

## 量减价增驱动收入增长，升级+降本提效提升盈利能力

### ——珠江啤酒（002461）2020 业绩快报点评报告

增持（维持）

日期：2021 年 02 月 26 日

#### 事件：

公司发布了2020年业绩快报，公告显示全年实现营业总收入42.49亿元，同比增长0.13%，实现归母净利润5.69亿元，同比增长14.43%，拆分单Q4实现收入7.42亿元，同比下滑1.78%，归母净利润0.64亿元，同比增长49%，基本符合我们的预期。

#### 投资要点：

- **量减价升驱动收入增长，市占率稳步提升：**拆分量价分析，**量：**20年全年销量119.94万吨，同比下滑4.65%，小于全国销量下滑幅度，市占率稳步提升。超高端雪堡占比较小，定位夜场渠道疫情下受损较大，高端纯生系列在97黑金纯生的快速放量下贡献增长，中端代表产品0度系列占比较大，0度pro在深莞地区仍处于推广阶段，推出后销量有所折损，预计与主力消费人群疫情下消费力承压叠加价格敏感度较高，以及两代产品差异化程度相对不足等因素有关，当前销量企稳，消费者逐步接受，另一款新品珠江Light市场反馈良好。**价：**20年吨价预计同比增长约5%，主因以97纯生为代表的高端产品销量占比提升。
- **结构升级助力盈利能力稳步提升，21Q1有望迎来开门红：**公司2020年毛利率约50%，同比提升3pct，主因吨价上涨，叠加降本增效、社保税费减免等因素，20年疫情影响下营销费用投放场景受限，销售费用率预计有所下降，最终实现净利率约13%，同比增长约2pct。虽21年原材料上涨或带来5%左右的成本上涨，公司仍有望通过结构升级等保持较强的盈利能力，1-2月公司中高端产品销量反馈良好，21Q1低基数效应下开门红可期。
- **华南地区仍是高端化的重要战场，公司流通壁垒高，餐饮渠道拓展可期。**当前我国啤酒行业高端进程逐步加速，华南地区消费体量大，经济较发达，产品升级潜力较大。公司广东地区市占率预计逾三成，品牌知名度及认可度较高，非现饮渠道具有较高壁垒，现饮渠道作为高端升级的重要场所，预计将成为公司进一步发展的重心，当前现饮渠道消费者话语权提升，产品品质是一大关键因素。21年公司或将加大现饮渠道资源及费用投放以及考核力度，伴随餐饮业的恢复，公司有望通过优质的产品以及较高的品牌认可度进一步提升现饮渠道占比。

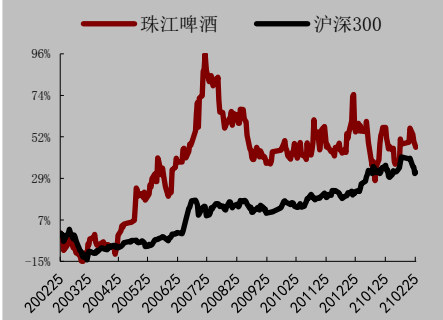
	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	42.44	42.49	46.48	49.79
增长比率(%)	5.1	0.1	9.4	7.1
净利润(亿元)	4.97	5.69	6.71	7.78
增长比率(%)	35.8	14.4	17.8	16.0
每股收益(元)	0.22	0.26	0.30	0.35
市盈率(倍)	44.9	39.2	33.3	28.7

资料来源：Wind，万联证券研究所 注：净利润为归母净利润，采用2.25收盘价

#### 基础数据

行业	食品饮料
公司网址	
大股东/持股	广州珠江啤酒集团有 限公司/31.98%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,213.33
流通A股(百万股)	2,213.33
收盘价(元)	10.09
总市值(亿元)	223.32
流通A股市值(亿元)	223.32

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2021 年 02 月 25 日

#### 相关研究

万联证券研究所 20201225\_公司首次覆盖  
\_AAA\_珠江啤酒（002461）首次覆盖报告

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

号：

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

- **盈利预测与投资建议：**我们根据公司业绩快报小幅调整盈利预测，预计2020-2022年公司归母净利润分别为5.69/6.71/7.78亿元（前次为5.76/6.21/7.12亿元），同比增长14.4%/17.8%/16.0%，对应EPS为0.26/0.30/0.35元，最新股价对应PE为39/33/29倍，相比同业可比公司估值具性价比，维持“增持”评级。
- **风险因素：**经济增速不及预期的风险、疫情风险、产品结构升级与渠道拓展不及预期的风险

万联证券

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5,919	5,443	5,851	6,285
货币资金	3,801	3,520	4,316	4,883
应收票据及应收账款	24	23	26	27
其他应收款	59	58	64	68
预付账款	12	15	17	16
存货	535	638	541	552
其他流动资产	1,488	1,188	888	738
<b>非流动资产</b>	6,101	6,529	6,921	7,097
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,102	3,211	3,230	3,032
在建工程	143	484	880	1,277
无形资产	2,366	2,344	2,321	2,299
其他长期资产	490	490	490	490
<b>资产总计</b>	12,021	11,971	12,772	13,382
<b>流动负债</b>	2,255	1,518	1,623	1,651
短期借款	500	0	0	0
应付票据及应付账款	587	567	625	643
预收账款	49	61	60	68
其他流动负债	1,119	890	937	941
<b>非流动负债</b>	1,135	1,135	1,135	1,135
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,135	1,135	1,135	1,135
<b>负债合计</b>	3,390	2,653	2,757	2,786
股本	2,213	2,213	2,213	2,213
资本公积	4,504	4,504	4,504	4,504
留存收益	1,859	2,528	3,204	3,761
归属母公司股东权益	8,577	9,245	9,921	10,478
少数股东权益	54	73	94	119
<b>负债和股东权益</b>	12,021	11,971	12,772	13,382

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	758	775	1,397	1,166
净利润	512	588	692	803
折旧摊销	274	234	230	221
营运资金变动	84	-71	491	162
其它	-112	25	-16	-20
<b>投资活动现金流</b>	569	-324	-381	-377
资本支出	-2,095	-324	-381	-377
投资变动	2,505	0	0	0
其他	160	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-724	-732	-221	-221
银行借款	500	-500	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-1,224	-232	-221	-221
<b>现金净增加额</b>	603	-281	795	568
期初现金余额	3,198	3,801	3,520	4,316
期末现金余额	3,801	3,520	4,316	4,883

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4,244	4,249	4,648	4,979
营业成本	2,256	2,117	2,356	2,414
营业税金及附加	400	408	444	476
销售费用	774	751	804	846
管理费用	349	356	372	373
研发费用	120	170	139	149
财务费用	-217	-191	-185	-118
资产减值损失	-35	-31	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1
资产处置收益	-4	20	13	17
<b>营业利润</b>	586	707	817	947
营业外收入	6	3	5	5
营业外支出	4	7	3	3
<b>利润总额</b>	588	703	819	949
所得税	76	115	128	146
<b>净利润</b>	512	588	692	803
少数股东损益	14	19	21	25
<b>归属母公司净利润</b>	497	569	671	778
EBITDA	617	681	763	941
EPS (元)	0.22	0.26	0.30	0.35

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.1%	0.1%	9.4%	7.1%
营业利润	26.8%	20.8%	15.6%	15.8%
归属于母公司净利润	35.8%	14.4%	17.8%	16.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.8%	50.2%	49.3%	51.5%
净利率	12.1%	13.8%	14.9%	16.1%
ROE	5.8%	6.2%	6.8%	7.4%
ROIC	3.3%	4.0%	4.5%	5.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.2%	22.2%	21.6%	20.8%
净负债比率	-38.2%	-37.8%	-43.1%	-46.1%
流动比率	2.62	3.58	3.61	3.81
速动比率	2.38	3.15	3.26	3.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.35	0.36	0.37
应收账款周转率	175.71	202.82	192.90	196.10
存货周转率	4.22	3.32	4.35	4.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.22	0.26	0.30	0.35
每股经营现金流	0.34	0.35	0.63	0.53
每股净资产	3.87	4.18	4.48	4.73
<b>估值比率</b>				
P/E	44.89	39.23	33.30	28.71
P/B	2.60	2.42	2.25	2.13
EV/EBITDA	20.25	35.54	30.65	24.25

资料来源: Wind, 万联证券研究所, 携宁科技云估值

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场