

高端化态势延续, 97纯生表现出色

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年中报, 上半年实现营业收入24.3亿元, 同比增长9.7%; 实现归母净利润3.1亿元, 同比增长1%; 其中Q2单季度实现营收15.6亿元, 同比增长8%, 实现归母净利润2.4亿元, 同比增长1%; 公司业绩符合市场预期。
- **高端化态势延续, 97纯生表现出色。** 量方面, 22H1公司实现销量64.1万吨, 同比增长2.8%, 销量优于行业整体水平。分档次看, 上半年高端/中档/大众啤酒收入分别同比+20.3%/-2.6%/-2.9%。其中97纯生实现销量10.3万吨, 同比增长51.2%, 同时带动整体纯生销量占比同比提升6.6pp至59%; 此外公司罐化率同比提升3.6pp, 产品结构持续优化。高端啤酒占比提升, 带动公司22H1吨价同比上升13.2%至3795元/吨。分渠道看, 上半年夜场和电商渠道表现出色, 收入分别同比+41.6%/+145.5%。公司持续推进省外招商, 相较年初经销商数量净增长57家至1114家。
- **成本端压力犹存, 盈利能力略有下滑。** 22H1公司毛利率为43.2%, 同比下降4.4pp, 其中Q2单季度毛利率为44.7%, 同比下降5.8pp。毛利率出现下滑主要系1) 部分原材料成本仍维持高位; 2) 会计准则变更致使运杂费用计入营业成本; 22Q2毛销差同比-1.3pp至32.3%。费用率方面, 22Q2销售费用率为12.4%, 同比下降4.4pp, 其中广告宣传费同比增长30.6%; 管理费用率同比下降0.2pp至5.8%。原材料压力持续及疫情影响现饮消费场景下, 公司通过产品结构升级, 22Q2净利率同比微降1.1pp至15.8%。
- **结构升级+渠道开拓, 长期业绩值得期待。** 1) 公司在广东省内已有相当程度的消费者基础; 且广东啤酒市场高端化程度位居全国前列, 公司作为省内龙头, 结构升级尚有大量空间。2) 产品方面, 一方面公司加强新品推广力度, 推出珠江识叹、原浆啤酒等新品, 丰富高端产品矩阵; 另一方面公司持续推进97纯生向普通纯生的替换, 同时罐化率稳步增长将优化公司整体产品结构。3) 文化产业方面, “啤酒厂”项目与琶醍文化艺术区已成为省内标志性文化符号, 促进现饮消费同时增加消费者对高端啤酒触达; 此外公司加强与陶陶居等其他品牌的跨界联动, 提升珠啤品牌影响力。展望未来, 公司省内龙头地位稳固, 产品结构升级稳步推进, 叠加行业成本端压力逐渐趋缓, 未来业绩有望高弹性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.30元、0.33元、0.37元, 对应动态PE分别为25倍、22倍、20倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 疫情出现反复风险, 高端化推广不及预期风险

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	6.56	7.37	8.27
增长率	7.36%	7.30%	12.31%	12.34%
每股收益EPS(元)	0.28	0.30	0.33	0.37
净资产收益率ROE	6.71%	6.94%	7.47%	8.00%
PE	27	25	22	20
PB	1.75	1.68	1.61	1.54

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: zhz@swsc.com.cn
联系人: 舒尚立
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@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)	7.07-10.03
总市值(亿元)	163.54
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): 产品结构持续优化, Q1实现量价齐升 (2022-04-27)
2. 珠江啤酒(002461): 黑金纯生延续高增, 结构升级稳扎稳打 (2022-03-27)
3. 珠江啤酒(002461): 销量表现优于行业, 成本端压力犹存 (2022-02-27)
4. 珠江啤酒(002461): 产品升级持续推进, 收入增速维持平稳 (2021-10-24)

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	6.74	7.57	8.50
营业成本	24.98	26.93	28.59	29.78	折旧与摊销	2.75	2.70	2.81	2.86
营业税金及附加	4.19	4.61	4.94	5.25	财务费用	-2.18	-1.68	-1.69	-1.84
销售费用	7.03	7.44	8.07	8.75	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	4.72	-5.50	-1.19	-0.24
财务费用	-2.18	-1.68	-1.69	-1.84	其他	-5.01	-0.17	0.05	0.03
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	2.09	7.53	9.30
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	8.12	9.10	10.23	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	8.12	9.12	10.24	股权融资	0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	1.03	1.38	1.55	1.74	支付股利	-2.55	-3.09	-3.28	-3.68
净利润	6.27	6.74	7.57	8.50	其他	-0.56	1.66	1.69	1.84
少数股东损益	0.16	0.18	0.20	0.23	筹资活动现金流净额	-1.79	-2.87	-4.09	-3.34
归属母公司股东净利润	6.11	6.56	7.37	8.27	现金流量净额	1.58	-3.77	0.45	3.96
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	64.09	64.54	68.50	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	18.11	19.20	20.00	营业利润增长率	2.71%	11.84%	12.04%	12.43%
其他流动资产	0.80	0.83	0.85	0.88	净利润增长率	7.12%	7.47%	12.28%	12.30%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.79%	16.67%	11.72%	10.15%
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	30.90	31.48	31.01	毛利率	44.95%	45.33%	46.16%	47.26%
无形资产和开发支出	13.92	13.53	13.14	12.75	三费率	18.51%	19.48%	19.71%	19.84%
其他非流动资产	5.31	5.31	5.31	5.31	净利率	13.83%	13.69%	14.26%	15.06%
资产总计	135.18	133.31	135.09	139.03	ROE	6.71%	6.94%	7.47%	8.00%
短期借款	8.94	7.50	5.00	3.50	ROA	4.64%	5.06%	5.60%	6.11%
应付和预收款项	6.81	8.34	8.65	8.95	ROIC	10.34%	11.61%	12.18%	13.52%
长期借款	5.00	5.00	5.00	5.00	EBITDA/销售收入	17.27%	18.56%	19.24%	19.93%
其他负债	20.99	15.37	15.06	15.37	营运能力				
负债合计	41.74	36.21	33.71	32.83	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	1.70	1.84	2.04
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	29.11	33.20	37.79	存货周转率	1.30	1.51	1.50	1.48
归属母公司股东权益	92.82	96.29	100.38	104.97	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	1.01	1.24	资本结构				
股东权益合计	93.44	97.10	101.39	106.21	资产负债率	30.88%	27.16%	24.95%	23.61%
负债和股东权益合计	135.18	133.31	135.09	139.03	带息债务/总负债	33.39%	34.52%	29.67%	25.89%
					流动比率	3.23	3.98	4.60	5.11
					速动比率	2.60	3.11	3.56	3.97
					股利支付率	41.65%	47.06%	44.52%	44.51%
业绩和估值指标					每股指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	7.84	9.14	10.21	11.25	每股收益	0.28	0.30	0.33	0.37
PE	26.76	24.94	22.21	19.77	每股净资产	4.22	4.39	4.58	4.80
PB	1.75	1.68	1.61	1.54	每股经营现金	0.27	0.09	0.34	0.42
PS	3.60	3.32	3.08	2.90	每股股利	0.12	0.14	0.15	0.17
EV/EBITDA	13.20	11.57	10.06	8.65					
股息率	1.56%	1.89%	2.00%	2.25%					

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
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
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	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn