

**002461.SZ**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 7.6

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 珠江啤酒 2022 年中报业绩点评。

**股价表现**


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(16.0)	(3.9)	(1.1)	(16.7)
相对深证成指	2.5	(1.1)	(8.7)	(0.3)

发行股数(百万)	2,213
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	16,821
3 个月日均交易额(人民币 百万)	84
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
广州产业投资控股集团有限公司	54

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2022 年 8 月 26 日收市价为标准

**相关研究报告**

《珠江啤酒: 1Q22 产品结构持续优化, 收入稳健增长》20220428

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

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

## 珠江啤酒

### 短期成本压力较大, 结构升级效果明显

珠江啤酒披露 2022 年半年报。1H22 公司实现营收 24.3 亿元, 同比+9.7%; 归母净利润/扣非归母净利润 3.14/2.86 亿元, 同比+1.1%/+6.4%。2Q22 公司实现营收 15.6 亿元, 同比+8%; 归母净利润/扣非归母净利润 2.43/2.27 亿元, 同比+0.9%/+5.2%。公司有望顺利推进产品的结构升级, 营收、利润实现稳健增长, 维持增持评级。

**支撑评级的要点**

- **结构升级效果明显, 吨价提升驱动营收增长。** (1) 1H22 公司实现营业收入 24.3 亿元, 同比+9.7%。从量价两方面来看, 结构性升级带来的价增是公司上半年营收增长的主要驱动因素。 (2) 由于公司的主要销售区域华南受疫情影响较小, 1H22 公司啤酒销量 64.1 万千升, 同比+2.7%, 优于行业平均水平(-2%); (3) 受益于纯生系列产品销量占比的提升(+6.6pct), 特别是高端核心产品 97 纯生的放量(上半年 10.3 万吨, 同比+51.2%), 1H22 公司啤酒吨价超过 3600 元/千升, 同比+7.3%。 (4) 其中, 2Q22 公司实现营业收入 15.6 亿元, 同比+8%。销量/吨价分别同比+1.4%/+6.5%, 结构升级的趋势延续。
- **成本压力下, 上半年利润率小幅下降。** (1) 受上半年玻璃、铝锭、大麦等啤酒原材料价格大幅上行的影响, 公司 1H22 毛利率 43.2%, 同比-4.5pct。费用得到较好的管控, 公司 1H22 销售/管理/研发费用率分别为 13.7%/9.8%/3.3%, 同比-3.5pct/-0.4pct/+0.04pct。由于毛利率受到原材料价格的影响出现了较大幅度的下滑, 因此在去除政府补助等非经常性收入的影响后, 公司 1H22 扣非归母净利润同比+6.4%, 略慢于营收增速。 (2) 2Q22 公司原材料成本压力加大, 毛利率 44.7%, 同比-5.7pct, 但公司加强费用管控, 销售费用率、管理费用率的下降使得公司盈利能力未出现明显下滑, 2Q22 实现扣非归母净利润 2.27 亿元, 同比+5.2%。
- **未来展望: 成本压力缓解, 结构升级趋势延续。** (1) 短期来看, 8 月份铝锭、玻璃等原材料价格同比下降趋势显著。在原材料价格压力趋缓的背景下, 下半年公司毛利率有望恢复至正常水平。 (2) 长期来看: 公司持续推进高端化战略, 在产品上构建了雪堡+纯生+珠江+特色产品的“3+N”多元化产品组合, 在渠道上深耕基地市场广东, 以 97 纯生产品为矛, 积极投入费用拓展省内餐饮渠道。在百威等品牌的长期培养下, 广东市场对高端啤酒的接受度普遍偏高, 公司结构性升级的空间较大。综合考虑公司产品战略和广东市场特点, 我们认为, 公司有望顺利推进产品的结构升级, 营收、利润实现稳健增长。

**估值**

- 根据中报, 我们调整此前的盈利预测, 预计 22-24 年 EPS 为 0.29、0.34、0.38 元, 同比+6.2%、+15.3%、+10.8%, 维持增持评级。

**评级面临的主要风险**

- 原材料成本波动, 疫情影响超预期。

**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	5,005	5,347	5,686
变动(%)	0	7	10	7	6
净利润(人民币 百万)	569	611	649	748	829
全面摊薄每股收益(人民币)	0.257	0.276	0.293	0.338	0.375
变动(%)	14.4	7.4	6.2	15.3	10.8
原先全面摊薄每股收益			0.302	0.326	0.350
变动(%)			(3.0)	3.7	7.1
全面摊薄市盈率(倍)	29.5	27.5	25.9	22.5	20.3
价格/每股现金流量(倍)	24.4	27.8	24.5	12.3	14.1
每股现金流量(人民币)	0.31	0.27	0.31	0.62	0.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.1	24.4	21.4	20.0	17.1
每股股息(人民币)	0.100	0.115	0.117	0.135	0.150
股息率(%)	1.3	1.5	1.5	1.8	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 珠江啤酒 2022 年半年报业绩

(人民币, 百万元)	2Q21	2Q22	同比 (%)	1H21	1H22	同比 (%)
营业收入	1,445	1,560	8.0	2,218	2,432	9.7
营业成本	716	863	20.5	1,162	1,382	19.0
<b>毛利率(%)</b>	<b>50.4</b>	<b>44.7</b>	<b>(5.7)</b>	<b>47.6</b>	<b>43.2</b>	<b>(4.4)</b>
毛利	729	698	(4.3)	1,056	1,050	(0.6)
税金及附加	130	133	2.9	209	217	3.5
销售费用	244	194	(20.5)	382	334	(12.6)
管理费用	87	91	3.6	155	159	2.3
研发费用	46	49	7.5	72	80	11.0
财务费用	(52)	(53)	2.4	(107)	(110)	3.3
资产减值损失	(12)	(6)	(44.5)	(16)	(20)	27.1
公允价值变动收益	(3)	1	(139.8)	(1)	2	(231.5)
投资收益	4	0	(100.0)	5	0	(100.0)
营业利润	290	298	2.5	375	386	2.9
<b>营业利润率(%)</b>	<b>20.1</b>	<b>19.1</b>	<b>(1.0)</b>	<b>16.9</b>	<b>15.9</b>	<b>(1.0)</b>
营业外收入	2	1	(71.3)	3	1	(61.7)
营业外支出	1	0	(81.8)	1	0	(24.1)
利润总额	292	298	2.0	378	387	2.4
所得税	48	51	6.4	58	64	9.5
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>0.4</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>0.8</b>
少数股东权益	4	4	13.1	9	9	3.6
归属于母公司净利润	241	243	0.9	311	314	1.1
<b>净利率(%)</b>	<b>16.6</b>	<b>15.6</b>	<b>(1.1)</b>	<b>14.0</b>	<b>12.9</b>	<b>(1.1)</b>
EPS	0.11	0.11	0.9	0.14	0.14	1.1

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	5,005	5,347	5,686
销售成本	2,117	2,498	2,827	2,960	3,085
经营费用	1,627	1,625	1,694	1,840	1,906
息税折旧前利润	796	690	787	842	982
折旧及摊销	291	275	303	296	287
经营利润(息税前利润)	506	415	484	547	695
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	780	899	996
所得税	117	103	114	131	145
少数股东损益	16	16	17	20	22
净利润	569	611	649	748	829
核心净利润	569	611	649	748	829
每股收益(人民币)	0.257	0.276	0.293	0.338	0.375
核心每股收益(人民币)	0.257	0.276	0.293	0.338	0.375
每股股息(人民币)	0.100	0.115	0.117	0.135	0.150
收入增长(%)	0	7	10	7	6
息税前利润增长(%)	47	(18)	17	13	27
息税折旧前利润增长(%)	29	(13)	14	7	17
每股收益增长(%)	14	7	6	15	11
核心每股收益增长(%)	14	7	6	15	11

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	780	899	996
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	188	(14)	109
税金	(102)	(104)	(114)	(131)	(145)
其他经营现金流	84	(14)	(471)	317	(54)
经营活动产生的现金流	689	605	686	1,366	1,193
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)	(255)	(260)	(299)
其他融资现金流	(3)	(7)	50	54	57
融资活动产生的现金流	492	(179)	(44)	252	108
现金变动	2,368	617	369	1,370	1,072
期初现金	3,801	6,169	6,786	7,155	8,525
公司自由现金流	201	253	635	502	754
权益自由现金流	1,115	547	735	924	1,024

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	7,155	8,525	9,596
应收帐款	26	18	35	22	36
库存	2,089	1,659	1,796	1,822	1,948
其他流动资产	291	96	575	247	314
流动资产总计	8,574	8,560	9,560	10,616	11,895
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	14,488	15,497	16,718
应付帐款	1,019	1,042	1,390	1,379	1,640
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	3,087	3,174	3,544
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	7,700	8,437	9,228
股东权益	8,924	9,282	9,913	10,650	11,441
少数股东权益	59	62	79	99	121
总负债及权益	13,008	13,518	14,488	15,497	16,718
每股帐面价值(人民币)	4.03	4.19	4.48	4.81	5.17
每股有形资产(人民币)	5.09	5.18	5.53	6.14	6.66
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	15.7	15.8	17.3
息税前利润率(%)	11.9	9.1	9.7	10.2	12.2
税前利润率(%)	16.5	16.1	15.6	16.8	17.5
净利率(%)	13.4	13.5	13.0	14.0	14.6
流动性					
流动比率(倍)	3.5	3.2	3.1	3.3	3.4
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	2.5	2.8	2.8
估值					
市盈率(倍)	29.5	27.5	25.9	22.5	20.3
核心业务市盈率(倍)	29.5	27.5	25.9	22.5	20.3
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	24.4	27.8	24.5	12.3	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.1	24.4	21.4	20.0	17.1
周转率					
存货周转天数	112.7	150.7	126.0	123.5	121.0
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	88.7	94.5	96.9
回报率					
股息支付率(%)	38.9	41.6	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	6.5	6.7	6.8	7.3	7.5
资产收益率(%)	3.4	2.7	2.9	3.1	3.7
已运用资本收益率(%)	7.7	6.4	4.4	4.6	5.5

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