

产品研发双驱动 珠啤华南再深耕

——珠江啤酒（002461）深度报告

2019年03月15日

强烈推荐/首次

珠江啤酒 深度报告

报告摘要：

公司收入稳中有进，在中国啤酒行业增长乏力的背景下，公司近几年营收保持稳健增长，扭转了15年小幅下滑的势头。2018年公司实现营收40.39亿元，同比增长7.33%，为近5年来最高。**营收的高增主要受益于公司啤酒业务的持续改善。**

- ◆ **公司产品结构健康，中高端占比持续提升。**公司中高端啤酒占比约85%，高端以白啤、原浆和纯生为主，其中纯生占比约34%；低端啤酒是以小麦啤酒、老珠江啤酒为主，销量占比约为15%。公司顺应观念升级大趋势，努力改善公司产品结构，进而提升吨酒价。
- ◆ **公司注重产品创新，满足消费者多样性需求。**为了抓住行业趋势，公司一直致力于开发满足不同消费者的新品，研发投入占比较大。2017年研发投入金额1.32亿元，占营业收入比重为3.51%，远高于同行水平。产品创新不断为公司注入新的活力。

公司深耕华南市场，产品动销逐步改善。公司总部位于广州市，借助有利地势，深耕华南市场（广东、广西、湖南和海南），在广东省保持30%市场占有率十余年，华南地区贡献公司95%的收入。公司在广东市场有较强的用户忠诚度，竞争优势较为明显。而另一方面，公司也在不断加强品牌营销，致力品牌年轻化，吸引更多年轻的消费者。目前公司应收账款周转率大幅改善，产品动销情况良好，营运效率提升。

公司盈利预测及投资评级：珠江啤酒作为我国酿酒行业十强企业，在区域市场具有极大优势和稳固的市场地位。公司近年来盈利能力改善显著，未来公司将通过品牌文化培育和产品结构升级，为公司长期发展注入活力。我们预计公司2018-2020年营业收入分别为40.40亿元、43.80亿元和47.84亿元，同比增长7.33%、8.43%和9.23%，EPS分别为0.17元、0.19元和0.22元，当前股价对应的PE为34.00x、29.38x和25.33x，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	16A	17A	18E	19E	20E
营业收入(百万元)	3,542.99	3,763.61	4,039.53	4,380.04	4,784.42
增长率(%)	0.74%	6.23%	7.33%	8.43%	9.23%
净利润(百万元)	127.36	198.04	367.18	424.92	492.90
增长率(%)	30.95%	55.49%	85.41%	15.73%	16.00%
净资产收益率(%)	3.23%	2.33%	3.96%	4.46%	5.02%
每股收益(元)	0.17	0.18	0.17	0.19	0.22
PE	33.18	31.33	34.00	29.38	25.33
PB	1.09	0.79	1.35	1.31	1.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：吴文德

010-66554025

wuwd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118060013

交易数据

52周股价区间(元)	5.64-10.18
总市值(亿元)	124.83
流通市值(亿元)	76.72
总股本/流通A股(万股)	221333/136032
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.59

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 啤酒主业持续改善，盈利能力稳步提升	4
1.1 公司市场稳固，股权结构稳定	4
1.2 公司营收持续向好，啤酒主业突出	5
1.2.1 收入稳中有进，增幅不断加大	5
1.2.2 定增强化啤酒主业	6
1.3 公司净利润增长迅猛，期间费用率较为稳定	7
2. 公司产品不断推陈出新，紧随结构升级大趋势	9
2.1 人口更迭+观念升级推动行业产品结构升级	9
2.2 产品结构不断升级，公司吨酒价处于行业中高水位	10
2.3 产品创新为公司发展注入新动力	11
2.3.1 高研发投入满足消费者需求的多样性	11
2.3.2 我国精酿市场初起步，公司率先起航	12
2.3.3 文化建设为公司品牌注入新元素	13
3. 深耕南方区域市场，产品动销逐步改善	13
3.1 公司深耕华南市场，竞争优势明显	13
3.2 产品动销情况良好，营运周转效率高	14
3.3 对标重啤，公司业绩改善空间极大	15
4. 公司财务分析	17
4.1 财务收入和补助	17
4.2 同业比较	18
5. 投资建议：	19
6. 风险提示：	19

表格目录

表 1：珠江啤酒发展大事记	4
表 2：珠江啤酒产能情况	5
表 3：定增资金使用情况	7
表 4：珠江啤酒产品结构	10
表 5：珠江啤酒和重庆啤酒对比	17
表 6：珠江啤酒管理能力相关指标	18
表 7：公司盈利预测表	20

插图目录

图 1: 定增前后珠江啤酒实际控制人之间的产权及控制关系变化	5
图 2: 珠江啤酒 2013-2018 年营业收入 (单位: 千万元)	6
图 3: 珠江啤酒 2013-2017 年分产品占比情况	6
图 4: 珠江啤酒 2013-2017 年分地区销售情况 (单位: 百万元)	6
图 5: 2013-2018 年珠江啤酒归母净利润变化 (单位: 万元)	8
图 6: 2013-2017 年珠江啤酒销售毛利率及啤酒销售毛利率	8
图 7: 2013-2017 年珠江啤酒期间费用变动 (单位: 万元)	9
图 8: 我国 20-34 岁人口占比不断减少	9
图 9: 重庆啤酒不同档次啤酒的毛利率	10
图 10: 各酒企吨酒价格 (单位: 元/吨)	11
图 11: 2017 年啤酒企业研发投入 (单位: 万元)	12
图 12: 2017 年啤酒企业研发人员数量	12
图 13: 中国精酿啤酒消费量 (单位: 万千升)	12
图 14: 美国精酿啤酒消费量 (单位: 百万桶)	12
图 15: 珠江精酿酒吧 PEARL RIVER	13
图 16: 珠江啤酒精酿餐吧机场店	13
图 17: 珠江啤酒琶醍文化广场	13
图 18: 纯生啤酒派对	13
图 19: 各区域销售占比	14
图 20: 公司营运能力显著提升	15
图 21: 重庆啤酒和珠江啤酒毛利率	16
图 22: 重庆啤酒和珠江啤酒期间费用率	17

1. 啤酒主业持续改善，盈利能力稳步提升

1.1 公司市场稳固，股权结构稳定

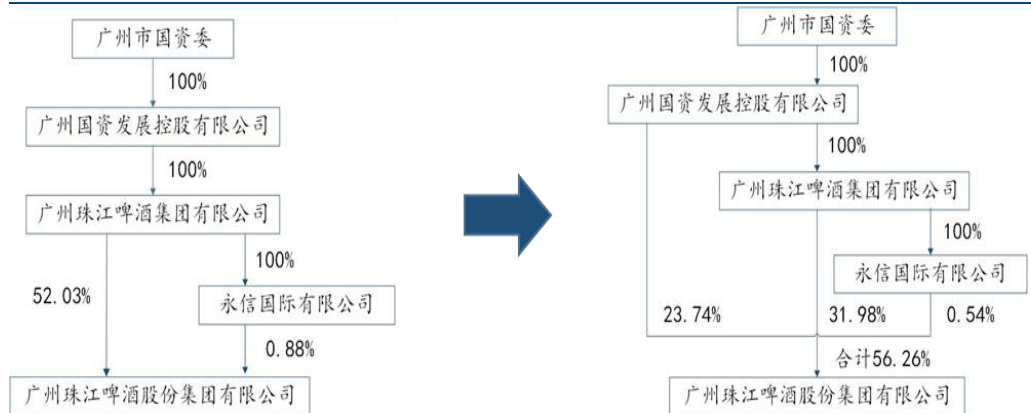
发展历程：广州珠江啤酒股份有限公司，成立于2002年，于2010年在深交所上市，其第一大股东——广州珠江啤酒集团有限公司，于1985年建成投产，前身为广州珠江啤酒厂，于1993年成立为珠江啤酒集团公司。公司总部位于广州，是我国酿酒行业十强企业，公司曾于2008年达到产量119.6万千升，创省内同行业啤酒产量最多新记录。公司在省内市场的占有率长期达到30%以上，稳固的市场地位，使珠江啤酒成为名副其实的“南天王”。

表 1：珠江啤酒发展大事记

年份	事件
1985 年	广州珠江啤酒厂投产建厂，建设规模 5 万吨
1986 年	珠江啤酒厂第一批 5 万箱小瓶装出口酒正式发运美国，标志着打入国际市场
1993 年	珠江啤酒厂改名为广州珠江啤酒集团有限公司
1999 年	珠江啤酒集团首先推出纯生啤酒——珠江纯生啤酒，各项理化指标达到或超出国家优级啤酒标准
2002 年	珠江啤酒股份公司注册成立
2002 年	百威英博旗下的英特布鲁啤酒集团投入 1.6 亿元持有珠江啤酒股份公司 24% 的股份
2003 年	珠江啤酒股份公司由市政府正式授权为国有资产经营
2004 年	国家工商总局商标局认定“珠江牌”啤酒商标为中国驰名商标
2010 年	广州珠江啤酒股份有限公司在深交所上市，股票代码为 002461.SZ
2017 年	百威英博出资 15.9 亿元，再次参与公司增发，持股比例达到 29.99%

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

股权结构：2017年3月，公司以每股10.11元的价格向三大定增对象募集资金总额43.12亿元，股权结构发生了巨大变化。定增完成后，公司的第三大新晋股东广州国资发展控股有限公司，持股23.74%、外资百威英博，股份由25.62%提高到29.99%。员工持股计划，持股0.43%。增持后公司的实际控制人不变，依旧是广州市国资委。公司的一致行动人为永信国际有限公司、广州珠江啤酒集团和广州国资发展控股有限公司，合计控股56.26%。

图 1: 定增前后珠江啤酒实际控制人之间的产权及控制关系变化


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

产能情况: 公司目前产能 220 万千升, 其中省内产能 170 万千升, 省外 50 万千升。截止 2018 年第三季度, 公司在建产能分别为: 南沙珠啤二期年产 100 万千升啤酒项目、东莞 30 万千升酿造及 10 万千升灌装啤酒项目、湛江 20 万千升啤酒项目, 还有广西、东莞、镇江三个精酿啤酒项目。

表 2: 珠江啤酒产能情况

啤酒总产能	220 万千升
省内产能	170 万千升
广州南沙厂区	130 万千升
湛江厂区	20 万千升
梅州厂区	20 万千升
省外产能	50 万千升
广西厂区	20 万千升
湖南厂区	10 万千升
河北厂区	20 万千升

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.2 公司营收持续向好, 啤酒主业突出

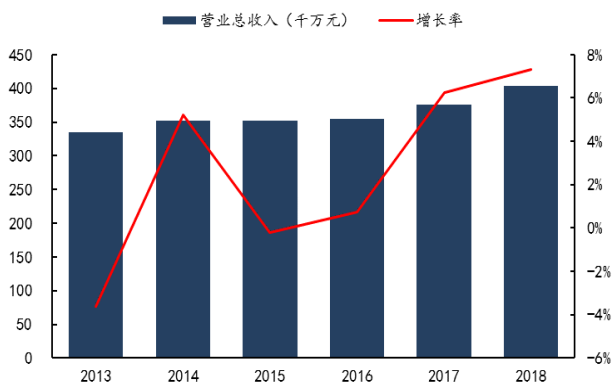
1.2.1 收入稳中有进, 增幅不断加大

公司收入稳中有进, 在中国啤酒行业增长乏力的背景下, 公司近几年营收保持稳健增长, 扭转了 15 年小幅下滑的势头。2018 年公司实现营收 40.39 亿元, 同比增长 7.33%, 为近 5 年来最高。营收的高增主要受益于公司啤酒业务的持续改善。

- ◆ 分行业来看, 公司主业突出, 啤酒行业占公司营收比例一直保持在 95% 以上。2017 年, 啤酒销售收入占总营业收入的 96.19%, 酵母销售、包材销售、租赁餐饮服务及其他销售分别占比 0.60%、0.10%、1.44% 及 1.67%。

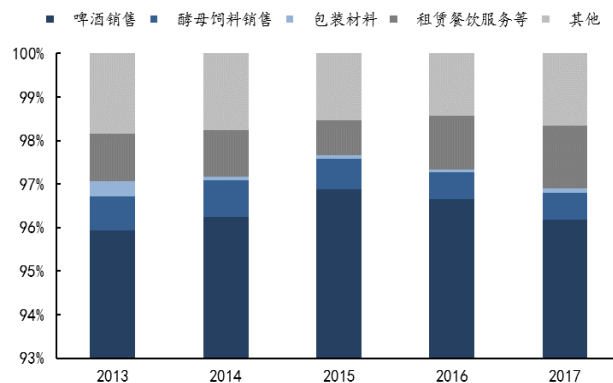
- ◆ 分地区来看, 公司的基地市场在华南地区。公司深耕华南市场, 华南地区贡献了公司绝大部分收入, 且有不断增长的态势。2017年, 华南地区的营业收入占总收入的95.15%, 同比增长7.03%。

图 2: 珠江啤酒 2013-2018 年营业收入 (单位: 千万元)



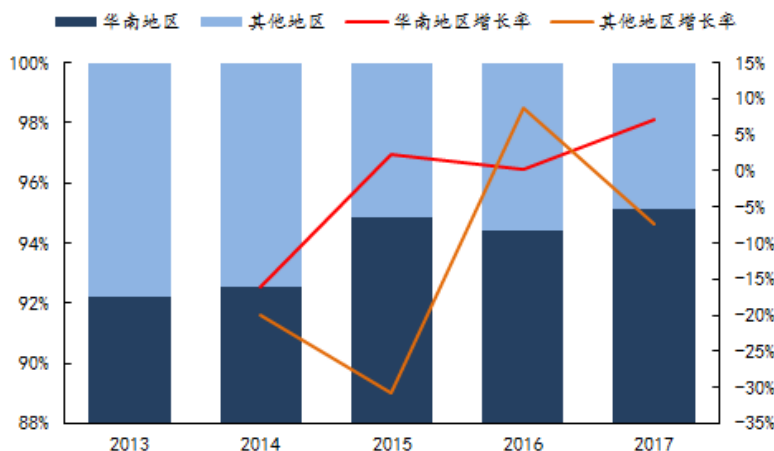
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 珠江啤酒 2013-2017 年分产品占比情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 珠江啤酒 2013-2017 年分地区销售情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.2.2 定增强化啤酒主业

公司在 2017 年 3 月, 公司以每股 10.11 元实行定增, 共募集资金 43.12 亿元。此次定增用于扩展网络营销渠道、扩大产能及文化创意园的升级项目。截至 2018 年三季度, 公司累计使用募集资金投资项目建设投入 8.14 亿元, 占募集资金的 18.96%, 剩余 34.81 亿元。此次募集资金的最大投向为“啤酒产能扩大及搬迁项目”及“珠江·琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目”, 分别为 166,000 万元和 140,000 万元。公司通过定增, 不断的对产能进行优化, 同时开展啤酒文化产业, 发展精酿市场, 巩固啤酒业务和市场。

表 3: 定增资金使用情况

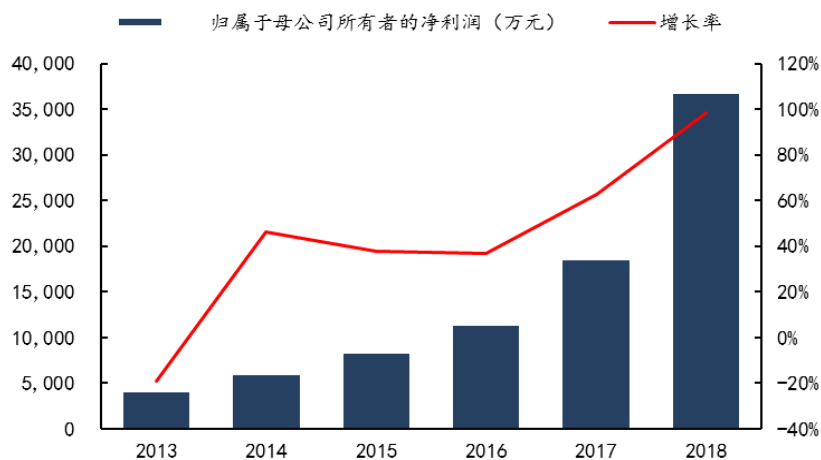
承诺投资项目	承诺投资总额(万元)	截至 2018Q3 投资进度	项目达到预定可使用状态日期
现代化营销网络建设及升级项目	80,000	6.56%	2020 年 12 月 31 日
020 销售渠道建设及推广项目	14,274	4.77%	2022 年 3 月 9 日
啤酒产能扩大及搬迁项目	166,000	41.15%	/
-南沙珠啤二期年产 100 万 kl 啤酒项目	86,000	78.74%	2018 年 7 月 31 日
-东莞珠啤新增年产 30 万 kl 酿造及 10 万 kl 灌装啤酒项目	40,000	1.47%	2020 年 12 月 31 日
-湛江珠啤新增年产 20 万 kl 啤酒项目	40,000	-	2020 年 12 月 31 日
精酿啤酒生产线及体验门店建设项目	22,524	-	/
-广西珠啤精酿啤酒项目	5,631	0.23%	2020 年 12 月 31 日
-东莞珠啤精酿啤酒项目	5,631	-	2020 年 12 月 31 日
-湛江珠啤精酿啤酒项目	5,631	-	2020 年 12 月 31 日
-湖南珠啤精酿啤酒项目	5,631	-	2020 年 12 月 31 日
珠江·琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	140,000	4.80%	2022 年 12 月 31 日
信息化平台建设及品牌推广项目	6,780	6.89%	2020 年 12 月 31 日
小计	429,578	18.96%	

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.3 公司净利润增长迅猛, 期间费用率较为稳定

权益变动提升公司净利润水平。近 5 年来, 公司的归母净利润不断提升, 从 2013 年的 5096.12 万元增长到 2018 年的 36774.05 万元, 5 年的 CAGR 为 54.90%, 其中 2018 年的归母净利润大幅增长, 同比增幅达 98.39%, 利润增幅远远大于收入, 与报表权益变动有关系。公司于 2017 年进行定增, 使得公司账面现金增加, 理财收入的增加增厚了公司的利润, 推升公司盈利水平。

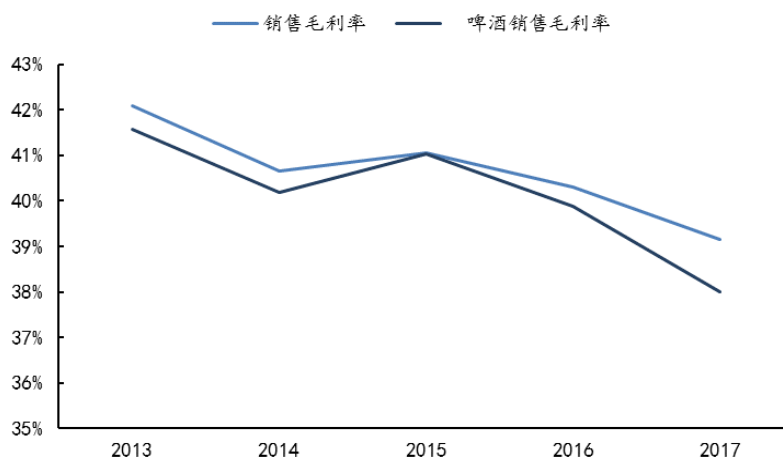
图 5: 2013-2018 年珠江啤酒归母净利润变化 (单位: 万元)



资料来源: Wind、东兴证券研究所

公司毛利率有所下降，主要受包材等成本上涨所致。近 5 年，公司整体毛利率和啤酒的毛利率都有所下降，分别从 2013 年的 42.08% 和 41.57% 下降到 2017 年的 39.15% 和 37.99%。我们认为啤酒毛利率的下降主要受包材和瓦楞纸等主要成本价格上涨所致，而啤酒毛利率的下降也带动公司整体毛利率下行。

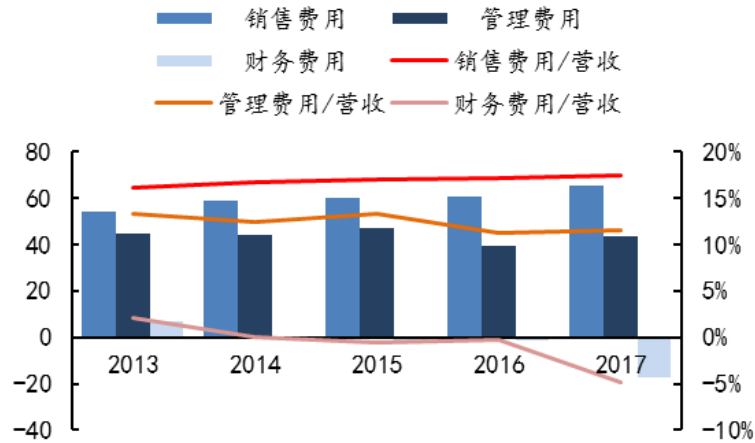
图 6: 2013-2017 年珠江啤酒销售毛利率及啤酒销售毛利率



资料来源: Wind、东兴证券研究所

公司期间费用率逐年下降。公司期间费用率从 2013 年的 33.33% 缓慢下降至 2017 年的 24.29%，五年的 CAGR 为 -4.96%。公司销售费用率和管理费用率相对稳定，期间费用率的下降主要来自财务收入的增长。

图 7：2013-2017 年珠江啤酒期间费用变动（单位：万元）



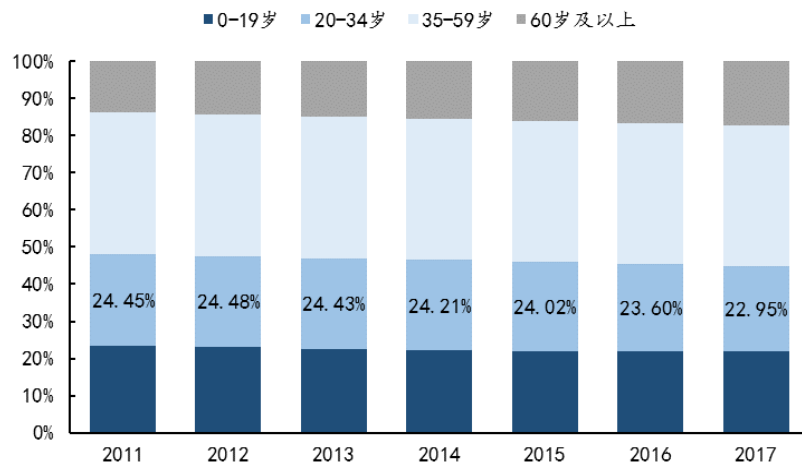
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 公司产品不断推陈出新，紧随结构升级大趋势

2.1 人口更迭+观念升级推动行业产品结构升级

人口结构更迭：啤酒主力消费人群数量不断下降。啤酒的消费主力人群区间是 20-34 岁，与美国婴儿潮一代之后的衰减一样，中国人口也受到“计划生育”这一政策的影响。在每年进行的抽样人口普查中，可以看到该年龄段人群正在缓慢下降，从 2011 年的 24.45%，下降至 2017 年的 22.95%。我们认为主力人群数量的下降，是行业增长乏力的主要原因。

图 8：我国 20-34 岁人口占比不断减少



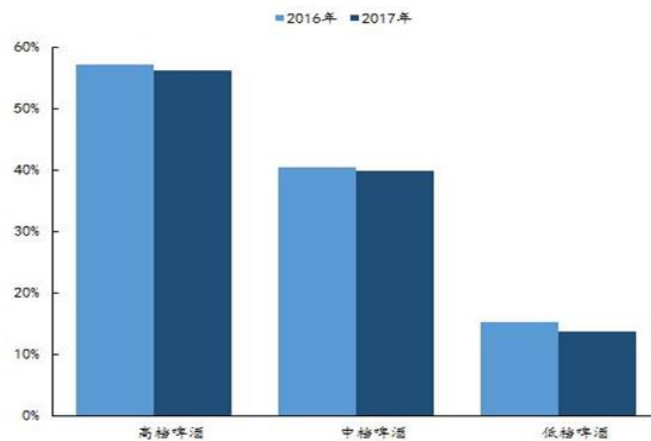
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

消费观念升级：第四消费时代和“Z 世代”。随着人均收入的不断提升，人民日益增长的物质需求也随之提升。消费观念升级是产品高端化趋势的指引，而“Z 世代”的

出现，也迫使行业加速高端化进程。

毛利率提升诉求下产品结构升级。高端产品由于具有较高的毛利率，可以有效缓解成本压力。以重庆啤酒为例，高端啤酒的毛利率在 50% 以上、中端啤酒和低端啤酒的毛利率分别在 40% 左右和 15% 左右。通过产品结构的改善，可显著提高公司的毛利率水平，进而增加公司应对成本上涨的压力。

图 9：重庆啤酒不同档次啤酒的毛利率





资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2 产品结构不断升级，公司吨酒价处于行业中高水位

公司产品结构健康，中高端占比持续提升。公司产品包括高端、中端和低端三个品类。公司中高端啤酒占比约 85%，高端以白啤、原浆和纯生为主，其中纯生占比约 34%；中端则主要集中在零度啤酒。低端啤酒是以小麦啤酒、老珠江啤酒为主，销量占比约为 15%。

表 4：珠江啤酒产品结构

产品档次	价格带	主要品牌	销量占比	产品展示
中高端	5 元以上	雪堡白啤、原浆啤酒、纯生啤酒、零度啤酒	85%	
其中：纯生	8-10 元	纯生啤酒	34%	

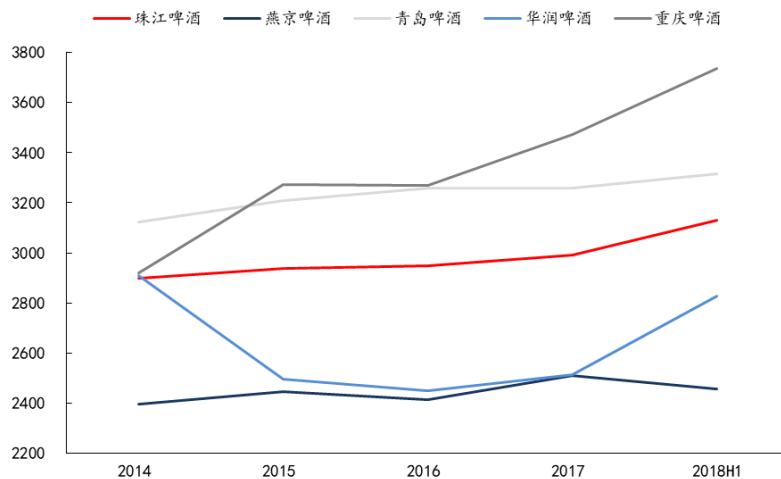
低端 5元以下 小麦啤酒、老珠江啤酒 15%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

吨酒价格不断提升, 处于行业中等水位。啤酒行业由于多年价格战, 导致行业吨酒价格较低。随着消费观念升级, 珠江啤酒也通过改善产品结构, 不断提升吨酒价。公司吨酒价从2014年2899元/吨上升到2018H1的3129元/吨, 上升幅度达7.93%。2018H1雪花、青岛、重庆和燕京的吨酒价在2827元/吨、3316元/吨、3736元/吨、2456元/吨, 公司吨酒价处于行业中等水位。

图 10: 各酒企吨酒价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 产品创新为公司发展注入新动力

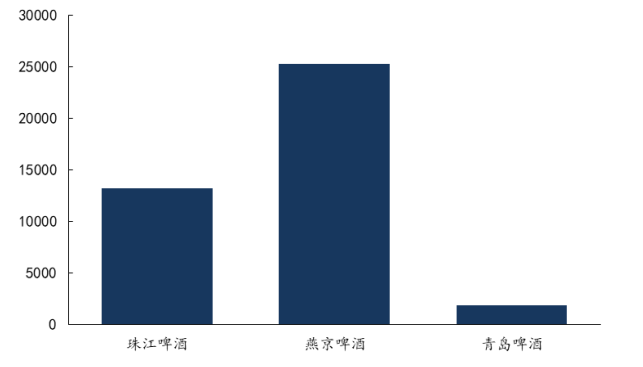
2.3.1 高研发投入满足消费者需求的多样性

公司注重产品创新, 满足消费者多样性需求。随着消费升级大幕的拉开, 消费者的需求也呈现多样性。为了抓住行业趋势, 公司一直致力于开发满足不同消费者的新品。公司继开发雪堡啤酒之后, 即将推出红啤酒, 其工艺与雪堡啤酒类似, 但口感不同, 酒的色度偏浓, 呈深黄色。工艺与普通啤酒有一些区别, 用了二次发酵的原理, 口感比较独特、醇厚。此外, 公司也在不断的尝试新品, 通过自营精酿酒吧进行产品测试, 以期得到一手的产品数据。

重研发使得公司研发投入高企。2017年, 公司研发人员数量711人, 研发人员数量占比14.74%; 研发投入金额1.32亿元, 占营业收入比重为3.51%, 远高于同行水平。青岛啤酒、燕京啤酒同期的研发人员数量分别为51人和1369人, 研发人员数量占比分别为0.12%和3.70%; 研发投入金额分别为1869万元和25242万元, 占营业收入比

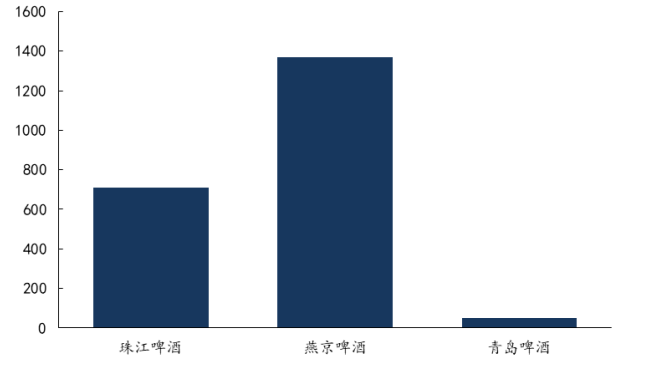
重分别为 0.07%和 2.25%。

图 11: 2017 年啤酒企业研发投入 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 12: 2017 年啤酒企业研发人员数量

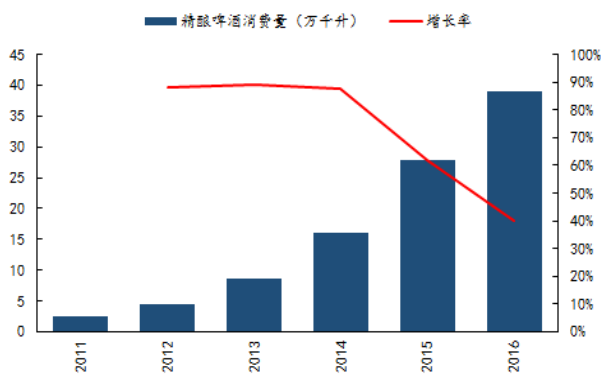


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2.3.2 我国精酿市场初起步, 公司率先起航

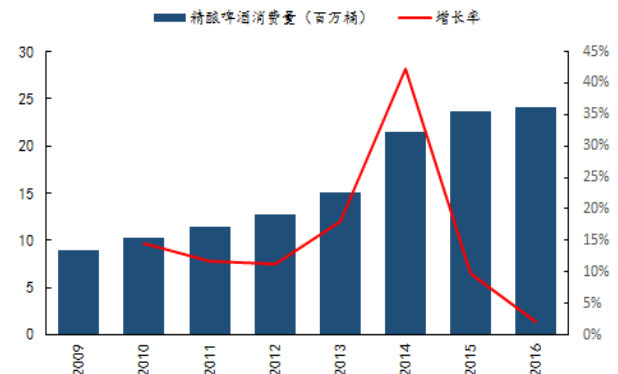
中国精酿市场处于蓝海阶段, 增长空间巨大。近年来精酿啤酒以其独特口味受到消费者的青睐, 而中国精酿市场基数小、增速快的巨大成长潜力。2016 年美国精酿啤酒销售量为 2410 万桶(+40%), 占消费量的 12.3%, 但在中国精酿啤酒的消费量还不足 1%, 行业正处于高速增长阶段 (+2.12%)。精酿市场具有广阔的发展空间。

图 13: 中国精酿啤酒消费量 (单位: 万千升)



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 14: 美国精酿啤酒消费量 (单位: 百万桶)



资料来源: 美国酿酒商协会, 东兴证券研究所

公司先发制人, 推进精酿啤酒业务发展。公司 2017 年定增募集的资金中, 拟投入 2.25 亿元用于精酿啤酒项目的建设, 包括广西珠啤精酿啤酒项目、东莞珠啤精酿啤酒项目、湛江珠啤精酿啤酒项目、湖南珠啤精酿啤酒项目共四个子项目, 分别在子公司的主要厂区内建设实施。公司还经营了精酿酒吧, 是市场公司为数不多自己经营精酿酒吧的公司。我们认为公司有望把握此轮精酿浪潮, 获得先发优势。

图 15：珠江精酿酒吧 PEARL RIVER


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 16：珠江啤酒精酿餐吧机场店


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.3.3 文化建设为公司品牌注入新元素

啤酒销售和文化产业现作为公司的双主业发展，2017 年公司文化产业利润贡献率已达 10%。公司以自有啤酒产业园文化中心——琶醍文化园为主要载体，通过在园区内举办时装秀、车辆发布会、美术展等活动，吸引游客人数以增加产品知名度。公司通过分析啤酒的消费人群，将产品定位运动+时尚的形象，以吸引更多未来消费人群。目前公司代言人为易建联和华晨宇，公司通过举办篮球赛和音乐节，将品牌形象往年轻化靠拢。为公司品牌注入新的元素。

图 17：珠江啤酒琶醍文化广场


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 18：纯生啤酒派对


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

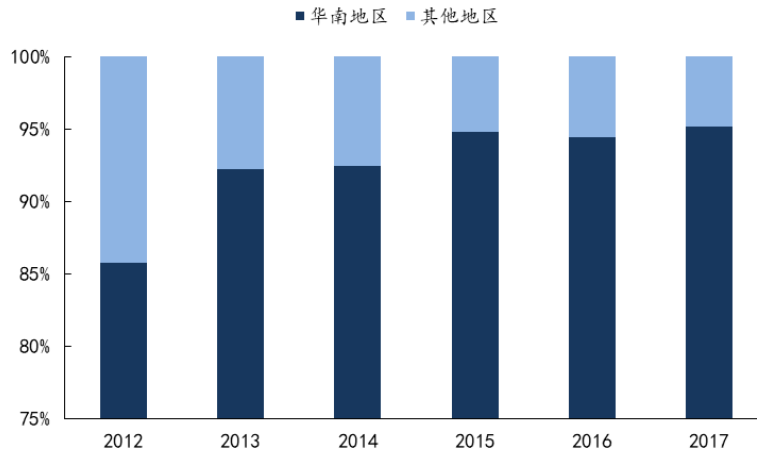
3. 深耕南方区域市场，产品动销逐步改善

3.1 公司深耕华南市场，竞争优势明显

华南地区是公司的主要销售市场。公司总部位于广州市，借助有利地势，深耕华南市场（广东、广西、湖南和海南），在广东省保持 30%市占率十余年。2015-2017 年，公司华南地区的销售收入占比为 94.84%、94.43%、95.15%，而在其他地区的销售收入占比分别只有 5.16%、5.57%、4.85%。华南地区已经成为了公司营收的主要贡献来源。

公司在广东市场有较强的用户忠诚度,竞争优势较为明显。公司在广东的销量约为 100 万吨/年,约占广东市场的 1/3。公司在广东市场具有较强的品牌辨识度,消费者的忠诚度较高是公司能够维持市占率稳定的重要原因。而另一方面,公司也在不断加强品牌营销,致力品牌年轻化,吸引更多年轻的消费者。

图 19: 各区域销售占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 产品动销情况良好, 营运周转效率高

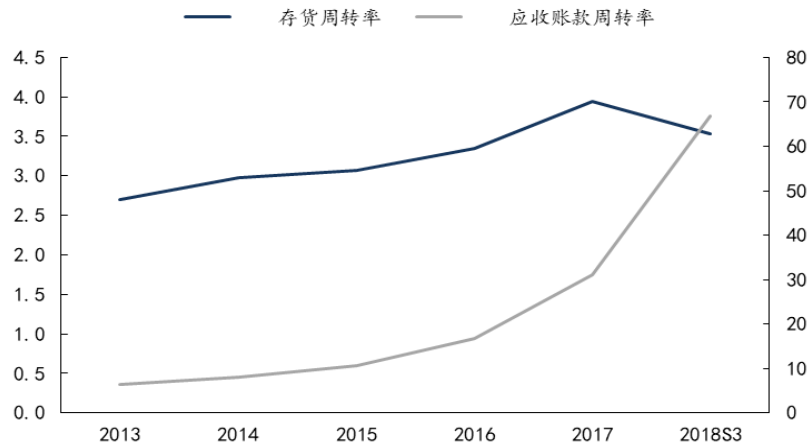
3.2.1 “互联网+”下, 营销模式持续改善

经销商与直销相结合的营销模式。目前公司主要采用经销商代理模式。公司制定一系列经销商管理制度,通过对经销商的动态考核机制来考核经销商销售能力以及监督经销商贷款回笼。另外公司对广州的部分酒店、酒吧等终端市场采用直销方式进行销售,由公司统一配货、结算、收款,有利于加强消费者教育,增强消费者品牌认同感。

联手腾讯、阿里创新营销模式。公司是中国第一个全面成功实施 ERP 系统的啤酒企业,在我国啤酒行业推行“一瓶一码”。通过用户扫描二维码,一可以沉淀客户数据实现精准营销,二可以通过“扫码抽奖”活动促进自有产品消费以及自营精酿酒吧的营收增加。通过阿里云强大的互联网技术和平台服务经验,为公司提供从传统制造企业智能化转型的强劲动力,使公司将走在“新零售”的最前沿。

3.2.2 公司话语权提升, 营运效率改善明显

公司存货周转、应收账款周转情况持续改善。自 2013 年起,公司存货周转率与应收账款周转率持续上升。存货周转率从 2013 年 2.70 上升至 2018Q3 的 3.53,应收账款周转率从 2013 年 6.53 上升至 2018Q3 的 66.91。公司应收账款周转率有较大的提升,主要原因是公司产品动销情况良好,库存较低,对经销商的话语权提升。目前公司只给少数大客户授信,其余客户基本能够实现现款结算。

图 20：公司营运能力显著提升


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3.3 对标重啤，公司业绩改善空间极大

3.3.1 产品结构相似，珠江吨酒价上升空间更大

高端化程度相近，但吨酒价相差较大。从 2014 年 9 月开始，全国啤酒销量开始下降趋势，啤酒行业面临瓶颈，各大啤酒企业开始走上高端化进程，目前两个公司高端化程度相近，重庆啤酒中高端占比达到了 86%，而珠江啤酒中高端占比也达到了 85%。

（中高端定义为 5-10 元价格带区间）。但吨酒价方面，公司的吨酒价约 3150 元/千升，较重啤 3500 元/千升低 10%。我们认为产品结构相似，但吨酒价较低的原因在于中高端产品的价格带较重啤低。

- ◆ **中端价格较重庆啤酒低：**重庆啤酒中端以乐堡为主，售价在 6 元左右，比珠江中端产品售价高 20%左右。
- ◆ **高端产品价格支撑较低：**重庆啤酒中高端产品数量丰富，以嘉士伯系列为主，品牌影响力大，对产品价格支撑明显。而珠江啤酒虽然高端化进程良好，但其品牌尚无法支撑与嘉士伯同等价位的产品。

随着公司品牌建设不断强化和产品开发的持续推进，我们相信在基地市场，公司能够凭借其强大的用户忠诚度和品牌吸引力，通过优质的产品，不断推升公司的吨酒价，强化公司的盈利能力。

3.3.2 深耕基地市场，发挥品牌优势

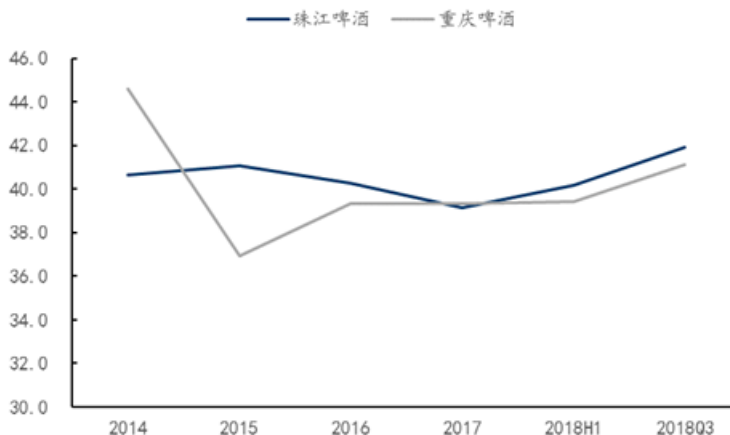
两个区域性啤酒企业都有自己的优势地区：重庆啤酒从 2015 年开始关厂后，坚定发展重庆、四川和湖南地区的市场，其中重庆地区是主要市场，市场占有率达到了 83%。而珠江啤酒主要地区是华南地区，营收占比 95%左右，主要发展地区是广东省，市场占有率 30%，且保持几乎十年，并且近年来有 1%之内的小幅增长，说明了珠江啤酒在广东地区同样有着很深的认可度。

公司注重啤酒文化的培养:重庆啤酒品牌具有嘉士伯外资背景的优势,反观珠江啤酒,百威不参与决策,虽然没有外资品牌优势,但是作为广东地区老牌啤酒企业,珠江啤酒通过打造啤酒产业园文化中心,设立企业直属的精酿酒厂,让消费者近距离了解酿酒过程,品尝精酿啤酒,进而塑造品牌文化,提升了产品价格张力,为引导中端产品消费者走向高端做铺垫。

3.3.3 毛利率相近,但珠啤期间费用率较高

重啤和珠啤毛利率相近,但成本构成差异较大。珠江啤酒毛利率水平跟重庆啤酒相似,珠江 2018Q3 毛利率 41.92%,而重庆啤酒 18Q3 为 41.13%。在珠江吨酒价较重啤低 10% 的背景下,两公司的毛利率相近,主因成本构成较大。珠江成本中,包材成本占比较低,主因公司回瓶率高达 83%。我们认为,在产品升级的趋势下,小瓶化和听装化将降低公司的回瓶率,导致包材占比上升。预计公司毛利率的上升空间较为有限,随着产品结构的升级,成本也将随之上涨。

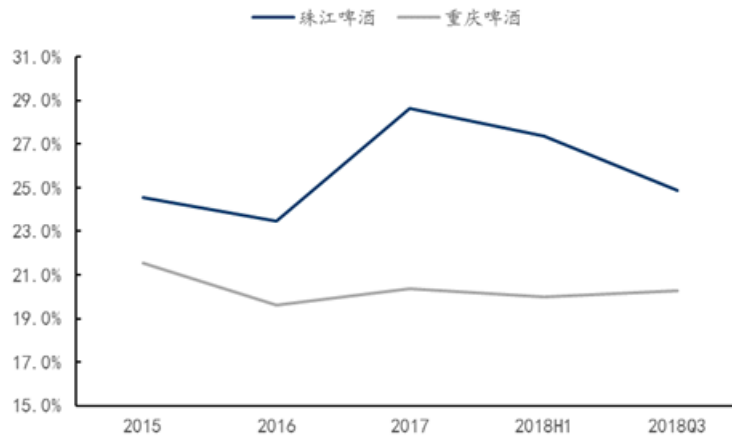
图 21: 重庆啤酒和珠江啤酒毛利率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

珠啤期间费用率较重啤高。珠江啤酒 2018Q3 销售和管理费用占比为 16.62%/8.16%,均高于重庆啤酒同期的 13.98%/4.1%。虽然珠江啤酒在 2017 年进行定增,并将大量资金用于理财,获取利息收入,但总体上,珠江啤酒期间费用率较重庆啤酒费用率要高。2018Q3,珠江啤酒期间费用率 24.86%,高于重庆啤酒的 20.27%,主要因为销售费用和管理费用降低难度大。

- ◆ **销售费用:**珠江啤酒销售费用高,一方面因为珠江啤酒没有外资品牌加成,需要投入较高的销售费用推广产品,而重庆啤酒背靠嘉士伯,推广产品的难度较低;另一方面,珠江啤酒在广东虽然常年市占率 30%左右,但是这种市占率不如重庆啤酒在重庆地区 83%市占率稳固,需要投入更多销售费用来巩固和维持市场。
- ◆ **管理费用:**珠江啤酒的管理费用也要高于重庆啤酒,一方面因为东南地区工资较高,所以管理成本较高。另一方面,珠江啤酒每年有一定的研发支出,2017 年研发费用占营业收入 3.51%,处于业内较高水平。

图 22: 重庆啤酒和珠江啤酒期间费用率


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表 5: 珠江啤酒和重庆啤酒对比

	产品结构	吨酒价	优势市场	毛利率	期间费用率
重庆啤酒	中高端占比 86%, 公司中端以 6 元乐堡为主。	3150 元/吨	重庆地区 (市占率 83%)	41.13%	24.86%
珠江啤酒	中高端占比 85%, 公司中端以 5 元零度为主。	3500 元/吨	广东地区 (市占率 30%)	41.92%	20.27%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所 (中高端定义为 5-10 元价格带区间)

4. 公司财务分析

4.1 财务收入和补助

财务收入: 公司在 2017 年底, 其他流动资产项目下有 57.6 亿, 其中 42.43 亿均为公司购买的保本理财, 占比 74%。保本理财的金额来源于定增及自有资金。

- ◆ **未使用的定增:** 2017 年 3 月, 公司通过非公开发行 4.27 亿股票, 发行价为 10.11 元/股, 除去发行费用后的募集资金净额为 42.96 亿元, 此次定增主要用于支持其产能扩大。目前公司尚有定增款 36.79 亿元未使用, 存放于募集资金专户, 用于购买保本理财。
- ◆ **自有资金:** 公司自 2014 年开始起, 陆续收到由于厂房拆迁等原因产生的政府补贴 23 亿元, 用于土地补偿、购置固定资产等用途。账款虽已收到, 但是需要根据《企业会计准则》要求, 该资金应以使用年限逐年分摊转入营业外收入, 公司以 25 年为期平均分摊, 其中递延收益下的账款, 作为自有资金购买了理财产品。

政府补助: 公司利润的另一大来源是政府补助。如上所说, 公司在 2016 年陆续收到政府土地补偿款 23 亿元, 按照递延收益每年税后可确认 7 千万收入, 由于期限较长, 该部分收入视为稳定收入。此外, 公司 2018 年收到广东省引入外资补助 3137.79 万, 为一次性补助, 不可持续。

4.2 同业比较

通过对珠江啤酒与同业水平进行对比,可以看出公司表现最为亮眼的地方为存货动销情况良好,说明企业不会产生过多的库存积压,有着较好的运营能力,虽然企业研发会对某些指标有影响,但是从长期看,对公司的发展是利大于弊的,并且随着产能的不断优化,企业未来可期。

- ◆ **管理及销售费用:** 2017 年珠江啤酒的管理费用率 (11.56%) 高于行业均值 (9.48%), 我们认为有以下原因: 一是由于研发支出较高且不断增长, 公司作为广东省认定的高新技术企业, 注重研发以丰富品类; 二是受到企业所处地区的影响, 东南地区较高工资水平导致企业较高的管理成本。销售费用率 2015-2017 年都略低于行业均值, 但是 2018H1 (17.63%) 高于行业均值 (14.70%)。
- ◆ **运营能力:** 2017 年珠江啤酒的存货周转次数 (3.94) 高于行业均值 (3.65) 及中值 (2.64), 说明公司货物在库时间短于行业水平, 存货流动性强, 说明公司产品动销情况良好, 对经销商的议价能力较强; 2018H1 珠江啤酒的应收账款周转次数 (32.62) 略低于行业均值 (35.56), 说明公司在收款方面的能力需要进一步加强。
- ◆ **盈利能力:** 公司的销售毛利率 (39.15%) 略高于行业均值 (37.82%), 销售净利率 (5.26%) 与行业均值 (5.25%) 保持相当, 且后者与 2016 年 (3.59%) 相比已有较好程度的改善, 我们认为公司的毛利率水平较高的原因与公司良好的产品结构密不可分。随着公司不断优化产能、调整产品结构继续改善, 两项指标均会有进一步的改善。
- ◆ **收益水平及资本结构:** 公司的净资产收益率 (3.23%) 与行业均值 (9.22%) 具有较大差距。公司销售净利率和总资产周转率与行业均值相差不大, 但较低的负债水平一定程度上拖累了 ROE。公司 2017 年资产负债率为 29.30%, 远低于行业均值 (45.53%) 及中值 (42.72%)。我们认为公司的资本结构仍存提升空间, 从而改善收益水平。

表 6: 珠江啤酒管理能力相关指标

各项指标	2015	2016	2017	2018H1
管理费用率 (%)				
-行业均值	9.51%	9.27%	9.48%	8.25%
-珠江啤酒	13.36%	11.18%	11.56%	10.30%
销售费用率 (%)				
-行业均值	17.05%	18.59%	17.93%	14.70%
-珠江啤酒	17.05%	17.14%	17.40%	17.63%
存货周转次数				
-行业均值	2.92	3.37	3.65	2.23
-行业中值	1.88	3.02	2.64	2.14
-珠江啤酒	3.07	3.35	3.94	2.14
应收账款周转次数				
-行业均值	59.42	80.74	83.09	35.56
-行业中值	23.98	57.49	58.87	30.07

-珠江啤酒	10.57	16.83	31.14	32.62
销售毛利率(%)				
-行业均值	36.1%	38.91%	37.82%	40.35%
-行业中值		39.70%	39.15%	39.41%
-珠江啤酒	41.05%	40.29%	39.15%	40.18%
销售净利率(%)				
-行业均值	0.01%	3.97%	5.25%	9.57%
-行业中值	2.77%	4.24%	5.26%	8.64%
-珠江啤酒	2.77%	3.59%	5.26%	8.14%
净资产收益率(%)				
-行业均值	-0.13%	6.36%	9.22%	7.70%
-行业中值	2.48%	4.44%	6.52%	7.32%
-珠江啤酒	2.48%	3.29%	3.23%	1.95%
资产负债率(%)				
-行业均值	47.47%	47.31%	45.53%	45.63%
-行业中值	47.07%	45.95%	42.72%	45.91%
-珠江啤酒	47.07%	45.95%	29.30%	29.31%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

5. 投资建议:

珠江啤酒作为我国酿酒行业十强企业,在区域市场具有极大优势和稳固的市场地位。公司近年来盈利能力改善显著,一方面受到所有者权益变动的影响,另一方面也反映了公司管理效率的提高、产品动销情况良好以及营运效率的提升。我们认为公司将通过品牌文化培育和产品结构升级,为公司长期发展注入活力。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 40.40 亿元、43.80 亿元和 47.84 亿元,同比增长 7.33%、8.43%和 9.23%,EPS 分别为 0.17 元、0.19 元和 0.22 元,当前股价对应的 PE 为 34.00x、29.38x 和 25.33x,首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示:

啤酒消费量急剧下滑,公司基地市场份额被蚕食,行业竞争加剧等。

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2087	6900	8132	8497	8917	营业收入	3543	3764	4040	4380	4784
货币资金	132	377	1585	1913	2290	营业成本	2115	2290	2419	2549	2700
应收账款	162	80	77	84	92	营业税金及附加	348	378	401	435	475
其他应收款	7	4	5	5	6	营业费用	607	655	667	715	782
预付款项	10	12	14	17	20	管理费用	396	435	444	482	526
存货	588	573	597	622	653	财务费用	-12	-176	-244	-259	-263
其他流动资产	1160	5765	5765	5765	5765	资产减值损失	59.99	13.95	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	4528	4405	4357	4298	4231	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	119.25	80.00	60.00
固定资产	3551.20	3426.32	3387.48	3398.99	3401.52	营业利润	28	246	462	528	614
无形资产	556	545	536	527	519	营业外收入	846.08	11.08	2.88	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	711.34	0.29	0.00	0.00	0.00
资产总计	6615	11304	12489	12795	13148	利润总额	163	257	465	538	624
流动负债合计	1828	2114	1973	2031	2093	所得税	36	59	98	113	131
短期借款	0	272	0	0	0	净利润	127	198	367	425	493
应付账款	664	482	625	663	703	少数股东损益	13	13	0	0	0
预收款项	55	61	71	79	90	归属母公司净利润	114	185	367	425	493
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	804	875	561	620	705
非流动负债合计	1211	1199	1199	1199	1199	EPS (元)	0.17	0.18	0.17	0.19	0.22
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3039	3312	3172	3229	3292	成长能力					
少数股东权益	45	45	45	45	45	营业收入增长	0.74%	6.23%	7.33%	8.43%	9.23%
实收资本(或股	680	1107	2213	2213	2213	营业利润增长	-54.11%	767.56%	87.81%	14.28%	16.30%
资本公积	1656	5526	5526	5526	5526	归属于母公司净利	98.09%	15.73%	98.09%	15.73%	16.00%
未分配利润	1028	1133	902	684	402	获利能力					
归属母公司股东	3531	7947	9271	9520	9811	毛利率(%)	40.29%	39.15%	40.11%	41.81%	43.56%
负债和所有者权	6615	11304	12489	12795	13148	净利率(%)	3.59%	5.26%	9.09%	9.70%	10.30%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	1.72%	1.64%	2.94%	3.32%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	3.23%	2.33%	3.96%	4.46%	5.02%
经营活动现金流	1022	495	390	468	553	偿债能力					
净利润	127	198	367	425	493	资产负债率(%)	46%	29%	25%	25%	25%
折旧摊销	787.64	805.04	0.00	330.90	334.53	流动比率	1.14	3.26	4.12	4.18	4.26
财务费用	-12	-176	-244	-259	-263	速动比率	0.82	2.99	3.82	3.88	3.95
应付帐款的变化	0	0	2	-7	-8	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	10	9	11	总资产周转率	0.54	0.42	0.34	0.35	0.37
投资活动现金流	-904	-4738	10	-20	-31	应收账款周转率	17	31	51	54	54
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.86	6.57	7.29	6.80	7.00
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	119	80	60	每股收益(最新摊	0.10	0.08	0.17	0.19	0.22
筹资活动现金流	-45	4488	928	83	61	每股净现金流(最新	0.11	0.22	0.60	0.24	0.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.19	7.18	4.19	4.30	4.43
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	427	1107	0	0	P/E	33.18	31.33	34.00	29.38	25.33
资本公积增加	60	3870	0	0	0	P/B	1.09	0.79	1.35	1.31	1.27
现金净增加额	73	245	1328	531	583	EV/EBITDA	4.61	7.01	19.42	17.05	14.46

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品等研究工作。2018年获得万德wind平台综合影响力第一名，万德wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。