

黑金纯生延续高增, 结构升级稳扎稳打

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年年报, 实现营收45.4亿元, 同比增长6.8%; 实现归母净利润6.1亿元, 同比增长7.4%; 实现扣非归母净利润5.0亿元, 同比下降4.6%。其中21Q4实现营收8.2亿元, 同比增长10.5%, 实现归母净利润0.2亿元, 同比下降73.4%; 同时拟每10股派发现金红利1.2元(含税)。
- **高端占比持续提升, 97纯生快速放量。** 分档次看, 21年公司高端啤酒实现收入25.1亿元, 同比增长15.8%; 中档啤酒实现收入15.1亿元, 同比增长0.4%; 大众啤酒实现收入2.7亿元, 同比下降30.9%。拆分量价来看, 销量方面公司表现优于行业, 全年实现销量127.4万吨, 同比增长6.2%, 其中量增主要由以纯生为代表的高端啤酒放量贡献, 纯生占比同比提升3.9pp至44.9%; 其中97黑金纯生仍延续高速增长态势, 实现销量15.7万吨, 同比实现翻倍增长。价方面, 公司全年吨价同比小幅下降0.5%至3369元/吨, 纯生产品占比持续增加下, 吨价承压主要系公司推广高端啤酒时, 给予渠道较多货折所致。罐化率方面, 公司罐化率同比提升0.8pp至32.2%, 罐化率水平仍然维持行业第一水平。公司推进产品结构升级步伐坚定, 预计明年97纯生占整体纯生比重超过40%, 带动公司盈利能力进一步提升。
- **原料成本持续上行, 效率提升与地产处置增厚利润。** 2021年公司毛利率为45%, 同比下降5.2pp, 其中Q4单季度毛利率26%, 同比下降17.7pp。21H2以来受关键原材料大麦、包材等价格持续上涨影响, 行业整体成本端承压, 且由于酒企普遍采取提前锁价规避原料价格波动, 叠加淡季啤酒需求疲软, 成本压力在21Q4集中体现。费用率方面, 销售费用率15.5%, 同比下降2pp, 主要由于本期减小费用投放力度; 管理费用率保持稳定, 同比下降0.6pp至7.8%。公司21年收到中山珠啤土地征收补偿款, 实现资产处置收益0.56亿元。成本端持续承压下, 产品结构持续优化, 致使公司全年整体净利率维持平稳, 同比小幅提升0.03pp至13.8%。
- **结构升级稳扎稳打, 管理全面提质增效。** 目前啤酒行业高端化转型进入红利加速释放期, 广东省内主流价格带正逐渐实现从6元到8元的转变。公司依靠广东省内良好的消费者基础和省内排名第一的市占率, 逐步加强以纯生对零度的替代, 结构升级仍有广阔空间。公司加强内部管理改革, 各区域“一区一策”推进以厂家为主导的深度分销模式改革, 省内渠道掌控力进一步提升。随着公司持续推进结构升级和布局啤酒文化产业, 预计公司业绩将保持平稳增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.31元、0.35元、0.40元, 对应动态PE分别为25倍、22倍、19倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 新冠疫情反复风险, 高端化竞争加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	45.38	49.26	53.10	56.46
增长率	6.79%	8.55%	7.80%	6.33%
归属母公司净利润(亿元)	6.11	6.78	7.67	8.75
增长率	7.36%	10.93%	13.13%	14.11%
每股收益EPS(元)	0.28	0.31	0.35	0.40
净资产收益率ROE	6.71%	7.16%	7.74%	8.41%
PE	27	25	22	19
PB	1.78	1.71	1.64	1.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

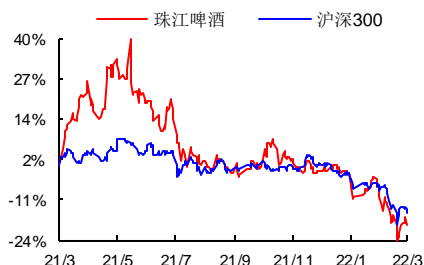
分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 舒尚立
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xialin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.13
流通A股(亿股)	22.13
52周内股价区间(元)	7.07-13.1
总市值(亿元)	166.66
总资产(亿元)	135.18
每股净资产(元)	4.19

相关研究

1. 珠江啤酒(002461): 销量表现优于行业, 成本端压力犹存 (2022-02-27)
2. 珠江啤酒(002461): 产品升级持续推进, 收入增速维持平稳 (2021-10-24)
3. 珠江啤酒(002461): 黑金纯生动销良好, 高端占比持续提升 (2021-08-25)
4. 珠江啤酒(002461): 深耕广东厚积薄发, 珠江啤酒闪耀华南 (2021-08-11)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45.38	49.26	53.10	56.46	净利润	6.27	6.97	7.88	8.99
营业成本	24.98	26.55	28.19	29.36	折旧与摊销	2.75	1.68	1.78	1.83
营业税金及附加	4.19	4.61	4.94	5.25	财务费用	-2.18	-1.68	-1.67	-1.79
销售费用	7.03	7.54	8.07	8.53	资产减值损失	-0.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.55	3.84	4.09	4.29	经营营运资本变动	5.32	-5.38	-1.14	-0.21
财务费用	-2.18	-1.68	-1.67	-1.79	其他	-5.61	0.22	-0.02	-0.06
资产减值损失	-0.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6.05	1.82	6.84	8.76
投资收益	0.06	0.00	0.00	0.00	资本支出	14.08	-3.00	-3.00	-2.00
公允价值变动损益	0.08	0.00	0.00	0.00	其他	-16.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.68	-3.00	-3.00	-2.00
营业利润	7.26	8.40	9.48	10.83	短期借款	1.31	-1.44	-2.50	-1.50
其他非经营损益	0.04	0.00	0.02	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.30	8.40	9.50	10.83	股权融资	0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	1.03	1.43	1.61	1.84	支付股利	0.00	-3.09	-3.39	-3.84
净利润	6.27	6.97	7.88	8.99	其他	-3.10	1.65	1.67	1.79
少数股东损益	0.16	0.19	0.21	0.24	筹资活动现金流净额	-1.79	-2.87	-4.22	-3.55
归属母公司股东净利润	6.11	6.78	7.67	8.75	现金流量净额	1.58	-4.06	-0.38	3.22
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	67.86	63.80	63.42	66.64	成长能力				
应收和预付款项	0.34	0.41	0.43	0.45	销售收入增长率	6.79%	8.55%	7.80%	6.33%
存货	16.59	17.41	18.52	19.36	营业利润增长率	2.71%	15.62%	12.86%	14.20%
其他流动资产	0.80	0.83	0.85	0.88	净利润增长率	7.12%	11.10%	13.10%	14.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.79%	7.16%	14.21%	13.34%
投资性房地产	0.14	0.14	0.14	0.14	获利能力				
固定资产和在建工程	30.21	31.88	33.45	33.97	毛利率	44.95%	46.10%	46.92%	48.00%
无形资产和开发支出	13.92	13.57	13.22	12.87	三费率	18.51%	19.69%	19.76%	19.53%
其他非流动资产	5.31	5.31	5.31	5.31	净利率	13.83%	14.15%	14.85%	15.93%
资产总计	135.18	133.36	135.34	139.61	ROE	6.71%	7.16%	7.74%	8.41%
短期借款	8.94	7.50	5.00	3.50	ROA	4.64%	5.23%	5.82%	6.44%
应付和预收款项	6.81	8.23	8.54	8.84	ROIC	10.34%	12.05%	12.59%	13.99%
长期借款	5.00	5.00	5.00	5.00	EBITDA/销售收入	17.27%	17.05%	18.06%	19.25%
其他负债	20.99	15.30	14.99	15.30	营运能力				
负债合计	41.74	36.03	33.53	32.64	总资产周转率	0.34	0.37	0.40	0.41
股本	22.13	22.13	22.13	22.13	固定资产周转率	1.57	1.67	1.75	1.88
资本公积	45.05	45.05	45.05	45.05	应收账款周转率	207.31	230.78	212.19	215.73
留存收益	25.64	29.33	33.61	38.53	存货周转率	1.32	1.55	1.55	1.54
归属母公司股东权益	92.82	96.51	100.79	105.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.67%	—	—	—
少数股东权益	0.62	0.81	1.03	1.27	资本结构				
股东权益合计	93.44	97.33	101.82	106.98	资产负债率	30.88%	27.02%	24.77%	23.38%
负债和股东权益合计	135.18	133.36	135.34	139.61	带息债务/总负债	33.39%	34.69%	29.83%	26.04%
					流动比率	3.23	3.97	4.55	5.02
					速动比率	2.60	3.13	3.54	3.91
					股利支付率	0.00%	45.52%	44.20%	43.82%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.31	0.35	0.40
					每股净资产	4.22	4.40	4.60	4.83
					每股经营现金	0.27	0.08	0.31	0.40
					每股股利	0.00	0.14	0.15	0.17
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	7.84	8.40	9.59	10.87					
PE	27.27	24.58	21.73	19.04					
PB	1.78	1.71	1.64	1.56					
PS	3.67	3.38	3.14	2.95					
EV/EBITDA	13.59	13.00	11.16	9.41					
股息率	0.00%	1.85%	2.03%	2.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn