

珠江啤酒 (002461)

证券研究报告

2020年05月06日

结构升级文化探索，珠啤紧扣行业脉搏

结构升级指引行业发展方向，持续性强空间大。我国啤酒行业驱动逻辑已经从营收端向利润端转移，直接提价和关厂只是短期的催化，结构升级才是行业必由之路。目前我国啤酒行业吨酒价与国际成熟市场仍有较大差距，我们测算行业结构升级至少能持续5年以上，成为未来一段时间行业价值提升的驱动力。

华南啤酒龙头，资源加码顺应行业趋势。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，利润端增速较大，盈利拐点确认。2019年公司实现扣非后归母净利润3.61亿元，同比增长173.35%，连续三年维持高增。公司业绩高增主要受益于公司啤酒业务的持续改善，公司在产品和渠道端不断投放资源，推动产品结构升级。

- ◆ **公司产品结构健康，品牌护城河稳固。**公司中高端啤酒占比约90%，其中纯生占比约38%，较去年提升4pcts。公司作为广东本土品牌，除了在当地人心中拥有较强的消费粘性，同时在消费多元化和个性化的今天，本土品牌对外来消费者的吸引力也较全国性品牌强。随着公司对品牌的年轻化和高端化改造，使得公司能在广东竞争激烈的环境中保持30%以上的市占率。
- ◆ **强研发丰富产品矩阵，满足多元化消费需求。**公司是国内第一家生产纯生的企业，一直致力于啤酒研发的投入，立足于啤酒品质的创新，研发占营收比重高于同行水平。公司在新品创新方面硕果累累，科技成果转化率95%以上。公司近年持续推出IPA、原浆等产品，同时升级纯生，产品形象朝着更年轻、时尚、个性、高端的方向发展。此外，公司2020年2季度推出新品0度啤酒，通过新品的推出，持续推动结构升级。
- ◆ **加大即饮渠道建设，营销考核偏向产品结构。**公司流通渠道占比70%，凭借强品牌力，为竞争提供了有力保障。近年来公司加强终端渠道控制，深耕基地市场，渠道考核以高端销量为导向。另一方面公司发力即饮渠道，即饮渠道是产品结构升级的重要场景，在餐饮和夜场产品售价通常较高，能够较好的实现产品结构升级。预计未来公司销量有望维持稳定，产品结构将持续改善。

文化产业或为利润新引擎，双主业共同推动公司发展。公司于19年9月上缴土地出让金，意味着公司文化产业的开发和建设将步入新阶段。经测算，我们预计文化项目估值57亿元。文化产业作为公司第二主业，未来有望产生持续稳定的现金流，同时提升公司品牌粘性，双主业将协同发展。

投资建议：我们预计公司2020-2022年实现营业收入44.02/46.88/50.22亿元，同比+3.74%/6.49%/7.13%，实现归母净利润5.28/5.82/6.69亿元，同比+6.17%/10.13%/14.95%，EPS分别为0.24/0.26/0.30元。采取分部估值法，对应目标价8.32元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：公司新品推广不及预期，公司文化产业发展不及预期，疫情对公司销量冲击加剧。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,039.30	4,243.61	4,402.44	4,688.11	5,022.14
增长率(%)	7.33	5.06	3.74	6.49	7.13
EBITDA(百万元)	404.23	773.09	744.02	818.75	899.05
净利润(百万元)	366.43	497.48	528.16	581.65	668.58
增长率(%)	97.68	35.77	6.17	10.13	14.95
EPS(元/股)	0.17	0.22	0.24	0.26	0.30
市盈率(P/E)	44.28	32.61	30.72	27.89	24.27
市净率(P/B)	1.97	1.89	1.85	1.80	1.75
市销率(P/S)	4.02	3.82	3.69	3.46	3.23
EV/EBITDA	17.70	15.56	20.65	16.97	15.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7.33元
目标价格	8.32元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,213.33
流通A股股本(百万股)	2,213.33
A股总市值(百万元)	16,223.70
流通A股市值(百万元)	16,223.68
每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	26.96
一年内最高/最低(元)	8.23/5.40

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

吴文德 联系人
wuwende@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 结构升级指明行业发展方向，公司顺势而为，改善显著	4
1.1. 行业销量增长乏力，产能过剩和前期价格战导致盈利能力较低	4
1.2. 直接提价和关厂只是短期的催化，结构升级才是行业发展方向	5
1.2.1. 产品结构中高端化是行业的必由之路	5
1.2.2. 公司产品结构不断优化，啤酒业务拐点已现	6
1.3. 结构升级空间较大，预计未来 5 年仍将主导行业逻辑	7
2. 公司深耕华南市场，资源加码结构升级	8
2.1. 品牌是公司深耕华南的核心竞争力，也是吨价提升的基础	9
2.1.1. 华南市场竞争激烈，产量和结构升级领先	9
2.1.2. 公司深耕华南多年，本土影响力强	9
2.2. 产品推力：品牌建设不断升级，强研发丰富产品矩阵	10
2.2.1. 产品结构不断升级，公司吨酒价处于行业中高水位	10
2.2.2. 品牌建设与时俱进，顺应高端化和年轻化趋势	11
2.2.3. 强研发丰富产品矩阵，满足消费者需求多样性	12
2.3. 渠道推力：产品动销情况良好，多元化渠道建设扩大产品受众	13
2.3.1. 渠道战略向中高端倾斜，深耕基地市场，发力餐饮渠道	13
2.3.2. “罐化率-回瓶率-渠道建设”正向循环改善毛利率	14
3. 文化产业或为利润新引擎，双主业共同推动公司发展	15
3.1. 国资控股，布局文化产业近 10 年，双主业战略加速	15
3.2. 啤酒文化及商业开发协同发展，构建新的业绩增长点	16
3.2.1. 服务收入稳健增长，文化产业估值 57 亿	16
3.2.2. 定增资金和政府补助使得利息收入高增，未来将逐步下降	17
4. 投资建议：	17
4.1. 业务拆分：	17
4.2. 盈利预测与投资评级：	18
5. 风险提示：	18

图表目录

图 1：我国 2010-2019 年啤酒产量变化（单位：万千升）	4
图 2：我国房地产开发投资完成额及啤酒产量累计同比（%）	4
图 3：我国 20-34 岁人口占比不断减少	4
图 4：近年国内啤酒品牌千升酒价（单位：元/千升）	5
图 5：酒企近年毛利率	5
图 6：2016 年低中高端啤酒销量占比	5
图 7：酒企产能利用率情况	5
图 8：公司历年啤酒销量及增速（万吨）	6
图 9：公司历年营业收入及增速（万元）	6

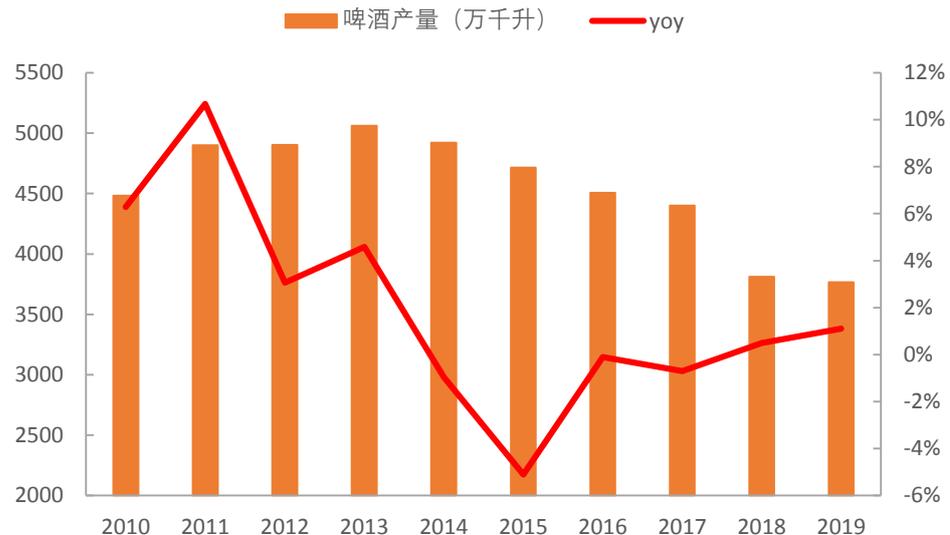
图 10: 公司吨酒价格持续提升	7
图 11: 公司历年毛利率及费用率水平	7
图 12: 公司历年扣非后归母净利润及增速 (万元)	7
图 13: 中国与世界主要国家吨酒终端价格对比 (元/千升)	8
图 14: 国内啤酒品牌历年净利率	8
图 15: 不同档次啤酒销量占比	8
图 16: 啤酒行业未来 5 年空间测算	8
图 17: 珠江啤酒投资逻辑图	9
图 18: 2018 年地区啤酒产量	9
图 19: 2018 年城镇居民人均食品烟酒消费支出	9
图 20: 中高端及纯生占比变化	11
图 21: 2018 年行业吨酒价情况 (元/千升)	11
图 22: 公司致力品牌年轻化和高端化	11
图 23: 2018 年各公司研发费用占比情况	12
图 24: 2018 年各公司研发人员数量 (人)	12
图 25: 公司近年产品线变化	12
图 26: 流通和餐饮渠道齐发力, 推动公司产品结构升级	13
图 27: 公司存货周转率及应收账款周转率情况	14
图 28: “罐化率-回瓶率-渠道建设” 正向循环	14
图 29: 珠江啤酒股权结构	15
图 30: 公司文化产业发展历程	16
图 31: 珠江啤酒琶醍文化广场	16
图 32: 纯生啤酒派对	16
图 33: 公司租赁餐饮服务收入	16
图 34: 地产业务估值	16
图 35: 珠江-琶醍啤酒文化创意艺术园区	17
表 1: 啤酒行业部分企业工厂关停数量	6
表 2: 产品结构升级是行业的必由之路	6
表 3: 公司产能梳理 (万千升)	9
表 4: 珠江啤酒产品结构 (2019 年)	10
表 5: 珠江啤酒业务拆分	18
表 6: 可比公司估值情况 (PE)	18

1. 结构升级指明行业发展方向，公司顺势而为，改善显著

1.1. 行业销量增长乏力，产能过剩和前期价格战导致盈利能力较低

啤酒行业市场容量接近饱和，量的需求已过渡到质的需求，低价竞争策略难以为继。2013年之前，我国啤酒行业处于快速增长阶段，各家啤酒企业主要以市场份额争夺为主，2001-2013年行业复合增速6.90%，其中2012年我国以年产约490亿升成为世界最大啤酒生产国。随着人口结构的变化以及消费习惯的改变，自2013年我国啤酒产量达到顶点之后，啤酒产量开始见顶回落，2013-2019年平均增速为-0.10%，2019年，我国啤酒产量为3765.3万千升，同比增长1.10%。

图 1：我国 2010-2019 年啤酒产量变化（单位：万千升）



资料来源：WIND、天风证券研究所

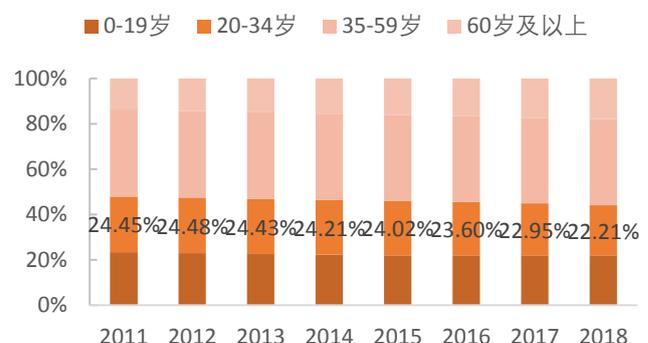
- ◆ 啤酒产量与房地产开发投资增速呈现明显的正相关关系，我们认为这种趋势是由啤酒消费量与务工工人数量高度相关导致的。随着房地产增速放缓，啤酒行业需求走弱。
- ◆ 啤酒的消费主力人群区间是 20-34 岁，中国人口因受到“计划生育”这一政策的影响，在每年进行的抽样人口普查中，该年龄段人群正在缓慢下降，从 2011 年的 24.45%，下降至 2018 年的 22.21%。主力人群数量的下降是行业需求量达天花板主要原因，同时这部分人群的可支配收入又在不断的上涨，消费升级使得行业低价竞争策略难以为继。

图 2：我国房地产开发投资完成额及啤酒产量累计同比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：我国 20-34 岁人口占比不断减少

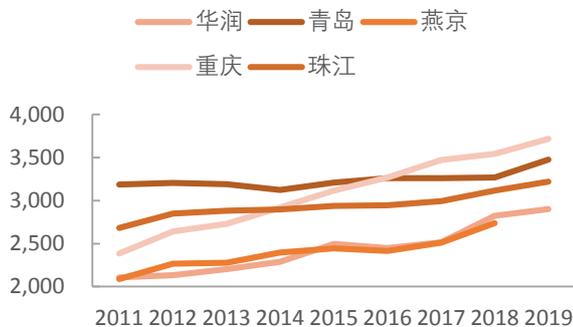


资料来源：Wind、天风证券研究所

行业产能过剩，前期“跑马圈地”使得盈利能力较低。2013年之前，我国行业快速增长，啤酒行业新增产能持续攀升，但随着行业增速放缓，行业呈现产能过剩的局面。另一方面，

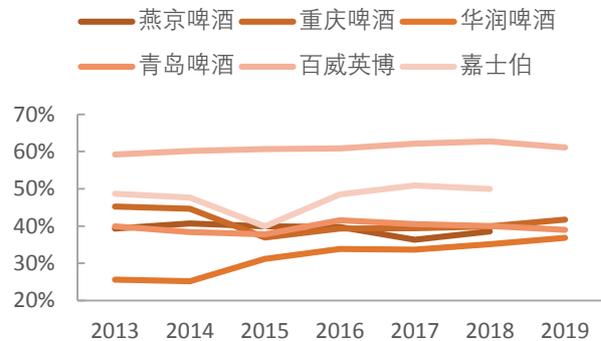
长期的价格战也使得行业盈利能力较低。国内酒企的千升酒价基本在 4000 元水位下，而国际上百威英博的千升酒价约 6700 元，远高于国内啤酒巨头。百威英博 2019 年毛利率达到 61%，而国内毛利率最高的重庆啤酒仅有 41%。在通胀不断高企的情况下，产品结构升级也是相比提价更有效对冲成本压力的方式。

图 4：近年国内啤酒品牌千升酒价（单位：元/千升）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 5：酒企近年毛利率



资料来源：Wind、Bloomberg、天风证券研究所

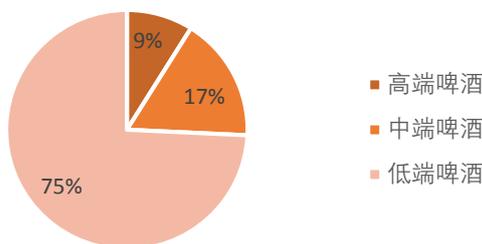
1.2. 直接提价和关厂只是短期的催化，结构升级才是行业发展方向

1.2.1. 产品结构中高端化是行业的必由之路

我们认为啤酒行业提升盈利能力有三条途径，一是直接提价，二是产能优化，三是产品结构升级。直接提价短期有效，但长期并不具备基础；产能优化可以一次性改善公司盈利能力，但不具备可持续性；而随着消费者观念的升级，通过更高品质的产品来改善产品结构，推动吨酒价的提升是行业的发展方向。

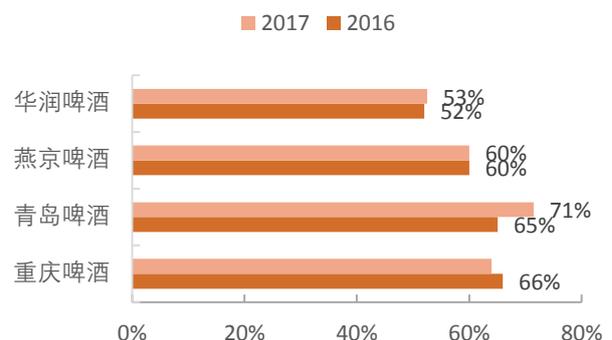
- ◆ **提价只是短期且片面的兴奋剂。**虽然啤酒行业的集中度很高，但是由于行业低端产品销量的占比仍高达 75%（2016 年），低端产品收入仍为企业的主要收入来源，产品受众对价格较为敏感，因此行业目前暂时不具备整体提价的基础。同时行业产能仍然过剩，企业需要低端产品维护市场份额。如果单一酒企提价，其他企业在满足“生存需求”基础上，可能利用现有产能扩大生产占领渠道，造成提价酒企份额损失。

图 6：2016 年中高端啤酒销量占比



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

图 7：酒企产能利用率情况



资料来源：公司年报、天风证券研究所

- ◆ **关厂有效改善盈利能力但难以持续。**2013 年之前啤酒企业的规模性收购导致了行业产能利用率低，2010-2013 年产能扩张达 1312.6 万吨，而销量仅增长 580.8 万吨，处于产能过剩的状态。2013 年之后，随着啤酒消费量的下降，各企业开始关停规模小、效率低、成本高的工厂，扩大产能转变为优化产能、提高效率。但是关厂的逻辑不可持续，由于品类的属性，啤酒企业的产能利用率不可能维持在很高水平，因此在企业关厂的前后 2-3 年可以有效改善盈利能力，在长期来看并非可持续的解决办法。

表 1: 啤酒行业部分企业工厂关停数量

	2015	2016	2017	2018
华润啤酒	0	1	7	13
青岛啤酒	0	0	0	2
燕京啤酒	0	6	0	0
重庆啤酒	4	3	0	1

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

- ◆ **中高端升级才是行业的必由之路。**随着消费观念的升级, 借助低价提升销量的策略已经无法满足酒企当前的利润诉求, 酒企竞争以“抢地盘”向“守地盘”转移, 行业主导逻辑从营收端向利润端转移。各大酒企开始布局中高端, 通过自身产品结构升级, 维持优势区域的龙头地位, 稳步提升盈利能力。1) 产品结构升级顺应消费升级趋势; 2) 非即饮渠道占比提升推动结构升级; 3) 产品结构升级缓解原材料成本压力。

表 2: 产品结构升级是行业的必由之路

驱动因素	驱动逻辑
产品结构升级顺应消费升级趋势	一方面, 我国消费者群体构成发生了变化。据波士顿咨询统计, 上层中产和富裕人群占比将从 2015 年的 17% 提升至 2020 年的 29%; 另一方面, 随着城镇化水平及居民人均可支配收入逐渐提升, 消费者的需求日益多元化, 消费观念也向“喝好酒”转变。
非即饮渠道占比提升推动结构升级	据华经产业研究院统计, 2018 年中国啤酒的即饮渠道(餐饮和娱乐等)已经不足 50%, 而这一比重在 2012 年时占 70% 以上。非即饮渠道销售需求的多样性较大, 且产品高端化消费倾向较为明显, 因此, 非即饮渠道占比的提升一定程度推进了产品结构升级。
产品结构升级缓解原材料成本压力	供给侧改革、环保趋严等因素使得包材价格上涨, 由于行业毛利率较低, 成本端持续承压。而高端产品由于具有较高的毛利率, 可以有效缓解成本压力。通过产品结构的改善, 可提高公司的毛利率水平, 进而增加公司应对成本上涨的能力。

资料来源: 波士顿咨询, 华经产业研究院, 天风证券研究所

1.2.2. 公司产品结构不断优化, 啤酒业务拐点已现

产品结构不断优化, 吨价提升拉动营收增长。2014 年之前公司啤酒销量逐年下滑, 2011-2013 年销量增速分别为 5.83%/-8.16%/-5.17%, 这一时期公司产品结构进行调整, 聚焦纯生等产品。2014 年公司产品结构调整初见成效, 当年完成销量 116.99 万吨, 同比+5.02%, 随后销量整体保持平稳态势, 2019 年公司实现啤酒销量 125.79 万吨, 同比增长 1.48%。随着公司产品结构的不断改善, 公司吨酒价不断提升, 2011-2019 年公司吨酒价从 2683 元提升至 3219 元, CAGR 为 2.30%。吨酒价的提升也推动了营收的增长, 2011-2019 年公司营收从 35.63 亿元提升至 42.44 亿元, CAGR 为 2.21%。

图 8: 公司历年啤酒销量及增速(万吨)



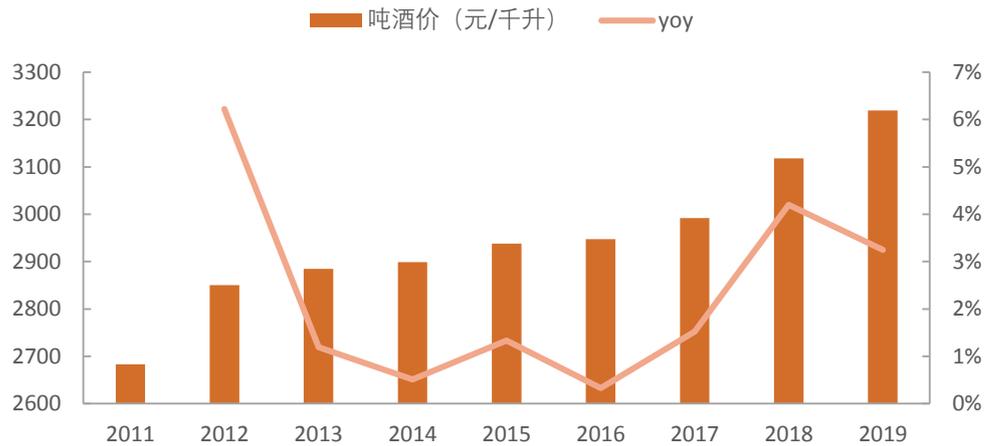
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 9: 公司历年营业收入及增速(万元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 10：公司吨酒价格持续提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

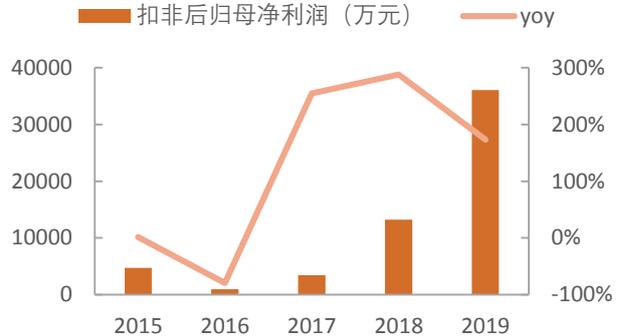
产品结构改善助力公司啤酒业务盈利改善。吨酒价的提升使得毛利率有所改善，19 年公司毛利率为 46.84%，较 18 年提升 6.29pcts。费用率方面，公司 2019 年费用率为 24.19%，同比增长 1.44%，其中销售费用率同比增长 0.83%，管理费用率同比下降 0.33%。近年来公司财务费用改善明显，归母净利润高增，2017-2019 年分别为 1.85/3.66/4.97 亿元，同比 +62.75%/97.68%/35.77%。公司财务费用改善明显主因利息收入高增，考虑扣非后的归母净利润，公司 2015-2019 年实现扣非归母净利润 0.47/0.10/0.34/1.32/3.61 亿元，同比 1.24%/-79.69%/254.92%/288.04%/173.35%，业绩拐点确认。

图 11：公司历年毛利率及费用率水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：公司历年扣非后归母净利润及增速（万元）

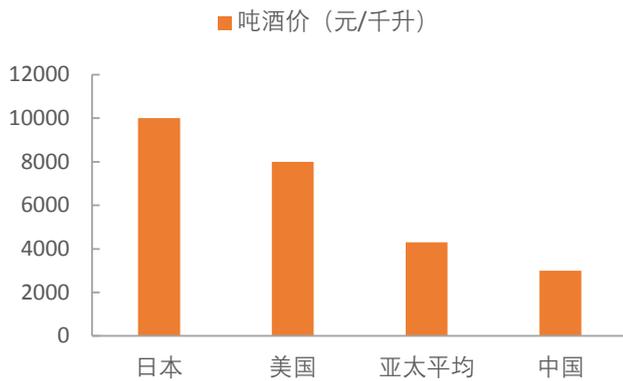


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. 结构升级空间较大，预计未来 5 年仍将主导行业逻辑

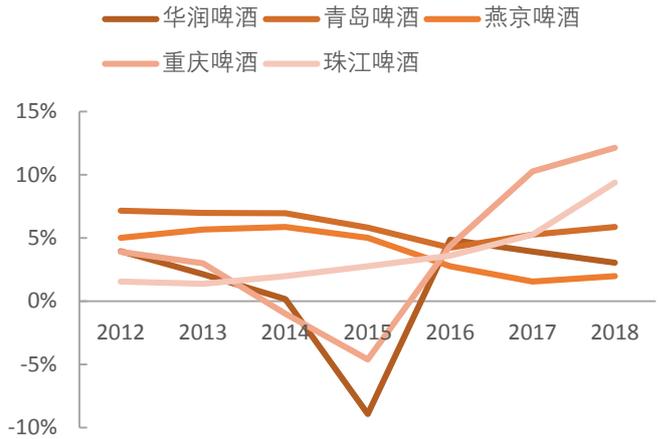
我国啤酒吨酒价提升和净利率改善空间大。2018 年我国啤酒上市公司吨酒价格区间在 2736 元-3544 元之间，对比世界主要发达国家和地区，日本啤酒吨酒价格高达 10000 元/千升，美国吨酒价格达到 8000 元/千升，亚太地区的平均价格为 4300 元/千升。我国啤酒吨酒价格明显偏低，吨酒价格提升空间较大。同时我国啤酒企业净利率较低，2018 年行业净利率仅 5.11%，对比百威亚太的 14.19%，以及重啤的 12.15%（嘉士伯旗下），仍有较大的提升空间。

图 13：中国与世界主要国家吨酒终端价格对比（元/千升）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

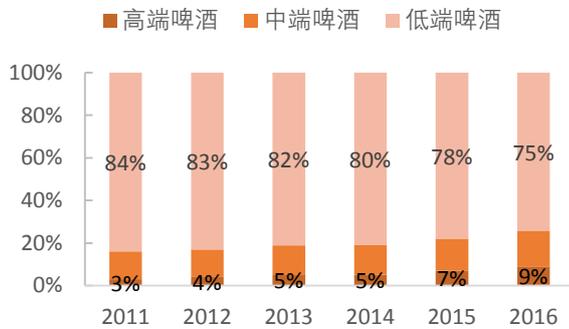
图 14：国内啤酒品牌历年净利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

行业盈利能力改善具备较强的可持续性，预计未来五年结构升级将是行业的主导逻辑。行业结构升级的动力一方面来自消费升级，另一方面则来自行业本身的基础较低。目前行业低端产品仍占据 75%左右的销量，产品结构优化空间大，同时我国啤酒企业的营运效率存在较大的改善空间，产能优化、效率改善都将推动净利率提升。我们假设未来 5 年啤酒产量维持稳定，行业营收靠结构升级推动，吨酒价 5 年 CAGR 为 5%；利润端通过产能优化、效率改善和结构升级，5 年 CAGR 在 15%-20%之间；目前吨酒价 3500 元/千升，净利率 6%，则 5 年之后，吨酒价提升至 4467 元/千升，净利率在 9.5%-11.7%之间，距成熟国家仍有一定差距。我们认为结构升级能够持续推动行业价值增长，且空间大持续性强，而珠江啤酒在此期间也将通过资源加码结构升级，实现业绩的不断提升。

图 15：不同档次啤酒销量占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 16：啤酒行业未来 5 年空间测算

	当前	5年CAGR	5年后	净利率
吨酒价 (元/吨)	3500	5%	4466.99	
营收端	100	5%	127.63	
净利润1	6	15%	12.07	9.46%
净利润2	6	20%	14.93	11.70%

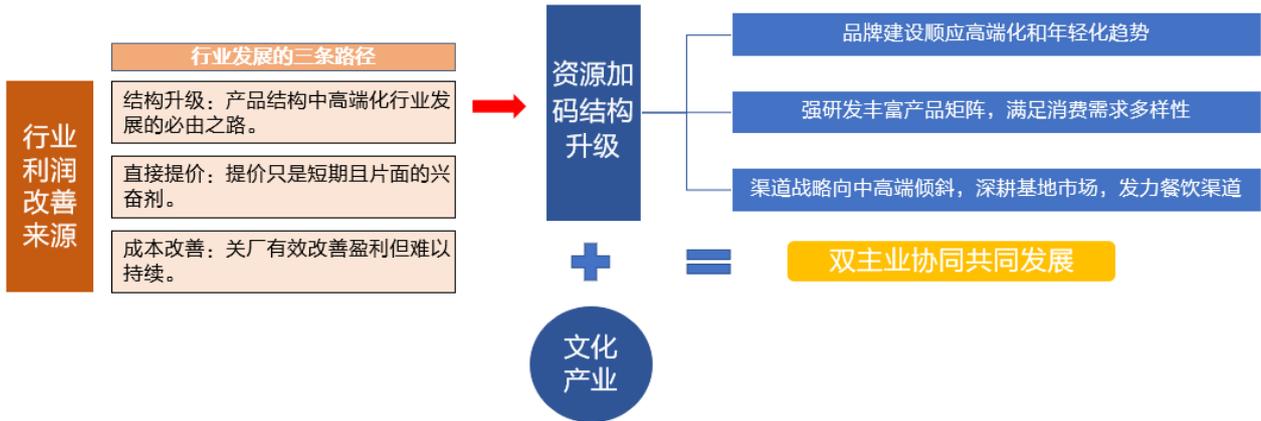
注：营收和净利润分别取100和6为基数，对应6%的净利率

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 公司深耕华南市场，资源加码结构升级

珠江啤酒是华南区域市场龙头，在该区域具备较强的品牌力和用户群体。目前啤酒行业处于存量竞争阶段，获取增量的难度较大，结构升级成为行业的必由之路。近年来公司通过对基地市场的深耕，以及产品矩阵的丰富，很好的服务存量市场，业绩改善明显。我们预计在未来 5 年维度中，公司将加大对品牌、产品结构和渠道资源的投入，不断优化产品结构，提升公司业绩。

图 17：珠江啤酒投资逻辑图



资料来源：Wind，公告财报，天风证券研究所

2.1. 品牌是公司深耕华南的核心竞争力，也是吨价提升的基础

2.1.1. 华南市场竞争激烈，产量和结构升级领先

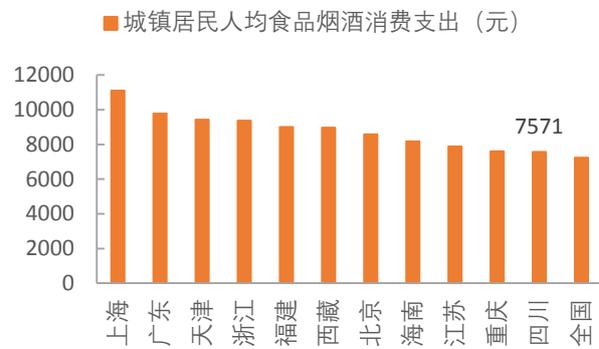
广东市场经济发达，市场容量大，竞争激烈。2018 年广东省啤酒产量为 387.29 万千升，仅次于山东省位居全国第二，占全国啤酒总产量的 10.2%。此外，广东是人口净流入省份，常住人口数量连续多年持续增长。近年来，广东经济发展较快，2018 年广东人均地区生产总值为 86412 元，位列第七；消费水平靠前，2018 年广东城镇居民人均食品烟酒消费支出为 9780.2 元，位列第二。民众的消费水平不断升级，对啤酒的产品质量要求越来越高，促使啤酒行业进行产品结构升级。在这一背景下，啤酒巨头纷纷进入广东市场，目前包括青岛啤酒、华润啤酒、百威啤酒在内的啤酒巨头均在广东有所布局，市场竞争激烈。

图 18：2018 年地区啤酒产量



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 19：2018 年城镇居民人均食品烟酒消费支出



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1.2. 公司深耕华南多年，本土影响力强

公司深耕华南市场，产能布局完善。随着行业进入存量竞争市场，公司持续深耕华南区域，19 年营收占比 94.96%，预计未来这一占比将保持。公司在华南区域产能布局完备，产能主要集中于广东省内，省外产能布局在河北、广西和湖南。公司啤酒酿造产能为 220 万千升，其中广东省内产能为 170 万千升，广州南沙厂区产能高达 130 万千升。由于啤酒销售存在一定的半径限制，具有区域型消费的特征。公司在基地市场产能布局完善，为深耕市场做好铺垫。

表 3：公司产能梳理 (万千升)

	厂区	酿造产能	灌装产能
省内	广州	130	85
	湛江	20	25
	梅州	20	10
	东莞	30 (未投产)	30

	新丰		5
	阳江		5
	汕头		10
	海丰		10
	从化		10
	中山		10
	河北	10	10
省外	广西	20	25
	湖南	20	10

资料来源：公司公告，天风证券研究所（东莞 30 万吨酿造产能在建，尚未投产）

公司优势市场份额稳中有升，近年来市场深耕成效显著。珠江啤酒发源于广东，在广东市场的客户黏性较大，借助有利形势，集中资源开拓优势市场，实现核心区域稳中有进。2018 年珠江啤酒广东市场占有率达 31.60%。其中，珠三角区域市场占有率 36.70%，提升 2.9 个百分点；佛山、东莞市场占有率分别为 53.50%、43.90%，分别提升 3.8 和 3.6 个百分点。未来随着公司资源的不断加码，公司份额有望持续提升。

品牌价值大幅提高，本土品牌优势明显。公司凭借出色的品牌建设，在华南地区具有较高的品牌知名度和市场占有率，消费者忠诚度较高，是广东唯一的本土啤酒品牌，发展势头迅猛。据益普索调研数据显示，珠江啤酒母品牌和珠江纯生在消费者心智中品牌知名度在核心区域名列第一；无提示第一提及知名度连续三年显著提升。珠江啤酒作为广东本土品牌，除了在当地人心中拥有较强的消费粘性，同时在消费多元化和个性化的今天，本土品牌对外来消费者的吸引力也较全国性品牌强。

2.2. 产品推力：品牌建设不断升级，强研发丰富产品矩阵

2.2.1. 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，2019 年公司中高端啤酒占比约 90%，较 18 年提升 2pcts，高端以白啤、原浆和纯生为主，其中纯生占比约 38%；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 10%。

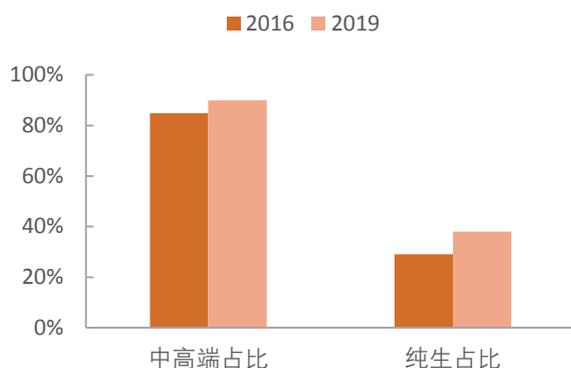
表 4：珠江啤酒产品结构（2019 年）

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	90%	
其中：纯生	8-10 元	纯生啤酒	38%	
低端	5 元以下	小麦啤酒、老珠江啤酒	10%	

资料来源：京东商城，天风证券研究所

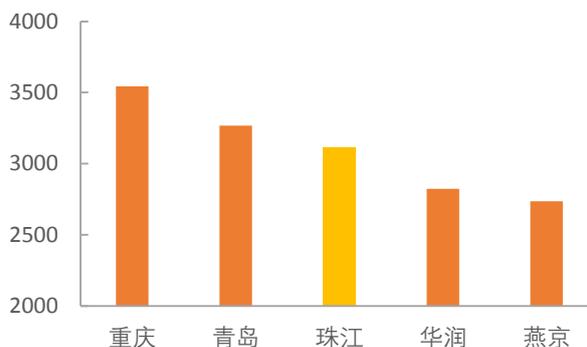
产品结构不断优化，吨酒价格持续提升。公司在 2012 年左右强力推进产品结构升级，不断优化产品线，逐渐加强珠江纯生、珠江 0 度、珠江啤酒三大品类的品牌管理和推广，产品结构持续优化，中高端产品占比由 2016 年 85%提升至 2019 年 90%，其中纯生占比由 29%提升至 38%，产品结构改善显著。公司通过改善产品结构，不断提升吨酒价。公司吨酒价从 2016 年 2947 元/吨上升到 2019 年的 3219 元/吨，上升幅度达 9.22%，吨价处于行业中等水位。

图 20：中高端及纯生占比变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 21：2018 年行业吨酒价情况（元/千升）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2.2. 品牌建设与时俱进，顺应高端化和年轻化趋势

持续推进品牌建设，开展音乐营销、体育营销、美食营销。啤酒营销应该以年轻消费群体为抓手，通过场景营销等方式，提升品牌的活力。场景营销方面，一方面公司大力开展音乐营销，多次举办“珠江纯生啤酒派对”，传播“是时候放松一下”的品牌主张，吸引充满活力的年轻一代。另一方面，强化体育营销战略，聘请国篮明星易建联担任珠江 0 度形象大使，传播“活力、冰爽、痛快”的品牌主张。此外，公司利用地方品牌优势，通过加强与优质餐饮的深度合作，打造“啤酒+美食”助力提升消费者幸福感。企业文化方面，公司母品牌在“打开真感受”品牌内核的基础上演绎和提炼出“敢想敢创造”的新主张，以更年轻的态度诠释了“新、快、纯、真”的企业文化内涵，并坚持了以子品牌支撑母品牌，以母品牌带动子品牌的品牌战略，为整个珠江啤酒的品牌注入了年轻时尚元素。

图 22：公司致力品牌年轻化和高端化

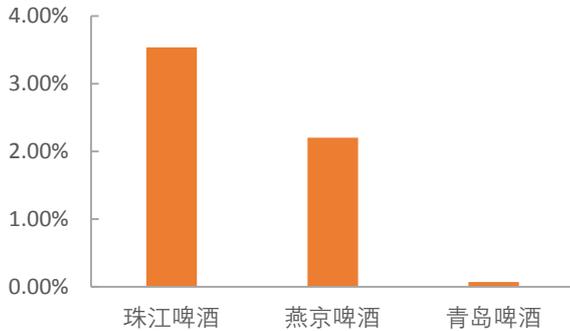


资料来源：公司年报、天风证券研究所

2.2.3. 强研发丰富产品矩阵，满足消费者需求多样性

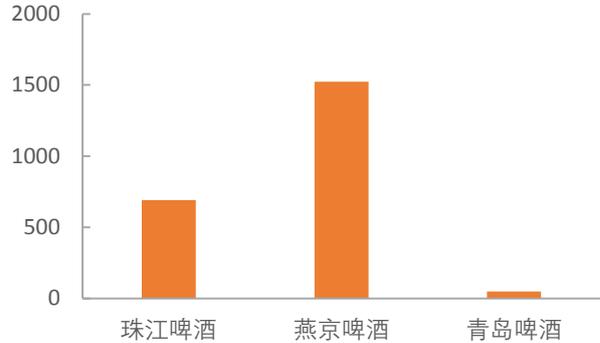
公司研发投入占比高，注重产品创新，致力优化产品结构。啤酒行业消费者需求愈发多元化，公司凭借其敏锐的市场触觉，不断进行改良创新，自主研发出一系列针对年轻受众的特色啤酒。公司 2019 年研发投入 16793.20 万元，占营收 3.96%，位居行业前列。公司注重研发投入，形成了“3+N”产品组合，以珠江纯生为利润增长点，以珠江 0 度为规模拓展点，以雪堡、精酿、原浆等高端特色差异化产品为效益突破点，产品盈利能力持续提升。

图 23：2018 年各公司研发费用占比情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 24：2018 年各公司研发人员数量（人）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

推新能力持续加强，成果转化不断提升。公司是国内第一家生产纯生的企业，一直致力于啤酒研发的投入，立足于啤酒品质的创新。公司在新品创新方面硕果累累，科技成果转化率达 95% 以上，实现雪堡黄啤、美式 IPA、瓶装原浆大生产，开发德式小麦啤酒、冬季姜汁啤酒等新品。2019 年 6 月，公司致敬经典，打造了全新珠江纯生 1997 黑金系列，在包装，技术，口感等多个方面均有明显升级，产品形象朝着更年轻、时尚、个性、高端的方向发展。2020 年 4 月，公司推出全新珠江 0 度 PRO，通过新品的推出，持续推动结构升级。

图 25：公司近年产品线变化



资料来源：京东商城、天风证券研究所（仅挑选部分有代表性的产品）

未来公司可加强精酿和鲜啤等高附加产品的研发。近年来精酿啤酒以其独特口味受到消费者的青睐，而中国精酿市场具有基数小、增速快的特点，未来具备较大成长潜力。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（年增长率 40%）。精酿市场具有广阔的发展空间。而鲜啤则符合食品行业短保趋势，近年来原浆等产品的热销，均符合该趋势，鲜啤能够提供更好的口感，但同时也对配送等服务要求更高。

- ◆ **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，包括广西珠江精酿啤酒项目、东莞珠江精酿啤酒项目、

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。

- ◆ **公司市场集中，便于开展鲜啤服务。**公司主要产能集中在广东地区，销售区域集中为鲜啤的销售提供了天然的优势。由于对保质期有更高的要求，鲜啤的运输半径受到了限制，公司可充分运用产能布局优势，发展基地市场鲜啤配送服务，不仅局限在线下餐饮，更可开通线上配送服务。此外广东地区炎热潮湿的气候也为鲜啤提供了良好的销售环境，未来公司可加大鲜啤类高附加值产品的研发和推广。

2.3. 渠道推力：产品动销情况良好，多元化渠道建设扩大产品受众

2.3.1. 渠道战略向中高端倾斜，深耕基地市场，发力餐饮渠道

近年来公司销售资源倾向产品结构升级，一方面公司渠道考核以高端销量为导向，另一方面，因历史因素公司餐饮和流通渠道占比 3:7，近年来公司发力餐饮渠道，持续深耕基地市场，预计未来公司销量有望维持稳定，产品结构将持续改善。

- ◆ **流通渠道占比 70%，为竞争提供有力保障。**我们推测公司流通渠道占比较行业平均高（50%），与餐饮渠道竞争激烈有关。一方面，广东地区外来品牌多，通常以餐饮为切入点，使得餐饮市场竞争激烈；另一方面，或与经销商不愿意参与餐饮竞争有关。我们认为公司高流通占比为企业竞争提供了有力保障，公司在基地市场并未实现高市占率，但这 30%的市占率是由流通端提供，凭借在当地的品牌影响力和用户忠诚度，30%的份额具备较强的可持续性。
- ◆ **深度分销，精耕细作优势市场，销售以高端产品为导向。**公司在广东市场较早实现深度分销，近年来也持续推进销售模式转型，通过增强终端的掌控能力，实现市场深耕。销售策略上，公司销售人员考核产品组合，以纯生销售为导向，不断提升产品结构。在这一销售策略下，公司销量有望实现稳步增长，产品结构持续改善。
- ◆ **加大即饮渠道布局，深入线上运营探索。**公司近年来加大即饮渠道布局，即饮渠道是产品结构升级的重要场景，在餐饮和夜场产品售价通常较高，能够较好的实现产品结构升级。公司在餐饮渠道采取“厂家主导”模式，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，夜场渠道由客户主导向厂家主导转变，实施夜场品牌推广活动，开展明星秀和明星巡演 160 场，在夜场渠道推广金色纤体罐等，实现夜场销量同比增长 16%。此外，公司近年来注重线上渠道建设，包括电商平台、社区团购等，实现品牌线上全渠道布局。未来渠道的多元化发展也将不断地延伸公司的受众群体，同时也符合新零售的趋势。

图 26：流通和餐饮渠道齐发力，推动公司产品结构升级

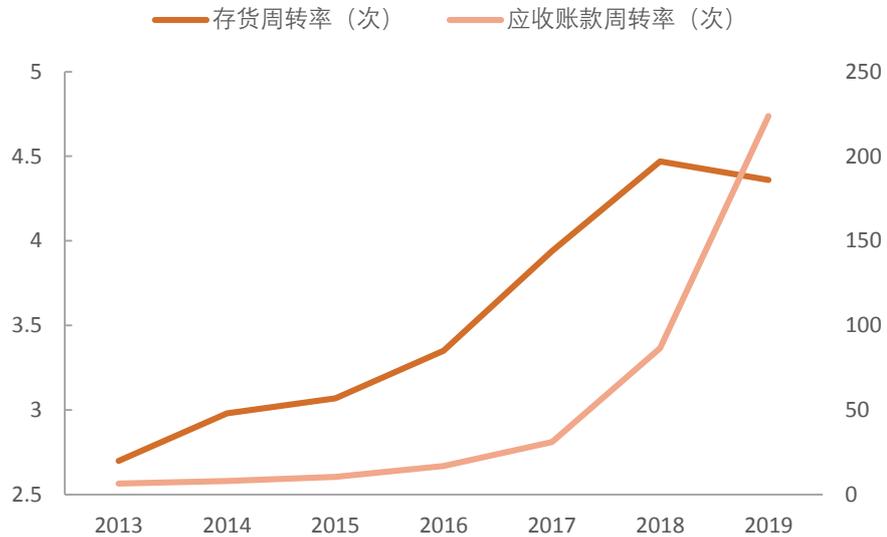


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

公司话语权提升，营运效率改善明显。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 2019 年的 4.36，应收账款周转率从 2013 年 6.53 上升至 2019 年的 223.81。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 27：公司存货周转率及应收账款周转率情况



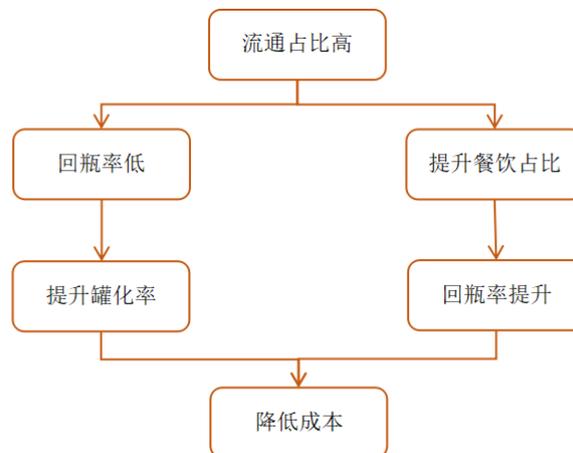
资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3.2. “罐化率-回瓶率-渠道建设”正向循环改善毛利率

我们认为公司高流通占比、高罐化率、低餐饮占比的组合，构成了一个较优的毛利率改善循环。一方面公司流通渠道占比 70%，同时公司罐化率行业领先，为 30%，未来或将呈现逐步上升趋势。另一方面，公司推动餐饮渠道占比提升，有利于回瓶率的提升。

- 公司流通端占比高，使得回瓶困难，通过提升罐化率能够解决回瓶难的问题。一般来说玻璃瓶的成本低于拉罐，因为玻璃瓶能够反复使用，而拉罐是一次性使用。但流通渠道回收费用较高，回收过程较为零散，运输成本相对较高，破损率较高会影响再利用率，提升罐化率可以有效提升成本综合利用率。
- 扩张即饮渠道，能够提升回瓶率，也有助于成本的下降。即时性的消费场景，啤酒瓶的单位批量较大，回收较为统一方便，其耗时、成本较低、再利用率较高。公司未来将逐步发力即饮市场，一方面有利于高端化升级，另一方面又有利于提升回瓶率，进而降低成本。

图 28：“罐化率-回瓶率-渠道建设”正向循环



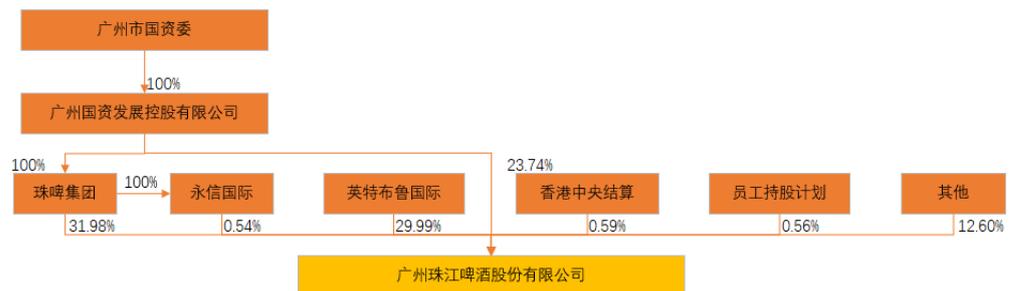
资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 文化产业或为利润新引擎，双主业共同推动公司发展

3.1. 国资控股，布局文化产业近 10 年，双主业战略加速

广州国资委控股，百威英博参股。在国家加快推进国企转型升级，深化混合所有制改革的政策背景下，公司于 2017 年完成 43.12 亿元定向增发工作，顺利实现国企“二次混改”。公司向广州国发、英特布鲁国际（隶属于百威英博）等定向发行股份。发行后，公司实际控制人为广州市国资委，合计持股 56.26%，第二大股东英特布鲁国际持股 29.99%。**国资控股也为公司文化产业的发展奠定基础。**此外，公司 2020 年 1 月 15 日聘任黄文胜为公司总经理。黄总曾任广州哈里斯通信有限公司市场副总裁、副总经理、总经理，广哈通信董事长，具有丰富的市场销售管理经验，未来或进一步推动公司的营销机制等改革，提升经营效率。

图 29：珠江啤酒股权结构



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司布局文化产业近 10 年，双主业战略加速。公司 2010 年成立了控股子公司广州琶醍投资管理有限公司，发展与啤酒主业相关的文化艺术，商业，旅游等第三产业。2011 年公司完成对广州总部厂区临江地块的景观改造项目，建成了珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区。2013 年总部搬迁，公司对原总部厂区进行进一步改造，拓展餐饮和啤酒增长潜力。为了加快文化产业布局，公司 17 年进行定增，部分资金用于文化项目建设，并且于 2019 年 9 月上缴土地出让金，意味着公司文化产业的开发和建设将步入新阶段。

- 现有文化产业：**联动珠江-英博国际啤酒博物馆和珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区，展示企业形象，传播企业文化。博物馆举办节日主题、科普教育等活动近 40 场，接待参观人数约 3 万人次；强化博物馆教育功能，博物馆深化与旅行社、学校的合作，增加中学生职业体验课、研学旅行等教育型课程，获评广州市科普教育基地年度优秀科普基地。珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区被认定为国家 AAA 级旅游景区，被市民评选为海珠区十大旅游新名片，成为推广鲜啤和白啤等中高档啤酒的重要场所、传播珠江啤酒品牌的重要平台。
- 未来的规划：**珠江琶醍啤酒文化创意艺术区在《广州市海珠区全域旅游发展规划(2019—2020 年)》重点项目之列，将围绕啤酒文化为核心，打造集总部经济、商务办公、休闲娱乐、旅游观光展览于一体的价值创新园区，在时尚、运动、音乐、餐饮等领域开发与啤酒有关的新业态，成为城市时尚综合体和广州时尚品味新引擎。区域内原珠江啤酒厂的汽机、锅炉厂房将被改造为产业孵化器，孵化器东侧将建一栋 30 层高的珠江啤酒总部大楼，以及 21 层高的酒店及办公大楼，填补琶醍区域酒店业的空白，进一步满足琶洲区域商务往来的住宿需求。

图 30：公司文化产业发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：珠江啤酒琶醍文化广场



资料来源：深圳视窗，天风证券研究所

图 32：纯生啤酒派对



资料来源：金羊网，天风证券研究所

3.2. 啤酒文化及商业开发协同发展，构建新的业绩增长点

3.2.1. 服务收入稳健增长，文化产业估值 57 亿

公司租赁餐饮服务收入稳健增长，2019 年公司租赁餐饮服务收入 7132.05 万元，同比增长 12.83%；占营业收入比例为 1.68%，逐年提升；毛利率 56.14%，高于啤酒销售业务毛利率 45.45%。公司在原有文化产业的基础上进行商业开发，以啤酒及文化集聚人气，进而提升商业地产价值，推进公司总部创意文化园区的投资建设。根据公司公告，琶醍文化广场现面积为 27168 平方米，19 年上缴土地出让金地块面积 69127 平方米。据琶醍投资管理有限公司董事长罗志军披露，整体规划建筑面积 21 万平方米，其中 15 万平米用于出租，6 万平米用于公寓出售。我们通过现金流折现和可比估值两种方式对此项目进行估值，测算得出地产估值 56.74 亿元。

图 33：公司租赁餐饮服务收入



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 34：地产业务估值

	可比估值法	现金流折现法	
整体规划 (平米)	210,000.00	租金 (每平方米)	10,000.00
公寓卖出 (平米)	60,000.00	可租面积 (平方米)	150,000.00
售价 (万/平米)	5.00	营收 (亿元)	15.00
公寓收入 (亿)	30.00	预计利润 (亿元)	2.50
公寓净利润 (亿元)	4.50	2025年现值	92.88
出租面积 (平米)	150,000.00	2021年初现值	81.18
临近地块 (万/平米)	2.00	地产业务价值	105.08
地产项目价值 (亿)	42.00	地产业务净现值	71.48
地产估值 (亿)	56.74		

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

文化产业提高资金使用效率，商业开发不影响啤酒业务发展。我们在 1.2 中分析到近几年利息收入贡献了大部分利润，但大量的资金用于理财一定程度上降低了资金的使用效率。

19年9月土地受让后，公司琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目有望步入新阶段，公司的资金使用效率将得到提升。此外，对比一般商业地产开发，我们认为公司对该地块的投资开发并不会影响啤酒主业的正常运转，理由如下：

- ◆ **土地成本：**该地块需补交的土地出让金为 18.10 亿元，按照周边相同土地 2 万/平米计算，土地价值 42 亿元，低于同一地段的土地成本，具备成本优势。
- ◆ **资金来源：**该项目建设期预计为 3.5 年，项目建设总投资经估算为 181,405 万元，其中拟使用非公开募集资金投资 140,000 万元，资金较为充足。与传统商业开发使用杠杆资金不同，公司上缴的土地出让金和建设资金均为自有资金和募集资金，同时项目的开工建设也提升了资金的使用效率。
- ◆ **地理位置：**该地块位于广州市海珠区琶洲岛的西北部，北邻珠江，西面为在建广州报业文化中心，东面为规划电商总部经济区，地理位置优越。目前琶醍文化广场已经成为广州网红打卡地，自带流量，也将为商业项目的成功提供一定支撑。

图 35：珠江-琶醍啤酒文化创意艺术园区



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2.2. 定增资金和政府补助使得利息收入高增，未来将逐步下降

公司 2019 年财务费用收益为 2.17 亿元，其中利息费用 0.28 亿元、利息收入 2.47 亿元，19 年 9 月公司使用自有资金上缴土地出让金 18.1 亿元，利息收入有所减少。利息收入较高主要因公司使用定增资金与政府补助购买保本理财，贡献稳定收益。

- ◆ **未使用的定增资金：**2017 年 3 月，公司非公开发行股票，共募集资金 43.12 亿元，扣除发行费用后，公司实际募集资金净额为 42.96 亿元。截止 2019 年末，尚未使用募集资金总额 36.52 亿元。2019 年以闲置募集资金进行现金管理获得利息收入（扣除手续费后）净额 3.67 亿元。预计随着文化项目的推进，该部分资金产生的利息收入将减少。
- ◆ **政府补助：**公司利润的另一大来源是政府补助。2013 年 11 月起，公司因总部搬迁，陆续收到政府补贴 22.98 亿元。根据《企业会计准则》的相关规定，补偿款按照资产预计使用期限（25 年），平均分摊转入营业外收入。

4. 投资建议：

4.1. 业务拆分：

我们假设：

1. 2020 年因新冠疫情影响，公司收入端表现承压，未来公司销量也将维持稳定；
2. 公司产品结构持续优化，高端纯生占比持续提升；
3. 公司文化产业 2025 年产生收入，预测期中因为资金的投入，利息收入逐渐减少；

4. 原材料大麦和包材成本变动保持平稳，公司毛利率逐年提升；
5. 公司期间费用中管理费用和销售费用逐年改善。

表 5：珠江啤酒业务拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（万元）	403,929.81	424,360.72	440,244.48	468,810.74	502,214.42
yoy	7.33%	5.06%	3.74%	6.49%	7.13%
-啤酒销售	386,474.05	404,912.09	418,092.99	443,316.83	473,370.51
yoy	6.75%	4.77%	3.26%	6.03%	6.78%
-酵母饲料销售	2,585.49	2,726.98	3,054.22	3,512.35	4,039.20
yoy	14.37%	5.47%	12.00%	15.00%	15.00%
-包装材料	177.62	333.82	393.91	472.69	529.41
yoy	-53.61%	87.94%	18.00%	20.00%	12.00%
-租赁餐饮服务	6,321.13	7,132.05	8,059.21	9,268.09	10,565.63
yoy	16.58%	12.83%	13.00%	15.00%	14.00%
毛利率	40.55%	46.84%	47.68%	48.27%	49.09%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 盈利预测与投资评级：

公司资源加码结构升级，研发投入助力公司新品储备。公司具备较强的产品研发能力，为进一步释放高端产能，公司在 19 年 6 月份推出新款纯生，同时于 2020 年二季度推出新品零度啤酒。公司通过加强研发储备新品，为产品结构改善蓄能。另一方面，公司营销政策倾向中高端化，同时发力餐饮渠道，以期不断改善产品结构。文化产业方面，公司 19 年 9 月上缴土地出让金约 18 亿元，正式获得公司自留地块的土地商业开发权限，预计公司在原有琶醍广场的基础上，将丰富原有业态，进而拉开公司文化产业新篇章。通过啤酒和文化产业双主业协同发展，公司业绩有望持续增长。

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 44.02/46.88/50.22 亿元，同比+3.74%/6.49%/7.13%，实现归母净利润 5.28/5.82/6.69 亿元，同比+6.17%/10.13%/14.95%，EPS 分别为 0.24/0.26/0.30 元。我们采取分部估值方法，啤酒主业经调整 EPS 分别为 0.16/0.19/0.24 元，采用可比公司估值法，给予公司 2020 年 35 倍估值；文化产业估值参考 3.2.1，估值为 57 亿元，整体估值为 184.11 亿元，对应目标价 8.32 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 6：可比公司估值情况（PE）

	2019	2020E	2021E	2022E
青岛啤酒	37.20	33.98	28.41	24.17
重庆啤酒	38.28	47.59	39.52	34.92
平均值	37.74	40.79	33.97	29.55

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所（选取 2020 年 4 月 28 日股价计算 PE）

5. 风险提示：

公司新品推广不及预期：推新是公司产品结构升级的主要途径，新品推广不及预期会放缓结构升级步伐。

公司文化产业发展不及预期：公司文化产业是公司利润来源的另一大源泉，文化产业投入不及预期将影响该部分估值。

疫情对公司销量冲击加剧：虽然公司未来发展主要靠产品结构升级，但销量的大幅下滑会影响公司业绩表现。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,197.78	3,800.89	3,521.96	3,750.49	4,017.72
应收票据及应收账款	19.15	24.37	140.57	59.02	63.01
预付账款	25.40	11.95	20.18	17.08	22.01
存货	500.61	535.00	550.11	563.32	620.67
其他	4,171.40	1,547.29	3,882.31	3,223.56	2,892.13
流动资产合计	7,914.34	5,919.49	8,115.13	7,613.47	7,615.54
长期股权投资	0.00	0.00	(6.00)	(4.00)	(1.00)
固定资产	3,256.53	3,101.61	3,435.20	3,368.39	3,292.86
在建工程	104.99	143.40	295.39	437.89	580.39
无形资产	523.54	2,366.35	2,340.21	2,323.77	2,311.95
其他	393.66	489.88	421.72	435.78	446.79
非流动资产合计	4,278.71	6,101.24	6,486.53	6,561.84	6,631.00
资产总计	12,193.05	12,020.73	14,601.66	14,175.31	14,246.54
短期借款	960.01	500.00	2,554.77	1,790.19	1,986.83
应付票据及应付账款	682.33	586.62	693.00	730.63	722.49
其他	1,105.84	1,168.54	835.94	1,374.14	971.17
流动负债合计	2,748.19	2,255.16	4,083.71	3,894.96	3,680.48
长期借款	0.00	0.00	481.80	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,179.18	1,134.62	1,170.82	1,161.54	1,155.66
非流动负债合计	1,179.18	1,134.62	1,652.62	1,161.54	1,155.66
负债合计	3,927.37	3,389.78	5,736.33	5,056.50	4,836.14
少数股东权益	46.00	54.44	77.55	98.37	122.53
股本	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33
资本公积	4,436.28	4,503.78	4,503.78	4,503.78	4,503.78
留存收益	6,006.35	6,363.19	6,574.45	6,807.11	7,074.54
其他	(4,436.28)	(4,503.78)	(4,503.78)	(4,503.78)	(4,503.78)
股东权益合计	8,265.69	8,630.95	8,865.33	9,118.81	9,410.40
负债和股东权益总	12,193.05	12,020.73	14,601.66	14,175.31	14,246.54

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	379.18	511.89	528.16	581.65	668.58
折旧摊销	265.70	273.89	313.23	324.90	336.79
财务费用	(224.33)	(157.64)	(189.33)	(162.39)	(200.35)
投资损失	0.00	(0.67)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,710.59	2,548.53	(2,590.35)	1,281.52	(165.37)
其它	(1,701.13)	(2,417.98)	23.28	21.53	24.46
经营活动现金流	430.00	758.02	(1,915.01)	2,047.20	664.11
资本支出	137.42	2,044.52	736.49	393.42	397.82
长期投资	0.00	0.00	(6.00)	2.00	3.00
其他	1,704.09	(1,475.49)	(1,503.41)	(781.12)	(793.53)
投资活动现金流	1,841.52	569.03	(772.93)	(385.70)	(392.71)
债权融资	960.01	500.00	3,036.57	1,790.19	1,986.83
股权融资	261.95	284.74	189.33	162.39	200.35
其他	(673.19)	(1,508.69)	(816.89)	(3,385.56)	(2,191.34)
筹资活动现金流	548.77	(723.95)	2,409.00	(1,432.98)	(4.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,820.29	603.11	(278.93)	228.53	267.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,039.30	4,243.61	4,402.44	4,688.11	5,022.14
营业成本	2,401.30	2,256.05	2,303.32	2,425.33	2,556.79
营业税金及附加	390.23	400.32	409.43	433.65	463.04
营业费用	703.56	774.30	770.43	843.86	909.01
管理费用	386.02	349.07	356.60	377.39	404.28
研发费用	73.95	120.45	110.06	112.51	130.58
财务费用	(244.71)	(217.24)	(189.33)	(162.39)	(200.35)
资产减值损失	19.43	(34.78)	22.00	2.22	(3.52)
公允价值变动收益	0.00	0.12	0.17	0.70	0.30
投资净收益	0.00	0.67	0.00	0.00	0.00
其他	(152.37)	9.00	(0.34)	(1.40)	(0.60)
营业利润	461.89	585.64	620.11	656.24	762.61
营业外收入	4.83	5.60	50.00	55.00	55.00
营业外支出	1.93	3.51	1.91	2.45	2.62
利润总额	464.78	587.73	668.20	708.79	814.98
所得税	85.60	75.84	116.94	106.32	122.25
净利润	379.18	511.89	551.27	602.47	692.74
少数股东损益	12.75	14.40	23.11	20.83	24.16
归属于母公司净利润	366.43	497.48	528.16	581.65	668.58
每股收益(元)	0.17	0.22	0.24	0.26	0.30

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.33%	5.06%	3.74%	6.49%	7.13%
营业利润	87.80%	26.79%	5.89%	5.83%	16.21%
归属于母公司净利润	97.68%	35.77%	6.17%	10.13%	14.95%
获利能力					
毛利率	40.55%	46.84%	47.68%	48.27%	49.09%
净利率	9.07%	11.72%	12.00%	12.41%	13.31%
ROE	4.46%	5.80%	6.01%	6.45%	7.20%
ROIC	2.36%	5.69%	7.40%	5.29%	7.14%
偿债能力					
资产负债率	32.21%	28.20%	39.29%	35.67%	33.95%
净负债率	-27.07%	-38.24%	-5.48%	-21.50%	-21.58%
流动比率	2.88	2.62	1.99	1.95	2.07
速动比率	2.70	2.39	1.85	1.81	1.90
营运能力					
应收账款周转率	71.89	195.03	53.38	46.98	82.30
存货周转率	7.52	8.20	8.11	8.42	8.48
总资产周转率	0.34	0.35	0.33	0.33	0.35
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.22	0.24	0.26	0.30
每股经营现金流	0.19	0.34	-0.87	0.92	0.30
每股净资产	3.71	3.87	3.97	4.08	4.20
估值比率					
市盈率	44.28	32.61	30.72	27.89	24.27
市净率	1.97	1.89	1.85	1.80	1.75
EV/EBITDA	17.70	15.56	20.65	16.97	15.39
EV/EBIT	51.55	24.09	35.67	28.13	24.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com