

2024-11-12



# 珠江啤酒：粤地称雄数十载，结构升级启新途

分析师：郭梦婕  
证书编号：S1190523080002

研究助理：林叙希  
证书编号：S1190124030019

太平洋证券股份有限公司证券研究报告  
公司深度研究报告

- ▶ **广东区域啤酒龙头，今年业绩超预期。** 珠江啤酒于1985年建成投产，2010年在深交所上市，在广东省市占率超30%，是广东啤酒市场龙头，全国市场来看规模居第六。近三年2021-2023营收/归母净利润CAGR为8.9%/1.1%，与同业对比收入增速较佳，但利润增速略显乏力。今年业绩超预期，2024年前三季度公司实现营收48.87亿元，同比+7.4%，归母净利润8.07亿元，同比+25.3%，销量/吨价分别为118.19万吨/4135元/吨，同比+2.7%/+4.5%，其中高档啤酒销量同比+14.8%，行业承压之下量价表现亮眼，主因公司高档产品97纯生不断放量，叠加成本优化释放利润弹性。
- ▶ **广东市场啤酒高端化基础优，群雄割据珠啤份额领先。** 啤酒行业2013年产量见顶，各大酒企从份额优先转变为利润优先，行业呈现量减价增的高端化趋势。广东是全国第二啤酒消费大省，2023年广东省啤酒产量达454.46万吨，同比增长15.3%，产量占比全国12.5%，2024年1-9月广东省啤酒产量385.33万吨，同比增长0.7%，表现好于全国大盘。广东省走在全国啤酒高端化前列，啤酒消费结构优，6元以上价格带产品占比达65%远高于全国的37%。从竞争格局来看，广东市场寡头竞争，市场集中度高，2023年前5大啤酒商的市占率约95%，其中珠江、百威份额较高位列前二，其次为华润、青岛、嘉士伯、燕京。从当前发展势能来看，珠江、嘉士伯、燕京在广东势能向上，而其他品牌份额有所下滑。
- ▶ **产品布局广东省主流价格带，升级路径清晰，大单品97纯生放量引领结构升级。** 公司于2018年推出“3+N”品牌战略，核心单品珠江零度定位4-6元，珠江纯生定位6-8元，97纯生布局8-10元价格带，产品布局广东省主流价格带，升级路径清晰。2019年公司推出97纯生，上市以来放量增长，主因：1) 产品品质高：采用皮尔森工艺，消费者反馈好，价格定位百威与哈啤之间，具备高端性价比优势；2) 有效的营销策略：推出扫码赠酒及“一元换购”等活动拉动终端销量；3) 渠道推力强：渠道深度分销精细化运作，渠道利润较竞品高并搭配领先的数字化系统；4) 成长期产品优势：97纯生上市5年正处成长期，而竞品百威、哈啤已处衰退期，生命周期优势抢占竞品份额；5) 顺应罐化率提升趋势：97纯生瓶罐比例4:6，契合市场需求。根据渠道调研及公司公告测算，2019-2023年97纯生销量CAGR高达81%，2023年体量达30万吨，增速超30%，高档（主要为纯生）2019-2023年销量CAGR为13%，97纯生放量爬坡带动公司产品结构快速提升，2019-2023年公司高档产品营收占比从49%提升19pct至67%。参考竞品百威和哈啤在广东省的体量，预计97纯生的市场空间可展望至60万吨。
- ▶ **公司以97纯生为抓手开拓餐饮渠道，餐饮、流通合力贡献持久发展。** 公司采取深度分销模式，渠道结构呈现强流通、弱餐饮的特征。2019年推出97黑金纯生后开始发力餐饮渠道，目前流通渠道占比约80%，餐饮渠道占比约20%，其中纯生系列产品流通渠道占比70%，餐饮渠道占比30%。1) 餐饮：公司在餐饮渠道的销售策略主要以产品为导向，以97纯生为主要抓手，逐步向上拓展价位段。目前在餐饮渠道构建了以97纯生、900ml大瓶装97纯生、珠江P9、纯生1985、雪堡、精酿为核心的产品矩阵，为餐饮渠道的拓展奠定基础；2) 流通：公司深耕广东省流通渠道，当前流通渠道覆盖率达90%，公司采取深度分销模式直控终端，对于终端渠道的掌控力居广东首位。在流通渠道的主要策略是通过持续推动产品结构升级，同时配合有效的营销活动，并借助新品高渠道终端推力，不断提升次高端以上单品份额和终端单点卖力。
- ▶ **盈利预测：** 我们预计2024-2026年收入增速8%/8%/7%，归母净利润增速分别为33%/17%/15%，EPS分别为0.37/0.44/0.50元，对应PE分别为24x/21x/18x。

# 目录 CONTENTS

01

珠江啤酒：湾区标杆，华南明珠

02

深耕广东高势市场，坐拥结构升级优土

03

明星单品为擎，促结构擢升之程

04

盈利预测

# 1.1 珠江啤酒：湾区标杆，“啤”波斩浪

▶ **珠江啤酒成立于1985年，2010年在深交所上市。**公司率先研制推出我国第一瓶纯生啤酒和白啤酒，是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；广东省内市占率30%-34%左右，享有“南有珠江”美誉。回顾公司发展历程：

✓ **第一阶段（1982~1996年）：珠啤速度，创业发展。**1982年广州珠江啤酒厂开始筹建，1985建成投产，仅用19个月建成了一座现代化啤酒企业，被誉为“珠啤速度”。珠江啤酒是全国首家引进国际先进工艺和装备的企业，从首期年产啤酒5万吨发展到1996年产啤酒33万吨，享有“南有珠江”的美誉，奠定了在中国啤酒行业的领先地位。

✓ **第二阶段（1997~2001年）：技术引领，管理增效。**1997年公司引进德国设备，通过工艺技术创新、设备创新和管理创新，设计了恒温恒湿的全封闭无菌灌装间，生产出我国第一瓶纯生啤酒。1999年珠江啤酒推进ERP信息系统建设，成为中国啤酒行业第一个全面成功实施ERP的企业，实现管理扁平化和实时管控，大幅提升企业生产运营效率。

✓ **第三阶段（2002~2014）：改革创新，“珠啤模式”。**2002年珠江啤酒进行国有企业股份制改革，联合全球最大啤酒制造商英特布鲁国际啤酒集团等六家发起人设立广州珠江啤酒股份有限公司，是全国首家引进外资股东作为战略合作伙伴和发起人的啤酒生产企业。2010年公司在深交所上市。珠江啤酒坚持可持续、绿色发展，开创清洁生产——珠江啤酒模式，实施了全球最大亚洲首家错流膜过滤，以及真空蒸发热能回收、沼气发电、光伏发电等节能环保等项目。

✓ **第四阶段（2015~至今）：双主业协同，“3+N”品牌矩阵布局全面。**珠江啤酒开辟了中国啤酒行业“啤酒酿造+啤酒文化”双主业协同发展新模式。2016年珠江啤酒积极推进产业转型升级，打造智能工厂，建成了国内啤酒行业第一个全自动立体仓，整体效率提高50%。2018年提出“3+N”品牌矩阵，全面布局高中低端产品，同时不断进行产品迭代升级，积极向中高端发展迈进。2022年公司推进智能绿色发展，啤酒生产智能物流集成技术达国际领先水平。

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表：珠江啤酒发展历程

年份	发展历程
1985	历时19个月建厂完工，开创基业，创造了“珠啤速度”
1997	中国第一瓶纯生啤酒在珠江啤酒诞生
1999	与德国克朗斯公司签订引进4.8万瓶/时纯生啤酒生产线
2000	自主开发瓶内二次发酵技术，酿造出中国第一瓶含活性酵母的白啤酒
2002	与英特布鲁国际啤酒集团等6家单位联合成立广州珠江啤酒股份有限公司
2005	总部啤酒产能达150万吨，成为全球单厂最大的啤酒酿造中心之一
2010	在深交所挂牌上市
2015	响应产业转移和“退二进三”政策，将总部产能130万吨搬迁至南沙生产基地；率先研发出雪堡红啤酒等系列精酿啤酒，并获得多项奖项
2018	提出“3+N”品牌战略，明晰品牌高端化发展道路
2019	推出97纯生黑金系列

# 1.2 业务：“3+N”品牌矩阵布局高端

高中低端价格带全面覆盖，“3+N”品牌矩阵布局决战高端。公司按零售价格高低将啤酒产品主要分类为高档、中档及大众化产品。高档产品主要为雪堡啤酒（12元以上）及纯生啤酒（6元以上），中档产品主要为零度啤酒（4-5元），大众化产品主要为传统啤酒（4元以下）等。1997年珠江啤酒开创纯生啤酒品类，国内第一瓶纯生啤酒诞生。2018年推出“3+N”品牌矩阵，明晰高端化发展道路，2019年推出97纯生，加速高端化进程，近年来公司不断进行产品升级迭代，实现高中低端产品全面布局。

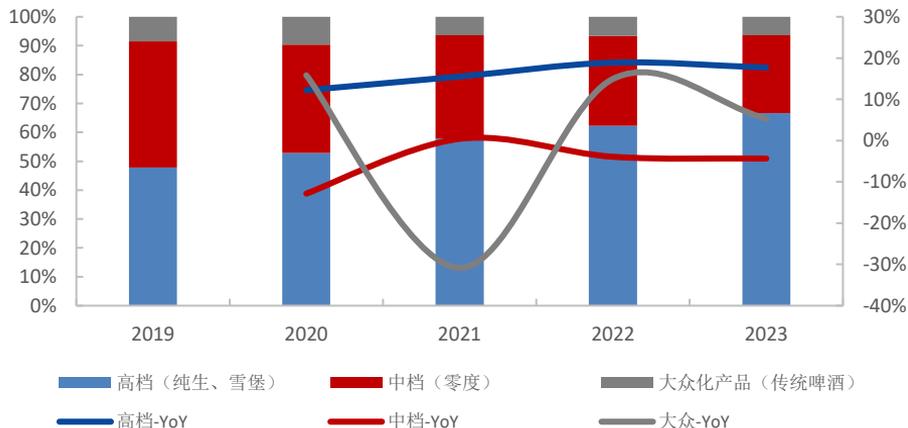
图表：珠江啤酒产品矩阵

价格带	品牌系列	产品	单价 (淘宝)	单价 (京东)	麦汁浓度	产品特色
12元以上	雪堡精酿系列	冷萃啤酒 柚香皮尔森风味	6.25元/500ml罐	7-9.6元/500ml罐	10.5°	100%进口麦芽酿造 进口酒花 每一口都是自然鲜
		IPA啤酒 新英格兰风味	24.7元/980ml罐	24元/980ml罐	13.5°	
		白啤 比利时风味	8元/500ml罐	10.7元/500ml罐	11°	
		百香果小麦啤酒	-	-	11°	
10-12元	纯生系列	珠江纯生 (1997)	5-7元/528ml瓶	6.2元/528ml瓶	9°	低温膜过滤 密封无菌灌装技术 低温生产新鲜营养 纯粹酿造口感纯正
8-10元		珠江精品纯生	-	-	10°	
6-8元		珠江特制纯生	2.4元/330ml罐	5元/500ml罐	9°	
4-5元	珠江系列	珠江0度啤酒	2.2元/300ml罐	4.4元/500ml罐	9.8°	中国酿酒大师经典之作 稳定性好口感极佳 优质原材料成就好啤酒 匠心工艺品质保障
7-8元		珠江啤酒 (1985)	7.6元/640ml瓶	7.5元/640ml瓶	12.3°	
4元以下		12度老珠江啤酒	4.2元/500ml罐	3.3元/500ml罐	12°	
5元		珠江P9啤酒	5元/560ml瓶	5.25元/560ml瓶	8°	
-	特色系列	珠江light啤酒 (珠江红越)	-	-	8°	-
12元以上		珠江原浆啤酒	16-18.6元/980ml罐	20元/980ml罐	11°	
7-8元		珠江烈金刚啤酒	7.5元/500ml罐	8元/500ml罐	28°	
-		珠江原浆7鲜生	-	-	10°	
-		珠江精制原浆	-	-	10°	
4元以下		珠江菠萝啤味饮料 (无酒精)	1.8-4元/330ml罐	2.7-3.3元/330ml罐	0°	

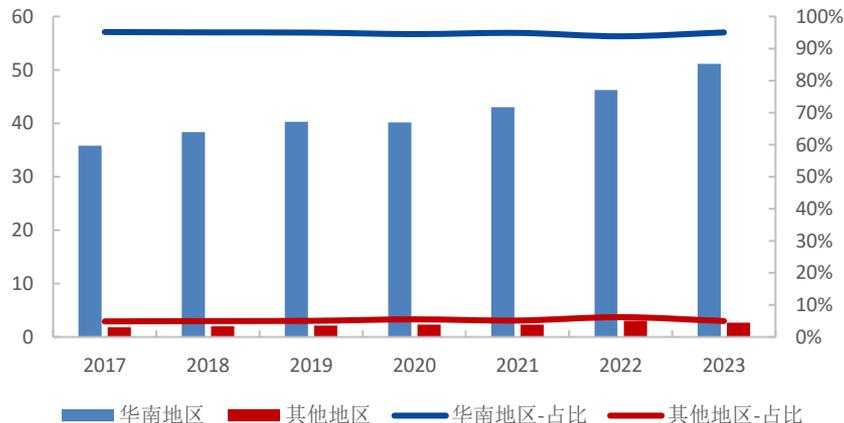
# 1.2 业务：高档产品持续放量，华南地区营收占比近95%

- **2019-2023年高档产品营收CAGR达14.6%，2023年高档产品占比啤酒业务销售额67%。** 2019-2023年高档/中档/大众化产品营收CAGR分别为+14.6%/-5.1%/-0.8%，高档产品增速突出，中档及大众产品呈下降趋势。其中根据2021年报披露，2021年纯生销量占比达44.94%即57万吨，纯生系列产品为公司核心品类。2022年根据年报披露纯生销量增速达15.28%，远超同期整体销量增速4.9%，预计2023年纯生保持双位数增长，纯生系列持续放量。2023年高档/中档/大众化产品营业收入分别为34.26/13.99/3.24亿元，占比啤酒业务销售额67%/27%/6%，同比+15.1%/-3.6%/+5.3%。
- **广东地区龙头，华南营收占比近95%。** 2012年珠江啤酒提出“南固、北上、西进、东拓”战略，然而从分地区营收占比来看，珠江啤酒依然还困于“南固”。2017-2023年公司在华南地区营收占比均在95%左右，2023年华南地区营收实现51.1亿元，同比增长10.5%，占比高达95.0%，2019-2022年珠江啤酒在华南地区营收分别为40.3/40.1/43.0/46.2亿元，营收占比高达95.0%/94.5%/94.9%/93.8%。其他地区营收增长缓慢，从2017年的1.83亿元到2023年的2.68亿元，增量不足1亿元，年均营收规模占比仅约5%；2023年其他地区营收仅2.68亿元，同比-12.1%，收入占比不足5%，公司囿于广东省，全国化拓展进展缓慢。

图表：珠江啤酒2019-2023分产品结构营收变化



图表：珠江啤酒2017-2023年分地区营收情况

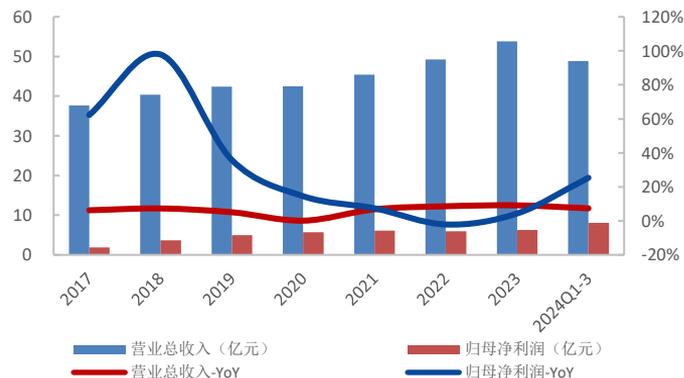


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

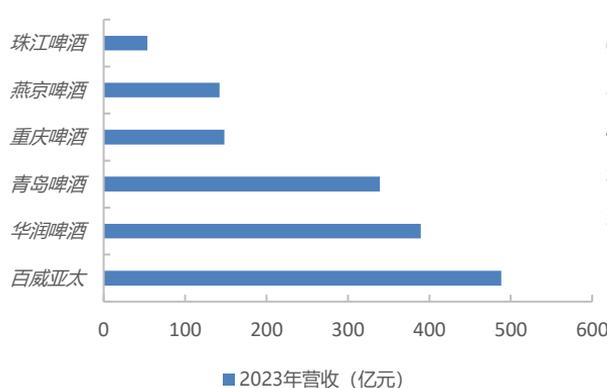
# 1.3 业绩复盘：今年业绩超预期，行业承压之下量价表现亮眼

- ▶ **近三年收入增速较佳，利润增速放缓且弱于同行。** 2017-2023年公司营业收入和归母净利润基本实现稳步增长，营业收入从2017年的37.64亿元增长至2023年的53.78亿元，CAGR达6.1%；归母净利润从2017年的1.85亿元增长至2023年的6.24亿元，CAGR达22.5%，其中2019-2023年归母净利润增速分别为35.8%/14.5%/7.4%/-2.1%/4.3%，近三年归母净利润增速下滑幅度明显，2021-2023营收/归母净利润CAGR为8.9%/1.1%。横向对比，2021-2023年青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒营收/归母净利润CAGR分别为6.1%/16.3%、6.3%/7.1%、9.0%/68.2%，近三年珠江啤酒收入增速较佳，但与同行相比利润增速略显乏力。
- ▶ **今年业绩超预期，行业承压之下量价表现亮眼，净利率创历史新高。** 2024年前三季度公司实现营收48.87亿元，同比+7.4%，归母净利润8.07亿元，同比+25.3%，扣非归母净利润7.68亿元，同比+27.2%。今年啤酒行业受到雨水天气以及消费疲软影响量价承压，据国家统计局数据显示，2024年1-9月中国规模以上啤酒企业累计产量2930.2万吨，同比-1.5%，2024年前三季度珠啤销量/吨价分别为118.19万吨/4135元/吨，同比+2.7%/+4.5%，其中高档啤酒销量同比+14.8%，同期青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒量/价增速分别为-7.0%/+0.5%、+0.2%/-0.6%、+0.5%/+3.0%，行业承压之下珠江量价表现优于同行。公司产品结构不断升级&成本持续优化，利润端充分释放弹性，2024Q1-3珠江啤酒毛利率/净利率达49.32%/16.86%，同比+3.8/+2.3pct。
- ▶ **目前仍是区域性啤酒厂商，销售规模与前五大龙头酒企断档。** 2023年百威亚太/华润啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒营收分别为486/389/339/148/142亿元，而珠江啤酒2023年总营收为53.8亿元，其中啤酒销售额51.5亿元排行全国第六，但规模仅为燕京啤酒的1/3，销售规模与前五大啤酒厂商断档。
- ▶ **近年来毛利率稳定在40%左右，销售利润率稳步提升。** 从2017-2023年数据来看，珠江啤酒毛利率基本维持在40%左右，销售净利率稳步提升，从2017年的5.26%提升至2023年的11.97%，系高端产品营收占比逐步提升，特别是纯生系列增速表现较好所致。

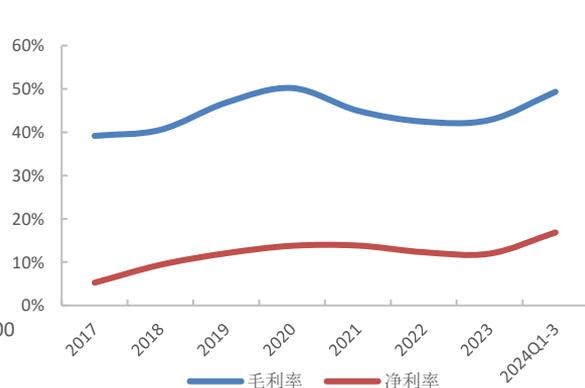
图表：珠江啤酒2017年至今珠江啤酒业绩表现



图表：2023年六大啤酒厂商营收情况



图表：珠江啤酒2017年至今毛利率&净利率情况



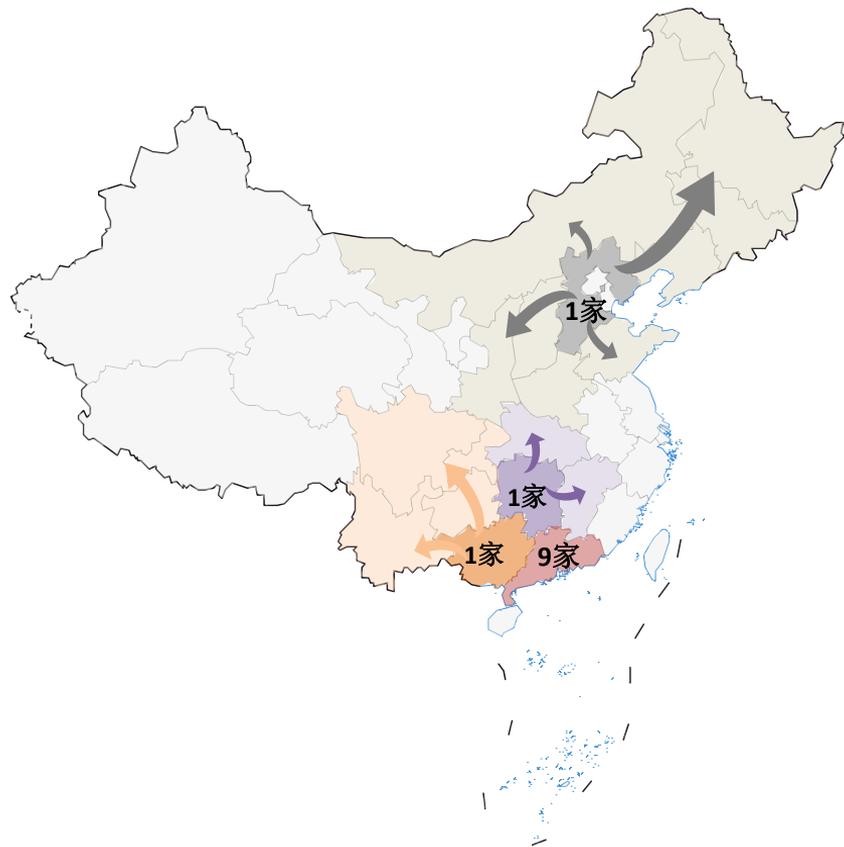
资料来源：wind, 太平洋研究院整理

## 1.4 产能布局：集中在华南地区，近年来多次扩产

▶ **产能布局集中华南，省内啤酒酿造产能达220万吨，占比达79%。**珠江啤酒现有下属啤酒企业12家，其中9家位于广东省内，省外河北、广西、湖南各一家酿造工厂。目前珠江啤酒拥有酿造产能280万吨/年，灌装产能近190万吨/年，其中广东省内酿造产能达220万吨/年，省外河北/湖南/广西酿造年产能均为20万吨，省内产能占比达79%。省内具体来看，5家酿造工厂南沙/东莞/梅州/中山/湛江啤酒酿造年产能分别为130/30/20/20/20万吨，4家分装工厂从化/阳江/海丰/新丰灌装（包装）年产能分别为15/4/5/2.5万吨。

▶ **相继布局河北、湖南、广西以实现全国化布局。**①河北珠啤2006年成立，2008年投产，立足河北，市场辐射山东、山西、河南、陕西、甘肃、内蒙古及东北地区（黑吉辽），是珠江啤酒全国化战略中的“北上”桥头堡，目前酿造产能达20万吨/年。②湖南珠啤成立于2007年，总体规划产能为40万吨，2015年首期项目投产，在湘潭市场市占率超50%，占据龙头位置。湖南珠啤和河北珠啤南北呼应，成为珠江啤酒全国市场战略的“北上”桥头堡，主要辐射湖南、湖北和部分江西地区。目前湖南珠啤拥有酿造产能20万吨/年。③广西珠啤成立于2007年，总体规划啤酒生产能力为40万吨/年，首期工程2011年投产，是珠江啤酒全国化战略中“西进”桥头堡，主要辐射云南、四川、重庆、贵州和东南亚市场。目前拥有年啤酒酿造能力20万吨，啤酒灌装能力10万吨/年。

图表：珠江啤酒全国产能分布情况



# 1.4 产能布局：集中在华南地区，近年来多次扩产

为了解决中高档产品产能需求，近年来多次扩产。近年来随着啤酒行业中高端产品结构的持续调整优化，珠江啤酒中高端产品营收不断增长，叠加纯生系列增速较好，呈现出巨大的市场潜力，公司不断进行产能升级优化。1) 2020年东莞珠啤启动30万吨酿造和10万吨灌装产能扩建工程，同时对原有20万吨/年的灌装产能进行技改升级，23年7月建成投产，实现具备雪堡、珠江纯生等珠江啤酒全品类产品的酿造能力。2) 2023年珠江啤酒两次宣布扩产，辐射粤东和珠三角：①8月为加快“东拓”战略，优化产品布局，公司宣布在梅州珠啤新增一条具备纯生啤酒生产能力的4万瓶/小时的瓶装啤酒灌装线以替换原有的2万瓶/时的瓶装啤酒生产线，达产后预计新增酿造产能5.5万吨/年；同时对糖化、发酵、过滤、动力、电气自控及能源管理系统等生产配套系统进行升级改造。②9月公告称中山珠啤计划投资9.3亿元新增30万吨啤酒酿造能力、一条7.2万罐/小时的易拉罐产线、一条4万瓶/小时的瓶装啤酒产线，达产后新增年产能约16万吨。此外南沙珠啤将新增980ml原浆产品生产线。

图表：珠江啤酒省内外酿造/灌装产能布局

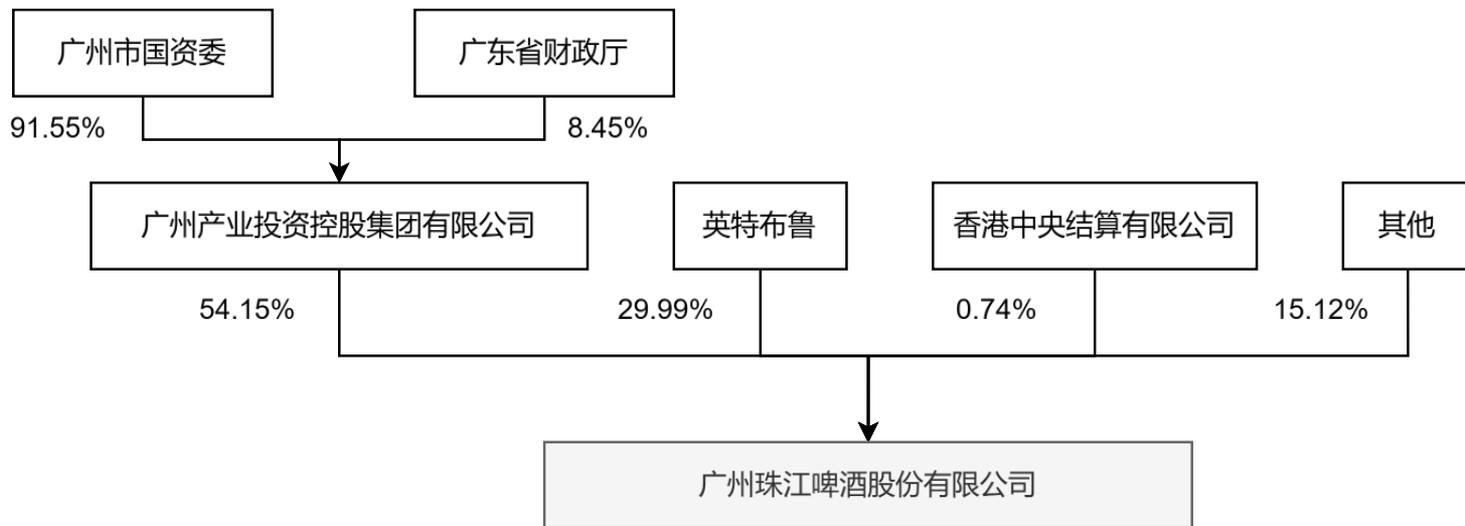
区域	工厂	地址	投产日期	酿造产能	灌装/包装产能	主要产品	主销地区	备注
广东省	南沙珠啤	广州	2015	130万吨/年	80万吨/年	纯生啤酒，雪堡白啤、皮尔森啤酒、美式IPA、燕麦世涛、蔓越莓啤酒等	-	定位：产销分离的啤酒生产基地； 将新增980ml原浆产品生产线
	东莞珠啤	东莞	2005	30万吨/年	35万吨/年	珠江0度PRO、9度珠江啤酒(冰酿)、528ml珠江LIGHT	东莞、深圳	珠江啤酒第二大生产基地； 23年扩建投产，实现具备雪堡、珠江纯生等珠江啤酒全品类产品的酿造能力
	梅州珠啤	梅州	2012	20万吨/年	5万吨/年	珠江纯生啤酒、珠江0度啤酒、珠江12度啤酒	-	23年扩产，预计新增一条具备纯生啤酒生产能力的4万瓶/小时的瓶装啤酒灌装线，达产后预计新增酿造产能5.5万吨/年
	中山珠啤	中山	2005	20万吨/年	10万吨/年	珠江0度	中山、珠海、顺德	23年扩产，新增30万吨啤酒酿造能力、一条7.2万罐/小时的易拉罐产线、一条4万瓶/小时的瓶装啤酒产线，达产后预计新增年产量约16万吨
	湛江珠啤	湛江	2006	20万吨/年	20万吨/年	珠江纯生、珠江零度精品、精品小麦	湛江、茂名、海南	国内最大瓶装（灌装）纯生生产线
	从化公司	广州	1989	-	15万吨/年	珠江0度清醇、11°珠江经典、12°珠江啤酒	广州、佛山、肇云	首创全国啤酒行业“集中酿造，分散包装”模式； 经过30多年发展，成为主销地区啤酒市场第一品牌
	阳江公司	阳江	1996	-	4万吨/年	12.0°P珠江啤酒、10.0°P清爽型珠江啤酒、9.8°P精品零度珠江啤酒	阳江、江门	-
	海丰公司	汕尾	-	-	5万吨/年	珠江0度清醇啤酒	汕尾、惠州	-
新丰公司	韶关	2002	-	2.5万吨/年	12°珠江、10°清爽、9.8°0度精品	-	-	
湖南省	湖南珠啤	湘潭	2015	20万吨/年	40000瓶/时	纯生啤酒	湖南、湖北、部分江西市场	“北上”桥头堡，与河北珠啤南北呼应
广西省	广西珠啤	南宁	2011	20万吨/年	10万吨/年	珠江纯生系列啤酒、珠江小旋风系列、珠江1997拉环、珠江0度啤酒、纯生原浆啤酒。	云南、四川、重庆、贵州和东南亚市场	“北上”桥头堡
河北省	河北珠啤	石家庄	2008	20万吨/年	-	珠江精品小麦、珠江特制小麦、珠江零度精品、珠江原浆系列、珠江桶啤	河北、山东、山西、河南、陕西、甘肃、内蒙古及东北地区	“西进”桥头堡

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋研究院整理

## 1.5 股权结构：国资控股股权集中，百威英博持股达3成

- 广州产业投资控股集团持股54.15%，二股东英特布鲁持股29.99%。2002年珠江啤酒进行国有企业股份制改革，联合全球最大啤酒制造商英特布鲁国际啤酒集团（投入1.6亿元持股24%）等六家发起人设立广州珠江啤酒股份有限公司。在珠江啤酒上市前，英特布鲁持股25.62%。后来随着全球啤酒市场大并购，英特布鲁和美洲饮料公司合并成的英博集团（InBev）与安海斯-布希（Anheuser-Busch）组成百威英博（Anheuser-Busch InBev）。2017年珠江啤酒进行“二次混改”，通过定向增发引入“广州国资发展控股有限公司”、英特布鲁国际等募资43.12亿元，至此百威英博持股比例提升至29.99%，广州国资等国有方持股56.26%。截至2023年年报，珠江啤酒由广州市国资委和广东省财政厅联合控股的广州产业投资控股集团有限公司控股，持有54.15%股份。二股东为由百威英博控股的英特布鲁国际，持股比例29.99%。

图表：公司2023年股权结构



## 1.6 管理层：董事长经验丰富，百威入驻管理层

- **公司现任董事长王志斌从基层逐步晋升至管理层，具备丰富经验。**自2017年珠江啤酒进行“二次混改”后，百威英博持股比例提升至29.99%，百威加持后对公司人事调整具备影响。2017年珠江啤酒原董事长方权贵离任，现任董事长王志斌任代董事长职位，2019年11月正式任职为董事长。王总于1988年大学毕业后加入珠江啤酒，从基层岗位一路做到管理层，拥有丰富的行业经验和对公司的深入了解，管理风格较为放权充分给予团队自由度，上任之后团队稳定性、薪酬体系更加优化。副董事长Jan Craps（杨克）于2002年5月加入百威集团，加入百威集团前曾于比利时麦肯锡公司任职，于法国和比利时任市场推广、销售及物流等多个高级管理职位，有丰富的国际经验。

图表：公司董事、监事及高管人员情况

类别	姓名	性别	年龄	职务	备注
非独立董事	王志斌	男	59	董事长	现任公司党委书记、董事长。
	杨克 (Jan Craps)	男	46	副董事长	比利时籍，现任公司副董事长，也是百威亚太首席执行官兼董事会联席主席，百威集团亚太地区行政总裁。
	黄文胜	男	55	总经理	现任公司党委副书记、副董事长、总经理。
	吴家威	男	58	董事	现任公司党委副书记、董事。
	罗志军	男	57	副总经理	现任公司董事、副总经理。
	柯睿格 (Craig)	男	41	董事	美籍，现任公司董事，亦是百威集团亚太区首席法律及企业事务官。
独立董事	韩振平	男	50	独立董事	中审众环会计师事务所高级合伙人、广东分所所长。
	何兴强	男	56	独立董事	金融学教授、博导，中山大学岭南学院教授。
	曹庸	男	57	独立董事	生物学教授、博导，华南农业大学食品学院教授。
监事	侯康华	女	37	监事	亦是百威中国总法律顾问。
	孙洁敏	女	50	监事	
	林翠娜	女	44	监事	职工代表监事、工会副主席
	李飞	男	59	监事	公司纪委副书记、纪检监察室主任。
高级管理人员	曾海涛	男	42	总会计师	
	涂京霞	女	50	总工程师	副总经理
	卢春平	男	48	营销总监	
	何雄	男	55	总法律顾问	
	李宽宽	女	49	董事会秘书	党委办公室主任

# 目录 CONTENTS

01

珠江啤酒：湾区标杆，华南明珠

02

深耕广东高势市场，坐拥结构升级优土

03

明星单品为擎，促结构擢升之程

04

盈利预测

## 2.1 啤酒行业产量2013年见顶，整体呈现量减价增趋势

- ▶ **啤酒销量自2013年见顶回落，2013-2023年销量CAGR达-3.3%。**在经历了上世纪九十年代至2013年的并购重组与产能扩张后，2014年我国啤酒行业规模以上产量开始下滑，叠加人口老龄化趋势，20-50岁人群作为啤酒主要消费群体正在逐渐减少，啤酒销量逐年下滑，2013-2023年销量CAGR为-3.3%，2023年我国规模以上啤酒企业产量达3556万吨，同比-0.4%，较2013年的4983万吨下滑29%。
- ▶ **2018年开始啤酒行业步入高端化进程。**2018年开始啤酒行业产量趋于稳定，在产能过剩的行业背景下，由于2017至2018年包材成本上涨，2021至2022年大麦成本上涨等原材料、物流、人工成本的提升，导致公司逐渐放弃以往的低价促销等价格战手段，转而开始以提价或推出中高端产品的方式丰富公司产品矩阵，逐渐向高端化转型，同时关闭部分啤酒厂进行产能布局优化。如青岛啤酒于2018年推出IPA精酿；华润啤酒于2018年推出“勇闯天涯superX”、“匠心营造”，2019年推出马尔斯绿啤酒和黑狮白啤等；重啤于2020年推出嘉士伯、乐堡等；燕京于2019年推出U8；珠江于2019年推出97纯生。

图表：啤酒行业规模以上产量（万千升）



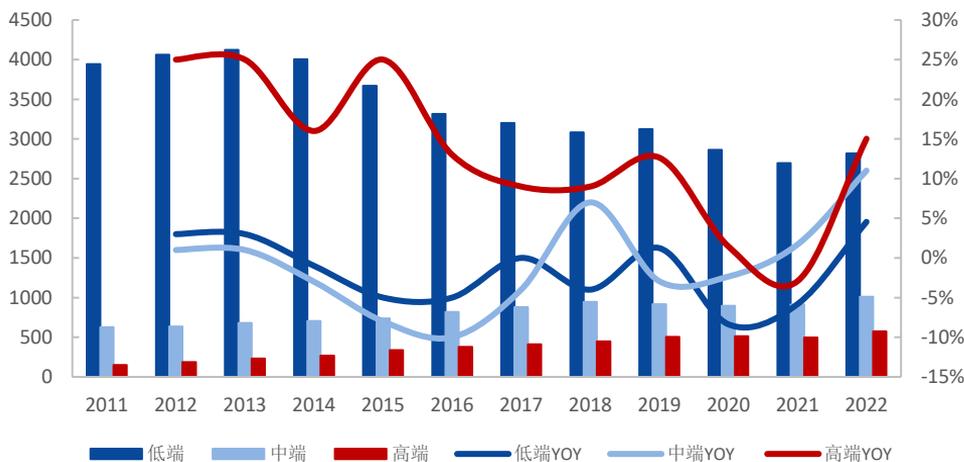
图表：各大品牌提价历史

品牌	时间	产品	提价措施	主要高端产品
百威	2018年3月	百威啤酒	批价由57/件提至85/件	百威 科罗娜 蓝妹 福佳 百威金尊 百威黑金
	2022年3-4月	全国范围内	产品售价提升，增幅达中单位数	
青岛	2018年5月	全国范围内	单款单箱全国提价2元	奥古特 鸿运当头 纯生 白啤 1903 高端经典
	2022年5月	新装纯生	66元/箱提至70元/箱	2022年发布“一世传奇”， 定价1399元/1.5L
		提装经典	23.5元/箱提至24元/箱	
华润	2018年1月		调整部分中高端产品价格，包括雪花纯生、勇闯天涯在内的9款产品进店价格上涨2-10/件	勇闯天涯SuperX 雪花马尔斯绿 匠心营造 脸谱系列 纯生 喜力 黑狮白啤
	2021年9月-2022年3月	勇闯天涯	出厂价提升0.5元，终端价提升至7元/瓶	2021年推出高端产品“醴”， 定价1199元，将啤酒推上千元价格带
重庆	2022年1月	清爽、超爽、精致、冰酷	每箱提升2元	
	2022年6月	红区市场中档产品（除勇闯天涯）	每箱提升6/元	
乌苏啤酒	2022年2-5月	乌苏啤酒	620ml红乌苏产品价格提升约5%	乌苏 嘉士伯 乐堡 1664
	2022年6月	乐堡啤酒、重庆啤酒	提价3%-8%	
	2022年12月	乌苏啤酒	提价3%-8%	

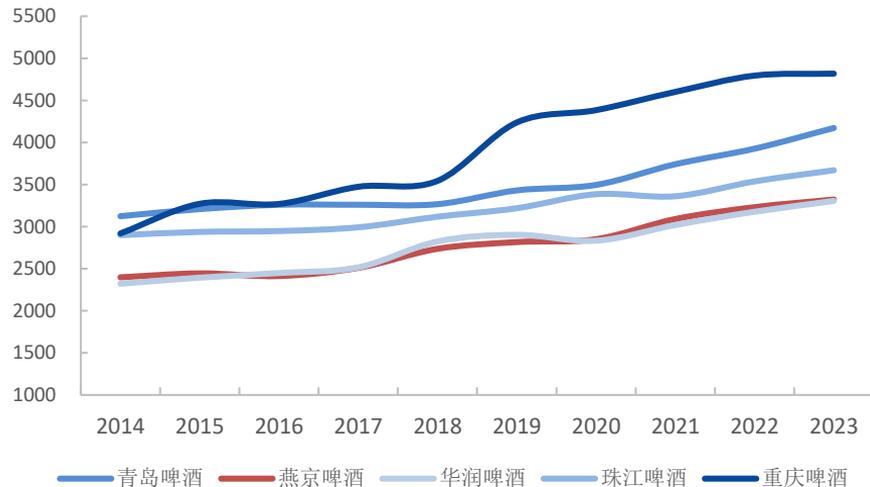
## 2.1 啤酒行业产量2013年见顶，整体呈现量减价增趋势

- 高端啤酒销量增速快，销量占比自2011年的3%提升10pct至2022年的13%。**伴随着消费升级，虽然低端啤酒的销量依旧占据我国啤酒总销量的半壁江山，但是销量在逐渐降低，相反中高端啤酒销量逐年升高，其中高端啤酒始终保持着两位数的增长速度（除疫情年份2020-2021年），2022年高端啤酒销量占比13%，较2011年的3%提升10pct。
- 本轮结构升级是供给与需求共同驱动。**从需求侧来看，随着居民消费能力的不断提升，传统的“水啤”已难以满足消费者对健康化、多元化、高品质的追求，因此具备了显著的升级潜力。而从供给侧分析，存量竞争的市场格局限制了销量增长空间，促使企业转型，从过去的价格战模式转向追求利润提升。同时啤酒行业五分天下的态势下，传统品类的竞争格局相对稳固，低价产品的市场覆盖受限。因此推出新品类和高端化新品成为打破现有格局、实现市场突破的重要途径。从上市酒企吨价变化来看，酒企吨价呈现逐年上涨的趋势，高端化进程稳步推进。

图表：各档次啤酒销售量变化（万吨）



图表：上市啤酒厂商吨价变化



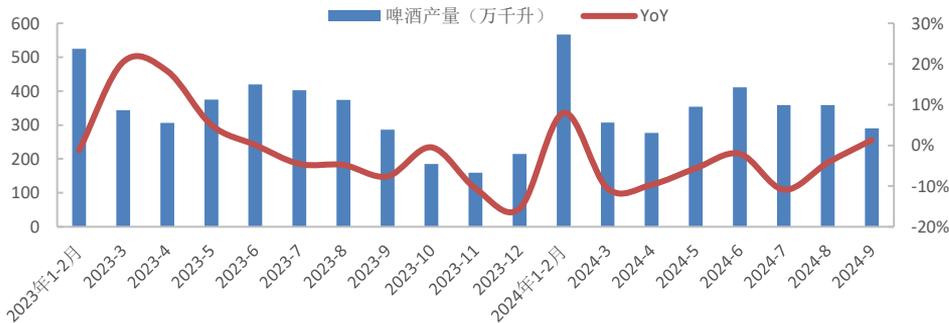
注：低端4元以下，中端4-8元，高端8元以上

资料来源：华经产业研究院，观研天下，太平洋研究院整理

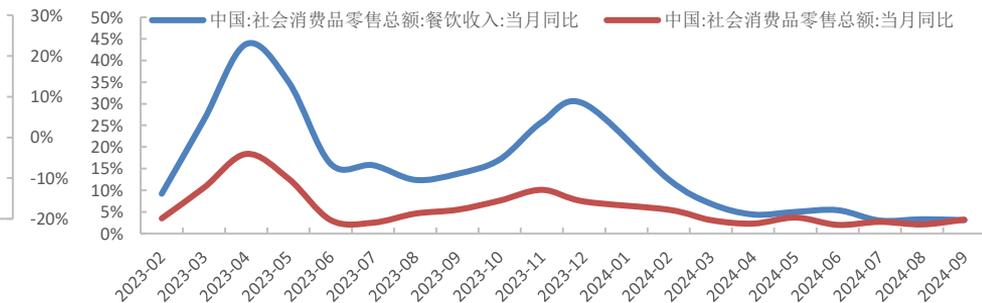
## 2.1 2024年消费承压，餐饮、夜场消费场景缺失，啤酒行业销量不及预期

消费疲软、餐饮增长发力、夜场消费降低等多方面因素导致今年啤酒行业销量承压。2024年啤酒行业销量因消费复苏缓慢、旺季受到雨水天气影响以及餐饮、夜场等现饮消费场景走弱表现不及预期，据国家统计局数据显示，2024年1-9月中国规模以上企业啤酒产量同比下滑1.5%，其中三季度产量同比下滑5.3%。从消费及餐饮数据来看，2024年社零整体增速以及细分项中餐饮收入增速持续走弱，2024年9月社零同比增速3.2%，餐饮收入同比增速自1-2月高点12.5%回落至9月的3.1%。根据天眼查数据，2024上半年餐饮行业注销、吊销企业达105.6万家，而2023年全年注销、吊销的餐饮企业数据是135.9万家，仅上半年注销数据已接近去年全年。2022-2023年中国夜间经济发展规模同比增速呈现下降趋势，根据渠道调研，2024年以来全国夜店渠道啤酒销量较2021年同期下滑双位数。

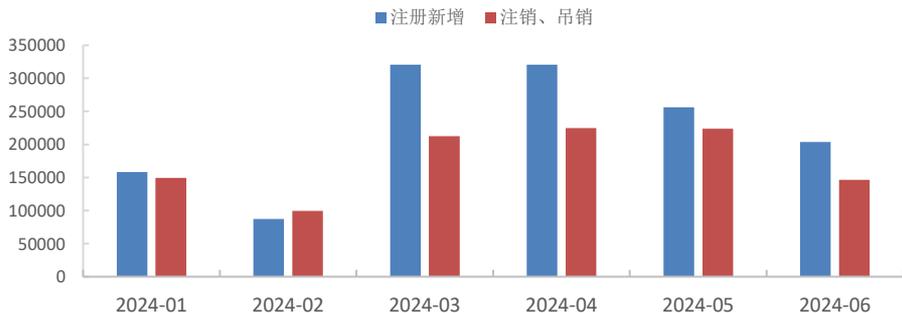
图表：2023-2024年9月啤酒行业规模以上产量（万千升）



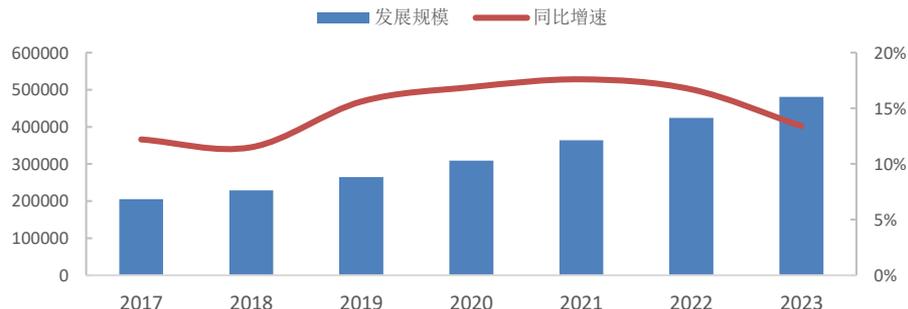
图表：2023-2024年9月社零同比增速 (%)



图表：2024上半年餐饮新增及注销吊销情况 (家)



图表：2017-2023年中国夜间经济发展规模 (亿元)



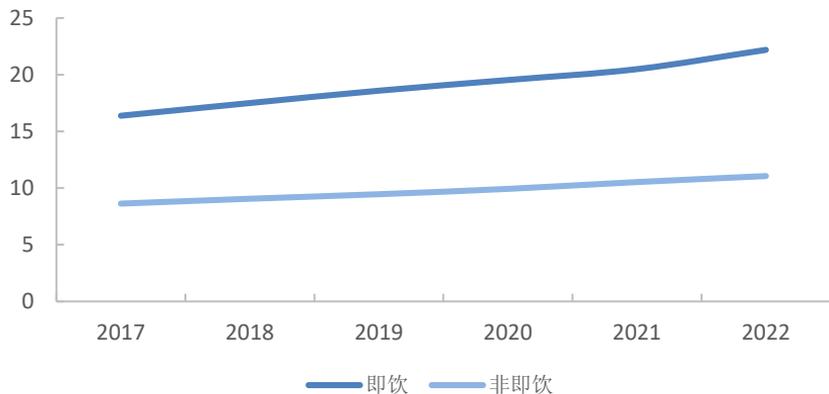
资料来源：国家统计局，天眼查，太平洋研究院整理

资料来源：艾媒咨询，太平洋研究院整理

## 2.1 2024年高端化趋势走弱，6-10元价格带占比有望提升

- 受即饮渠道受损影响，2024上半年啤酒企业高端化趋势减弱，吨价同比增速下降。** 根据 Euromonitor 数据，2019年（疫情前）以餐饮为代表的即饮渠道承担了我国啤酒消费的主要市场，销量占比 51.5%，在三年疫情的影响下，餐饮等行业严重受挫，2022 年（疫情后）即饮渠道销量占比 42.4%。从均价来讲，即饮渠道均价为非即饮渠道的2倍，其中夜场和中高端餐饮中的消费者对价格敏感度低且对品牌有一定要求。非即饮渠道中高端产品售卖的比例低于即饮渠道，但在线上渠道消费者对高档产品接受度相对较高。受即饮渠道复苏不及预期影响，今年酒厂吨价增速不及预期，2024Q3青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨价-0.2%/ -2.4%/0%/ +2.0%，吨价环比降速，华润啤酒今年上半年吨价同比降速至2.0%。对比来看，燕京啤酒和珠江啤酒吨价表现相对较好，2024年前三季度吨价分别同比+3.0%/+4.5%，而青啤/重啤则为+0.5%/ -0.6%。
- 消费承压之下预计10元以上价格带增速趋缓，6-10元价格带将保持扩容。** 自2018年啤酒行业的结构性升级，一些定价超过10元的高端啤酒品牌，例如乌苏、喜力和白啤表现突出。然而目前即饮消费场合正在逐步恢复，整体消费呈现出缓慢的复苏趋势，预计未来10元以上价格带的增长速度趋于走弱。当前啤酒行业的高端化进程已然过半，我们预计6-10元价格带将扩容，有以下两个原因：（1）次高端产品将继续向8-10元区间升级。目前啤酒的主要消费价格区间已由4-6元上升至6-8元，而8元以上产品的质量优势更明显，满足了消费者对优质产品的需求；为增厚利润，啤酒厂商也将继续推动产品的升级和迭代，例如青岛啤酒的经典款已从6元的价格区间提升至8元，预计8-10元价格带体量将继续扩容；（2）低端啤酒向主流价格区间转移，推动6-8元价格带增长。目前经济型啤酒的市场份额仍近一半，由于结构升级的步伐不一，下沉市场还有升级空间，预计随着低端市场逐渐萎缩，6-8元主流价格区间将有进一步的扩展空间。

图表：各渠道啤酒均价（元/升）



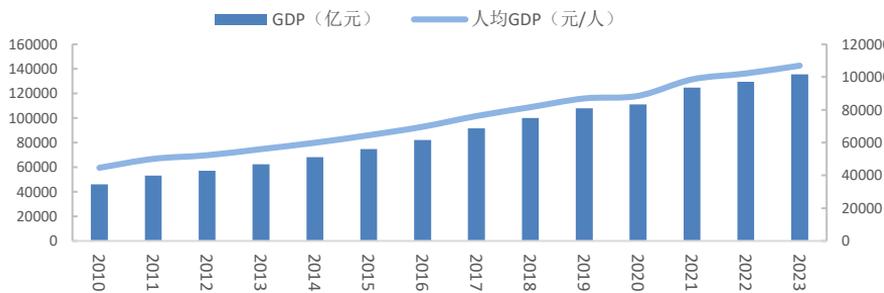
图表：2022年至今季度啤酒企业吨价同比情况

公司	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
青岛啤酒	6.1%	7.0%	4.9%	-3.6%	4.8%	5.3%	7.5%	7.5%	2.6%	-0.9%	-0.2%
重庆啤酒	4.7%	4.2%	3.6%	8.4%	0.5%	4.0%	1.1%	-8.1%	1.3%	-0.7%	-2.4%
燕京啤酒	7.9%	8.3%	-	-	0.8%	5.3%	4.1%	-2.1%	-	8.2%	0.0%
珠江啤酒	7.1%	6.5%	4.5%	-6.4%	6.5%	5.9%	4.4%	-2.8%	6.2%	6.2%	2.0%
	1H22		2H22		1H23		2H23		1H24		
华润啤酒	7.7%		1.8%		4.4%		2.8%		2.0%		

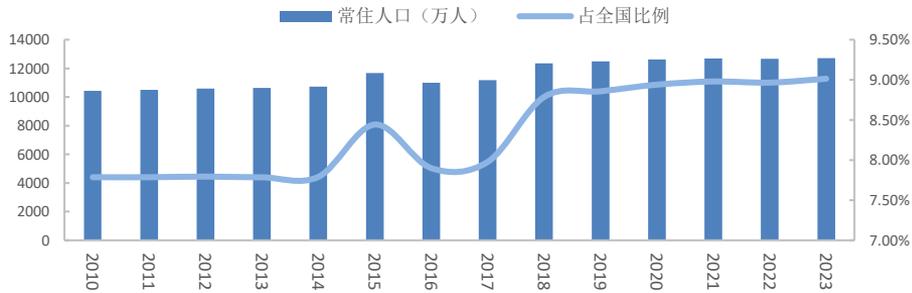
## 2.2 广东省：具备高消费能力以及人数基础，适配啤酒高端化

- 广东省人口优势奠定啤酒消费基础。从人口数量来看，广东省2023年人口数为1.27亿人，是我国人口第一大省。广东省常住人口占全国人口的比例每年逐步上升，由2010年的7.8%上升至2023年的9.01%。从人口结构来看，15-64岁年龄段（被认为是啤酒消费主力人群）占广东省常住人口的比例虽有下滑趋势但一直维持在70%以上。
- 广东省人均GDP稳居全国前10，具备较高消费能力。自改革开放以来，在政策的大力扶持下广东省的GDP自1989年起位居全国第一，在2023年超过13万亿，占全国GDP的10.76%。广东省人均GDP稳步上升，一直稳居全国前10，在2020年突破10万元大关。广东省具有较高的消费能力，支持啤酒产品的升级迭代。
- 广东省消费市场稳健扩张，消费信心与升级趋势推动经济增长。2024年1-9月广东全省社会消费品零售总额达到3.5万亿元，同比增长0.7%，而2023年全年社会消费品零售总额为4.75万亿元，同比增长5.8%。尽管今年增速有所放缓，但广东省仍然保持了社会消费品零售总额的持续增长。

图表：2010-2023年广东省GDP及人均GDP



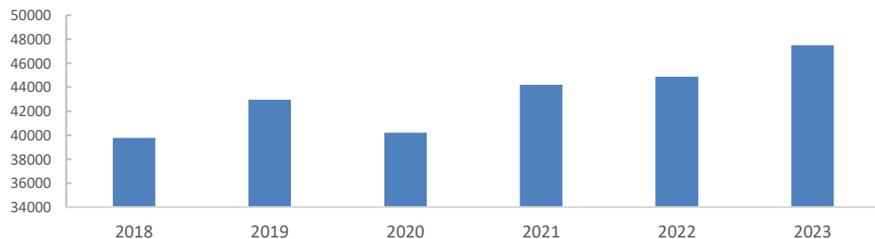
图表：2010-2023年广东省常住人口及占全国比例



图表：广东省15-64岁人口比例



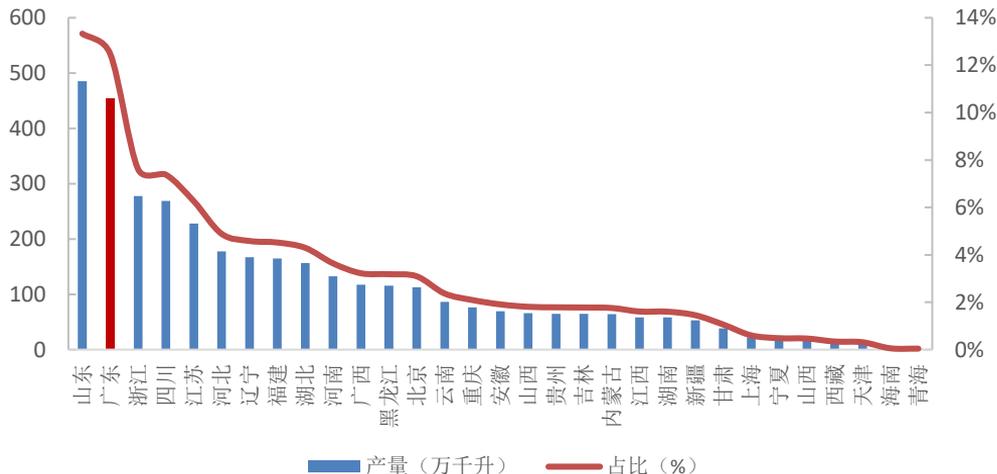
图表：2018-2023年广东省社会消费品零售总额



## 2.2 广东省：啤酒市场规模居全国第二，啤酒消费结构居全国前列

- 广东省啤酒产量达454.46万吨居全国第二，结构领先全国市场。** 广东是啤酒消费大省，2023年广东省啤酒产量达454.46万吨，同比增长15.3%，产量占比全国12.5%，规模仅次于山东省。2024年1-9月广东省啤酒产量385.33万吨，同比增长0.7%，表现好于全国大盘。广东省走在全国啤酒高端化进程前列，啤酒消费结构较优，6元以上价格带产品占比达65%远高于此价格带在全国的占比37%。珠江啤酒的核心单品珠江零度定位在4-6元价格带，珠江纯生定位在6-8元价格带，97纯生布局8-10元价格带，产品布局广东省主流价格带，升级路径清晰，保障业绩持续增长。
- 广东省各价格带的主要销售渠道如下：**
  - 8元以上价格带：主要面向大型KA卖场、夜场以及商务餐饮等高端消费场所，该价格带的主要产品类型均为瓶装酒。
  - 4-8元价格带：主要涉及连锁超市、便利店以及大众化餐饮场所，流通罐装酒和餐饮瓶装酒为主要产品类型。
  - 4元以下价格带：主要销售渠道在传统流通渠道及夫妻老婆店等，该价格带内产品以低端瓶装酒为主，此类酒具有较高的性价比。

图表：2023年各省市啤酒产量（万千升）



图表：广东省各价格带销量占比及主流品牌

价格带	销量占比	主要产品
10元以上	5%	百威铝罐、嘉士伯、喜力
8-10元	30%	百威、青岛纯生、雪花纯生、97纯生、漓泉1998
6-8元	30%	哈啤小麦王、珠江纯生、青岛经典1903、Super X
4-6元	25%	青岛经典、哈啤冰醇、雪花勇闯、珠江零度
4元以下	10%	金威小麦王、哈啤清爽、雪花冰生、青岛冰醇、老珠江

图表：全国各价格带销量占比及主流品牌

价格带	销量占比	主要产品
10元以上	2%	科罗娜、福佳白、百威铝罐、青岛白啤、喜力、凯旋1664
8-10元	10%	百威、青岛纯生、雪花纯生、重啤纯生、乌苏、燕京U8
6-8元	25%	青岛经典1903、Super X、乐堡、珠江纯生
4-6元	45%	青岛经典、哈啤冰醇、雪花勇闯、珠江零度、重庆国宾
4元以下	18%	崂山清爽、哈啤冰爽、雪花清爽、其他地方品牌

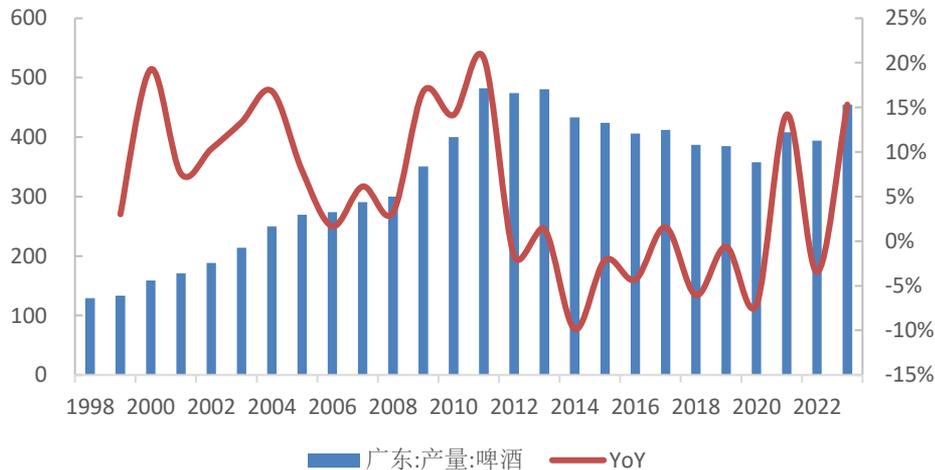
## 2.3 纵览全局，广东省竞争格局变迁

- **1979-1990，国产啤酒扬帆起航。**搭乘改革开放的快风，啤酒行业依托国家的“啤酒专项工程”蓬勃发展，这一时段约813家啤酒品牌相继涌现，总产量达692万吨，跃居世界第三啤酒生产国，广东本地啤酒品牌珠江、金威、蓝带、活力等也在这一时段建立。
- **1991-1996，国产啤酒区域性扩张。**得益于我国经济高速发展，啤酒行业迈入高速增长期，然而由于啤酒存在运输半径限制，头部企业只能向周围省份扩张。这一时段青岛啤酒和燕京啤酒为争得国内啤酒企业的头把交椅各显神通。青啤通过收购崂山啤酒、汉斯啤酒、山水啤酒等一众品牌成为龙头老大。燕京啤酒聚焦大众消费者，采用“胡同战术”的深度分销模式，于1996年成功反超青啤。同期广东的啤酒市场供不应求，受制于资金限制，各家酒企产能投放力度并不猛烈，产能平稳增长。

图表：广东本地啤酒品牌建立时间

品牌	时间	地点	发展走向
珠江	1985年	广州	2010年在深交所上市
得力	1985年	湛江	1998年被珠江啤酒收购
皇妹	1985年	斗门	1999年被青岛啤酒收购
蓝带	1986年	肇庆	2006年被河北蓝贝酒业收购
活力	1987年	韶关	2011年被青岛啤酒收购
海珠	1987年	珠海	2005年被日本麒麟收购并更名为麒麟啤酒
金威	1989年	深圳	2013年被华润雪花啤酒收购

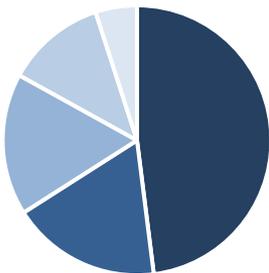
图表：广东省啤酒产量（万千升）



## 2.3 纵览全局，广东省竞争格局变迁

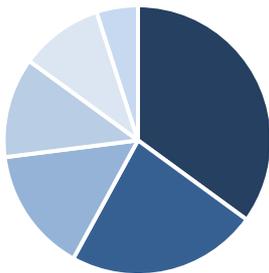
- **1997-2005，全国性扩张并购潮，外来品牌入侵广东。** 1995年啤酒行业规模增速开始放缓，中外啤酒企业加速并购步伐扩大市场。与啤酒巨头SAB合营的华润啤酒依托蘑菇战略，在我国东部沿海一线和长江流域一线迅速扩张，先后收购贵州蓝剑、安徽圣泉和浙江钱江等地域性啤酒龙头，与青岛啤酒、燕京啤酒位列全国前三甲。海外巨头百威英博收购哈尔滨啤酒、雪津啤酒等知名地方啤酒厂。在广东市场，1997年珠江啤酒突破技术难题，诞生了中国生产的第一瓶纯生啤酒“珠江纯生”，珠啤正式确立了“华南王”的地位，1998年共销售啤酒62.5万吨，居全国第二，彼时广东主要有四大啤酒厂商占据市场，分别为珠江、蓝带、金威、活力。青岛啤酒是最早进入广东市场的啤酒企业，通过并购及建厂在广东省市占率逐年攀升至第二。华润则在2004年斥资7亿元在东莞建设了第一家30万吨啤酒厂，至2008年市占率达12%。
- **2006-2016，本土品牌被收购，寡头格局逐渐形成。** 2006年华润啤酒产能近千万吨，一举夺取中国啤酒销量第一的宝座。嘉士伯连续三次增持重庆啤酒，将重庆啤酒完全控股。在广东市场，青岛啤酒稳稳占据省内第二的位置且在2011年收购活力啤酒，但同年因渠道改革失败份额下滑。华润在2013年收购金威啤酒，跃居市场第二，但2014年之后因管理不善份额萎缩。2008年百威在佛山工厂投产使用，借助百威品牌及哈尔滨啤酒分别在高端渠道和大众价格带发力，2016年市占率达第二。雪花与燕京凭借产能与资金优势大举蚕食中低端本土品牌的市场份额。

图表：1998年广东省啤酒品牌市场份额



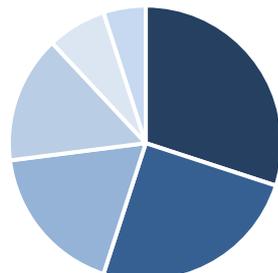
■ 珠江啤酒 ■ 蓝带啤酒 ■ 其他啤酒  
■ 金威啤酒 ■ 活力啤酒

图表：2008年广东省啤酒品牌市场份额



■ 珠江啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 金威啤酒  
■ 华润啤酒 ■ 燕京啤酒 ■ 其他啤酒

图表：2016年广东省啤酒品牌市场份额



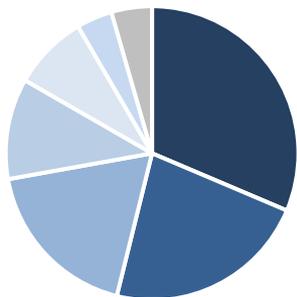
■ 珠江啤酒 ■ 百威啤酒 ■ 青岛啤酒  
■ 华润啤酒 ■ 燕京啤酒 ■ 其他啤酒

## 2.3 纵览全局，广东省竞争格局变迁

➢ **2017-至今，珠啤百威稳居份额前二，珠啤份额稳步提升。** 2013年我国啤酒产量达到巅峰之后进入缩量调整阶段，与此同时寡头格局基本确立，我国啤酒市场CR5由2012年的62%提升30pct至2023年的92%，其中华润以31%稳居榜首，青岛啤酒和百威位列第二、三位，燕京啤酒和嘉士伯相差不大，分别占据11%和8%的市占率。广东市场同样群雄割据，市场集中度高，2023年前5大啤酒商的市占率约95%，其中珠江啤酒、百威份额较高位列前二。从当前势能来看，目前珠江、嘉士伯、燕京在广东市场势能向上：

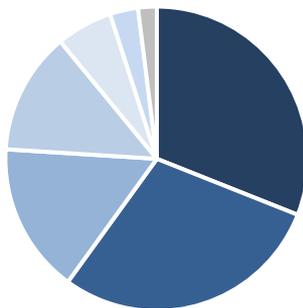
- ✓ **珠江啤酒：**2016年关闭汕头工厂，加大深度分销，流通渠道优势明显，近几年通过持续优化高端产品发展势头较好，市场份额稳步提升。
- ✓ **百威：**乘消费升级之风，依靠高端产品持续放量，市场份额一度超过珠江啤酒达35%，但近两年因高端消费场景受损、哈啤下滑市场份额有所下降。
- ✓ **华润：**虽收购曾位居广东第二的金威啤酒实现产能的提升但由于：1) 2022年更换广东管理层团队不稳定；2) 渠道改革（想转换二批商为一批商受到一批商抵制）；3) 主动梳理价格体系，金威、勇闯掉量，中低端产品持续缩量，导致市场份额有所下滑。
- ✓ **青岛啤酒：**在广东品牌策略定位中高端，主攻餐饮渠道，流通渠道较弱且奖盖产品投入滞后，市场份额小幅下滑。
- ✓ **嘉士伯（重庆啤酒）：**2024年8月28日，嘉士伯佛山三水生产基地正式投产，总投资约30亿，年产能达50万千升，预计将增强其在广东市场竞争力。
- ✓ **燕京啤酒：**广西大单品漓泉1998目前在广东增长强劲，预计体量超过12万吨，保持双位数增长，且重视餐饮投入，产品空间较大。

图表：2023年全国各品牌市占率



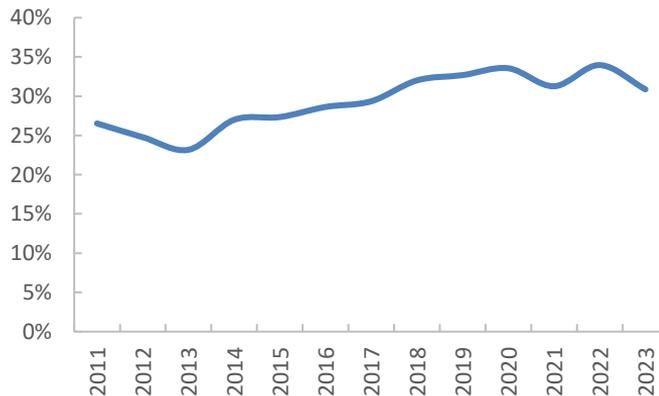
■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 百威啤酒 ■ 燕京啤酒  
■ 重庆啤酒 ■ 珠江啤酒 ■ 其他

图表：2023年广东省各品牌市占率



■ 珠江啤酒 ■ 百威 ■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒  
■ 嘉士伯 ■ 燕京 ■ 其他啤酒

图表：2021-2023年珠江啤酒广东市占率



# 目录 CONTENTS

01

珠江啤酒：湾区标杆，华南明珠

02

深耕广东高势市场，坐拥结构升级优土

03

明星单品为擎，促结构擢升之程

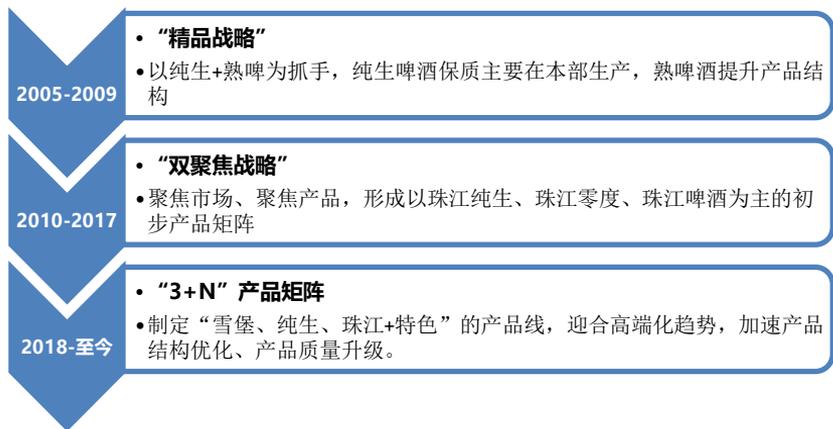
04

盈利预测

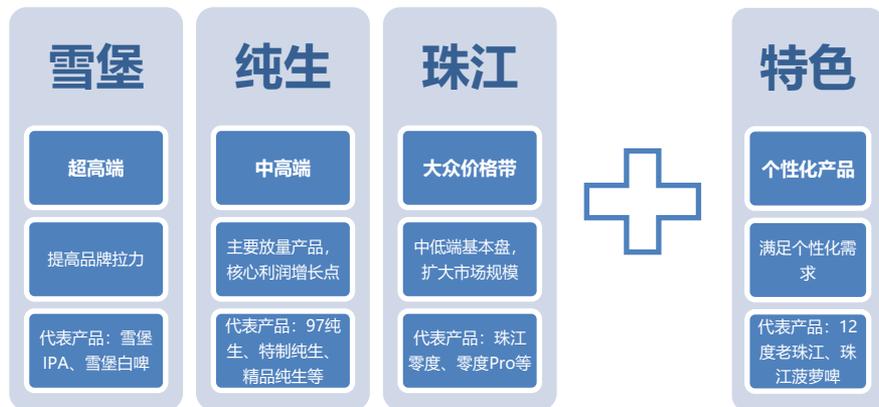
# 3.1 品牌战略更新迭代，推动产品结构升级

- 公司品牌战略与时俱进，“3+N”战略推动产品结构升级。公司根据不同阶段发展和市场需求调整品牌战略，历史上实施的“精品战略”和“双聚焦战略”均将纯生啤酒作为发展重点，2018年公司推出“3+N”品牌战略，其中“3”代表雪堡、纯生、珠江三大核心产品系列，“N”代表特色产品系列，涵盖精酿啤酒、原浆啤酒、啤酒风味饮料等特色品类，构建珠江啤酒丰富的产品矩阵。
- 1) 雪堡 (12元以上)：定位超高端，提前布局超高端品牌提高品牌拉力，主要竞品为百威的科罗娜、蓝妹、华润的喜力以及重庆啤酒的1664等，目前销量占比较低主要起到提升品牌高度作用。
- 2) 纯生 (6-12元)：定位中高端，是公司推动产品结构升级的主要战略品牌，诞生于1997年是国内第一支真正意义上的纯生啤酒，公司不断进行换代升级，是公司未来发展的主要抓手。
- 3) 珠江 (3-5元)：定位大众价格带，包括珠江啤酒以及珠江零度品牌，公司深耕华南地区近40年的老品牌，满足大众化需求构建公司基本盘。

图表：珠江啤酒战略变化情况



图表：“3+N”产品战略



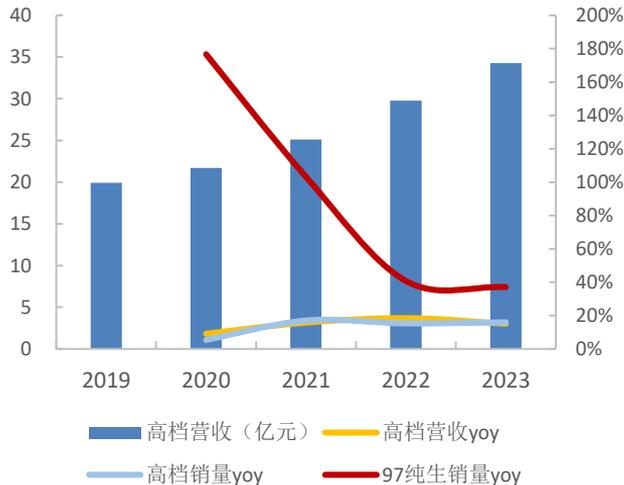
# 3.1 2019年推出97纯生，放量增长带动高档规模快速提升

► **纯生系列不断迭代升级，97纯生放量增长。**公司于1997年推出国内首款纯生啤酒，持续打造“中国第一纯生”的品牌形象。公司不断精进发酵工艺并丰富细分产品，分别于2009年、2010年迭代出精品纯生、特制纯生等系列产品。2019年公司推出定位高档的97黑金纯生，主打皮尔森慢酿工艺和新型酒花添加、口感顺滑柔和。97纯生上市以来放量增长，根据渠道调研及公司公告测算，2019-2023年销量CAGR高达81%，2023年销量达30万吨，增速超30%，高档（主要为纯生）2019-2023年销量CAGR为13%，97纯生放量爬坡带动公司产品结构快速提升，2019-2023年公司高档营收占比从49%提升19pct至67%。

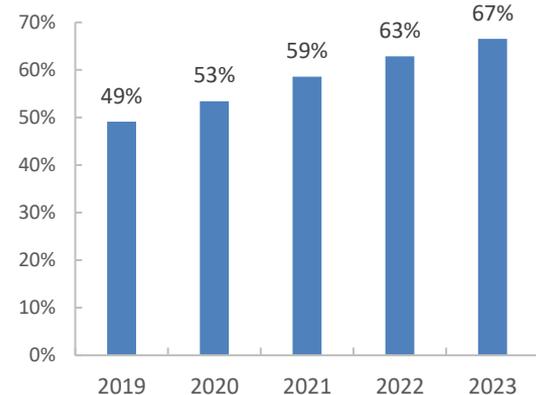
图表：纯生系列产品迭代历程

产品	上市时间	特征
 珠江纯生	1997年	中国第一瓶纯生啤酒
 精品纯生	2009年	皮尔森慢酿工艺，香气宜人，泡沫洁白细腻、持久挂杯
 特制纯生	2010年	保留啤酒优质营养成分，酒体金黄，清冽爽口苦味适中
 97纯生	2019年	甄选美国酒花，酒花香气浓郁，酒体纯正爽口

图表：高档产品增长情况



图表：高档产品营收占比不断提升



资料来源：公司公告，渠道调研，太平洋研究院整理

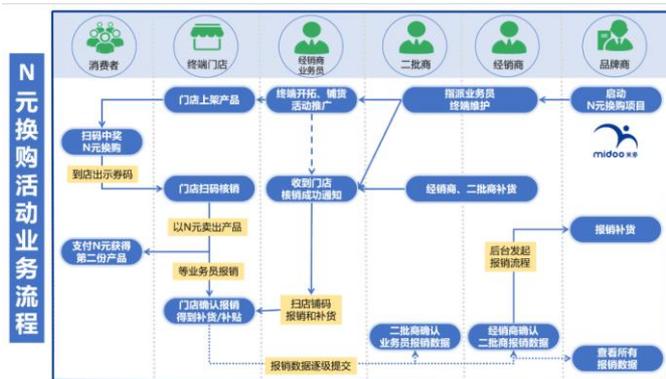
## 3.1 97纯生放量原因

- 拆解97纯生核心大单品放量原因：
- 产品品质高，具备高端性价比：**97纯生定位高端市场，流通价格6-8元，餐饮价格10-12元，价格介于百威和哈啤之间，既满足了消费者对高品质啤酒的需求，又没有设置过高的价格门槛，其精准的市场定位迎合啤酒高端化大逻辑，使得97纯生能够在竞争中脱颖而出。97纯生采用皮尔森工艺，产品品质高，是公司目前消费者反馈口感最好的产品，具备高端性价比优势。
- 有效的市场营销策略：**
  - 扫码赠酒：**消费者在指定门店消费指定商品，扫码即有机会获得赠酒奖品。
  - “一元换购”：**消费者拉环扫码有机会赢得奖励，加1元可在门店换购97纯生一瓶，门店收集瓶盖，待业务员定期回访时申请报销。
  - 持续的品牌推广投入：**公司在品牌推广方面持续投入资源，例如官宣全新品牌代言人汪苏泷传递“敢创非凡 由我领鲜”的理念，推动老品牌焕发年轻、时尚、潮流全新活力，进而促进销量的自然增长。
  - 今年的营销主要动作：**流通端，推出大规模的买6送1（加1元换啤酒一瓶）活动，在原有有奖活动的基础上进一步加大了促销力度；餐饮端，开展消费者扫码送三瓶活动，极大地提高了消费者的参与度和消费欲望。

图表：珠江啤酒代言人汪苏泷



图表：N元换购业务流程



## 3.1 97纯生放量原因

- ✓ **顺应罐化率提升趋势：**近年来纯生啤酒的罐化率快速提升，97纯生的瓶罐比例为4：6，高度契合了市场罐化率不断上升的趋势。上半年97罐装在非现饮渠道增长近50%，充分满足了不同消费场景的需求。
- ✓ **渠道推力强：**1) **渠道精细化运作：**珠江深耕广东省流通渠道，终端有较多业务人员，渠道服务更加精细化，例如在扫码兑奖环节，每个终端基本都有人员跟进。与之相比竞争对手哈啤在这一方面存在明显不足，人员较少且服务难以覆盖终端，兑奖环节问题频出，导致许多终端不愿销售哈啤的有奖产品，哈啤销量有所下滑；2) **渠道利润率高：**97纯生渠道利润与竞品相比具有一定优势，根据渠道调研，经销商利润率达12-15%，终端利润率达25%，较竞品百威、哈啤高；3) **领先的数字化系统：**在珠江纯生的渠道数字化实战中，主要通过一物一码来实现“货物流向”和搭建“渠道关系”。例如97纯生“一元换购”活动，公司给终端门店专属打造了“珠啤BOSS”小程序，门店在小程序上即可完成核销、报销等工作，数字化重置工作模式，提升工作效率。
- ✓ **成长期大单品抢占竞对份额：**97纯生从2019年上市，上市5年已从导入期步入成长期大单品，产品势能不断释放，预计今年增长近30%，而主要竞品百威、哈啤上市多年，已呈现出产品老化趋势，根据渠道调研，今年上半年在广东省百威销量下滑，哈尔滨下滑双位数，成长期产品相较衰退期产品无疑更具产品张力，97纯生主要抢占了哈啤、百威的部分纯啤产品的市场份额。

图表：珠江啤酒小程序“珠啤BOSS”



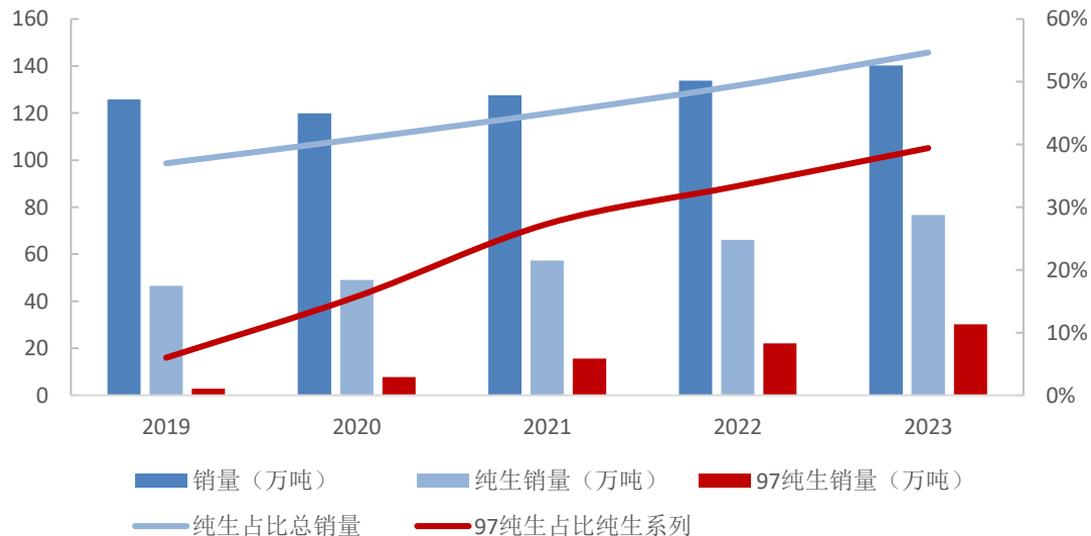
图表：97纯生主要竞品

产品	上市时间	产品生命周期	流通价格	餐饮价格	体量	今年广东增速	渠道利润
97纯生	2019年	成长期	6元	10-12元	38万吨 (24E)	+30%	经销商利润率12%-15%，终端利润率25%
百威啤酒	1995年进入广东市场	衰退期	6-8元	10-12元	45万吨	下滑	低于97
哈尔滨啤酒	冰纯在广东上市近20年	衰退期	5-6元	8-10元	60万吨	下滑超过10%	低于97

## 3.2 量：纯生占比过半，97纯生短期内保持成长推动高端化

➤ **预计97纯生在广东省的市场空间接近60万吨，短期内将维持成长动能推动高档产品增长。**根据渠道调研及公司公告测算，97纯生销量由2019年的2.79万吨增加至2023年的30万吨，2019-2023年销量CAGR高达81.4%。根据公司2023年半年报，2023H1总销量/纯生/97纯生销量分别为68.88/36.13/14.05万吨，同比+7.49%/+16.25%/+36.49%，其中纯生销量占比达52.45%，97纯生占纯生系列销量比例达38.89%，97纯生增速显著高于啤酒总销量&纯生啤酒销量增速，推动公司产品结构不断高端化。参考百威（45万吨）和哈啤（60万吨）在广东省的销量，预计97纯生在广东省的市场空间接近60万吨。

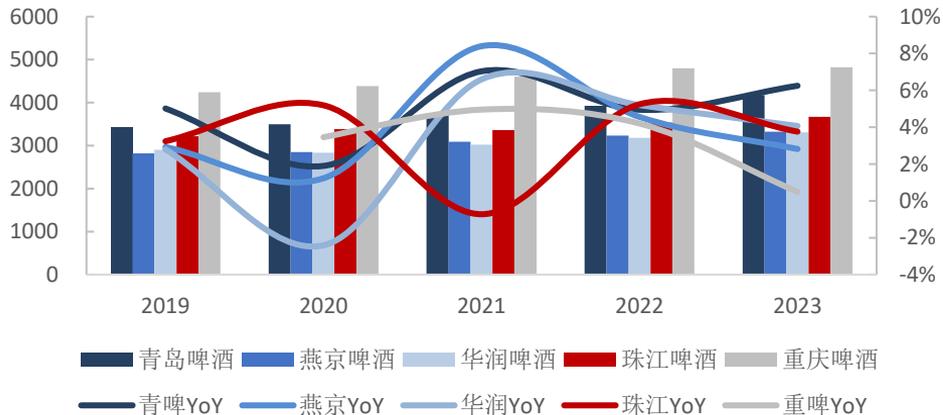
图表：2023年珠江啤酒纯生&97纯生销量和占比



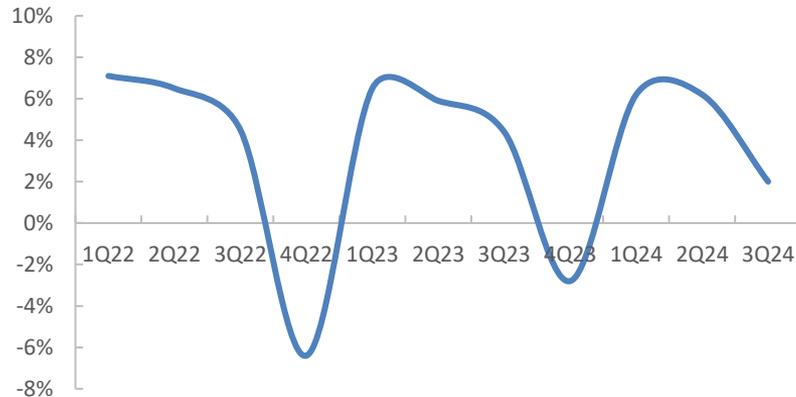
## 3.2 价：高端产品占比持续提升，推动吨价持续增长

➤ **高档产品占比提升，推动吨价持续增长，97放量带动下吨价有望维持增长态势。** 2019-2023年高档产品营收CAGR达12.65%，营收占比从49%提升19pct至67%。2023年公司高档产品营业收入为34.26亿元，占比67%，同比+15.1%。珠江啤酒吨价于2017年突破3000元/吨，2019年吨价由3219元/吨提升至2023年的3670元/吨，吨价CAGR达3.3%，2023年吨价同比+3.8%。分季度来看，2024Q1/Q2/Q3吨价增速分别+6.2%/+6.2%/+2.0%，行业承压之下吨价表现优于同行。全年来看，2023年珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/华润啤酒吨价分别为3671/4172/3322/4818/3306元/吨，同比+3.8%/6.2%/2.8%/0.5%/4.1%，重啤、青啤吨价均已超过4000元/吨，处于行业领先水平，而燕京啤酒吨价最低，主要系重啤产品结构佳，高端产品占比高，而燕京啤酒2023年高端产品销量占比较低，产品高端化进程显著慢于同行，导致吨价和利润端表现不佳。对标重啤及其产品高端化进程，珠江啤酒吨价具备较大向上空间。伴随公司高端化战略的稳步推进，产品结构不断优化升级，加之公司在餐饮渠道持续深耕，97纯生等高端产品有望持续增长，进而推动公司吨价上行。

图表：2019-2023年主要啤酒品牌吨价（元/吨）



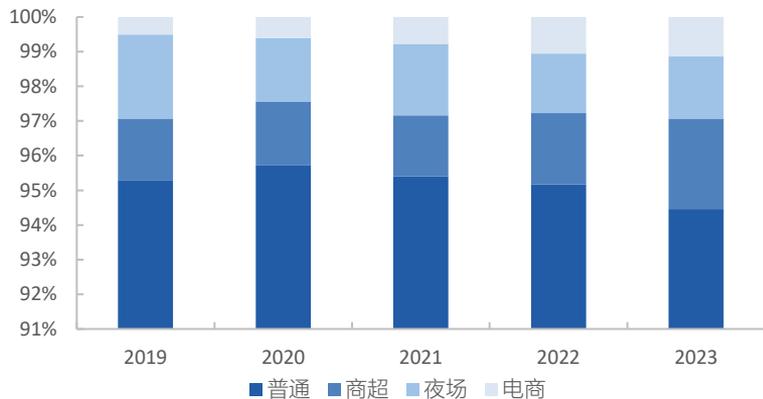
图表：2022-2024珠江啤酒分季度吨价（元/吨）



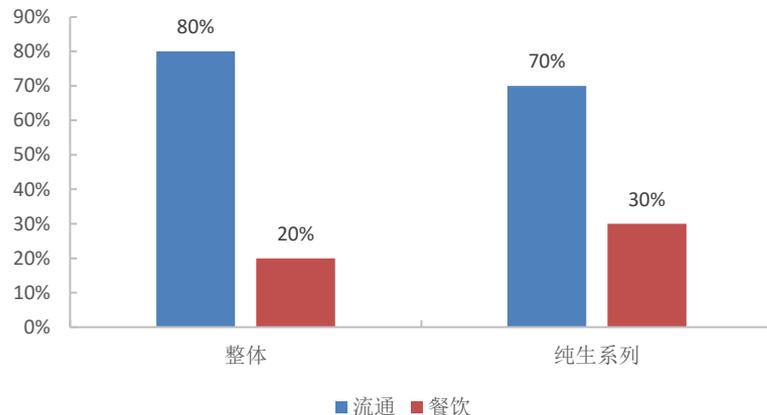
### 3.3 渠道结构：流通渠道为主，餐饮渠道有待拓展

➤ 公司采取深度分销模式，流通渠道占比80%，以97纯生为核心开拓餐饮渠道，预计未来两年餐饮渠道将保持稳定增长。2023年公司普通（包括除商超外的非即饮零售店以及餐饮店）/商超/夜场/电商渠道分别占比94.5%/2.6%/1.8%/1.1%。从2019-2023年数据来看，普通、商超和电商渠道均呈现持续增长态势，而夜场渠道收入从2019年的98.44百万元下滑至2023年的92.22百万元，占比从2.4%下滑至1.8%。公司主要销售模式为经销模式，采取深度分销，厂家负责业务人员的管理、网络的开发、终端的维护、陈列与促销的执行等主要工作，经销商主要负责部分物流和资金流，渠道链条较短，即“厂家——经销商——分销商——终端”，而竞品百威、哈啤、青岛啤酒等主要采用大商制，渠道链条较长，厂家对大经销商的议价能力相对较弱，对终端的控制能力相对不足。分拆普通渠道，公司主要以流通渠道为主、餐饮渠道逐步发展，公司于2019年推出97黑金纯生后开始发力餐饮渠道，目前整体来看，流通渠道占据主导地位，占比约80%，餐饮渠道占比约20%，其中纯生系列产品流通渠道占比约70%，餐饮渠道占比约30%。根据渠道调研，2024年上半年97纯生流通渠道增速近50%，餐饮渠道增速达到10%+。

图表：2019-2023年珠江啤酒各渠道收入情况



图表：珠江啤酒流通及餐饮占比

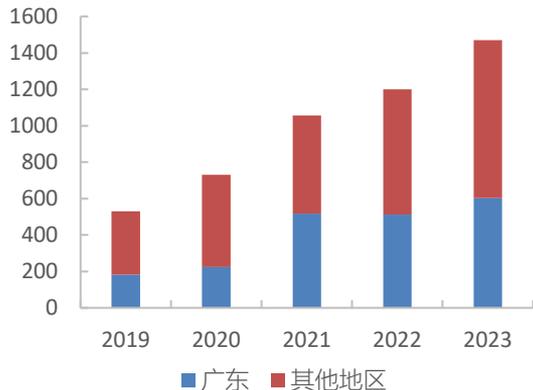


### 3.3 渠道体系：经销商持续拓展，销售人员薪资水平较高

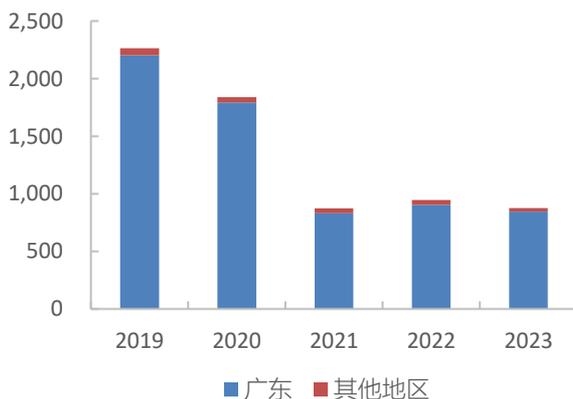
➤ **网点加密计划持续进行，2023年广东省内经销商数达604个。**从经销商数量来看，近年来经销商总数持续增长，由2019年的531个增长至2023年的1471个，CAGR达29.0%。分地区来看，广东省内/省外经销商数量由2019年的183/348个增长至2023年的604/867个，CAGR分别为34.8%/25.6%。从经销商人均销售额来看，2023年省内经销商人均销售额达846万元，而其他地区经销商人均销售额仅约31万元，省外经销商销售规模仍较小。分渠道来看，省内餐饮渠道经销商基本保持不变，电商渠道如歪马、酒小二、朴朴等渠道增速较快。

➤ **销售人员数量较同行低，但人均薪资水平较高。**因珠江啤酒是区域性啤酒品牌，其销售人员数量较少，近三年来基本维持在900人左右。横向对比其它啤酒龙头公司，2023年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒销售人员总数为9714/3022/6720人，占比31.66%/43.99%/31.39%，而珠江啤酒2023年销售人员仅891人，占比仅19.22%，和同行相比销售人员数量和占比差距较大。从销售人员人均薪资水平来看，2019-2023年珠江啤酒销售人员薪资不断提升，从2019年的38.82万元提升至2023年的63.76万元；横向对比来看，2023年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒销售人员人均薪资为25.54/25.79/12.28万元，珠江啤酒人均薪资水平远超同行。

图表：2019-2023年珠江啤酒经销商数量



图表：2019-2023年珠江啤酒经销商人均销售额（万元）



图表：2023年主要啤酒品牌销售人员等对比

啤酒品牌	珠啤	青啤	重啤	燕京
销售人员总数 (人)	891	9714	3022	6720
销售人员占比%	19.22%	31.66%	43.99%	31.39%
平均薪资 (万/年)	63.76	25.54	25.79	12.28
销量 (万吨)	140.28	800.7	299.74	394.24
人均销量 (吨)	1574.4	824.3	991.9	586.7

### 3.3 渠道拓展：依托大单品发展餐饮渠道，流通渠道稳扎稳打

➤ **公司以97纯生为抓手发力餐饮渠道，餐饮渠道空间较大。**根据欧睿数据，2019-2022年中国啤酒行业现饮/非现饮渠道占比约各50%，现饮渠道以餐饮和夜场为主。珠江啤酒在渠道方面呈现强流通、弱餐饮的特征，目前餐饮渠道占比约20%，在广东省的餐饮覆盖率约50%，而流通渠道覆盖率达90%。在2019年97纯生上市之前，由于公司将重点置于利润考量，广东省餐饮渠道竞争激烈，投入费用较高且产品本身价值链相对竞品不具优势，因此未给予餐饮渠道足够重视，在此期间餐饮渠道缺乏专业的管理团队和针对性的营销策略。直至2019年97纯生上市反馈好，公司设立了专业餐饮经理，正式参与餐饮渠道竞争，餐饮渠道的开拓进入新的阶段。公司在餐饮渠道的销售策略主要以产品为导向，以97纯生为主要抓手，逐步向上拓展价位段。目前在餐饮渠道构建了以97纯生、900ml大瓶装97纯生、珠江P9、纯生1985、雪堡、精酿为核心的产品矩阵，其中97纯生作为主打产品，在产品品质、口感和包装设计等方面具有优势，为餐饮渠道的拓展奠定了基础。同时公司在餐饮渠道增加费用投入，2019-2023年公司销售费用从774.3百万元增长至817.2百万元，2023年销售费用投入增速达10.78%，主要营销方式让利终端消费者，例如消费者扫码新品免费喝，形成较强的消费拉动，97纯生2023年餐饮渠道增速约达20%，今年增速预计达10%+，根据渠道调研，短期餐饮占比有望达25%，中期占比有望达30%，餐饮渠道仍有较大拓展空间。

➤ **公司流通渠道覆盖率达九成，深度分销模式下终端掌控力强，预计实现稳健增长。**公司深耕广东省流通渠道，当前流通渠道覆盖率达90%，公司采取深度分销模式直控终端，对于终端渠道的掌控力居广东首位，在流通渠道的主要策略是通过持续推动产品结构升级，同时配合有效的营销活动，并借助新品高渠道终端推力，不断提升次高端以上单品份额和终端单点卖力。1) 产品结构升级：公司以纯生系列为主的高档产品逐步替代以零度为主（流通价4元）的中档产品，实现自身的产品升级迭代。2024H1高档/中档/大众化产品分别实现收入20.40/6.48/1.87亿元，同比+17.19%/-13.40%/+11.95%，高档产品收入占比达70.95%，同比提升5.4pct，零度预计上半年销量双位数下滑，高档啤酒销量同比增长14.3%。2) 有效的营销活动：公司通过持续投放奖盖等方式，保持纯生产品在流通渠道的增长势头。2024年整体奖盖投放力度与去年持平，通过“一元换购”等营销方式激励消费者购买，提高产品的市场占有率。同时公司具备流畅的兑奖能力，搭建完善的数字化系统支持，例如对接销售系统和积分商城系统、打造终端小程序“珠啤 boss”、建立一物一码关联追溯系统等，有效地提升了营销效果，有利于抢占竞品的市场份额。

图表：餐饮渠道产品矩阵



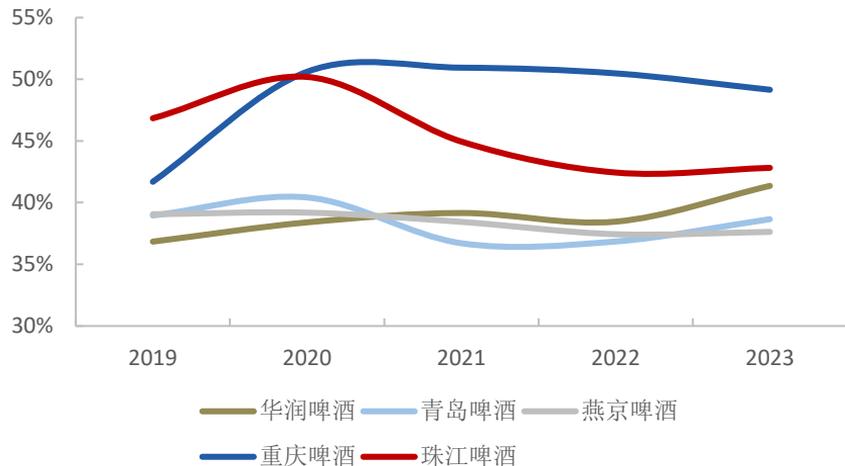
### 3.3 渠道战略：深化营销改革，以新模式新业态焕发品牌新活力

- ▶ **渠道结构持续优化，推进以掌控终端为目的的销售模式转型。** 2023年珠江啤酒开拓全国门店招商业务，构建高品质、深体验、重便捷的多元消费场景，以技术、设备、生产到营销整个供应链的高效协作以及线上平台合作，拓展渠道直链消费者，2023年电商渠道销量同比增长19%。创新商业模式，构建线上线下渠道一体的新业务渠道，布局线下精酿门店，扩大雪堡品牌影响力，2022年门店业务初具规模，原浆啤酒体验店达159家，雪堡精酿门店90多家，2024年上半年珠江原浆啤酒体验店突破400家，遍及全国18个省、90多个城市，并与酒水即时到家头部平台深度合作，上半年到家业务销量实现倍增，为消费者提供“厂在身边，酒更新鲜”的产品和服务体验。
- ▶ **以新模式新业态优化品牌传播模式，焕发品牌新活力。** 坚持“三条主线、两个IP、一种情怀”的品牌传播策略，以“啤酒+”焕发新活力，围绕“啤酒+音乐、啤酒+体育、啤酒+美食”三条主线，打造音乐IP和痛快IP，推进品牌高端化、年轻化，举办珠江啤酒·纯生音乐派对，联动体育赛事、啤酒节等活动，持续提振市场消费，扩大品牌声量，彰显南粤情怀。进一步优化精酿门店管理运营模式，在多个优选领域摸索新零售精酿体验店新模式、社区店合作模式、店中店合作模式等新型门店合作模式，以各类消费场景的创造引发文化和情感的共鸣，奏响品牌最强音。2024年珠江啤酒荣膺 Brand Finance 2024年度全球啤酒品牌价值 50 强和 GYBrand 2024年度中国最具价值品牌 500 强。
- ▶ **数字赋能持续提升渠道管理。** 数字赋能持续深化，推进业务与管理无缝对接，优化并全面推广 B2B 订单系统，助力精准营销。督导效能持续提升，规范市场运营秩序，加强系统化管理，促进业务团队执行力和市场消费者满意度有效提升。建立并完善客户管理系统电子档案，多维度跟踪经销商、分销商综合运作水平。推行全国经销商统筹管理，提升优质客户贡献度，增强“两支队伍”活力。优化并全面推广 B2B 订单系统，打通企业到经销商间的数据链路。持续推进O2O销售渠道项目二期营销数字化赋能项目，推动终端门店小程序和营销信息系统升级。聚焦市场督导，深化完善督导垂直管理体系。

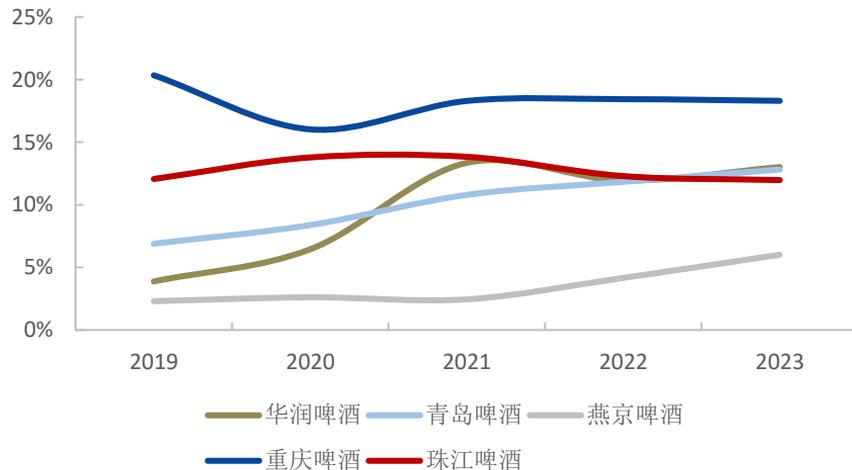
## 3.4 成本：吨成本持续下降，行业对标仍存在一定下行空间

▶ **降本增效初见成效，业内对比来看仍存较大提升空间。**公司产品结构提升，成本费用持续优化，利润端充分释放弹性，2024前三季度盈利能力创历史新高，2024Q1-Q3净利率达16.86%，同比+2.3pct。横向对比来看，珠江啤酒毛利率、净利率处于行业中上水平，2023年珠江啤酒/华润啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒毛利率分别为42.82%/41.36%/38.66%/37.63%/49.15%，净利率分别为11.97%/13.01%/12.81%/6.01%/18.30%，重庆啤酒因产品结构较优毛利率和净利率均处行业首位，而燕京啤酒结构及盈利能力均处较低水平，对标重啤，珠江啤酒毛利率和净利率具备较大提升空间。

图表：2019-2023年不同啤酒品牌毛利率情况



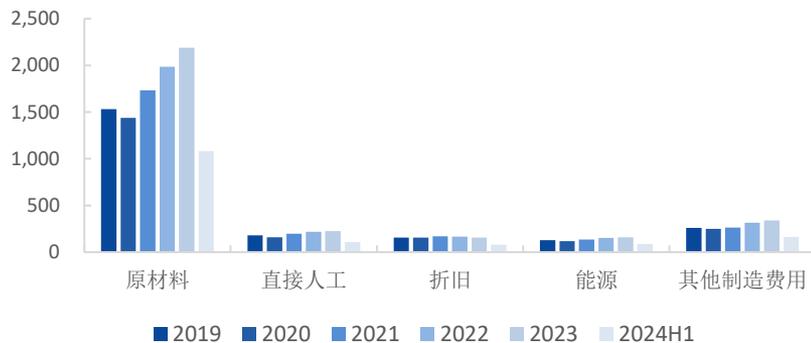
图表：2019-2023年不同啤酒品牌净利率情况



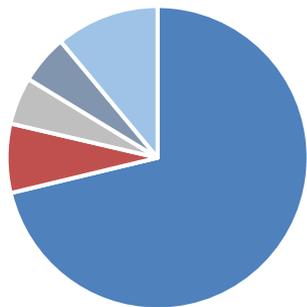
## 3.4 成本：吨成本持续下降，行业对标仍存在一定下行空间

- 原料成本持续提高，占营业成本比例近7成。珠江啤酒营业成本主要由原材料、直接人工、其他制造费用等构成，近年来原材料成本持续攀升，由2019年的15.33亿元提升至2023年的21.91亿元，原材料成本占比从67.9%提升3.3pct至71.3%。2023年原材料/直接人工/其他制造费用占营业成本比例分别为71.3%/7.4%/11.1%，原材料成本占比已近7成。
- 主要原材料中大麦、玻璃价格仍处下行趋势。啤酒生产的主要原料是大麦芽，公司主要使用进口啤酒大麦制造的麦芽，公司原材料采购成本中麦芽占比达22%，2020年起大麦进口价开始攀升，2023年1月左右达峰值，2023年8月商务部公告表示将终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税，进口大麦价格大幅下降，数据显示，2024年9月大麦价格已回落至249.71美元/吨，较2023年高点已回落39.1%，和最近的低位值即2020的218.11美元/吨相比具备14.2%的下行空间。包材成本方面，2023年公司易拉罐/玻璃瓶采购成本分别占比32%/24%，铝锭价格自2023年以来虽有波动但总体较为稳定，玻璃价格呈现下降趋势，2024年10月价格较2023年高点下降43.1%且仍处下行趋势。

图表：2019-2023年珠江啤酒成本构成

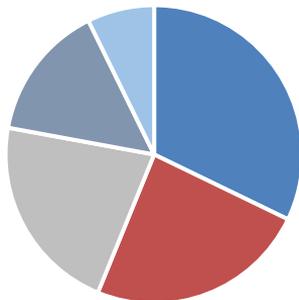


图表：2023年珠江啤酒营业成本构成



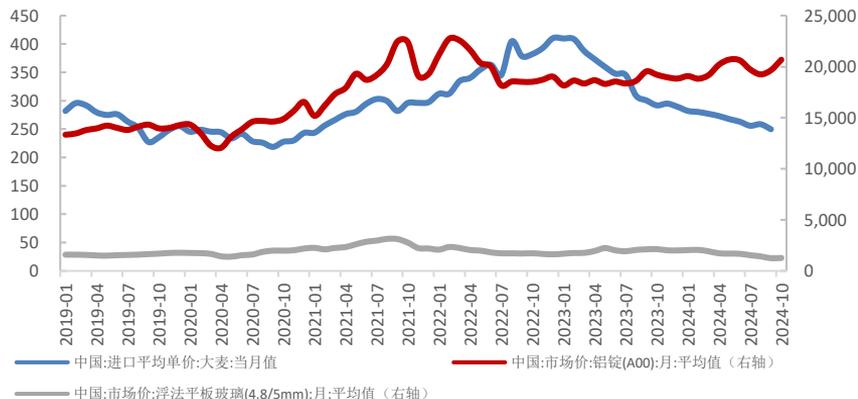
■ 原材料 ■ 直接人工 ■ 折旧 ■ 能源 ■ 其他制造费用

图表：2023年珠江啤酒原材料采购构成



■ 易拉罐 ■ 玻璃瓶 ■ 麦芽 ■ 纸箱 ■ 大米

图表：2019-2024年10月主要原材料价格变动 (美元/吨)

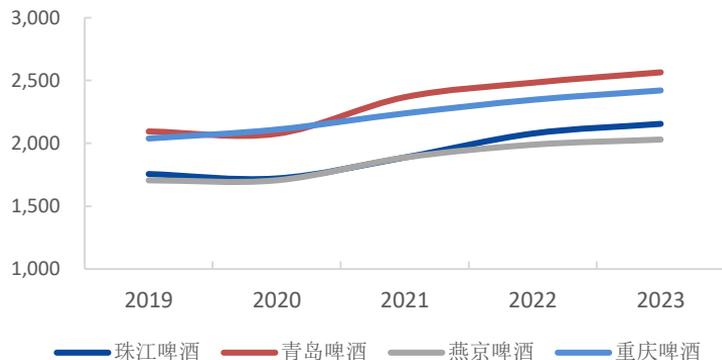


— 中国:进口平均单价:大麦:当月值 — 中国:市场价:铝锭(A00):月:平均值 (右轴)  
— 中国:市场价:浮法平板玻璃(4.8/5mm):月:平均值 (右轴)

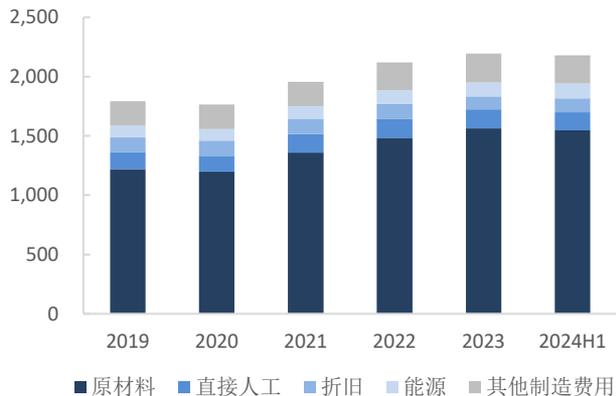
## 3.4 成本：吨成本持续下降，行业对标仍存在一定下行空间

➤ **对标燕啤，在原材料和制造费用等方面存在较大提升空间。**2023年珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒吨成本分别为2155/2563/2030/2421元/吨。今年分季度来看，上市酒企Q2、Q3吨成本降幅普遍扩大，主要系大麦、玻璃价格下行，低价原材料投入使用，2024Q1-Q3 珠江啤酒 / 青岛啤酒 / 燕京啤酒 / 重庆啤酒吨成本分别 -2.7%/-2.9%/+1.0%/+0.9%，青啤、珠啤改善幅度较大，重啤受佛山工厂投产新增折旧影响吨成本增加，珠啤2024Q3吨成本-5.5%，预计四季度吨成本有望继续下行。从中长期维度看，参考单吨成本构成，珠江啤酒吨成本中原材料/直接人工/制造费用及其他分别为1562/154/236元/吨，燕京啤酒吨成本构中原材料/直接人工/制造费用及其他分别为1327/219/304元/吨，对标燕京啤酒，珠江啤酒在人工成本上更具优势，但在原材料和制造费用及其他等方面存在进一步降本空间。

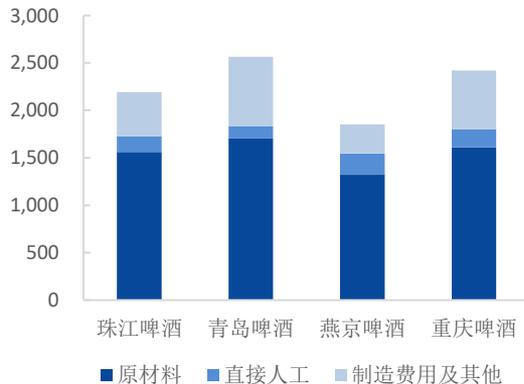
图表：2019-2023年主要啤酒品牌吨成本（元/吨）



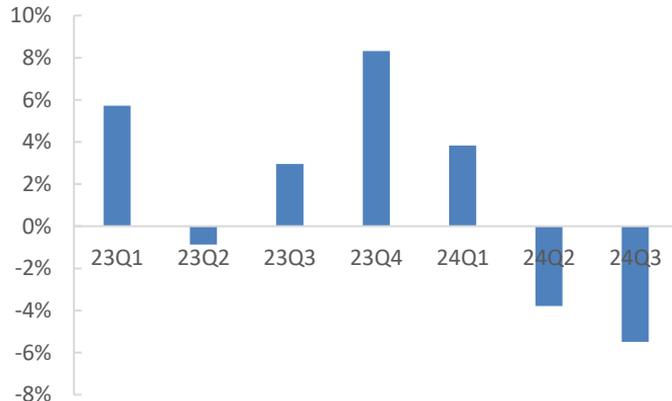
图表：2019-2023年珠江啤酒吨成本拆解



图表：2023年主要啤酒品牌吨成本拆解



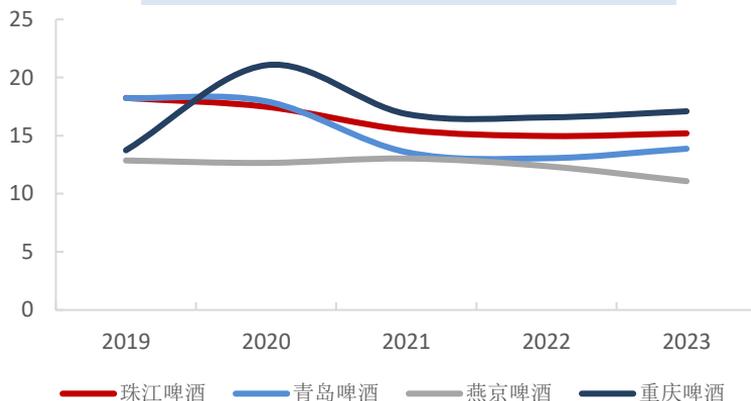
图表：2023-2024珠江啤酒分季度吨成本（%）



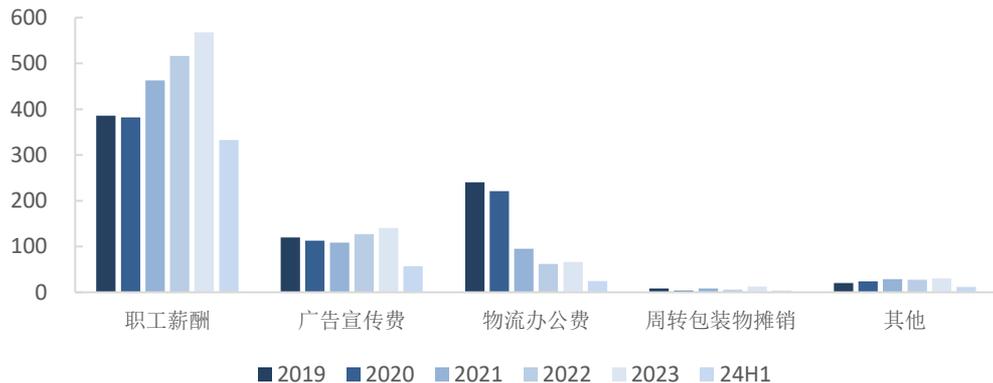
## 3.5 费用：期间费用率存在提效空间，有望贡献利润释放

销售费用率逐年下降，职工薪酬高，营销类费用占比低但费效比较高。从2021-2023年数据来看，珠江啤酒销售费用率总体下降，行业对比来看，2023年珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒销售费用率分别为15.19%/13.87%/11.08%/17.10%，珠江啤酒处于行业中上水平，具备提升空间。从销售费用构成来看，珠江啤酒职工薪酬占比最大且增幅较快、广告宣传费用占比较低且增幅较小、物流办公费显著降低但总量较小、其他费用基本稳定。2023年珠江啤酒职工薪酬费用/广告宣传费用分别占销售费用比重约为72%/13%，2024H1珠江啤酒广告宣传费用为0.57亿元，同比-5.18%。横向对比来看，2023年珠江啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒营销类费用投入为1.41/16.39/12.48/6.04亿元，营销费用占销售费用比例分别为17.21%/34.81%/49.26%/36.89%，营销类费用的费效比（收入/费用）分别为38.24/20.71/11.87/21.86，珠江啤酒销售费用中营销费用投入占比较低且显著低于行业主流啤酒品牌，但珠江啤酒营销类费用的费效比相对更高，主要系珠江啤酒市场结构更集中。

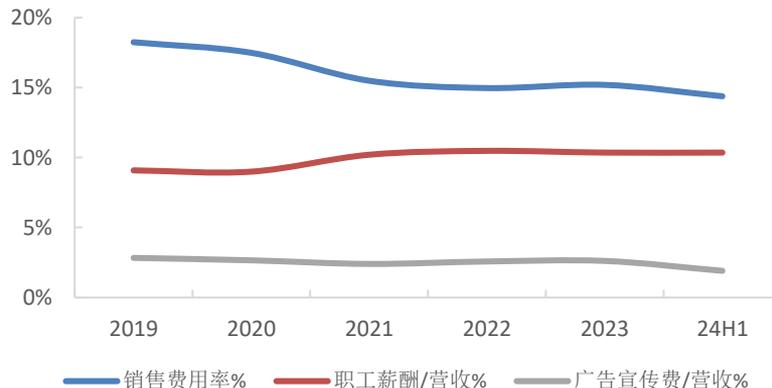
图表：2019-2023年各啤酒品牌销售费用率%



图表：2019-2023年珠江啤酒销售费用构成



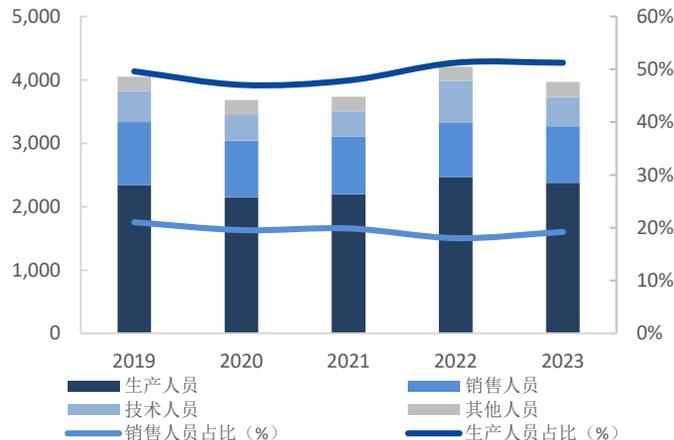
图表：珠江啤酒2019-2023年销售费用率构成



## 3.5 费用：期间费用率存在提效空间，有望贡献利润释放

2023年销售人员人均创收达603.60万/年，人均啤酒销量达1574.4吨，人效处于行业前列。2023年珠江啤酒销售人员891人，生产人员2376人，近年来珠江啤酒销售人员占比维持在20%左右，而青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒销售人员总数为9714/3022/6720人，占比31.66%/43.99%/31.39%，和同行相比销售人员数量和占比差距较大。从人均创收来看，珠江啤酒人均创收不断提升，由2019年的89.96万/年提升至2023年的115.98万/年，其中销售人员人均创收由2019年的427.35万/人提升至2023年的603.60万/年，CAGR达9.0%，同期销售人员薪资由38.82万/年提升至2023年的63.76万/年，约为年创收额的10%左右。从人员效率来看，珠江啤酒同行间对比人员效率较高，2023年珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒生产端人效分别为494.8/498/306/902吨/人，珠江啤酒生产端（生产人员+技术人员）人员效率基本稳定、处于行业中间水平，而销售端人效不断提升，由2019年的1266.8吨/人提升至2023年的1574.4吨/人，行业对比来看，2023年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒销售人员人均销量为824.3/991.9/586.7吨/年，燕京啤酒销售团队明显冗余、人效较低，而珠江啤酒销售人员人效显著高于行业其他啤酒品牌。

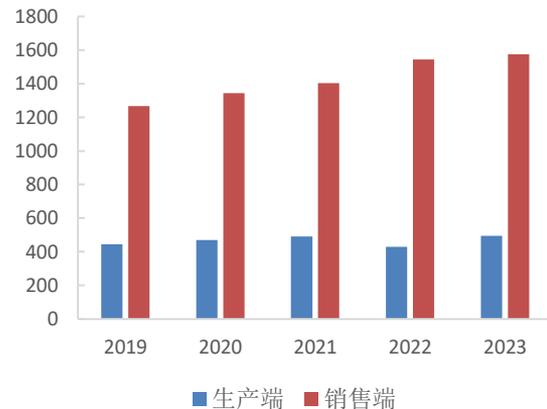
图表：2019-2023年珠江啤酒员工结构



图表：2019-2023年珠江啤酒销售人员人均创收&薪资



图表：2019-2023年珠江啤酒人员效率 (吨/人)

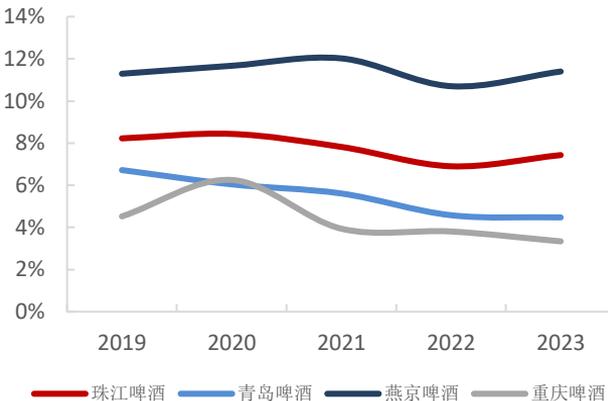


## 3.5 费用：期间费用率存在提效空间，有望贡献利润释放

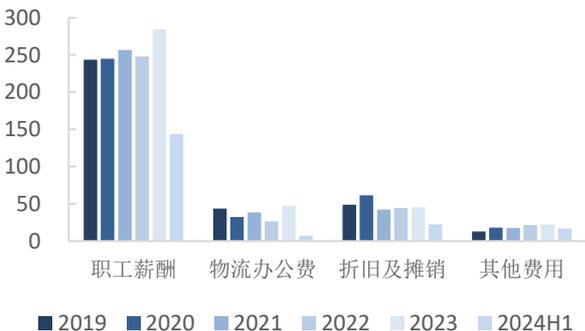
管理费率相对偏高，相较行业龙头仍有提升空间。2023年珠江啤酒管理费用4.0亿元较2022年增加0.6亿元，同比+17.53%，管理费用率约7.43%，期间费用率约22.05%，管理费用占期间费用比例约33.71%。从具体管理费用构成来看，2023年珠江啤酒管理费用中职工薪酬/折旧和摊销/物流办公室/其他费用分别为284.38/45.28/47.77/22.32百万元，职工薪酬占比管理费用比例超七成，2023年管理人员人均工资19.27万/年。2023年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒管理费用率约4.48%/11.40%/3.34%，从单吨管理费用来看，2023年珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒单吨管理费用分别为284.97/189.72/374.73/165.03元/吨，燕京啤酒管理费用率及单吨管理费用较高，管理效率较为底下，而珠江啤酒管理费用率水平相对适中，但对标青岛啤酒和重庆啤酒来看，在职工薪酬方面仍存在较大降本增效空间。

不断强化新品研发，研发费用投入处于较高水平。2023年珠江啤酒研发费用1.51亿元，同比-8.88%，研发费用率2.81%，研发费用占期间费用比例为12.75%。横向对比来看，2023年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒研发费用1.01/3.95/0.26亿元，研发费用率分别为0.30%/1.73%/0.18%，珠江啤酒研发费用处于较高水平，对标青啤和重啤存在较大改善空间。

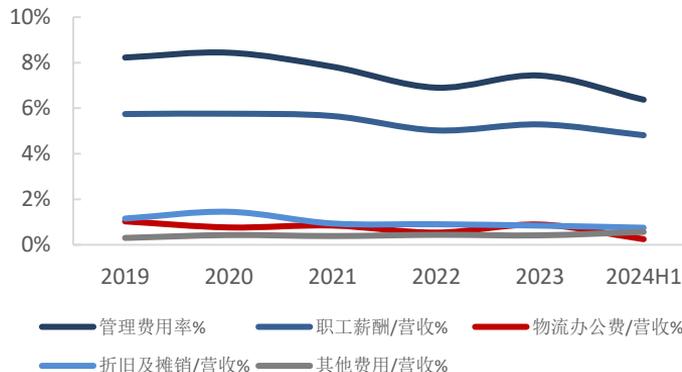
图表：2019-2023年各啤酒品牌管理费用率



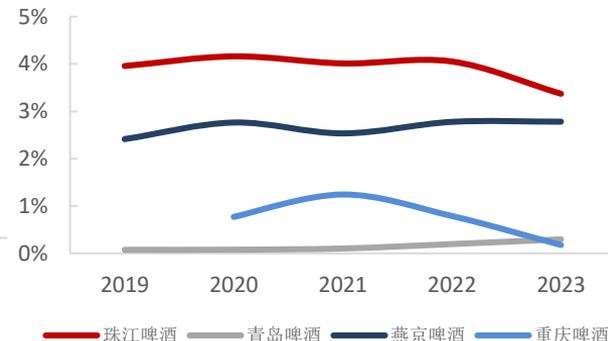
图表：2019-2023年珠江啤酒管理费用构成



图表：2019-2023年珠江啤酒管理费用率拆解



图表：2019-2023年各啤酒品牌研发费用率



# 目录 CONTENTS

01

珠江啤酒：湾区标杆，华南明珠

02

深耕广东高势市场，坐拥结构升级优土

03

明星单品为擎，促结构擢升之程

04

盈利预测

➤ **珠啤产品结构持续优化，预计高档产品2026年销量占比达68%。**今年因消费力承压以及餐饮、夜场等现饮消费场景疲软行业整体结构升级趋缓，但各家酒企依然把高端化作为战略重点，我们认为啤酒高端化逻辑只是节奏放缓并未停止，随着97纯生放量，公司的产品结构将持续上行，高档产品占比预计逐年攀升。我们预计2024-2026年公司高档产品（纯生、雪堡）销量占比分别为59%/64%/68%，收入占比啤酒销售额分别为67%/70%/73%，中档产品（零度为主）收入占比啤酒销售额分别为20%/17%/14%，低档产品（小麦啤酒等）收入占比啤酒销售额分别为6%/6%/5%。

图表：珠江啤酒收入预测及拆分

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入（百万元）</b>	4249	4538	4928	5378	5795	6252	6670
yoy	0%	7%	9%	9%	8%	8%	7%
毛利率	50%	45%	42%	43%	46%	47%	48%
<b>高档收入（6元以上，纯生为主）</b>	2118	2447	2910	3317	3872	4374	4842
yoy	12%	16%	19%	14%	17%	13%	11%
占比	50%	54%	59%	62%	67%	70%	73%
销量（万吨）	49	57	66	77	86	96	105
销量yoy	5%	17%	15%	16%	12%	12%	10%
销量占比	41%	45%	49%	55%	59%	64%	68%
<b>中档收入（4-5元，0度为主）</b>	1504	1510	1451	1399	1173	1061	960
yoy	-13%	0%	-4%	-4%	-16%	-10%	-10%
占比	37%	35%	31%	27%	20%	17%	14%
销量（万吨）	54	54	50	45	39	35	31
yoy	-14%	-1%	-8%	-10%	-13%	-10%	-10%
<b>大众化收入（3元，小麦啤酒等）</b>	387	268	308	324	354	350	319
收入yoy	16%	-31%	15%	5%	9%	-1%	-9%
占比	10%	6%	7%	6%	6%	6%	5%
销量（万吨）	16	16	17	18	19	18	16
yoy	8%	-3%	8%	3%	5%	-2%	-10%

# 盈利预测

► **投资建议:** 我们预计2024-2026年收入增速8%/8%/7%，归母净利润增速分别为33%/17%/15%，EPS分别为0.37/0.44/0.50元，对应PE分别为24x/21x/18x。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,378	5,795	6,252	6,670
(+/-%)	9.13%	7.76%	7.88%	6.68%
归母净利(百万元)	624	827	968	1,109
(+/-%)	4.22%	32.66%	16.99%	14.59%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.37	0.44	0.50
市盈率(PE)	28.21	24.27	20.75	18.10

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 风险提示

- 食品安全风险
- 宏观经济承压风险
- 结构升级不及预期风险
- 行业竞争加剧风险

## ► 行业评级

看好: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上;  
中性: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间;  
看淡: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

## ► 公司评级

买入: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上;  
增持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间;  
持有: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间;  
减持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间;  
卖出: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。