

珠江啤酒（002461.SZ）

优于大市

三季度行业需求疲弱致收入小幅下滑，盈利能力延续提升

核心观点

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 18.8 亿元，同比-1.3%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比+8.2%；实现扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+7.1%。

Q3 行业需求疲弱，公司销量出现下滑。 Q3 销量同比-2.9%，千升酒收入同比+1.6%，相较于上半年的量价表现有较为明显的走弱，这主要系受 Q3 啤酒行业需求疲软，以及广东区域不利天气的影响。作为应对，后续公司将会持续在营销改革、产品结构、品牌推广以及管理方面发力，也持续重视与即时零售等新渠道的合作。

Q3 盈利能力延续同比小幅上行，产品结构有所优化、成本红利亦有贡献。 毛利率同比+1.2pp，主要受益于产品结构提升（Q3 千升酒收入仍有小幅提升）及原料成本下行。费用方面，Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/+0.0/+0.1/+0.0pp，费用控制良好，费用率变化不大。Q3 净利率同比+1.6pp 至 17.7%，毛利率提升是主要推动因素。

盈利预测与投资建议：当前主要竞争对手百威在广东市场处于调整阶段，珠江啤酒处于持续扩大竞争优势的关键时期。1) 目前珠江啤酒 97 纯生在广东市场 8-10 元细分价格带具备较大的竞争优势，公司营销端持续发力，提升品牌影响力；2) 除产品端结构持续优化之外，公司继续大力推动数字化转型（主要围绕数字营销、智慧运营、智能制造三大方向），运维效率持续提升，有助于中长期盈利水平中枢上行；3) 公司积极补充中高端产品线，如推出 97 纯生 970ml 大瓶装、珠江啤酒 1985、雪堡精酿白啤 980ml 罐装等，有望出现更多增长点。因此珠江啤酒仍具备一定的投资价值。考虑到 Q3 外部环境对啤酒行业需求形成压制，结合三季报情况，我们小幅下调

2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 59.8/63.1/66.1 亿元（前预测值 61.3/66.2/70.7 亿元），同比+4.3%/+5.6%/+4.7%；实现归母净利润 9.6/10.9/11.8 亿元（前预测值 9.9/11.5/12.8 亿元），同比+18.5%/+13.5%/+8.4%；EPS 分别为 0.43/0.49/0.53 元；当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 倍。目前公司估值在啤酒行业处于中等水平，而由于 97 纯生放量、内部改革及降本增效举措带来净利润增速中枢略高于行业平均水平，故我们认为当前估值处于合理区间，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	5,979	6,314	6,611
(+/-%)	9.1%	6.6%	4.3%	5.6%	4.7%
归母净利润(百万元)	624	810	960	1089	1180
(+/-%)	4.2%	30.0%	18.5%	13.5%	8.4%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.43	0.49	0.53
EBIT Margin	8.8%	12.5%	14.6%	16.0%	16.9%
净资产收益率(ROE)	6.3%	7.7%	8.8%	9.6%	10.0%
市盈率(PE)	34.1	26.3	22.2	19.5	18.0
EV/EBITDA	33.7	26.3	20.8	18.6	16.8
市净率(PB)	2.13	2.02	1.95	1.88	1.81

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

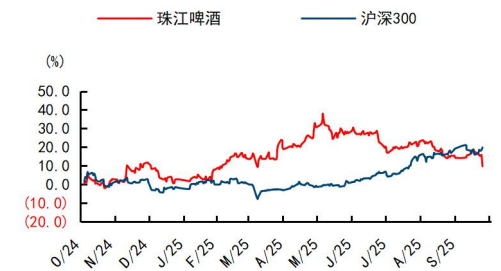
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.61 元
总市值/流通市值	21270/21270 百万元
52 周最高价/最低价	12.29/8.71 元
近 3 个月日均成交额	90.31 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 年上半年啤酒业务量价齐升，盈利能力延续改善》——2025-08-29
《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

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 18.8 亿元，同比-1.3%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比+8.2%；实现扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+7.1%。

Q3 行业需求疲弱，公司销量出现下滑。Q3 销量同比-2.9%，千升酒收入同比+1.6%，相较于上半年的量价表现有较为明显的走弱，这主要系受 Q3 啤酒行业需求疲软，以及广东区域不利天气的影响。作为应对，后续公司将会持续在营销改革、产品结构、品牌推广以及管理方面发力，也持续重视与即时零售等新渠道的合作。

Q3 盈利能力延续同比小幅上行，产品结构有所优化、成本红利亦有贡献。毛利率同比+1.2pp，主要受益于产品结构提升（Q3 千升酒收入仍有小幅提升）及原料成本下行。费用方面，Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/+0.0/+0.1/+0.0pp，费用控制良好，费用率变化不大。Q3 净利率同比+1.6pp 至 17.7%，毛利率提升是主要推动因素。

盈利预测与投资建议：当前主要竞争对手百威在广东市场处于调整阶段，珠江啤酒处于持续扩大竞争优势的关键时期。1) 目前珠江啤酒 97 纯生在广东市场 8-10 元细分价格带具备较大的竞争优势，公司营销端持续发力，提升品牌影响力；2) 除产品端结构持续优化之外，公司继续大力推动数字化转型（主要围绕数字营销、智慧运营、智能制造三大方向），运维效率持续提升，有助于中长期盈利水平中枢上行；3) 公司积极补充中高端产品线，如推出 97 纯生 970ml 大瓶装、珠江啤酒 1985、雪堡精酿白啤 980ml 罐装等，有望出现更多增长点。因此珠江啤酒仍具备一定的投资价值。考虑到 Q3 外部环境对啤酒行业需求形成压制，结合三季报情况，我们小幅下调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 59.8/63.1/66.1 亿元（前预测值 61.3/66.2/70.7 亿元），同比+4.3%/+5.6%/+4.7%；实现归母净利润 9.6/10.9/11.8 亿元（前预测值 9.9/11.5/12.8 亿元），同比+18.5%/+13.5%/+8.4%；EPS 分别为 0.43/0.49/0.53 元；当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 倍。目前公司估值在啤酒行业处于中等水平，而由于 97 纯生放量、内部改革及降本增效举措带来净利润增速中枢略高于行业平均水平，故我们认为当前估值处于合理区间，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）	6,133	6,617	7,073	5,979	6,314	6,611	-154	-302	-462
收入同比增速%	7.0%	7.9%	6.9%	4.3%	5.6%	4.7%	-2.7%	-2.3%	-2.2%
毛利率%	48.5%	49.7%	50.2%	48.3%	49.3%	49.8%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
销售费用率%	14.8%	14.6%	14.5%	14.8%	14.6%	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利率%	16.1%	17.4%	18.1%	16.1%	17.2%	17.9%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
归母净利润（百万元）	990	1,154	1,279	960	1,089	1,180	-30	-65	-99
归母净利润同比增速%	22.1%	16.6%	10.9%	18.5%	13.5%	8.4%	-3.7%	-3.1%	-2.5%
EPS（元）	0.45	0.52	0.58	0.43	0.49	0.53	-0.01	-0.03	-0.04

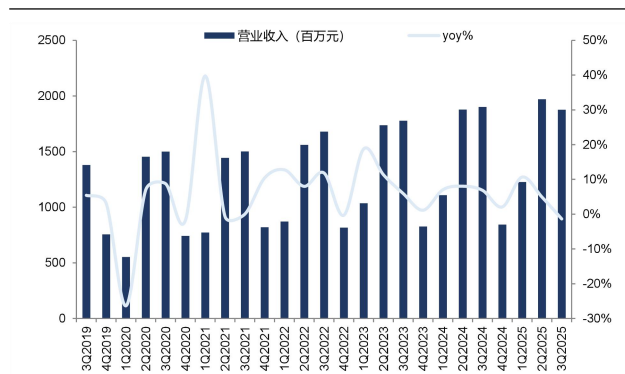
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025 年 10 月 24 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002461.SZ	珠江啤酒	22.4	9.61	0.43	0.49	22.2	19.5	213	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	19.6	66.09	3.48	3.76	19.0	17.6	902	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.7	25.16	1.82	1.84	13.8	13.7	816	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	23.9	53.28	2.61	2.70	20.4	19.7	258	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	21.5	11.72	0.56	0.66	21.0	17.8	330	优于大市

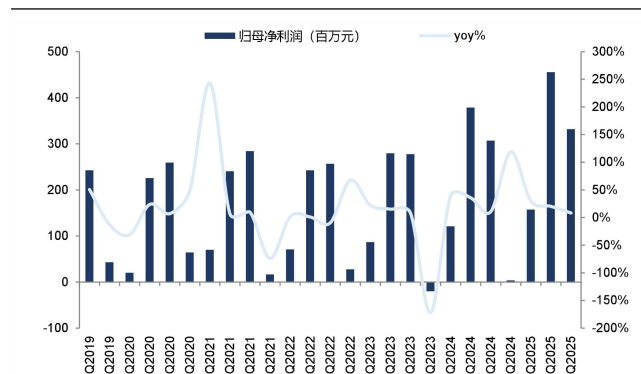
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1: 单季度营业收入及增速



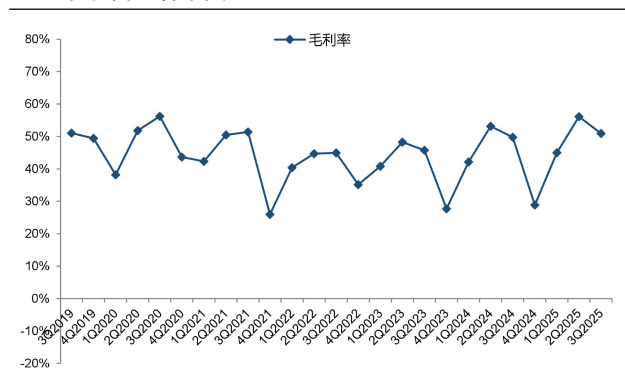
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



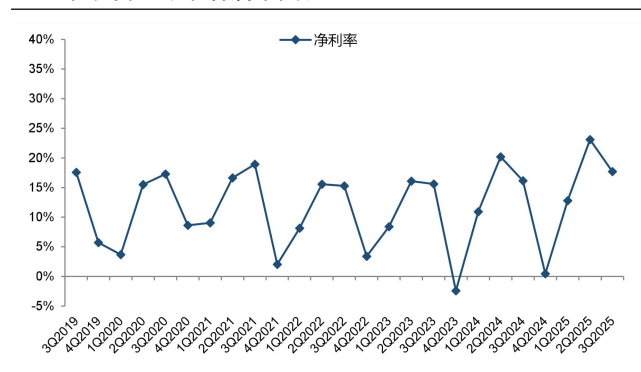
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7094	8198	8630	9069	9174	营业收入	5378	5731	5979	6314	6611
应收款项	26	28	28	29	31	营业成本	3075	3077	3091	3198	3318
存货净额	1804	660	720	745	773	营业税金及附加	461	479	502	530	555
其他流动资产	51	42	42	44	46	销售费用	817	853	885	922	959
流动资产合计	9131	9089	9439	9907	10044	管理费用	400	425	516	534	549
固定资产	3453	3907	4044	4173	4173	研发费用	151	179	182	189	185
无形资产及其他	1322	2208	2195	2181	2169	财务费用	(182)	(165)	(175)	(184)	(194)
投资性房地产	612	704	735	758	773	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)	(10)	(10)
资产总计	14518	15908	16413	17019	17160	其他收入	(57)	(100)	(11)	(16)	(17)
短期借款及交易性金融负债	1598	2450	2550	2600	2200	营业利润	743	951	1134	1288	1397
应付款项	1086	1076	1084	1130	1182	营业外净收支	(3)	2	1	1	1
其他流动负债	856	941	928	962	988	利润总额	740	953	1135	1289	1398
流动负债合计	3540	4467	4562	4692	4370	所得税费用	97	122	153	173	187
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	20	21	22	27	30
其他长期负债	938	864	875	907	931	归属于母公司净利润	624	810	960	1089	1180
非流动负债合计	938	864	875	907	931	现金流量表（百万元）					
负债合计	4478	5331	5437	5600	5302	净利润	624	810	960	1089	1180
少数股东权益	64	67	79	92	108	资产减值准备	2	(6)	5	0	0
股东权益	9976	10510	10898	11327	11751	折旧摊销	290	295	407	433	462
负债和股东权益总计	14518	15908	16413	17019	17160	公允价值变动损失	17	11	15	10	10
关键财务与估值指标						财务费用	(182)	(165)	(175)	(184)	(194)
每股收益	0.28	0.37	0.43	0.49	0.53	营运资本变动	(425)	1053	(53)	84	71
每股红利	0.12	0.17	0.21	0.25	0.29	其它	312	(1095)	(158)	(158)	(164)
每股净资产	4.51	4.75	4.92	5.12	5.31	经营活动现金流	819	1069	1175	1458	1560
ROIC	5.46%	6.55%	10%	19%	21%	资本开支	(538)	(555)	(560)	(560)	(460)
ROE	6.25%	7.71%	9%	10%	10%	其它投资现金流	31	(1896)	140	0	0
毛利率	43%	46%	48%	49%	50%	投资活动现金流	(506)	(2451)	(420)	(560)	(460)
EBIT Margin	9%	12%	15%	16%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	18%	21%	23%	24%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	9%	7%	4%	6%	5%	支付股利、利息	(293)	(305)	(386)	(471)	(558)
净利润增长率	4%	30%	18%	13%	8%	其它融资现金流	85	719	63	11	(436)
资产负债率	31%	34%	34%	33%	32%	融资活动现金流	(208)	414	(323)	(460)	(994)
股息率	1.3%	1.8%	2.2%	2.6%	3.1%	现金净变动	105	(968)	432	439	106
P/E	34.1	26.3	22.2	19.5	18.0	货币资金的期初余额	1417	1521	553	986	1424
P/B	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	货币资金的期末余额	1521	553	986	1424	1530
EV/EBITDA	33.7	26.3	20.8	18.6	16.8	企业自由现金流	(261)	1418	551	834	1041
						权益自由现金流	(261)	1418	802	1044	809

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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