

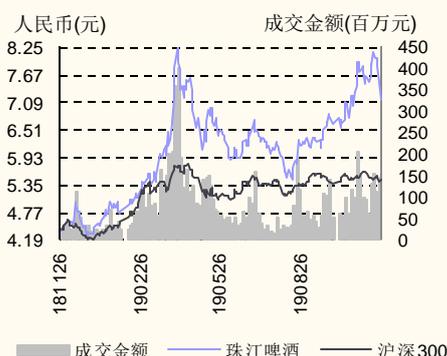
珠江啤酒 (002461.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.17 元
 目标价格 (人民币): 9.50-9.50 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.13
已上市流通 A 股(亿股)	13.60
总市值(亿元)	166.22
年内股价最高最低(元)	8.18/7.34
沪深 300 指数	3878
中小板综	9008



华南优势地位巩固, 产品结构升级持续

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.17	0.17	0.22	0.26	0.29
每股净资产(元)	7.18	3.71	3.84	4.01	4.20
每股经营性现金流(元)	0.45	0.19	0.29	0.44	0.49
市盈率(倍)	70	27	33	28	25
净利润增长率(%)	62.75%	97.68%	34.96%	14.33%	13.46%
净资产收益率(%)	2.33%	4.46%	5.81%	6.38%	6.90%
总股本(百万股)	1,106.66	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **华南知名啤酒品牌, 国企改革排头兵:** 公司成立于 2002 年, 形成了以啤酒业为主体, 啤酒酿造和啤酒文化双主业协同的业务格局。公司拥有 220 万吨的酿造产能, 在广东啤酒市场市占率达到 31.6%, 在华南地区拥有较高的知名度, 是绝对的区域强势品牌。公司实际控制人是广州市国资委, 发展过程中通过引入外资持股、国企重组和员工持股等措施践行国企改革, 是广东省乃至全国国企改革的排头兵。
- **做精做细区域市场, 紧抓结构升级机会:** 公司 95% 收入来自以广东为核心的华南市场, 也是为数不多守住本省市占率首位的非龙头企业, 主要得益于公司 30 多年的深耕发展, 丰富产品矩阵, 塑造品牌价值, 将深度分销落到实处。公司以珠江 0 度为规模拓展点、以珠江纯生为利润增长点, 纯生系列销量达到 42.62 万吨, 比重超过 37%, 带动出厂吨价抬升至 3000 元以上, 紧抓本轮结构升级机会。公司省内酿造工厂产能均在 20 万 KL 以上, 产能规模效应明显+结构升级持续+原材料上涨压力逐步缓解, 毛利率有望持续修复。
- **渠道布局加快, 销售范围拓宽:** 公司沿着“南固、北上、西进、东拓”的思路进行拓展, 将销售区域不断向广东省内粤北、粤西的薄弱市场以及广东省外的湖南、广西、东南和北方等重点市场拓展; 通过配备车辆和冷冻展示柜等方式推进深度分销的同时降低运输费用。随着公司不断优化产能配置和销售区域, 运输费用预计将有所降低, 提质增效带动管理费用投放效率提升。毛利率提升+运输费用降低+管理费用优化预计将有效提升盈利能力。
- **研发创新能力是王牌, 占据产品升级的先发优势:** 公司是国内纯生啤酒和鲜白啤酒的开创者, 每年将收入的 3% 投入研发创新, 研发创新能力行业领先。公司研发储备了引领行业潮流的红啤酒、黑啤酒、皮尔森啤酒等多款精酿产品, 有助于公司在未来啤酒行业消费升级和品质为先的大趋势下占据领先地位。

投资建议

- 我们预计公司 19-21 年的收入分别为 43.25/46.97/51.47 亿元, 同比增长 7.1%/8.6%/9.6%; 归母净利润分别为 4.95/5.65/6.42 亿元, 同比增长 35.0%/14.3%/13.5%; EPS 分别为 0.22 元/0.26 元/0.39 元; 对应 PE 为 33X/28X/25X; 扣除 42 亿元地产估值, 当前股价对应的 PE 分别为 24X/21X/18X。给予公司 2020 年 37 倍估值, 目标价 9.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 限售股解禁的风险、原材料价格上涨的风险、非经常性损益减少影响公司利润的风险、募投项目建设不达预期的风险

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- **啤酒量平价升趋势不减，纯生占比持续提升：**结合行业现状和公司发展战略，我们预计未来三年公司啤酒销量将维持稳中略升的态势，预计 2019-2021 年公司啤酒销量分别同比+1.0%/+1.5%/+1.5%。拆分产品结构来看，预计未来公司以纯生为代表的中高端产品占比将持续提升，预计珠江纯生销量将分别同比+9.0%/+9.3%/+9.7%，预计到 2021 年纯生销量占比将达到 43.8%。相应的预计公司啤酒出厂吨价将逐年提升，2019-2021 年吨价分别达到 3288 元、3498 元和 3757 元。
- **其他业务预计稳定增长，整体收入增速仍将维持高个位数：**公司的餐饮租赁业务、酵母饲料销售等其他业务预计仍将以稳定的增速增长，参考历史增速，我们给予未来三年每年 20% 的年化增长。

■ 我们区别于市场的观点

- **公司在广东市场仍大有可为：**广东是国内啤酒第二大省，啤酒消费结构更偏中高端和多元化。公司在广东这块啤酒的兵家必争之地已多年保持市占率第一的地位，是绝对强势的区域品牌。在本轮结构升级大趋势中，广东依旧是排头兵，公司以纯生为核心的中高端产品持续发力，吨价上行和盈利能力改善在广东地区逐步落地，仍然大有可为。
- **研发创新能力是王牌，占据产品升级的先发优势：**公司是国内纯生啤酒和鲜白啤酒的开创者，每年将收入的 3% 投入研发创新，研发创新能力行业领先，有助于公司在未来啤酒行业消费者升级和品质为先的大趋势下占据领先地位。另外，市场认为高端化格局已定，我们认为至少在广东市场珠江啤酒依托研发创新能力，未来开拓高端将具备较强冲击力。
- **不必过于担忧财务费用的影响：**公司缴纳土地出让金后预计将再无大额的资本支出，利息收入 2020 年短期内会受影响，但仍在可控范围内。我们认为公司核心仍是结构升级和经营改善带来的利润释放，啤酒主业增长确定性高，非经营性影响进一步减弱。

■ 股价上涨的催化因素

- 行业啤酒产量同比提升。
- 公司啤酒出厂价提升。
- 自留地建设动工。

■ 估值和目标价格

- **EV/EBIT 适用性最高：**啤酒属于固定资产较高的密集型企业，折旧摊销较高会压制利润水平。EV/EBIT 扣除税项、利息和折旧摊销等影响，关注公司现金流增长，更能反映珠江啤酒真实经营情况，适用性最高。
- 我们认为未来 2-3 年公司啤酒业务仍将维持 30% 以上的利润增长，19-21 年 EV/EBITDA 分别为 24/20/17 倍。给予公司目标价 9.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

- **限售股解禁的风险：**公司定增配售的 8.53 亿股将于 2020 年 3 月 9 日解禁全流通，解禁股数占公司总股本的 38.54%
- **原材料价格上涨的风险：**公司大麦和包材两大原材料未来仍存在上涨的风险，增加公司业绩增长的不确定性。
- **非经常性损益减少影响公司利润的风险：**公司募集资金将逐步用于生产建设，利息收入进而也会减少，会对公司利润产生一定的影响。
- **募投项目建设不达预期的风险：**公司定增募投项目中多个项目投资进度不足 10%，可能存在募投项目不达预期，战略落地延迟的风险。

目录

投资要件	2
1、区域啤酒龙头企业，国企改革排头兵	5
1.1 华南知名啤酒企业，产品带向中高端上移	5
1.2 定增+员工持股，广东国企改革排头兵	6
2、纯生是增长主力，中高端定位逐渐清晰	8
2.1 研发能力优秀，储备多个创新产品	8
2.2 精酿啤酒发展的领先者，珠啤率先布局	8
2.3 总产能达到 220 万吨，优化产能布局	9
2.4 出厂价超过 3000 元/吨，中高端定位逐渐清晰	10
3、深耕省内渠道建设，升级营销网络挖掘渠道价值	12
3.1 省内市占率稳步提升，省外加速扩张	12
3.2 优化现代化营销网络，提升终端渗透率	13
3.3 以啤酒和音乐为载体，提升品牌价值	13
4.以琶醍为核心推进啤酒文化产业发展	14
5.行业对比：区域性中高端品牌，业绩弹性较大	15
5.1 收入突破 40 亿元，净利率升至行业前列	15
5.2 中性估计下增值税调减预计助推净利率提升 1.03 个百分点	17
5.3 营业周期缩短，ROE 稳中有升	18
6.盈利预测	21
6.1 核心假设	21
6.2 非主营收益分拆	21
7.风险提示	22

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司三大产品系列	5
图表 3：公司实际控制人是广州市国资委	6
图表 4：百威英博持股比例达到 29.99%	7
图表 5：公司定增 43.12 亿元用于发展	7
图表 6：纯生啤酒的优点	8
图表 7：精酿啤酒消费人群画像	9
图表 8：公司省内产能分布	9
图表 9：公司全国产能分布	10
图表 10：公司总收入规模接近 40 亿元	10
图表 11：公司率先走出行业低谷	10
图表 12：公司啤酒总销量达到 124 万吨	11
图表 13：纯生系列销量占比超过 30%	11
图表 14：公司出厂吨价超过 3000 元/吨	11

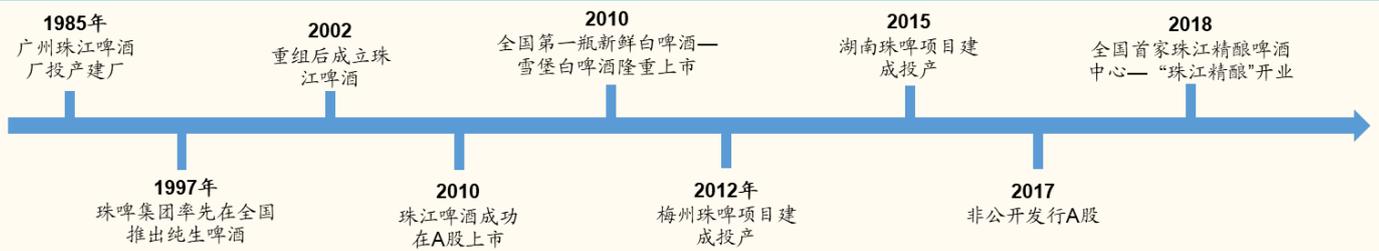
图表 15: 公司出厂吨价处行业中游 (元/吨)	11
图表 16: 公司三大省外核心市场的竞争格局.....	12
图表 17: 公司三大省外核心市场的产量变化 (万千升)	12
图表 18: 公司非华南地区收入重回增长.....	12
图表 19: 餐饮租赁业务收入稳步增长.....	14
图表 20: 行业产量下跌期业绩韧性较强.....	15
图表 21: 利润规模稳定增长.....	15
图表 22: 公司出厂吨价处行业中位 (元/吨)	16
图表 23: 公司啤酒业务毛利率改善.....	16
图表 24: 公司销售费用率相对稳定.....	16
图表 25: 公司运输费用率较高.....	16
图表 26: 公司管理费用率降至 11%.....	17
图表 27: 公司人工费用支出较高.....	17
图表 28: 公司净利率提升至行业前列.....	17
图表 29: 公司增值税调减敏感性测试.....	18
图表 30: 增值税调减测算 (中性)	18
图表 31: 公司应收账款周转效率明显提升.....	19
图表 32: 公司存货周转率达到 4.47.....	19
图表 33: 公司总资产周转率受总额增加影响下跌.....	19
图表 34: 公司 ROE 稳中有升.....	19
图表 35: 公司行业对比情况汇总.....	19
图表 36: 公司收入预测分拆.....	21

1、区域啤酒龙头企业，国企改革排头兵

1.1 华南知名啤酒企业，产品带向中高端上移

- “南有珠江”，广东省市占率达到 31.6%：公司前身是 1985 年建成投产的广州市珠江啤酒厂，2002 年由珠啤集团、英特布鲁国际等六家发起人发起设立，于 2010 年在深交所上市。经过多年发展，公司形成了以啤酒业为主体，啤酒酿造和啤酒文化“双主业”协同的业务格局。公司是“广东粮、珠江水”的品牌代表，享有“南有珠江”的美誉。公司 2018 年啤酒产量达到 123 万吨，是广东啤酒市场占有率第一的企业，达到 31.6%，其中珠三角区域市场占有率达到 36.7%，佛山和东莞市场占有率分别达到 53.5%、43.9%，是绝对的区域强势品牌。

图表 1：公司发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所

- 三大系列，产品带向中高端上移：公司啤酒产品形成了珠江啤酒、珠江纯生和雪堡三大系列。
 - 珠江系列自 1985 年上市距今已超过 30 年，包括老珠江、菠萝啤、无醇、小麦啤酒、0 度等不同产品，主要定位为日常消费的中低端产品。
 - 纯生系列诞生于 1997 年由公司研发的珠江纯生，相继上市了经典纯生、精品纯生、特制纯生和精制纯生等产品，定位中高端啤酒消费。
 - 雪堡系列自公司 2010 年研发上市国内第一瓶白啤酒开始向市场推广，雪堡白啤和雪堡生啤都受到消费者喜爱和追捧，定位为消费升级带来的更高端的啤酒需求和消费。

公司还开发了精酿啤酒、原浆啤酒、IPA、小麦啤酒等差异化产品，不断丰富产品体系。公司产品发展战略以珠江 0 度为规模拓展点、以珠江纯生为利润增长点，纯生系列销量和收入快速增长，带动公司整体产品销售带不断向中高端上移。

图表 2：公司三大产品系列

系列

主要产品

珠江系列



系列

主要产品

纯生系列



雪堡系列

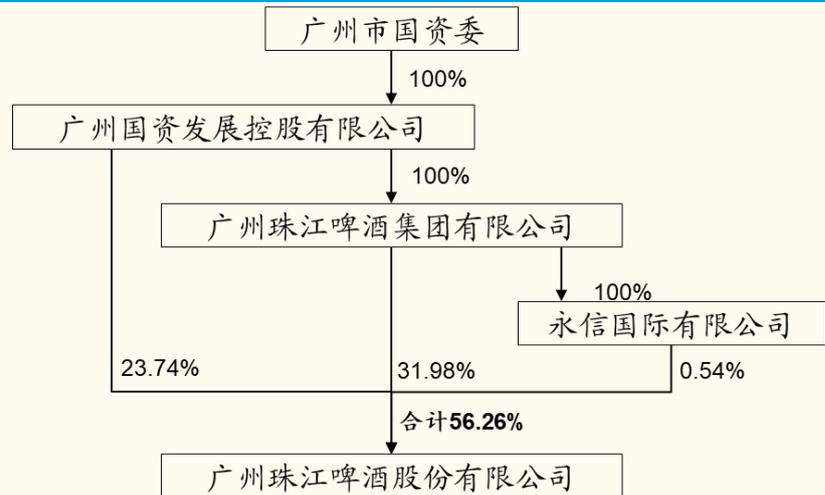


来源：公司官网、国金证券研究所

1.2 定增+员工持股，广东国企改革排头兵

- 公司是广州市国资委旗下唯一的酒类上市平台：公司实际控制人是广州市国资委，广州市国资委通过直接控制广州国发，间接控制珠江啤酒集团和永信国际合计持有公司 56.26%的股权，公司也是广州市国资委旗下唯一的酒类上市平台。

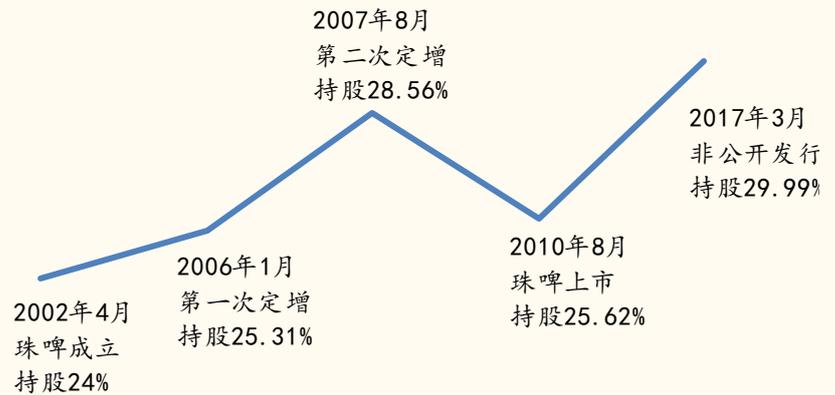
图表 3：公司实际控制人是广州市国资委



来源：公司公告、国金证券研究所

- 第二大股东是百威英博，以财务投资为主：公司第二大股东是英特布鲁国际，英特布鲁国际隶属于全球第一大啤酒厂商百威英博。百威英博最早于 2002 年出资 1.6 亿元参与公司设立，2017 年再次出资 15.9 亿元参与公司定增，总持股比例达到 29.99%，是公司的第二大股东。公司副董事长和董事王仁荣、董事柯葛孟、监事于龙涛是由百威英博派驻，百威英博除派驻管理层外不参与公司实际的经营和管理，以财务投资为主。

图表 4：百威英博持股比例达到 29.99%



来源：公司公告、国金证券研究所

- 国企改革先锋：**早在公司成立的 2002 年，珠啤集团以经营性净资产出资，联合当时世界最大的啤酒集团比利时英博集团等 6 家单位共同出资，发起设立珠江啤酒，是广东省内较早实施国企改制的公司。2015 年公司控股股东珠啤集团 100% 国有股权被划入广州国资发展，珠啤集团成为广州国资发展的全资子公司，这也是广州发布国企改革意见后第一起国企重组个案。通过引入外资和并入广州国资发展，加快公司国企改革步伐，提升国有资产经营管理效率。
- 定增落地，国有资金支持公司发展：**公司 2017 年通过非公开发行股票定增 43.12 亿元用于啤酒产能搬迁、精酿啤酒线生产、营销网络建设和文化创意园区改造升级等项目。定增资金中广州国发出资 26.6 亿元认购 2.63 亿股，广州市国资委通过广州国发出资参与定增，既提升了实际持股比例，又以国有资金切实支持公司发展，解决公司资金困境，加速公司发展。

图表 5：公司定增 43.12 亿元用于发展

序号	发行对象	认购股份数量 (万)	认购金额 (万)	发行后的持股比例
1	广州国发	26267.6	265565.1	23.74%
2	英特布鲁国际	15764.2	159376.0	29.99%
3	广证鲲鹏 1 号	141.9	1434.9	0.13%
4	广证鲲鹏 2 号	476.6	4817.9	0.43%
	合计	42650.2	431193.9	54.28%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 员工持股计划提升员工积极性：**公司通过设立定向资产管理计划开展员工持股，设立了广证鲲鹏 1 号和广证鲲鹏 2 号员工持股计划，由公司董监高和下属企业员工进行认购，并以员工持股计划参与公司定增。公司是广东省内较早员工持股计划落地的企业，有望提升公司员工的主动积极性和业务积极性。

广东是国内国企改革步伐较快的省份，公司又是广东国企改革的排头兵；未来预计将继续深化国企改革，释放经营活力，推动公司实现更加市场化的发展。

2、纯生是增长主力，中高端定位逐渐清晰

2.1 研发能力优秀，储备多个创新产品

- **纯生和白啤的首创者，行业先行者：**珠江啤酒早在 1997 年就生产出国内第一瓶纯生啤酒，开启了纯生啤酒国内 30 年的发展。公司又在 2010 年研制出国内第一瓶新鲜白啤酒—雪堡白啤酒。纯生啤酒的成功研发代表了国内啤酒生产能力从熟啤酒向生啤酒延伸，白啤的成功研发标志着啤酒酿造从黄啤酒向白啤酒成功延伸。公司研发上市纯生和白啤后其他企业也陆续跟进，代表了公司准确的市场判断力和前瞻性，在产品布局方面是行业的先行者。

图表 6：纯生啤酒的优点



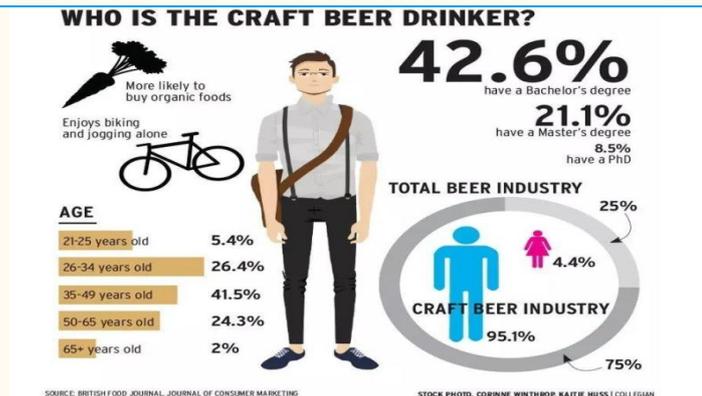
来源：知网、国金证券研究所

- **持续研发投入支持创新发展，研发费用率高达 3.54%：**啤酒全行业研发投入相对较少，但公司每年固定支出收入的 3% 以上用于研发和创新，研发费用率远高于行业内其他公司，2018 年投入研发费用 1.43 亿元，处历史高位。公司与慕尼黑理工大学、中国食品发酵工业研究院等开展产学研合作项目，多个科技项目通过验收。得益于持续的研发投入，公司科技成果转化率达到 95% 以上，建立的酵母性能精准评价体系等达到国内、国际先进水平，助力提升啤酒行业的国际化发展，更是参与多项国家标准和团体标准的制定，公司紧跟行业变革，建立研发端的领先优势。
- **储备多个创新产品，顺应啤酒行业升级：**公司啤酒酿造和创新能力多次受到国内外专业机构认可，曾获布鲁塞尔挑战赛铜奖、CFFI 国际精酿啤酒挑战赛金奖和青酌奖等啤酒行业大奖。公司新品研发和储备能力处行业前列，率先开发了引领行业潮流的红啤酒、黑啤酒、皮尔森啤酒、小麦啤酒等多款产品，并在精酿啤酒领域实现突破。公司目前已经实现了雪堡黄啤、美式 IPA（印度爱尔啤酒）、瓶装原浆大生产，未来也将继续推动更多特色产品量化投产，储备的多款产品也有助于公司在未来啤酒行业消费升级和品质为先的大趋势下占据领先地位。

2.2 精酿啤酒发展的领先者，珠啤率先布局

- **精酿啤酒仍在起步期，市场空间广阔：**精酿啤酒相较于工业啤酒麦芽汁浓度更高，风味更加浓郁，满足消费者健康化、多样化和个性化的需求。国内精酿啤酒仍在起步阶段，市占率不足 1%，而美国等发达国家精酿啤酒已经历了数十年的发展，美国 2017 年精酿啤酒销售量为 2535 万桶，销售量占比 12%，销售额占比达到 23%，对标美国，我国精酿啤酒市场具有广阔的成长空间。
- **精酿啤酒消费人群支付力更强：**精酿啤酒消费场景多为夜店、KTV、酒店等高档消费场所，产品价格也远高于工业啤酒，所以精酿啤酒的消费人群消费层次更高、支付力更强。参考《英国食品杂志》刻画的精酿啤酒消费者画像可以看出，精酿啤酒的消费人群中 42.6% 的学历在本科以上，男性占比更高，消费者年龄结构偏大，支付能力和消费意愿更强，也是由啤酒主流消费人群升级分化形成的。

图表 7：精酿啤酒消费人群画像



来源：英国食品杂志、国金证券研究所

- **研发新品+精酿酒吧，珠啤率先布局：**珠江啤酒是国内较早推出精酿系列产品的企业，雪堡是公司以精酿系列为主的高端品牌。近几年陆续研发出了红啤酒、黑啤酒、皮尔森等精酿系列产品，是国内精酿系列产品研发和更新的领先企业。2018年6月，公司在广州琶醍新建了全国首家珠江精酿啤酒中心-珠江精酿，8月份在广州白云机场开业了珠江啤酒精酿餐吧，真正将前店后厂的精酿啤酒模式落地，证明了公司在精酿啤酒领域的前瞻力和执行力。

2.3 总产能达到 220 万吨，优化产能布局

- **市内产能搬迁完成，生产技术升级换代：**公司啤酒生产采用集中酿造、分别灌装的模式。酿造集中在南沙、湛江等厂区，灌装在靠近销售地的各个分厂进行。公司总部和原厂区位于广州新中轴线，地处广东省政府“三旧改造”区域内，公司也被纳入“退二”企业名单，为了响应政府规划，公司积极推进产能搬迁，在 2016 年完成产能搬迁，实现南沙工程智能化升级改造，在南沙建成了年产 130 万千升的啤酒工程项目，项目已投产。同时为了配合市场对包装升级的要求，公司在南沙增加了 12 万千升/年的易拉罐灌装能力。南沙目前是公司主要的酿造产能基地，通过此次搬迁实现了生产技术的整体升级换代，并且南沙地处广州市郊，用工和能源费用也相对较低，使得公司拥有一定的成本红利期。
- **省内多地建厂，优化产能布局：**除广州市外，公司还在省内的中山、梅州、阳江、湛江、韶关和汕尾五市建有生产线，其中东莞、湛江和梅州同时拥有酿造和灌装的能力，其他地区主要是灌装生产线，拥有 170 万千升酿造和 199 万千升灌装产能。省内分散建厂既满足了全省销售需求的快速响应，又分担了总部的生产压力，公司 2017 年关闭汕头分装厂，省内产能规划不断优化。

图表 8：公司省内产能分布



来源：公司公告、国金证券研究所

- **全国优势销售区域产能布局，重点突破：**公司在全国以“南固、北上、西进、东拓”的发展思路进行产能布局，除在大本营广东建有主要的产能基地外，更是在河北、湖南、广西等省外主销地建有酿造和灌装产能。公司在全国范围内拥有 220 万吨酿造和 264 万吨灌装产能，以重点区域重点布局的方式实现产能优化。
- **四地建设精酿项目，强化竞争优势：**公司目前精酿生产能力主要集中在广州南沙，跨区域运输和售卖难度较大。公司计划在东莞、湛江、广西和湖南四地分别建设 2000kl 的精酿啤酒生产线，丰富精酿啤酒的产能布局，扩大销售范围，巩固公司中国精酿啤酒发展领先者地位，强化在国内精酿啤酒竞争格局中的优势地位。

图表 9：公司全国产能分布

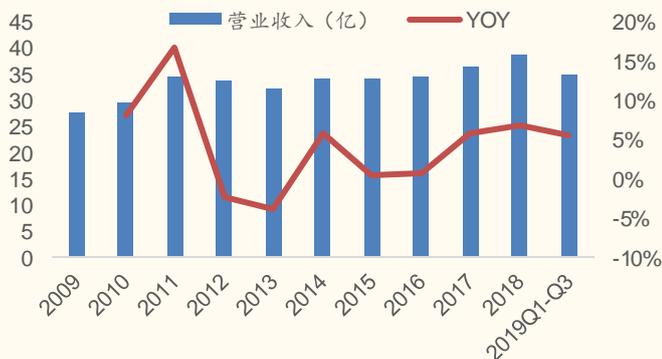


来源：公司公告、国金证券研究所

2.4 出厂价超过 3000 元/吨，中高端定位逐渐清晰

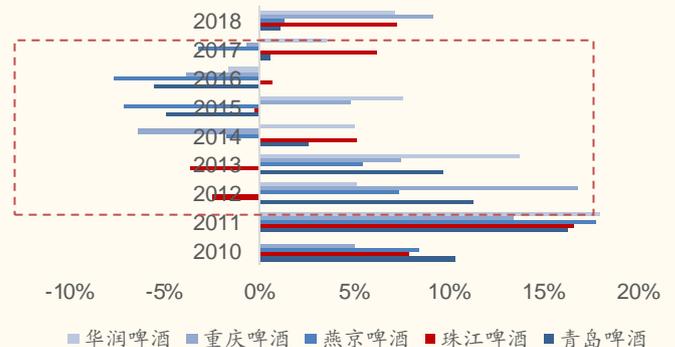
- **行业下行阶段韧性更强，总规模接近 40 亿元：**近十年公司啤酒业务伴随行业发展经历了成长期、震荡期和回暖期，2012-2016 年行业阵痛期公司下降幅度低于行业水平，韧性较强，主要得益于以纯生为主的中高端产品量价齐升，2018 年公司营业收入达到 38.7 亿元，同比提升 6.75 个百分点。
- **2009-2011 年成长期：**随着行业规模扩张和公司在南沙、河北、梅州、湖南等地产能投产，公司收入规模快速增长，2011 年超过 30 亿元。
- **2012-2016 年震荡期：**啤酒行业供需错位带来全行业规模下行，公司在 2012 和 2013 年也受到冲击，收入规模略有下滑。在面临行业困境时公司内部求变，推进产品结构上移，调整销售结构，2014-2016 年行业下跌的同时公司实现了正向增长，率先走过低谷。
- **2017 年开始进入回暖期：**2017 年行业开始回暖，公司前期战略调整带来正向效应，连续两年录得 5% 以上的增长，加速回暖。

图表 10：公司总收入规模接近 40 亿元



来源：WIND、国金证券研究所

图表 11：公司率先走出行业低谷



来源：WIND、国金证券研究所

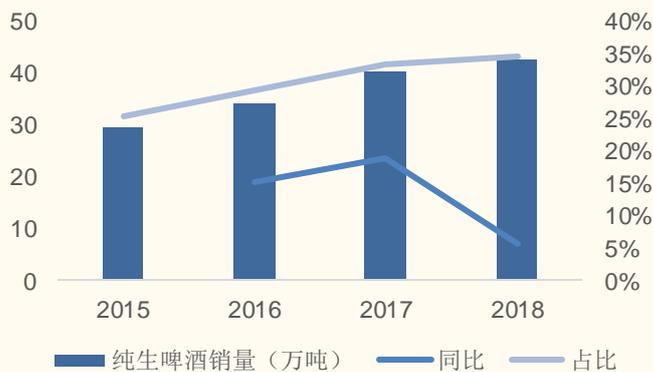
- **销量回升，纯生系列占比超过 30%：**公司啤酒销量在震荡期增长乏力，2017 年之前基本稳定在 115 万吨，2017 年开始回暖迹象明显，销量重回增长，2018 年实现销售量 124 万吨，同比增长 2.5%。纯生是公司的第二大系列，也是产品结构升级的主力产品，目前仍在快速放量期，销量持续增长，2015-2018 年纯生系列销量年复合增长 13%，2018 年珠江纯生系列销量达到 42.62 万吨，占总销量的比重达到 34.4%，2015-2018 年间销量占比提升将近 10 个百分点，2019 年占比持续提升至 37% 以上，纯生系列在公司产品结构中的重要性不断提升。

图表 12：公司啤酒总销量达到 124 万吨



来源：WIND、国金证券研究所

图表 13：纯生系列销量占比超过 30%



来源：WIND、国金证券研究所

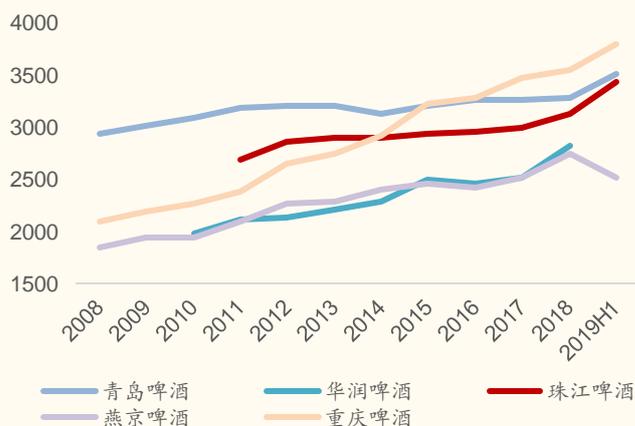
- **出厂价提升至 3118 元/吨，结构升级效果显著：**纯生系列销售量占比提升带动公司产品出厂吨价连续 8 年上涨，吨价从 2011 年的 2683 元增长到 2018 年的 3118 元，年复合增长 2.5%，2019 年吨价仍在上行，结构升级效果显著。
- **行业+公司合力推动，产品升级持续可期：**啤酒行业 2018 年结束前期产量下滑态势，总产量 3812.2 万千升，同比增长 0.5%，各大龙头企业的出厂吨价均有提升，行业结构升级是大势所趋，公司也会随着行业的发展持续升级。公司自身来看，一方面集中资源支持纯生系列增长，持续提升珠江纯生系列在公司业务结构中的占比；另一方面公司也在加快中高端系列的渠道推广布局，2018 年中高端系列占比达到 88.12%，同比提升 0.53pct，升级产品结构，向中高端拓展，公司发展战略中深化中高端布局也逐渐清晰。

图表 14：公司出厂吨价超过 3000 元/吨



来源：WIND、国金证券研究所

图表 15：公司出厂吨价处行业中游 (元/吨)



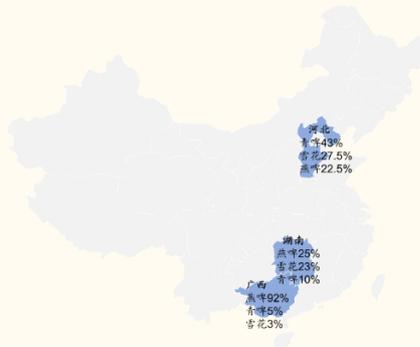
来源：WIND、国金证券研究所

3、深耕省内渠道建设，升级营销网络挖掘渠道价值

3.1 省内市占率稳步提升，省外加速扩张

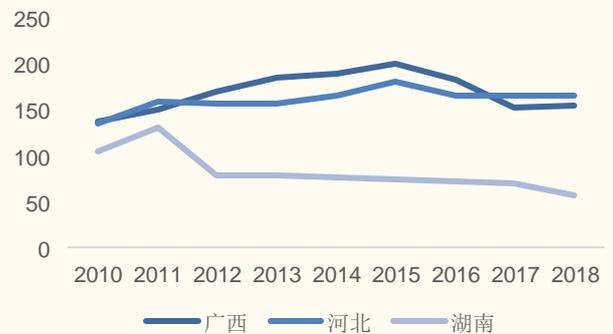
- **广东省内第一大啤酒品牌，市占率达到 31.6%：**珠江啤酒品牌 1985 年创立，其已在广东省消费者心中形成了极强的品牌认知和产品认可度。在啤酒行业集中度提升速度加快，五大巨头瓜分全国市场的竞争环境中，珠江啤酒依旧能够坚守广东省内市场，阻击其他品牌进入，确保省内第一的位置。截止 2018 年末，公司在广东省内啤酒市场市占率达到 31.6%，其中珠三角区域市场占有率 36.7%，特别优势的佛山和东莞市场占有率达到 53.5%和 43.9%，市占率仍有望稳步提升。
- **省外广西、湖南是优势区域，加快扩张步伐：**公司省外市场开拓也以“南固、北上、西进、东拓”的节奏开展。
- **公司在省外广西、湖南、河北三地建有酿造和灌装产线。**省外的广西和湖南两地与广东接壤，人口流动频率高，饮食习惯较为接近，也是公司省外布局的前瞻地。公司在这三地的收入体量均在 1 亿元左右，仍然较小；从各地的竞争格局来看，河北和广西的 CR3 超过 90%，但两地的啤酒产量均在 150 万千升以上，近几年也恢复了增长，市场空间较大，公司仍有机会通过细分产品参与地区竞争。湖南地区竞争更为激烈，前三大品牌市占率不足 60%，参与者众多，成长机会更大，公司也在加快湖南郴州、长沙和邵阳等地市场开拓步伐，2018 年实现销量同比增长 5.3%，高于行业平均和公司整体增速。其他省外区域，公司加速在东南和北方的布局，扩大销售范围，其中河南市场表现亮眼，2018 年销量同比增长 49%。
- 公司非华南地区 2018 年实现 2.01 亿元的收入，重回增长。公司目前在省外主要以大商模式为主，后续随着市场不断成熟，会在各地区引入更为成熟有效的深度分销模式，加速省外业务发展。

图表 16：公司三大省外核心市场的竞争格局



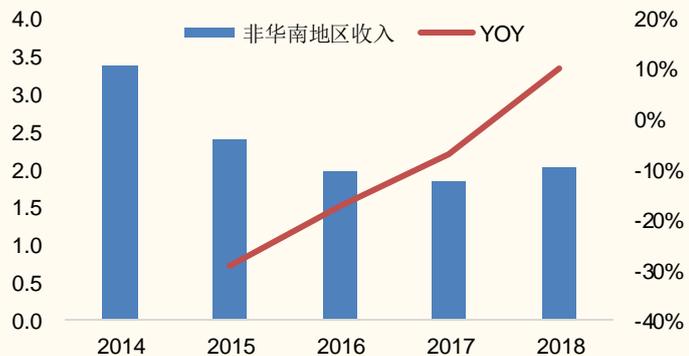
来源：WIND、国金证券研究所

图表 17：公司三大省外核心市场的产量变化（万千升）



来源：WIND、国金证券研究所

图表 18：公司非华南地区收入重回增长



来源：WIND、国金证券研究所

- **开拓餐饮渠道，加快高端渠道覆盖：**公司不断加强渠道建设，坚持全渠道覆盖，重点加强餐饮渠道的突破，2018 年公司通过充实餐饮渠道专职业务员队伍和促销员队伍，开拓餐饮新点 9.6 万个。高端餐饮渠道方面，公司自建了 2 家精酿啤酒体验店，2018 年开拓高端餐吧、星级酒店等高端渠道 315 家，也使得公司高端产品销量同比增长 77%。公司餐饮渠道占比已达到 30%，加大啤酒核心渠道餐饮的覆盖率有助于公司实现更稳健的增长和更顺利的结构升级，预计未来占比仍将进一步提升。

3.2 优化现代化营销网络，提升终端渗透率

- **精耕细作的深度分销是公司的核心竞争力：**公司自 2008 年开始实行深度分销，相较于传统的销售模式，深度分销策略减少了中间环节，加快了公司对终端消费需求的反应速度，提升了公司对销售渠道的掌控能力，减少了经销商的库存。啤酒行业因为产品动销快、差异小、竞争激烈，所以是深度分销的最佳践行者，精耕细作的深度分销体系也是珠江啤酒的核心竞争力，公司仍在不断加快深度分销体系的完善，实现与经销商双赢。
- **配备车辆和展示柜，完善深度分销体系：**为优化渠道和终端展示力度，公司为经销商配备运输车辆、为终端配备展示柜，推动各地区落地深度分销，将公司积累的深度分销经验不断外延，完善深度分销体系，强化核心竞争力。

3.3 以啤酒和音乐为载体，提升品牌价值

- **着力提升品牌价值：**公司借助“啤酒+音乐”“啤酒+体育”等运营方式提升珠江啤酒品牌内涵。得益于此，珠江纯生荣获 2018 年广东十大影响力企业品牌。
- **“啤酒+音乐”，增强与消费者沟通互动：**在啤酒与音乐结合的层面，公司持续开展珠江纯生啤酒派对，通过以社会化媒体为渠道的全媒体整合营销及传播，助力珠江啤酒品牌市场化蜕变。公司也在推动另一大品牌雪堡与爵士音乐元素的结合，2018 年赞助广州爵士音乐节，举办爵士音乐会 20 场，打造雪堡品牌的高端形象。
- **“啤酒+体育”，实现目标人群共振：**啤酒和体育天然具备极强的关联度，体育营销也是啤酒营销的重要一环。珠江啤酒已经连续 4 年赞助广东省男篮联赛，2019 年珠江啤酒将继续作为广东省男篮联赛的独家冠名商全力支持联赛，通过联赛、品牌推广等措施推动珠江啤酒品牌曝光。同时公司通过珠江啤酒大学生篮球校际争霸赛等活动拉近与年轻消费者之间的距离。
- **探索更多品牌推广方式：**公司也在不断探索更多品牌宣传和推广方式，2018 年公司打造珠江 0 度限时痛快闪体验店品牌活动，分别在广州、中山、佛山、东莞、深圳举办以“敢痛快”为名的快闪体验店，革新传统单一的线上宣传方式，让品牌理念更深入消费者，品牌曝光量超过 380 万次。公司雪堡品牌也通过亮相 2017-2018 沃尔沃环球帆船赛、上海国际精酿啤酒展、世航大会、云栖大会等各行业领域最具代表性的大型活动，打造啤酒行业高端品牌形象。

4.以琶醍为核心推进啤酒文化产业发展

- **文化业务稳定性增强，成为业绩的重要组成部分：**公司琶醍文化产业主要由控股子公司广州琶醍投资管理有限公司运营。琶醍公司投资收入达到6000万以上，收入规模稳定增长；利润规模超过2000万，略有波动但整体可控。琶醍文化产业园正逐渐成为公司业绩重要组成部分，是公司成为国内领先的啤酒文化产业运营商，形成啤酒酿造和啤酒文化“双主业”协同、双核驱动的重要载体。

图表 19：餐饮租赁业务收入稳步增长



来源：WIND、国金证券研究所

- **珠江-英博国际啤酒博物馆是公司重要的文化名片：**博物馆由珠江啤酒和百威英博合作兴建，是华南唯一一座啤酒文化展示馆，占地约8000平方米，建筑规模7000平方米。2018年博物馆举办节日主题、科普教育等活动接近40场，接待参观人数约3万人次，同比增加20%；博物馆获评广州市科普教育基地年度优秀科普基地。博物馆是珠江啤酒重要的文化名片，也是展示企业文化、传播企业文化的重要窗口。
- **琶醍是广州知名的城市公共空间：**珠江琶醍啤酒文化创意区是以珠江—英博国际啤酒博物馆为依托，打造的臻具现代格调的啤酒文化艺术平台及高端餐饮休闲娱乐地带，在广州本地及珠三角地区具有很高的知名度。公司通过招商和租赁运营琶醍文化创意区，2018年新增招商面积4698平方米，新增文化创意工作室、特色餐饮等12家，目前入户商家达56家。公司也会以琶醍为载体举办创意活动，2018年举行了啤酒厂(Beer Cube)品牌发布，推进文化创意与啤酒产业融合发展，举办了“2018啤酒厂·琶醍玩啤酒假日”啤酒节，承接了广州设计之夜暨2019春夏广州时尚周、广州设计周、广州潮流文化周等国际性盛事，打造啤酒厂·琶醍新IP，成为广州城市新名片。
- **自留地再开发，升级创意园区：**公司将原厂区搬至南沙后，原厂区成为自带啤酒文化属性的自留地，目前琶醍已经对自留地进行了部分开发，后续仍将继续开发，提升品牌价值。珠江-琶醍啤酒文化创意艺术园区改造升级过程中公司拟通过增加文化场所、延续创意产业的手段，打造片区滨江休闲景观与创意产业的特色发展路线；建设升级完成后将推动以啤酒文化、啤酒工业为主体的工业旅游产业发展，丰富公司业务结构，为公司创造新的利润增长点。

5.行业对比：区域性中高端品牌，业绩弹性较大

5.1 收入突破 40 亿元，净利率升至行业前列

- **收入规模突破 40 亿元，业绩韧性较强：**公司收入规模在 2012-2016 年间受行业波动影响维持在 35 亿元左右，2017 年公司在行业内率先通过改革重回稳定增长，2017 年录得收入 37.6 亿元，同比增长 6.2%；2018 年收入规模超过 40 亿元，进入增长新阶段。值得注意的是在行业总产量下跌时期，公司收入端并未出现较大的下滑，展现了较强的抗风险能力；其中 2014-2017 年间全行业总产能下跌，期间公司仅 2015 年收入微跌，2016-2018 三年间公司是全行业上市公司中唯一一家收入和产量同时实现增长的企业，展现了较强的业绩韧性。2019 年前三季度公司实现营业收入 34.88 亿元，同比增长 5.47%，结构升级带动收入增长趋势仍在延续。
- **利润高增长，规模超 3 亿元：**公司归母净利润经历了 2012 和 2013 年调整后，回到快速增长通道，2014-2018 年间均维持了超过 30% 的增长，规模从 2013 年的不足 1 亿元增加到 2018 年的 3.66 亿元。2019 年前三季度实现归母净利润 4.54 亿元，同比提升 43.4%，继续高增长，未来随着公司继续加大珠江纯生的结构占比和开拓省外市场，业绩预计将持续走高。

图表 20：行业产量下跌期业绩韧性较强



图表 21：利润规模稳定增长



来源：WIND、国金证券研究所

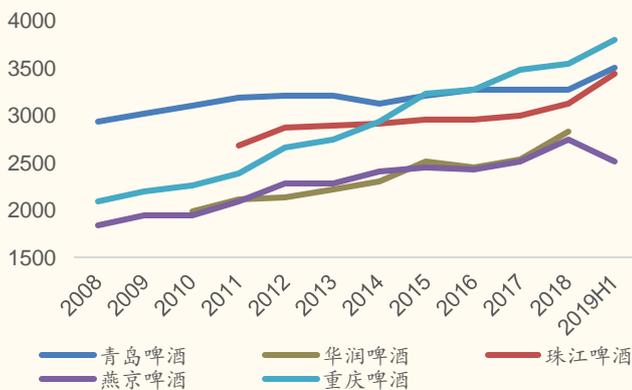
来源：WIND、国金证券研究所

- **我们认为啤酒企业的毛利率主要受以下因素影响** 1) 产品销量，销量越高人工和制造费用的平均摊销越小，毛利率越高；2) 产品结构，中高端产品占比越高，毛利空间越大，毛利率越高；3) 各分厂的产能承载力，产能越高的分厂毛利率越高，高产能分厂越多毛利率越容易提升；4) 原材料价格波动，直接影响毛利率水平；5) 生产工艺，不同的生产工艺决定了原材料和能源设备的使用效率，降低箱损、易拉罐损、水耗、电耗等都可以有效的提升毛利率。
- **我们参照以上几个维度将珠江啤酒与行业内其他上市公司进行对比：**
 - 1) 珠江啤酒年销量为 124 万千升，远低于其他上市公司，但公司生产和销售啤酒主要集中在以广东为主的华南地区，核心省份广东平均销量与其他公司分省份差距不大。公司仍在建设东莞和河北产能基地，未来销量有望继续增加。
 - 2) 公司吨价处于行业中位：公司 2012-2017 年间吨价稳步上升，2018 年突破 3000 元/吨，处于行业中位，以纯生为主要收入来源的中高端产品占比不断提升使得公司出厂吨价与青岛啤酒和重庆啤酒的差距逐渐缩小，毛利率差距也在缩小。
 - 3) 公司单厂产量基本都在 20 万千升以上，公司的酿造产能集中在广东省的广州、梅州和湛江以及广西、湖南和河北三省，各地酿造厂的产能基本都在 20 万千升以上，均摊成本减少使得毛利率较为稳定，而

行业内其他公司为了加速市场拓展步伐，建设了多个产能不足 10 万千升的啤酒厂，会对毛利率产生一定的压制。

- 4) 近几年原材料中麦芽受产量影响，纸箱、玻璃等受环保问题影响，全行业成本端承压，毛利率受到压制。但是我们判断未来 2-3 年啤酒主要原材料中进口大麦价格上涨空间有限，纸箱价格企稳，玻璃和易拉罐等价格出现同比下降，所以原材料对毛利率的压制将进一步减缓。
- 5) 各家啤酒企业都在积极推进节能减耗，提升生产效率的同时实现节能环保，公司各项物耗处于国内领先水平，综合能耗达国际先进水平，其中 2018 年纸箱损、易拉罐损分别同比下降 13%、12%；水耗、电耗、标煤分别同比下降 5.21%、2.78%、7.90%。
- 综合来看，公司 2018 年啤酒生产毛利率达到 39%，与燕京啤酒和重庆啤酒接近，与青岛啤酒的差距也逐渐缩小，2019 年毛利率仍在持续修复。公司目前出厂吨价处行业中位，原材料对毛利率的压制进一步缓解，同时伴随生产效率的不断提升，毛利率有望持续恢复。

图表 22：公司出厂吨价处行业中位（元/吨）



来源：公司官网、国金证券研究所

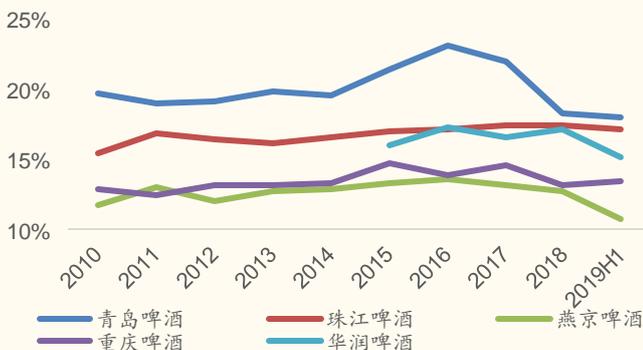
图表 23：公司啤酒业务毛利率改善



来源：公司官网、国金证券研究所 注：各企业毛利率为啤酒业务毛利率

- **销售费用率相对稳定，运输成本较高是销售费用率较高的主因：**由于公司在广东地区已经拥有了较高的品牌知名度，所以销售费用投放与收入规模增长相匹配，近几年销售费用率维持在 17% 左右。公司销售费用率较高主要是由于较高的运输物流成本支出。公司 2018 年销售费用中运输办公费达到 1.79 亿元，占收入的 4.4%，高于其他公司 2-3 个百分点左右。我们认为公司运输费用较高主要是因为公司采用集中生产，分厂灌装生产模式，从生产厂运输至灌装厂需要物流费用，另一方面公司目前仅在四个省份设有产能，其他省份需要跨省运输，费用较高。未来将有赖于公司中高端和易拉罐产品占比提升，推动运输费用率边际降低，但随着公司积极布局餐饮渠道和扩大市场影响力，预计销售费用率将维持相对稳定。

图表 24：公司销售费用率相对稳定



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 25：公司运输费用率较高



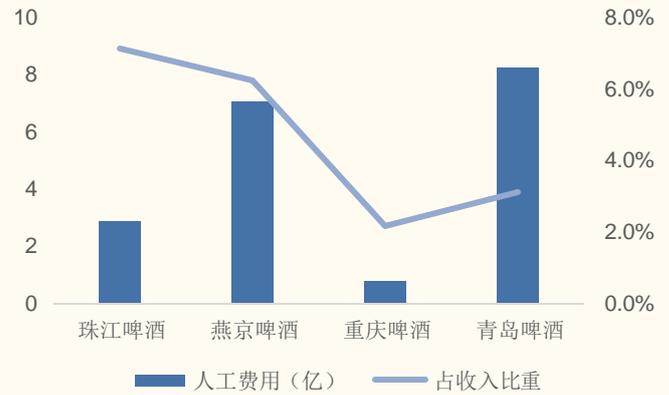
来源：公司官网、国金证券研究所

- **管理费用率降至 11%，践行提效降费：**公司 2016 年由于会计调整，管理费用率降至 11%，处于行业中位。拆分管理费用率比较来看，公司相较于其他公司人工费用支出比例较高，2018 年公司管理费用中人工费用支出达到 2.86 亿元，占收入的 7.1%，远高于其他上市公司，这与公司行政人员较多和国企管理体系相关。但就公司自身而言，近几年管理费用率稳中有降，效率明显提升，在行业存量竞争，降费提效的大环境下，公司也在通过实际行动提高效率，实现成长。

图表 26：公司管理费用率降至 11%



图表 27：公司人工费用支出较高

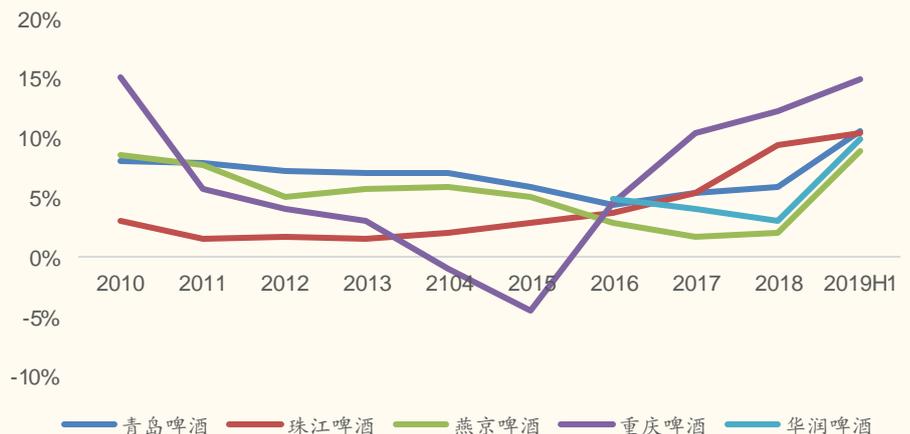


来源：WIND、国金证券研究所

来源：WIND、国金证券研究所

- **公司净利率提升至行业前列：**随着公司利润规模的快速扩张，净利率水平也在加速提升，2014 年之前公司净利率不足 2%，2018 年公司净利率高达 9.4%，仅低于受嘉士伯拉动的重庆啤酒，公司盈利能力行业领先。整体来看，虽然公司 2018 年净利率较高部分受益于利息收入的拉动，但主要还是受到整体盈利能力改善拉动；根据我们测算，公司 2018 年净利率提升 4.13 个 pct，其中利息收入增长贡献 1.84 个 pct，盈利提升贡献 2.27 个 pct，主要系盈利改善拉动。2019 年上半年公司净利率依旧处行业前列，前三季度实现净利率 13.39%，盈利提升的进程加快。

图表 28：公司净利率提升至行业前列



来源：WIND、国金证券研究所

5.2 中性估计下增值税调减预计助推净利率提升 1.03 个百分点

- 2019 年政府工作报告中明确提出，2019 年 4 月 1 日起下调增值税率，将制造业增值税率从 16% 下调至 13%。此次下调力度较大，预计对公司毛利和净利润都有较大的影响。我们简单对增值税下调后珠江啤酒业绩变化情况进行了测算。

- 我们以 18 年业绩为基准，分为四种情况进行了测算，乐观情况下公司的净利率将提高 1.81 个百分点，悲观情况下会有 0.66 个百分点的下调。

图表 29：公司增值税调减敏感性测试

	营业收入变化	营业成本变化	毛利变化	增值税减少额	税金及附加减少额	净利润增加额	净利率变化
情景一	1.07	0.00	1.07	0.60	0.06	0.85	1.81%
情景二	1.07	0.43	0.64	0.64	0.06	0.53	1.03%
情景三	0.00	0.00	0.00	0.74	0.07	0.06	0.14%
情景四	0.00	0.43	-0.43	0.78	0.08	-0.27	-0.66%

来源：WIND、国金证券研究所

- 考虑到珠江啤酒在核心区域渠道优势明显，对经销商议价能力较强，上游原材料价格体系稳定，我们假设公司含税售价和原材料含税采购价均不变，以 2018 年业绩为基准，对增值税率下调后业绩弹性的影响进行详细测算。
- 我们将公司营业收入和营业成本中原材料部分支出以含税收入成本不变为原则，将增值税率从 16% 调减至 13%，考虑收入成本增加价值和税金及附加减少值，粗略估算下公司归母净利润净增 0.53 亿元，占公司总收入的 1.03%，即净利率增加 1.03 个百分点。

图表 30：增值税调减测算（中性）

增值税下调前		增值税下调后	
营业收入	40.39	营业收入	41.46
含税营业收入	46.85	含税营业收入	46.85
营业成本	24.01	营业成本	24.44
含税营业成本	26.51	含税营业成本	26.51
毛利	16.38	毛利	17.02
毛利增加值	0.64		
测算			
增值税减少额	0.64		
附加税税额减少额	0.06		
合计增加税前利润	0.70		
归母净利润增加额	0.53		
原归母净利润	3.79		
业绩弹性	13.94%		
下调后净利率	10.42%	净利率变化	1.03%
下调前净利率	5.35%		

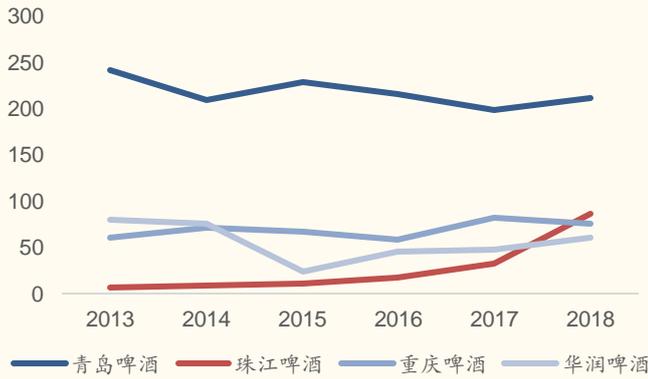
来源：WIND、国金证券

- 我们考虑的是较为理想的情况，且未考虑公司将利润提升部分投入费用的情况。公司在产业链中处于较为强势的地位，受上下游同时压制的可能性不大，所以增值税调低对利润端是明确的利好，预计对公司未来 1-2 年业绩提升的弹性较大。

5.3 营业周期缩短，ROE 稳中有升

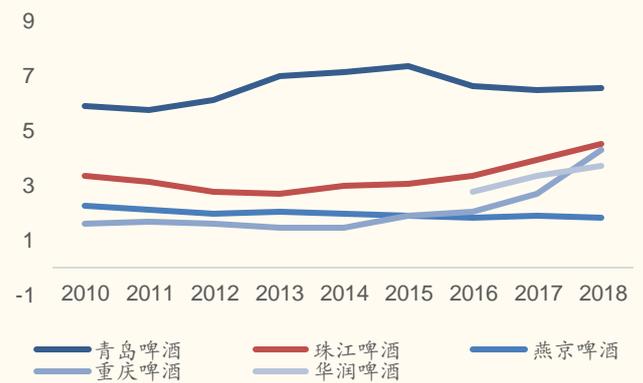
- **营业周期缩短，资金运作能力提升：**公司 2018 年底应收账款减少至 0.14 亿元的历史低位，应收账款周转率提升至 86.54，下游议价能力不断提升。公司存货周转率也在新一轮成长周期中不断提升，2018 年公司存货周转率达到 4.47，仅低于青岛啤酒，存货管理和资金运转能力不断提升。公司 2018 年整体营业周期缩短至 84.64 天，运营管理能力明显提升。

图表 31: 公司应收账款周转效率明显提升



来源: WIND、国金证券研究所

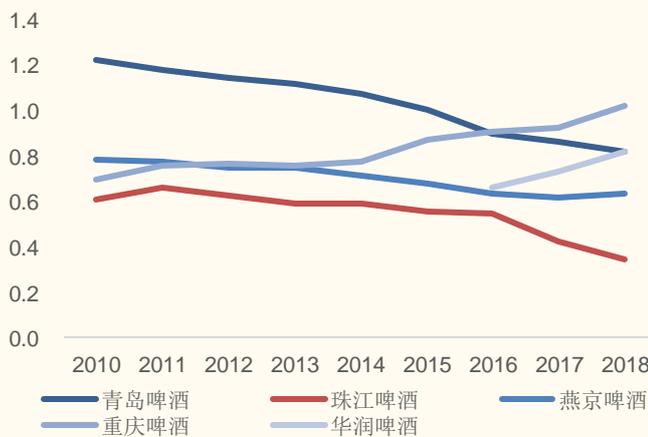
图表 32: 公司存货周转率达到了 4.47



来源: WIND、国金证券研究所

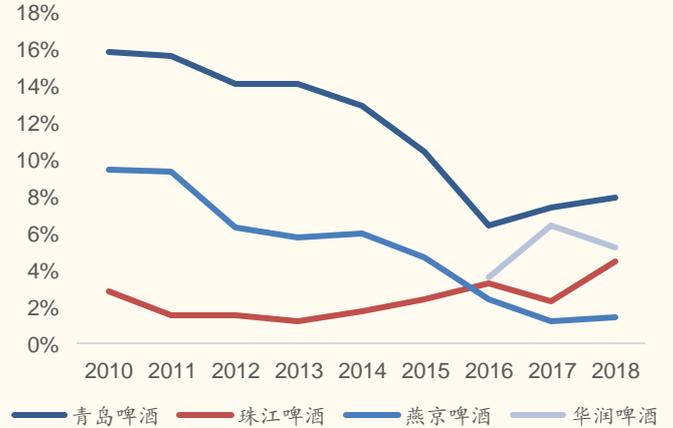
- **资产总额增加拉低周转效率, ROE 达到近十年高位:** 公司非公开募集资金 2017 年到位, 2017 年底总资产达到 113.04 亿元, 同比增加 70.9%, 2018 年底总资产合计 121.93 亿元, 继续增加。资产总额增加也使得公司总资产周转率受此影响出现下滑, 2018 年公司总资产周转率仅为 0.34, 处于行业末位。总资产周转率的下滑也使得公司 ROE 在 2017 年下跌到 2.3%, 同比下滑了 0.9 个百分点。2018 年受净利率提升拉动, 公司 ROE 达到 4.46%, 处于近十年高位。但行业对比来看, 公司 ROE 水平仍处于相对低位, 主要受资产周转率较低影响, 未来随着公司收入规模增加, 盈利能力提升, ROE 稳中有升。

图表 33: 公司总资产周转率受总额增加影响下跌



来源: WIND、国金证券研究所

图表 34: 公司 ROE 稳中有升



来源: WIND、国金证券研究所

- **公司作为区域性啤酒企业, 中高端定位不断清晰;** 在大本营广东地区结构升级和渠道扩张顺利推进。公司收入稳健增长, 费用投放效率提升, 净利率水平处行业中上游, 19 年盈利能力持续优化。公司拥有极强的上下游议价能力, 但受资产总额较大使得周转率偏低, ROE 受影响处行业低位, 但核心经营相关指标持续向好。

图表 35: 公司行业对比情况汇总

	青岛啤酒	华润啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	对比
吨价 (元/吨)	3267	2823	3543	2736	3117	珠啤产品结构逐步向中高端升级, 吨价处行业中上游水平
销量 (万千升)	803	1130	94.43	392	123.96	
市场格局	沿黄省份优势明显	优势市场较多, 但较为分散	西南地区影响力强	北京是优势地区	广东是优势地区	珠啤属于区域性啤酒企业, 在核心广东市场具备竞争优势

营业收入	营业收入 (亿元)	265.75	318.67	34.67	113.44	40.39	珠啤受规模影响收入体量不大, 但收入增速行业领先
	同比增长	1.10%	7.20%	9.20%	1.30%	7.30%	
	毛利率	40.00%	35.10%	39.90%	38.50%	40.60%	提价后全行业毛利率普遍上升, 各企业毛利率差距缩小, 珠啤行业领先
期间费用率	销售费用率	18.30%	17.20%	13.10%	12.80%	17.40%	珠啤销售费用投放偏高, 主要系运输费用较高, 预计将稳中略降 珠啤管理费用率处行业中位但逐年下降, 践行提效降费
	管理费用率	5.30%	15.50%	4.40%	12.60%	11.40%	
净利润	归母净利润 (亿元)	14.22	9.77	4.04	1.8	3.66	珠啤净利润受主业改善+非经常性损益等影响加速增长
	同比增长	12.60%	-16.90%	22.60%	11.50%	97.70%	
	净利率	5.90%	3.00%	12.10%	2.00%	9.40%	净利率与高端占比成正比, 珠啤净利率处行业中上游水平
周转效率	总资产周转率	0.82	0.81	1.02	0.63	0.34	珠啤总资产周转率受账上货币资金较高而偏低 青啤存货周转率处行业中上游水平, 公司生产经营和资源调配掌控力强
	存货周转率	6.56	3.69	4.3	1.82	4.47	
上下游议价能力	应收账款周转率	210.83	60.7	73.92	53.82	86.54	公司 2018 年底应收账款减少至 0.14 亿元的历史低位, 应收账款周转率提升至 86.54, 下游议价能力不断提升 公司应付周转率与其他公司差距不大, 拥有较强的上游议价能力
	应付账款周转率	7.65	-	4.49	6.46	5.16	
	ROE	7.91	5.18	35.28	1.39	4.46	公司 ROE 水平仍处于相对低位, 主要受资产周转率较低影响, 预计将稳中有升
总结	公司作为区域性啤酒企业, 中高端定位不断清晰; 在大本营广东地区结构升级和渠道扩张顺利推进。 公司收入稳健增长, 费用投放效率提升, 净利率水平处行业中上游, 19 年盈利能力持续优化。 公司拥有极强的上下游议价能力, 但受资产总额较大使得周转率偏低, ROE 受影响处行业低位, 但核心经营相关指标持续向好。						

来源: 公司公告、国金证券研究所

6. 盈利预测

6.1 核心假设

- **啤酒量平价升趋势不减，纯生占比持续提升：**结合行业现状和公司发展战略，我们预计未来三年公司啤酒销量将维持稳中略升的态势，预计 2019-2021 年公司啤酒销量分别同比+1.0%/+1.5%/+1.5%。拆分产品结构来看，预计未来公司以纯生为代表的中高端产品占比将持续提升，预计珠江纯生销量将分别同比+9.0%/+9.3%/+9.7%，预计到 2021 年纯生销量占比将达到 43.8%。相应的预计公司啤酒出厂吨价将逐年提升，2019-2021 年吨价分别达到 3288 元、3498 元和 3757 元。
- **其他业务预计稳定增长，整体收入增速仍将维持高个位数：**公司的餐饮租赁业务、酵母饲料销售等其他业务预计仍将以稳定的增速增长，参考历史增速，我们给予未来三年每年 20% 的年化增长。结合啤酒和其他业务的增长，我们预计未来三年公司收入端将分别同比+7.08%/+8.58%/+9.59%。

图表 36：公司收入预测分拆

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
啤酒销售 (亿元)		36.2	38.65	41.16	44.46	48.46
	YOY	5.7%	6.8%	6.5%	8.0%	9.0%
啤酒销量 (万千升)		120.99	123.96	125.2	127.08	128.98
	YOY	4.1%	2.5%	1.0%	1.5%	1.5%
珠江纯生 (万千升)		40.4	43.21	47.1	51.48	56.47
	YOY	18.7%	6.7%	9.0%	9.3%	9.7%
	占比	33.4%	34.9%	37.6%	40.5%	43.8%
出厂吨价 (元/吨)		2991.98	3117.94	3287.73	3498.27	3756.77
	YOY		4.2%	5.4%	6.4%	7.4%
啤酒销售成本 (亿元)		22.45	23.58	23.46	24.85	26.80
成本吨价 (元/吨)		1855.53	1902.23	1873.90	1955.71	2077.72
	YOY		2.5%	-1.5%	4.4%	6.2%
啤酒销售毛利率		38.0%	39.0%	43.0%	44.1%	44.7%
租赁餐饮服务		0.54	0.63	0.76	0.91	1.09
	YOY	24.4%	16.6%	20.0%	20.0%	20.0%
租赁餐饮服务成本 (亿元)		0.26	0.31	0.37	0.44	0.53
租赁餐饮服务毛利率		51.9%	50.8%	51.0%	51.5%	51.7%
其他		0.9	1.11	1.33	1.6	1.92
	YOY		24.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他成本 (亿元)		0.19	0.12	0.19	0.25	0.47
其他毛利率		78.9%	89.2%	86.0%	84.7%	75.8%
营业收入		37.64	40.39	43.25	46.97	51.47
	YOY	6.2%	7.3%	7.1%	8.6%	9.6%
营业总成本		22.90	24.01	24.02	25.54	27.79
毛利率		39.2%	40.6%	44.5%	45.6%	46.0%

来源：公司公告、国金证券研究所

6.2 非主营收益分拆

- **餐饮服务稳定增长：**公司餐饮服务主要是指由持股 51% 的琶醍投资管理有限公司经营的“珠江琶醍—啤酒文化创意艺术区”项目，主要收入来自于房屋出租收入。琶醍系广州地标性建筑，出租率高，预计租金收入逐年稳步增长，保守估计未来 3 年琶醍公司收入将实现年化 15% 的可观增长。公司已运营多年，预计净利率将稳定在 35% 以上。
- **财务费用下降幅度可控**
 - 公司 2018 年财务费用收益达到 2.45 亿元，其中利息费用 0.14 亿元而利息收入 2.7 亿元。利息收入较高主要系 IPO 和定增募集项目建设仍在推进，账上资金充裕，公司将账上资金用于理财贡献稳定收益，资金量在 60-70 亿元之间。

- 2019 年公司账上资金变动主要源于三季度一次性补缴国有建设用地使用权出让价款 18.1 亿元。预计 2019 年当年利息收入将同比减少 2-3 千万；2020 年利息收入同比减少 6-7 千万。预计公司未来 2-3 年大额的资本支出主要用于自留地开发，每年支出 2-3 亿元左右，利息收入减少额相对可控。
- 整体来看，我们认为公司未来 2-3 年账上仍将有 50 亿元左右资金用于投资理财，利息收入在 1.5 亿元以上，2019 年同比略有下降，2020 年短期承压，2021 年不再受影响，下降幅度可控，对利润的影响相对有限。
- **政府补助影响下的其他收益持续稳定**
 会计准则调整后其他收益主要系经营相关的政府补助。公司政府补助收入一部分是前期补助的摊销，稳定可控；另一部分是如高新技术企业补贴等当年内收益，可持续性较强。综合来看，我们认为公司政府补助持续稳定，是利润的重要组成部分。
- **资产处置收益系一次性影响**
 - 公司 2018 年资产处置收益 6488 万，主要系关闭汕头分装厂后固定和无形资产收益，属于一次性收益。公司目前各生产和分装厂经营状况良好，无新的关厂计划，预计未来 2-3 年将无较大的资产处置支出和收益，对利润影响不大。
- **自留地建设提上日程**
 - 公司缴纳土地出让金后土地开发也提升日程。公司自留土地宗地面积 56,865 平方米，建筑总面积≤212,385 平方米，容积率不高于 3.7。自留地将用于珠江—琶醍啤酒文化创意园改造升级和房地产开发经营。
 - 公司预计将使用 14 万平方米左右进行啤酒文化产业建设，2020 年将开始建设，预计 2021 年贡献小部分收益，2022 年开始稳定产生收益，预计每年贡献 2-3 亿元收入，1 亿元左右净利润。
 - 剩余土地公司将用于办公大楼建设，项目仍在规划中，预计短期内对公司经营影响不大。
 - 公司预计将新增房地产开发经营业务，围绕啤酒酿造和啤酒文化产业进行布局，辅助促进主业发展，提升公司啤酒文化产业运营能力的同时增厚公司业绩。
 - **总估值约为 42 亿元：**我们以市场价 2 万/m² 的价格对公司自留地进行保守估值，预计总价值约为 42 亿元。
- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.95/5.65/6.42 亿元，三年 CARG 20.6%，完全摊薄后每股收益为 0.22/0.26/0.39 元。

7.风险提示

- **限售股解禁的风险：**公司定增配售的 8.53 亿股将于 2020 年 3 月 9 日解禁全流通，解禁股数占公司总股本的 38.54%。大额限售股解禁预计会对公司股价产生短期影响。
- **原材料价格上涨的风险：**进口大麦的价格红利预计将一去不返；环保严查又使得包材价格上涨，公司成本端承压。公司大麦和包材两大原材料未来仍存在上涨的风险，增加公司业绩增长的不确定性。
- **非经常性损益减少影响公司利润的风险：**公司 2018 年非经常性损益达到 2.34 亿元，占到净利润的 62%，公司募集资金将逐步用于生产建设，总额将不断减少，利息收入进而也会减少，会对公司利润产生一定的影响。
- **募投项目建设不达预期的风险：**公司定增募投项目中仅啤酒产品扩大及搬迁项目投资进度超过 40%，多个项目投资进度不足 10%，可能存在募投项目不达预期，战略落地延迟的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,543	3,764	4,039	4,325	4,697	5,147	货币资金	132	377	3,198	3,464	3,709	4,043
增长率		6.2%	7.3%	7.1%	8.6%	9.6%	应收账款	194	98	25	38	40	43
主营业务成本	-2,115	-2,290	-2,401	-2,402	-2,554	-2,779	存货	588	573	501	540	560	586
%销售收入	59.7%	60.8%	59.4%	55.5%	54.4%	54.0%	其他流动资产	1,173	5,852	4,191	2,519	2,620	2,722
毛利	1,428	1,474	1,638	1,923	2,143	2,368	流动资产	2,087	6,900	7,914	6,561	6,929	7,394
%销售收入	40.3%	39.2%	40.6%	44.5%	45.6%	46.0%	%总资产	31.5%	61.0%	64.9%	52.7%	54.8%	57.3%
营业税金及附加	-348	-378	-390	-401	-434	-476	长期投资	10	10	9	9	9	9
%销售收入	9.8%	10.1%	9.7%	9.3%	9.3%	9.3%	固定资产	3,650	3,487	3,362	3,081	2,915	2,722
营业费用	-607	-655	-704	-753	-808	-875	%总资产	55.2%	30.8%	27.6%	24.7%	23.1%	21.1%
%销售收入	17.1%	17.4%	17.4%	17.4%	17.2%	17.0%	无形资产	557	546	524	2,411	2,389	2,367
管理费用	-396	-435	-460	-433	-451	-468	非流动资产	4,528	4,405	4,279	5,889	5,717	5,508
%销售收入	11.2%	11.6%	11.4%	10.0%	9.6%	9.1%	%总资产	68.5%	39.0%	35.1%	47.3%	45.2%	42.7%
息税前利润 (EBIT)	77	5	84	338	450	548	资产总计	6,615	11,304	12,193	12,450	12,646	12,902
%销售收入	2.2%	0.1%	2.1%	7.8%	9.6%	10.6%	短期借款	0	272	960	908	612	272
财务费用	12	176	245	210	185	180	应付账款	1,507	1,633	1,551	1,531	1,610	1,716
%销售收入	-0.3%	-4.7%	-6.1%	-4.9%	-3.9%	-3.5%	其他流动负债	321	208	237	257	283	314
资产减值损失	-60	-14	-19	-10	-10	-10	流动负债	1,828	2,114	2,748	2,714	2,538	2,348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,211	1,199	1,179	1,170	1,170	1,170
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,039	3,312	3,927	3,884	3,708	3,518
营业利润	28	246	462	618	705	798	普通股股东权益	3,531	7,947	8,220	8,507	8,865	9,300
营业利润率	0.8%	6.5%	11.4%	14.3%	15.0%	15.5%	少数股东权益	45	45	46	59	72	85
营业外收支	135	11	3	5	5	5	负债股东权益合计	6,615	11,304	12,193	12,450	12,646	12,902
税前利润	163	257	465	623	710	803	比率分析						
利润率	4.6%	6.8%	11.5%	14.4%	15.1%	15.6%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-36	-59	-86	-115	-131	-149	每股指标						
所得税率	21.9%	22.9%	18.4%	18.5%	18.5%	18.5%	每股收益	0.167	0.167	0.166	0.223	0.255	0.290
净利润	127	198	379	508	578	655	每股净资产	5.191	7.181	3.714	3.844	4.005	4.202
少数股东损益	13	13	13	13	13	13	每股经营现金净流	1.503	0.447	0.194	0.289	0.440	0.493
归属于母公司的净利润	114	185	366	495	565	642	每股股利	0.060	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	3.2%	4.9%	9.1%	11.4%	12.0%	12.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.23%	2.33%	4.46%	5.81%	6.38%	6.90%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	1.72%	1.64%	3.01%	3.98%	4.48%	4.99%
净利润	127	198	379	508	578	655	投入资本收益率	1.67%	0.05%	0.74%	2.91%	3.84%	4.63%
少数股东损益	13	13	13	13	13	13	增长率						
非现金支出	304	285	285	264	267	265	主营业务收入增长率	0.74%	6.23%	7.33%	7.08%	8.58%	9.59%
非经营收益	-212	-50	-303	-10	45	65	EBIT增长率	106.76%	-93.63%	1625.84%	301.02%	33.15%	21.88%
营运资金变动	803	62	68	-121	82	106	净利润增长率	36.96%	62.75%	97.68%	34.96%	14.33%	13.46%
经营活动现金净流	1,022	495	430	640	973	1,091	总资产增长率	2.00%	70.90%	7.86%	2.04%	1.53%	2.02%
资本开支	-334	-225	-89	-1,855	-65	-35	资产管理能力						
投资	-571	-4,624	1,653	1,740	-100	-100	应收账款周转天数	21.7	11.7	4.2	2.0	1.9	1.8
其他	0	111	277	0	0	0	存货周转天数	108.9	92.6	81.6	82.0	80.0	77.0
投资活动现金净流	-904	-4,738	1,842	-115	-165	-135	应付账款周转天数	125.7	91.3	70.8	70.0	68.0	65.0
股权募资	0	4,297	0	14	14	14	固定资产周转天数	365.8	332.3	294.3	246.1	206.0	170.0
债权募资	-1	271	679	-52	-296	-340	偿债能力						
其他	-45	-79	-130	-221	-281	-296	净负债/股东权益	-3.69%	-1.31%	-27.07%	-29.84%	-34.65%	-40.18%
筹资活动现金净流	-45	4,488	549	-259	-564	-622	EBIT利息保障倍数	-6.5	0.0	-0.3	-1.6	-2.4	-3.0
现金净流量	73	245	2,820	266	245	334	资产负债率	45.95%	29.30%	32.21%	31.10%	29.14%	27.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	3	4
增持	0	1	3	3	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.50	1.50	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH