

Q1 顺利实现开门红，高端大单品持续发力

买入 (维持)

——珠江啤酒 (002461) 点评报告

2021 年 04 月 25 日

报告关键要素:

公司发布了 2021 年第一季度报告，公司 21Q1 实现营业总收入 7.73 亿元 (YoY+39.7%)，较 2019 年增长 3.0%；实现归母净利润 0.70 亿元 (YoY+243.1%)，较 2019 年增长 136.6%；实现扣非归母净利润 0.53 亿元 (YoY+766.5%)，较 2019 年由负转正，业绩超市场预期。

投资要点:

21Q1 收入增长主因销量驱动，就地过年助力公司销量快速恢复。20Q1 在 COVID-19 疫情的影响下，销量受损严重，21Q1 虽年前疫情略有抬头影响了公司销量恢复的势头，但鼓励就地过年政策刺激了公司基地市场珠三角的春节消费，让本非传统旺季的 Q1 销售升温，我们预计 Q1 公司啤酒销量同增约 40%，是公司收入增长的主要驱动因素，均价基本持平，略有下滑，主因公司紧抓鼓励就地过年政策下的销售机会，加大促销及费用投放力度，并非产品高端升级道路受阻，相反公司高端大单品 97 纯生延续了强劲的增长态势，0 度升级产品 0 度 Pro 终端接受度同样良好，销量企稳。

规模效应下公司毛利率上行，费用率下降，盈利能力提升明显。公司 21Q1 毛利率约 42% (YoY+4.1pcts)，在大麦、包材等原材料价格上涨的环境下，公司毛利率仍保持增长预计主因销量大幅提高带来的规模效应导致的吨成本的下滑，相较正常年份 19 年提高 5.3pcts，预计主因产品结构向上升级以及良好的成本控制。21Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 17.9%/8.7%/3.4%，同比分别-2.1/-3.2/0.3pcts，销售及管理费用率下滑主因收入同比高增下的规模效应以及费用投放效率的提高。综合来看，公司 21Q1 归母净利率为 9.1% (YoY+5.4pcts)，较 2019 年提高 5.1pcts。

今年的主旋律将是：销量增长明显+结构升级加速+即饮渠道发力。今年我国疫情影响基本消散，销量预计同比增长明显。公司产品升级加速，去年是 0 度 Pro 的推出首年，消费者接受需要过程，今年预计有望对销量增长有所贡献，97 纯生亦有望延续火热态势，罐化率预计也将稳步提升。因此我们认为，虽然今年公司原材料端或面临上涨压力，社保税费减免等优惠政策也逐步到期，但公司仍有望通过结构升级对冲上述影响，进而保持较

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)	11.81
总市值 (亿元)	261.39
流通 A 股市值 (亿元)	261.39

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

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

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

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

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4249.25	4643.64	4980.56	5309.70
增长比率 (%)	0.1	9.3	7.3	6.6
净利润 (百万元)	569.28	676.60	795.96	892.10
增长比率 (%)	14.4	18.9	17.6	12.1
每股收益 (元)	0.26	0.31	0.36	0.40
市盈率 (倍)	45.92	38.63	32.84	29.30
市净率 (倍)	2.93	2.80	2.67	2.54

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所 注：净利润为归母净利润

较强的盈利能力，收获量价双增的红利。此外，随着疫情的消散，公司在即饮渠道的精细化运营、费用投放以及考核激励等多维度均有望发力，同时产品战略也更加清晰，践行“3+N”策略，根据渠道进行差异化产品定位，破局成长可期。

盈利预测与投资建议：我们维持公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 6.77/7.96/8.92 亿元，同比增长 18.85%/17.64%/12.08%，EPS 为 0.31/0.36/0.40 元/股，4 月 23 日股价对应 PE 为 39/33/29 倍，较友商估值仍具性价比，维持“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	45.92	38.63	32.84	29.30
PEG	2.88	2.05	1.86	2.43
PB	2.93	2.80	2.67	2.54
EV/EBITDA	23.62	28.39	23.40	21.62
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