

## 销量增长带动收入提升，成本上行利润承压

2022 年 02 月 24 日

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

8.67 元



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

## 相关研究

1. 珠江啤酒(002461)2021 年三季报点评：产品高端化持续推进，成本压力显现
2. 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
3. 珠江啤酒(002461)2021 年半年度业绩预告点评：21H1 利润高增，销量增长及产品结构优化是主因
4. 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
5. 珠江啤酒(002461)2020 年报点评：产品高端化持续发力，中长期成长性可期

► **公司公告 2021 年业绩快报。**预计 2021 年全年公司实现营业收入 45.38 亿元，同比增 6.79%，归母净利润 6.12 亿元，同比增长 7.42%，扣非后净利润 4.95 亿元，同比下滑 5.51%。据此估算，2021 年第四季度公司实现营业收入 8.20 亿元，同比增长 10.51%，归母净利润 0.17 亿元，同比下滑 73.44%。

► **高端放量带动销量增长，成本上行致业绩承压。**公司“雪堡”、“纯生”等高档产品快速放量，带动全年啤酒销量达 127.63 万吨，同比增长 6.41%，略高于行业整体水平（据国家统计局，2021 年我国啤酒产量 3562.4 万千升，同比增长 5.6%）。估算吨价约 3555 元，同比增长 0.36%，出厂吨价提升不明显预计主要由于公司高档产品在渠道拓展时，给予渠道较高的折扣。2021 年以来，进口大麦，玻璃瓶，铝罐价格上行，啤酒行业整体成本承压，使得公司 2021 年扣非后净利润下滑 1.42pct 至 10.90%，公司非经常性损益+1.17 亿元，主要为政府补助及中山珠啤收到的土地补偿款。

► **深耕华南，拓宽渠道，结构升级。**公司在广东、东莞区域市占率超 30%，区域内公司继续深耕，重点突破餐饮，发力夜店、电商等渠道。公司按照“3+N”品牌战略，明确“雪堡、纯生、珠江+特色”品牌组合，聚焦纯生、灌装等高端产品，持续推动产品结构升级。公司将坚持走“啤酒酿造”+“啤酒文化”的“双主业”之路，促进企业长期发展。

► **啤酒行业处于高端化红利期，公司业绩向上有弹性。**啤酒行业高端化趋势加速，未来高端啤酒销量有望保持双位数增长。广东经济基础强，高端化领先全国，公司深耕华南地区，短期受成本上行及促销策略影响，业绩承压，中期维度看，仍将享受行业高端化红利，业绩具有向上弹性。

► **投资建议：**公司发布业绩快报，本次小幅调整盈利预测，我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 45.38、48.90、51.81 亿元，归母净利润分别为 6.12、7.22、7.97 亿元，EPS 分别为 0.28、0.33、0.36 元，当前股价对应 PE 分别为 32、27、24 倍，公司吨价提升较为缓慢，重庆啤酒拟投资在广东扩建产能，西南市场竞争格局有变，我们将公司下调至“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧；疫情反复影响消费；食品安全事故。

## 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 | 4,538 | 4,890 | 5,181 |
| 增长率（%）          | 0.1   | 6.8   | 7.8   | 5.9   |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 569   | 612   | 722   | 797   |
| 增长率（%）          | 14.4  | 7.5   | 18.0  | 10.3  |
| 每股收益（元）         | 0.26  | 0.28  | 0.33  | 0.36  |
| PE              | 34    | 32    | 27    | 24    |
| PB              | 2.2   | 2.1   | 1.9   | 1.8   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 2 月 23 日收盘价）

## 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 | 4,538 | 4,890 | 5,181 |
| 营业成本      | 2,117 | 2,371 | 2,493 | 2,609 |
| 营业税金及附加   | 388   | 417   | 450   | 477   |
| 销售费用      | 743   | 771   | 831   | 881   |
| 管理费用      | 359   | 372   | 401   | 425   |
| 研发费用      | 137   | 145   | 156   | 166   |
| EBIT      | 750   | 461   | 558   | 624   |
| 财务费用      | -200  | -174  | -177  | -194  |
| 资产减值损失    | -43   | -30   | -4    | -5    |
| 投资收益      | 4     | 7     | 7     | 8     |
| 营业利润      | 707   | 727   | 863   | 952   |
| 营业外收支     | -4    | 5     | 4     | 4     |
| 利润总额      | 703   | 731   | 867   | 956   |
| 所得税       | 117   | 107   | 130   | 143   |
| 净利润       | 586   | 624   | 737   | 813   |
| 归属于母公司净利润 | 569   | 612   | 722   | 797   |
| EBITDA    | 1,041 | 671   | 767   | 820   |

| 资产负债表 (百万元) | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 6,169  | 6,591  | 7,493  | 8,373  |
| 应收账款及票据     | 26     | 25     | 28     | 30     |
| 预付款项        | 7      | 15     | 13     | 13     |
| 存货          | 2,089  | 2,313  | 2,391  | 2,501  |
| 其他流动资产      | 283    | 328    | 321    | 314    |
| 流动资产合计      | 8,574  | 9,273  | 10,245 | 11,231 |
| 长期股权投资      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产        | 2,930  | 2,758  | 2,587  | 2,414  |
| 无形资产        | 949    | 932    | 926    | 925    |
| 非流动资产合计     | 4,434  | 4,306  | 4,179  | 4,054  |
| 资产合计        | 13,008 | 13,579 | 14,424 | 15,286 |
| 短期借款        | 763    | 732    | 765    | 718    |
| 应付账款及票据     | 515    | 622    | 636    | 662    |
| 其他流动负债      | 1,169  | 1,294  | 1,355  | 1,426  |
| 流动负债合计      | 2,447  | 2,648  | 2,757  | 2,805  |
| 长期借款        | 500    | 500    | 500    | 500    |
| 其他长期负债      | 1,078  | 1,078  | 1,078  | 1,078  |
| 非流动负债合计     | 1,578  | 1,578  | 1,578  | 1,578  |
| 负债合计        | 4,025  | 4,226  | 4,334  | 4,383  |
| 股本          | 2,213  | 2,213  | 2,213  | 2,213  |
| 少数股东权益      | 59     | 71     | 86     | 102    |
| 股东权益合计      | 8,983  | 9,353  | 10,090 | 10,902 |
| 负债和股东权益合计   | 13,008 | 13,579 | 14,424 | 15,286 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%)   |        |        |        |        |
| 营业收入增长率    | 0.13   | 6.79   | 7.76   | 5.94   |
| EBIT 增长率   | 26.01  | -38.56 | 21.17  | 11.75  |
| 净利润增长率     | 14.43  | 7.48   | 17.99  | 10.33  |
| 盈利能力 (%)   |        |        |        |        |
| 毛利率        | 50.19  | 47.76  | 49.02  | 49.65  |
| 净利润率       | 13.78  | 13.76  | 15.07  | 15.69  |
| 总资产收益率 ROA | 4.38   | 4.51   | 5.01   | 5.21   |
| 净资产收益率 ROE | 6.38   | 6.59   | 7.22   | 7.38   |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 3.50   | 3.50   | 3.72   | 4.00   |
| 速动比率       | 2.65   | 2.62   | 2.84   | 3.11   |
| 现金比率       | 2.52   | 2.49   | 2.72   | 2.98   |
| 资产负债率 (%)  | 30.94  | 31.12  | 30.05  | 28.67  |
| 经营效率       |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数   | 2.19   | 1.84   | 2.04   | 2.02   |
| 存货周转天数     | 360.21 | 360.00 | 350.00 | 350.00 |
| 总资产周转率     | 0.33   | 0.33   | 0.34   | 0.34   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 0.26   | 0.28   | 0.33   | 0.36   |
| 每股净资产      | 4.06   | 4.23   | 4.56   | 4.93   |
| 每股经营现金流    | 0.31   | 0.34   | 0.41   | 0.43   |
| 每股股利       | 0.10   | 0.12   | 0.00   | 0.00   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 34     | 32     | 27     | 24     |
| PB         | 2.2    | 2.1    | 1.9    | 1.8    |
| EV/EBITDA  | 13.90  | 20.87  | 17.13  | 14.90  |
| 股息收益率 (%)  | 38.88  | 41.60  | 0.00   | 0.00   |

| 现金流量表 (百万元) | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 586    | 624   | 737   | 813   |
| 折旧和摊销       | 291    | 210   | 209   | 196   |
| 营运资金变动      | -176   | -69   | 5     | -10   |
| 经营活动现金流     | 689    | 760   | 915   | 960   |
| 资本开支        | -292   | -36   | -31   | -19   |
| 投资          | -3,457 | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -3,628 | -30   | -24   | -11   |
| 股权募资        | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 744    | -31   | 33    | -47   |
| 筹资活动现金流     | 492    | -308  | 11    | -69   |
| 现金净流量       | -2,447 | 422   | 902   | 880   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  |      | 评级   | 说明                  |
|---|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   |      | 中性   | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
|   |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|   | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   |      | 中性   | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
|   |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

## 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