

量价稳步增长，高端化进程持续推进

——珠江啤酒（002461）点评报告

买入（维持）

2023 年 10 月 18 日

报告关键要素：

10 月 16 日，公司发布 2023 年第三季度报告。报告显示，公司前三季度实现营业总收入 45.51 亿元（YoY+10.71%），实现归母净利润 6.43 亿元（YoY+12.78%），实现扣非归母净利润 6.04 亿元（YoY+14.79%）。其中，23Q3 实现营业总收入 17.78 亿元（YoY+5.94%），实现归母净利润 2.77 亿元（YoY+8.03%），实现扣非归母净利润 2.68 亿元（YoY+11.67%）。

投资要点：

毛利率及净利率均有所提升，管理费用率略有增加。公司前三季度毛利率/净利率分别为 45.57%/14.52%，同比+1.68pcts/+0.40pct；23Q3 毛利率/净利率分别为 45.74%/15.90%，同比+0.81pct/+0.56pct，盈利能力有所提升。公司前三季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 13.70%/6.50%/2.81%，同比+0.11pct/+0.44pct/-0.48pct。2023Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 13.09%/5.98%/2.16%，同比-0.29pct/+0.59pct/-1.11pcts。

量价齐升，高端化进程稳步推进。从量上看，23Q3 受益于消费场景复苏及高温炎热天气催化，公司实现啤酒销量 46.15 万吨，同比增长 1.43%；从价上看，23Q3 公司吨价为 3852.65 元/吨，同比增长 4.40%，主要系公司不断推进高端化进程，产品结构持续升级。

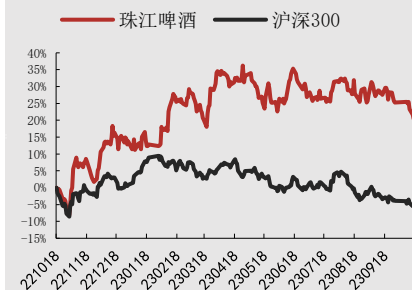
新增生产线推产品动结构升级，持续优化产能布局。近年来公司持续优化产品结构，中高端产品销量稳步增长，珠三角区域的瓶装纯生、易拉罐啤酒销量呈现逐年增长的良好趋势，但公司在珠三角的酿造产能及易拉罐产能预计较难满足市场需求，存在明显的产能缺口。公司公告称计划投资 9.3 亿元，新增 30 万吨啤酒酿造能力、一条 7.2 万罐/小时的易拉罐啤酒生产线、一条 4 万瓶/小时的瓶装啤酒生产线，项目建设期预计 24 个月，达产后计划新增啤酒年产量约 16 万吨。项目投产后可进一步优化公司的产能布局、促进市场开拓、增强盈利能力，有利于缓解公司在珠三角区域的产能供应紧张局面。

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，但总体来看啤酒消费复苏不及预期，公司三季度业绩增速有所下滑。根据公司三季度报告最新数据下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净

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）	8.36
总市值（亿元）	185.03
流通A股市值（亿元）	185.03

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

业绩稳健增长，高端化进程顺利

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

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

李晨崑

电话：18079728929

邮箱：licw@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4928.14	5335.64	5748.31	6133.74
增长率（%）	8.60	8.27	7.73	6.71
归母净利润（百万元）	598.26	684.67	767.76	891.10
增长率（%）	-2.11	14.44	12.13	16.07
每股收益（元）	0.27	0.31	0.35	0.40
市盈率（倍）	30.93	27.03	24.10	20.76
市净率（倍）	1.92	1.84	1.71	1.59

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

利润为 6.85/7.68/8.91 亿元（更新前 2023-2025 年归母净利润为 6.95/7.92/9.95 亿元），同比增长 14.44%/12.13%/16.07%，对应 EPS 为 0.31/0.35/0.40 元/股，10 月 17 日股价对应 PE 为 27/24/21 倍，目前估值尚处低位，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	5336	5748	6134
同比增速 (%)	8.60	8.27	7.73	6.71
营业成本	2837	2879	3042	3240
毛利	2091	2457	2707	2893
营业收入 (%)	42.44	46.04	47.09	47.17
税金及附加	439	484	517	554
营业收入 (%)	8.91	9.07	8.99	9.03
销售费用	738	800	862	920
营业收入 (%)	14.97	15.00	15.00	15.00
管理费用	340	400	431	399
营业收入 (%)	6.90	7.50	7.50	6.50
研发费用	166	160	183	190
营业收入 (%)	3.37	3.00	3.18	3.09
财务费用	-226	-55	-51	-54
营业收入 (%)	-4.60	-1.03	-0.89	-0.88
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	87	93	100
投资收益	2	4	3	4
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	34	19	30
营业利润	708	813	909	1057
营业收入 (%)	14.36	15.24	15.82	17.23
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	706	813	909	1057
营业收入 (%)	14.33	15.24	15.82	17.23
所得税费用	101	115	129	150
净利润	606	698	780	907
营业收入 (%)	12.29	13.08	13.57	14.78
归属于母公司的净利润	598	685	768	891
同比增速 (%)	-2.11	14.44	12.13	16.07
少数股东损益	7	13	12	16
EPS（元/股）	0.27	0.31	0.35	0.40

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.27	0.31	0.35	0.40
BVPS	4.35	4.53	4.88	5.27
PE	30.93	27.03	24.10	20.76
PEG	-14.62	1.87	1.99	1.29
PB	1.92	1.84	1.71	1.59
EV/EBITDA	16.47	13.65	11.77	10.54
ROE	6.22%	6.83%	7.11%	7.63%
ROIC	3.64%	5.07%	5.41%	5.78%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6713	6795	7289	7109
交易性金融资产	293	293	293	293
应收票据及应收账款	19	35	31	47
存货	1803	2119	1818	2494
预付款项	24	19	23	23
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	58	57	59	57
流动资产合计	8910	9318	9513	10023
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2680	2720	2893	3170
在建工程	417	460	868	1168
无形资产	1371	1581	1676	1829
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	358	368	363	366
其他非流动资产	211	218	227	235
资产总计	13946	14667	15540	16791
短期借款	992	1106	1212	1322
应付票据及应付账款	516	574	541	667
预收账款	0	0	0	0
合同负债	636	728	725	796
应付职工薪酬	141	151	155	168
应交税费	80	74	87	89
其他流动负债	1936	2045	2182	2318
流动负债合计	3309	3573	3690	4037
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	28	26	24	23
其他非流动负债	940	972	956	964
负债合计	4277	4571	4671	5024
归属于母公司的所有者权益	9618	10032	10792	11674
少数股东权益	52	65	77	93
股东权益	9669	10097	10869	11766
负债及股东权益	13946	14667	15540	16791

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	592	793	1417	797
投资	-216	-14	-15	-15
资本性支出	-424	-536	-951	-1030
其他	179	4	3	4
投资活动现金流净额	-461	-546	-962	-1040
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	31	-16	8
筹资活动现金流净额	-227	-166	40	62
现金净流量	-96	81	495	-181

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