珠江啤酒（002461）

公司研究/点评报告

动销复苏助力 Q2 业绩高增，全年业绩表现可期

——珠江啤酒（002461）2020 年半年报公告点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 25 日

一、事件概述

8 月 24 日公司发布 2020 年半年报，20H1 实现营业收入 20.07 亿元，同比-4.84%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比+16.04%；基本 EPS 为 0.11 元。

二、分析与判断

➢ Q2 利润高速增长；旺季高景气有望延续

2020H1 公司实现营收/归母净利润分别为 20.07/2.46 亿元，同比分-4.84%/+16.04%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 14.53/2.25 亿元，同比分别+7.03%/+23.68%。总体看，20H1 营收端小幅下滑主要受 Q1 疫情影响，Q2 啤酒产品动销快速恢复正常，营收实现高个位数增长。利润端，公司持续推进产品升级，纯生类产品收入占比提高叠加东莞市场零度换装，导致利润端增速大幅高于收入端。

20H1 啤酒实现销售 56.54 万吨，同比-7.83%；销售均价为 3419 元/吨，同比+3.60%。受 Q1 疫情影响，销量下滑明显；Q2 疫情负面影响降低，啤酒动销快速恢复，4 月份啤酒销量同比+10%左右、5 月份同比+6%、6 月份同比+2.4%。综合来看，20H1 啤酒销量同比高个位数下滑，但受益于产品高端化及局部提价动作，销售吨价同比小幅提高，推动销售收入下滑程度小于销量下滑程度。Q3 仍为销售旺季，预计啤酒业务仍将保持销量小幅增长、利润高速增长局面，全年利润端双位数增长可期。

➢ 产品高端化推高毛利率，促销加强导致费用率小幅提高

2020H1 公司毛利率 48.07%，同比+4.89ppt（Q2 为 51.82%，同比+5.24ppt）。公司持续推进产品高端化战略：（1）纯生类高毛利产品的收入占比不断提高；（2）今年 4 月，公司在东莞市场推进零度产品换装，新包装单价更高，目前东莞市场已完成换装，预计下一步将在深圳等市场推开；（3）受益社保费用减免，材料成本下降等因素影响，成本端下降幅度高于收入端，推高整体毛利率水平。

20H1 公司期间费用率 24.67%，同比+2.33ppt（Q2 为 23.98%，同比+2.18ppt），销售、管理费用金额同比小幅下降，但受收入下滑影响，整体期间费用率小幅上行。其中销售费用率 17.65%，同比+0.56ppt（Q2 为 16.78%，同比+0.44ppt），原因是公司 Q2 加大销售投入，全方位拓展销售渠道，导致费用缩减幅度较小，费用率有所上升。管理费用率 8.20%，同比+0.15ppt（Q2 为 6.79%，同比-0.13ppt）。研发费用率 2.95%，同比+0.22ppt（Q2 为 2.89%，同比+0.13ppt）。财务费用率为-4.14%，同比+1.40ppt（Q2 为-2.48%，同比+1.75ppt），原因是利息收入同比有所下降。

➢ 持续加强新品开发，不断加大销售投入

新品开发方面，公司推出珠江 LIGHT、珠江纯生 528ml 瓶装精品、298ml 瓶装纯生 1997、珠江 0 度 Pro 等升级产品；完成珠江啤酒 1985 升级版、百香果味水果小麦等新品开发；完成燕麦世涛，咖啡世涛、混浊 IPA 等精酿品种配方及工艺改进。上述新品开发工作为产品高端化战略的推进增加了技术及产品储备。

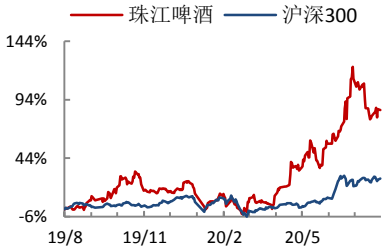
销售投入方面，公司加大餐饮终端开拓力度，开展“春回大地、堆满全城”主题促销活动；在广东、湖南等市场启动“到店免费任饮”活动；深耕“传统电商平台+社区电商平台+内容电商平台+网红直播平台”等全领域线上平台，加快从“到店消费”转变为“到店+到家消费”，促进流量向销量转化。20H1，电商渠道销量同比+28%，高于整体销量增速。

推荐　维持评级

当前价格：　11.30

交易数据	2020-8-24
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）	250.11
流通市值（亿元）	250.11

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

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 珠江啤酒（002461）2019 年报点评：产品结构升级保证业绩表现，双主业格局稳步推进
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

预计 20-22 年公司实现收入 44.18/46.46/48.83 亿元，同比+4.1%/+5.2%/+5.1%；预计 20-22 年公司归母净利润为 5.72/6.08/6.57 亿元，同比+14.9%/+6.3%/+8.0%，按照最新股本对应 EPS 为 0.26/0.27/0.30 元，目前股价对应 PE 为 44/41/38 倍。目前公司估值低于啤酒板块 2020 年 58 倍整体估值水平。公司 Q2 动销复苏明显，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	4,418	4,646	4,883
增长率（%）	5.1%	4.1%	5.2%	5.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	497	572	608	657
增长率（%）	35.8%	14.9%	6.3%	8.0%
每股收益（元）	0.22	0.26	0.27	0.30
PE（现价）	51.4	43.7	41.1	38.1
PB	2.9	2.8	2.7	2.6

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	4,418	4,646	4,883
营业成本	2,256	2,346	2,449	2,569
营业税金及附加	400	422	441	465
销售费用	774	791	811	840
管理费用	349	358	367	376
研发费用	120	125	132	139
EBIT	343	376	447	495
财务费用	(217)	(196)	(187)	(186)
资产减值损失	(35)	3	0	(0)
投资收益	1	1	1	1
营业利润	586	678	720	779
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	588	681	723	781
所得税	76	88	93	101
净利润	512	593	629	681
归属于母公司净利润	497	572	608	657
EBITDA	617	658	726	780

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3801	3662	3095	2792
应收账款及票据	24	23	26	26
预付款项	12	19	16	19
存货	535	530	592	582
其他流动资产	1453	1453	1453	1453
流动资产合计	5919	5808	5273	5003
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	12518	12962	13431
短期借款	500	500	500	500
应付账款及票据	587	638	651	691
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2255	2303	2386	2469
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	3437	3520	3604
股本	2213	2213	2213	2213
少数股东权益	54	75	97	120
股东权益合计	8631	9080	9442	9828
负债和股东权益合计	12021	12518	12962	13431

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	5.1%	4.1%	5.2%	5.1%
EBIT 增长率	307.7%	9.5%	18.8%	10.8%
净利润增长率	35.8%	14.9%	6.3%	8.0%
盈利能力				
毛利率	46.8%	46.9%	47.3%	47.4%
净利润率	11.7%	12.9%	13.1%	13.5%
总资产收益率 ROA	4.1%	4.6%	4.7%	4.9%
净资产收益率 ROE	5.8%	6.4%	6.5%	6.8%
偿债能力				
流动比率	2.6	2.5	2.2	2.0
速动比率	2.4	2.3	2.0	1.8
现金比率	1.7	1.6	1.3	1.1
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	51.4	43.7	41.1	38.1
PB	2.9	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	29.4	27.9	26.1	24.7
股息收益率	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	512	593	629	681
折旧和摊销	309	284	279	285
营运资金变动	84	17	51	50
经营活动现金流	753	892	956	1,012
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	(139)	(567)	(303)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。