



买入 (维持)

所属行业: 食品饮料/饮料制造
当前价格(元): 9.39

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

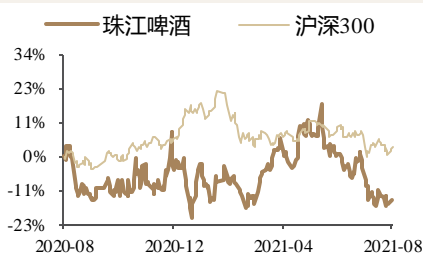
研究助理

李文华

资格编号: S0120521030005

邮箱: liwh5@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|--------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | -11.42 | -15.10 | -23.97 |
| 相对涨幅(%) | -7.66 | -10.10 | -18.98 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《华南明珠, 高端提升-珠江啤酒(002461.SZ)深度报告:》, 2021.7.19

珠江啤酒 (002461.SZ) 中报点评: 业绩符合预期, 餐饮渠道进展良好

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年半年度报告, 2021H1 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%; 实现扣非归母净利润 2.69 亿元, 同比 43.80%。2021Q2 单季实现营收 14.45 亿元, 同比-0.62%, 实现归母净利润 2.41 亿元, 同比+6.67%, 实现扣非归母净利润 2.16 亿元, 同比+10.72%。
- **高端化趋势延续, 利润基本符合预期。** 珠江啤酒 21H1 归母净利润同比增长 10.51%, 落在此前业绩预告中值, 基本符合预期。从营收结构来看, 高档酒占比提升至 56.73%, 同比提升 5.67pcts, 主要受益于公司持续推进“3+N”品牌战略, 持续优化产品结构。从销量结构来看, 公司 2021H1 实现啤酒销量 62.34 万吨, 同比增长 10.25%, 其中高端啤酒销量同比增长 23.01%, 高端 97 纯生销量同比增长 121.03%。中高端产品销量占比超 90%, 其中珠江纯生占比提升 4 个百分点, 产品结构调整成效凸显。从吨价来看, 公司上半年啤酒整体吨价在 3354 元/千升, 同比下滑 1.9pct。
- **继续推进基地市场产品升级, 餐饮渠道发力, 黑金纯生初见成效。** 珠江啤酒从 2019 年起按照“3+N”的品牌战略, 相继进行零度系列换代以及推出黑金 97 纯生。21Q2 广东市场受到疫情的点状爆发和大雨天气的扰动, 啤酒整体消费受到一定影响。根据广州市国资委披露, 1-7 月完成啤酒销量 76.65 万吨同比增长 7.68%, 预计全年销量同比增长 7~8%左右。产品结构升级来看, 过去珠江啤酒在餐饮端发展较慢, 今年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, 餐饮销量及占比不断提升。预计珠江啤酒将充分享受广东基地市场产品结构升级红利, 省内主流价位段将由 4 元升维至 6~8 元跃迁。
- **优化供给质量, 深化双主业融合发展。** 公司加快推进东莞公司产能扩建、从化公司高端产品生产线技改、南沙公司过滤设备升级等工作, 持续优化产能布局和供给质量。在文化产业方面, 公司推进珠江·琶醍升级改造等项目, 加快消费者触达, 提升园区配套功能和业态多元性等, 形成“啤酒+文化”双轮驱动发展。
- **华南啤酒龙头继续加码产品结构升级, 维持“买入”评级。** 珠江啤酒近年来强化基地市场产品结构升级, 持续看好公司业绩改善的空间。预计 2021~2023 年实现营收 47.62/51.72/55.08 亿元, 同比增长 12.1%/8.6%/6.5%; 实现归母净利润 7.15/8.42/9.30 亿元, 同比增长 25.6%/17.8%/10.5%; 对应 PE 29.1/24.7/22.3X。
- **风险提示:** 产品结构升级不及预期; 动销不及预期; 中高端竞争加剧; 疫情反复

股票数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股): | 2,213.33 |
| 流通 A 股(百万股): | 2,213.33 |
| 52 周内股价区间(元): | 8.76-12.97 |
| 总市值(百万元): | 20,783.15 |
| 总资产(百万元): | 13,507.01 |
| 每股净资产(元): | 4.06 |

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,244 | 4,249 | 4,762 | 5,172 | 5,508 |
| (+/-)YOY(%) | 5.1% | 0.1% | 12.1% | 8.6% | 6.5% |
| 净利润(百万元) | 497 | 569 | 715 | 842 | 930 |
| (+/-)YOY(%) | 35.8% | 14.4% | 25.6% | 17.8% | 10.5% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.22 | 0.26 | 0.32 | 0.38 | 0.42 |
| 毛利率(%) | 46.8% | 50.2% | 50.6% | 51.4% | 52.1% |
| 净资产收益率(%) | 5.8% | 6.4% | 7.7% | 8.6% | 9.0% |

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.26 | 0.32 | 0.38 | 0.42 |
| 每股净资产 | 4.03 | 4.21 | 4.42 | 4.65 |
| 每股经营现金流 | 0.31 | 0.81 | 0.34 | 0.69 |
| 每股股利 | 0.11 | 0.15 | 0.17 | 0.19 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 41.17 | 29.06 | 24.68 | 22.34 |
| P/B | 2.63 | 2.23 | 2.12 | 2.02 |
| P/S | 4.89 | 4.36 | 4.02 | 3.77 |
| EV/EBITDA | 23.27 | 18.09 | 15.05 | 13.22 |
| 股息率% | 1.1% | 1.5% | 1.8% | 2.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 50.2% | 50.6% | 51.4% | 52.1% |
| 净利润率 | 13.4% | 15.0% | 16.3% | 16.9% |
| 净资产收益率 | 6.4% | 7.7% | 8.6% | 9.0% |
| 资产回报率 | 4.4% | 5.6% | 6.3% | 6.6% |
| 投资回报率 | 4.1% | 4.5% | 5.9% | 6.5% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 0.1% | 12.1% | 8.6% | 6.5% |
| EBIT 增长率 | 47.3% | 5.4% | 37.7% | 15.3% |
| 净利润增长率 | 14.4% | 25.6% | 17.8% | 10.5% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 30.9% | 26.9% | 26.6% | 26.1% |
| 流动比率 | 3.5 | 4.3 | 4.1 | 3.9 |
| 速动比率 | 2.6 | 3.6 | 3.1 | 3.0 |
| 现金比率 | 2.5 | 3.4 | 2.9 | 2.8 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 2.1 |
| 存货周转天数 | 360.2 | 223.4 | 291.8 | 257.6 |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 固定资产周转率 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 净利润 | 569 | 715 | 842 | 930 |
| 少数股东损益 | 16 | 21 | 24 | 27 |
| 非现金支出 | 346 | 292 | 294 | 314 |
| 非经营收益 | -67 | -27 | 19 | 19 |
| 营运资金变动 | -176 | 804 | -431 | 235 |
| 经营活动现金流 | 689 | 1,804 | 748 | 1,525 |
| 资产 | -292 | -504 | -896 | -948 |
| 投资 | -3,457 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 121 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -3,628 | -504 | -896 | -948 |
| 债权募资 | 1,244 | -763 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -752 | -342 | -398 | -437 |
| 融资活动现金流 | 492 | -1,106 | -398 | -437 |
| 现金净流量 | -2,447 | 194 | -546 | 139 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 4,249 | 4,762 | 5,172 | 5,508 |
| 营业成本 | 2,117 | 2,353 | 2,511 | 2,638 |
| 毛利率% | 50.2% | 50.6% | 51.4% | 52.1% |
| 营业税金及附加 | 388 | 442 | 465 | 496 |
| 营业税金率% | 9.1% | 9.3% | 9.0% | 9.0% |
| 营业费用 | 743 | 893 | 944 | 977 |
| 营业费用率% | 17.5% | 18.7% | 18.2% | 17.7% |
| 管理费用 | 359 | 397 | 414 | 441 |
| 管理费用率% | 8.4% | 8.3% | 8.0% | 8.0% |
| 研发费用 | 137 | 144 | 103 | 110 |
| 研发费用率% | 3.2% | 3.0% | 2.0% | 2.0% |
| EBIT | 506 | 533 | 734 | 846 |
| 财务费用 | -200 | -222 | -217 | -209 |
| 财务费用率% | -4.7% | -4.7% | -4.2% | -3.8% |
| 资产减值损失 | -43 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 707 | 835 | 1,040 | 1,149 |
| 营业外收支 | -4 | 48 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 703 | 883 | 1,040 | 1,149 |
| EBITDA | 796 | 825 | 1,028 | 1,160 |
| 所得税 | 117 | 148 | 174 | 192 |
| 有效所得税率% | 16.7% | 16.7% | 16.7% | 16.7% |
| 少数股东损益 | 16 | 21 | 24 | 27 |
| 归属母公司所有者净利润 | 569 | 715 | 842 | 930 |

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 6,169 | 6,363 | 5,817 | 5,956 |
| 应收账款及应收票据 | 26 | 28 | 31 | 32 |
| 存货 | 2,089 | 1,440 | 2,008 | 1,862 |
| 其它流动资产 | 291 | 325 | 311 | 322 |
| 流动资产合计 | 8,574 | 8,156 | 8,166 | 8,173 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,930 | 3,016 | 3,556 | 4,181 |
| 在建工程 | 73 | 291 | 395 | 448 |
| 无形资产 | 949 | 905 | 862 | 819 |
| 非流动资产合计 | 4,434 | 4,694 | 5,296 | 5,931 |
| 资产总计 | 13,008 | 12,851 | 13,463 | 14,104 |
| 短期借款 | 763 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 515 | 592 | 621 | 658 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 1,169 | 1,284 | 1,379 | 1,445 |
| 流动负债合计 | 2,447 | 1,876 | 2,000 | 2,103 |
| 长期借款 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 其它长期负债 | 1,078 | 1,078 | 1,078 | 1,078 |
| 非流动负债合计 | 1,578 | 1,578 | 1,578 | 1,578 |
| 负债总计 | 4,025 | 3,454 | 3,578 | 3,681 |
| 实收资本 | 2,213 | 2,213 | 2,213 | 2,213 |
| 普通股股东权益 | 8,924 | 9,318 | 9,781 | 10,293 |
| 少数股东权益 | 59 | 79 | 104 | 130 |
| 负债和所有者权益合计 | 13,008 | 12,851 | 13,463 | 14,104 |

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|---------------|------|-----------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20% 以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。