

珠江啤酒 (002461)

证券研究报告

2022年08月28日

经营稳健量价稳步提升，高端产品引领结构升级

事件：公司发布 2022 年半年报，22H1 实现营业收入 24.32 亿元，同比增长 9.68%；实现归母净利润 3.14 亿元，同比增长 1.06%。其中，22Q2 实现营业收入 15.60 亿元，同比增长 8.02%；实现归母净利润 2.43 亿元，同比增长 0.94%。

经营稳健量价趋势向好，高端升级成效显著。销量端，22H1 啤酒销量 64.08 万吨，同比+2.79%；22Q2 销量 40.6 万吨，同比+1.42%。公司在疫情背景下保持良好增长。主因在于：1) 基地市场华南区域受疫情影响较小，未大范围蔓延，个别区域波动影响有所平滑；2) 此轮疫情处理比较迅速，广州绝大部分餐饮四月已开业服务，啤酒消费场景快速恢复。分区域看，核心基地华南地区市场实现营收 22.47 亿元，同比增长 8.53%；其他地区市场实现营收 1.85 亿元，同比增长 25.70%。**结构端，**22H1 公司吨价 3601.84 元/吨，同比+7%；22Q2 吨价 3843.24 元/吨，同比增长 6.51%。分产品，高档/中档/大众化分别实现营收 14.27/7.33/1.48 亿元，同比+20.33%/-2.61%/-2.91%。高端产品逆势表现亮眼，其中纯生类产品销量同比+15.67%；纯生啤酒销量占比同比+6.57pct，罐类产品销量占比同比+3.6pct；97 纯生高端核心产品，销量 10.3 万吨，同比+51.15%，结构升级成效显著。分渠道，普通/商超/夜场/电商分别实现营收 22.02/0.44/0.43/0.19 亿元，同比+9.58%/+0.91%/+41.60%/+145.46%。我们认为：公司一方面把握即饮市场，由于华南即饮场景受冲击相对较小，夜场销量良好增长；另一方面迎合线上消费趋势热点，发挥电商平台增长优势。

盈利能力承压下滑，降本增效有望改善。公司 22H1 实现毛利率 43.16%，同比-4.45pct；净利率 13.28%，同比-1.1pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.73%/6.53%/3.30%/-4.54%；同比变化-3.49/-0.46/+0.04/+0.28pct。利润端有所承压主要系大宗原材料价格上行。公司仍不断推进降本增效措施，如采购精细化管理、能源物资消耗优化管理等。目前铝、玻璃等包材成本呈下行趋势，叠加公司产品高端化结构改善，公司盈利能力有望回升。

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。长期看，公司基地市场优势显著，公司把握即饮市场。以结构升级为主线，立足“3+N”（雪堡、纯生、珠江+特色）品牌战略。此外，多业务模块开拓探索，啤酒与白酒业务融合发展，文化产业持续发力，公司有望持续挖掘消费市场增长潜力，加速公司规模增长。

盈利预测：疫情原因小幅下调公司盈利预测，预测公司 2022-2024 年实现营收由 49.17/51.78/54.47 亿元调整至 49.03/51.64/54.31 亿元，同比增长 8.05%/5.31%/5.18%；实现归母净利润由 6.98/8.20/9.17 亿元调整至 6.73/7.86/8.79 亿元，同比增长 10.05%/16.89%/11.80%，维持“买入”评级

风险提示：原材料价格波动风险、新产品开发风险、疫情风险等

| 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 | 4,903.20 | 5,163.51 | 5,431.22 |
| 增长率(%) | 0.13 | 6.79 | 8.05 | 5.31 | 5.18 |
| EBITDA(百万元) | 981.77 | 902.84 | 918.65 | 1,106.45 | 1,203.87 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 569.28 | 611.19 | 672.62 | 786.20 | 878.99 |
| 增长率(%) | 14.43 | 7.36 | 10.05 | 16.89 | 11.80 |
| EPS(元/股) | 0.26 | 0.28 | 0.30 | 0.36 | 0.40 |
| 市盈率(P/E) | 29.55 | 27.52 | 25.01 | 21.40 | 19.14 |
| 市净率(P/B) | 1.88 | 1.81 | 1.76 | 1.71 | 1.65 |
| 市销率(P/S) | 3.96 | 3.71 | 3.43 | 3.26 | 3.10 |
| EV/EBITDA | 18.41 | 15.75 | 10.63 | 9.50 | 6.94 |

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 | 7.6 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) | 16,821.30 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16,821.30 |
| 每股净资产(元) | 4.22 |
| 资产负债率(%) | 31.97 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.12/6.88 |

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-公司点评:基地市场经营持续稳健,降本增效盈利能力向好发展》2022-07-14
- 《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

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 | 7,894.98 | 7,129.87 | 9,323.00 |
| 应收票据及应收账款 | 25.53 | 18.25 | 33.47 | 21.50 | 34.34 |
| 预付账款 | 7.30 | 12.28 | 18.04 | 7.41 | 18.93 |
| 存货 | 2,088.96 | 1,659.33 | 1,237.57 | 2,210.79 | 1,351.05 |
| 其他 | 283.30 | 84.06 | 688.14 | 352.76 | 363.28 |
| 流动资产合计 | 8,573.96 | 8,560.01 | 9,872.20 | 9,722.33 | 11,090.59 |
| 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 | 14,519.70 | 14,099.46 | 15,202.18 |
| 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 | 1,018.31 | 321.10 | 1,026.29 |
| 其他 | 510.24 | 561.95 | 1,408.20 | 1,380.58 | 1,422.75 |
| 流动负债合计 | 1,788.32 | 1,946.60 | 3,320.30 | 2,595.46 | 3,342.82 |
| 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 | 4,898.99 | 4,155.51 | 4,896.98 |
| 少数股东权益 | 58.61 | 62.22 | 69.79 | 78.54 | 88.20 |
| 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 | 2,833.07 | 3,147.55 | 3,499.15 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 8,983.08 | 9,344.10 | 9,620.71 | 9,943.94 | 10,305.20 |
| 负债和股东权益总计 | 13,007.90 | 13,517.86 | 14,519.70 | 14,099.46 | 15,202.18 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 585.71 | 627.40 | 672.62 | 786.20 | 878.99 |
| 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) | 623.82 | (1,336.83) | 1,517.78 |
| 其它 | (1,305.36) | 125.47 | 83.42 | 48.36 | (15.00) |
| 经营活动现金流 | 688.68 | 604.98 | 1,467.07 | (367.40) | 2,505.11 |
| 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) | (414.92) | (484.85) | (541.89) |
| 其他 | (217.09) | (264.68) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 491.95 | (178.83) | (229.16) | (344.73) | (390.30) |
| 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 | 1,108.88 | (765.10) | 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 | 4,903.20 | 5,163.51 | 5,431.22 |
| 营业成本 | 2,116.76 | 2,497.95 | 2,716.52 | 2,717.70 | 2,785.74 |
| 营业税金及附加 | 387.86 | 419.04 | 455.51 | 464.72 | 483.38 |
| 销售费用 | 743.07 | 703.04 | 674.68 | 728.06 | 745.71 |
| 管理费用 | 358.54 | 354.90 | 362.84 | 384.68 | 380.19 |
| 研发费用 | 137.21 | 148.20 | 156.90 | 108.43 | 114.06 |
| 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) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 707.24 | 726.44 | 745.93 | 880.75 | 988.03 |
| 营业外收入 | 8.82 | 5.64 | 55.00 | 55.00 | 55.00 |
| 营业外支出 | 12.91 | 1.78 | 6.07 | 6.92 | 4.92 |
| 利润总额 | 703.15 | 730.30 | 794.86 | 928.83 | 1,038.10 |
| 所得税 | 117.45 | 102.90 | 103.33 | 120.75 | 134.95 |
| 净利润 | 585.71 | 627.40 | 691.53 | 808.08 | 903.15 |
| 少数股东损益 | 16.42 | 16.21 | 18.91 | 21.88 | 24.16 |
| 归属于母公司净利润 | 569.28 | 611.19 | 672.62 | 786.20 | 878.99 |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.28 | 0.30 | 0.36 | 0.40 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 0.13% | 6.79% | 8.05% | 5.31% | 5.18% |
| 营业利润 | 20.76% | 2.71% | 2.68% | 18.07% | 12.18% |
| 归属于母公司净利润 | 14.43% | 7.36% | 10.05% | 16.89% | 11.80% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 50.19% | 44.95% | 44.60% | 47.37% | 48.71% |
| 净利率 | 13.40% | 13.47% | 13.72% | 15.23% | 16.18% |
| ROE | 6.38% | 6.58% | 7.04% | 7.97% | 8.60% |
| ROIC | 8.80% | 13.09% | 14.46% | 25.82% | 20.48% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 30.94% | 30.88% | 33.74% | 29.47% | 32.21% |
| 净负债率 | -54.60% | -57.68% | -67.56% | -57.67% | -76.93% |
| 流动比率 | 3.50 | 3.23 | 2.97 | 3.75 | 3.32 |
| 速动比率 | 2.65 | 2.60 | 2.60 | 2.89 | 2.91 |
| 营运能力 | | | | | |
| 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 | 3.39 | 2.99 | 3.05 |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.34 | 0.35 | 0.36 | 0.37 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.26 | 0.28 | 0.30 | 0.36 | 0.40 |
| 每股经营现金流 | 0.31 | 0.27 | 0.66 | -0.17 | 1.13 |
| 每股净资产 | 4.03 | 4.19 | 4.32 | 4.46 | 4.62 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 29.55 | 27.52 | 25.01 | 21.40 | 19.14 |
| 市净率 | 1.88 | 1.81 | 1.76 | 1.71 | 1.65 |
| EV/EBITDA | 18.41 | 15.75 | 10.63 | 9.50 | 6.94 |
| EV/EBIT | 26.15 | 22.65 | 15.17 | 12.64 | 8.99 |

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 |