

珠江啤酒 (002461)

证券研究报告

2020年08月25日

产品渠道齐发力，全年业绩稳健增长可期

事件：公司披露 2020 年中报，实现营收 20.07 亿元，同比-4.84%，归母净利润 2.46 亿元，同比+16.04%。其中，Q2 实现营收 14.53 亿元，同比+7.03%，归母净利润 2.25 亿元，同比+23.68%。

结构升级叠加渠道深耕，二季度业绩改善显著。上半年受疫情影响，啤酒销售额 19.33 亿元，同比-4.51%，销量 56.54 万吨，同比-7.83%。疫情影响不改结构升级趋势，2020H1 吨酒价 3419.44/吨，同比+3.58%。分季度来看，二季度公司积极调整经营策略，顺应疫情下的消费趋势，业绩环比改善显著。Q2 实现营收 14.53 亿元，同比+7.03%，增速较一季度-26.31%有较大程度改善，主要原因一是二季度复工复产的逐步推进，啤酒终端销量恢复情况良好，4-6 月销量同比+10%/6%/2.4%。二是产品结构持续优化，通过聚焦纯生、提升拉罐销量以及加大餐饮渠道开拓力度等举措，持续推动产品结构改善，预计纯生销量占比提升至 38%。三是深耕优势广东、东莞市场，同时加快薄弱、空白市场开发，此外 4 月后公司全面拓展渠道，通过线下开展主题促销、线上推进直播带货，带动啤酒销量增长。

毛利率水平大幅提高，盈利能力持续改善。2020H1 公司净利率为 12.45%，同比提高 2.07pcts。其中 Q2 净利率 15.70%，同比上涨 1.98pcts。盈利能力的提升，一方面来自毛利率的改善。2020H1 毛利率为 48.07%，同比+4.9pcts，其中 Q2 毛利率高达 51.82%，同比+5.24pcts，我们判断与结构升级以及包装等原材料成本压力有所下降。此外，回瓶率的提升也一定程度改善成本。另一方面公司持续推进降本增效工作，2020Q2 公司销售费用率 16.78%，同比提高 0.44pcts，管理费用率 6.79%，同比下降 0.13pcts。而社保和税费的降低，也在一定程度上提高了盈利能力。未来随着公司产品结构的持续优化以及管理效率的提升，公司盈利水平有望进一步改善。

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的长期逻辑，公司产品结构升级仍贯穿始终，上半年公司持续聚焦纯生品类，同时推出新品零度，持续推动结构改善。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，公司从去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。同时加大餐饮终端力度，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。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，渠道深耕有望延续，公司全年业绩稳健增长可期。

投资建议：我们预计公司 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 5.78/6.45/7.30 亿元，同比+16.25%/11.59%/13.06%，EPS 分别为 0.26/0.29/0.33 元，目标价 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)	68.25	50.27	43.25	38.76	34.28
市净率(P/B)	3.04	2.92	2.84	2.76	2.67
市销率(P/S)	6.19	5.89	5.68	5.33	4.98
EV/EBITDA	17.70	15.56	29.33	25.68	22.85

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	11.3 元
目标价格	12.5 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)	25,010.61
流通 A 股市值(百万元)	25,010.59
每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	33.41
一年内最高/最低(元)	13.70/5.72

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《珠江啤酒-公司点评:疫情放大公司流通端优势，业绩稳健增长可期》2020-07-14
- 2 《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	0.19	0.34	0.18	0.45	0.28
每股净资产	3.71	3.87	3.98	4.10	4.23
估值比率					
市盈率	68.25	50.27	43.25	38.76	34.28
市净率	3.04	2.92	2.84	2.76	2.67
EV/EBITDA	17.70	15.56	29.33	25.68	22.85
EV/EBIT	51.55	24.09	50.66	42.11	35.70

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