

量价齐升 Q1 战果如期而至 结构升级全年业绩复苏可期

——珠江啤酒 (002461.SZ) 23 年 1 季报点评 食品饮料/非白酒



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

4 月 25 日晚间, 公司发布 2023 年 1 季报, 1 季度实现营收 10.4 亿元 (同比+18.8%), 实现归母净利润 0.87 亿元 (同比+22.2%), 实现扣非归母净利润 0.72 亿元 (同比+21.3%), 收入和利润增速符合我们的预期。

投资摘要:

量价齐升推动收入高增长: 公司 23Q1 实现啤酒销量 26.2 万千升 (同比+11.5%), 推算吨价约 3954.6 元 (同比+6.5%)。**产品结构升级明显:** 公司产品矩阵继续升级, 啤酒整体销量/纯生啤酒销量/97 高档纯生啤酒销量增速分别为 +11.5%/+21.7%/+53.5%, 中高档产品的销量增速显著高于整体增速, 带动纯生/97 纯生的销量占比分别提升 4.5pct/6pct 至 53.6%/22%。

成本压力下仍实现毛利率微升: 23Q1 吨酒收入/成本/毛利润分别 +6.5%/+5.8%/+7.6%, 吨酒成本的增加预计主要来自原材料大麦和玻瓶等包材价格的上涨, 但吨酒收入增幅大于吨酒成本, 带来盈利能力提升, 23Q1 公司实现毛利 4.2 亿元 (同比+19.9%), 毛利率 40.8% (同比+0.4pct)。

财务费用影响, 期间费用率略有抬升。 公司 23Q1 的销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.4%/8.4%/3.4%/-3.5%, 分别同比-0.7pct/+0.6pct/-0.2pct/+3.0pct。费用投放整体维持较为稳定的水平, 财务费用率的增加主要因利息收入减少约 2052 万元。公司 23Q1 期初期末货币资金的平均数较 22Q1 没有显著变化, 因此我们判断主要是存款利率变化导致的利息收入减少。23Q1 期间费用率整体+2.7pct 至 23.7%。此外, 23Q1 公司资产减值损益 558 万元 (22Q1 为-1387 万元)。综合来看, 23Q1 公司净利润率+0.23pct 至 8.4%, 实现归母净利润+22.2%至 8679 万元。

投资建议: 我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 55.6 亿元、60.1 亿元和 63.9 亿元, 对应同比增长 12.9%、8.1%、6.2%, 归母净利润分别为 7.2 亿元、8.3 亿元、9.4 亿元, 对应同比增长 21.1%、14.2%、13.2%, EPS 分别为 0.33 元、0.37 元和 0.42 元, 对应报告日最新收盘价的 PE 分别为 28.6 倍、25.4 倍和 22.1 倍。参考啤酒行业估值水平, 对应公司的 23 年预测净利润给予 37 倍 PE 的合理估值, 对应目标价格 12.1 元, 维持公司“增持”评级不变。

风险提示: 原材料价格上涨、高端化进程不及预期、需求复苏速度不及预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,537.86	4,928.14	5,564.12	6,013.03	6,387.15
增长率 (%)	6.79%	8.60%	12.91%	8.07%	6.22%
归母净利润 (百万元)	611.19	598.26	724.51	827.43	936.57
增长率 (%)	7.36%	-2.11%	21.10%	14.21%	13.19%
净资产收益率 (%)	6.58%	6.22%	7.38%	8.05%	8.67%
每股收益 (元)	0.28	0.27	0.33	0.37	0.42
PE	33.43	34.67	28.59	25.04	22.12
PB	2.23	2.15	2.11	2.02	1.92

资料来源: ifind、申港证券研究所

评级

增持

2023 年 04 月 26 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号: S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

交易数据

时间 2023.4.26

总市值/流通市值 (亿元)	212.26/212.26
总股本 (万股)	221,332.85
资产负债率 (%)	31.56
每股净资产 (元)	4.38
收盘价 (元)	9.59
一年内最低价/最高价 (元)	9.65/6.4

公司股价表现走势图



资料来源: ifind, 申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4538	4928	5564	6013	6387	流动资产合计	8560	8910	10518	11394	12140				
营业成本	2498	2837	3214	3435	3604	货币资金	6786	6713	7993	8638	9175				
营业税金及附加	419	439	506	546	576	应收账款	18	19	23	25	26				
营业费用	703	738	816	864	899	其他应收款	4	5	6	6	6				
管理费用	355	340	278	289	294	预付款项	12	24	24	24	24				
研发费用	148	166	187	202	215	存货	1659	1803	2042	2183	2290				
财务费用	-218	-226	-244	-245	-243	其他流动资产	30	53	78	96	111				
资产减值损失	51	16	30	34	39	非流动资产合计	4958	5037	5678	6378	7170				
信用减值损失	2	0	5	5	6	长期股权投资	0	0	0	0	0				
公允价值变动收益	8	6	18	21	25	固定资产	2842	2680	2963	3357	3857				
投资净收益	6	2	4	4	4	无形资产	1392	1371	1439	1511	1587				
营业利润	726	708	863	985	1115	商誉	0	0	0	0	0				
营业外收入	6	2	0	0	0	其他非流动资产	0	31	31	31	31				
营业外支出	2	4	0	0	0	资产总计	13518	13946	16196	17772	19310				
利润总额	730	706	863	985	1115	流动负债合计	2650	3309	5372	6474	7476				
所得税	103	101	129	148	167	短期借款	894	992	2992	4054	5026				
净利润	627	606	733	838	948	应付账款	354	409	457	488	512				
少数股东损益	16	7	9	10	11	预收账款	703	636	636	636	636				
归属母公司净利润	611	598	725	827	937	一年内到期的非流动负债	3	503	503	503	503				
EBITDA	2157	2106	852	998	1147	非流动负债合计	1524	968	949	949	949				
EPS (元)	0.28	0.27	0.33	0.37	0.42	长期借款	500	0	0	0	0				
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	4174	4277	6321	7423	8425				
成长能力						少数股东权益	62	52	61	71	82				
营业收入增长	6.79%	8.60%	12.91%	8.07%	6.22%	实收资本(或股本)	2213	2213	2213	2213	2213				
营业利润增长	2.71%	-2.56%	21.90%	14.21%	13.19%	资本公积	4505	4505	4505	4505	4505				
归属于母公司净利润增长	21.10%	14.21%	21.10%	14.21%	13.19%	未分配利润	2331	2644	2763	2900	3054				
获利能力						归属母公司股东权益合计	9282	9618	9812	10275	10800				
毛利率(%)	44.95%	42.44%	42.23%	42.87%	43.57%	负债和所有者权益	13518	13946	16196	17772	19310				
净利率(%)	13.83%	12.29%	13.18%	13.93%	14.84%										
总资产净利润率(%)	4.52%	4.29%	4.47%	4.66%	4.85%	现金流量表									
ROE(%)	6.58%	6.22%	7.38%	8.05%	8.67%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E				
偿债能力						经营活动现金流	605	592	496	738	895				
资产负债率(%)	31%	31%	39%	42%	44%	净利润	627	606	733	838	948				
流动比率						折旧摊销	1648.86	1624.82	0.00	112.95	122.82				
速动比率						财务费用	-218	-226	-244	-245	-243				
营运能力						应收账款减少	0	0	-4	-2	-2				
总资产周转率	0.34	0.36	0.37	0.35	0.34	预收账款增加	0	0	0	0	0				
应收账款周转率	207	268	269	253	251	投资活动现金流	-268	-461	-942	-1036	-1160				
应付账款周转率	12.67	12.93	12.86	12.73	12.77	公允价值变动收益	8	6	18	21	25				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.27	0.33	0.37	0.42	投资收益	6	2	4	4	4				
每股净现金流(最新摊薄)	0.07	-0.04	0.58	0.29	0.24	筹资活动现金流	-179	-227	1726	943	802				
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.35	4.43	4.64	4.88	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	33.43	34.67	28.59	25.04	22.12	普通股增加	0	0	0	0	0				
P/B	2.23	2.15	2.11	2.02	1.92	资本公积增加	1	0	0	0	0				
EV/EBITDA	7.10	7.36	19.03	16.67	14.89	现金净增加额	158	-96	1279	645	537				

资料来源: ifind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上