



2021年8月25日

珠江啤酒 (002461) : 产品结构持续优化, 费用控制有效

食品饮料

推荐 (维持) 当前股价: 9.38 元

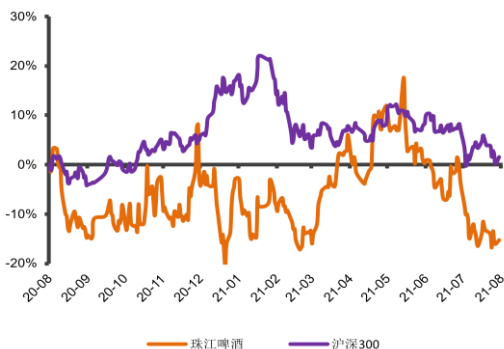
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,249	4,618	5,021	5,379
(+/-)	0.1%	8.7%	8.7%	7.1%
营业利润	707	857	1,019	1,193
(+/-)	20.8%	21.2%	18.8%	17.1%
归属母公司	569	694	827	971
净利润				
(+/-)	14.4%	21.8%	19.3%	17.4%
EPS (元)	0.26	0.31	0.37	0.44
市盈率	36.5	29.9	25.1	21.4

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	22.13/ 22.13
流通市值 (亿元)	208
每股净资产 (元)	4.06
资产负债率 (%)	33.1

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **公司发布 2021 半年报。**报告期内, 公司实现营业收入 22.18 亿元, 同比增长 10.51%; 实现归属于母公司净利润 3.11 亿元, 同比增长 26.30%; 扣非后净利润 2.69 亿元, 同比增长 43.80%; 每股收益 0.14 元。其中 Q2 单季实现营业收入 14.45 亿元, 同比减少 0.62%; 归母净利润 2.41 亿元, 同比增长 6.67%; 每股收益 0.11 元。

● **聚焦高质量发展, 产品结构优化。**公司持续聚焦高质量发展主题, 不断优化产品结构, 业绩实现稳步增长。报告期内公司完成啤酒累计销量 62.34 万吨, 较去年同期增长 10.25%, 其中高端啤酒销量同比增长 23.01%, 2019 年推出的高端产品 97 纯生销量同比增长 121.03%; 吨价小幅下滑 1.91% 至 3,354.18 元/吨。受疫情及原材料、人工成本上升影响, 毛利率微降 0.46pct 至 47.61%。分产品来看, 高档啤酒收入 11.86 亿元, 同比增 20.16%, 销售占比由 51.06% 提升至 56.73%, 毛利率 52.52%, 同比-0.30pct; 中档啤酒收入 7.52 亿元, 同比减少 0.01%, 销售占比由 38.91% 减少至 35.97%, 毛利率 40.20%, 同比-1.31pct; 大众化啤酒收入 1.53 亿元, 同比减 21.29%, 销售占比由 10.03% 降至 7.30%, 毛利率 34.11%, 同比-5.74pct。分渠道来看, 公司以普通渠道为主, 销售占比 95.71%, 营收 20.10 亿元, 同比增 7.74%; 商超、夜场和电商渠道分别同比增 11.19%、36.46% 和 11.36%。公司积极布局线下渠道, 持续深化深度分销管理, 细分经销商经营区域, 广东和其他地区经销商数量较年初分别增加 258 家和 154 家。

● **上半年期间费用率控制有效。**上半年期间费用率 22.66%, 同比下降 2pct, 其中销售费用率 17.22%, 同比-0.43pct; 管理费用率 6.99%, 同比-1.21pct; 财务费用率-4.82%, 同比-0.68pct; 销售净利率 14.40%, 同比+1.95pct, 再创新高

● **公司未来看点。**(1) 公司对标世界一流, 实施“3+N”产品战略, 以 97 纯生、精品纯生为核心产品, 明确“雪堡、纯生、珠江+特色”品牌组合, 持续优化产品结构, 推出雪

堡百香果小麦啤酒等中高端新品，1-6 月中高端产品销量占比 90%，其中珠江纯生占比提升 4 个百分点；（2）优化营销业务结构，一方面积极布局线下渠道，着重加大餐饮渠道开拓力度，餐饮销量及占比不断提升；另一方面大力拓展新兴渠道，发力传统电商、社区电商等线上平台，同时探索“新店商”商业模式，深化线上线下融合，打造社区精酿门店 4 家；（3）持续推进产能转型升级，优化产能布局，加快推进东莞公司产能扩建项目，从化公司高端产品生产线技改成功投产，推进南沙公司过滤设备升级、河北公司 260ml 规格产品生产线技改、珠丰司扩大彩面纸产能技改等工作，进一步优化供给质量。

● **盈利预测：**我们微调公司盈利预测，2021-2023 年收入分别为 46.18、50.21 和 53.79 亿元，EPS 分别为 0.31、0.37 和 0.44 元，当前股价对应 PE 分别为 29.9、25.1 和 21.4 倍，估值具有一定优势，维持“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；渠道下沉不及预期；原材料价格波动风险；食品安全问题。



图表 1: 公司盈利预测

1	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	4,249	4,618	5,021	5,379
货币资金	6,169	7,540	8,015	8,574	营业成本	2,117	2,321	2,536	2,689
应收款	29	64	70	75	营业税金及附加	388	388	388	388
存货	2,089	645	704	747	销售费用	743	808	874	914
其他流动资产	287	302	317	333	管理费用	359	369	377	387
流动资产合计	8,574	8,551	9,106	9,728	财务费用	-200	-243	-286	-306
非流动资产:					研发费用	137	139	151	161
金融类资产	100	110	121	133	费用合计	1,039	1,073	1,114	1,157
固定资产+在建工程	3,002	3,043	3,082	3,121	资产减值损失	-56	-39	-27	-19
无形资产+商誉	949	1,044	1,148	1,263	公允价值变动	1	1	1	2
其他非流动资产	383	421	463	509	投资收益	4	4	4	4
非流动资产合计	4,434	4,617	4,814	5,026	营业利润	707	857	1,019	1,193
资产总计	13,008	13,168	13,920	14,754	加: 营业外收入	9	10	11	12
流动负债:					减: 营业外支出	13	14	16	17
短期借款	763	801	841	884	利润总额	703	853	1,014	1,187
应付账款、票据	515	567	620	657	所得税费用	117	142	169	198
其他流动负债	1,169	1,285	1,414	1,555	净利润	586	710	845	989
流动负债合计	2,447	2,654	2,875	3,096	少数股东损益	16	17	17	17
非流动负债:					归母净利润	569	694	827	971
长期借款	500	0	0	0					
其他非流动负债	1,078	1,132	1,188	1,248	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	1,578	1,132	1,188	1,248	成长性				
负债合计	4,025	3,786	4,063	4,344	营业收入增长率	0.1%	8.7%	8.7%	7.1%
所有者权益					营业利润增长率	20.8%	21.2%	18.8%	17.1%
股本	2,213	2,213	2,213	2,213	归母净利润增长率	14.4%	21.8%	19.3%	17.4%
资本公积金	4,504	4,504	4,504	4,504	总资产增长率	8.2%	1.2%	5.7%	6.0%
未分配利润	1,989	2,318	2,707	3,162	盈利能力				
少数股东权益	59	59	59	59	毛利率	50.2%	49.7%	49.5%	50.0%
所有者权益合计	8,983	9,383	9,857	10,410	营业利润率	16.6%	18.6%	20.3%	22.2%
负债和所有者权益	13,008	13,168	13,920	14,754	三项费用/营收	24.4%	23.2%	22.2%	21.5%
					EBIT/销售收入	17.1%	19.1%	20.7%	22.6%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	13.8%	15.4%	16.8%	18.4%
净利润	586	710	845	989	ROE	6.5%	7.6%	8.6%	9.5%
折旧与摊销	291	267	283	300	营运能力				
财务费用	-111	-243	-286	-306	总资产周转率	32.7%	35.1%	36.1%	36.5%
存货的减少	26	1444	-60	-42	资产结构				
营运资本变化	-202	17	47	32	资产负债率	30.9%	28.7%	29.2%	29.4%
其他非现金部分	100	23	24	24	现金流质量				
经营活动现金净流量	689	2219	852	997	经营净现金流/净利润	1.18	3.12	1.01	1.01
投资活动现金净流量	-3628	-317	-334	-351	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	492	-530	-44	-87	每股收益	0.26	0.31	0.37	0.44
现金流量净额	-2,447	1,372	474	559	每股净资产	4.06	4.24	4.45	4.70

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>