

珠江啤酒 (002461.SZ)

规模效应+结构优化，盈利能力明显改善

事件：公司发布 2021 年一季报。2021Q1 公司实现营收 7.7 亿元，同比 2020Q1+39.7%，较 2019Q1+3.0%；归母净利润 0.7 亿元，同比 2020Q1+243.1%，较 2019Q1+136.6%。业绩略超市场预期。

受益就地过年销量恢复，产品结构改善。公司 2021Q1 受益就地过年政策，珠三角地区销量恢复较快，我们预计销量同比 2020Q1 增长 40%左右。公司产品结构持续改善，纯生系列销量占比较 2020 年仍有提升，珠江 0 度新品扩大销售范围全面升级，但由于公司 Q1 为抓住就地过年营销机遇增加促销活动，吨酒价同比持平。

规模效应+结构优化，毛利率改善明显。由于销量同比大幅提升，规模效应体现，固定成本和人工成本摊薄，抵消部分麦芽、包材成本上涨影响，公司吨酒成本同比下滑 7%左右，毛利率同比提升 4.1 pct。展望全年，麦芽、包材成本同比上行，公司通过产品结构升级能够抵消成本端压力。公司 Q1 预付货款增加较多，预计增加包材、原材料提前采购以平滑成本。由于优惠税费政策结束，公司税金及附加同比+62%。

销售费用投放增加，整体费用率下行。公司 Q1 抓住就地过年政策增加费用投放，同时由于社保优惠政策结束，销售费用较去年同比+25.3%至 1.38 亿元，但由于规模效应销售费用率同比下降 2.1 pct。管理费用保持平稳，管理费用率同比下降 3.2 pct；研发费用投入增加，研发费用率同比提高 0.3pct。毛利率显著提升，叠加期间费用率下行，Q1 归母净利润同比+243.1%，较 2019Q1+136.6%。公司经营现金流稳健，销售商品现金收入同比+45.1%，但采购支出、员工薪酬支付增加，经营活动现金流净流出 0.22 亿元，2020Q1 为净流出 1.0 亿元。

展望全年：公司继续实施“3+N”产品战略，构建多样化产品组合，以满足不同渠道消费需求；加强品牌传播创新；进一步优化渠道结构，提升餐饮、夜场、电商业务渠道销量占比。成本端 Q2 开始或面临压力，我们预计公司能够通过产品结构升级消化成本上涨，保持业绩稳步增长。

盈利预测：考虑公司产品结构升级、营销变革，加强成本管控，盈利能力改善。我们略微上调盈利预测，预计 2021/22/23 年归母净利润 6.8/7.8/8.6 亿元，同比+18.9%/14.6%/11.0%（此前为 6.6/7.6/8.4 亿元），当前市值对应 PE 分别为 38.6/33.7/30.4 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响动销，原材料成本上涨，行业竞争激烈。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,244	4,249	4,575	4,933	5,222
增长率 yoy (%)	5.1	0.1	7.7	7.8	5.9
归母净利润（百万元）	497	569	677	776	861
增长率 yoy (%)	35.8	14.4	18.9	14.6	11.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.22	0.26	0.31	0.35	0.39
净资产收益率 (%)	5.9	6.5	7.2	7.8	8.0
P/E（倍）	52.5	45.9	38.6	33.7	30.4
P/B（倍）	3.05	2.93	2.72	2.56	2.39

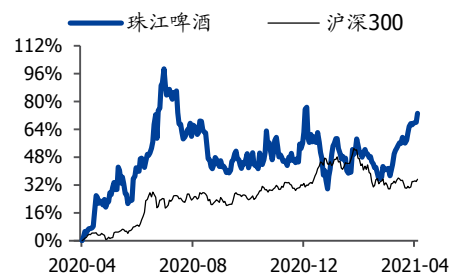
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	增持
04 月 23 日收盘价	11.81
总市值(百万元)	26,139.41
总股本(百万股)	2,213.33
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	10.07

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈旻

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《珠江啤酒（002461.SZ）：营销改革成效显著，“十四五”高质量发展》2021-03-25
- 2、《珠江啤酒（002461.SZ）：产品结构提升，收入持平盈利改善》2021-02-25
- 3、《珠江啤酒（002461.SZ）：产品结构改善明显，扣非净利润稳健增长》2020-10-23

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5919	8574	10635	9817	11718	营业收入	4244	4249	4575	4933	5222
现金	3801	6169	7472	5346	8144	营业成本	2256	2117	2302	2444	2550
应收票据及应收账款	24	26	14	31	15	营业税金及附加	400	388	418	450	477
其他应收款	59	3	149	15	159	营业费用	774	743	828	888	935
预付账款	12	7	41	4	41	管理费用	349	359	366	390	402
存货	535	2089	0	1063	0	研发费用	120	137	151	148	157
其他流动资产	1488	280	2959	3359	3359	财务费用	-217	-200	-258	-258	-273
非流动资产	6101	4434	4520	4626	4654	资产减值损失	-35	-43	9	10	10
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	68	75	70	70	70
固定资产	3102	2930	3029	3153	3201	公允价值变动收益	0	1	4	3	3
无形资产	2366	949	932	915	898	投资净收益	1	4	4	4	4
其他非流动资产	633	555	559	559	556	资产处置收益	-4	-23	0	0	0
资产总计	12021	13008	15155	14444	16372	营业利润	586	707	837	938	1042
流动负债	2255	2447	3993	2746	4039	营业外收入	6	9	3	5	5
短期借款	500	763	763	763	763	营业外支出	4	13	7	2	2
应付票据及应付账款	587	515	839	598	859	利润总额	588	703	833	941	1045
其他流动负债	1169	1169	2391	1384	2417	所得税	76	117	133	141	157
非流动负债	1135	1578	1479	1382	1281	净利润	512	586	699	800	888
长期借款	0	500	402	304	204	少数股东损益	14	16	23	24	27
其他非流动负债	1135	1078	1078	1078	1078	归属母公司净利润	497	569	677	776	861
负债合计	3390	4025	5473	4127	5320	EBITDA	778	888	919	1059	1173
少数股东权益	54	59	81	105	132	EPS (元)	0.22	0.26	0.31	0.35	0.39
股本	2213	2213	2213	2213	2213	主要财务比率					
资本公积	4504	4504	4504	4504	4504	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1859	2207	2557	2957	3401	成长能力					
归属母公司股东权益	8577	8924	9601	10211	10920	营业收入(%)	5.1	0.1	7.7	7.8	5.9
负债和股东权益	12021	13008	15155	14444	16372	营业利润(%)	26.8	20.8	18.3	12.1	11.1
						归属于母公司净利润(%)	35.8	14.4	18.9	14.6	11.0
						获利能力					
						毛利率(%)	46.8	50.2	49.7	50.5	51.2
						净利率(%)	11.7	13.4	14.8	15.7	16.5
						ROE(%)	5.9	6.5	7.2	7.8	8.0
						ROIC(%)	4.3	4.4	4.9	5.5	5.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.2	30.9	36.1	28.6	32.5
						净负债比率(%)	-25.3	-42.8	-53.2	-30.2	-54.5
						流动比率	2.6	3.5	2.7	3.6	2.9
						速动比率	1.7	2.6	2.0	2.1	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	195.0	170.3	230.0	220.0	230.0
						应付账款周转率	3.6	3.8	3.4	3.4	3.5
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.22	0.26	0.31	0.35	0.39
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.31	0.61	-0.80	1.39
						每股净资产(最新摊薄)	3.87	4.03	4.34	4.61	4.93
						估值比率					
						P/E	52.5	45.9	38.6	33.7	30.4
						P/B	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4
						EV/EBITDA	30.8	24.9	22.6	21.6	17.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com