

**002461.SZ**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 7.52

板块评级: 强于大市

**本报告要点**
**■ 珠江啤酒年报点评**
**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.2)	(9.7)	(17.2)	(21.3)
相对深证成指	(1.4)	(2.6)	(0.8)	(13.1)

发行股数(百万)	2,213
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	16,644
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
广州珠江啤酒集团有限公司	32

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2022 年 3 月 24 日收市价为标准

**相关研究报告**
**中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格**
**食品饮料: 非白酒**
**证券分析师: 汤玮亮**

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

**联系人: 董广达**

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120070024

## 珠江啤酒

### 产品结构优化, 销量稳健增长

事件: 公司披露 2021 年年报。2021 年公司实现营收 45.4 亿元, 同比+6.79%; 归母净利 6.1 亿元, 同比+7.42%; 扣非归母净利 5.0 亿元, 同比-4.6%。4Q21 实现营收 8.2 亿元, 同比+10.4%; 归母净利 1658 万元, 同比-74.1%; 扣非归母净利 12 万元, 同比-99.8%。业绩表现略低于我们预期。

**支撑评级的要点**

- 收入稳健增长, 成本压力导致利润增长承压。** (1) 2021 年公司收入实现稳健增长, 我们判断疫情影响减弱利好销量回升, 同时夜场和电商渠道拓展带来了新的增量。(2) 2021 年大麦、玻璃瓶、铝锭等原材料价格高企, 带来了较大成本压力。公司全年毛利率为 45.0%, 同比-5.2pct。若剔除非经常性损益影响 (主要是非流动资产处置损益), 2021 年公司扣非归母净利同比-4.6%。(3) 2021 年公司销售费用率为 15.5%, 同比-2.0pct; 管理费用率为 7.8%, 同比-0.6pct; 研发费用率为 3.3%, 同比+0.1pct, 整体费用率有所下降。
- 高端化战略持续推进, 产品结构得到优化。** (1) 2021 年公司啤酒销量达到 127.63 万吨, 同比+6.41%, 略高于行业平均水平。公司围绕“3+N”品牌战略推动产品结构升级, 高档产品收入同比+15.8%, 收入占比同比提升 4.3pct 至 55.4%。产品策略方面, 公司聚焦纯生类、罐装类等中高档产品, 纯生啤酒销量占比达到 44.9%, 同比+4.1pct, 罐装类产品销量占比 32.2%, 同比+0.8pct。高端核心产品 97 纯生实现销量 15.7 万吨, 同比增长 103%。此外, 公司优化产品 7 个、开发产品 9 个, 进一步优化产品结构。(2) 2021 年公司吨酒价格达到 3362 元/吨, 同比-0.7%。我们判断, 虽然产品结构有所提升, 但华南市场竞争激烈, 公司对经销商及终端给予了一定的折扣。后期随着产品结构持续升级, 吨酒价格有望继续提升。
- 展望: 疫情和成本因素带来短期扰动, 高端化战略依然是成长主线。** (1) 短期来看, 疫情反复对啤酒消费产生负面影响, 我们判断 1 季度销量增长承压。此外, 大麦、玻璃瓶等主要原材料价格仍居高位, 短期成本压力仍在。(2) 长期来看, 高端化战略依然是成长主线。产品方面, 公司将继续推进高端化战略, 构建雪堡+纯生+珠江+特色产品的“3+N”产品组合, 树立多样化、高端化、特色化的品牌形象。渠道方面, 公司将在巩固传统优势渠道的基础上, 在餐饮、夜场、电商等渠道进行改革创新, 寻找新的增长点。公司治理方面, 公司将运用创新管理手段, 全面提升企业管理能力和水平, 实现运营效率的提升。我们认为公司在华南市场根基稳固, 整体基本面向好, 看好公司收入、利润持续稳健增长。

**估值**

- 根据年报, 我们修改此前盈利预测, 预计 22-24 年 EPS 为 0.32、0.34、0.37 元, 同比+14.2%、+9.0%、+8.4%, 维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 疫情影响超预期, 原材料价格波动, 新品拓展不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	4,249	4,538	4,827	5,123	5,375
变动(%)	0	7	6	6	5
净利润(人民币 百万)	569	611	698	761	825
全面摊薄每股收益(人民币)	0.257	0.276	0.315	0.344	0.373
变动(%)	14.4	7.4	14.2	9.0	8.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.346	0.397	-
调整幅度(%)	-	-	(8.9)	(13.4)	-
全面摊薄市盈率(倍)	29.2	27.2	23.8	21.9	20.2
价格/每股现金流量(倍)	24.2	27.5	10.3	(129.5)	6.0
每股现金流量(人民币)	0.31	0.27	0.73	(0.06)	1.25
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.9	24.1	20.8	19.0	17.7
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.181	0.226	0.271
股息率(%)	1.3	n.a.	2.4	3.0	3.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 珠江啤酒 2021 年年报数据

(人民币, 百万元)	4Q20	4Q21	同比 (%)	2020	2021	同比 (%)
营业收入	742	820	10.4	4,249	4,538	6.8
营业成本	418	607	45.1	2,117	2,498	18.0
毛利率(%)	43.7	25.9	(17.7) pct	50.2	45.0	(5.2) pct
毛利	324	213	(34.4)	2,132	2,040	(4.3)
税金及附加	68	70	2.6	388	419	8.0
销售费用	124	70	(43.9)	743	703	(5.4)
管理费用	83	105	26.2	359	355	(1.0)
研发费用	24	24	0.0	137	148	8.0
财务费用	(58)	(54)	(7.0)	(200)	(218)	9.0
资产减值损失	(21)	(25)	20.2	(43)	(51)	17.7
公允价值变动收益	1	9	644.8	1	8	498.5
投资收益	1	1	(8.5)	4	6	59.6
营业利润	79	5	(93.8)	707	726	2.7
营业利润率(%)	10.7	0.6	(10.1) pct	16.6	16.0	(0.6) pct
营业外收入	7	1	(90.3)	9	6	(36.0)
营业外支出	10	0	(95.2)	13	2	(86.2)
利润总额	76	5	(93.2)	703	730	3.9
所得税	5	(15)	-	117	103	(12.4)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	6	(350)	-	17	14	(2.4) pct
少数股东权益	7	4	(47.2)	16	16	(1.3)
归属于母公司净利润	64	17	(74.1)	569	611	7.4
归母净利率(%)	8.6	2.0	(6.6) pct	13.4	13.5	0.1 pct
EPS	0.03	0.01	(74.1)	0.26	0.28	7.4

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	4,249	4,538	4,827	5,123	5,375
销售成本	2,117	2,498	2,628	2,759	2,862
经营费用	1,627	1,625	1,703	1,784	1,861
息税折旧前利润	796	690	799	876	940
折旧及摊销	291	275	303	296	287
经营利润(息税前利润)	506	415	496	580	653
净利息收入/(费用)	239	257	0	0	0
其他收益/(损失)	(2)	2	4	6	8
税前利润	703	730	839	915	991
所得税	117	103	122	133	144
少数股东权益	16	16	19	20	22
净利润	569	611	698	761	825
核心净利润	569	611	698	761	825
每股收益(人民币)	0.257	0.276	0.315	0.344	0.373
核心每股收益(人民币)	0.257	0.276	0.315	0.344	0.373
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.181	0.226	0.271
收入增长(%)	0	7	6	6	5
息税前利润增长(%)	47	(18)	20	17	12
息税折旧前利润增长(%)	29	(13)	16	10	7
每股收益增长(%)	14	7	14	9	8
核心每股收益增长(%)	14	7	14	9	8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	703	730	839	915	991
折旧与摊销	291	275	303	296	287
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	(2,230)	454	1,070	(1,523)	1,692
税金	(102)	(104)	(122)	(133)	(144)
其他经营现金流	84	(14)	(471)	317	(54)
经营活动产生的现金流	689	605	1,619	(129)	2,771
购买固定资产净值	(293)	(253)	(218)	(189)	(163)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(6,146)	(2,681)	(54)	(60)	(66)
投资活动产生的现金流	(3,628)	(268)	(273)	(249)	(229)
净增权益	3	2	238	249	260
净增债务	744	126	(77)	209	90
支付股息	(252)	(301)	0	(400)	(500)
其他融资现金流	(3)	(7)	50	54	57
融资活动产生的现金流	492	(179)	211	112	(93)
现金变动	2,368	617	1,557	(265)	2,449
期初现金	3,801	6,169	6,786	8,343	8,077
公司自由现金流	201	253	1,527	(981)	2,305
权益自由现金流	1,115	547	1,662	(573)	2,596

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	6,169	6,786	8,343	8,077	10,527
应收帐款	26	18	33	22	33
库存	2,089	1,659	1,143	2,358	1,302
其他流动资产	291	96	572	248	311
流动资产总计	8,574	8,560	10,091	10,704	12,173
固定资产	3,002	3,021	3,273	3,083	2,860
无形资产	949	1,392	1,055	1,138	1,237
其他长期资产	483	545	599	659	725
长期资产总计	4,434	4,958	4,928	4,881	4,823
总资产	13,008	13,518	15,019	15,585	16,996
应付帐款	1,019	1,042	1,616	1,289	1,945
短期债务	763	894	983	1,081	1,190
其他流动负债	665	714	714	714	714
流动负债总计	2,447	2,650	3,313	3,084	3,849
长期借款	500	500	333	444	426
其他长期负债	1,078	1,024	1,075	1,129	1,185
股本	2,213	2,213	2,213	2,213	2,213
储备	6,711	7,069	8,004	8,614	9,200
股东权益	8,924	9,282	10,217	10,827	11,413
少数股东权益	59	62	81	101	123
总负债及权益	13,008	13,518	15,019	15,585	16,996
每股帐面价值(人民币)	4.03	4.19	4.62	4.89	5.16
每股有形资产(人民币)	5.09	5.18	5.77	6.18	6.79
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.7	15.2	16.5	17.1	17.5
息税前利润率(%)	11.9	9.1	10.3	11.3	12.1
税前利润率(%)	16.5	16.1	17.4	17.9	18.4
净利率(%)	13.4	13.5	14.5	14.9	15.4
流动性					
流动比率(倍)	3.5	3.2	3.0	3.5	3.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.7	2.6	2.7	2.7	2.8
估值					
市盈率(倍)	29.2	27.2	23.8	21.9	20.2
核心业务市盈率(倍)	29.2	27.2	23.8	21.9	20.2
市净率(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5
价格/现金流(倍)	24.2	27.5	10.3	(129.5)	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.9	24.1	20.8	19.0	17.7
周转率					
存货周转天数	112.7	150.7	106.0	124.7	124.2
应收帐款周转天数	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9
应付帐款周转天数	119.2	82.9	100.5	103.5	109.8
回报率					
股息支付率(%)	38.9	0.0	57.3	65.7	72.7
净资产收益率(%)	6.5	6.7	7.2	7.2	7.4
资产收益率(%)	3.4	2.7	3.0	3.2	3.4
已运用资本收益率(%)	7.7	6.4	4.4	4.8	5.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371