

珠江啤酒 (002461)

证券研究报告

2020年07月14日

疫情放大公司流通端优势，业绩稳健增长可期

事件：公司发布 2020 年半年度业绩预告，上半年公司实现归母净利润 2.33-2.75 亿元，同比增长 10%到 30%，业绩略超预期。

二季度销量恢复良好，费用优化叠加结构升级，Q2 景气高企。

公司半年度业绩略超预期，单二季度有望实现归母净利润 2.13 亿元-2.55 亿元，同比+17%-40%，业绩环比一季度加速。我们认为公司二季度业绩表现亮眼的主要原因，一是二季度随着复产复工的逐步推进，同时受益公司流通渠道占比较高优势，公司销量恢复情况良好，4-6 月销量同比+10%/6%/2%，预计 Q2 销量同比增长 5%-6%。二是公司不断推进产品结构改善，二季度纯生产品及易拉罐产品增幅高于总量增幅，同时公司 4 月份在东莞地区上市新品 0 度，目前已经完成对老品的替代。销量回暖叠加结构改善，预计公司 Q2 营收同比增长 8%-10%。三是疫情期间公司在生产及管理等方面推进降本增效，同时包材等原材料成本压力有所下降，使得毛利率和费用率有所改善。展望下半年，公司销量有望维持恢复态势，产品结构仍将持续优化，费用优化趋势有望延续，公司全年业绩高增可期。

结构升级是行业必由之路，公司资源加码顺应行业趋势。

我们认为疫情并未破坏啤酒行业长期逻辑，公司产品结构升级仍贯穿始终，一季度高端纯生占比提升至 38%。二季度公司推出新品零度，将进一步改善产品结构。近年来公司业绩高增主要受益于公司啤酒业务的持续改善，公司在产品和渠道端不断投放资源，推动产品结构升级。一方面公司具备较强的产品研发能力，为进一步释放高端产能，公司从全年开始推出新款纯生、新款 0 度等产品，市场反馈良好。公司通过加强研发储备新品，为产品结构改善蓄能。另一方面近年来公司深耕基地市场，渠道考核以高端销量为导向。同时我们推测公司将发力即饮渠道，即饮渠道是产品结构升级的重要场景，能够较好的实现产品结构升级。

文化产业或为利润新引擎，双主业共同推动公司发展。

公司于 19 年 9 月上缴土地出让金，意味着公司文化产业的开发和建设将步入新阶段。经测算，我们预计文化项目估值 57 亿元。文化产业作为公司第二主业，未来有望产生持续稳定的现金流，同时提升公司品牌粘性，双主业将协同发展。

盈利预测：根据公司半年度业绩预告以及下半年展望，预计公司 2020-2022 年实现营业收入 44.02/46.88/50.22 亿元，同比+3.74%/6.49%/7.13%，归母净利润由 5.28/5.82/6.69 亿元上调至 5.78/6.45/7.30 亿元，同比+16.25%/11.59%/13.06%，采用分部估值法，根据 2021 年 EPS 将公司目标价由 8.3 元上调至 12.5 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：新品推广不及预期，文化产业发展不及预期，疫情影响等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,039.30	4,243.61	4,402.44	4,688.11	5,022.14
增长率(%)	7.33	5.06	3.74	6.49	7.13
EBITDA(百万元)	404.23	773.09	744.02	832.81	935.21
净利润(百万元)	366.43	497.48	578.33	645.33	729.63
增长率(%)	97.68	35.77	16.25	11.59	13.06
EPS(元/股)	0.17	0.22	0.26	0.29	0.33
市盈率(P/E)	64.57	47.56	40.91	36.66	32.43
市净率(P/B)	2.88	2.76	2.69	2.61	2.53
市销率(P/S)	5.86	5.58	5.37	5.05	4.71
EV/EBITDA	17.70	15.56	27.52	24.06	21.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,213.33
流通 A 股股本(百万股)	2,213.33
A 股总市值(百万元)	23,660.48
流通 A 股市值(百万元)	23,660.46
每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	26.96
一年内最高/最低(元)	10.93/5.40

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	联系人
wuwende@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《珠江啤酒-首次覆盖报告:结构升级文化探索，珠啤紧扣行业脉搏》2020-05-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,197.78	3,800.89	3,301.83	3,516.08	3,515.50
应收票据及应收账款	19.15	24.37	140.57	59.02	63.01
预付账款	25.40	11.95	20.18	17.08	22.01
存货	500.61	535.00	550.11	563.32	620.67
其他	4,171.40	1,547.29	1,574.74	1,976.79	1,707.35
流动资产合计	7,914.34	5,919.49	5,587.43	6,132.29	5,928.55
长期股权投资	0.00	0.00	(6.00)	(4.00)	(1.00)
固定资产	3,256.53	3,101.61	3,435.20	3,368.39	3,292.86
在建工程	104.99	143.40	295.39	437.89	580.39
无形资产	523.54	2,366.35	2,340.21	2,323.77	2,311.95
其他	393.66	489.88	421.72	435.78	446.79
非流动资产合计	4,278.71	6,101.24	6,486.53	6,561.84	6,631.00
资产总计	12,193.05	12,020.73	12,073.96	12,694.13	12,559.54
短期借款	960.01	500.00	486.61	258.99	223.18
应付票据及应付账款	682.33	586.62	693.00	730.63	722.49
其他	1,105.84	1,168.54	835.94	1,374.14	971.17
流动负债合计	2,748.19	2,255.16	2,015.56	2,363.76	1,916.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,179.18	1,134.62	1,170.82	1,161.54	1,155.66
非流动负债合计	1,179.18	1,134.62	1,170.82	1,161.54	1,155.66
负债合计	3,927.37	3,389.78	3,186.37	3,525.30	3,072.50
少数股东权益	46.00	54.44	79.74	102.85	129.21
股本	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33
资本公积	4,436.28	4,503.78	4,503.78	4,503.78	4,503.78
留存收益	6,006.35	6,363.19	6,594.52	6,852.65	7,144.51
其他	(4,436.28)	(4,503.78)	(4,503.78)	(4,503.78)	(4,503.78)
股东权益合计	8,265.69	8,630.95	8,887.59	9,168.83	9,487.05
负债和股东权益总	12,193.05	12,020.73	12,073.96	12,694.13	12,559.54

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	379.18	511.89	578.33	645.33	729.63
折旧摊销	265.70	273.89	313.23	324.90	336.79
财务费用	(224.33)	(157.64)	(231.28)	(225.94)	(238.61)
投资损失	0.00	(0.67)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,710.59	2,548.53	(282.78)	220.73	(227.36)
其它	(1,701.13)	(2,417.98)	25.48	23.81	26.67
经营活动现金流	430.00	758.02	402.97	988.83	627.11
资本支出	137.42	2,044.52	736.49	393.42	397.82
长期投资	0.00	0.00	(6.00)	2.00	3.00
其他	1,704.09	(1,475.49)	(1,503.41)	(781.12)	(793.53)
投资活动现金流	1,841.52	569.03	(772.93)	(385.70)	(392.71)
债权融资	960.01	500.00	486.61	258.99	223.18
股权融资	261.95	284.74	231.28	225.94	238.61
其他	(673.19)	(1,508.69)	(847.00)	(873.81)	(696.77)
筹资活动现金流	548.77	(723.95)	(129.10)	(388.89)	(234.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,820.29	603.11	(499.05)	214.25	(0.58)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,039.30	4,243.61	4,402.44	4,688.11	5,022.14
营业成本	2,401.30	2,256.05	2,303.32	2,425.33	2,556.79
营业税金及附加	390.23	400.32	409.43	426.62	454.50
营业费用	703.56	774.30	783.64	839.17	893.94
管理费用	386.02	349.07	343.39	368.02	391.73
研发费用	73.95	120.45	110.06	119.55	130.58
财务费用	(244.71)	(217.24)	(231.28)	(225.94)	(238.61)
资产减值损失	19.43	(34.78)	22.00	2.22	(3.52)
公允价值变动收益	0.00	0.12	0.17	0.70	0.30
投资净收益	0.00	0.67	0.00	0.00	0.00
其他	(152.37)	9.00	(0.34)	(1.40)	(0.60)
营业利润	461.89	585.64	662.07	733.85	837.03
营业外收入	4.83	5.60	50.00	55.00	55.00
营业外支出	1.93	3.51	1.91	2.45	2.62
利润总额	464.78	587.73	710.16	786.40	889.41
所得税	85.60	75.84	106.52	117.96	133.41
净利润	379.18	511.89	603.63	668.44	755.99
少数股东损益	12.75	14.40	25.30	23.11	26.37
归属于母公司净利润	366.43	497.48	578.33	645.33	729.63
每股收益(元)	0.17	0.22	0.26	0.29	0.33

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.33%	5.06%	3.74%	6.49%	7.13%
营业利润	87.80%	26.79%	13.05%	10.84%	14.06%
归属于母公司净利润	97.68%	35.77%	16.25%	11.59%	13.06%
获利能力					
毛利率	40.55%	46.84%	47.68%	48.27%	49.09%
净利率	9.07%	11.72%	13.14%	13.77%	14.53%
ROE	4.46%	5.80%	6.57%	7.12%	7.80%
ROIC	2.36%	5.69%	7.62%	7.68%	9.34%
偿债能力					
资产负债率	32.21%	28.20%	26.39%	27.77%	24.46%
净负债率	-27.07%	-38.24%	-31.68%	-35.52%	-34.70%
流动比率	2.88	2.62	2.77	2.59	3.09
速动比率	2.70	2.39	2.50	2.36	2.77
营运能力					
应收账款周转率	71.89	195.03	53.38	46.98	82.30
存货周转率	7.52	8.20	8.11	8.42	8.48
总资产周转率	0.34	0.35	0.37	0.38	0.40
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.22	0.26	0.29	0.33
每股经营现金流	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
每股净资产	3.71	3.87	3.98	4.10	4.23
估值比率					
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	#DIV/0!	#DIV/0!	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com