

珠江啤酒 (002461)

公司研究/点评报告

产品高端化持续推进，成本压力显现

——珠江啤酒 (002461) 2021 年三季度报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 10 月 25 日

一、事件概述

10 月 22 日，公司发布 2021 年三季度报，前三季度实现营收 37.18 亿元，同比+6.02%；实现归母净利润 5.95 亿元，同比+17.69%，基本 EPS 为 0.27 元。合 Q3 单季度实现收入 15.01 亿元，同比+0.02%；实现归母净利润 2.84 亿元，同比+9.54%。

二、分析与判断

收入低个位数增长，产品高端化提升利润增速

21Q3 公司收入同比持平，原因是 7、8 月受疫情反复及雨水增多等不利因素影响，啤酒销量同比小幅下滑；9 月啤酒销量恢复增长。受 Q3 影响，前三季度收入增速较 21H1 增速有所下降，同比实现低个位数增长。前三季度及 Q3 净利润增速均大幅高于收入端，原因是产品高端化持续推进，带动整体价盘持续提升。

分产品看，前三季度纯生系列产品仍是产品高端化主力，收入增速预计将达到双位数，量价同比均有提升，其中 97 纯生销量同比有望翻番。零度系列产品收入预计同比小幅增长，其中销量小幅增长，价格同比持平。我们预计未来公司收入端将保持稳健增长，以纯生、97 纯生为代表的中高端产品收入占比仍有提升空间，其他单品有待开发推广，以产品高端化带动净利润持续上行的趋势将得到延续。

Q3 毛利率下滑明显，成本压力显现

21 年前三季度毛利率为 49.14%，同比-2.42pct (Q3 为 51.41%，同比-4.84pct)。毛利率下滑原因是 Q3 大麦、包材等原材料价格上涨明显，Q4 为经营淡季，业绩占全年比重不高，成本压力进一步恶化空间不大。21 年前三季度期间费用率为 22.74%，同比-1.96pct (Q3 为 22.84%，同比-1.89pct)。其中销售费用率 (同比-0.61pct, Q3 同比-0.89pct) 及管理费用率 (同比-1.13pct, Q3 同比-1.06pct) 均出现明显改善。销售费用率下降原因是费用投放效率提高；管理费用率下行原因是经营效率提高；财务费用率同比小幅改善。

三、投资建议

根据前三季度经营情况，我们小幅调整盈利预测。预计 21-23 年公司实现收入 45.16/47.46/50.36 亿元，同比+6.3%/+5.1%/+6.1%；预计 21-23 年公司归母净利润为 6.73/7.36/7.96 亿元，同比+18.2%/+9.3%/+8.2%，对应 EPS 为 0.30/0.33/0.36 元，目前股价对应 PE 为 30/28/26 倍。目前公司估值低于啤酒板块 2021 年 47 倍估值水平 (Wind 一致预测)，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	4,516	4,746	5,036
增长率 (%)	0.1%	6.3%	5.1%	6.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	569	673	736	796
增长率 (%)	14.4%	18.2%	9.3%	8.2%
每股收益 (元)	0.26	0.30	0.33	0.36
PE (现价)	35.4	30.3	27.7	25.6
PB	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格： 9.20 元

交易数据 2021-10-22

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)	203.63
流通市值 (亿元)	203.63

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：王言海

执业证号： S0100521090002

邮箱： wangyanhai@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 年半年报
点评：收入增速稳健，销量增长及结构优化助力利润高增
2. 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

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	4,516	4,746	5,036
营业成本	2,117	2,277	2,376	2,541
营业税金及附加	388	419	437	465
销售费用	743	835	898	1,070
管理费用	359	370	394	428
研发费用	137	146	153	163
EBIT	506	468	489	370
财务费用	(200)	(318)	(366)	(559)
资产减值损失	(43)	10	(3)	(1)
投资收益	4	4	4	4
营业利润	707	837	917	991
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	703	836	914	989
所得税	117	140	153	165
净利润	586	696	761	824
归属于母公司净利润	569	673	736	796
EBITDA	796	729	727	585
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6169	7178	9321	10807
应收账款及票据	26	27	28	30
预付款项	7	10	9	11
存货	2089	2097	1484	1211
其他流动资产	22	22	22	22
流动资产合计	8574	9679	11106	12445
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	13989	14368	15106
短期借款	763	763	763	763
应付账款及票据	515	573	588	634
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	2447	2875	2760	2969
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	4453	4338	4547
股本	2213	2213	2213	2213
少数股东权益	59	82	108	136
股东权益合计	8983	9536	10030	10559
负债和股东权益合计	13008	13989	14368	15106

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%	6.3%	5.1%	6.1%
EBIT 增长率	47.3%	-7.5%	4.5%	-24.4%
净利润增长率	14.4%	18.2%	9.3%	8.2%
盈利能力				
毛利率	50.2%	49.6%	50.0%	49.6%
净利率	13.4%	14.9%	15.5%	15.8%
总资产收益率 ROA	4.4%	4.8%	5.1%	5.3%
净资产收益率 ROE	6.4%	7.1%	7.4%	7.6%
偿债能力				
流动比率	3.5	3.4	4.0	4.2
速动比率	2.7	2.6	3.5	3.8
现金比率	2.6	2.6	3.5	3.7
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	330.0	270.0	190.0
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	0.6	0.7	0.6
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	35.4	30.3	27.7	25.6
PB	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	16.6	16.5	14.0	14.5
股息收益率	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	586	696	761	824
折旧和摊销	334	271	235	214
营运资金变动	(176)	322	605	357
经营活动现金流	676	1,287	1,600	1,392
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)	1,009	2,143	1,486

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。