

量价齐增，盈利能力有望改善

2024 年 03 月 31 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业总收入 53.78 亿元，同比+9.13%；归母净利润 6.24 亿元，同比+4.22%；扣非归母净利润 5.57 亿元，同比+4.63%。经测算，23Q4 公司实现营业总收入 8.27 亿元，同比+1.16%；归母净利润-0.20 亿元，22Q4 为 0.28 亿元；23Q4 扣非归母净利润-0.47 亿元，22Q4 为 0.06 亿元。

➤ **销量表现优于行业，产品结构持续优化驱动吨价提升。** 2023 年公司销量达 140.28 万千升，同比+4.79% (vs 行业规上企业产量同比增 0.3%)。结构端看，中档/大众化产品营收分别同比-3.59%/+5.32%，占比分别同比-3.48/-0.2pct，而高档产品营收同比增 15.12%，占比同比+3.68pct，销量同比增 15.96%，预计大单品 97 纯生依托餐饮渠道拓展维持良好增长。产品结构改善驱动公司吨价稳健提升，全年同比+3.76%。分地区看，核心市场华南营收同比+10.5%，市场基础持续夯实，其他地区市场营收同比-12.2%。分渠道，2023 年普通/商超/夜店/电商渠道营收分别同比+7.92%/+38.51%/+13.32%/+17.74%，公司积极拓展下游渠道，23 年底经销商数量达 1471 家，较 22 年净增加 270 家，其中广东地区净增加 152 家。单 23Q4，低基数下公司销量同比+4.04%，吨价略有下滑同比-2.76%，预计主因 22Q4 公共卫生事件影响下导致货折等费用有所节约，23Q4 费用兑付恢复正常。

➤ **吨价改善对冲成本压力，毛利率稳中有增。** 2023 年公司啤酒业务吨成本同比+3.7%，其中原材料吨成本同比+5.3%，直接人工/折旧/能源吨成本分别同比-0.5%/-11.3%/+0.9%。得益于吨价提升，2023 年公司毛利率达 42.82%，同比+0.38pct。费用端，2023 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.23/+0.53/+1.21/-0.56pcts，财务费用率增长较多主要系利息收入减少。综上，23 年扣非后归母净利率为 10.36%，同比-0.45pcts。单 23Q4 来，公司毛利率同比-7.4pct，销售/管理/财务/研发费用同比+1.51/+1.43/+1.45/-0.95pct，扣非净利率同比-6.44pct。

➤ **投资建议：短期看好高端化趋势&成本弹性，中期关注省外扩张。** 短期维度，纯生大单品成长较快，驱动公司量价维持较好表现，同时看好公司 2024 年大麦采购价格边际改善，盈利能力有望提升。中长期维度，公司在华南地区已具备较高品牌知名度和影响力，公司已启动珠江原浆体验店全国招商，打造品牌形象窗口，以省内市场为中心逐步辐射全国布局，省外市场拓展可期。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 58.19/62.44/66.43 亿元，同比增长 8.2%/7.3%/6.4%，归母净利润分别为 7.41/8.46/9.55 亿元，同比增长 18.8%/14.2%/13.0%，当前市值对应 PE 分别为 23/20/18X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动、中高端啤酒竞争加剧、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,378	5,819	6,244	6,643
增长率 (%)	9.1	8.2	7.3	6.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	624	741	846	955
增长率 (%)	4.2	18.8	14.2	13.0
每股收益 (元)	0.28	0.33	0.38	0.43
PE	28	23	20	18
PB	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.80 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

相关研究

- 珠江啤酒 (002461.SZ) 2023 年三季报点评：大单品延续较快增长，盈利能力持续增强-2023/10/17
- 珠江啤酒 (002461.SZ) 2023 年半年报点评：量价稳步增长，高端化进程延续-2023/08/26
- 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
- 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
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,378	5,819	6,244	6,643
营业成本	3,075	3,240	3,420	3,600
营业税金及附加	461	512	549	585
销售费用	817	884	949	997
管理费用	400	419	443	465
研发费用	151	163	175	186
EBIT	553	698	811	923
财务费用	-182	-189	-200	-217
资产减值损失	-17	-17	-17	-18
投资收益	4	4	4	5
营业利润	743	876	999	1,129
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	740	874	998	1,127
所得税	97	118	135	152
净利润	643	756	863	975
归属于母公司净利润	624	741	846	955
EBITDA	846	1,019	1,168	1,318

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,094	7,381	7,891	8,479
应收账款及票据	22	23	25	26
预付款项	24	23	24	26
存货	1,804	2,113	2,138	2,201
其他流动资产	187	188	189	189
流动资产合计	9,131	9,729	10,267	10,921
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,980	3,045	3,106	3,164
无形资产	1,322	1,322	1,321	1,320
非流动资产合计	5,387	5,456	5,570	5,631
资产合计	14,518	15,184	15,837	16,553
短期借款	1,598	1,598	1,598	1,598
应付账款及票据	624	628	663	698
其他流动负债	1,317	1,501	1,586	1,670
流动负债合计	3,540	3,728	3,848	3,966
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	938	937	936	934
非流动负债合计	938	937	936	934
负债合计	4,478	4,665	4,783	4,900
股本	2,213	2,213	2,213	2,213
少数股东权益	64	79	97	116
股东权益合计	10,040	10,519	11,053	11,653
负债和股东权益合计	14,518	15,184	15,837	16,553

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.13	8.20	7.30	6.40
EBIT 增长率	16.69	26.15	16.25	13.77
净利润增长率	4.22	18.82	14.15	12.98
盈利能力 (%)				
毛利率	42.82	44.32	45.22	45.82
净利润率	11.59	12.73	13.54	14.38
总资产收益率 ROA	4.29	4.88	5.34	5.77
净资产收益率 ROE	6.25	7.10	7.72	8.28
偿债能力				
流动比率	2.58	2.61	2.67	2.75
速动比率	2.06	2.03	2.10	2.19
现金比率	2.00	1.98	2.05	2.14
资产负债率 (%)	30.84	30.72	30.20	29.60
经营效率				
应收账款周转天数	1.52	1.46	1.46	1.46
存货周转天数	214.15	240.00	230.00	225.00
总资产周转率	0.38	0.39	0.40	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.33	0.38	0.43
每股净资产	4.51	4.72	4.95	5.21
每股经营现金流	0.37	0.46	0.62	0.67
每股股利	0.12	0.15	0.17	0.19
估值分析				
PE	28	23	20	18
PB	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.93	11.56	10.09	8.94
股息收益率 (%)	1.54	1.91	2.17	2.46

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	643	756	863	975
折旧和摊销	293	321	357	395
营运资金变动	11	-136	75	34
经营活动现金流	819	1,014	1,367	1,477
资本开支	-535	-387	-467	-451
投资	-196	0	0	0
投资活动现金流	-506	-383	-463	-447
股权募资	0	0	0	0
债务募资	88	-3	0	0
筹资活动现金流	-208	-343	-394	-442
现金净流量	105	287	510	588

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