

珠江啤酒 (002461)

证券研究报告

2021年08月26日

餐饮渠道加速开拓，高端化升级稳步推进

事件：公司发布 2021 年半年报，2021H1 实现营业总收入 22.18 亿元，同比增长 10.51%；归母净利润 3.11 亿元，同比增长 26.30%。其中，2021Q2 公司实现营业收入 14.45 亿元，同比降低 0.62%；归母净利润 2.41 亿元，同比增长 6.67%。

高端化趋势稳步推进，餐饮渠道加快布局。2021H1 公司实现营收 22.18 亿元，同比增长 10.51%；Q2 实现营收 10.02 亿元，同比降低 0.62%。拆分量价，上半年公司实现啤酒销量 62.34 万吨，同比增长 10.25%；吨价 3354.18 元，同比下滑 1.91%。产品结构来看，公司高档、中档及大众化产品收入占比 56.73%/35.97%/7.30%，同比变化 5.67%/-2.94%/-2.73%。公司持续发力高端，21H1 高端啤酒销量同比增长 23.01%，公司陆续推出雪堡百香果小麦啤酒等中高端新品，2019 年推出的高端产品 97 纯生销量同比增长 121.03%，作为主推高端产品成为公司利润引擎。Q2 公司营业收入同比下滑，我们判断主要系 5-6 月广东省疫情小规模反弹所致，短期内已经恢复，看好下半年恢复发展。分渠道来看，普通渠道仍为公司销售收入的主要渠道，占比达 96.11%；商超、夜场及电商占比分别为 2.06%/1.45%/0.38%。迎合高端发展趋势，公司着重加大餐饮渠道开拓力度，开展“陪你过牛年”“小龙虾节”等主题推广活动，餐饮销量及占比不断提升。

毛利率稳中有升，盈利能力不断增强。公司 21H1 实现归母净利润 3.11 亿元，同比增长 26.30%，盈利能力有较大提升。公司啤酒销售毛利率 46.75%，同比下降 0.37pcts，我们认为本期毛利率略有下降主要系作为啤酒主原料的麦芽价格有所上涨，整体在可控范围内。公司 21H1 销售/管理/财务/研发费用分别为 17.22%/6.99%/-4.82%/3.26%，同比 -0.43/-1.21/-0.68/+0.31pcts。公司整体费用率保持稳定，展望下半年在行业普遍提价预期下，我们认为公司或将通过产品提价平滑成本压力影响，并通过产品结构升级释放利润弹性，盈利能力有望不断提升。

行业步入结构升级利润上行正周期，公司立足优势区域高端化不断推进。在啤酒行业高端化主旋律引导下，公司立足“雪堡、纯生、珠江+特色”的产品战略，在华南优势区域，通过新品纯生和零度产品，陆续提高高端产品占比，实现利润增长快于营业收入增长。同时在渠道端加大餐饮终端力度，抓住即饮渠道这个产品结构升级的重要场景。另外，公司在文化产业建设上不断发力，双主业战略的加速有望为公司拓展新的收入来源，提高现有资金使用效率。

盈利预测：预期 2021-2023 年实现营业收入 46.93/50.76/53.43 亿元，同比 +10.45%/8.16%/5.25%，归母净利润 7.16/8.38/9.34 亿元，同比 +25.72%/17.12%/11.45%，EPS 分别为 0.32/0.38/0.42 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：市场竞争、市场相对集中、市场分割、原材料供应及价格波动、产品质量、新产品开发、环保风险、税收政策变化、汇率风险、疫情影响

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,243.61	4,249.25	4,693.13	5,075.92	5,342.58
增长率(%)	5.06	0.13	10.45	8.16	5.25
EBITDA(百万元)	773.09	981.77	915.74	1,085.48	1,202.73
净利润(百万元)	497.48	569.28	715.69	838.24	934.24
增长率(%)	35.77	14.43	25.72	17.12	11.45
EPS(元/股)	0.22	0.26	0.32	0.38	0.42
市盈率(P/E)	52.54	45.92	36.52	31.18	27.98
市净率(P/B)	3.05	2.93	2.84	2.74	2.64
市销率(P/S)	6.16	6.15	5.57	5.15	4.89
EV/EBITDA	15.56	18.41	22.94	19.16	17.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.39 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,213.33
流通 A 股股本(百万股)	2,213.33
A 股总市值(百万元)	20,783.15
流通 A 股市值(百万元)	20,783.15
每股净资产(元)	4.06
资产负债率(%)	33.10
一年内最高/最低(元)	13.16/8.78

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《珠江啤酒-季报点评:开门红，盈利高弹性释放》 2021-04-26
- 《珠江啤酒-年报点评报告:产品高端化效果显著，降本增效快速提升盈利水平》 2021-03-26
- 《珠江啤酒-公司点评:结构升级持续推进，全年业绩实现稳健增长》 2021-02-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,800.89	6,168.87	4,693.13	5,075.92	5,342.58
应收票据及应收账款	24.37	25.53	52.41	12.91	60.49
预付账款	11.95	7.30	24.56	7.84	22.82
存货	535.00	2,088.96	1,658.33	327.86	2,025.47
其他	1,547.29	283.30	1,846.00	2,176.83	1,424.11
流动资产合计	5,919.49	8,573.96	8,274.43	7,601.36	8,875.47
长期股权投资	0.00	0.00	(6.00)	(4.00)	(1.00)
固定资产	3,101.61	2,929.95	3,274.03	3,219.01	3,155.66
在建工程	143.40	72.54	224.54	442.04	709.54
无形资产	2,366.35	948.72	935.99	932.79	934.00
其他	489.88	482.73	460.52	479.51	471.50
非流动资产合计	6,101.24	4,433.94	4,889.08	5,069.35	5,269.70
资产总计	12,020.73	13,007.90	13,163.51	12,670.72	14,145.17
短期借款	500.00	763.22	191.67	359.30	295.72
应付票据及应付账款	586.62	514.86	773.21	574.87	808.42
其他	1,168.54	1,169.01	1,776.68	970.74	1,880.52
流动负债合计	2,255.16	2,447.09	2,741.56	1,904.92	2,984.66
长期借款	0.00	500.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,134.62	1,077.74	1,130.51	1,114.29	1,107.51
非流动负债合计	1,134.62	1,577.74	1,130.51	1,114.29	1,107.51
负债合计	3,389.78	4,024.82	3,872.07	3,019.20	4,092.17
少数股东权益	54.44	58.61	80.70	105.47	133.27
股本	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33
资本公积	4,503.78	4,503.78	4,503.78	4,503.78	4,503.78
留存收益	6,363.19	6,711.14	6,997.42	7,332.71	7,706.41
其他	(4,503.78)	(4,503.78)	(4,503.78)	(4,503.78)	(4,503.78)
股东权益合计	8,630.95	8,983.08	9,291.44	9,651.51	10,053.00
负债和股东权益总计	12,020.73	13,007.90	13,163.51	12,670.72	14,145.17

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	511.89	585.71	715.69	838.24	934.24
折旧摊销	273.89	290.65	288.06	299.90	312.03
财务费用	(157.64)	(111.29)	(171.46)	(163.90)	(173.94)
投资损失	(0.67)	(3.87)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	2,548.53	1,891.61	(231.54)	11.48	132.22
其它	(2,417.98)	(1,964.13)	19.55	21.77	25.80
经营活动现金流	758.02	688.68	620.30	1,007.49	1,230.35
资本支出	2,044.52	(1,312.67)	718.63	475.41	524.16
长期投资	0.00	0.00	(6.00)	2.00	3.00
其他	(1,475.49)	(2,314.97)	(1,478.85)	(930.75)	(1,040.72)
投资活动现金流	569.03	(3,627.63)	(766.22)	(453.34)	(513.56)
债权融资	500.00	1,263.69	191.83	359.51	296.00
股权融资	284.74	199.88	171.46	163.90	173.94
其他	(1,508.69)	(971.62)	(1,693.11)	(694.77)	(920.06)
筹资活动现金流	(723.95)	491.95	(1,329.82)	(171.35)	(450.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	603.11	(2,447.00)	(1,475.74)	382.79	266.66

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,243.61	4,249.25	4,693.13	5,075.92	5,342.58
营业成本	2,256.05	2,116.76	2,318.52	2,468.44	2,558.42
营业税金及附加	400.32	387.86	427.07	461.91	480.83
营业费用	774.30	743.07	811.91	867.98	908.24
管理费用	349.07	358.54	366.06	385.77	398.02
研发费用	120.45	137.21	117.33	121.82	117.54
财务费用	(217.24)	(199.88)	(171.46)	(163.90)	(173.94)
资产减值损失	(34.78)	(42.94)	22.00	(18.57)	(13.17)
公允价值变动收益	0.12	1.34	(2.54)	(3.00)	(2.00)
投资净收益	0.67	3.87	0.00	0.00	0.00
其他	9.00	36.19	5.08	6.00	4.00
营业利润	585.64	707.24	799.14	949.48	1,064.64
营业外收入	5.60	8.82	55.00	50.00	50.00
营业外支出	3.51	12.91	6.12	7.51	8.85
利润总额	587.73	703.15	848.02	991.97	1,105.79
所得税	75.84	117.45	110.24	128.96	143.75
净利润	511.89	585.71	737.78	863.01	962.04
少数股东损益	14.40	16.42	22.09	24.77	27.80
归属于母公司净利润	497.48	569.28	715.69	838.24	934.24
每股收益(元)	0.22	0.26	0.32	0.38	0.42

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.06%	0.13%	10.45%	8.16%	5.25%
营业利润	26.79%	20.76%	12.99%	18.81%	12.13%
归属于母公司净利润	35.77%	14.43%	25.72%	17.12%	11.45%
获利能力					
毛利率	46.84%	50.19%	50.60%	51.37%	52.11%
净利率	11.72%	13.40%	15.25%	16.51%	17.49%
ROE	5.80%	6.38%	7.77%	8.78%	9.42%
ROIC	5.69%	8.80%	16.37%	16.75%	18.42%
偿债能力					
资产负债率	28.20%	30.94%	29.42%	23.83%	28.93%
净负债率	-38.24%	-54.60%	-48.45%	-48.87%	-50.20%
流动比率	2.62	3.50	3.02	3.99	2.97
速动比率	2.39	2.65	2.41	3.82	2.30
营运能力					
应收账款周转率	195.03	170.32	120.44	155.43	145.57
存货周转率	8.20	3.24	2.50	5.11	4.54
总资产周转率	0.35	0.34	0.36	0.39	0.40
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.26	0.32	0.38	0.42
每股经营现金流	0.34	0.31	0.28	0.46	0.56
每股净资产	3.87	4.03	4.16	4.31	4.48
估值比率					
市盈率	52.54	45.92	36.52	31.18	27.98
市净率	3.05	2.93	2.84	2.74	2.64
EV/EBITDA	15.56	18.41	22.94	19.16	17.05
EV/EBIT	24.09	26.15	33.47	26.48	23.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com