

# 珠江啤酒 (002461.SZ)

## 2025年啤酒业务量价齐升，盈利能力延续提升

优于大市

### 核心观点

公司公布2025年业绩：2025年实现营业总收入58.8亿元，同比+2.6%；实现归母净利润9.0亿元，同比+11.5%；实现扣非归母净利润8.3亿元，同比+9.2%。

**2025年第四季度啤酒均价阶段性承压，盈利能力弱化。**2025Q4收入同比-4.7%，其中啤酒销量同比+0.5%，千升酒收入同比-5.1%，预计系货折增加所致。这也导致四季度毛利率同比-0.5pp，规模效益弱化、费用率上升，最终净利率阶段性承压，归母净利率-5.0%，同比-5.4pp。

**全年啤酒量价齐升，97纯生带动产品结构优化。**全年来看，啤酒业务收入同比+3.2%，其中销量同比+1.6%，吨价同比+1.4%，啤酒吨价上半年表现好于下半年。全年啤酒量价齐升主要得益于高端单品97纯生放量，产品结构延续优化。分档次看，高档/中档/大众化产品收入43.3/9.5/4.0亿元，分别同比+11.0%/-23.3%/+9.5%。分销售模式看，线上/线下渠道收入分别同比+342.3%/-1.7%，线上渠道收入大幅增长与公司加强新零售渠道（如O2O渠道）建设有关。

**成本红利叠加生产提效，盈利能力延续同比提升。**2025年公司综合毛利率同比+2.0pp至48.3%，其中核心啤酒业务毛利率同比+2.5pp至47.5%，主因啤酒原材料成本下行叠加公司积极推动生产提效。全年费用率同比小幅提升，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/+0.4/+0.1/+0.1pp，其中广告宣传费用、人工费用同比增多。归母净利率同比+1.2pp至15.4%。

**盈利预测与投资建议：**珠江啤酒在华南地区具有较高的品牌知名度和影响力，目前珠江97纯生在华南市场8-10元细分价格带具备竞争优势，2025年公司加强产品创新、完善产品矩阵，营销端持续发力，同时公司继续大力推动数字化转型，运维效率持续提升，有助于中长期盈利水平中枢上行。考虑到酒水消费需求恢复速度偏弱、公司线下渠道渗透速度略慢于我们此前预期，我们小幅下调2026-2027年盈利预测，并新增2028年盈利预测：预计2026-2028年公司实现营业总收入60.5/62.1/63.4亿元（2026-2027年前预测值63.1/66.1亿元），实现归母净利润9.8/10.4/11.0亿元（2026-2027年前预测值10.9/11.8亿元），EPS分别为0.44/0.47/0.50元；当前股价对应PE分别为21/20/19倍。公司保持区域龙头优势，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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,731	5,878	6,046	6,207	6,343
(+/-%)	6.6%	2.6%	2.9%	2.7%	2.2%
归母净利润(百万元)	810	904	975	1042	1099
(+/-%)	30.0%	11.5%	7.9%	6.8%	5.5%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.44	0.47	0.50
EBIT Margin	12.5%	13.9%	14.6%	15.2%	15.7%
净资产收益率(ROE)	7.7%	8.2%	8.6%	8.8%	9.1%
市盈率(PE)	25.7	23.1	21.4	20.0	19.0
EV/EBITDA	25.9	22.5	19.2	18.1	17.2
市净率(PB)	1.98	1.89	1.83	1.77	1.72

资料来源：iFind、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

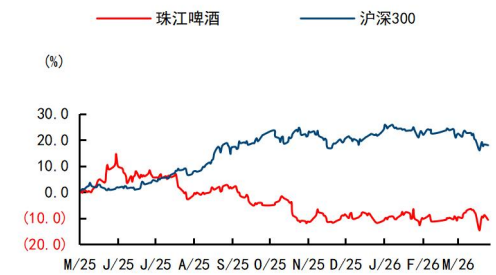
S0980523090001

S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.42元
总市值/流通市值	20850/20850百万元
52周最高价/最低价	12.29/8.95元
近3个月日均成交额	92.82百万元

#### 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)-三季度行业需求疲弱致收入小幅下滑，盈利能力延续提升》——2025-10-26
- 《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 年业绩：2025 年实现营业总收入 58.8 亿元，同比+2.6%；实现归母净利润 9.0 亿元，同比+11.5%；实现扣非归母净利润 8.3 亿元，同比+9.2%。

**2025 年第四季度啤酒均价阶段性承压，盈利能力弱化。**2025Q4 收入同比-4.7%，其中啤酒销量同比+0.5%，千升酒收入同比-5.1%，预计系货折增加所致。这也导致四季度毛利率同比-0.5pp，规模效益弱化、费用率上升（销售/管理/研发/财务费用率，分别同比+1.4/+2.6/+1.0/+1.9pp），最终净利率阶段性承压，归母净利率-5.0%，同比-5.4pp。

**全年啤酒量价齐升，97 纯生带动产品结构优化。**全年来看，啤酒业务收入同比+3.2%，其中销量同比+1.6%，啤酒吨价同比+1.4%，啤酒吨价上半年表现好于下半年。全年啤酒量价齐升主要得益于高端单品 97 纯生放量，产品结构延续优化。分档次看，高档/中档/大众化产品收入 43.3/9.5/4.0 亿元，分别同比+11.0%/-23.3%/+9.5%。分销售模式看，线上/线下渠道收入分别同比+342.3%/-1.7%，线上渠道收入大幅增长与公司加强新零售渠道（如 O2O 渠道）建设有关。分地区看，华南/其他地区收入分别同比+2.4%/+6.3%。其他业务收入同比-13.1%，主要系租赁餐饮服务、酵母饲料销售收入下滑的拖累（其他业务收入合计占比仅 3.2%）。

**成本红利叠加生产提效，盈利能力延续同比提升。**2025 年公司综合毛利率同比+2.0pp 至 48.3%，其中核心啤酒业务毛利率同比+2.5pp 至 47.5%，主因啤酒原材料成本下行叠加公司积极推动生产提效。全年费用率同比小幅提升，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/+0.4/+0.1/+0.1pp，其中广告宣传费用、人工费用同比增多。归母净利率同比+1.2pp 至 15.4%。

**盈利预测与投资建议：**珠江啤酒在华南地区具有较高的品牌知名度和影响力，目前珠江 97 纯生在华南市场 8-10 元细分价格带具备竞争优势，2025 年公司加强产品创新、完善产品矩阵，营销端持续发力，同时公司继续大力推动数字化转型，运营效率持续提升，有助于中长期盈利水平中枢上行。考虑到酒水消费需求恢复速度偏弱、公司线下渠道渗透速度略慢于我们此前预期，我们小幅下调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 60.5/62.1/63.4 亿元（2026-2027 年前预测值 63.1/66.1 亿元），同比+2.9%/+2.7%/+2.2%；实现归母净利润 9.8/10.4/11.0 亿元（2026-2027 年前预测值 10.9/11.8 亿元），同比+7.9%/+6.8%/+5.5%；EPS 分别为 0.44/0.47/0.50 元；当前股价对应 PE 分别为 21/20/19 倍。公司保持区域龙头优势，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		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,314	6,611	-	6,046	6,207	6,343	-268	-404	-
收入同比增速%	5.6%	4.7%	-	2.9%	2.7%	2.2%	-2.7%	-2.0%	-
毛利率%	49.3%	49.8%	-	48.4%	48.6%	48.9%	-1.0%	-1.2%	-
销售费用率%	14.6%	14.5%	-	14.9%	14.8%	14.7%	0.3%	0.3%	-
归母净利率%	17.2%	17.9%	-	16.1%	16.8%	17.3%	-1.1%	-1.1%	-

归母净利润 (百万元)	1,089	1,180	-	975	1,042	1,099	-114	-138	-
归母净利润同比增速%	13.5%	8.4%	-	7.9%	6.8%	5.5%	-5.6%	-1.5%	-
EPS (元)	0.49	0.53	-	0.44	0.47	0.50	-0.05	-0.06	-

资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2026年03月30日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
002461.SZ	珠江啤酒	23.1	9.42	0.44	0.47	21.4	20.0	208	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	18.5	62.18	3.46	3.56	18.0	17.5	848	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	22.4	56.90	2.64	2.75	21.6	20.7	275	优于大市
0291.HK	华润啤酒	21.9	22.40	1.79	1.90	12.5	11.8	727	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	24.2	13.23	0.66	0.78	20.1	17.0	373	优于大市

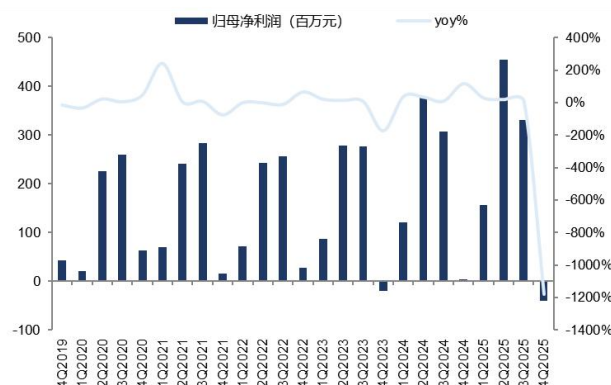
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理; 华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1: 单季度营业收入及增速



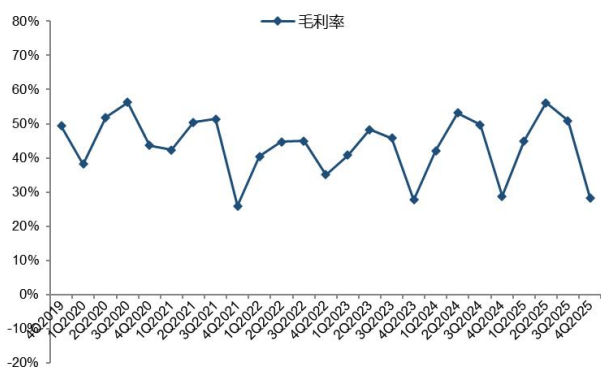
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



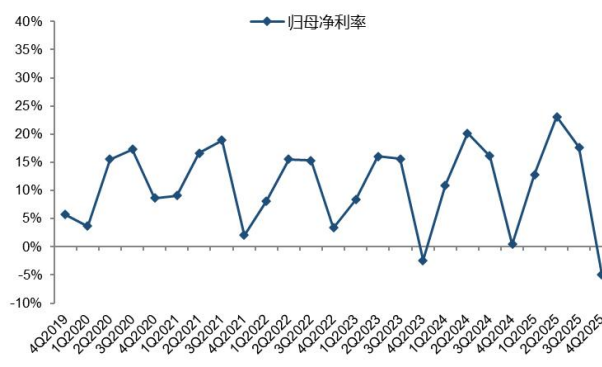
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、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、iFind、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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	8198	7146	7517	7987	8459	营业收入	5731	5878	6046	6207	6343
应收款项	28	28	29	29	30	营业成本	3077	3037	3122	3191	3242
存货净额	660	562	578	590	600	营业税金及附加	479	488	508	521	533
其他流动资产	42	96	99	99	100	销售费用	853	886	901	919	932
<b>流动资产合计</b>	<b>9089</b>	<b>8626</b>	<b>9022</b>	<b>9506</b>	<b>9989</b>	管理费用	425	462	526	532	535
固定资产	3907	4088	4061	3988	3892	研发费用	179	189	181	174	178
无形资产及其他	2208	2180	2167	2155	2143	财务费用	(165)	(165)	(166)	(177)	(190)
投资性房地产	704	1166	1200	1219	1233	投资收益	2	10	8	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(11)	(33)	(15)	(10)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>15908</b>	<b>16060</b>	<b>16450</b>	<b>16869</b>	<b>17257</b>	其他收入	(100)	(99)	(10)	(2)	(5)
短期借款及交易性金融负债	2450	2154	2154	2154	2154	营业利润	951	1049	1138	1217	1284
应付款项	1076	988	1016	1034	1046	营业外净收支	2	9	2	1	1
其他流动负债	941	987	999	1011	1016	<b>利润总额</b>	<b>953</b>	<b>1059</b>	<b>1140</b>	<b>1218</b>	<b>1285</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4467</b>	<b>4129</b>	<b>4169</b>	<b>4198</b>	<b>4216</b>	所得税费用	122	139	148	158	167
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	21	15	16	18	19
其他长期负债	864	829	806	809	807	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>810</b>	<b>904</b>	<b>975</b>	<b>1042</b>	<b>1099</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>864</b>	<b>829</b>	<b>806</b>	<b>809</b>	<b>807</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5331</b>	<b>4958</b>	<b>4975</b>	<b>5007</b>	<b>5023</b>	净利润	810	904	975	1042	1099
少数股东权益	67	66	75	84	93	资产减值准备	(6)	20	(13)	(1)	(0)
股东权益	10510	11037	11401	11778	12141	折旧摊销	295	333	466	486	509
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15908</b>	<b>16060</b>	<b>16450</b>	<b>16869</b>	<b>17257</b>	公允价值变动损失	11	33	7	2	2
						财务费用	(165)	(165)	(166)	(177)	(190)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	1053	(475)	(2)	19	6
每股收益	0.37	0.41	0.44	0.47	0.50	其它	(1095)	306	(136)	(159)	(171)
每股红利	0.17	0.19	0.21	0.24	0.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>1069</b>	<b>1121</b>	<b>1297</b>	<b>1389</b>	<b>1444</b>
每股净资产	4.75	4.99	5.15	5.32	5.49	资本开支	(555)	(896)	(460)	(410)	(410)
ROIC	6.55%	7.10%	10%	17%	18%	其它投资现金流	(1896)	856	(6)	0	0
ROE	7.71%	8.19%	9%	9%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2451)</b>	<b>(40)</b>	<b>(466)</b>	<b>(410)</b>	<b>(410)</b>
毛利率	46%	48%	48%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	14%	15%	15%	16%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	22%	23%	24%	支付股利、利息	(305)	(403)	(427)	(476)	(530)
收入增长	7%	3%	3%	3%	2%	其它融资现金流	719	(449)	(82)	(82)	(82)
净利润增长率	30%	12%	8%	7%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>414</b>	<b>(852)</b>	<b>(510)</b>	<b>(558)</b>	<b>(612)</b>
资产负债率	34%	31%	31%	30%	30%	<b>现金净变动</b>	<b>(968)</b>	<b>230</b>	<b>321</b>	<b>420</b>	<b>422</b>
股息率	1.8%	2.0%	2.2%	2.5%	2.7%	货币资金的期初余额	1521	553	783	1104	1524
P/E	25.7	23.1	21.4	20.0	19.0	货币资金的期末余额	553	783	1104	1524	1947
P/B	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	企业自由现金流	1418	(330)	769	914	970
EV/EBITDA	25.9	22.5	19.2	18.1	17.2	权益自由现金流	1418	(330)	914	1068	1135

资料来源: iFind、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所提及的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