

结构升级助力业绩增长靓丽，高端化+营销变革成效释放可期

——珠江啤酒（002461）点评报告

买入（上调）

2021年03月29日

报告关键要素：

公司发布了2020年年度报告，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。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.15元（含税）。

投资要点：

产品高端化持续发力驱动啤酒主业量减价升，盈利能力随之提升：2020年，公司完成啤酒销量119.94万吨，YoY-4.65%，均价3386元/吨，YoY约+5%，主因零售价定位6元以上的高档产品（毛利率约54%，YoY+4.7pcts）销量占比进一步提高3pcts，收入占比提高4.3pcts至53%；罐类产品销量占比31%，YoY+1.3pcts。其中，97纯生高端核心产品完成销量7.72万吨，YoY+176.77%，带动纯生啤酒销量占比提升2.6pcts至41%；与此同时拓展高端精酿市场，优化门店管理运营模式，在广州市场积极探索，完成多个“雪堡啤酒”社区门店布局，高端精酿实现销量同比增长34%。疫情下原材料成本下降，叠加社保税费减免等政策优惠，2020年公司吨酒成本下滑约2pcts。**吨酒价格上升+成本下降驱动啤酒业务毛利率提升3.7pcts至49.19%，盈利能力提升明显。**

营销变革成效释放，现饮渠道有望加速突破：公司对优势非现饮渠道进行巩固，促进销量增长，增加促销频次；对短板现饮及省外渠道进行重点突破，对广州、东莞大区实施市场管理架构改革，每个区域配备专攻餐饮渠道的大区经理，以97纯生、精品纯生为抓手聚焦资源拓展餐饮渠道，寻找销量突破口，成立华中大区，把分散的资源汇聚起来，统筹湖北、湖南市场营销工作；新兴渠道抢占销量，20年在线下渠道受疫情影响严重，尤其是夜场渠道收入同比大幅下滑24%的情况下，电商渠道成为有力补充，收入同比高增21%，由于电商渠道主要为直销且高档产品占比较高，毛利率与其他渠道相比较为高，达到60%左右。

管理提质增效，净利率继续提升：公司管理提质增效，23项工厂KPI指

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4249.25	4643.64	4980.56	5309.70
增长比率(%)	0.13	9.28	7.26	6.61
净利润(百万元)	569.28	676.60	795.96	892.10
增长比率(%)	14.43	18.85	17.64	12.08
每股收益(元)	0.26	0.31	0.36	0.40
市盈率(倍)	41.56	30.62	26.03	23.22
市净率(倍)	2.65	2.22	2.12	2.02

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	2,213.33
流通A股(百万股)	2,213.32
收盘价(元)	9.58
总市值(亿元)	212.04
流通A股市值(亿元)	212.04

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20210226-公司事项点评-AAA-珠江啤酒（002461）2020业绩快报点评报告

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

万联证券研究所 20201126-公司调研简报

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

标优化率达到 74%，吨酒物流运输费、酒液运输费用分别同比下降 0.07%、9.43%，开展“开源节流、降本增效”专项工作，有效实现降本增效。20 年公司销售/管理/研发费用率为 17.5%/8.4%/3.2%，分别同比-0.8/+0.2/+0.4pcts，综合来看，公司 20 年归母净利率为 13.4%，同比提高 1.7 个百分点。

文化产业持续发展，21 年量价齐升可期：文化产业坚持守正创新，以“泛博物馆概念”明确各子项目功能定位，联动文化创意产业资源，深挖啤酒文化内涵，打造创新型城市综合体。去年 9 月公司发布公告表示追加珠江-琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目投资总额至 27 亿元，年报显示该项目预计 2025 年底竣工。20 年公司推出珠江 Light、298ml 瓶装纯生 1997、珠江 0 度 Pro 等升级产品 5 款，其中珠江 0 度 Pro 在深莞地区推广时遭遇短期阵痛，当前已基本被消费者接受，21Q1 公司中高档产品线销量均有望获得良好反馈，21 年产品结构升级的趋势仍将延续，量价齐升可期。此外结构升级带来的吨价提升也有望对冲今年原料、包材成本上涨以及社保减免等红利逐步消失等带来的成本上行压力，高盈利能力有望保持。

盈利预测与投资建议：我们小幅上调公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 6.77/7.96/8.92 亿元(前次 2021-2022 年预测值为 6.71、7.78 亿元)，同比增长 18.85%/17.64%/12.08%，EPS 为 0.31/0.36/0.40 元/股，3 月 26 日股价对应 PE 为 31/26/23 倍，较友商估值性价比较高，上调至“买入”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

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4249	4644	4981	5310
%同比增速	0%	9%	7%	7%
营业成本	2117	2341	2419	2574
毛利	2132	2302	2562	2736
%营业收入	50%	50%	51%	52%
税金及附加	388	433	462	492
%营业收入	9%	9%	9%	9%
销售费用	743	864	897	929
%营业收入	17%	19%	18%	18%
管理费用	359	395	398	425
%营业收入	8%	9%	8%	8%
研发费用	137	139	152	163
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-200	-276	-254	-294
%营业收入	-5%	-6%	-5%	-6%
资产减值损失	-43	-20	-20	-20
信用减值损失	-13	0	0	0
其他收益	75	83	87	94
投资收益	4	3	4	4
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	-23	15	-5	-6
营业利润	707	828	972	1093
%营业收入	17%	18%	20%	21%
营业外收支	-4	-2	-2	-2
利润总额	703	827	971	1091
%营业收入	17%	18%	19%	21%
所得税费用	117	130	151	173
净利润	586	697	819	918
%营业收入	14%	15%	16%	17%
归属于母公司的净利润	569	677	796	892
%同比增速	14%	19%	18%	12%
少数股东损益	16	20	23	26
EPS (元/股)	0.26	0.31	0.36	0.40

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.26	0.31	0.36	0.40
BVPS	4.03	4.22	4.42	4.64
PE	41.56	30.62	26.03	23.22
PEG	2.88	1.62	1.48	1.92
PB	2.65	2.22	2.12	2.02
EV/EBITDA	23.62	21.49	17.71	16.36
ROE	6%	7%	8%	9%
ROIC	4%	4%	5%	6%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6169	4345	4945	5676
交易性金融资产	259	459	559	609
应收票据及应收账款	26	27	30	31
存货	2089	2484	2461	2451
预付款项	7	10	9	11
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	25	1293	1395	1502
流动资产合计	8574	8618	9398	10279
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2930	2787	2588	2392
在建工程	73	90	90	90
无形资产	949	912	874	837
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	372	372	372	372
其他非流动资产	110	110	109	109
资产总计	13008	12889	13432	14080
短期借款	763	0	0	0
应付票据及应付账款	515	599	610	648
预收账款	0	0	0	0
合同负债	659	741	788	844
应付职工薪酬	157	159	168	179
应交税费	48	51	55	58
其他流动负债	1068	333	344	366
流动负债合计	2447	1883	1965	2096
长期借款	500	500	500	500
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	20	20	20	20
其他非流动负债	1058	1058	1058	1058
负债合计	4025	3460	3543	3674
归属于母公司的所有者权益	8924	9349	9787	10278
少数股东权益	59	79	102	128
股东权益	8983	9428	9889	10406
负债及股东权益	13008	12889	13432	14080

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	689	-515	1087	1211
投资	-3457	-200	-100	-50
资本性支出	-292	-4	-7	-8
其他	121	3	4	4
投资活动现金流净额	-3628	-201	-103	-54
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1244	-763	0	0
筹资成本	-252	-344	-383	-426
其他	-500	0	0	0
筹资活动现金流净额	492	-1108	-383	-426
现金净流量	-2447	-1824	600	731

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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