

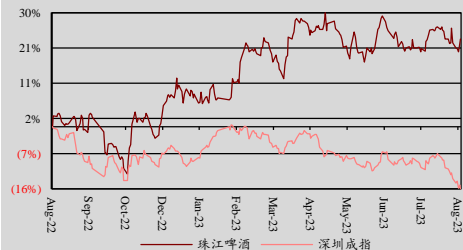
002461.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 8.96

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.3	0.6	1.6	21.2
相对深圳成指	23.2	8.6	8.6	37.5

发行股数(百万)	2,213.33
流通股(百万)	2,213.33
总市值(人民币 百万)	19,831.42
3个月日均交易额(人民币 百万)	49.88
主要股东	
广州产业投资控股集团有限公司	54.15

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以 2023 年 8 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《珠江啤酒》20230504
 《珠江啤酒》20230224
 《珠江啤酒》20221031

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 非白酒

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

珠江啤酒

积极推进产品结构升级, 成本红利如期兑现

珠江啤酒披露 2023 年中报, 1H23 实现营收 27.7 亿元, 同比+14.0%, 实现归母净利润 3.7 亿元, 同比+16.7%。2Q23 单季实现营收 17.4 亿元, 同比+11.4%, 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比+15.1%。我们认为成本红利下公司未来两年业绩可实现较快增长, 未来关注啤酒销售和啤酒文化产业协同发展情况。预计公司 23-25 年 EPS 为 0.32、0.38、0.43 元, 维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- **积极推进产品结构升级, 区域间发展均衡。**1H23/2Q23 公司分别实现销量 68.9/42.7 万千升, 同比+7.5%/+5.2%, 吨价分别提升至 4026/4070 元, 同比+6.1%/+5.9%。分档次来看, 受益于即饮渠道的恢复, 1H23 公司高档/中档/大众化产品分别实现营收 17.4/7.5/1.7 亿元, 同比+22.0%/+2.2% /+12.9%, 其中纯生/97 纯生上半年分别实现销量 36.1/14.1 万千升, 同比+16.3%/+36.5%。分区域来看, 公司华南/其他区域 1H23 分别实现营收 25.6/2.1 亿元, 同比+14.1%/+12.7%。整体来看, 1H23 公司积极推进产品的结构升级, 高档啤酒营收表现亮眼, 区域间发展均衡。
- **1H23 成本红利如期兑现, 费用投放力度有所加大, 利息收入减少导致归母净利率升幅低于行业。**(1) **成本端**, 包材价格下降的成本红利如期兑现, 2Q23 公司啤酒吨成本下降至 2105.4 元, 同比-1.0%。在产品结构升级与成本红利兑现的共同作用下, 公司 2Q23 毛利率同比提升 3.5pct 至 48.3%, 1H23 毛利率同比提升 2.3pct 至 45.5%。(2) **费用端**, 在即饮消费场景的恢复下, 为了抢占更多的渠道、终端资源, 上半年公司费用投放力度有所加大, 1H23 销售费用率同比+0.4pct 至 14.1%, 管理费用率同比+0.3pct 至 6.8%。同时由于利息收入的减少, 公司 1H23 财务费用率同比+1.5pct 至-3.0%。(3) **资本性支出方面**, 公司积极推动啤酒酿造产业的升级, 上半年完成了南沙珠啤小型发酵罐项目的建设, 东莞珠啤产能扩建项目实现了 5 万瓶/小时生产线的试产, 进一步推进了文化产业项目的建设, 将珠江啤酒总部大楼项目推进到了报建阶段。(4) **盈利水平上**, 受期间费用率上升、利息收入减少的影响, 上半年公司归母利润率同比小幅上升 0.3pct 至 13.2%, 低于行业整体的归母净利率提升幅度。
- **成本红利下公司未来两年业绩可实现较快增长, 未来关注啤酒销售和啤酒文化产业协同发展情况。**我们认为随着包材成本红利的兑现, 澳麦双反政策变化的落地, 公司今明两年的业绩增长压力将会较小。长期来看, 啤酒主业上, 公司未来有望通过产品结构的优化、管理效能的提升进一步改善盈利水平。啤酒文化产业上, 如果公司能**做好与啤酒销售的协同发展**, 将有助于提升资产的使用效率, 值得关注。

估值

- 根据公司 2023 年中报、财务费用潜在的变化趋势, 行业成本端的变化情况, 我们调整盈利预测, 预计公司 23-25 年 EPS 为 0.32、0.38、0.43 元, 同比分别+17.1%、+19.4%、+14.6%, 当前公司估值处于行业中间水准, 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期、渠道库存超预期、原材料成本波动。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	4,538	4,928	5,563	6,021	6,457
增长率(%)	6.8	8.6	12.9	8.2	7.2
EBITDA(人民币 百万)	640	679	972	1,236	1,457
归母净利润(人民币 百万)	611	598	700	836	958
增长率(%)	7.4	(2.1)	17.1	19.4	14.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.28	0.27	0.32	0.38	0.43
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.32	0.38	0.42
调整幅度 (%)			-2.4	-0.4	2.7
市盈率(倍)	32.4	33.1	28.3	23.7	20.7
市净率(倍)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA(倍)	25.1	19.8	15.7	12.3	10.1
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	1.3	1.5	1.6	1.9	2.1
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,538	4,928	5,563	6,021	6,457
营业收入	4,538	4,928	5,563	6,021	6,457
营业成本	2,498	2,837	3,029	3,150	3,312
营业税金及附加	419	439	496	536	575
销售费用	703	738	830	898	947
管理费用	355	340	378	408	427
研发费用	148	166	202	209	224
财务费用	(218)	(226)	(149)	(120)	(115)
其他收益	76	79	79	79	79
资产减值损失	(51)	(16)	0	0	0
信用减值损失	(2)	0	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	56	2	2	2	2
公允价值变动收益	8	6	0	0	0
投资收益	6	2	2	2	2
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	726	708	844	1,006	1,153
营业外收入	6	2	2	2	2
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	730	706	842	1,005	1,152
所得税	103	101	120	143	164
净利润	627	606	722	862	987
少数股东损益	16	7	22	26	30
归母净利润	611	598	700	836	958
EBITDA	640	679	972	1,236	1,457
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.28	0.27	0.32	0.38	0.43

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,560	8,910	8,384	8,669	9,270
货币资金	6,786	6,713	6,112	6,324	6,793
应收账款	18	19	23	22	26
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,659	1,803	1,894	1,951	2,091
预付账款	12	24	15	25	17
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	84	351	340	346	343
非流动资产	4,958	5,037	5,532	5,803	6,001
长期投资	150	154	154	154	154
固定资产	2,842	2,680	3,090	3,410	3,648
无形资产	1,392	1,371	1,342	1,314	1,286
其他长期资产	574	832	945	925	913
资产合计	13,518	13,946	13,915	14,472	15,272
流动负债	2,650	3,309	2,837	2,918	3,148
短期借款	894	992	500	500	500
应付账款	354	409	405	441	449
其他流动负债	1,403	1,909	1,932	1,977	2,200
非流动负债	1,524	968	998	983	990
长期借款	500	0	0	0	0
其他长期负债	1,024	968	998	983	990
负债合计	4,174	4,277	3,835	3,901	4,139
股本	2,213	2,213	2,213	2,213	2,213
少数股东权益	62	52	73	99	129
归属母公司股东权益	9,282	9,618	10,007	10,472	11,004
负债和股东权益合计	13,518	13,946	13,915	14,472	15,272

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	627	606	722	862	987
折旧摊销	278	286	360	432	500
营运资金变动	493	(119)	195	(118)	160
其他	(794)	(181)	(117)	(141)	(109)
经营活动现金流	605	592	1,160	1,034	1,539
资本支出	(253)	(428)	(860)	(700)	(700)
投资变动	163	(245)	0	0	0
其他	(178)	213	3	3	3
投资活动现金流	(268)	(461)	(857)	(697)	(697)
银行借款	131	(402)	(492)	0	0
股权融资	(530)	(555)	(311)	(371)	(425)
其他	221	731	(101)	245	52
筹资活动现金流	(179)	(227)	(904)	(126)	(373)
净现金流	158	(96)	(601)	212	469

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	6.8	8.6	12.9	8.2	7.2
营业利润增长率(%)	2.7	(2.6)	19.2	19.3	14.6
归属于母公司净利润增长率(%)	7.4	(2.1)	17.1	19.4	14.6
息税前利润增长率(%)	(19.6)	8.5	55.9	31.3	18.9
息税折旧前利润增长率(%)	(13.6)	6.0	43.3	27.1	17.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	7.4	(2.1)	17.1	19.4	14.6
获利能力					
息税前利润率(%)	8.0	8.0	11.0	13.4	14.8
营业利润率(%)	16.0	14.4	15.2	16.7	17.9
毛利率(%)	45.0	42.4	45.6	47.7	48.7
归母净利润率(%)	13.5	12.1	12.6	13.9	14.8
ROE(%)	6.6	6.2	7.0	8.0	8.7
ROIC(%)	5.9	6.2	9.6	11.5	13.8
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
流动比率	3.2	2.7	3.0	3.0	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	207.3	267.8	267.8	267.8	267.8
应付账款周转率	12.7	12.9	13.7	14.2	14.5
费用率					
销售费用率(%)	15.5	15.0	14.9	14.9	14.7
管理费用率(%)	7.8	6.9	6.8	6.8	6.6
研发费用率(%)	3.3	3.4	3.6	3.5	3.5
财务费用率(%)	(4.8)	(4.6)	(2.7)	(2.0)	(1.8)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7
每股净资产(最新摊薄)	4.2	4.3	4.5	4.7	5.0
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	32.4	33.1	28.3	23.7	20.7
P/B(最新摊薄)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	25.1	19.8	15.7	12.3	10.1
价格/现金流(倍)	32.8	33.5	17.1	19.2	12.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371