

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

优于大市

核心观点

珠江啤酒发布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年实现营业总收入 29.86 亿元，同比+7.69%；实现归母净利润 5.00 亿元，同比+36.52%；实现扣非归母净利润 4.76 亿元，同比+41.72%。第二季度实现营业总收入 18.78 亿元，同比+8.07%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比+35.63%；实现扣非归母净利润 3.71 亿元，同比+40.61%。实际利润落在业绩预告区间中值附近。

纯生系列销量及收入表现突出，产品结构提升较快。2024 年上半年公司啤酒业务实现收入 28.8 亿元，同比+8.24%。拆分量价来看，上半年啤酒总销量同比+1.4%，销量表现优于行业，主因公司非现饮渠道占比相对较高，受当前消费习惯及渠道结构变化的影响相对较小，且公司纯生系列产品持续进行渠道扩张，贡献收入增量。在高档产品较快增长的带动下，上半年啤酒均价同比+6.7%，均价增速在行业内处于领先水平。上半年高档产品收入占比同比提升 5.4pct 至 71.0%。

产品结构升级、成本下行，盈利能力显著提升。上半年公司毛利率 49.0%，同比+3.6pct，主要系产品结构升级叠加成本下行的共振作用所致。今年以来，大麦、玻璃、瓦楞纸等酿酒原材料及包材价格回落，上半年啤酒吨成本同比-0.5%。费用方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率均小幅变动，财务费用率同比+0.9pct，系公司利息收入减少所致。上半年公司归母净利润率 16.7%，同比+3.5pct，盈利能力提升显著。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。目前 97 纯生在省内品牌势能持续积累、渠道利润具备优势，叠加公司持续发力渠道拓展，97 纯生仍具较强成长能力。除此之外，公司在产品结构升级战略指导下，进一步丰富其高端产品矩阵，为长期发展补足动力。看好公司高档产品持续较快增长，公司在广东省市场有望获得份额持续提升。我们预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 57.33/60.57/63.88 亿元，同比+6.6%/+5.7%/+5.5%，实现归母净利润 8.0/9.0/10.2 亿元，同比+28.3%/+12.6%/+12.9%，每股收益分别为实现 0.36/0.41/0.46 元，当前股价对应 PE 估值为 24/21/19 倍。经过多角度估值，我们预计现阶段公司合理估值为 9.26-10.12 元，较当前股价有 7-17%溢价空间。

风险提示：宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化；行业竞争加剧导致费用投放被动增加；部分原材料价格大幅上涨；食品安全事故导致行业销量下滑、啤酒品牌形象受损的风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,928	5,378	5,733	6,057	6,388
(+/-%)	8.6%	9.1%	6.6%	5.7%	5.5%
归母净利润(百万元)	598	624	800	900	1016
(+/-%)	-2.1%	4.2%	28.3%	12.6%	12.9%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.36	0.41	0.46
EBIT Margin	8.3%	8.8%	11.5%	13.0%	14.3%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	6.3%	7.6%	8.1%	8.7%
市盈率 (PE)	31.9	30.6	23.9	21.2	18.8
EV/EBITDA	33.8	30.9	23.3	20.2	18.0
市净率 (PB)	1.99	1.91	1.82	1.73	1.64

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

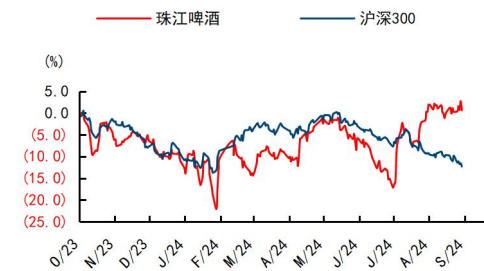
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	9.26 - 10.12 元
收盘价	8.63 元
总市值/流通市值	19101/19101 百万元
52 周最高价/最低价	9.05/6.60 元
近 3 个月日均成交额	63.48 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

珠江啤酒发布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年实现营业总收入 29.86 亿元，同比+7.69%；实现归母净利润 5.00 亿元，同比+36.52%；实现扣非归母净利润 4.76 亿元，同比+41.72%。第二季度实现营业总收入 18.78 亿元，同比+8.07%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比+35.63%；实现扣非归母净利润 3.71 亿元，同比+40.61%。实际利润落在业绩预告区间中值附近。

纯生系列销量及收入表现突出，产品结构提升较快。2024 年上半年公司啤酒业务实现收入 28.8 亿元，同比+8.24%。拆分量价来看，上半年啤酒总销量同比+1.4%，销量表现优于行业，主因公司非现饮渠道占比相对较高，受当前消费习惯及渠道结构变化的影响相对较小，且公司纯生系列产品持续进行渠道扩张，贡献收入增量。在高档产品较快增长的带动下，上半年啤酒均价同比+6.7%，均价增速在行业内处于领先水平。上半年高档产品收入占比同比提升 5.4pct 至 71.0%。分档次看，24H1 高档/中档/大众化产品实现收入 20.4/6.5/1.9 亿元，同比+17.2%/-13.4%/+11.9%。高档产品收入取得较快增长，主要系纯生类产品销量增长带动，上半年高档啤酒产品销量同比增长 14.3%，其中 97 纯生今年以来延续高品牌势能。中档产品收入同比下滑预计主要系珠江零度销量下滑所致。大众化产品收入增速虽高，但因收入占比小，增量贡献小。

产品结构升级、成本下行，盈利能力显著提升。上半年公司毛利率 49.0%，同比+3.6pct，主要系产品结构升级叠加成本下行的共振作用所致。今年以来，大麦、玻璃、瓦楞纸等酿酒原材料及包材价格回落，上半年啤酒吨成本同比-0.5%。费用方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率均小幅变动，财务费用率同比+0.9pct，系公司利息收入减少所致。上半年公司归母净利率 16.7%，同比+3.5pct，盈利能力提升显著。

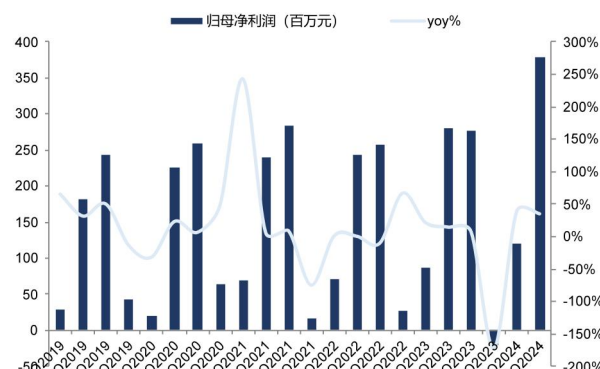
珠江啤酒精耕广东市场，省内市场市占率持续位于第一梯队，公司因此享受广东地区较为领先的啤酒消费量及消费能力带来的市场机会。近年来公司持续打造出 97 纯生高档大单品。目前 97 纯生在省内品牌势能持续积累、渠道利润具备优势，叠加公司持续发力渠道拓展，97 纯生仍具较强成长能力。除此之外，公司在产品结构升级战略指导下，进一步丰富其高端产品矩阵，为长期发展补足动力。看好公司高档产品持续较快增长，公司在广东省市场有望获得份额持续提升。

图1：单季度营业收入及增速



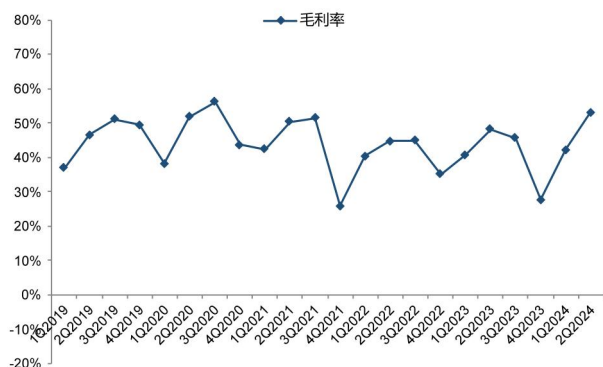
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



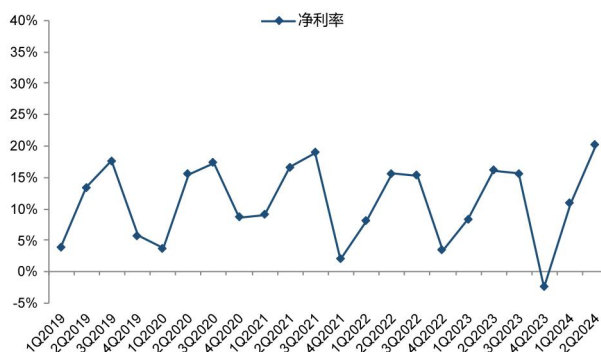
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

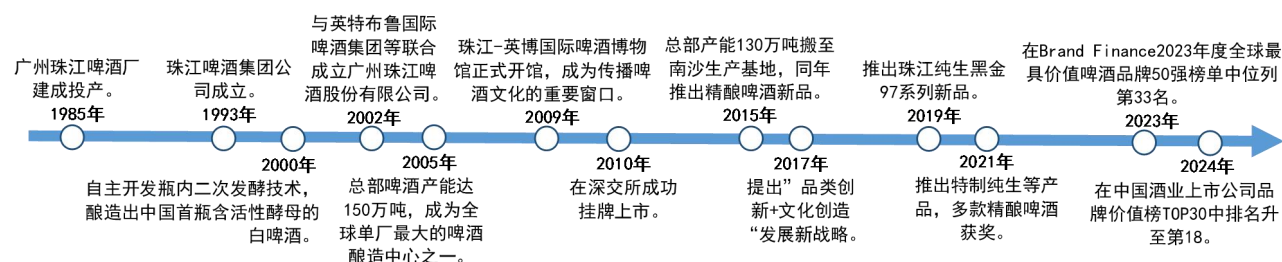


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

广东区域啤酒龙头，啤酒酿造与啤酒文化产业协同发展

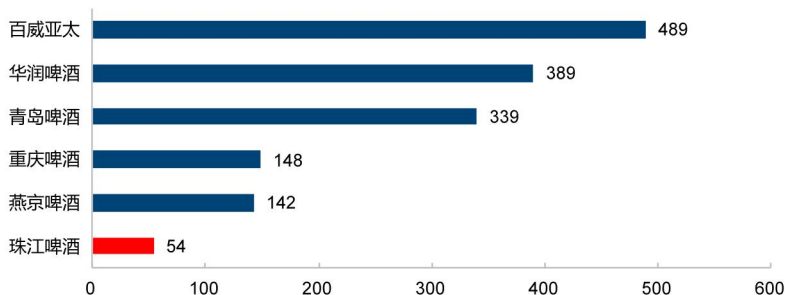
回顾广州珠江啤酒股份有限公司（以下简称“珠江啤酒”）发展历程，珠江啤酒成立于2002年12月，彼时广州珠江啤酒集团有限公司以与啤酒业务相关的经营性资产出资，联合英特布鲁国际、华仕投资等投资方以现金出资，发起设立广州珠江啤酒股份有限公司。随着公司逐步发展壮大，2010年8月珠江啤酒在深交所成功挂牌上市。2017年3月，珠江啤酒完成定向增发，成功募资43亿元，用于啤酒产能扩大及搬迁、珠江·琶醍啤酒文化创意园区改造升级等项目建设。经过二十余年的发展，目前珠江啤酒已经成为一家以啤酒酿造产业和啤酒文化产业“双主业”协同发展、包装产业配套发展的大型现代化国有控股企业，公司啤酒销售收入在全国啤酒行业中排名第六。

图5：珠江啤酒发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

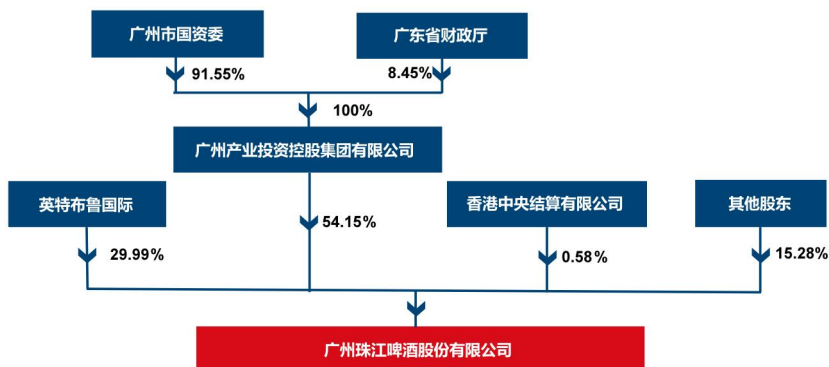
图6：啤酒行业收入规模前六大企业（2023 年度营业收入数据，单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

广州市国资委实控，外资英特布鲁国际参股，核心管理人员从业经验丰富。据珠江啤酒 2024 年半年度报告，公司控股股东为广州产业投资控股集团有限公司（以下简称“广州产投集团”），广州产投集团直接持有上市公司 54.15% 股份。广州市国资委通过持有广州产投集团 91.55% 股份对上市公司形成实际控制关系。公司第二大股东为英特布鲁投资国际控股有限公司（以下简称“英特布鲁国际”），系国际啤酒巨头百威英博集团的下属公司，英特布鲁国际在参与 2002 年发起设立珠江啤酒之后多次增资，现持有上市公司 29.99% 股份。英特布鲁国际的参股帮助上市公司与国际啤酒巨头百威英博的合作，充分利用百威英博的资金、管理经验以及国内外市场渠道，提高珠江啤酒管理水平。公司董事长及高级管理人员多由内部提拔，在公司任职时间长、从业经验丰富，赋能公司持续稳健发展。此外，公司董事会亦引进百威集团高管，有助于促进珠江啤酒与百威集团的合作与交流。

图7：珠江啤酒股权结构（2024 年半年报数据）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/696203133014010221>