产业和啤酒文化产业双主业携手发展, 强化公司行业竞争力。

## 盈利预测

- 我们预计公司 20-22 年的收入分别为 44.07/47.21/50.12 亿元, 同比增长 3.9%/7.1%/6.2%; 归母净利润分别为 5.36/6.20/6.99 亿元, 同比增长 7.6%/15.9%/12.7%; EPS 分别为 0.24 元/0.28 元/0.32 元; 对应 PE 为 27X/23X/21X; 扣除 42 亿元地产估值, 当前股价对应的 PE 分别为 20X/18X/15X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 限售股解禁、原材料价格上涨、募投项目建设不达预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,764	4,039	4,244	4,407	4,721	5,012
增长率		7.3%	5.1%	3.9%	7.1%	6.2%
主营业务成本	-2,290	-2,401	-2,256	-2,327	-2,483	-2,611
%销售收入	60.8%	59.4%	53.2%	52.8%	52.6%	52.1%
毛利	1,474	1,638	1,988	2,080	2,238	2,401
%销售收入	39.2%	40.6%	46.8%	47.2%	47.4%	47.9%
营业税金及附加	-378	-390	-400	-410	-439	-466
%销售收入	10.1%	9.7%	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%
销售费用	-655	-704	-774	-793	-821	-852
%销售收入	17.4%	17.4%	18.2%	18.0%	17.4%	17.0%
管理费用	-435	-386	-349	-357	-368	-376
%销售收入	11.6%	9.6%	8.2%	8.1%	7.8%	7.5%
研发费用	0	-74	-120	-123	-94	-100
%销售收入	0.0%	1.8%	2.8%	2.8%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	5	84	343	397	515	606
%销售收入	0.1%	2.1%	8.1%	9.0%	10.9%	12.1%
财务费用	176	245	217	202	176	166
%销售收入	-4.7%	-6.1%	-5.1%	-4.6%	-3.7%	-3.3%
资产减值损失	-14	-19	-35	-30	-28	-22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	246	462	586	638	738	828
营业利润率	6.5%	11.4%	13.8%	14.5%	15.6%	16.5%
营业外收支	11	3	2	3	3	3
税前利润	257	465	588	641	741	831
利润率	6.8%	11.5%	13.8%	14.6%	15.7%	16.6%
所得税	-59	-86	-76	-90	-102	-112
所得税率	22.9%	18.4%	12.9%	14.0%	13.8%	13.5%
净利润	198	379	512	552	638	719
少数股东损益	13	13	14	16	18	20
归属于母公司的净利润	185	366	497	536	620	699
净利率	4.9%	9.1%	11.7%	12.2%	13.1%	14.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	198	379	512	552	638	719
少数股东损益	13	13	14	16	18	20
非现金支出	285	285	309	204	205	205
非经营收益	-50	-303	-152	18	-58	-98
营运资金变动	62	68	84	114	124	65
经营活动现金净流	495	430	753	888	910	891
资本开支	-225	-89	-2,095	-217	-227	-177
投资	-4,624	1,653	2,505	-10	-10	-10
其他	111	277	160	0	0	0
投资活动现金净流	-4,738	1,842	569	-227	-237	-187
股权募资	4,297	0	0	0	0	0
债权募资	271	679	-460	166	18	155
其他	-79	-130	-264	-702	-775	-801
筹资活动现金净流	4,488	549	-724	-536	-757	-646
现金净流量	245	2,820	598	125	-84	59

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	377	3,198	3,801	3,926	3,843	3,901
应收账款	172	88	83	87	93	97
存货	573	501	535	510	558	601
其他流动资产	5,777	4,128	1,500	1,468	1,380	1,341
流动资产	6,900	7,914	5,919	5,991	5,873	5,941
%总资产	61.0%	64.9%	49.2%	49.3%	48.2%	48.1%
长期投资	10	9	107	107	107	107
固定资产	3,487	3,362	3,245	3,190	3,252	3,258
%总资产	30.8%	27.6%	27.0%	26.2%	26.7%	26.4%
无形资产	546	524	2,366	2,347	2,329	2,310
非流动资产	4,405	4,279	6,101	6,164	6,318	6,415
%总资产	39.0%	35.1%	50.8%	50.7%	51.8%	51.9%
资产总计	11,304	12,193	12,021	12,156	12,191	12,355
短期借款	272	960	500	666	684	840
应付款项	1,634	1,560	1,568	1,581	1,643	1,691
其他流动负债	207	229	187	225	243	259
流动负债	2,114	2,748	2,255	2,502	2,628	2,869
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,199	1,179	1,135	1,135	1,136	1,137
负债	3,312	3,927	3,390	3,637	3,764	4,006
普通股股东权益	7,947	8,220	8,577	8,448	8,338	8,240
其中：股本	1,107	2,213	2,213	2,213	2,213	2,213
未分配利润	1,133	1,375	1,653	1,524	1,414	1,317
少数股东权益	45	46	54	70	88	108
负债股东权益合计	11,304	12,193	12,021	12,156	12,191	12,355

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.167	0.166	0.225	0.242	0.280	0.316
每股净资产	7.181	3.714	3.875	3.817	3.767	3.723
每股经营现金净流	0.447	0.194	0.340	0.401	0.411	0.403
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.300	0.330	0.360
回报率						
净资产收益率	2.33%	4.46%	5.80%	6.34%	7.44%	8.49%
总资产收益率	1.64%	3.01%	4.14%	4.42%	5.11%	5.70%
投入资本收益率	0.05%	0.74%	3.27%	3.71%	4.86%	5.70%
增长率						
主营业务收入增长率	6.23%	7.33%	5.06%	3.85%	7.13%	6.16%
EBIT增长率	-93.63%	1625.84%	307.72%	15.50%	29.74%	17.85%
净利润增长率	62.75%	97.68%	35.77%	7.64%	15.86%	12.70%
总资产增长率	70.90%	7.86%	-1.41%	1.12%	0.29%	1.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.7	4.2	1.6	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	92.6	81.6	83.8	80.0	82.0	84.0
应付账款周转天数	91.3	70.8	67.2	65.0	63.0	60.0
固定资产周转天数	332.3	294.3	266.8	244.0	224.9	209.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.31%	-27.07%	-38.65%	-38.80%	-38.13%	-37.45%
EBIT利息保障倍数	0.0	-0.3	-1.6	-2.0	-2.9	-3.7
资产负债率	29.30%	32.21%	28.20%	29.75%	30.55%	31.99%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	1	1	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.60</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH