珠江啤酒（002461.SZ）

优于大市

2025年上半年啤酒业务量价齐升，盈利能力延续改善

核心观点

珠江啤酒公布2025年半年度业绩：1H25实现营业总收入32.0亿元，同比+7.1%；实现归母净利润6.1亿元，同比+22.5%；实现扣非归母净利润5.9亿元，同比+23.3%。

啤酒业务量价齐升，97纯生带动高档酒收入较快增长。1H25啤酒业务收入同比+7.8%，其中销量同比+5.1%，吨价同比+2.6%，主要得益于高端产品97纯生放量。分档次看，高档/中档/大众化产品收入分别同比+15.9%/-17.5%/+7.5%，收入占比分别为73.9%/16.7%/6.3%，高档酒收入占比进一步提升，高档产品销量同比+14.16%，增量主要由97纯生大单品贡献。分区域看，华南/其他地区收入同比+8.4%/-11.4%，广东省外市场尚待发力，广东省内市场渠道拓展进程显著。2Q25销量同比+1.1%，千升酒收入+3.8%，Q2销量增速放缓主要受到需求疲软的拖累。非啤酒业务收入同比-11.6%，主要受到租赁餐饮服务收入下降拖累。

产品结构升级叠加成本节省、利息收入增加，盈利能力延续提升。1H25啤酒业务毛利率同比+3.3pt，主要来自于产品结构升级与成本节约的双重作用。受益于高档酒收入、销量占比提升，吨价同比+2.6%；受益于原料成本下行及公司内部提升生产效率，吨成本同比-3.8%，其中单吨酒原材料/折旧/能源成本同比-3.0%/-7.1%/-24.5%。费用方面，销售/管理/研发费用率同比-0.1/+0.3/-0.1pt，变化不大，其中广告宣传费用率同比提升约0.9pt。财务费用率同比-0.5pt，主要系利息收入同比增加近2000万元。1H25归母净利率同比+2.4pt，盈利能力延续提升。

盈利预测与投资建议：考虑到高档产品持续表现强势，对吨价及盈利能力的提升效果较好，我们小幅上调2025-2027年盈利预测：预计2025-2027年公司实现营业总收入61.3/66.2/70.7亿元（前预测值61.3/65.1/68.8亿元）同比+7.0%/+7.9%/+6.9%；实现归母净利润9.9/11.5/12.8亿元（前预测值9.7/10.9/12.1亿元），同比+22.1%/+16.6%/+10.9%；EPS分别为0.45/0.52/0.58元；当前股价对应PE分别为24/20/18倍。目前97纯生大单品延续增势，已在广东市场8-10元细分价格带形成品牌影响力，且公司积极完善产品矩阵，推出97纯生970ml大瓶装、珠江啤酒1985、珠江P9等产品，为进一步的渠道扩张加持。同时公司主要竞争对手在广东市场处于调整阶段，珠江啤酒有望持续扩大竞争优势，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。

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	6,133	6,617	7,073
(+/-%)	9.1%	6.6%	7.0%	7.9%	6.9%
归母净利润(百万元)	624	810	990	1154	1279
(+/-%)	4.2%	30.0%	22.1%	16.6%	10.9%
每股收益（元）	0.28	0.37	0.45	0.52	0.58
EBIT Margin	8.8%	12.5%	14.9%	16.4%	17.3%
净资产收益率（ROE）	6.3%	7.7%	9.0%	10.1%	10.7%
市盈率（PE）	37.6	28.9	23.7	20.3	18.3
EV/EBITDA	36.6	28.5	22.0	19.2	17.2
市净率（PB）	2.35	2.23	2.14	2.05	1.96

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
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：杨苑
021-60933124
yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.77元
总市值/流通市值	23838/23838百万元
52周最高价/最低价	12.29/8.13元
近3个月日均成交额	119.21百万元

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）-2025年第一季度销量双位数增长，盈利能力延续改善》——2025-04-26

《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

珠江啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 32.0 亿元，同比+7.1%；实现归母净利润 6.1 亿元，同比+22.5%；实现扣非归母净利润 5.9 亿元，同比+23.3%。

啤酒业务量价齐升，97 纯生带动高档酒收入较快增长。1H25 啤酒业务收入同比+7.8%，其中销量同比+5.1%，吨价同比+2.6%，主要得益于高端产品 97 纯生放量。分档次看，高档/中档/大众化产品收入分别同比+15.9%/-17.5%/+7.5%，收入占比分别为 73.9%/16.7%/6.3%，高档酒收入占比进一步提升，高档产品销量同比+14.16%，增量主要由 97 纯生大单品贡献。分区域看，华南/其他地区收入同比+8.4%/-11.4%，广东省外市场尚待发力，广东省内市场渠道拓展进程显著。2Q25 销量同比+1.1%，千升酒收入+3.8%，Q2 销量增速放缓主要受到需求疲软的拖累。非啤酒业务收入同比-11.6%，主要受到租赁餐饮服务收入下降拖累。

产品结构升级叠加成本节省、利息收入增加，盈利能力延续提升。1H25 啤酒业务毛利率同比+3.3pt，主要来自于产品结构升级与成本节约的双重作用。受益于高档酒收入、销量占比提升，吨价同比+2.6%；受益于原料成本下行及公司内部提升生产效率，吨成本同比-3.8%，其中单吨酒原材料/折旧/能源成本同比-3.0%/-7.1%/-24.5%。费用方面，销售/管理/研发费用率同比-0.1/+0.3/-0.1pt，变化不大，其中广告宣传费用率同比提升约 0.9pt。财务费用率同比-0.5pt，主要系利息收入同比增加近 2000 万元。1H25 归母净利率同比+2.4pt，盈利能力延续提升。

盈利预测与投资建议：考虑到高档产品持续表现强势，对吨价及盈利能力的提升效果较好，我们小幅上调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 61.3/66.2/70.7 亿元（前预测值 61.3/65.1/68.8 亿元），同比+7.0%/+7.9%/+6.9%；实现归母净利润 9.9/11.5/12.8 亿元（前预测值 9.7/10.9/12.1 亿元），同比+22.1%/+16.6%/+10.9%；EPS 分别为 0.45/0.52/0.58 元；当前股价对应 PE 分别为 24/20/18 倍。目前 97 纯生大单品延续增势，已在广东市场 8-10 元细分价格带形成品牌影响力，且公司积极完善产品矩阵，推出 97 纯生 970ml 大瓶装、珠江啤酒 1985、珠江 P9 等产品，为进一步的渠道扩张加持。同时公司主要竞争对手在广东市场处于调整阶段，珠江啤酒有望持续扩大竞争优势，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）	6,127	6,506	6,882	6,133	6,617	7,073	6	110	191
收入同比增速%	6.9%	6.2%	5.8%	7.0%	7.9%	6.9%	0.1%	1.7%	1.1%
毛利率%	48.1%	48.9%	49.5%	48.5%	49.7%	50.2%	0.4%	0.7%	0.7%
销售费用率%	14.8%	14.7%	14.6%	14.8%	14.6%	14.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%
归母净利率%	15.8%	16.7%	17.5%	16.1%	17.4%	18.1%	0.3%	0.7%	0.6%
归母净利润（百万元）	969	1,086	1,206	990	1,154	1,279	21	67	73
归母净利润同比增速%	19.6%	12.1%	11.0%	22.1%	16.6%	10.9%	2.5%	4.5%	-0.1%
EPS（元）	0.44	0.49	0.54	0.45	0.52	0.58	0.01	0.03	0.03

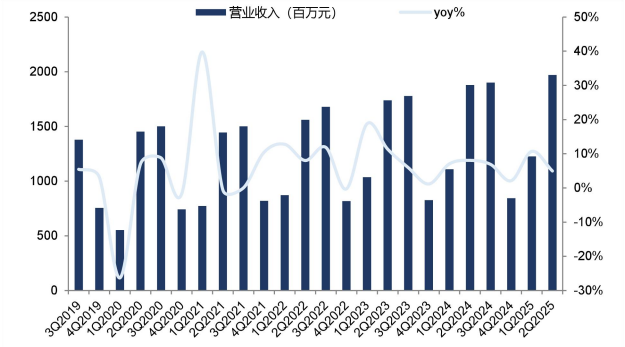
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2025 年 8 月 28 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E	亿元	
002461.SZ	**珠江啤酒**	**27.7**	**10.59**	**0.45**	**0.52**	**23.7**	**20.3**	**234**	**优于大市**
600600.SH	青岛啤酒	20.3	68.41	3.48	3.76	19.6	18.2	933	优于大市
0291.HK	华润啤酒	14.1	25.78	1.82	1.84	14.2	14.0	836	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	24.7	55.06	2.61	2.70	21.1	20.4	266	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	25.1	12.47	0.56	0.67	22.4	18.7	351	优于大市

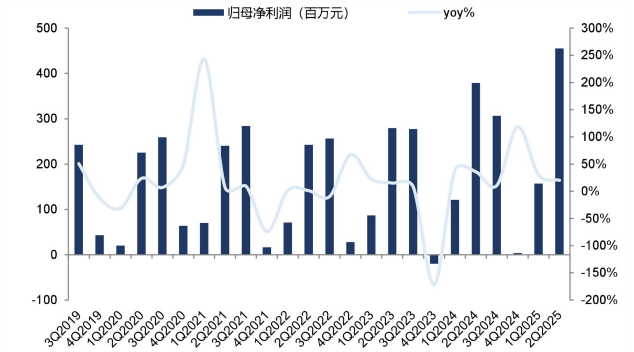
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1：单季度营业收入及增速



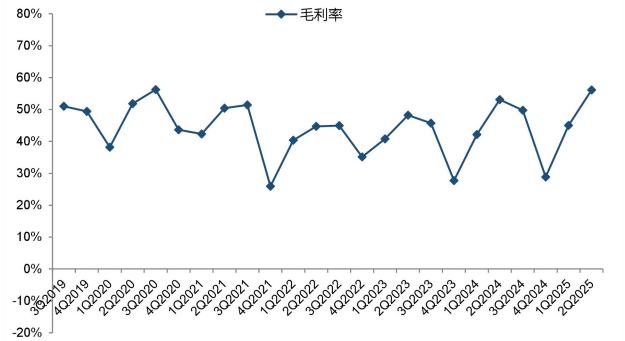
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



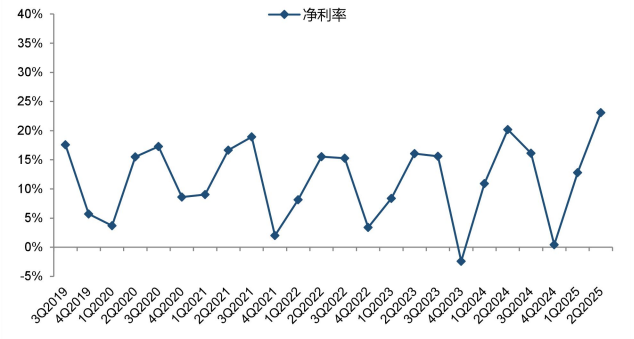
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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
现金及现金等价物	7094	8198	8709	9242	9460
应收款项	26	28	29	31	33
存货净额	1804	660	735	776	820
其他流动资产	51	42	43	46	50
流动资产合计	**9131**	**9089**	**9536**	**10115**	**10382**
固定资产	3453	3907	4044	4173	4173
无形资产及其他	1322	2208	2195	2181	2169
投资性房地产	612	704	754	794	828
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**14518**	**15908**	**16529**	**17264**	**17552**
短期借款及交易性金融负债	1598	2450	2550	2600	2200
应付款项	1086	1076	1107	1177	1254
其他流动负债	856	941	949	1004	1052
流动负债合计	**3540**	**4467**	**4606**	**4781**	**4506**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	938	864	895	946	991
非流动负债合计	**938**	**864**	**895**	**946**	**991**
负债合计	**4478**	**5331**	**5501**	**5727**	**5497**
少数股东权益	64	67	81	96	112
股东权益	9976	10510	10947	11441	11942
负债和股东权益总计	**14518**	**15908**	**16529**	**17264**	**17552**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.28	0.37	0.45	0.52	0.58
每股红利	0.12	0.17	0.21	0.26	0.32
每股净资产	4.51	4.75	4.95	5.17	5.40
ROIC	5.46%	6.55%	10%	21%	23%
ROE	6.25%	7.71%	9%	10%	11%
毛利率	43%	46%	49%	50%	50%
EBIT Margin	9%	12%	15%	16%	17%
EBITDA Margin	14%	18%	21%	23%	24%
收入增长	9%	7%	7%	8%	7%
净利润增长率	4%	30%	22%	17%	11%
资产负债率	31%	34%	34%	34%	32%
股息率	1.2%	1.6%	2.0%	2.5%	3.0%
P/E	37.6	28.9	23.7	20.3	18.3
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA	36.6	28.5	22.0	19.2	17.2

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5378**	**5731**	**6133**	**6617**	**7073**
营业成本	3075	3077	3158	3331	3521
营业税金及附加	461	479	515	556	594
销售费用	817	853	908	966	1026
管理费用	400	425	527	556	582
研发费用	151	179	187	198	198
财务费用	(182)	(165)	(176)	(188)	(200)
投资收益	9	2	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(17)	(11)	(15)	(10)	(10)
其他收入	(57)	(100)	(13)	(20)	(25)
营业利润	743	951	1172	1365	1514
营业外净收支	(3)	2	1	1	1
利润总额	**740**	**953**	**1173**	**1366**	**1515**
所得税费用	97	122	158	183	203
少数股东损益	20	21	25	30	33
归属于母公司净利润	**624**	**810**	**990**	**1154**	**1279**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	624	810	990	1154	1279
资产减值准备	2	(6)	5	0	0
折旧摊销	290	295	407	433	462
公允价值变动损失	17	11	15	10	10
财务费用	(182)	(165)	(176)	(188)	(200)
营运资本变动	(425)	1053	(6)	130	120
其它	312	(1095)	(155)	(158)	(167)
经营活动现金流	**819**	**1069**	**1255**	**1569**	**1705**
资本开支	(538)	(555)	(560)	(560)	(460)
其它投资现金流	31	(1896)	140	0	0
投资活动现金流	**(506)**	**(2451)**	**(420)**	**(560)**	**(460)**
权益性融资	0	0	0	0	0
长期贷款增加	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(293)	(305)	(386)	(487)	(592)
其它融资现金流	85	719	63	11	(436)
融资活动现金流	**(208)**	**414**	**(323)**	**(476)**	**(1028)**
现金净变动	**105**	**(968)**	**512**	**533**	**217**
货币资金的期初余额	1417	1521	553	1065	1598
货币资金的期末余额	1521	553	1065	1598	1815
企业自由现金流	(261)	1418	629	941	1183
权益自由现金流	(261)	1418	881	1153	956

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

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