

量价稳步增长，高端化进程延续

2023 年 08 月 26 日

► **事件：**公司发布 2023 年半年报，23H1 公司实现营业总收入 27.73 亿元 (yoy+14.01%)，归母净利润 3.66 亿元 (yoy+16.66%)，扣非归母净利润 3.66 亿元 (yoy+17.36%)；其中，23Q2 公司实现营业总收入 17.38 亿元 (yoy+11.35%)，归母净利润 2.79 亿元 (yoy+15.06%)，扣非归母净利润 2.64 亿元 (yoy+16.34%)。

► **量价稳步增长，大单品占比持续提升。**量价方面，23Q2 公司整体销量 42.70 万吨 (yoy+5.17%)，平均吨价 4069 元/吨 (yoy+5.88%)，销量同比增长，主要系餐饮&娱乐场景需求持续复苏；平均吨价稳步提升，主要系公司高价位带大单品增速较快，产品结构持续升级。23Q2 公司核心大单品纯生销量 22.09 万吨 (yoy+13.04%)，销量占比 52.45% (yoy+3.31pcts)；其中 97 纯生销量 8.29 万吨 (yoy+26.62%)，大单品高增势能延续。**分产品档次**，23H1 高档/中档/大众化产品营收分别为 17.41/7.48/1.67 亿元，分别同比 +21.95/2.15/12.92%，23H1 高档产品成长较快。公司已围绕“3+N”（雪堡、纯生、珠江+N）品牌战略，加快中高端产品推广节奏，推出南粤虎尊、980mL 罐装英式 IPA、瓶装珠江识叹等产品。**分渠道**，23H1 公司普通/商超/夜场/电商渠道营收分别为 25.27/0.62/0.62/0.20 亿元，分别同比 +14.77%/41.42%/11.32%/0.47%。截至 23H1 末，经销商数量合计 1346 家，较年初净增 145 家，其中广东/其他地区分别净增 29/116 家。

► **吨成本回落，期间费用增加。**23Q2 公司毛利率 48.24% (yoy+3.52pcts)，主要系 (1) 高档产品销量占比提升，驱动吨价同比上行 (2) 22Q2 吨成本基数偏高，23Q2 场景恢复下规模效应逐步显现，吨成本同比回落 0.87pcts。期间费用率 19.60% (yoy+1.64pcts)，其中销售费用率 13.34% (yoy+0.92pcts)，管理费用率 5.89% (yoy+0.08pcts)，研发费用率 3.13% (yoy-0.02%)，财务费用率-2.76% (yoy+0.66pcts)。归母净利率 16.08% (yoy+0.52pcts)，盈利能力提升。

► **投资建议：**看好公司“3+N”品牌战略，核心大单品纯生、零度迭代升级持续放量，公司高端化发展道路清晰。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 53.43/56.88/60.56 亿元，同比增长 8.4%/6.5%/6.5%，归母净利润分别为 6.90/7.81/8.89 亿元，同比增长 15.3%/13.3%/13.9%，当前市值对应 PE 分别为 29/25/22X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅波动、高端化进程不及预期、省外渠道拓展不及预期、食品安全问题等

推荐

维持评级

当前价格：

8.96 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 1.珠江啤酒 (002461.SZ) 2023 年 H1 业绩预告点评：旺季销量稳步提升，产品结构升级延续-2023/07/11
- 2.珠江啤酒 (002461.SZ) 2023 年一季报点评：Q1 开门红，产品结构持续升级-2023/05/03
- 3.珠江啤酒 (002461.SZ) 2022 年年报点评：营收稳健增长，高端化趋势延续-2023/03/30
- 4.珠江啤酒 2021 年业绩快报点评_销量增长带动收入提升，成本上行利润承压-2022/02/24
- 5.珠江啤酒 (002461) 2021 年三季报点评：产品高端化持续推进，成本压力显现-2021/10/24

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4928	5343	5688	6056
增长率 (%)	8.6	8.4	6.5	6.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	598	690	781	889
增长率 (%)	-2.1	15.3	13.3	13.9
每股收益 (元)	0.27	0.31	0.35	0.40
PE	33	29	25	22
PB	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4928	5343	5688	6056
营业成本	2837	2975	3087	3235
营业税金及附加	439	486	517	551
销售费用	738	807	870	927
管理费用	340	363	387	400
研发费用	166	171	182	194
EBIT	474	631	740	852
财务费用	-226	-199	-200	-216
资产减值损失	-16	-29	-29	-30
投资收益	2	5	5	5
营业利润	708	818	930	1059
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	706	818	930	1059
所得税	101	120	137	156
净利润	606	698	793	903
归属于母公司净利润	598	690	781	889
EBITDA	760	922	1062	1204

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6713	6760	7220	7765
应收账款及票据	19	25	26	28
预付款项	24	17	17	18
存货	1803	1927	1916	1964
其他流动资产	351	317	317	317
流动资产合计	8910	9045	9497	10092
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2680	2756	2808	2859
无形资产	1371	1371	1370	1369
非流动资产合计	5037	5095	5214	5285
资产合计	13946	14141	14711	15377
短期借款	992	992	992	992
应付账款及票据	516	616	640	670
其他流动负债	1801	1494	1554	1629
流动负债合计	3309	3102	3185	3291
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	968	937	937	941
非流动负债合计	968	937	937	941
负债合计	4277	4039	4122	4232
股本	2213	2213	2213	2213
少数股东权益	52	60	72	85
股东权益合计	9669	10102	10589	11145
负债和股东权益合计	13946	14141	14711	15377

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.60	8.42	6.45	6.48
EBIT 增长率	7.75	33.16	17.20	15.18
净利润增长率	-2.11	15.26	13.29	13.85
盈利能力 (%)				
毛利率	42.44	44.32	45.72	46.58
净利润率	12.14	12.91	13.74	14.69
总资产收益率 ROA	4.29	4.88	5.31	5.78
净资产收益率 ROE	6.22	6.87	7.43	8.04
偿债能力				
流动比率	2.69	2.92	2.98	3.07
速动比率	2.12	2.28	2.37	2.46
现金比率	2.03	2.18	2.27	2.36
资产负债率 (%)	30.67	28.56	28.02	27.52
经营效率				
应收账款周转天数	1.37	1.68	1.68	1.68
存货周转天数	231.92	240.00	230.00	225.00
总资产周转率	0.36	0.38	0.39	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.31	0.35	0.40
每股净资产	4.35	4.54	4.75	5.00
每股经营现金流	0.27	0.55	0.55	0.60
每股股利	0.12	0.14	0.16	0.18
估值分析				
PE	33	29	25	22
PB	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	19.10	15.74	13.67	12.06
股息收益率 (%)	1.34	1.54	1.75	1.99

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	606	698	793	903
折旧和摊销	286	291	322	352
营运资金变动	-120	178	62	25
经营活动现金流	592	1226	1224	1326
资本开支	-424	-366	-423	-404
投资	-216	0	0	0
投资活动现金流	-461	-343	-418	-398
股权募资	0	0	0	0
债务募资	82	-503	0	0
筹资活动现金流	-227	-836	-346	-383
现金净流量	-96	47	459	545

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026