

# 珠江啤酒 (002461)

公司研究/点评报告

## 产品高端化持续发力，中长期成长性可期

——珠江啤酒 (002461) 2020 年年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 3 月 25 日

### 一、事件概述

3 月 24 日，公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业总收入 42.49 亿元，同比 +0.13%；实现归母净利润 5.69 亿元，同比 +14.43%；基本 EPS 为 0.26 元。2020 年度拟每股派发红利 0.115 元（含税）。

### 二、分析与判断

#### ► 2020 年量减价升使利润端增速高于收入端，产品高端化持续推进

2020 年公司实现营收/归母净利润 42.49/5.69 亿元，同比分别 +0.13%/+14.43%；合 Q4 单季度实现营收/归母净利润 7.42/0.64 亿元，同比分别 -1.78%/+48.60%。总体看，疫情对销量的冲击仍然较为明显，2020 年啤酒销量下滑 4.65%，但受益于吨价提高，收入规模总体与 2019 年持平。利润端，公司聚焦产品创新，推动高档产品销量占比提升；同时积极开展开源节流、降本增效工作，充分利用国家阶段性减免企业社会保险费等优惠政策带来的成本降低，使得全年利润端增速大幅高于收入端。

**分产品看**，2020 年高档/中档/大众化产品分别实现营业收入 21.70/15.04/3.87 亿元，同比分别 +9.07%/-12.84%/+15.81%；高档/中档/大众化产品分别占销售收入比重 53.44%/37.02%/9.54%，同比分别 +4.30ppt/-5.58ppt/+1.28ppt；高档/中档/大众化产品分别实现毛利率 54.04%/45.93%/34.66%，同比分别 +4.66ppt/+2.19ppt/+3.69ppt。总体看，高档、大众化产品收入保持平稳增长，中档产品收入同比下滑，收入向高档产品集中趋势明显。三类产品毛利率同比均上升，显示产品高端化趋势持续推进。

**从销量与吨价看**，2020 年公司销售啤酒产品 119.94 万吨，同比 -4.65%；啤酒销售均价为 3386 元/吨，同比 +5.18%。销售均价的上升保证产品毛利率的提高。

**从渠道分布看**，2020 年普通/商超/夜场/电商渠道分别实现收入 38.87/0.75/0.75/0.25 亿元，同比分别 +0.69%/+3.16%/-24.27%/+20.77%；分别实现毛利率 49.13%/55.33%/42.31%/60.25%，同比分别 +3.64ppt/+7.49ppt/+2.41ppt/-3.02ppt。总体看，公司线下普通流通渠道仍然是线下核心销售渠道；2020 年疫情对夜场渠道负面冲击较为明显；电商渠道保持较快增长。2020 年末，广东/其他地区各有经销商 224/508 家，同比 +22.40%/+45.98%，经销商数量及线下渠道布局正快速扩张。

**电商渠道**，2020 年整体实现营收 0.25 亿元，同比 +20.77%，毛利率 60.25%，同比 -3.02ppt；其中高档/大众化产品分别实现营收 0.15/0.09 亿元，同比分别 +28.53%/+9.68%，分别实现毛利率 64.34%/53.41%，同比分别 -3.83ppt/-2.87ppt。总体看，电商渠道仍然保持较高速增长，其中高档品增速高于大众化产品；电商渠道毛利率同比略有下滑，预计降价活动较多所致，但整体毛利率水平仍然高于其他渠道。

#### ► 产品高端化及成本下降推高毛利率，期间费用率同比提高

2020 年公司毛利率 50.19%，同比 +3.35ppt（Q4 为 43.65%，同比 -5.75ppt）。公司毛利率提高的原因包括：（1）高端产品占比同比提升；（2）玻璃瓶、麦芽等原材料成本下降；（3）受益社保费用及其他税费的减免优惠，生产成本同比降低。

2020 年期间费用率 24.45%，同比 +0.26ppt（Q4 为 23.29%，同比 -12.61ppt）。其中销售费用率 17.49%，同比 -0.76ppt（Q4 为 16.71%，同比 -6.05ppt），原因是物流及周转包装物摊销下降。管理费用率 8.44%，同比 +0.21ppt（Q4 为 11.18%，同比 -5.05ppt）。研发费用率 3.23%，同比 +0.39ppt（Q4 为 3.23%，同比 +0.35ppt）。

### 推荐

维持评级

当前价格：9.65 元

交易数据	2021-3-24
近 12 个月最高/最低	12.93/6.5
总股本（百万股）	2213.33
流通股本（百万股）	2213.32
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	213.59
流通市值（亿元）	213.59

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004  
电话：010-85127513  
邮箱：yujie@mszq.com

### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003  
电话：0755-22662056  
邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 珠江啤酒 (002461) 2020 年三季度报  
点评：Q3 旺季动销顺畅，业绩保持平稳增长
2. 珠江啤酒 (002461) 2020 年半年报  
点评：动销复苏助力 Q2 业绩高增，全年业绩表现可期

财务费用率为-4.70%，同比+0.42ppt（Q4为-7.84%，同比-1.86ppt），原因是利息收入同比有所下降。

#### ► 品牌、产品、营销共同发力，中长期成长性可期

品牌建设方面，公司2020年升级雪堡啤酒品牌设计，与广州塔、中国邮政等跨界合作，联名推出定制产品。珠江纯生延续“啤酒+音乐”的基因，开展夜场明星秀等音乐活动83场。公司在广佛、莞深、中山有序开展珠江0度“0号星球”快闪体验店。大力推广珠江啤酒“南粤情怀”文案瓶，传承经典广府文化。

产品结构优化方面。公司以产品升级为抓手，聚焦纯生类、罐类等中高端产品。其中，纯生啤酒销量占比41%，同比提升2.6个百分点；罐类产品销量占比31%，同比提升1.3个百分点。突出97纯生高端核心产品，完成销量7.72万吨，同比增长176.77%。推出珠江LIGHT、298ml瓶装纯生1997、珠江0度Pro等升级产品5款。

市场营销方面，2020年公司推进组织架构改革，对广州大区、东莞大区实施市场管理架构改革，细化管理区域，重点突破餐饮渠道；成立华中大区，把分散的资源集聚起来，统筹湖北、湖南市场营销工作。

### 三、盈利预测与投资建议

预计21-23年公司实现收入46.46/48.83/51.81亿元，同比+9.3%/+5.1%/+6.1%；预计21-23年公司归母净利润为6.31/6.91/7.53亿元，同比+10.8%/+9.6%/+8.9%，按照最新股本对应EPS为0.29/0.31/0.34元，目前股价对应PE为34/31/28倍。目前公司估值低于啤酒板块2021年41倍整体估值水平。公司Q1销售高速增长，疫情负面影响逐步消退，长期成长性良好，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

疫情影响冲击超预期，产品高端化受阻，行业竞争加剧，食品安全问题等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,249	4,646	4,883	5,181
增长率（%）	0.1%	9.3%	5.1%	6.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	569	631	691	753
增长率（%）	14.4%	10.8%	9.6%	8.9%
每股收益（元）	0.26	0.29	0.31	0.34
PE（现价）	37.1	33.9	30.9	28.4
PB	2.4	2.3	2.2	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,249	4,646	4,883	5,181
营业成本	2,117	2,365	2,515	2,616
营业税金及附加	388	431	449	479
销售费用	743	914	1,017	1,101
管理费用	359	381	405	440
研发费用	137	150	158	167
EBIT	506	405	339	377
财务费用	(200)	(318)	(477)	(485)
资产减值损失	(43)	(0)	14	(15)
投资收益	4	4	4	4
营业利润	707	785	861	937
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	703	784	859	935
所得税	117	131	143	156
净利润	586	653	715	779
归属于母公司净利润	569	631	691	753
EBITDA	796	666	578	592
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6169	9360	8084	12149
应收账款及票据	26	27	29	31
预付款项	7	10	10	11
存货	2089	(81)	2721	(231)
其他流动资产	22	22	22	22
流动资产合计	8574	9698	11100	12357
长期股权投资	0	4	8	12
固定资产	2930	2767	2599	2434
无形资产	949	1132	512	307
非流动资产合计	4434	4310	3262	2661
资产合计	13008	14008	14362	15018
短期借款	763	763	763	763
应付账款及票据	515	595	622	653
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	2447	2938	2844	3015
长期借款	500	500	500	500
其他长期负债	1078	1078	1078	1078
非流动负债合计	1578	1578	1578	1578
负债合计	4025	4516	4422	4593
股本	2213	2213	2213	2213
少数股东权益	59	81	105	131
股东权益合计	8983	9492	9940	10425
负债和股东权益合计	13008	14008	14362	15018

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	0.1%	9.3%	5.1%	6.1%
EBIT 增长率	47.3%	-20.0%	-16.2%	11.2%
净利润增长率	14.4%	10.8%	9.6%	8.9%
盈利能力				
毛利率	50.2%	49.1%	48.5%	49.5%
净利率	13.4%	13.6%	14.2%	14.5%
总资产收益率 ROA	4.4%	4.5%	4.8%	5.0%
净资产收益率 ROE	6.4%	6.7%	7.0%	7.3%
偿债能力				
流动比率	3.5	3.3	3.9	4.1
速动比率	2.7	3.3	3.0	4.2
现金比率	2.6	3.3	2.9	4.1
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	2.1	1.9	2.0	1.9
存货周转天数	223.1	152.9	188.0	170.4
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.3	0.3	0.3
每股净资产	4.0	4.3	4.4	4.7
每股经营现金流	0.3	1.6	(0.8)	1.8
每股股利	0.0	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	37.1	33.9	30.9	28.4
PB	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	17.6	16.3	19.8	13.8
股息收益率	0.0%	1.1%	1.3%	1.4%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	586	653	715	779
折旧和摊销	334	260	252	200
营运资金变动	(176)	2,558	(2,785)	2,993
经营活动现金流	676	3,469	(1,819)	3,971
资本开支	292	34	(811)	(388)
投资	(3,457)	0	0	0
投资活动现金流	(3,628)	(34)	811	388
股权募资	0	0	0	0
债务募资	744	0	0	0
筹资活动现金流	492	(244)	(268)	(295)
现金净流量	(2,460)	3,191	(1,275)	4,064

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。