

珠江啤酒 (002461.SZ)

2025年第一季度销量双位数增长，盈利能力延续改善

优于大市

核心观点

珠江啤酒披露2024年年度报告及2025年第一季度报告，2024年营业总收入57.3亿元，同比+6.6%；归母净利润8.1亿元，同比+29.9%；扣非归母净利润7.6亿元，同比+36.8%。2025年第一季度营业总收入12.3亿元，同比+10.7%；归母净利润1.6亿元，同比+29.8%；扣非归母净利润1.5亿元，同比+39.4%。

2024年啤酒业务量价齐升，中高档产品销量增速显著快于平均。2024年啤酒销量144.0万吨，同比+2.6%，销量增速高于啤酒行业平均水平，啤酒吨价同比+4.3%，主要系公司高档价格带大单品97纯生的放量对于销量及吨价的拉动效果明显。2024年中高端产品销量增速14.0%，显著高于整体销量增速，显示公司产品结构实现较大幅度优化。

受益于产品结构优化叠加成本下行，2024年公司盈利能力提升明显。2024年毛利率46.3%，系产品结构升级及原材料成本下行共同影响所致，啤酒吨成本同比-2.4%。全年盈利能力改善，归母净利率/扣非归母净利率分别为14.1%/13.3%，同比+2.5/+2.9 p.p.。

2025年第一季度销量实现双位数增长，盈利能力延续改善。2025年第一季度销量29.5万千升，同比+11.7%。2024年第四季度公司渠道库存去化至低位，2025年首季进入补库存周期，叠加97纯生维持强成长势能，帮助公司在第一季度销量实现突破性的双位数增长，显著高于啤酒行业平均水平。千升酒收入同比-0.9%，预计与货折增多有关。利润端，受益于啤酒原料价格下行且公司强化采购管理，千升酒成本同比-5.8%，此外，规模效益放大且“降本提质增效”专项行动帮助公司提升费用使用效率，2025年第一季度归母净利率/扣非归母净利率12.8%/11.9%，同比+1.9/+2.4 p.p.。

盈利预测与投资建议：考虑到公司核心单品97纯生渠道渗透能力持续提升，且内部管理优化加速效益释放，我们上调2025-2026年盈利预测，并新增2027年盈利预测：预计2025-2027年公司实现营业总收入61.3/65.1/68.8亿元（2025/2026年前预测值60.6/63.9亿元），同比+6.9%/+6.2%/+5.8%；实现归母净利润9.7/10.9/12.1亿元（2025/2026年前预测值9.1/10.2亿元），同比+19.6%/+12.1%/+11.0%；当前股价对应PE分别为24/22/20倍。看好公司高档产品持续较快增长，公司在广东省市场有望获得份额持续提升，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增速受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,378	5,731	6,127	6,506	6,882
(+/-%)	9.1%	6.6%	6.9%	6.2%	5.8%
归母净利润(百万元)	624	810	969	1086	1206
(+/-%)	4.2%	30.0%	19.6%	12.1%	11.0%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.44	0.49	0.54
EBIT Margin	8.8%	12.5%	14.5%	15.5%	16.5%
净资产收益率(ROE)	6.3%	7.7%	8.9%	9.6%	10.2%
市盈率(PE)	38.0	29.2	24.4	21.8	19.6
EV/EBITDA	36.9	28.7	22.6	20.4	18.6
市净率(PB)	2.37	2.25	2.17	2.09	2.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

10.70元

收盘价

23683/23683百万元

总市值/流通市值

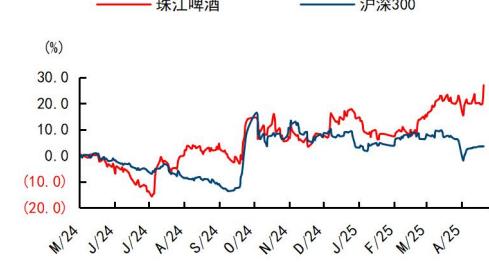
10.90/6.99元

52周最高价/最低价

88.31百万元

近3个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《珠江啤酒(002461.SZ)-第三季度销量增速优于行业，千升酒收入持续同比提升》——2024-10-29

《珠江啤酒(002461.SZ)-广东区域啤酒龙头，产品结构提升、盈利能力改善》——2024-09-09

珠江啤酒披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告, 2024 年营业总收入 57.3 亿元, 同比+6.6%; 归母净利润 8.1 亿元, 同比+29.9%; 扣非归母净利润 7.6 亿元, 同比+36.8%。2025 年第一季度营业总收入 12.3 亿元, 同比+10.7%; 归母净利润 1.6 亿元, 同比+29.8%; 扣非归母净利润 1.5 亿元, 同比+39.4%。

2024 年啤酒业务量价齐升, 中高档产品销量增速显著快于平均。2024 年啤酒销量 144.0 万吨, 同比+2.6%, 销量增速高于啤酒行业平均水平, 啤酒吨价同比+4.3%, 主要系公司高档价格带大单品 97 纯生的放量对于销量及吨价的拉动效果明显。2024 年中高端产品销量增速 14.0%, 显著高于整体销量增速, 显示公司产品结构实现较大幅度优化。分档次看, 高档 / 中档 / 大众化产品收入分别+14.0%/-11.4%/+13.5%, 收入占比分别为 68.1%/21.6%/6.4%, 高档产品收入占比同比提升 4.4 p. p.。2024 年第四季度销量同比+2.1%, 增速环比第三季度略有下降, 主要系公司进行库存清理所致。

受益于产品结构优化叠加成本下行, 2024 年公司盈利能力提升明显。2024 年毛利率 46.3%, 系产品结构升级及原材料成本下行共同影响所致, 啤酒吨成本同比-2.4%。销售、管理、研发费用率同比变化不大。因利息收入同比有所下降, 财务费用率同比+0.5 p. p.。全年盈利能力改善, 归母净利率/扣非归母净利率分别为 14.1%/13.3%, 同比+2.5%/-2.9 p. p.。2024 年第四季度公司实现扭亏为盈, 主因成本下行带动毛利率同比+1.1 p. p., 以及有力的费用控制使得销售费用率同比-7.5 p. p.。

2025 年第一季度销量实现双位数增长, 盈利能力延续改善。2025 年第一季度销量 29.5 万千升, 同比+11.7%。2024 年第四季度渠道库存去化至低位, 2025 年首季进入补库存周期, 叠加 97 纯生维持强成长势能, 帮助公司一季度销量实现突破性的双位数增长, 显著高于啤酒行业平均水平。千升酒收入同比-0.9%, 预计与货折增多有关。利润端, 2025 年第一季度毛利率 45.0%, 同比+2.9 p. p., 主因啤酒原料价格下行且公司加强了采购管理, 千升酒成本同比-5.8%。销售费用率 15.8%, 同比-0.8 p. p., 得益于规模效益放大且“降本提质增效”专项行动帮助公司提升费用使用效率。管理费用率/研发费用率/财务费用率同比-0.2%/-0.1%/-0.2 p. p.。2025 年第一季度归母净利率/扣非归母净利率 12.8%/11.9%, 同比+1.9%/-2.4 p. p., 盈利能力提升幅度较大。

97 纯生有望延续较高成长性, 提质增效促进效益释放。展望 2025 年, 公司持续推进营销改革, 核心单品 97 纯生有望继续加强市场渗透, 为公司高端化发展提供强驱动力。渠道端, 公司敏锐捕捉到新渠道兴起趋势, 强化传统电商、直播电商、即时达平台和全国零食连锁等新渠道的布局, 并加强终端精细化运营能力, 巩固在广东市场的领先地位。产品端, 公司推出珠江 P9、珠江 1985 等新品进一步丰富产品矩阵, 为渠道扩张加持。此外, 公司内部完善制度体系建设, 优化管理、提升效率。综上, 我们预计公司目前处于利润快速释放时期。

盈利预测与投资建议:考虑到公司核心单品 97 纯生渠道渗透能力持续提升, 且内部管理优化加速效益释放, 我们上调 2025-2026 年盈利预测, 并新增 2027 年盈利预测: 预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 61.3/65.1/68.8 亿元 (2025/2026 年前预测值 60.6/63.9 亿元), 同比+6.9%/-6.2%/-5.8%; 实现归母净利润 9.7/10.9/12.1 亿元 (2025/2026 年前预测值 9.1/10.2 亿元), 同比+19.6%/-12.1%/-11.0%; EPS 分别为 0.44/0.49/0.54 元; 当前股价对应 PE 分别为 24/22/20 倍。看好公司高档产品持续较快增长, 公司在广东省市场有望获得份额持续提升, 维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,056	6,388	-	6,127	6,506	6,882	71	118	-
收入同比增速%	5.6%	5.5%	-	6.9%	6.2%	5.8%	1.3%	0.7%	-
毛利率%	47.0%	47.8%	-	48.1%	48.9%	49.5%	1.1%	1.1%	-
销售费用率%	15.2%	15.1%	-	14.8%	14.7%	14.6%	-0.4%	-0.4%	-
归母净利率%	15.0%	15.9%	-	15.8%	16.7%	17.5%	0.9%	0.8%	-
归母净利润（百万元）	905	1,018	-	969	1,086	1,206	63	68	-
归母净利润同比增速%	13.1%	12.5%	-	19.6%	12.1%	11.0%	6.5%	-0.4%	-
EPS（元）	0.41	0.46	-	0.44	0.49	0.54	0.03	0.03	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2025年4月25日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS			PE	总市值	投资评级
				2025E	2026E	2025E			
002461.SZ	珠江啤酒	28.0	10.70	0.44	0.49	24.4	21.8	237	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	24.3	77.41	3.58	3.80	21.6	20.4	1,056	优于大市
0291.HK	华润啤酒	17.4	25.89	1.63	1.77	15.9	14.6	840	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	24.6	56.62	2.62	2.73	21.6	20.7	274	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	32.6	12.94	0.51	0.60	25.3	21.6	365	优于大市

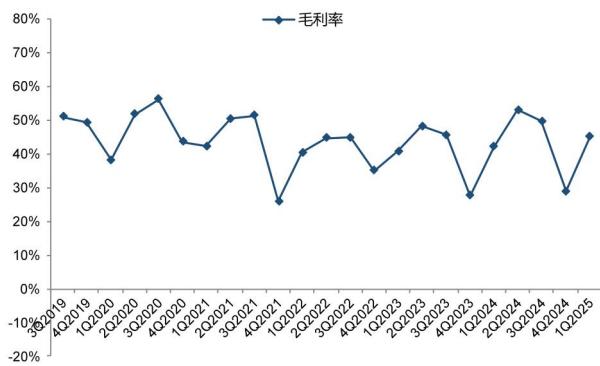
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以RMB计

图1：单季度营业收入及增速

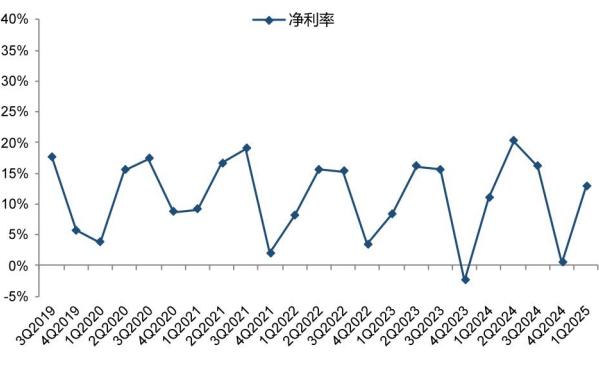

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7094	8198	8725	9211	9839	营业收入	5378	5731	6127	6506	6882
应收款项	26	28	29	30	32	营业成本	3075	3077	3178	3323	3477
存货净额	1804	660	740	774	810	营业税金及附加	461	479	515	547	578
其他流动资产	51	42	43	46	48	销售费用	817	853	907	956	1005
流动资产合计	9131	9089	9556	10081	10749	管理费用	400	425	527	548	568
固定资产	3453	3907	4044	4169	4164	研发费用	151	179	187	195	193
无形资产及其他	1322	2208	2195	2181	2169	财务费用	(182)	(165)	(174)	(184)	(197)
投资性房地产	612	704	754	781	805	投资收益	9	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(17)	(11)	(15)	(15)	(15)
资产总计	14518	15908	16548	17211	17887	其他收入	(57)	(100)	(18)	(22)	(15)
短期借款及交易性金融负债	1598	2450	2550	2600	2650	营业利润	743	951	1141	1280	1421
应付款项	1086	1076	1115	1175	1239	营业外净收支	(3)	2	1	1	1
其他流动负债	856	941	953	998	1035	利润总额	740	953	1142	1281	1422
流动负债合计	3540	4467	4618	4773	4924	所得税费用	97	122	148	166	185
长期借款及应付债券	0	0	25	50	75	少数股东损益	20	21	25	28	31
其他长期负债	938	864	899	941	976	归属于母公司净利润	624	810	969	1086	1206
非流动负债合计	938	864	924	991	1051	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4478	5331	5541	5764	5974	净利润	624	810	969	1086	1206
少数股东权益	64	67	80	95	110	资产减值准备	2	(6)	5	0	0
股东权益	9976	10510	10927	11352	11803	折旧摊销	290	295	407	433	462
负债和股东权益总计	14518	15908	16548	17211	17887	公允价值变动损失	17	11	15	15	15
						财务费用	(182)	(165)	(174)	(184)	(197)
						营运资本变动	(425)	1053	4	110	95
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	其它	312	(1095)	(154)	(157)	(166)
每股收益	0.28	0.37	0.44	0.49	0.54	经营活动现金流	819	1069	1246	1488	1612
每股红利	0.12	0.17	0.21	0.25	0.27	资本开支	(538)	(555)	(560)	(560)	(460)
每股净资产	4.51	4.75	4.94	5.13	5.33	其它投资现金流	31	(1896)	140	0	0
ROIC	5.46%	6.55%	10%	20%	22%	投资活动现金流	(506)	(2451)	(420)	(560)	(460)
ROE	6.25%	7.71%	9%	10%	10%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	43%	46%	48%	49%	49%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	12%	14%	16%	16%	支付股利、利息	(293)	(305)	(386)	(477)	(557)
EBITDA Margin	14%	18%	21%	22%	23%	其它融资现金流	85	719	87	35	34
收入增长	9%	7%	7%	6%	6%	融资活动现金流	(208)	414	(299)	(442)	(523)
净利润增长率	4%	30%	20%	12%	11%	现金净变动	105	(968)	527	486	628
资产负债率	31%	34%	34%	34%	34%	货币资金的期初余额	1417	1521	553	1081	1566
股息率	1.2%	1.6%	2.0%	2.3%	2.5%	货币资金的期末余额	1521	553	1081	1566	2195
P/E	38.0	29.2	24.4	21.8	19.6	企业自由现金流	(261)	1418	623	862	1083
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	权益自由现金流	(261)	1418	874	1072	1305
EV/EBITDA	36.9	28.7	22.6	20.4	18.6						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032