

高档产品占比过半，盈利能力不断提升

珠江啤酒(002461)

评级:	买入	股票代码:	002461
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	13.7/6.09
目标价格:		总市值(亿)	213.59
最新收盘价:	9.65	自由流通市值(亿)	213.59
		自由流通股数(百万)	2,213.33

事件概述

公司发布年报，20年营收42.5亿元，同比+0.13%；归母净利润5.7亿元，同比+14.43%；EPS 0.26元，每10股派1.15元(含税)。

分析判断:

► 20年顺利收官，高档产品占比过半

20年疫情影响下整个啤酒行业面临巨大的风险和考验，公司面对疫情的考验，抓紧抓实抓细常态化疫情防控，平稳安全有序地推进复工复产，同时采取有效营销措施助力复商复市。在公司的不懈努力和积极应对下，20年收入同比微增0.13%，其中实现啤酒销量119.94万吨，同比下降4.65%（行业同期-7.0%）；整体吨价达到3385.9元，同比提升5.2%，主要得益于持续不断的结构升级和产品创新，其中纯生销量占比提升至41%，同比提升2.6pct，罐类产品销量占比达到31%，同比提升1.3pct。分档次来看，零售价6元以上的高档产品收入规模达到21.7亿元，同比+9.07%，收入占比53.44%，同比提升4.3pct，持续强化珠啤高端化形象；中档（4-5元）和大众品（3元）收入分别同比-12.84%和+15.81%，整体结构持续优化。21年仍将是啤酒行业持续升级的重要一年，随着疫情不断好转，预计市场也将加速恢复。

► 持续降本增效，盈利能力提升

公司全年在收入仅微增的情况下依旧实现14.43%的利润增长，盈利能力不断提升。成本端来看，公司20年实现毛利率50.19%，较去年同期提升3.35pct，主要受益于公司产品结构升级、中高端产品占比提升，国家阶段性减免企业社会保险费等政策亦有所助力。费用端来看，公司20年销售费用率和管理费用率分别为17.49%和8.44%，分别较去年同期-0.76pct和+0.21pct，公司持续不断的开源节流、降本增效使得费用投放效率提升。综合来看，公司20年实现净利率13.4%，同比提升1.7pct，盈利能力持续优化和改善。

► 稳居广东啤酒市场首位，持续奋进迎行业变革

公司在疫情期间的有效应对展现了其顺应行业发展趋势、应对市场变化的有效机制和战略方向。公司多年位居广东啤酒市场第一，在华南地区拥有较高的品牌知名度，随着行业发展进入新阶段，珠啤预计将持续奋进，不断突围，巩固市场地位的同时提升利润率水平。随着公司持续推进结构升级，纯生占比持续提升，以及0度新品的顺利铺市，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，实现啤酒酿造产业和啤酒文化产业双主业携手发展，强化公司区域和行业竞争力。

投资建议

参考公司年报，我们调整了盈利预测。我们预计公司21-23年的收入分别同比+9.0%/+5.5%/+4.0%，上次预测21和22年收入增速分别为+9.1%/+5.3%；归母净利润分别为6.70/7.60/8.53亿元，同比+17.7%/+13.5%/+12.2%，上次预测21和22年归母净利润增速分别为+16.5%/+14.5%；EPS分别为0.30/0.34/0.39元；当前股价对应PE为32X/28X/25X，维持买入评级。

风险提示：疫情影响超预期、原材料价格上涨、募投项目建设不达预期

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,244	4,249	4,632	4,886	5,082
YoY (%)	5.1%	0.1%	9.0%	5.5%	4.0%
归母净利润(百万元)	497	569	670	763	859
YoY (%)	35.8%	14.4%	17.7%	14.0%	12.5%
毛利率 (%)	46.8%	50.2%	49.0%	49.5%	50.0%
每股收益 (元)	0.22	0.26	0.30	0.34	0.39
ROE	5.8%	6.4%	7.0%	7.4%	7.7%
市盈率	42.93	37.52	31.89	27.98	24.86

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,249	4,632	4,886	5,082	净利润	586	690	787	886
YoY (%)	0.1%	9.0%	5.5%	4.0%	折旧和摊销	291	138	127	120
营业成本	2,117	2,362	2,468	2,541	营运资金变动	-176	694	-261	-185
营业税金及附加	388	417	440	457	经营活动现金流	689	1,557	675	843
销售费用	743	834	855	869	资本开支	-292	217	228	132
管理费用	359	394	391	386	投资	-3,457	-50	-30	-20
财务费用	-200	-236	-229	-226	投资活动现金流	-3,628	172	203	117
资产减值损失	-43	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5	债务募资	1,244	-500	0	0
营业利润	707	810	923	1,039	筹资活动现金流	492	-541	-31	-31
营业外收支	-4	2	3	3	现金净流量	-2,447	1,188	848	930
利润总额	703	812	926	1,042					
所得税	117	122	139	156	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	586	690	787	886	成长能力				
归属于母公司净利润	569	670	763	859	营业收入增长率	0.1%	9.0%	5.5%	4.0%
YoY (%)	14.4%	17.7%	14.0%	12.5%	净利润增长率	14.4%	17.7%	14.0%	12.5%
每股收益	0.26	0.30	0.34	0.39	盈利能力				
					毛利率	50.2%	49.0%	49.5%	50.0%
					净利率率	13.8%	14.9%	16.1%	17.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	4.4%	5.0%	5.4%	5.7%
货币资金	6,169	7,357	8,204	9,134	净资产收益率 ROE	6.4%	7.0%	7.4%	7.7%
预付款项	7	12	11	12	偿债能力				
存货	2,089	1,434	1,658	1,786	流动比率	3.50	3.54	3.91	4.28
其他流动资产	309	493	620	740	速动比率	2.65	2.99	3.29	3.62
流动资产合计	8,574	9,296	10,495	11,672	现金比率	2.52	2.80	3.06	3.35
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	30.9%	27.7%	26.5%	25.1%
固定资产	2,930	2,630	2,330	2,130	经营效率				
无形资产	949	911	884	864	总资产周转率	0.33	0.35	0.34	0.34
非流动资产合计	4,434	4,081	3,729	3,479	每股指标 (元)				
资产合计	13,008	13,377	14,223	15,152	每股收益	0.26	0.30	0.34	0.39
短期借款	763	763	763	763	每股净资产	4.03	4.33	4.68	5.07
应付账款及票据	515	583	583	585	每股经营现金流	0.31	0.70	0.31	0.38
其他流动负债	1,169	1,280	1,338	1,380	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,447	2,626	2,685	2,728	估值分析				
长期借款	500	0	0	0	PE	37.52	31.89	27.98	24.86
其他长期负债	1,078	1,078	1,078	1,078	PB	2.65	2.23	2.06	1.90
非流动负债合计	1,578	1,078	1,078	1,078					
负债合计	4,025	3,704	3,763	3,806					
股本	2,213	2,213	2,213	2,213					
少数股东权益	59	79	103	130					
股东权益合计	8,983	9,674	10,461	11,346					
负债和股东权益合计	13,008	13,377	14,223	15,152					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。