

珠江啤酒 (002461.SZ)

销量高增开门红，纯生放量带动结构改善

事件：公司发布 2023 年一季报。23Q1 公司实现营收 10.4 亿元，同比 +18.8%，归母/扣非归母净利润同比+22.2%/21.3%至 8679/7154 万元。

23Q1 销量高增，97 纯生持续高增。23Q1 公司啤酒销量同比+11.5%至 26.2 万千升，销量高增实现开门红，我们预计主要系广东区域餐饮等消费场景恢复节奏较快，利好啤酒动销，同时公司纯生啤酒/97 纯生销量分别同比 +21.7%/53.5%至 14.0/5.8 万千升，纯生销量占比同比+4.5pct 至 53.6%，公司不断强化自身在纯生啤酒品类上的优势，同时 97 纯生占纯生啤酒销量比同比+8.5pct 至 41.0%，成为公司纯生啤酒中的核心单品，延续高增态势。

成本压力趋缓，毛利率正向贡献盈利能力。23Q1 公司吨营收/吨成本分别同比+6.5%/5.8%至 3954.6/2341.6 元/千升，带动公司毛利率同比+0.4pct 至 40.8%，毛销差同比+1.1pct 至 25.4%，尽管吨成本视角下依然面临成本上涨压力，但吨营收涨幅超过吨成本贡献盈利能力，2022 年公司毛销差持续回落，23Q1 重回正增长，随着高端化不断推进产品盈利能力有望持续提升。

销售费用率利息收入减少扰动盈利能力提升。23Q1 公司销售/管理/财务费用率分别同比-0.7/+0.6/+3.0pct 至 15.4%/8.4%/-3.5%，其中财务费用率变化较为明显，主要系 23Q1 公司利息收入同比-31.3%至 4504 万元，带动利息收入占营收比同比-3.2pct 至 4.4%，同时资产减值较同期减少 1945 万元至 558 万元，变动值占营收 2.1%，带动公司归母/扣非归母净利率同比+0.2/0.1pct 至 8.4%/6.9%。

消费场景复苏，看好未来 97 纯生带来的利润贡献。尽管 2022 年外部环境扰动与成本压力给公司造成了较大经营压力，但公司高端化趋势不减，23Q1 公司 97 纯生持续放量、延续高增趋势，全年维度看好现饮消费场景复苏带来的啤酒动销增量，未来 97 纯生有望持续贡献公司盈利能力，同时若包材等原材料成本进一步下行，公司有望进一步释放产品盈利能力。

投资建议：维持此前盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现营业收入 54.1/57.6/60.4 亿元，分别同比+9.8%/6.4%/5.0%，实现归母净利润 7.0/8.6/9.3 亿元，分别同比+17.6%/21.8%/9.0%，当前股价对应 PE 为 30/24/22x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期，行业竞争加剧，高端化进程不及预期等。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,538	4,928	5,410	5,756	6,044
增长率 yoy (%)	6.8	8.6	9.8	6.4	5.0
归母净利润(百万元)	611	598	704	857	934
增长率 yoy (%)	7.4	-2.1	17.6	21.8	9.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.28	0.27	0.32	0.39	0.42
净资产收益率(%)	6.7	6.3	7.0	8.1	8.3
P/E(倍)	33.9	34.6	29.4	24.2	22.2
P/B(倍)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8

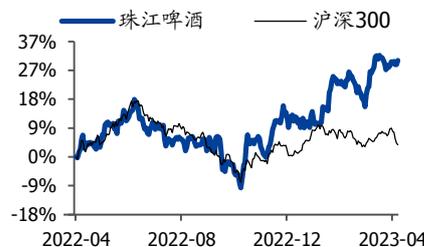
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	非白酒
前次评级	增持
4月25日收盘价(元)	9.36
总市值(百万元)	20,716.75
总股本(百万股)	2,213.33
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	10.32

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 郝宇新

执业证书编号：S0680522080001

邮箱：haoyuxin@gszq.com

相关研究

- 《珠江啤酒(002461.SZ)：2022 如期收官，2023 复苏可期》2023-04-02
- 《珠江啤酒(002461.SZ)：Q4 销量逆势增长，盈利能力修复》2023-02-22
- 《珠江啤酒(002461.SZ)：把握旺季动销，扣非业绩符合预期》2022-10-24



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8560	8910	10909	9235	12189
现金	6786	6713	7678	4413	8546
应收票据及应收账款	18	19	28	24	29
其他应收款	4	5	175	16	185
预付账款	12	24	33	19	33
存货	1659	1803	0	1369	2
其他流动资产	80	346	2993	3393	3393
非流动资产	4958	5037	5253	5324	5320
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2842	2680	2978	3122	3185
无形资产	1392	1371	1348	1326	1304
其他非流动资产	724	986	927	876	830
资产总计	13518	13946	16162	14559	17509
流动负债	2650	3309	5070	2864	5137
短期借款	894	992	992	992	992
应付票据及应付账款	491	516	1317	536	1346
其他流动负债	1265	1801	2761	1336	2799
非流动负债	1524	968	976	977	974
长期借款	500	0	8	9	6
其他非流动负债	1024	968	968	968	968
负债合计	4174	4277	6046	3841	6111
少数股东权益	62	52	60	71	82
股本	2213	2213	2213	2213	2213
资本公积	4505	4505	4505	4505	4505
留存收益	2564	2897	3296	3781	4309
归属母公司股东权益	9282	9618	10056	10647	11315
负债和股东权益	13518	13946	16162	14559	17509

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	605	592	1909	-2903	4442
净利润	627	606	712	868	945
折旧摊销	275	282	247	283	312
财务费用	-218	-226	-269	-245	-259
投资损失	-6	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-80	-120	1228	-3799	3453
其他经营现金流	7	51	-7	-7	-7
投资活动现金流	-268	-461	-455	-345	-299
资本支出	253	428	217	71	-4
长期投资	-167	-216	0	0	0
其他投资现金流	-182	-249	-238	-274	-303
筹资活动现金流	-179	-227	-490	-18	-10
短期借款	131	98	0	0	0
长期借款	0	-500	8	1	-3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
其他筹资现金流	-310	176	-498	-19	-7
现金净增加额	158	-96	965	-3266	4134

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4538	4928	5410	5756	6044
营业成本	2498	2837	3116	3150	3292
营业税金及附加	419	439	492	524	550
营业费用	703	738	812	852	882
管理费用	355	340	368	386	399
研发费用	148	166	179	187	193
财务费用	-218	-226	-269	-245	-259
资产减值损失	-51	-16	-39	-30	-37
其他收益	76	79	70	70	70
公允价值变动收益	8	6	7	7	7
投资净收益	6	2	2	2	2
资产处置收益	56	2	0	0	0
营业利润	726	708	831	1011	1102
营业外收入	6	2	2	2	2
营业外支出	2	4	3	2	2
利润总额	730	706	830	1011	1102
所得税	103	101	118	144	156
净利润	627	606	712	868	945
少数股东损益	16	7	9	11	11
归属母公司净利润	611	598	704	857	934
EBITDA	916	874	950	1198	1306
EPS (元)	0.28	0.27	0.32	0.39	0.42

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	6.8	8.6	9.8	6.4	5.0
营业利润(%)	2.7	-2.6	17.4	21.7	8.9
归属于母公司净利润(%)	7.4	-2.1	17.6	21.8	9.0
获利能力					
毛利率(%)	45.0	42.4	42.4	45.3	45.5
净利率(%)	13.5	12.1	13.0	14.9	15.5
ROE(%)	6.7	6.3	7.0	8.1	8.3
ROIC(%)	4.7	4.2	5.0	6.2	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	30.7	37.4	26.4	34.9
净负债比率(%)	-47.0	-44.2	-56.7	-23.0	-58.0
流动比率	3.2	2.7	2.2	3.2	2.4
速动比率	2.6	2.1	1.6	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	207.3	267.8	230.0	220.0	230.0
应付账款周转率	5.0	5.6	3.4	3.4	3.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.27	0.32	0.39	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.27	0.86	-1.31	2.01
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.35	4.54	4.81	5.11
估值比率					
P/E	33.9	34.6	29.4	24.2	22.2
P/B	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	17.8	18.5	15.5	15.1	10.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com