

珠江啤酒 (002461)

增持 (维持)

量价亮眼迎开门红, 97 纯生势能延续

2023 年 4 月 26 日

市场数据

日期	2023/4/25
收盘价(元)	9.36
总股本(百万股)	2213.33
流通股本(百万股)	2213.33
净资产(百万元)	9761.16
总资产(百万元)	14262.21
每股净资产(元)	4.38

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《珠江啤酒年报点评: 97 纯生势能延续, 期待深化高质量发展》20230402

《珠江啤酒三季报点评: 97 纯生高增延续, 成本压力仍可控》20221025

《珠江啤酒中报点评: 销量具备韧性, 97 纯生高增延续》20220825

《珠江啤酒一季报点评: 销量稳增、吨价加速, 97 纯生势能向上》20220426

《珠江啤酒 2021 年报点评: 业绩符合预期, 期待 97 纯生加速突破》20220325

《珠江啤酒业绩预告点评: 成本压力延续, 销量仍具韧性》20220224

分析师:

郭晓东

guoxiaodong@xyzq.com.cn

S0190521080002

投资要点

- **事件:** 珠江啤酒公布 2023 年一季报, 23Q1 实现营收 10.35 亿元, 同比+18.75%, 实现归母净利润 0.87 亿元, 同比+22.15%, 实现扣非后归母净利润 0.72 亿元, 同比+21.29%。
- **23Q1 量价表现亮眼, 喜迎开门红。**销量方面, 23Q1 实现销量 26.18 万吨 (21Q1/22Q1 分别为 22.35/23.48 万吨), 同比+11.52%, 纯生品类 14.04 万吨, 同比+21.68%, 其中 97 纯生 5.76 万吨, 同比增长 53.50%, 97 纯生占比提升 6pct 至 22%。吨价方面, 23Q1 吨价大致在 3955 元/吨水平, 同比增长约 6.51%, 结构升级确保吨价延续稳健高增。
- **毛利率小幅提升、费用投放平稳, 盈利能力相对稳健。**23Q1 净利率同比提升 0.14pct 至 8.87%, 主要系毛利率小幅提升、费用投放相对平稳所致。23Q1 吨价、吨成本分别同比+6.51%、+5.80%, 带动毛利率同比小幅提升 0.40pct 至 40.79%。吨成本上涨主要系大麦、玻瓶等采购价仍同比有所上涨所致, 整体吨成本涨幅已边际收窄 (21、22 年吨成本涨幅分别为 +9.72%、+10.09%)。23Q1 销售费用率同比减少 0.71pct 至 15.36%, 预计销量提升带来规模效应, 管理费用率同比提升 0.61pct 至 8.42%。此外, 财务费用同比增加 0.21 亿, 主要系利息收入减少所致, 资产减值损失同比减少 0.19 亿, 主要系存货跌价准备减少所致。综合来看, 23Q1 净利率水平同比+0.14pct 至 8.87%, 盈利能力相对稳健。
- **把握旺季复苏节奏, 中期视角仍将享受行业 β 红利。**短期来看, 春节返乡同比高增、节后高势能场景持续向好, 1-2 月动销率保持较高水平, 进一步强化行业景气延续。此外去年 3、4 月疫情影响下销售受损明显, 今年表现将呈现高增, 同时 5-8 月旺季场景恢复下如啤酒节等线下活动将加大开展频次, 节奏延续性强。中长期来看, 十四五期间行业中档升级、高档扩容趋势不变, 珠啤纯生、零度两大单品迭代升级, 餐饮渠道谋求突破, 十四五期间量价齐升仍具备高确定性。
- **盈利预测:** 23Q1 量价表现亮眼, 旺季临近啤酒节等线下活动将加大开展频次, 节奏延续性强。十四五期间纯生、零度两大单品迭代升级, 餐饮渠道谋求突破, 量价齐升仍具备高确定性。根据一季报调整盈利预测, 预计 2023-2025 年营收分别为 53.94/58.01/62.01 亿元, 分别同比 +9.5%/+7.5%/+6.9%, 归母净利润分别为 7.23/8.40/9.69 亿元, 分别同比 +20.9%/+16.1%/+15.5%, 对应 2022 年 4 月 25 日收盘价, 对应 PE 估值分别为 28.6、24.7、21.4 倍。业务拆分来看, 以最新公司市值大致 207 亿元计算, 其中文化项目预估总市值接近 40 亿元, 则最新啤酒主业市值在 167 亿, 预计 2023-2025 年 EBITDA 分别为 9.34、10.49、11.81 亿元, 对应 EV/EBITDA 分别为 17.9、15.9、14.1 倍, 维持“增持”评级
- **风险提示:** 宏观经济不及预期; 升级不达预期; 基地市场竞争加剧。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4928	5394	5801	6201
同比增长	8.6%	9.5%	7.5%	6.9%
归母净利润(百万元)	598	723	840	969
同比增长	-2.1%	20.9%	16.1%	15.5%
毛利率	42.4%	45.0%	46.4%	47.5%
ROE	6.2%	7.2%	7.9%	8.7%
每股收益(元)	0.27	0.33	0.38	0.44
市盈率	34.6	28.6	24.7	21.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8910	9359	10395	11410
货币资金	6713	6968	7962	8875
交易性金融资产	293	212	239	230
应收票据及应收账款	19	21	22	24
预付款项	24	22	24	24
存货	1803	2078	2089	2197
其他	58	58	59	59
非流动资产	5037	4436	4190	3796
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2680	2650	2502	2295
在建工程	417	209	104	52
无形资产	1371	1010	1015	881
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	-0	-0	-0
其他	569	568	568	568
资产总计	13946	13795	14585	15206
流动负债	3309	2638	2926	2955
短期借款	992	200	500	500
应付票据及应付账款	516	603	608	629
其他	1801	1835	1818	1827
非流动负债	968	1025	1005	998
长期借款	0	0	0	0
其他	968	1025	1005	998
负债合计	4277	3663	3931	3953
股本	2213	2213	2213	2213
资本公积	4505	4505	4505	4505
未分配利润	2644	3083	3574	4138
少数股东权益	52	59	66	74
股东权益合计	9669	10132	10654	11253
负债及权益合计	13946	13795	14585	15206

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	598	723	840	969
折旧和摊销	282	267	277	286
资产减值准备	16	27	10	16
资产处置损失	-2	-29	-15	-22
公允价值变动损失	-6	-5	-7	-6
财务费用	-209	-185	-217	-244
投资损失	-2	-2	-2	-2
少数股东损益	7	7	7	7
营运资金的变动	-120	-216	-20	-105
经营活动产生现金流量	592	682	836	900
投资活动产生现金流量	-461	446	-34	147
融资活动产生现金流量	-227	-874	192	-133
现金净变动	-96	254	994	914
现金的期初余额	1512	6713	6968	7962
现金的期末余额	1417	6968	7962	8875

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4928	5394	5801	6201
营业成本	2837	2969	3108	3254
税金及附加	439	488	524	559
销售费用	738	798	864	924
管理费用	340	388	423	453
研发费用	166	182	195	209
财务费用	-226	-185	-217	-244
其他收益	79	79	79	79
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动收益	6	5	7	6
信用减值损失	-0	0	0	0
资产减值损失	-16	-16	-16	-16
资产处置收益	2	29	15	22
营业利润	708	853	989	1140
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	706	851	987	1138
所得税	101	121	140	162
净利润	606	731	847	977
少数股东损益	7	7	7	7
归属母公司净利润	598	723	840	969
EPS(元)	0.27	0.33	0.38	0.44

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	8.6%	9.5%	7.5%	6.9%
营业利润增长率	-2.6%	20.5%	16.0%	15.3%
归母净利润增长率	-2.1%	20.9%	16.1%	15.5%
盈利能力				
毛利率	42.4%	45.0%	46.4%	47.5%
归母净利率	12.1%	13.4%	14.5%	15.6%
ROE	6.2%	7.2%	7.9%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	30.7%	26.6%	27.0%	26.0%
流动比率	2.69	3.55	3.55	3.86
速动比率	2.15	2.76	2.84	3.12
营运能力				
资产周转率	35.9%	38.9%	40.9%	41.6%
应收账款周转率	3292.3%	3388.3%	3331.6%	3331.5%
存货周转率	158.0%	147.4%	143.7%	146.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.27	0.33	0.38	0.44
每股经营现金	0.27	0.31	0.38	0.41
每股净资产	4.35	4.55	4.78	5.05
估值比率(倍)				
PE	34.6	28.6	24.7	21.4
PB	2.2	2.1	2.0	1.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn