2026 年 10 月 23 日
证券研究报告•2026 年三季报点评
珠江啤酒（002461）食品饮料

买入（维持）
当前价：8.30 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 26Q3 吨价表现亮眼，短期销量承压

## 投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 52.3 亿元，同比+3.1%；实现归母净利润 9.9 亿元，同比+4.9%；实现扣非归母净利润 9.4 亿元，同比+4.4%。其中 26Q3 实现营业收入 18.7 亿元，同比-0.1%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比-4.6%；实现扣非归母净利润 3.0 亿元，同比-4.2%。
- **吨价提升支撑前三季度收入增长，26Q3 销量回落压制旺季表现。**量方面，前三季度公司实现啤酒销量 120.9 万吨，同比+0.4%；价方面，吨收入同比+2.7%至 4328.9 元/吨，价格结构改善是收入增长的主要贡献。单季度看，26Q3 销量 45.9 万吨，同比-2.3%，较上半年增长有所放缓，预计主要系天气及需求偏弱影响；吨收入同比+2.3%至 4085.7 元/吨，抵消了部分销量下滑影响。公司持续扩充纯生与特色啤酒矩阵，产品结构升级稳步推进，前三季度吨价保持增长态势。
- **费用优化对冲部分成本压力，税率回升影响 26Q3 利润。**前三季度毛利率同比+0.1pp 至 51.6%；其中 26Q3 同比-0.9pp 至 50.1%，毛利率有所承压主要系单吨成本涨幅高于单吨收入。费用方面，前三季度销售费用率同比-1.6pp 至 13.1%，管理费用率基本持平于 6.6%；26Q3 销售费用率同比-2.4pp 至 13.0%，管理费用率同比-0.5pp 至 6.0%，费用节约形成支撑。此外，26Q3 所得税率同比+4pp 至 17.0%，抵消了部分降费收益。综合来看，前三季度归母净利率同比+0.3pp 至 18.9%，其中 26Q3 同比-0.8pp 至 16.9%。
- **97 纯生与 P9 形成差异化产品抓手，未来结构升级空间广阔。**公司在华南拥有良好消费者基础，广东啤酒市场高端化程度位居全国前列，且具备人口流入红利，未来产品结构升级空间广阔。产品方面，97 纯生与 P9 形成差异化产品抓手，结构升级仍需兼顾新品培育与费用效率。公司在广东的品牌与渠道积累，为 97 纯生持续渗透、替代升级提供基础；P9 等产品对餐饮及省内非核心市场的拓展，则有望补充增长来源。展望未来，随着高档产品占比以及罐化率稳步提升，叠加非现饮渠道动能充足，公司整体高端化升级态势良好；此外广东省内啤酒消费需求旺盛且高端化空间充足，后续公司业绩稳增值得期待。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.44 元、0.48 元、0.52 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、17 倍、16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**现饮场景恢复不及预期风险，高端化竞争加剧风险。

| 指标/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（亿元） | 58.78 | 60.47 | 62.22 | 64.32 |
| 增长率 | 2.56% | 2.88% | 2.89% | 3.38% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 9.04 | 9.81 | 10.65 | 11.58 |
| 增长率 | 11.54% | 8.55% | 8.51% | 8.73% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.41 | 0.44 | 0.48 | 0.52 |
| 净资产收益率 ROE | 8.28% | 8.66% | 8.94% | 9.25% |
| PE | 20 | 19 | 17 | 16 |
| PB | 1.65 | 1.58 | 1.51 | 1.44 |

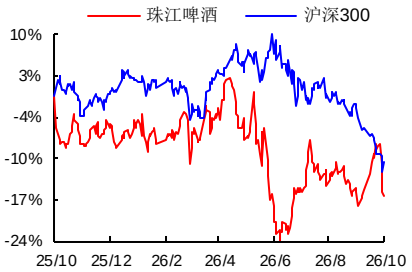
*数据来源：Wind，西南证券*


**西南证券研究院**

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立
执业证号：S1250523070009
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn


**相对指数表现**




*数据来源：聚源数据*

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 22.13 |
| 流通 A 股(亿股) | 22.13 |
| 52 周内股价区间(元) | 7.57-10.44 |
| 总市值(亿元) | 183.71 |
| 总资产(亿元) | 165.20 |
| 每股净资产(元) | 5.24 |

**相关研究**

1. 珠江啤酒（002461）：26Q2 实现量价齐升，结构升级稳步推进 (2026-08-31)
2. 珠江啤酒（002461）：26Q1 实现开门红，盈利能力持续提升 (2026-04-30)
3. 珠江啤酒（002461）：2025 顺利收官，全年实现量价齐升 (2026-04-02)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（亿元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 58.78 | 60.47 | 62.22 | 64.32 |
| 营业成本 | 30.37 | 30.89 | 31.49 | 32.42 |
| 营业税金及附加 | 4.88 | 5.15 | 5.26 | 5.43 |
| 销售费用 | 8.86 | 9.19 | 9.52 | 9.84 |
| 管理费用 | 4.62 | 5.44 | 5.29 | 5.15 |
| 财务费用 | -1.65 | -1.71 | -1.79 | -2.05 |
| 资产减值损失 | -0.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 10.49 | 11.51 | 12.45 | 13.53 |
| 其他非经营损益 | 0.09 | 0.06 | 0.07 | 0.07 |
| **利润总额** | 10.59 | 11.56 | 12.52 | 13.60 |
| 所得税 | 1.39 | 1.51 | 1.64 | 1.78 |
| 净利润 | 9.19 | 10.05 | 10.88 | 11.82 |
| 少数股东损益 | 0.15 | 0.24 | 0.24 | 0.25 |
| 归属母公司股东净利润 | 9.04 | 9.81 | 10.65 | 11.58 |

| 现金流量表（亿元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 9.19 | 10.05 | 10.88 | 11.82 |
| 折旧与摊销 | 3.33 | 3.63 | 3.75 | 3.80 |
| 财务费用 | -1.65 | -1.71 | -1.79 | -2.05 |
| 资产减值损失 | -0.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营营运资本变动 | -0.09 | -7.20 | 0.02 | 0.07 |
| 其他 | 0.76 | 0.03 | 0.03 | 0.08 |
| **经营活动现金流净额** | 11.21 | 4.80 | 12.88 | 13.72 |
| 资本支出 | -11.44 | -3.00 | -3.00 | -2.00 |
| 其他 | 11.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **投资活动现金流净额** | -0.40 | -3.00 | -3.00 | -2.00 |
| 短期借款 | -2.96 | -14.04 | -2.50 | -1.50 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -4.21 | -4.95 | -5.28 | -5.76 |
| 其他 | -1.35 | 1.64 | 1.79 | 2.05 |
| **筹资活动现金流净额** | -8.52 | -17.34 | -5.98 | -5.21 |
| **现金流量净额** | 2.30 | -15.54 | 3.90 | 6.51 |

| 资产负债表（亿元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 71.46 | 55.92 | 59.82 | 66.33 |
| 应收和预付款项 | 0.37 | 0.43 | 0.42 | 0.44 |
| 存货 | 5.62 | 5.80 | 5.93 | 6.10 |
| 其他流动资产 | 8.81 | 8.84 | 8.86 | 8.90 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 5.06 | 5.06 | 5.06 | 5.06 |
| 固定资产和在建工程 | 40.88 | 40.88 | 40.76 | 39.59 |
| 无形资产和开发支出 | 21.80 | 21.17 | 20.54 | 19.91 |
| 其他非流动资产 | 6.60 | 6.60 | 6.60 | 6.60 |
| **资产总计** | 160.60 | 144.69 | 147.99 | 152.92 |
| 短期借款 | 21.54 | 7.50 | 5.00 | 3.50 |
| 应付和预收款项 | 8.22 | 8.47 | 8.63 | 8.87 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 19.82 | 12.62 | 12.66 | 12.77 |
| **负债合计** | 49.58 | 28.59 | 26.28 | 25.14 |
| 股本 | 22.13 | 22.13 | 22.13 | 22.13 |
| 资本公积 | 45.05 | 45.05 | 45.05 | 45.05 |
| 留存收益 | 43.16 | 48.02 | 53.39 | 59.21 |
| 归属母公司股东权益 | 110.37 | 115.20 | 120.57 | 126.39 |
| 少数股东权益 | 0.66 | 0.90 | 1.14 | 1.38 |
| **股东权益合计** | 111.03 | 116.10 | 121.71 | 127.77 |
| 负债和股东权益合计 | 160.60 | 144.69 | 147.99 | 152.92 |

| 财务分析指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 2.56% | 2.88% | 2.89% | 3.38% |
| 营业利润增长率 | 10.34% | 9.67% | 8.18% | 8.73% |
| 净利润增长率 | 10.62% | 9.39% | 8.25% | 8.62% |
| EBITDA 增长率 | 12.56% | 10.40% | 7.23% | 6.17% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 48.33% | 48.92% | 49.38% | 49.60% |
| 三费率 | 20.12% | 21.37% | 20.92% | 20.12% |
| 净利率 | 15.64% | 16.62% | 17.49% | 18.38% |
| ROE | 8.28% | 8.66% | 8.94% | 9.25% |
| ROA | 5.72% | 6.95% | 7.35% | 7.73% |
| ROIC | 14.69% | 15.01% | 15.44% | 16.93% |
| EBITDA/销售收入 | 20.70% | 22.21% | 23.15% | 23.77% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.40 | 0.43 | 0.43 |
| 固定资产周转率 | 1.67 | 1.56 | 1.62 | 1.76 |
| 应收账款周转率 | 37.87 | 37.93 | 37.67 | 37.89 |
| 存货周转率 | 4.44 | 4.77 | 4.78 | 4.80 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 112.38% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 30.87% | 19.76% | 17.76% | 16.44% |
| 带息债务/总负债 | 43.45% | 26.23% | 19.02% | 13.92% |
| 流动比率 | 2.09 | 3.50 | 4.17 | 4.85 |
| 速动比率 | 1.95 | 3.21 | 3.84 | 4.49 |
| 股利支付率 | 46.53% | 50.40% | 49.56% | 49.75% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 0.41 | 0.44 | 0.48 | 0.52 |
| 每股净资产 | 5.02 | 5.25 | 5.50 | 5.77 |
| 每股经营现金 | 0.51 | 0.22 | 0.58 | 0.62 |
| 每股股利 | 0.19 | 0.22 | 0.24 | 0.26 |

| 业绩和估值指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 12.17 | 13.43 | 14.40 | 15.29 |
| PE | 20.33 | 18.72 | 17.26 | 15.87 |
| PB | 1.65 | 1.58 | 1.51 | 1.44 |
| PS | 3.13 | 3.04 | 2.95 | 2.86 |
| EV/EBITDA | 8.56 | 7.86 | 6.88 | 5.96 |
| 股息率 | 2.29% | 2.69% | 2.87% | 3.13% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队



| 区域 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|
| 上海 | 崔露文 | 上海公募销售主管 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 私募销售主管 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn |
| | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn |
| | 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |
| | 张大炜 | 销售岗 | 13163027178 | zhangdaw@swsc.com.cn |
| | 张怀文 | 销售岗 | 18800275611 | zhanghuaiwen@swsc.com.cn |
| | 苏湖 | 销售岗 | 18913127448 | suhu1997@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 北京公募销售主管 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 北京保险销售主管 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售岗 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 销售岗 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| 广深 | 高欣 | 广深销售主管 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | lzr@swsc.com.cn |
| | 黄诗洁 | 销售岗 | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn |
| | 周玥 | 销售岗 | 18580531950 | zhy1997@swsc.com.cn |
| | 彭志伟 | 销售岗 | 15521604635 | pzhw@swsc.com.cn |