

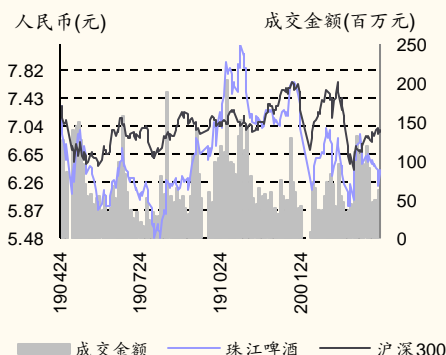
## 珠江啤酒 (002461.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.44 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)	142.54
年内股价最高最低(元)	6.94/6.20
沪深 300 指数	3830
中小板综	10003



## 相关报告

- 1.《结构升级持续推进，啤酒业务盈利改善-珠江啤酒点评报告》，2020.3.25
- 2.《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
- 3.《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@gjqz.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005

liuchenqian@gjqz.com.cn

## 疫情不改结构升级大趋势，市场持续恢复

## 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

- 公司发布一季报，实现营收 5.53 亿元，同比-26.31%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比-31.06%；每股收益 0.01 元。

## 经营分析

- **疫情影响短期销量，结构升级趋势不变：**公司 Q1 受疫情影响收入下降 26.31%，虽然销量下滑较为明显，但整体吨价仍同比提升，结构升级逻辑不变。公司 Q1 销量下滑 30%左右，因公司非即饮渠道占比更高且公司积极调整产品结构，跌幅略低于行业均值；Q1 吨价提升约 5%，主因纯生系列占比提升 2 个百分点达到 39%，零度产品占比略有下降，结构升级趋势不改。
- **毛利率提升+费用率增加，盈利能力短期承压：**公司 Q1 毛利率和净利率分别为 38.2%和 3.69%，分别较去年同期+1.18pct 和-0.25pct。Q1 虽然产量下跌使得固定成本摊销增加，但结构升级依旧有效推动毛利率提升。期间费用率因收入下降使得费用率整体提升 3.17pct。另一方面，受益于增值税调减以及疫情期间广东省政府出台相关税费减免政策，Q1 税金及附加减少 2600 万，费用率下降 1.07pct；同时因存货跌价准备计提减少使得资产减值损失同比下降 70%，也对利润增量有所贡献。综合来看，虽然公司 Q1 收入端下降较为明显，但通过积极调整产品结构、提升经营效率，叠加政府支持，Q1 实现归母净利润 0.20 亿元，同比下降 31.06%，对应净利率 3.69%；扣非归母净利润下降 796 亿元，同比减减亏 0.92%，扣非利润恢复超预期。
- **市场逐步恢复，全年目标不变：**国内疫情明显好转，啤酒消费逐步恢复，公司 4 月份销售环比增长明显，并且公司并未调整全年量平、价增的业绩目标，结构升级的大趋势不变。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，0 度系列新品已经上市，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。

## 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,764	4,039	4,244	4,407	4,721	5,012	货币资金	377	3,198	3,801	3,926	3,843	3,901
增长率		7.3%	5.1%	3.9%	7.1%	6.2%	应收账款	172	88	83	87	93	97
主营业务成本	-2,290	-2,401	-2,256	-2,327	-2,483	-2,611	存货	573	501	535	510	558	601
%销售收入	60.8%	59.4%	53.2%	52.8%	52.6%	52.1%	其他流动资产	5,777	4,128	1,500	1,468	1,380	1,341
毛利	1,474	1,638	1,988	2,080	2,238	2,401	流动资产	6,900	7,914	5,919	5,991	5,873	5,941
%销售收入	39.2%	40.6%	46.8%	47.2%	47.4%	47.9%	%总资产	61.0%	64.9%	49.2%	49.3%	48.2%	48.1%
营业税金及附加	-378	-390	-400	-410	-439	-466	长期投资	10	9	107	107	107	107
%销售收入	10.1%	9.7%	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%	固定资产	3,487	3,362	3,245	3,190	3,252	3,258
销售费用	-655	-704	-774	-793	-821	-852	%总资产	30.8%	27.6%	27.0%	26.2%	26.7%	26.4%
%销售收入	17.4%	17.4%	18.2%	18.0%	17.4%	17.0%	无形资产	546	524	2,366	2,347	2,329	2,310
管理费用	-435	-386	-349	-357	-368	-376	非流动资产	4,405	4,279	6,101	6,164	6,318	6,415
%销售收入	11.6%	9.6%	8.2%	8.1%	7.8%	7.5%	%总资产	39.0%	35.1%	50.8%	50.7%	51.8%	51.9%
研发费用	0	-74	-120	-123	-94	-100	<b>资产总计</b>	<b>11,304</b>	<b>12,193</b>	<b>12,021</b>	<b>12,156</b>	<b>12,191</b>	<b>12,355</b>
%销售收入	0.0%	1.8%	2.8%	2.8%	2.0%	2.0%	短期借款	272	960	500	666	684	840
息税前利润 (EBIT)	5	84	343	397	515	606	应付款项	1,634	1,560	1,568	1,581	1,643	1,691
%销售收入	0.1%	2.1%	8.1%	9.0%	10.9%	12.1%	其他流动负债	207	229	187	225	243	259
财务费用	176	245	217	202	176	166	流动负债	2,114	2,748	2,255	2,502	2,628	2,869
%销售收入	-4.7%	-6.1%	-5.1%	-4.6%	-3.7%	-3.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-14	-19	-35	-30	-28	-22	其他长期负债	1,199	1,179	1,135	1,135	1,136	1,137
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>3,312</b>	<b>3,927</b>	<b>3,390</b>	<b>3,637</b>	<b>3,764</b>	<b>4,006</b>
投资收益	0	0	1	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,947</b>	<b>8,220</b>	<b>8,577</b>	<b>8,448</b>	<b>8,338</b>	<b>8,240</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,107	2,213	2,213	2,213	2,213	2,213
营业利润	246	462	586	638	738	828	未分配利润	1,133	1,375	1,653	1,524	1,414	1,317
营业利润率	6.5%	11.4%	13.8%	14.5%	15.6%	16.5%	少数股东权益	45	46	54	70	88	108
营业外收支	11	3	2	3	3	3	负债股东权益合计	11,304	12,193	12,021	12,156	12,191	12,355
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%	<b>比率分析</b>						
所得税	-59	-86	-76	-90	-102	-112		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税率	22.9%	18.4%	12.9%	14.0%	13.8%	13.5%	每股收益	0.167	0.166	0.225	0.242	0.280	0.316
净利润	198	379	512	552	638	719	每股净资产	7.181	3.714	3.875	3.817	3.767	3.723
少数股东损益	13	13	14	16	18	20	每股经营现金净流	0.447	0.194	0.340	0.401	0.411	0.403
归属于母公司的净利润	185	366	497	536	620	699	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.300	0.330	0.360
净利率	4.9%	9.1%	11.7%	12.2%	13.1%	14.0%	<b>回报率</b>						
							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%
							<b>增长率</b>						
							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%
							<b>资产管理能力</b>						
							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
							<b>偿债能力</b>						
							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%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	1
增持	0	0	0	1	4
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>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.80</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