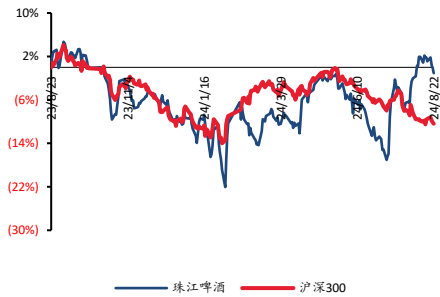


## 珠江啤酒：大单品放量助力结构升级，利润端弹性凸显

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	22.13/22.13
总市值/流通(亿元)	187.69/187.69
12个月内最高/最低价(元)	9.37/6.6

### 相关研究报告

<<珠江啤酒 2017 中报点评：销量近两位数增长，盈利能力逐季改善>>—  
2017-08-27

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

### 研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030019

**事件：**珠江啤酒发布 2024 半年报，2024H1 实现营收 29.86 亿元，同比+7.69%，归母净利润 5.00 亿元，同比+36.52%，扣非归母净利润 4.76 亿元，同比+41.72%。2024Q2 实现营收 18.78 亿元，同比+8.07%，归母净利润 3.79 亿元，同比+35.63%，扣非归母净利润 3.71 亿元，同比+40.61%。

**二季度量价齐升，97 纯生持续放量，推动吨价同比高增 6.7%。**二季度啤酒行业受到雨水天气以及餐饮走弱影响销量有所下滑，据国家统计局数据显示，2024 年 1-6 月中国规模以上啤酒企业累计产量 1908.8 万吨，同比增长 0.1%。2024H1 公司销量/吨价分别为 69.85 万吨/4116 元/吨，同比+1.4%/+6.7%，销量增速好于行业，97 纯生放量增长带动吨价提升超预期。分结构，2024H1 高档/中档/大众化产品分别实现收入 20.40/6.48/1.87 亿元，同比+17.19%/-13.40%/+11.95%，高档收入占比达 70.95%，同比提升 5.4pct。以零度为主的中档酒上半年销量预计双位数下滑，高档啤酒销量同比增长 14.3%，根据渠道调研，预计纯生系列销量占比超过 55%，97 纯生增长超过 30%。97 纯生通过保持较高的奖盖投放、完善数字化系统等方式推动增长，同时抢占了竞品的部分市场份额。97 纯生是上市第 5 年正处成长期的大单品，同价位竞品相对老化之下看好势能持续释放。分区域，2024H1 华南/其他地区收入 27.83/2.03 亿元，同比+8.53%/-2.64%，广东省内增长有韧性，省外北方区域表现相对疲软。分渠道，2024H1 普通/商超/夜场/电商分别实现收入 27.24/0.84/0.45/0.22 亿元，同比+7.80%/+36.74%/-6.73%/+13.21%，商超渠道增长较快，夜店渠道承压。截至 2024Q2 末广东/其他地区经销商数量 637/963 家，环比年初净增加+33/+96 家，公司以广交会、糖酒会、招商会等多种渠道开展全国招商，珠江原浆体验店布局突破 400 家，营销外延式发展步伐持续加快。

**降本增效明显，二季度净利率创历史新高。**成本端，2024H1 吨成本下降 0.8%至 2179 元/吨，主要系吨折旧及吨人工成本下滑。2024H1 公司毛利率达 49.03%，同比+3.6pct，2024Q2 公司毛利率达 53.11%，同比+4.9pct，毛利率上升预计主因产品结构升级以及成本优化所致。2024Q2 税金及附加/销售/管理费用率分别为 7.97%/13.06%/5.39%，同比-0.37/-0.28/-0.5pct，公司费用率优化明显，降本增效明显。2024H1 归母净利率/扣非归母净利率达 17.10%/15.93%，同比+3.5/+3.8pct，2024Q2 归母净利率/扣非归母净利率达 20.49%/19.78%，同比+4.0/+4.6pct，公司产品结构推升以及成本费用持续优化，利润端充分释放弹性。

**投资建议：**预计 2024-2026 年收入增速 8%/8%/7%，归母净利润增速分别为 41%/18%/13%，EPS 分别为 0.40/0.47/0.53 元，对应 PE 分别为 21x/18x/16x，按照 2024 年业绩给予 23 倍，目标价 9.20 元，给予“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,378	5,795	6,252	6,670
营业收入增长率(%)	9.13%	7.76%	7.88%	6.68%
归母净利（百万元）	624	877	1,039	1,174
净利润增长率(%)	4.22%	40.67%	18.41%	13.08%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.40	0.47	0.53
市盈率（PE）	28.21	21.40	18.07	15.98

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,713	7,094	8,018	9,228	10,636
应收和预付款项	42	47	44	49	52
存货	1,803	1,804	1,862	1,937	2,019
其他流动资产	351	187	188	189	188
流动资产合计	8,910	9,131	10,112	11,403	12,896
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	18	49	62	79	99
固定资产	2,680	2,980	2,961	2,971	3,042
在建工程	417	473	606	748	859
无形资产开发支出	1,371	1,322	1,447	1,465	1,497
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9,462	9,694	10,671	11,968	13,467
资产总计	13,948	14,518	15,747	17,231	18,964
短期借款	992	1,598	1,877	2,205	2,609
应付和预收款项	516	624	574	606	650
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	2,771	2,255	2,359	2,421	2,500
负债合计	4,278	4,478	4,809	5,231	5,759
股本	2,213	2,213	2,213	2,213	2,213
资本公积	4,505	4,505	4,505	4,505	4,505
留存收益	2,897	3,255	4,132	5,170	6,345
归母公司股东权益	9,618	9,976	10,853	11,891	13,066
少数股东权益	52	64	85	108	139
股东权益合计	9,669	10,040	10,938	12,000	13,205
负债和股东权益	13,948	14,518	15,747	17,231	18,964

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	592	819	1,159	1,297	1,458
投资性现金流	-461	-506	-481	-414	-454
融资性现金流	-227	-208	247	328	404
现金增加额	-96	105	925	1,210	1,408

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,928	5,378	5,795	6,252	6,670
营业成本	2,837	3,075	2,961	3,139	3,305
营业税金及附加	439	461	493	500	534
销售费用	738	817	823	869	900
管理费用	340	400	423	438	467
财务费用	-226	-182	0	0	0
资产减值损失	-16	-17	3	3	3
投资收益	2	4	5	4	5
公允价值变动	6	9	0	0	0
营业利润	708	743	1,041	1,231	1,393
其他非经营损益	-2	-3	0	0	0
利润总额	706	740	1,041	1,231	1,393
所得税	101	97	144	169	188
净利润	606	643	898	1,062	1,205
少数股东损益	7	20	21	23	31
归母股东净利润	598	624	877	1,039	1,174

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	42.44%	42.82%	48.91%	49.78%	50.44%
销售净利率	12.14%	11.59%	15.14%	16.61%	17.61%
销售收入增长率	8.60%	9.13%	7.76%	7.88%	6.68%
EBIT 增长率	7.75%	16.69%	88.24%	18.16%	13.22%
净利润增长率	-2.11%	4.22%	40.67%	18.41%	13.08%
ROE	6.22%	6.25%	8.08%	8.73%	8.99%
ROA	4.29%	4.29%	5.57%	6.03%	6.19%
ROIC	3.64%	4.13%	7.00%	7.47%	7.61%
EPS (X)	0.27	0.28	0.40	0.47	0.53
PE (X)	29.67	28.21	21.40	18.07	15.98
PB (X)	1.84	1.75	1.73	1.58	1.44
PS (X)	3.60	3.25	3.24	3.00	2.81
EV/EBITDA (X)	16.47	14.19	9.81	8.01	6.60

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。