

珠江啤酒 (002461.SZ)

产品结构提升，收入持平盈利改善

事件：公司发布业绩快报，2020年实现销量119.9万吨，同比-4.65%；收入42.49亿元，同比+0.1%；归母净利润5.7亿元，同比+14.4%。单Q4公司实现销量20.5万吨，同比-8.9%；收入7.42亿元，同比-1.8%；归母净利润0.64亿元，同比+48.6%。

Q4销量略有下滑，产品结构升级推动吨酒价增长。公司全年实现销量119.94万吨，同比-4.65%；其中单Q4实现销量约20.5万吨，同比-8.9%，主要源于Q4啤酒消费淡季。公司全年收入端打平，单Q4收入同比-1.8%，但纯生系列啤酒销量占比持续提升推动吨酒价同比+7.8%。

受益高端化、成本下行以及社保优惠政策，全年毛利率提升。公司全年毛利率为50.2%，同比2019年提升3.4pct，主要原因包括：1)产品结构提升推动吨酒价上行；2)前三季度易拉罐、包材成本同比下行；3)公司积极开展开源节流、降本增效等专项工作；4)疫情影响社保减免政策降低员工成本。单Q4公司毛利率同比下滑5.7pct，主要源于：1)11-12月原材料价格上涨；2)Q4销量减少导致产能利用率下滑；3)净酒水销售模式下，全年经销商回瓶率下滑，玻璃瓶作销售处理，拉低整体毛利率水平。

Q4费用投放减少，盈利能力改善。公司Q4减少费用投放，营业利润为0.79亿元，同比+152%。全年公司盈利能力改善，公司2020年实现归母净利润5.7亿元，同比+14.4%；归母净利润率为13.4%，同比2019年提升1.7pct。

展望未来：持续推动产品结构升级，完善产品矩阵。公司持续推进产品结构升级，2020年高档纯生系列产品占比持续提升；公司2020年6月公司推出了零度PRO和珠江LIGHT两个产品对大众档产品进行替换升级，提升产品形象同时提高渠道利润率。我们预计公司2021年仍将继续推广高端产品97纯生，同时迎合消费升级趋势在广东地区升级珠江0度，并加大对超高档雪堡产品推广。

盈利预测：公司坚持推动产品结构升级，驱动盈利能力改善。我们预计公司2021/22年收入分别为45.2/47.8亿元，分别同比+6.5%/5.7%；归母净利润分别为6.5/7.3亿元，分别同比+13.4%/12.6%。当前市值对应PE分别为35.0/31.1倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响动销；新品推广不及预期；原材料价格波动；行业竞争激烈。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,039	4,244	4,250	4,524	4,781
增长率yoy(%)	7.3	5.1	0.1	6.5	5.7
归母净利润(百万元)	366	497	569	645	727
增长率yoy(%)	97.7	35.8	14.4	13.4	12.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.17	0.22	0.26	0.29	0.33
净资产收益率(%)	4.6	5.9	6.5	7.0	7.5
P/E(倍)	61.7	45.4	39.7	35.0	31.1
P/B(倍)	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3

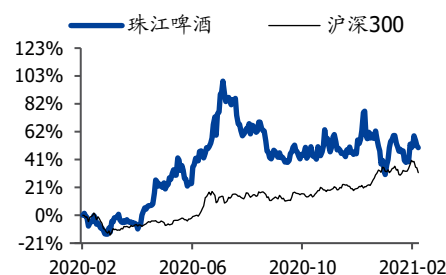
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	增持
最新收盘价	10.21
总市值(百万元)	22,598.08
总股本(百万股)	2,213.33
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.38

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 《珠江啤酒(002461.SZ)：产品结构改善明显，扣非净利润稳健增长》2020-10-23
- 《珠江啤酒(002461.SZ)：产品结构优化，降本增效贡献利润弹性》2020-08-25
- 《珠江啤酒(002461.SZ)：Q2量价齐升，中报业绩超预期》2020-07-13

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7914	5919	6209	7146	7225	营业收入	4039	4244	4250	4524	4781
现金	3198	3801	2961	3315	3570	营业成本	2401	2256	2116	2245	2337
应收票据及应收账款	19	24	13	29	13	营业税金及附加	390	400	391	416	437
其他应收款	69	59	83	68	91	营业费用	704	774	778	823	861
预付账款	25	12	33	8	33	管理费用	386	349	350	362	373
存货	501	535	385	591	383	研发费用	74	120	140	136	143
其他流动资产	4103	1488	2735	3135	3135	财务费用	-245	-217	-177	-177	-188
非流动资产	4279	6101	5868	5888	5885	资产减值损失	19	-35	8	9	10
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	87	68	63	70	70
固定资产	3257	3102	2936	3012	3062	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	524	2366	2327	2288	2249	投资净收益	0	1	1	1	1
其他非流动资产	499	633	605	588	575	资产处置收益	65	-4	0	0	0
资产总计	12193	12021	12077	13034	13110	营业利润	462	586	707	780	878
流动负债	2748	2255	1944	2435	1978	营业外收入	5	6	3	5	5
短期借款	960	500	500	500	500	营业外支出	2	4	7	2	2
应付票据及应付账款	682	587	658	662	673	利润总额	465	588	703	783	881
其他流动负债	1106	1169	786	1273	805	所得税	86	76	115	117	132
非流动负债	1179	1135	1135	1135	1135	净利润	379	512	588	665	749
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	13	14	19	20	22
其他非流动负债	1179	1135	1135	1135	1135	归属母公司净利润	366	497	569	645	727
负债合计	3927	3390	3079	3570	3113	EBITDA	693	778	871	968	1075
少数股东权益	46	54	74	94	116	EPS (元)	0.17	0.22	0.26	0.29	0.33
股本	2213	2213	2213	2213	2213						
资本公积	4436	4504	4504	4504	4504						
留存收益	1570	1859	2154	2486	2861						
归属母公司股东权益	8220	8577	8924	9371	9881						
负债和股东权益	12193	12021	12077	13034	13110						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	430	758	-791	645	547
净利润	379	512	588	665	749
折旧摊销	266	274	239	249	267
财务费用	-245	-217	-177	-177	-188
投资损失	0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	68	84	-1441	-92	-281
其他经营现金流	-39	106	0	0	0
投资活动现金流	1842	569	-5	-268	-264
资本支出	192	2096	-234	20	-3
长期投资	1653	2505	0	0	0
其他投资现金流	3686	5169	-238	-248	-266
筹资活动现金流	549	-724	-44	-22	-28
短期借款	688	-460	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1107	0	0	0	0
资本公积增加	-1089	68	0	0	0
其他筹资现金流	-156	-331	-44	-22	-28
现金净增加额	2820	603	-840	354	255

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.3	5.1	0.1	6.5	5.7
营业利润(%)	87.8	26.8	20.7	10.3	12.6
归属于母公司净利润(%)	97.7	35.8	14.4	13.4	12.6
获利能力					
毛利率(%)	40.6	46.8	50.2	50.4	51.1
净利率(%)	9.1	11.7	13.4	14.3	15.2
ROE(%)	4.6	5.9	6.5	7.0	7.5
ROIC(%)	3.4	4.3	5.0	5.6	6.0
偿债能力					
资产负债率(%)	32.2	28.2	25.5	27.4	23.7
净负债比率(%)	-12.9	-25.3	-14.9	-17.9	-19.5
流动比率	2.9	2.6	3.2	2.9	3.7
速动比率	1.2	1.7	1.6	1.4	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	71.9	195.0	230.0	220.0	230.0
应付账款周转率	3.1	3.6	3.4	3.4	3.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.22	0.26	0.29	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.34	-0.36	0.29	0.25
每股净资产(最新摊薄)	3.71	3.87	4.03	4.23	4.46
估值比率					
P/E	61.7	45.4	39.7	35.0	31.1
P/B	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	31.1	26.3	24.5	21.7	19.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com