

珠江啤酒 (002461.SZ)

纯生表现亮眼，加大餐饮渠道开拓

事件：公司发布 2021 年中报。公司上半年公司实现营收 22.2 亿元，同比+10.5%；其中销量 62.3 万吨，同比+10.3%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比+26.3%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同比+43.8%。单 Q2 公司实现营收 14.4 亿元，同比-0.6%；归母净利润 2.4 亿元，同比备考口径+6.7%；扣非归母净利润 2.2 亿元，同比备考口径+10.7%。

Q2 销量同比略下滑，产品结构持续改善。公司单 Q2 实现营收 14.4 亿元，同比-0.6%。其中单 Q2 实现销量 40.8 万吨，同比-1.0%，主要受到高基数、5-6 月份广东地区疫情反复影响。从产品结构来看，上半年高档酒收入增速较快，同比+20.2%，高档啤酒销量同比+23.0%，高端产品 97 纯生销量同比+121.0%。产品结构表现亮眼，高档/中档/大众化营收占比为 56.7%/36.0%/7.3%，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。公司持续推动“3+N”品牌战略，推出雪堡百香果等新品完善中高端产品矩阵。

毛利率略有下滑，加大拓展餐饮端，政府补助增加。公司产品结构改善但吨价同比略有下降，主要源于公司上半年重点开拓餐饮渠道，加大给经销商货折扣支持。此外 Q2 原材料成本上行吨成本同比+3.3%，毛利率同比下滑 1.4 pct。公司上半年销售费用 3.8 亿元，销售费用率 17.2%，同比下滑 0.5pct；管理费用 1.55 亿元，管理费用率同比下滑 1.2 pct。公司上半年政府补助增加，其他收益同比+43%。公司 Q2 销售费用保持稳定，销售费用率+0.1pct；管理费用率同比下滑 1.2pct；公司加大研发投入，单 Q2 研发费用率提高 0.3pct。综上公司上半年归母净利润同比+26.3%；Q2 归母净利润同比+6.7%。

营销模式创新，加快发力高端化。公司在去年“97 纯生助力餐饮复工复产”经验做法基础上，推出“珠江 97 纯生第一届小龙虾节”，吸引超过 1000 家餐饮场所响应。公司持续深耕品牌文化内涵，加强岭南文化与传统文化宣传，与广州博物馆、陶陶居跨界推出联名礼盒。渠道端公司持续深化深度分销管理，上半年经销商净增 412 家。

盈利预测：展望下半年公司持续做大纯生系列及高档产品，推动收入增长，同时预计成本压力逐步显现。我们预计公司 2021/22/23 年收入分别为 45.4/48.1/50.8 亿元，同比+6.8%/6.1%/5.5%；归母净利润 6.7/7.5/8.5 亿元，同比+18.1%/11.2%/13.2%，对应 PE 30.9/27.8/24.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复营销动销；新品推广不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,244	4,249	4,536	4,813	5,077
增长率 yoy (%)	5.1	0.1	6.8	6.1	5.5
归母净利润(百万元)	497	569	673	748	847
增长率 yoy (%)	35.8	14.4	18.1	11.2	13.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.22	0.26	0.30	0.34	0.38
净资产收益率(%)	5.9	6.5	7.2	7.5	7.9
P/E(倍)	41.7	36.5	30.9	27.8	24.5
P/B(倍)	2.42	2.33	2.16	2.04	1.91

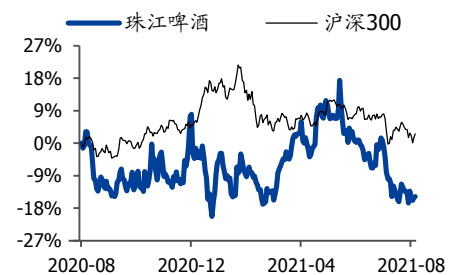
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 24 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	增持
8月24日收盘价(元)	9.38
总市值(百万元)	20,761.02
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)	9.28

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 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《珠江啤酒(002461.SZ)：规模效应+结构优化，盈利能力明显改善》2021-04-24
- 2、《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
- 3、《珠江啤酒(002461.SZ)：产品结构提升，收入持平盈利改善》2021-02-25



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	10672	9848	11759	营业收入	4244	4249	4536	4813	5077
现金	3801	6169	7511	5392	8189	营业成本	2256	2117	2308	2418	2492
应收票据及应收账款	24	26	14	30	14	营业税金及附加	400	388	414	439	463
其他应收款	59	3	148	12	157	营业费用	774	743	789	833	878
预付账款	12	7	40	3	41	管理费用	349	359	363	380	391
存货	535	2089	0	1051	0	研发费用	120	137	150	144	152
其他流动资产	1488	280	2959	3359	3359	财务费用	-217	-200	-257	-256	-271
非流动资产	6101	4434	4486	4518	4528	资产减值损失	-35	-43	14	14	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	2996	3046	3077	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
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	558	557	554	资产处置收益	-4	-23	0	0	0
资产总计	12021	13008	15157	14366	16288	营业利润	586	707	832	915	1036
流动负债	2255	2447	4000	2703	4004	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	843	580	844	利润总额	588	703	828	918	1039
其他流动负债	1169	1169	2394	1360	2397	所得税	76	117	132	147	166
非流动负债	1135	1578	1479	1379	1279	净利润	512	586	695	771	873
长期借款	0	500	401	302	201	少数股东损益	14	16	23	23	26
其他非流动负债	1135	1078	1078	1078	1078	归属母公司净利润	497	569	673	748	847
负债合计	3390	4025	5479	4082	5283	EBITDA	778	888	912	1030	1157
少数股东权益	54	59	81	104	131	EPS (元)	0.22	0.26	0.30	0.34	0.38
股本	2213	2213	2213	2213	2213						
资本公积	4504	4504	4504	4504	4504						
留存收益	1859	2207	2555	2941	3377						
归属母公司股东权益	8577	8924	9597	10179	10874						
负债和股东权益	12021	13008	15157	14366	16288						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	758	689	1359	-1834	3051
净利润	512	586	695	771	873
折旧摊销	274	291	229	248	267
财务费用	-217	-200	-257	-256	-271
投资损失	-1	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	84	-176	697	-2592	2186
其他经营现金流	106	192	-1	-1	-1
投资活动现金流	569	-3628	-276	-276	-273
资本支出	2096	293	52	32	10
长期投资	2505	-3457	0	0	0
其他投资现金流	5169	-6792	-224	-243	-262
筹资活动现金流	-724	492	258	-9	19
短期借款	-460	263	0	0	0
长期借款	0	500	-99	-99	-100
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	68	0	0	0	0
其他筹资现金流	-331	-271	357	90	119
现金净增加额	603	-2447	1342	-2118	2796

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	0.1	6.8	6.1	5.5
营业利润(%)	26.8	20.8	17.6	10.0	13.2
归属于母公司净利润(%)	35.8	14.4	18.1	11.2	13.2
获利能力					
毛利率(%)	46.8	50.2	49.1	49.8	50.9
净利率(%)	11.7	13.4	14.8	15.5	16.7
ROE(%)	5.9	6.5	7.2	7.5	7.9
ROIC(%)	4.3	4.4	4.8	5.3	5.8
偿债能力					
资产负债率(%)	28.2	30.9	36.1	28.4	32.4
净负债比率(%)	-25.3	-42.8	-53.6	-30.8	-55.1
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	2.2
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	0.30	0.34	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.31	0.61	-0.83	1.38
每股净资产(最新摊薄)	3.87	4.03	4.34	4.60	4.91
估值比率					
P/E	41.7	36.5	30.9	27.8	24.5
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	23.9	18.8	16.9	16.9	12.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 24 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

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

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：021-38124100

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