

# 珠江啤酒 (002461)

公司研究/点评报告

## 收入增速稳健，销量增长及结构优化助力利润高增

——珠江啤酒 (002461) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 8 月 25 日

### 一、事件概述

8 月 24 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营收 22.18 亿元，同比+10.51%；实现归母净利润 3.11 亿元，同比+26.30%，基本 EPS 为 0.14 元。

### 二、分析与判断

#### 收入增速稳健，销量增长及产品高端化助力利润同比高增

2021H1 公司实现营收/归母净利润 22.18/3.11 亿元，同比分别+10.51%/+26.30%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 14.45/2.41 亿元，同比分别-0.62%/+6.67%。收入端，21Q1 受去年同期低基数及政府号召就地过年导致春节期间需求上升影响，收入同比大幅增长；21Q2 旺季动销顺利，收入与去年同期基本持平。利润端，公司按照“3+N”的品牌战略，明确“雪堡、纯生、珠江+特色”品牌组合，持续优化产品结构，21H1 中高端产品销量占比高达 90%，推动利润端增速大幅高于收入端。

**分产品看**，21H1 高档/中档/大众化产品分别实现营收 11.86/7.52/1.53 亿元，同比分别+20.16%/-0.01%/-21.29%，其中高档/中档/大众化产品收入占比分别为 56.73%/35.97%/7.30%，同比分别+5.67ppt/-2.94ppt/-2.73ppt。公司收入向中高档产品集中的趋势较为明显，产品结构优化持续推进。

**从销量及吨价看**，21H1 公司实现啤酒销售 62.34 万吨，同比+10.26%；销售均价为 3354 元/吨，同比-1.91%。公司销量同比大幅增长，主要原因是下游动销顺利及去年同期低基数；销售吨价小幅下滑，主要是餐饮渠道货折支持力度较大所致。

**从渠道分布看**，21H1 普通/商超/夜场/电商渠道分别实现收入 20.10/0.43/0.30/0.08 亿元，同比分别+7.74%/+11.19%/+36.46%/+11.36%；分别实现毛利率 46.68%/54.55%/37.93%/53.93%，同比分别-0.28%/-1.35%/-4.22%/-2.56%。公司线下普通流通渠道为核心销售渠道，夜场渠道收入增速较高，复合公司加强拓展餐饮、夜场等高毛利渠道收入比重的整体战略。21H1 广东/其他地区有经销商 482/662 家，较年初 224/508 家水平有较大幅度扩张，显示线下渠道下沉进一步提高。

**电商渠道**，21H1 整体实现营收 791 万元，同比+11.36%，毛利率 53.93%，同比-2.56ppt；其中高档/大众化产品分别实现营收 395/397 万元，同比分别-0.53%/+37.79%，分别实现毛利率 59.54%/48.36%，同比分别-0.76ppt/-3.11ppt。公司电商渠道收入保持平稳增长，其中大众化产品收入增速高于高档产品。

#### 吨价下滑及新会计准则小幅压低毛利率，期间费用率同比下行

2021H1，公司毛利率为 47.61%，同比-0.46ppt (Q2 为 50.45%，同比-1.38ppt)。毛利率下行的原因是：(1) 出厂吨价下行；(2) 成本上行压力逐步显现。其中，高档/中档/大众化产品毛利率为 52.52%/40.20%/34.11%，同比分别-0.30ppt/-1.31ppt/-5.74ppt。21H1 期间费用率为 22.66%，同比-2.00ppt (Q2 为 22.49%，同比-1.49ppt)。其中销售费用率 17.22%，同比-0.43ppt (Q2 为 16.87%，同比+0.09ppt)，原因是收入增长摊低销售费用率。管理费用率 6.99%，同比-1.21ppt (Q2 为 6.06%，同比-0.73ppt)。研发费用率 3.26%，同比+0.31ppt (Q2 为 3.17%，同比+0.27ppt)。财务费用率为-4.82%，同比-0.68ppt (Q2 为-3.61%，同比-1.12ppt)，利息收入同比上升但被收入增长摊薄。

推荐

维持评级

当前价格：

9.38 元

交易数据

2021-8-24

近 12 个月最高/最低	12.97/8.77
总股本 (百万股)	2213.33
流通股本 (百万股)	2213.33
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	207.61
流通市值 (亿元)	207.61

### 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

邮箱：yujie@mszq.com

### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 珠江啤酒 (002461) 2021 年一季报点评：21Q1 业绩赶超疫情前水平，旺季动销高景气可期
2. 珠江啤酒 (002461) 2020 年报点评：产品高端化持续发力，中长期成长性可期

### ► 优化营销业务结构，拓宽产业合作边界

优化营销业务结构方面，21H1 公司着重加大餐饮渠道开拓力度，开展“陪你过牛年”“致敬最美劳动者”“小龙虾节”等主题推广活动，餐饮销量及占比同比提升。公司加大线上渠道布局，推进“平台旗舰店+微商城+网络商城合作”电商运营模式，与京东达成战略合作；并探索“新店商”模式，深化线上线下融合，打造社区精酿门店 4 家。

拓宽产业合作边界方面，公司与五粮液集团开展战略合作，聚焦广东、海南市场，丰富企业酒类产品线，以白酒销售业务为辅提升企业经济效益、品牌美誉。公司强化“啤酒+音乐”“啤酒+体育”“啤酒+美食”品牌宣传矩阵，与网易云音乐平台达成战略合作，以音乐乐评、IP 授权、联名上罐等，创新品牌传播方式，线上曝光 7000 万人次；冠名 2021 广东省男子篮球联赛，助力中国篮球事业发展；联动中国邮政、陶陶居、广州博物馆等推出联名产品，提升品牌联动效应。

### 三、盈利预测与投资建议

预计 2021-2023 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 2021-2023 年公司归母净利润为 6.73/7.44/8.07 亿元，同比+18.3%/+10.5%/+8.5%，按照最新股本对应 EPS 为 0.30/0.34/0.36 元，目前股价对应 PE 为 31/28/26 倍。目前公司估值低于啤酒板块 2021 年 49 倍整体估值水平（算术平均法），产品结构升级持续推进，中长期成长性良好，综上，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	673	744	807
增长率（%）	14.4%	18.3%	10.5%	8.5%
每股收益（元）	0.26	0.30	0.34	0.36
PE（现价）	36.1	30.8	27.9	25.7
PB	2.3	2.2	2.1	2.0

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	2,356	2,515	2,668
营业税金及附加	388	431	449	479
销售费用	743	867	924	1,106
管理费用	359	381	405	440
研发费用	137	150	158	167
EBIT	506	462	432	320
财务费用	(200)	(318)	(434)	(624)
资产减值损失	(43)	4	(2)	0
投资收益	4	4	4	4
营业利润	707	838	927	1,005
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	703	837	924	1,003
所得税	117	140	154	168
净利润	586	697	770	836
归属于母公司净利润	569	673	744	807
EBITDA	796	723	670	535
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6169	8520	10410	11603
应收账款及票据	26	27	29	31
预付款项	7	10	10	11
存货	2089	794	470	499
其他流动资产	22	22	22	22
流动资产合计	8574	9728	11186	12538
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	14038	14448	15198
短期借款	763	763	763	763
应付账款及票据	515	593	622	666
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	2447	2924	2831	3041
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	4502	4409	4619
股本	2213	2213	2213	2213
少数股东权益	59	82	108	136
股东权益合计	8983	9536	10039	10580
负债和股东权益合计	13008	14038	14448	15198

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%	-8.7%	-6.5%	-25.9%
净利润增长率	14.4%	18.3%	10.5%	8.5%
盈利能力				
毛利率	50.2%	49.3%	48.5%	48.5%
净利率	13.4%	14.5%	15.2%	15.6%
总资产收益率 ROA	4.4%	4.8%	5.2%	5.3%
净资产收益率 ROE	6.4%	7.1%	7.5%	7.7%
偿债能力				
流动比率	3.5	3.3	4.0	4.1
速动比率	2.7	3.1	3.8	4.0
现金比率	2.6	3.0	3.8	3.9
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	220.0	90.0	65.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.3	0.3	0.4
每股净资产	4.0	4.3	4.5	4.7
每股经营现金流	0.3	1.2	0.6	0.5
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	36.1	30.8	27.9	25.7
PB	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	17.0	15.5	14.0	14.8
股息收益率	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	586	697	770	836
折旧和摊销	334	265	237	215
营运资金变动	(176)	1,670	341	51
经营活动现金流	676	2,629	1,347	1,100
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)	2,351	1,890	1,194

## 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。