珠江啤酒（002461）

公司研究/点评报告

Q3 旺季动销顺畅，业绩保持平稳增长

——珠江啤酒（002461）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 23 日

一、事件概述

10 月 24 日公司发布 2020 年半年报，前三季度实现营业收入 35.07 亿元，同比+0.55%；实现归母净利润 5.05 亿元，同比+11.19%；基本 EPS 为 0.23 元。

二、分析与判断

➢ Q3 旺季动销顺畅，收入增速较高，非经常性损益影响利润增速

2020 年前三季度公司实现营收/归母净利润分别为 35.07/5.05 亿元，同比分别+0.55%/+11.19%；合 Q3 单季度实现营收/归母净利润 15.00/2.59 亿元，同比分别+8.79%/+6.96%。营收端，1~9 月公司营收恢复正增长，主要原因是 Q3 处于啤酒消费旺季，下游动销恢复正常，带动前三季度整体营收同比转为正增长。此外，公司产品高端化进程持续推进，产品整体价格预计将有所提升，因此营收增速将略高于销量增速。利润端，受湖南土地处置补偿款推迟支付等因素影响，Q3 单季度净利润增速略低于营收增速；但 Q3 单季度实现扣非归母净利润 2.55 亿元，同比+21.34%，显示啤酒主业盈利能力仍然强劲，啤酒主业的利润增速仍然大幅高于收入端增速。

➢ 产品高端化及成本下降推高毛利率，期间费用率同比提高

2020 年前三季度公司毛利率 51.57%，同比+5.29ppt（Q3 为 56.25%，同比+5.22ppt）。公司毛利率大幅提高的主要原因包括：（1）公司持续推进高端化战略，纯生类高毛利产品的收入占比不断提高；（2）玻璃瓶、麦芽等原材料成本下降；（3）受益社保费用及其他税费的减免优惠，生产成本同比降低。前三季度公司期间费用率 24.70%，同比+3.04ppt（Q3 为 24.74%，同比+4.12ppt）。其中销售费用率 17.65%，同比+0.38ppt（Q3 为 17.65%，同比+0.11ppt），原因是公司在销售旺季加大资源投入，全方位拓展销售渠道，导致费用率略有上升。管理费用率 7.86%，同比+1.37ppt（Q3 为 7.40%，同比+3.29ppt）。研发费用率 3.23%，同比+0.40ppt（Q3 为 3.60%，同比+0.62ppt）。财务费用率为-4.04%，同比+0.89ppt（Q3 为-3.91%，同比+0.10ppt），原因是利息收入同比有所下降。

➢ 调整募投项目，优化啤酒主业产能

10 月 23 日，公司发布公告调整 IPO 募集资金用途。其中最核心的调整是“东莞珠啤新增年产 30 万 kl 酿造及 10 万 kl 灌装啤酒项目”及“湛江珠啤新增年产 20 万 kl 啤酒项目”。东莞项目将在原项目“新增啤酒酿造能力 30 万千升/年、灌装能力 10 万千升/年”的基础上对原有 20 万千升/年的灌装产能进行技改升级。此外，项目还建立智能立体仓库，实施自动化与信息化工程，搭建“制造执行系统”（MES）、智能化物流仓储管理系统(WMS)。湛江项目考虑到周边市场啤酒增量放缓，扩建产能必要性下降，并结合易拉罐啤酒近年增速较快，公司决定仅实施新增易拉罐线产能建设内容，扩大产能等其他内容暂缓实施。上述项目变更后，公司啤酒产能将更加紧密地贴近珠三角核心市场，产能布局将得到进一步优化。

此外，“现代化营销网络建设及升级项目”、“O2O 销售渠道建设及推广项目”、“精酿啤酒生产线及体验门店建设项目”、“珠江• 琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目”等根据经营的实际情况，均有不同程度调整。

推荐　维持评级

当前价格：　9.97 元

交易数据	2020-10-22
近 12 个月最高/最低	12.93/6.09
总股本（百万股）	2213.33
流通股本（百万股）	2213.33
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	220.67
流通市值（亿元）	220.67

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 珠江啤酒（002461）2020 年半年报点评：动销复苏助力 Q2 业绩高增，全年业绩表现可期
2. 珠江啤酒（002461）2020 年一季报点评：20Q1 受疫情冲击较大，目前销售正在逐步回暖

三、盈利预测与投资建议

根据前三季度经营情况，我们小幅调整盈利预测。预计 20-22 年公司实现收入 43.04/46.46/48.83 亿元，同比+1.4%/+7.9%/+5.1%；预计 20-22 年公司归母净利润为 5.72/6.31/6.91 亿元，同比+14.9%/+10.4%/+9.4%，按照最新股本对应 EPS 为 0.26/0.29/0.31 元，目前股价对应 PE 为 39/35/32 倍。目前公司估值低于啤酒板块 2020 年 54 倍整体估值水平。公司旺季动销基本恢复正常，疫情负面影响逐步消退，且长期成长性良好，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情影响冲击超预期，产品高端化受阻，行业竞争加剧，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,244	4,304	4,646	4,883
增长率（%）	5.1%	1.4%	7.9%	5.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	497	572	631	691
增长率（%）	35.8%	14.9%	10.4%	9.4%
每股收益（元）	0.22	0.26	0.29	0.31
PE（现价）	45.3	38.6	34.9	31.9
PB	2.6	2.5	2.4	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,244	4,304	4,646	4,883
营业成本	2,256	2,285	2,411	2,515
营业税金及附加	400	411	441	465
销售费用	774	770	819	853
管理费用	349	340	367	376
研发费用	120	122	132	139
EBIT	343	376	476	536
财务费用	(217)	(196)	(186)	(185)
资产减值损失	(35)	3	0	(0)
投资收益	1	1	1	1
营业利润	586	678	748	819
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	588	681	750	822
所得税	76	88	97	106
净利润	512	593	654	716
归属于母公司净利润	497	572	631	691
EBITDA	617	658	755	821

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3801	3645	3085	2861
应收账款及票据	24	23	26	26
预付款项	12	18	16	18
存货	535	503	602	547
其他流动资产	1453	1453	1453	1453
流动资产合计	5919	5759	5277	5034
长期股权投资	0	1	1	2
固定资产	3102	2939	2781	2620
无形资产	2366	3230	4553	5622
非流动资产合计	6101	6710	7689	8429
资产合计	12021	12469	12967	13462
短期借款	500	500	500	500
应付账款及票据	587	622	642	677
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2255	2254	2366	2441
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1135	1135	1135	1135
非流动负债合计	1135	1135	1135	1135
负债合计	3390	3388	3501	3575
股本	2213	2213	2213	2213
少数股东权益	54	75	98	122
股东权益合计	8631	9080	9466	9887
负债和股东权益合计	12021	12469	12967	13462

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	5.1%	1.4%	7.9%	5.1%
EBIT 增长率	307.7%	9.5%	26.6%	12.6%
净利润增长率	35.8%	14.9%	10.4%	9.4%
盈利能力				
毛利率	46.8%	46.9%	48.1%	48.5%
净利润率	11.7%	13.3%	13.6%	14.1%
总资产收益率 ROA	4.1%	4.6%	4.9%	5.1%
净资产收益率 ROE	5.8%	6.3%	6.7%	7.1%
偿债能力				
流动比率	2.6	2.6	2.2	2.1
速动比率	2.4	2.3	2.0	1.8
现金比率	1.7	1.6	1.3	1.2
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	1.6	2.9	2.2	2.6
存货周转天数	82.6	81.6	82.1	81.8
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标（元）				
每股收益	0.2	0.3	0.3	0.3
每股净资产	3.9	4.1	4.2	4.4
每股经营现金流	0.3	0.4	0.4	0.5
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	45.3	38.6	34.9	31.9
PB	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	25.4	24.3	22.0	20.5
股息收益率	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	512	593	654	716
折旧和摊销	309	284	279	285
营运资金变动	84	1	33	95
经营活动现金流	753	875	963	1,092
资本开支	2,095	787	1,256	1,021
投资	2,505	0	0	0
投资活动现金流	569	(787)	(1,256)	(1,021)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(460)	0	0	0
筹资活动现金流	(724)	(243)	(268)	(295)
现金净流量	598	(156)	(560)	(224)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。