

珠江啤酒 (002461)

证券研究报告

2022年07月14日

基地市场经营持续稳健，降本增效盈利能力向好发展

事件：公司预计 22H1 实现归母净利润 3.11 亿元至 3.42 亿元，同比增长 0%-10%；预计实现扣非净利润 2.69-2.96 亿元，同比增长 0%-10%，EPS 为 0.14-0.16 元/股。单 Q2 预计实现归母净利润 2.39 亿元至 2.71 亿元，同比变动-0.4%至+12.5%。

基地市场疫情快速控制，行业整体性压力下公司经营维持稳健。销量端，22H1 公司实现啤酒销量 64.08 万吨，同比增长 2.79%；单二季度实现销量 40.60 万吨，同比增长 1.41%。在行业整体性疫情冲击销量承压背景下，公司销量端仍维持正增长，我们认为主要系：一方面，四月份广州该轮疫情处理比较迅速，绝大部分餐饮四月已开业服务，啤酒消费场景快速恢复，整体销量端受损小；另一方面，华南个别区域受到疫情影响，并未大范围蔓延，对公司经营影响相对平滑。结构端来看，由于华南餐饮受冲击相对较小，我们认为公司高端化有望延续一季度结构升级表现，高端及罐类产品占比逐步提升，97 纯生维持良好增长。

降本增效应对成本上涨，盈利能力高质量提升。目前大宗原材料价格仍处于上行周期，公司成本端压力尚存，公司积极采取措施进行应对，一则持续推进高端化，通过重点新品的推出运作推进结构升级，提升盈利水平；二则加强采购管理精细化，根据市场行情及原材料特性，分周期、分阶段、分批对不同材料制定不同的采购策略，综合市场、成本等情况确定产品价格；三则费用端存在优化空间，如能耗、物耗的管理，加强成本费用有效性控制，优化费效投入。我们预计公司整体成本端压力可控，可维持良好利润空间。

公司立足基地市场推进产品结构改善，把握即饮市场迎合行业主旋律。公司以结构升级为主线，立足“3+N”（雪堡、纯生、珠江+特色）品牌战略，97 纯生等新品高增放量，特制纯生、咖啡世涛、新英式 IPA 等新品不断推出，结构升级成效亮眼。同时，公司巩固区域优势，深耕华南市场，抓住即饮渠道进一步推进产品结构升级。此外，公司多业务模块开拓探索，啤酒业务与白酒业务融合发展打造新业态，文化产业持续发力。公司充分挖掘消费市场增长潜力，围绕有韧性的消费市场和有质量的消费需求，公司有望充分挖掘基地市场增长潜力，加速公司规模增长。

盈利预测：公司经营整体稳健向好，预测公司 2022-2024 年实现营收 49.17/51.78/54.47 亿元，同比增长 8.34%/5.32%/5.19%；实现归母净利润 6.98/8.20/9.17 亿元，同比增长 14.20%/17.52%/11.82%，EPS 为 0.32/0.37/0.41 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济周期、主要能源及原材料价格变动、业务拓展不及预期、业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露的半年报为准

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,249.25	4,537.86	4,916.52	5,177.86	5,446.62
增长率(%)	0.13	6.79	8.34	5.32	5.19
EBITDA(百万元)	981.77	902.84	863.09	1,060.88	1,161.52
净利润(百万元)	569.28	611.19	697.97	820.29	917.22
增长率(%)	14.43	7.36	14.20	17.52	11.82
EPS(元/股)	0.26	0.28	0.32	0.37	0.41
市盈率(P/E)	30.44	28.36	24.83	21.13	18.89
市净率(P/B)	1.94	1.87	1.81	1.75	1.69
市销率(P/S)	4.08	3.82	3.52	3.35	3.18
EV/EBITDA	18.41	15.75	11.89	10.35	7.60

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/非白酒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.71 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)	17,064.76
流通 A 股市值(百万元)	17,064.76
每股净资产(元)	4.23
资产负债率(%)	30.32
一年内最高/最低(元)	11.27/6.88

作者

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

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

赵婕 联系人
zhaojie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《珠江啤酒-季报点评:高端化进程持续加速，降本增效长期趋势向好》2022-04-26
- 《珠江啤酒-年报点评报告:产品结构不断改善，基地市场持续深耕》2022-03-26
- 《珠江啤酒-季报点评:高端化趋势稳步推进，成本增加下盈利承压》2021-10-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,168.87	6,786.09	7,906.32	7,175.42	9,368.55
应收票据及应收账款	25.53	18.25	33.61	21.51	34.48
预付账款	7.30	12.28	17.43	7.45	18.31
存货	2,088.96	1,659.33	1,179.89	2,192.71	1,291.16
其他	283.30	84.06	688.35	352.83	363.34
流动资产合计	8,573.96	8,560.01	9,825.60	9,749.92	11,075.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,929.95	2,842.30	2,588.85	2,335.41	2,081.96
在建工程	72.54	179.11	179.11	179.11	179.11
无形资产	948.72	1,391.51	1,370.34	1,349.16	1,327.99
其他	482.73	544.94	509.21	513.45	522.53
非流动资产合计	4,433.94	4,957.86	4,647.51	4,377.13	4,111.59
资产总计	13,007.90	13,517.86	14,473.11	14,127.05	15,187.44
短期借款	763.22	893.78	893.78	893.78	893.78
应付票据及应付账款	514.86	490.87	988.26	321.72	996.17
其他	510.24	561.95	1,381.23	1,383.11	1,397.96
流动负债合计	1,788.32	1,946.60	3,263.28	2,598.62	3,287.92
长期借款	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,077.74	1,023.72	1,078.69	1,060.05	1,054.16
非流动负债合计	1,577.74	1,523.72	1,578.69	1,560.05	1,554.16
负债合计	4,024.82	4,173.76	4,841.97	4,158.67	4,842.08
少数股东权益	58.61	62.22	70.07	79.20	89.29
股本	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33
资本公积	4,503.78	4,504.53	4,504.53	4,504.53	4,504.53
留存收益	2,207.36	2,564.02	2,843.21	3,171.32	3,538.21
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	8,983.08	9,344.10	9,631.14	9,968.38	10,345.36
负债和股东权益总计	13,007.90	13,517.86	14,473.11	14,127.05	15,187.44

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	585.71	627.40	697.97	820.29	917.22
折旧摊销	290.65	275.16	274.62	274.62	274.62
财务费用	(111.29)	(202.51)	(187.42)	(139.76)	(151.27)
投资损失	(3.87)	(6.18)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,232.84	(214.38)	624.74	(1,316.64)	1,502.06
其它	(1,305.36)	125.47	84.14	49.31	(13.95)
经营活动现金流	688.68	604.98	1,494.06	(312.18)	2,528.68
资本支出	(1,312.67)	790.88	(54.97)	18.64	5.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,314.97)	(1,058.72)	(74.06)	(71.61)	72.43
投资活动现金流	(3,627.63)	(267.84)	(129.03)	(52.97)	78.32
债权融资	963.57	350.70	185.76	140.11	151.59
股权融资	(254.53)	(264.85)	(430.56)	(505.87)	(565.46)
其他	(217.09)	(264.68)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	491.95	(178.83)	(244.79)	(365.75)	(413.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,447.00)	158.30	1,120.23	(730.90)	2,193.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,249.25	4,537.86	4,916.52	5,177.86	5,446.62
营业成本	2,116.76	2,497.95	2,662.43	2,657.99	2,724.75
营业税金及附加	387.86	419.04	456.74	471.19	490.20
销售费用	743.07	703.04	765.50	807.75	823.53
管理费用	358.54	354.90	393.32	404.39	408.50
研发费用	137.21	148.20	157.33	122.20	119.83
财务费用	(199.88)	(217.89)	(187.42)	(139.76)	(151.27)
资产/信用减值损失	(55.73)	(52.79)	(42.76)	(45.42)	(46.25)
公允价值变动收益	1.34	8.01	64.52	26.48	(39.16)
投资净收益	3.87	6.18	0.00	0.00	0.00
其他	48.98	(55.22)	(85.52)	(90.84)	(92.49)
营业利润	707.24	726.44	775.89	926.02	1,038.18
营业外收入	8.82	5.64	55.00	50.00	50.00
营业外支出	12.91	1.78	6.07	6.92	4.92
利润总额	703.15	730.30	824.82	969.10	1,083.25
所得税	117.45	102.90	107.23	125.98	140.82
净利润	585.71	627.40	717.59	843.11	942.43
少数股东损益	16.42	16.21	19.62	22.83	25.21
归属于母公司净利润	569.28	611.19	697.97	820.29	917.22
每股收益(元)	0.26	0.28	0.32	0.37	0.41

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	0.13%	6.79%	8.34%	5.32%	5.19%
营业利润	20.76%	2.71%	6.81%	19.35%	12.11%
归属于母公司净利润	14.43%	7.36%	14.20%	17.52%	11.82%
获利能力					
毛利率	50.19%	44.95%	45.85%	48.67%	49.97%
净利率	13.40%	13.47%	14.20%	15.84%	16.84%
ROE	6.38%	6.58%	7.30%	8.29%	8.94%
ROIC	8.80%	13.09%	15.24%	27.41%	21.84%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	30.94%	30.88%	33.45%	29.44%	31.88%
净负债率	-54.60%	-57.68%	-67.61%	-57.99%	-77.07%
流动比率	3.50	3.23	3.01	3.75	3.37
速动比率	2.65	2.60	2.65	2.91	2.98

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	170.32	207.31	189.61	187.87	194.55
存货周转率	3.24	2.42	3.46	3.07	3.13
总资产周转率	0.34	0.34	0.35	0.36	0.37

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.26	0.28	0.32	0.37	0.41
每股经营现金流	0.31	0.27	0.68	-0.14	1.14
每股净资产	4.03	4.19	4.32	4.47	4.63

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	30.44	28.36	24.83	21.13	18.89
市净率	1.94	1.87	1.81	1.75	1.69
EV/EBITDA	18.41	15.75	11.89	10.35	7.60
EV/EBIT	26.15	22.65	17.44	13.96	9.95

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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