

业绩稳健增长，高端化进程顺利

——珠江啤酒（002461）点评报告

买入（维持）

2023年08月25日

报告关键要素：

8月24日，公司发布2023年半年度报告。报告显示，公司2023H1实现营业收入27.73亿元（YoY+14.01%），实现归母净利润3.66亿元（YoY+16.66%）。其中，2023Q2实现营业收入17.38亿元（YoY+11.35%），实现归母净利润2.79亿元（YoY+15.06%）。

投资要点：

毛利率及净利率均有所提升，销售费用率/管理费用率略有增加。2023H1/2023Q2公司毛利率分别为45.46%/48.24%，同比+2.3/+3.53pcts；2023H1/2023Q2公司净利率分别为13.64%/16.49%，同比+0.36/+0.67pcts。2023H1公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别14.09%/6.83%/3.23%，同比+0.36pcts/+0.3pcts/-0.07pcts。2023Q2销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为13.34%/5.89%/3.13%，同比+0.92pcts/+0.08pcts/-0.02pcts。

商超渠道发力，高端产品表现亮眼。按渠道分类，2023H1普通/商超/夜场/电商营收分别为25.27亿元/0.62亿元/0.48亿元/0.2亿元，同比+14.77%/+41.42%/+11.32%/+0.47%，占比分别为95.16%/2.32%/1.80%/0.73%，商超渠道营收增速较快。按产品分类，公司高端产品主要为雪堡啤酒及纯生啤酒，中档产品主要为零度啤酒，大众化产品主要为传统啤酒等。2023H1高档/中档/大众化产品营收分别为17.41亿元/7.48亿元/1.67亿元，同比+21.95%/+2.15%/+12.92%，占比分别为65.54%/28.17%/6.30%，高端产品占比最多且增速第一。按地区分类，2023H1公司在华南地区/其他地区分别实现营收25.64亿元/2.09亿元，同比+14.11%/+12.97%，占比分别为92.46%/7.54%，华南地区为公司主要辐射地。2023H1公司经销商净增加145家，其中广东地区净增加29家。

顺应啤酒高端化趋势，产品结构不断优化升级。公司围绕“3+N”（雪堡、纯生、珠江+N）品牌战略，加快产品结构升级，推出南粤虎尊、980mL罐装英式IPA、瓶装珠江识叹等产品。2023H1，公司实现啤酒销量68.88万吨，同比增长7.48%。公司高端产品纯生啤酒销量36.13万吨，同比增长16.25%，其中97纯生产品销量14.05万吨，同比增长36.49%；罐

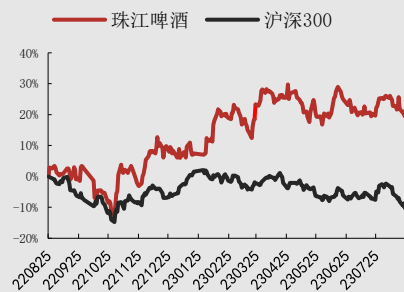
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4928.14	5434.72	5963.79	6482.02
增长比率(%)	8.60	10.28	9.74	8.69
净利润(百万元)	598.26	695.34	792.39	994.57
增长比率(%)	-2.11	16.23	13.96	25.52
每股收益(元)	0.27	0.31	0.36	0.45
市盈率(倍)	32.82	28.23	24.78	19.74
市净率(倍)	2.04	1.95	1.81	1.66

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	2,213.33
流通A股(百万股)	2,213.33
收盘价(元)	8.87
总市值(亿元)	196.32
流通A股市值(亿元)	196.32

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

业绩稳增，产品升级可期

华南啤酒明珠，产品升级+渠道拓展进行时
21H1业绩基本符合预期，高端单品“黑金纯生”驱动销量增长

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

李晨晟

电话：18079728929

邮箱：licw@wlzq.com.cn

类产品销量 27.46 万吨，同比增长 19.64%。

坚持科技创新，持续开发新产品。公司开展啤酒行业技术趋势分析和技术研究，新增科研项目立项 99 项，新授权发明专利 5 件，新授权实用新型专利 20 件，获省级专精特新中小企业认定企业 6 家。目前，棕色艾尔啤酒、鸭屎香单丛茶啤酒、新风格德式小麦啤酒完成配方设计及中试生产。

盈利预测与投资建议：当前公司高端化进程顺利，新品持续推进，公司有望通过弹性释放高端产品利润维持稳健增长。根据半年报最新数据，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.95/7.92/9.95 亿元，同比增长 16.23%/13.96%/25.52%，对应 EPS 为 0.31/0.36/0.45 元/股，8 月 24 日股价对应 PE 为 28/25/20 倍，维持“买入”评级。

风险因素：市场变动风险，原材料供应及价格波动风险，行业竞争风险，食品安全风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4928	5435	5964	6482
同比增速 (%)	8.60	10.28	9.74	8.69
营业成本	2837	2934	3158	3366
毛利	2091	2501	2806	3116
营业收入 (%)	42.44	46.02	47.05	48.07
税金及附加	439	493	536	585
营业收入 (%)	8.91	9.07	8.99	9.03
销售费用	738	815	895	972
营业收入 (%)	14.97	15.00	15.00	15.00
管理费用	340	408	447	421
营业收入 (%)	6.90	7.50	7.50	6.50
研发费用	166	163	190	200
营业收入 (%)	3.37	3.00	3.18	3.09
财务费用	-226	-55	-52	-64
营业收入 (%)	-4.60	-1.01	-0.87	-0.98
资产减值损失	-16	13	17	23
信用减值损失	0	8	12	15
其他收益	79	89	96	105
投资收益	2	5	3	5
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0
资产处置收益	2	35	20	32
营业利润	708	826	938	1179
营业收入 (%)	14.36	15.20	15.73	18.20
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	706	826	938	1179
营业收入 (%)	14.33	15.20	15.73	18.20
所得税费用	101	117	133	167
净利润	606	709	805	1012
营业收入 (%)	12.29	13.04	13.50	15.61
归属于母公司的净利润	598	695	792	995
同比增速 (%)	-2.11	16.23	13.96	25.52
少数股东损益	7	13	13	17
EPS (元/股)	0.27	0.31	0.36	0.45

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.27	0.31	0.36	0.45
BVPS	4.35	4.54	4.89	5.34
PE	32.82	28.23	24.78	19.74
PEG	-15.52	1.74	1.78	0.77
PB	2.04	1.95	1.81	1.66
EV/EBITDA	16.47	14.63	12.10	9.82
ROE	6.22%	6.92%	7.32%	8.42%
ROIC	3.64%	5.15%	5.59%	6.41%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6713	6823	7938	8425
交易性金融资产	293	293	293	293
应收票据及应收账款	19	36	32	49
存货	1803	2193	1894	2585
预付款项	24	20	24	24
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	58	57	59	58
流动资产合计	8910	9422	10240	11434
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2680	2702	2706	2708
在建工程	417	413	433	435
无形资产	1371	1581	1676	1829
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	358	358	358	358
其他非流动资产	211	218	227	235
资产总计	13946	14695	15640	16999
短期借款	992	1106	1212	1322
应付票据及应付账款	516	595	564	692
预收账款	0	0	0	0
合同负债	636	742	753	827
应付职工薪酬	141	154	161	174
应交税费	80	75	90	94
其他流动负债	1936	2053	2199	2337
流动负债合计	3309	3619	3767	4124
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	28	28	28	28
其他非流动负债	940	940	940	940
负债合计	4277	4588	4735	5092
归属于母公司的所有者权益	9618	10042	10828	11812
少数股东权益	52	65	78	95
股东权益	9669	10107	10905	11907
负债及股东权益	13946	14695	15640	16999

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	592	784	1447	859
投资	-216	-14	-15	-15
资本性支出	-424	-468	-375	-417
其他	179	5	3	5
投资活动现金流净额	-461	-477	-387	-427
债权融资	-900	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	982	114	106	110
筹资成本	-305	-312	-51	-55
其他	-4	0	0	0
筹资活动现金流净额	-227	-197	55	55
现金净流量	-96	109	1115	487

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场