

华南流通小龙头，顺势而为加速结构优化

——珠江啤酒（002461）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年12月25日

报告关键要素：

珠江啤酒作为华南地区传统啤酒龙头，背靠广州国资委，引入百威英博，立足啤酒酿造与销售主业，啤酒文化产业协同发展。在啤酒行业进入存量竞争，结构升级的大背景下，公司顺势而为，积极推动产品高端化+罐化升级。我们认为，公司增长动力主要源于以下三点：①产品结构升级，97黑金纯生及新款0度替代、罐化率提升、精酿化布局；②即饮渠道扩张；③文化地产产业贡献利润增长。

投资要点：

- **啤酒高端化大势所趋，产品结构升级提升盈利能力：**啤酒行业已经进入存量竞争时代，产量进入持续调整期，转由均价提升支撑市场规模增长，产品结构高端化成为行业破局的必由之路。2019年CR5已超过70%，中小酒企逐步出清，龙头基本达成提价与利润导向共识，行业发展呈现出“量稳、价升、利增”的特点。从啤酒行业竞争格局上来看，经过长期的产能扩张与横向并购，第一梯队已经成型，全国啤酒势力范围基本分割完毕，前4大厂商均把持若干百万千升级别省份市场，份额竞争暂缓，珠江啤酒有望获得宝贵的发展窗口。
- **高端化+罐化率提升驱动毛利率提高，未来加码餐饮渠道。**未来珠江啤酒主要受益以下几条增长逻辑：①**产品结构优化：**公司在中高端产品方面布局深厚，2017年后呈现出的量价齐升趋势印证高端升级大逻辑，2019年毛利率快速提升至行业首位。具体来看，公司借由97纯生+新款0度两大抓手继续向高端产品发力，97纯生销量预计今年快速增长，新款0度市场反馈同样良好。②**罐化率稳步提升，**对标海外，我国啤酒行业罐化率仍有提升空间，公司罐化率领先于行业平均水平，未来约有5-10pct的提升空间。据我们测算，仅公司产品结构升级与罐化率提升两项，至2025年可拉升啤酒业务毛利率7pct。③**即饮渠道扩张：**公司深耕华南基地市场，品牌力、渠道力强，助力公司产品顺利向上迭代。公司19年即饮：非即饮比例约为3:7，未来计划加大高端啤酒的重要战场-即饮渠道的投放力度，考核也逐步重视，加码高端啤酒推广。

基础数据

行业	食品饮料
公司网址	
大股东/持股	广州珠江啤酒集团有限公司/31.98%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,213.33
流通A股(百万股)	2,213.33
收盘价(元)	10.66
总市值(亿元)	235.94
流通A股市值(亿元)	235.94

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年12月25日

相关研究

分析师：	陈雯
执业证书编号：	S0270519060001
号：	
电话：	18665372087
邮箱：	chenwen@wlzq.com.cn
研究助理：	王鹏
电话：	15919158497
邮箱：	wangpeng1@wlzq.com.cn

	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	42.44	43.32	46.49	49.55
增长比率(%)	5.1	2.1	7.3	6.6
净利润(亿元)	4.97	5.76	6.21	7.12
增长比率(%)	35.8	15.8	7.7	14.8
每股收益(元)	0.22	0.26	0.28	0.32
市盈率(倍)	47.4	40.9	38.0	33.1

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所注：净利润为归母净利润

- **第二主业提升品牌力&贡献利润，双主业协同发展可期。**公司对珠江-琶醍啤酒文化创意园区进行改造升级，一方面可提高公司品牌形象，一方面有望贡献新的业绩增长点，是公司主要亮点之一，已开发酒吧街占地1.5万平方米，2019租赁餐饮服务创收7132万元。21万平建筑面积地产项目正在建设中，其中6万平规划为公寓以供出售，15万平则规划为集酒店、购物、餐饮等业态为一体的商业综合地产，我们估算公司文化地产业务估值约62亿元。“双主业”助力产品收入构成进一步优化，高毛利率租赁餐饮业务营收增速加快。
- **投资建议：**我们预计公司2020-2022年归母净利润同增15.8%/7.7%/14.8%至5.76/6.21/7.12亿元，对应EPS为0.26/0.28/0.32元，12月25日股价对应PE分别为41/38/33倍。我们采用分部估值法，2021年目标市值为285亿元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**1. 经济增速不及预期风险；2. 产品结构升级与渠道拓展进展不及预期风险；3. 局部地区再次出现疫情风险；4. 文化产业推进不及预期风险；5. 食品安全风险。

目录

1、华南地区啤酒龙头，品牌形象深入人心	5
2、高端化是行业必由之路，产品结构优化迎盈利拐点	6
2.1 复盘：需求难以消化过剩产能，量增红利不在行业增长缓慢	6
2.2 量稳：消费人群规模缩小趋势明显，人均消费量仍有提升空间	11
2.3 价升：消费升级+消费场景丰富助力我国吨酒价格提升	13
2.4 利增：提价+高端化+罐化率提升满足利润诉求，关厂控费增厚利润	14
3、产品升级+渠道改革双轮驱动，“双主业”助力公司发展	18
3.1 紧握行业发展命脉，高端化+罐化率提升驱动毛利率提高	18
3.2 深耕华南市场，加码餐饮渠道	22
3.3 琶醍文创区助推啤酒文化产业，“双主业”战略上修公司业绩	24
4、财务：近年扣非归母净利高速增长，收益质量较高	25
5、盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测及核心假设	27
5.2 估值分析	28
6、投资建议及风险因素	30
6.1 投资建议	30
6.2 风险因素	30
图表 1：公司股权结构	5
图表 2：公司“三条主线，两个 IP，一种情怀”品牌传播战略	6
图表 3：我国啤酒行业发展阶段划分	6
图表 4：亚洲部分国家啤酒行业发展阶段	7
图表 5：我国规模以上啤酒市场规模与增长率	7
图表 6：我国规模以上啤酒产量与同比增速	7
图表 7：2013-2019 年我国啤酒行业利润总额与同比增速	8
图表 8：国内啤酒行业主要并购整合事件	8
图表 9：国内啤酒主要品牌势力范围	9
图表 10：中国与其他国家啤酒行业 CR5 比较	10
图表 11：国内啤酒行业竞争格局(按消费量计)	10
图表 12：啤酒行业量&价&利的主要影响因素拆分框架	10
图表 13：我国 20-49 岁年龄层人口比例逐渐减少	11
图表 14：我国 21-30 岁农民工规模逐渐下降	11
图表 15：国内主要酒类消费量占比	11
图表 16：全国七大区女性中喝啤酒的比例	12
图表 17：不同年龄段女性过去 1 年中喝过啤酒的比例	12
图表 18：亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP	12
图表 19：世界范围内吨酒价格对比（元/吨）	13
图表 20：啤酒主要厂商吨酒价格（元/吨）	13
图表 21：2019 年我国与其他国家自饮销量占比对比	13
图表 22：连锁夜场门店数量及啤酒销售额变化	13
图表 23：啤酒生产成本构成	14
图表 24：啤酒原料成本构成	14
图表 25：啤酒主要品牌提价行为复盘	14
图表 26：易拉罐价格变化	15

图表 27: 玻璃价格水平指数变化	15
图表 28: 瓦楞纸箱价格走势	15
图表 29: 进口大麦平均单价变化	15
图表 30: 我国高端啤酒与中低端啤酒消费量及对应增速	16
图表 31: 我国高端啤酒与中低端啤酒规模及对应增速	16
图表 32: 2018 年中国与其他国家高端以上啤酒占比比较	16
图表 33: 2018 年我国高端以上啤酒市场份额	16
图表 34: 国内啤酒主要品牌中高端产品矩阵	17
图表 35: 2004-2018 年我国罐化率逐年上升	17
图表 36: 对比成熟市场, 我国罐化率仍有明显提升空间	17
图表 37: 国内啤酒主要厂商产能利用率	18
图表 38: 公司产品结构	18
图表 39: 公司“一体两翼”的产品战略	19
图表 40: 公司纯生产品销量及同比增速	19
图表 41: 公司纯生产品销量占比	19
图表 42: 公司精酿啤酒产品	20
图表 43: 公司精酿项目体验门店	20
图表 44: 公司啤酒业务增速量价拆分	20
图表 45: 国内主要啤酒公司啤酒业务毛利率水平对比	20
图表 46: 2019 年国内啤酒主要品牌中高端销量占比	21
图表 47: 产品结构升级+罐化率提升毛利空间测算	21
图表 48: 公司产能分布情况	22
图表 49: 公司以珠三角为基地拓展销售区域	23
图表 50: 公司分地区营收占比	23
图表 51: 餐饮渠道中高端啤酒增长更快	23
图表 52: 低端啤酒不同渠道销售趋稳	23
图表 53: 公司应收账款规模与应收账款周转率	24
图表 54: 公司存货规模与存货周转率	24
图表 55: 琶醍啤酒文化创意艺术区地理位置优越	24
图表 56: 琶醍啤酒文化创意艺术区夜景	24
图表 57: 公司分业务营收占比	25
图表 58: 公司餐饮租赁业务毛利率水平变化	25
图表 59: 公司营收及同比增速	26
图表 60: 公司扣非归母净利及同比增速	26
图表 61: 国内主要啤酒厂商研发费用率变化	26
图表 62: 公司利息收入与净利润比较	27
图表 63: 公司 ROE 与净利率变化	27
图表 64: 国内主要啤酒企业杜邦分析	27
图表 65: 收入预测业务拆分 (百万元)	28
图表 66: 珠江啤酒近三年 PE-TTM 及估值中枢	29
图表 67: 公司地产业务价值测算	29
图表 68: 可比公司估值表	29

1、华南地区啤酒龙头，品牌形象深入人心

珠江啤酒立足啤酒酿造主业，协同啤酒文化产业，“双主业”齐头并进。公司前身为1983年建立的广州市珠江啤酒厂，2010年登陆深圳证券交易所。近四十载深耕华南市场，“珠江牌”啤酒形象已经深入人心，口感风味契合广东人口味，跻身全国三大啤酒品牌行列，在业界享有“南有珠江”的美誉。

背靠广州国资委，引百威英博东风再出发，20Q3获基金加配。公司实际控制人是广州市人民政府国有资产监督管理委员会，目前实际持股比例达55.37%，2017年公司通过非公开发行股份方式进行混合所有制改造，向广州国发、英特布鲁国际、广证鲲鹏1号与广证鲲鹏2号（珠江啤酒第一期员工持股计划）定向发行股份，2020年三季报披露了新进的阿布扎比投资局，其他股东中加入了若干家证券投资基金。混改后百威英博旗下英特布鲁国际持股比例上升至29.99%，实现更深层次利益绑定，未来公司有望借力百威英博先进的管理经验与丰富市场渠道，加快产品结构升级与销售渠道开拓。

图表 1：公司股权结构



资料来源：Wind，万联证券研究所

品牌形象深入人心，多角度跨界营销定位年轻客户。“珠江牌”在华南地区知名度高，用户粘性较强，已经连续多年入选BrandZ“中国最具价值品牌100强”，品牌价值达27.3亿美元。公司聚焦着20-35岁年轻目标客户群体制定品牌传播战略，主推“啤酒+音乐、体育、美食”三种年轻人喜爱的跨界宣传方式，塑造公司“高端化、年轻化”的品牌形象，深挖年轻用户的消费能力。

- **体育方面**，啤酒与体育的结合在业界内由来已久，属于经典场景互动。公司选择在广东地区人气高涨的篮球运动员易建联作为产品代言人，推动珠江0度与篮球元素结合，连续多年赞助广东男子篮球联赛。此外，品牌还亮相2017-2018沃尔

沃环球帆船赛，在2018年世界杯期间通过可视化、智能化、互动化的传播方式实现品牌曝光1841万次。

- **音乐方面**，公司引进萧敬腾作为纯生产品代言人，推动雪堡与爵士音乐结合，赞助广州爵士音乐节，举办爵士音乐会20场，“生非凡”电音派对，持续开展珠江纯生啤酒派对与明星秀活动。
- **美食方面**，公司成功举办2019广州亚洲美食节暨“醉享花城”——广州亚洲啤酒文化节活动，精酿项目门店中设置有餐饮区域，让消费者在享受美食的同时搭配精酿啤酒，塑造公司产品形象。

图表2：公司“三条主线，两个IP，一种情怀”品牌传播战略



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2、高端化是行业必由之路，产品结构优化迎盈利拐点

2.1 复盘：需求难以消化过剩产能，量增红利不在行业增长缓慢

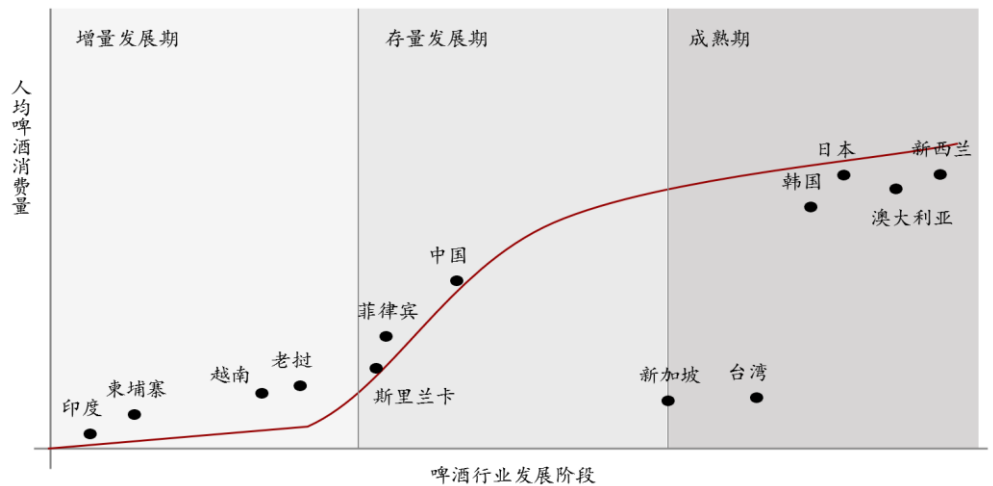
中国啤酒行业已经进入存量发展期，“量增”到“质升”换轨明显。纵观改革开放后中国啤酒行业发展历史，我们可以将啤酒行业发展划分成四个阶段：扩张初期（1980-1995年）、快速整合（1996-2005年）、持续拉锯（2006-2016年）与结构升级（2017-至今），分别对应行业生命周期的初生期，幼稚期、增量发展期与存量发展期。目前，我国啤酒行业正处于“量增”到“质升”的转型阶段，与印度、越南等亚洲发展中国家相比，中国啤酒行业已经越过高速发展阶段，与日韩等亚洲发达国家相比，中国啤酒行业则尚未进入成熟期。

图表3：我国啤酒行业发展阶段划分

	扩张初期	快速整合	持续拉锯	结构升级
时间	1980-1995年	1996-2005年	2006-2016年	2017-至今
供给端	小产量地方啤酒厂快速增加，竞争格局高度分散	啤酒厂快速整合，头部集中开始	加速扩产圈地，产能见顶，头部酒企调整产能	清理落后产能，优化产品结构，利润率提升
需求端	啤酒需求旺盛，供不应求	啤酒供需缺口逐渐被填补，市场规模增速趋稳	啤酒消费逐渐下降，供过于求	消费者“喝好酒”需求提速，消费升级明显
标志事件	燕京成为第一大厂	青啤成为第一，雪花快速成长	金威、重啤被收购	啤酒产品中高端化加速

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

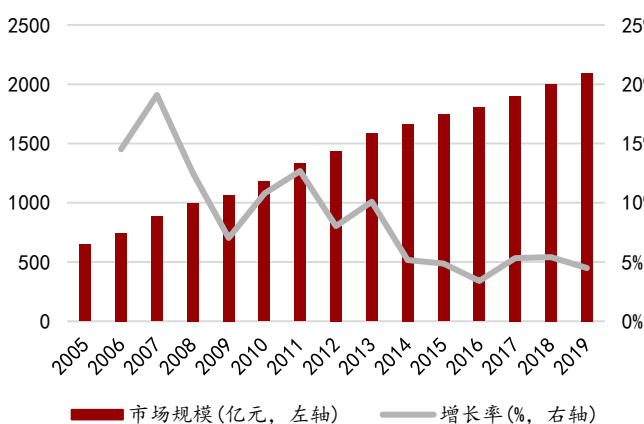
图表4：亚洲部分国家啤酒行业发展阶段



资料来源：公司公告，万联证券研究所

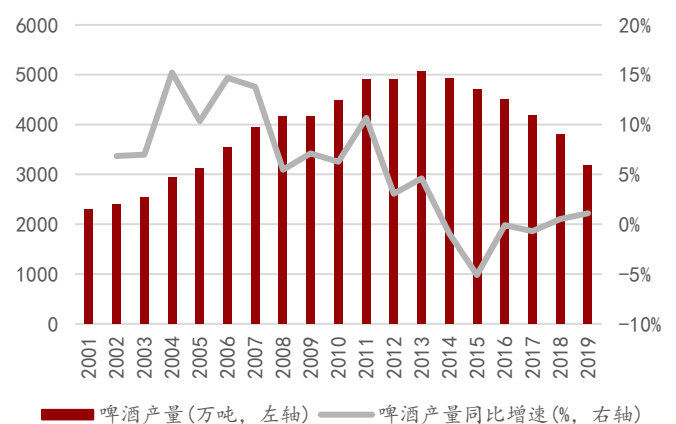
啤酒量增承压，行业增长驱动力已经转向价格提升。目前我国啤酒行业竞争充分，外延式扩张基本进入尾声，行业总体呈现低速增长态势。啤酒市场规模方面，2006年-2016年期间头部玩家加速扩充产能，跑马圈地抢占份额。长期来看，主力消费人群规模持续缩减，叠加中央八项规定、整治酒驾以及露天大排档等利空政策，直接打击了啤酒消费啤酒需求，致使难以消化前期大规模落地的产能，市场规模增速下滑，从2007年19.09%的高位降低至2016年3.40%的低点。2017年后市场规模增速企稳回升，基本维持在5%左右。2013年国内啤酒产量达到最高点5061.54万吨后持续下滑，2019年国内啤酒产量为3187.20万吨，国内啤酒需求进入持续调整期。价增成为我国啤酒行业增长的主要驱动力，相对应的是利润增速迎来拐点，2019年行业利润总额同比+10%，增速较2016年提高19.83pct。

图表5：我国规模以上啤酒市场规模与增长率



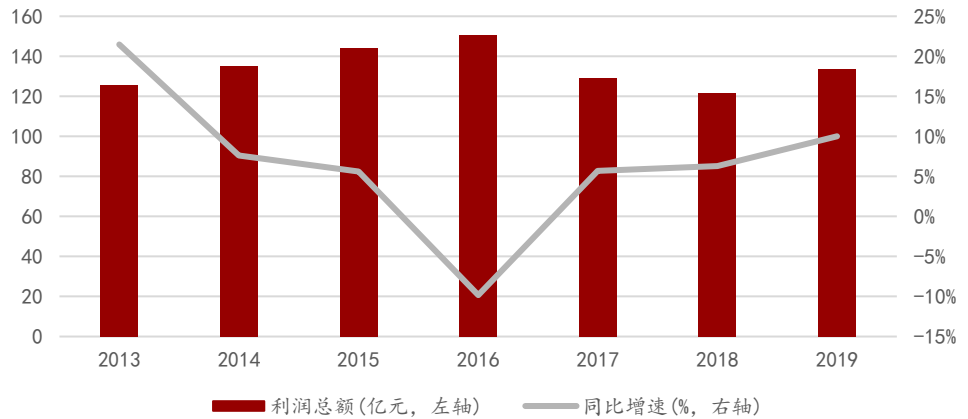
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表6：我国规模以上啤酒产量与同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

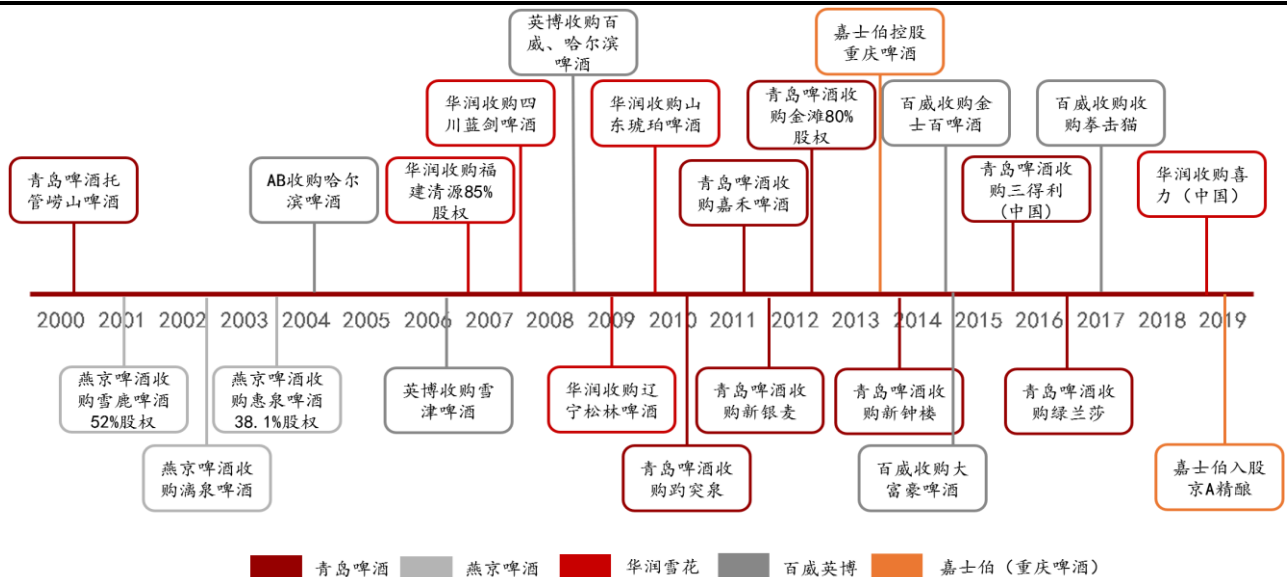
图表7：2013-2019年我国啤酒行业利润总额与同比增速



资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

产能扩张+并购整合扩充势力版图，收购高端品牌切入高端赛道。通过长期产能扩张与同业并购，近年来以青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒、重庆啤酒（嘉士伯）、百威英博为代表的啤酒行业第一梯队阵容基本形成。在快速整合阶段下，啤酒产品尚未出现品牌与品质的分化，拥有大规模产能的企业得以获得更大份额。华润雪花率先形成千万吨级啤酒产能，青岛啤酒紧随其后，燕京啤酒、重庆啤酒、百威等啤酒企业也有大规模产能陆续落地。除了主动兴建产能，啤酒企业同时进行大规模的外延并购。青岛啤酒先后收购托管了崂山、嘉禾等地方性啤酒品牌，形成地方品牌到全国品牌的转型；燕京啤酒收购雪鹿、漓泉、惠泉等品牌，实现了华北地区整合，并为华南、华东市场拓展打下基础；华润雪花收购松林、蓝剑、金威等，突破西南市场；重庆啤酒联手嘉士伯扩充中高端啤酒产品线，在中西部地区构筑较强的竞争优势；百威英博收购哈尔滨啤酒、雪津等，建立了福建优势市场，并加速向东北地区扩张。值得关注的是，2015年与2018年青岛啤酒与华润雪花分别收购三得利（中国）与喜力（中国），通过整编国外高端品牌，直接切入高端市场，2017年百威收购拳击猫，2019年嘉士伯入股京A精酿，加速布局精酿啤酒市场，侧面验证了我国啤酒行业正处于高端转型的发展阶段。

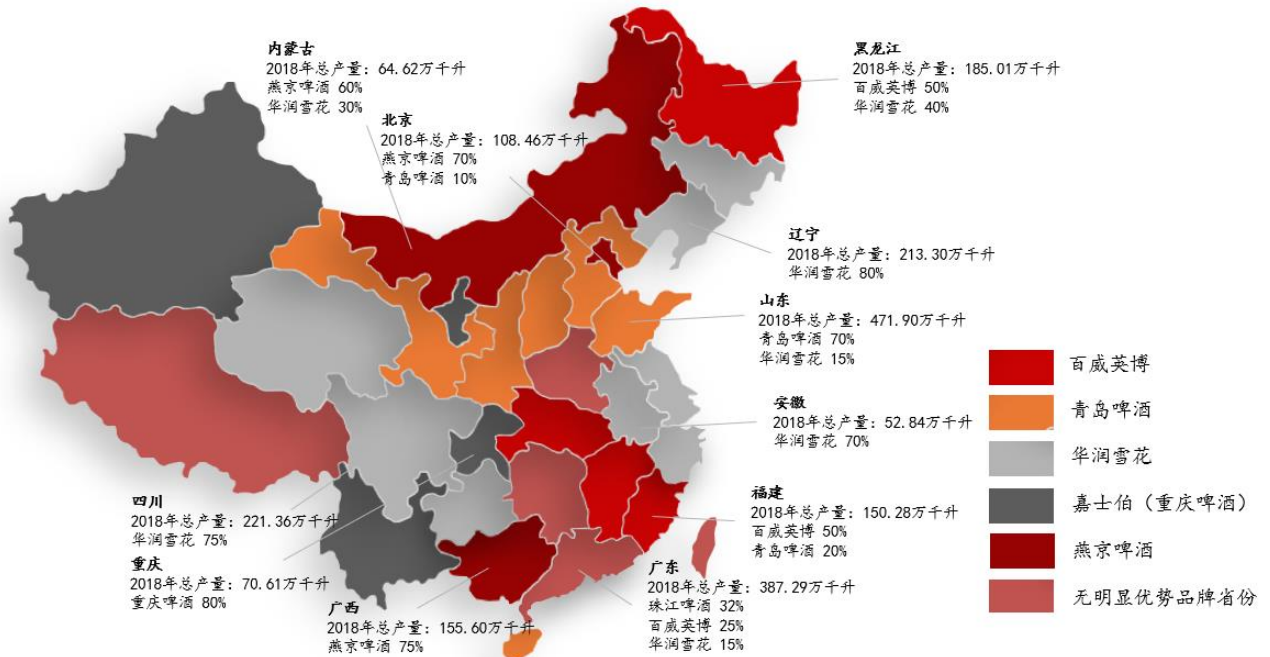
图表8：国内啤酒行业主要并购整合事件



资料来源：公司年报，观研天下，万联证券研究所

Top4厂商均主导若干大容量市场，外来竞争者直接抢占该部分份额难度较大。由于运输成本、保质期、产能等因素制约，同时地方通过保护政策扶持本地企业，限制外来品牌，啤酒区域性销售特点明显，目前全国啤酒势力范围基本分割完毕，前4大厂商均掌握若干个产量达到100万千升以上省份市场。青岛啤酒销售主要集中在山东—甘肃连线，山东啤酒产量达到400万千升以上，青岛啤酒具有压倒性优势；燕京啤酒掌握北京、内蒙古和广西市场领导权；百威英博主导福建、黑龙江市场；华润雪花在四川、辽宁、安徽市场领先地位稳固；嘉士伯以重庆为基地市场，整合大西部地区市场。国内啤酒龙头在相关优势市场市占率已经超过50%，在规模效应与渠道优势下，长期内市场份额较为稳固，外来品牌直接竞争该部分份额难度较大。

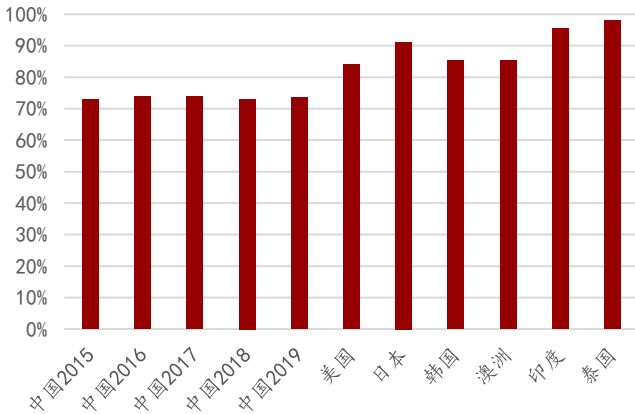
图表 9：国内啤酒主要品牌势力范围



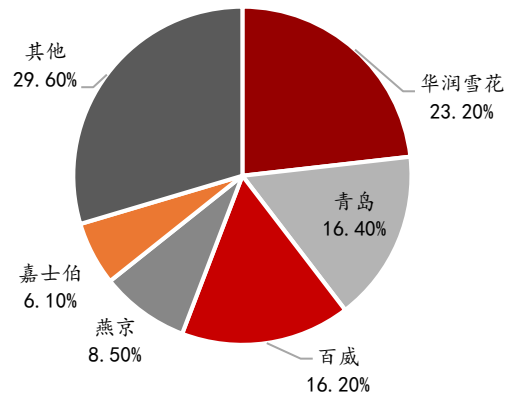
资料来源：酒业家，公司公告，万联证券研究所

寡头垄断格局已成，集中度提升空间有限，短期内跨区域份额争夺暂缓，地方啤酒品牌有望获得宝贵的发展窗口。经过多年横向并购，中小企业或被收购或被出清，国内啤酒行业集中度已经较高，2019年华润雪花、青岛啤酒、百威英博市占率领先，分别为25.20%/17.60%/16.30%，CR3为59.10%，CR5为73.50%（同比+0.40pct）。横向对比世界发达经济体（日本CR5为91.20%，韩国CR5为85.20%），我国啤酒行业集中度已经较高，进一步集中空间相对有限。目前华润雪花、青岛啤酒和百威英博市占率相对稳定，市场竞争格局趋于稳定，基本能够形成行业议价权，提升利润的共识已经达成，啤酒行业暂缓竞争，预计以珠江啤酒为代表的地域龙头品牌将获得宝贵的发展空间。

图表10：中国与其他国家啤酒行业CR5比较



图表11：国内啤酒行业竞争格局(按消费量计)



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所
注：按销售规模计

资料来源：GlobalData，万联证券研究所

展望未来，量稳、价升、利增将成为我国啤酒行业的发展趋势。我们将影响啤酒行业量、价、利的影响因素进行详细拆分，此处仅展示分析框架及主要结论，详细分析请见下文。**从量的层面：**目标消费人群规模总量的缩减说明从这个角度更多的是寻找其他人群的结构机会，同时在人均消费量方面仍有提升空间。**从价的层面：**受益于消费升级及消费场景趋于丰富，消费者对高品质啤酒需求浮现，驱动高端酒占比上升，吨酒价格持续提升；对标海外市场，我国吨酒价格仍有提升空间；从具体的消费场景上来看，夜场经济与啤酒产品属性匹配，随着夜经济的蓬勃发展，高端酒占比提升推升均价。**从利的层面：**高端啤酒更多体现在产品定位与形象塑造方面，成本提升相对较小，未来直接提价+结构升级将促进行业毛利率提升。此外，品牌意识在我国啤酒消费者心中也逐渐强化，品牌力的提高将帮助酒企获得更强的渠道控制权和议价权，费用率也有望下降。落后及闲置产能的折旧也是此前拉低行业盈利能力的原因之一，未来随着各厂商的产能进一步优化，净利率也将进一步提升。

图表 12：啤酒行业量&价&利的主要影响因素拆分框架



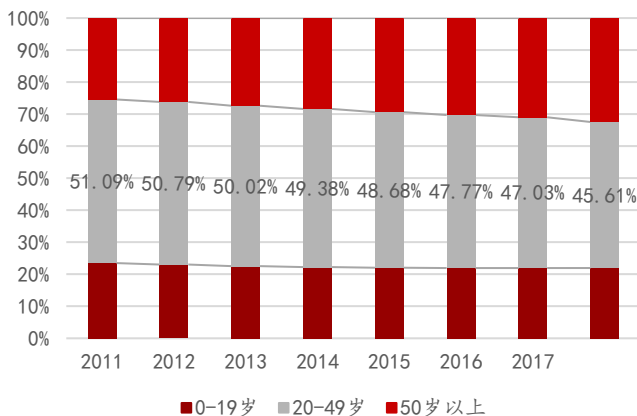
资料来源：万联证券研究所

注：(+) 代表该变量与上层变量呈正相关，(-) 代表该变量与上层变量呈负相关。

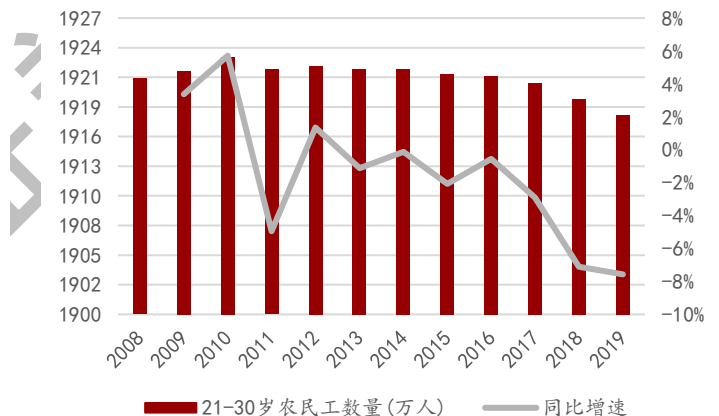
2.2 量稳：消费人群规模缩小趋势明显，人均消费量仍有提升空间

主力消费人群萎缩，其他酒类分流，传统啤酒消费人群减少。探究国内啤酒消费萎缩原因，我国啤酒主要消费群体为20-49岁的社会中坚人群，这部分人群劳动量大，社交需求频繁，啤酒需求较为旺盛。目前我国人口总规模基本保持稳定，但20-49岁人口比例逐渐下降，从2011年的51.09%下滑至2018年的45.61%，导致了啤酒消费低迷。从职业结构来看，国内啤酒消费的核心人群是21-30岁年轻的体力劳动者，该群体生活方式较为单一，主要通过大排档、啤酒等方式进行社交娱乐，人口规模走势与啤酒销量高度相关。近年来，这部分人群规模缩小速度加快，直接影响啤酒销量。此外，随着我国人均可支配收入上升与可选择酒类增多，消费者开始转向其他酒类，啤酒消费量出现分流。

图表13：我国20-49岁年龄层人口比例逐渐减少



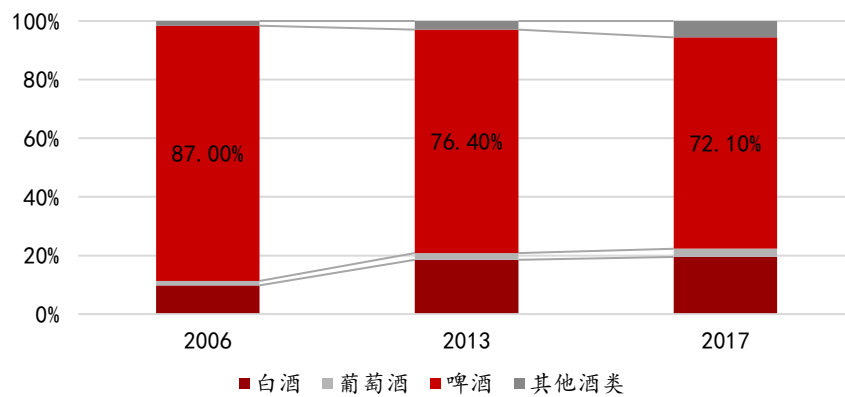
图表14：我国21-30岁农民工规模逐渐下降



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表15：国内主要酒类消费量占比

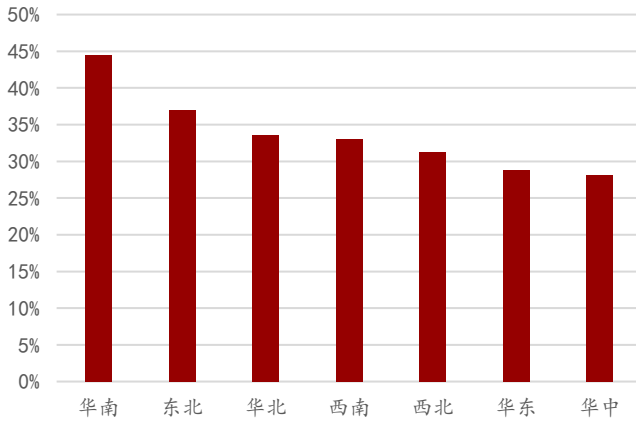


资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所

存量市场下，啤酒在女性群体渗透率提升有望带来结构性量增机会。相较于以男性为代表的啤酒传统消费人群，啤酒在女性群体的渗透率提升带来的结构性增量更值得关注。女性消费能力逐步提升，且更注重多口味与精致包装的啤酒，催生出大量消费需求，啤酒产品升级与终端场景拓宽契合女性需求，同时随着职业女性比例的提升，越来越多的女性在面临较大工作压力时选择饮用啤酒调节生活节奏，根据搜狐财经数据，各大城市时常有饮酒行为的女性人数，正以每年20%左右的速度在增长。对标日韩等亚洲同文化发达国家，日本厚生劳动省数据显示，20-25岁日本女性的饮酒率

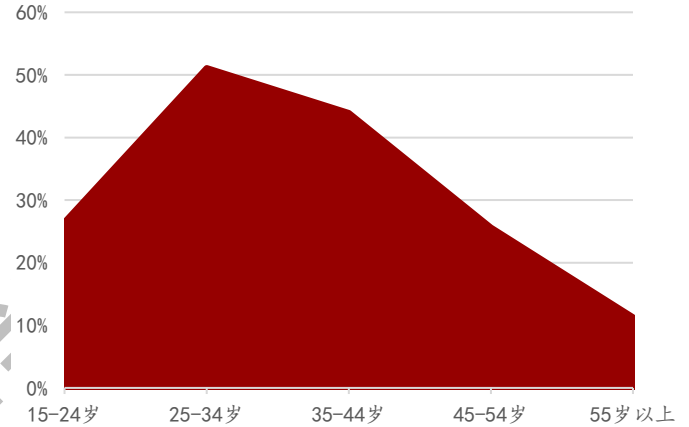
为90.4%，比同年齡段男性还要高出6.9pct，我国女性饮酒比例相对较低，女性饮啤酒比例最高的华南地区比例仅有44.50%，25-34岁年齡段女性饮啤酒比例最高，为50%左右。根据搜狐财洞测算，我国女性消费啤酒比例提高10%，我国啤酒市场消费总量将增加100万千升。

图表16：全国七大区女性中喝啤酒的比例



资料来源：搜狐，万联证券研究所

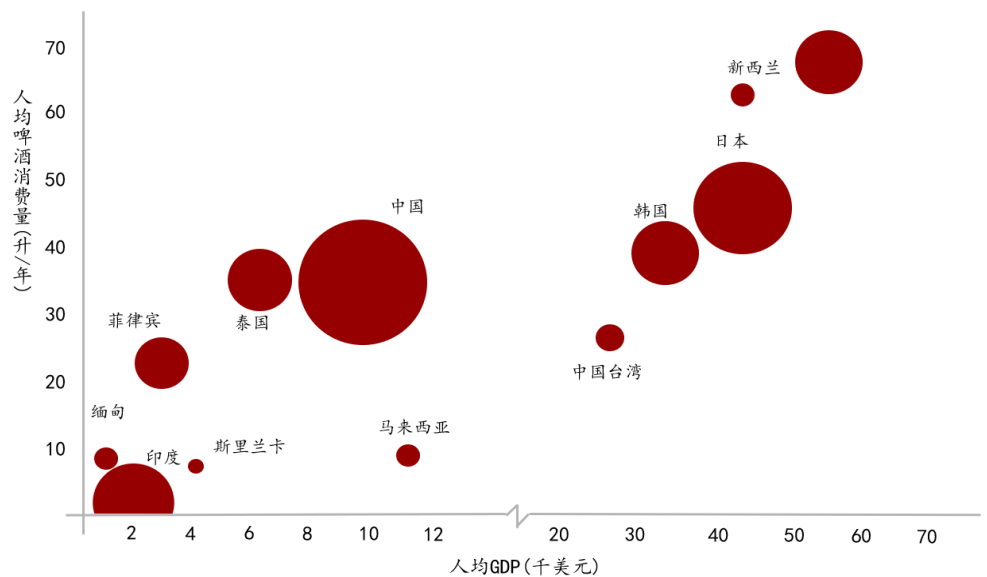
图表17：不同年齡段女性过去1年中喝过啤酒的比例



资料来源：搜狐，万联证券研究所

对标东亚文化背景相似的发达国家，我国啤酒人均消费量仍有上升空间。啤酒人均消费量主要由消费频次X单次饮酒量决定。1) 消费频次：随着我国经济增速放缓，生活压力增大，叠加夜场、新零售、网购等啤酒消费渠道逐渐涌现，预计未来我国啤酒消费频次将进一步提升。2) 单次饮酒量：一方面，酒吧、夜场等场所环境氛围刺激单次饮酒量，另一方面，该场合提供的啤酒口味较为丰富，有利于单次饮酒量的提升，但东亚人种的酒精耐受度较低，单次饮酒量提高受限。人均消费量与人均GDP具有较强的正相关性，对比日韩等文化背景相似的发达经济体，我国人均啤酒消费量仍处于较低水平，粗略估计我国人均啤酒消费量还有25%-30%的提升空间。

图表18：亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均GDP



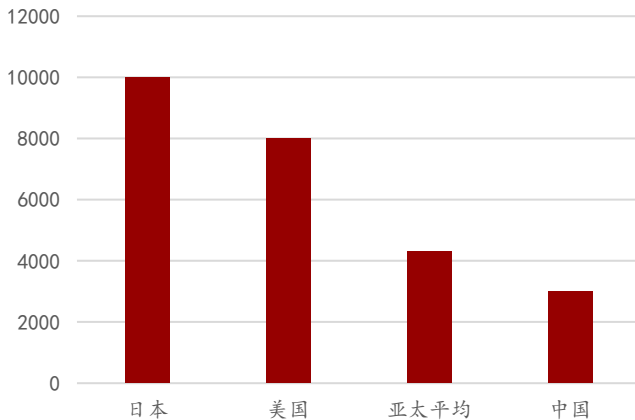
资料来源：GlobalData, IMF, 万联证券研究所

注：圆圈大小代表按消费量计的市场规模

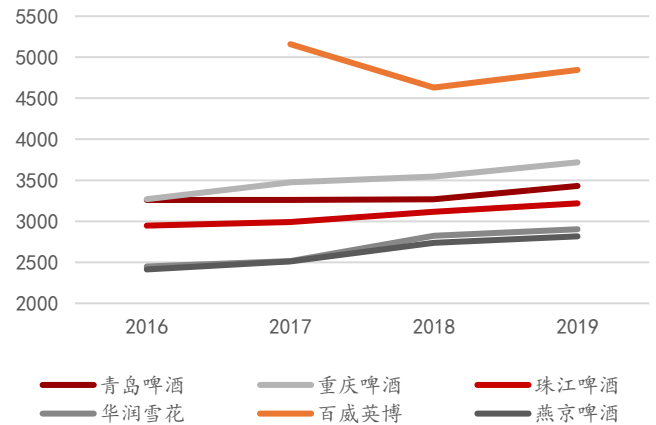
2.3 价升：消费升级+消费场景丰富助力我国吨酒价格提升

对标海外，我国啤酒吨酒价格上涨空间较大。长期以来，我国啤酒主要以量产拉格啤酒为主，2019年品牌啤酒吨酒价格集中在3000元左右，低于亚太平均水平（4300元/吨），与日本（10000元/吨）等亚洲同文化发达国家差距明显。近年我国啤酒品牌的吨酒价格呈上升趋势，我们认为可以把百威的吨酒价格视为长期标杆，国产品牌吨价仍有较大上涨空间。啤酒零售价格也呈现相同趋势，据中国酒业协会研究，全国范围内啤酒价格出现持续上涨，由2018年3.92元/升上涨为4.17元/升，上涨约为6.4%。

图表19：世界范围内吨酒价格对比（元/吨）



图表20：啤酒主要厂商吨酒价格（元/吨）

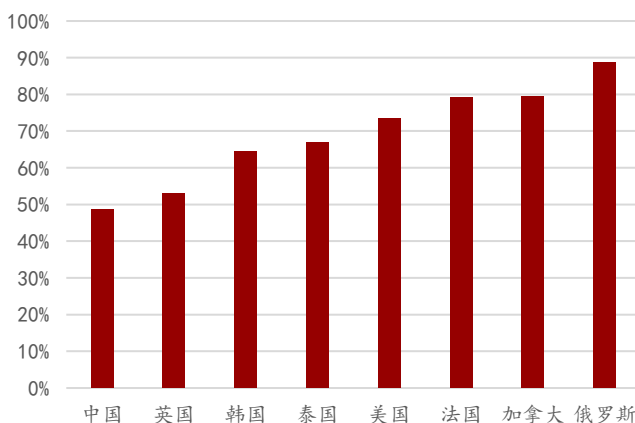


资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

资料来源：公司年报，万联证券研究所

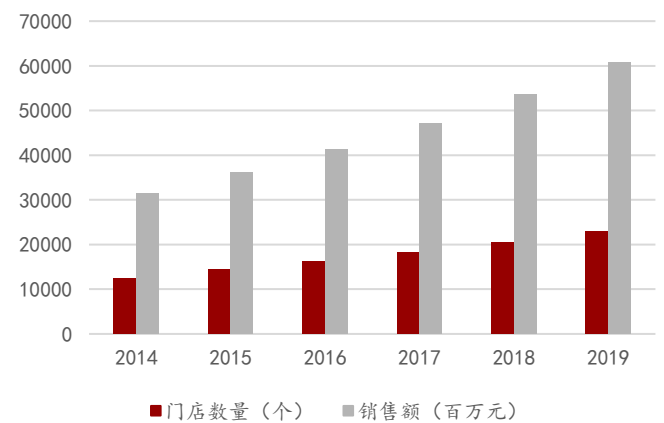
消费升级驱动高品质、高价位酒需求上升，夜场消费场景快速发展易于高价位酒推行。我国啤酒行业量增驱动力较弱，消费升级大势所趋，消费者对啤酒品质、品牌的追求愈发强烈。从消费场景上来讲：①我国自饮销量占比对比海外仍有提升空间，自饮消费场景更注重品质及口味的丰富度，在消费升级的大趋势下，自饮场景占比的提高利于我国吨酒价格的上升；②酒吧、迪吧、清吧、KTV为代表的“夜经济”消费场景在众多国内城市蓬勃发展，由于夜场娱乐、社交、解压属性与啤酒正好对应，因此夜场成为啤酒消费的重要场景。2019年连锁夜场门店数量达到22983个，同比+11.70%，2014-2019年CAGR为10.66%。夜场渠道更注重氛围，消费者对啤酒品质要求较高，对价格的敏感度较低，易于高价位酒的推行，啤酒销售额增长速度更快，2019年夜场渠道实现啤酒销售额606.60亿元，同比+13.20%，2014-2019年CAGR为11.57%。

图表21：2019年我国与其他国家自饮销量占比对比



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表22：连锁夜场门店数量及啤酒销售额变化

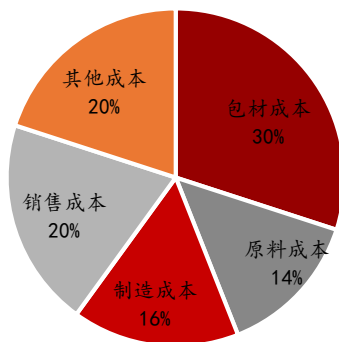


资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

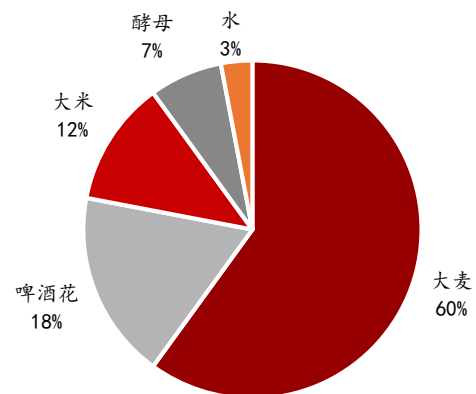
2.4 利增：提价+高端化+罐化率提升满足利润诉求，关厂控费增厚利润

成本上涨是直接提价的重要影响因素之一，大麦+包材价格上涨，啤酒提价预期升温。以青岛啤酒为例，包材成本占比约为30%，原料成本占比约为14%，包材、大麦价格等对啤酒成本影响较大。上一轮行业性提价发生在2017-2018年，包材生产环保规制收紧，玻璃瓶、易拉罐、瓦楞纸箱价格普涨。大麦约占原料成本的60%，2020年5月18日商务部宣布自2020年5月19日起对澳大利亚进口大麦征收反倾销税和反补贴税，反倾销税率为73.6%，反补贴税率为6.9%，征收期限为5年。综合来看，随着疫情对经济活动造成的负面冲击基本消散，需求回暖将造成上游原料供应趋紧，叠加双反税影响，包材、大麦价格面临出现上涨压力，根据历史复盘可发现，行业通常利用提价对冲成本上涨压力，2021年行业提价预期升温。

图表23：啤酒生产成本构成



图表24：啤酒原料成本构成



资料来源：青岛啤酒年报，万联证券研究所

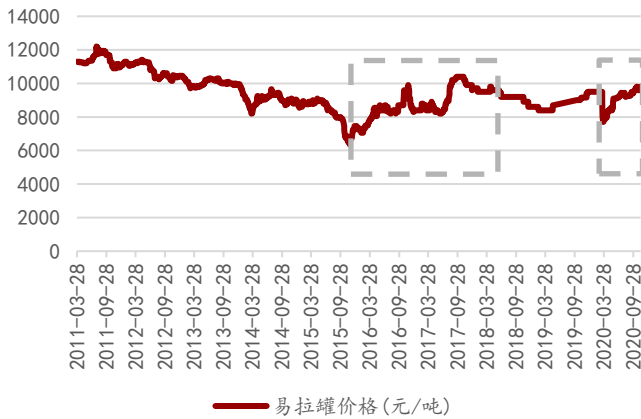
资料来源：青岛啤酒年报，万联证券研究所

图表25：啤酒主要品牌提价行为复盘

	提价企业	提价原因
2007-2008	青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒等提价5%以上	进口大麦、玻璃瓶和纸箱价格上涨
2011-2012	青岛、华润、百威、燕京、珠江等提价5%以上	大麦、辅料以及煤电、运输、人力成本等环节的成本均有所增加
2017-2018	青岛、重庆、燕京等提价5%左右	加拿大大麦价格上调；瓦楞纸、玻璃价格上涨

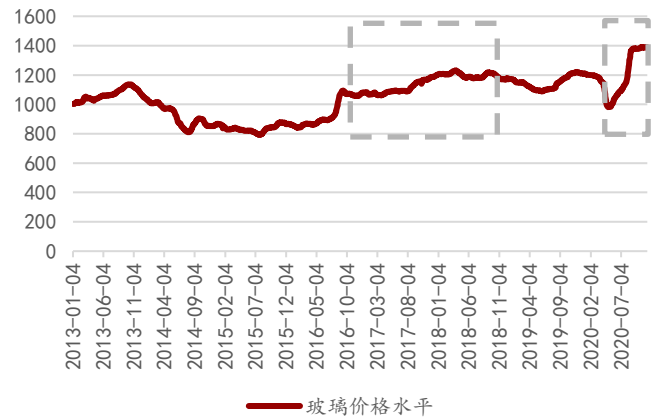
资料来源：西安日报社，食品科技网，公司公告，互联网资料整理，万联证券研究所

图表26：易拉罐价格变化



— 易拉罐价格(元/吨)

图表27：玻璃价格水平指数变化

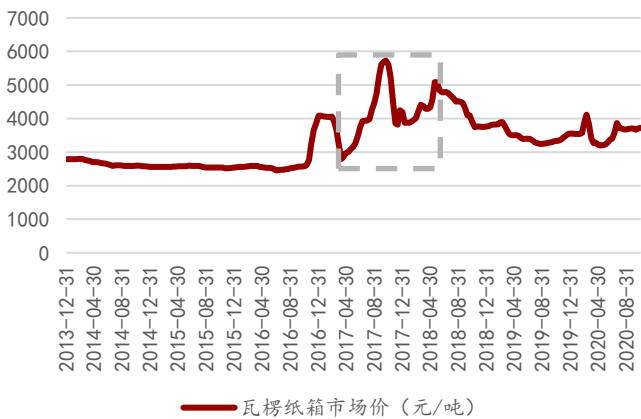


— 玻璃价格水平

资料来源：Wind，万联证券研究所

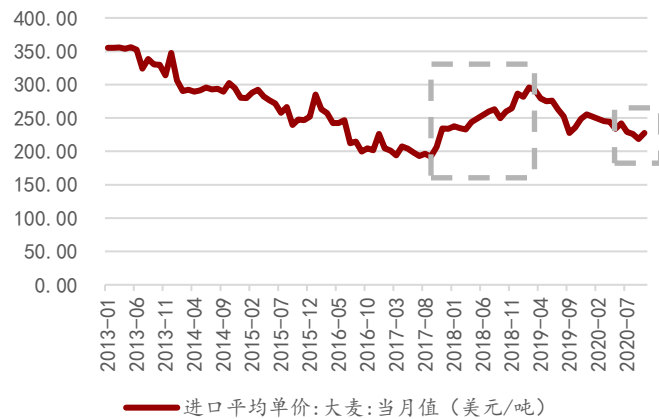
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表28：瓦楞纸箱价格走势



— 瓦楞纸箱市场价(元/吨)

图表29：进口大麦平均单价变化



— 进口平均单价:大麦:当月值(美元/吨)

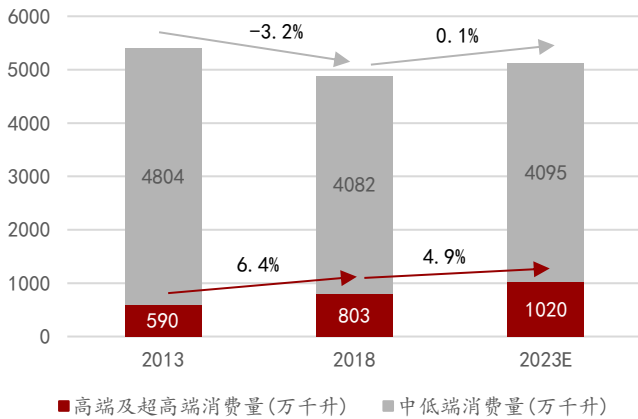
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

存量时代下直接提价造成销量承压，高端化大背景下行业或迎以利润为诉求的常态化提价。面对包材与原料价格上涨，啤酒厂商通常会采取直接提价的方式熨平成本上升对毛利率的冲击。提价行为在增量时代下的影响可以被需求稀释，但是在国内啤酒市场处于存量时代，且以同质化严重的中低端啤酒为主时，行业提价将对销量产生压力。但随着消费升级逐渐深化，行业格局逐渐稳固以及共识逐步达成，我国高品质、强品牌的啤酒龙头不仅在短期面对澳麦征税带来的价格上涨以及包材价格的波动时，可顺利完成提价，更有望顺利实现从成本推动型提价到利润诉求型提价常态化的转变，在成本波动过程中攫取更高毛利，进而推高毛利率。

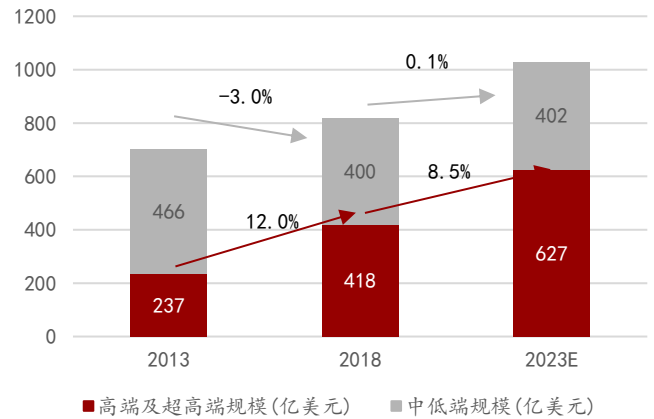
我国高端及超高端啤酒消费量快速增长，预计2023年占比达20%，高端化率对标海外仍有上涨空间。我国高端以上啤酒销量占比持续上升，高端及超高端啤酒消费量从2013年590万千升上升到2018年803万千升，CAGR为6.4%，预计2023年将达到1020万千升，CAGR为4.9%，占比预计自2018年的16%提升4pct至2023年的20%。高端以上啤酒吨酒价格上涨带动啤酒规模增长更快，高端及超高端啤酒规模从2013年237亿美元上升到2018年418亿美元，CAGR为12%，预计2023年将达到627亿美元，CAGR为8.5%。对标海外发达经济体市场，我国高端及超高端啤酒消费量占比仍较低。百威英博凭借着良好的国际声誉、丰富的品牌矩阵以及过硬的产品势力，在国内高端以上啤酒市场占据47%的市场份额。

图表30：我国高端啤酒与中低端啤酒消费量及对应增速



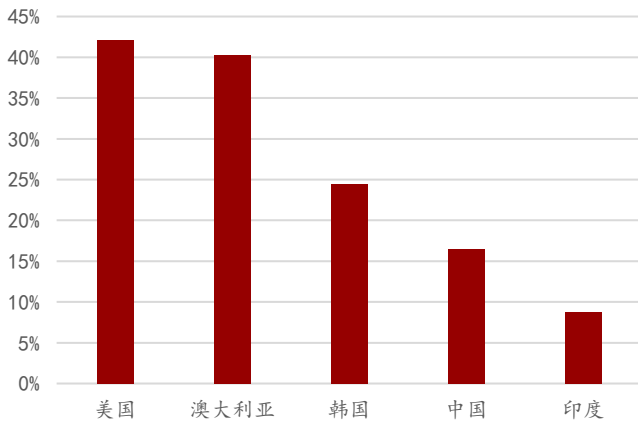
资料来源：GlobalData，万联证券研究所

图表31：我国高端啤酒与中低端啤酒规模及对应增速



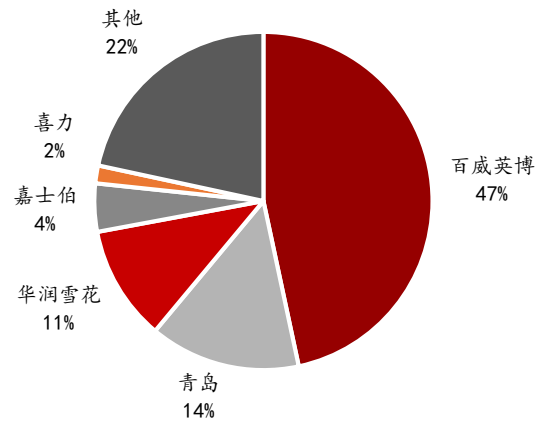
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表32：2018年中国与其他国家高端以上啤酒占比比较



资料来源：GlobalData，万联证券研究所

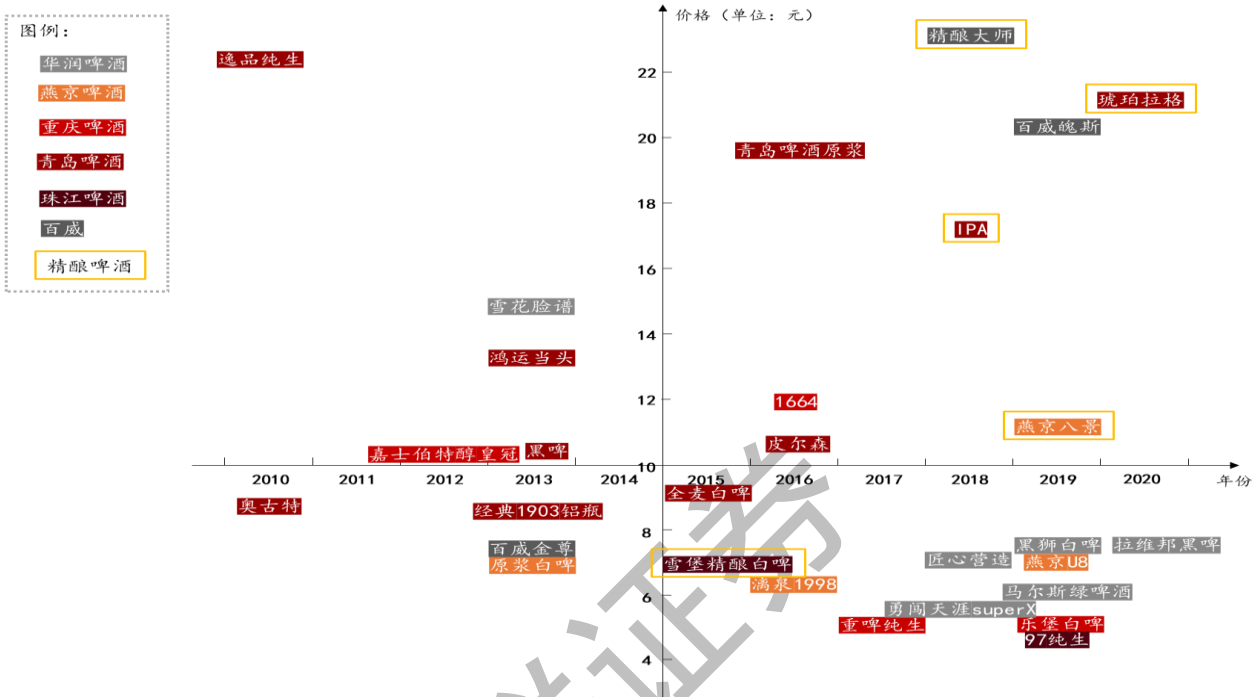
图表33：2018年我国高端以上啤酒市场份额



资料来源：GlobalData，万联证券研究所

各大酒企加速高端化布局，行业利润持续释放。2015年之后，国内啤酒厂商加快对中高端啤酒产品线布局，品类推出+营销投放加速，加码高端啤酒推广，高端啤酒销售额有所提升。青島啤酒陆续推出奥古特、鸿运当头、经典1903、逸品纯生等，2019年高端啤酒产品实现销量185.6万吨，同比增长7.08%。华润雪花陆续推出匠心营造、勇闯天涯superX、马尔斯绿啤酒、黑狮白啤酒等，2019年中高端啤酒销量同比增长8.8%，带动整体销售均价同比增长2.8%。重庆啤酒获得嘉士伯、乐堡、凯旋1664等产品销售权，借力嘉士伯走向高端化。我们认为啤酒行业高端化仍是未来几年行业发展的主旋律，高端酒吨价高、品牌力强、渠道议价权大等特点使其盈利能力更强，消费升级大背景为之提供实现基础，酒企利润释放可期。

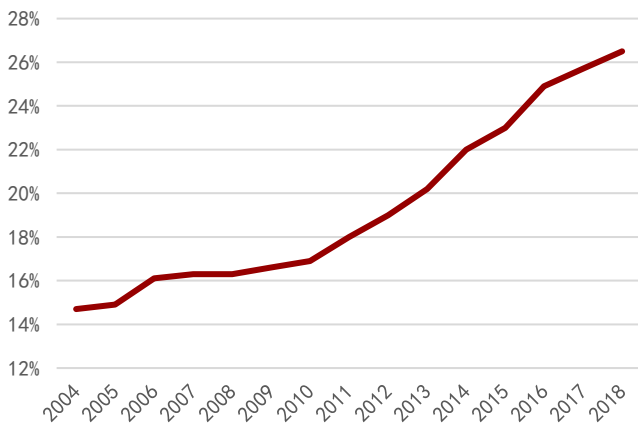
图表 34：国内啤酒主要品牌中高端产品矩阵



资料来源：公司公告，渠道调研，万联证券研究所
 注：图中价格统一折算为 330ml

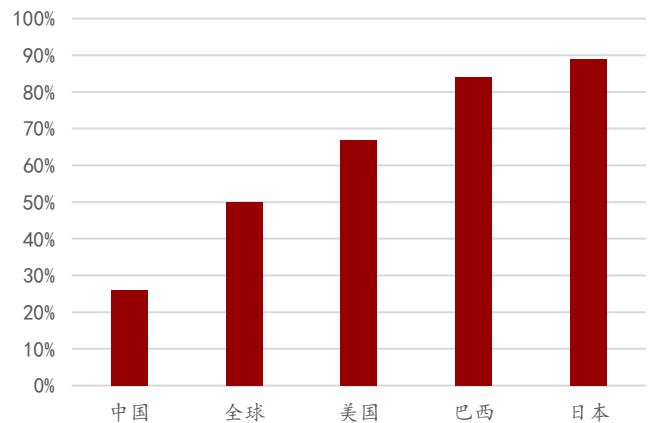
物流体系+线上销售助力啤酒流通渠道开拓，我国啤酒罐化率提升趋势明显。玻璃瓶和易拉罐作为啤酒的主要包装物，易拉罐制造成本较低，同时具有没有回瓶成本，保质期较长，运输费用低等特点，流转成本更低，因此在流通时更有优势，高罐化率有利于提升毛利率，在成熟市场中啤酒罐化率更高。由于中国饮食特点，此前国内啤酒多用于佐餐社交，主要依赖餐饮端销售，随着物流体系的完善与线上销售的崛起，国内啤酒流通渠道占比持续提升，更适合流通的罐装啤酒占比将进一步提升，2018年中国啤酒罐化率26.50%，同比+0.8pct，全球平均啤酒罐化率达到50%左右，日本甚至达到89%，未来我国啤酒罐化率水平将进一步提升。

图表 35：2004-2018年我国罐化率逐年上升



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

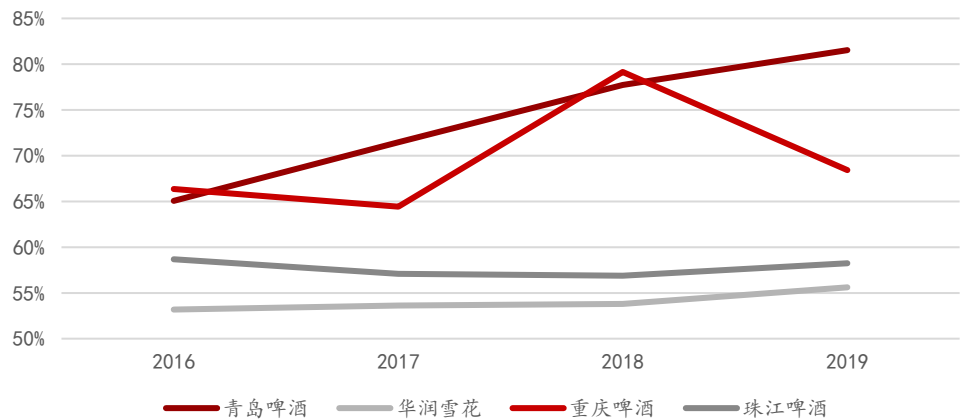
图表 36：对比成熟市场，我国罐化率仍有明显提升空间



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

清理落后产能，加速产能改扩建升级优化，提升产能利用率，降低折旧负担。2017年之前，啤酒厂商加速圈地割据，频繁并购叠加大规模产能落地造成啤酒产能过剩严重，产能利用率水平较低。同时，在啤酒需求持续低迷的大环境下，价格战加剧裹挟啤酒厂商扩产圈地，持续进行高额资本支出。2016年后市场完成最新一轮中小酒企出清，以华润雪花为代表的啤酒龙头有序清除低效能工厂，2019年停运7家啤酒厂，计划未来平均每年关厂3家左右，并且持续对工厂设备进行升级或扩大、集中，推进产能优化，减少折旧摊销负担，产能利用率重新提升，销售净利率有望继续改善。

图表37：国内啤酒主要厂商产能利用率



资料来源：公司年报，万联证券研究所

3、产品升级+渠道改革双轮驱动，“双主业”助力公司发展

3.1 紧握手行业发展命脉，高端化+罐化率提升驱动毛利率提高

产品矩阵丰富，覆盖主要价格带。1997年，珠江啤酒率先生产出纯生啤酒，2015年研发出雪堡精酿系列完善高端品类布局，目前公司形成了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、原浆等高端产品为效益突破点的三条主线产品，同时推进以优带新，持续迭代出珠江Light、珠江纯生精品528ml、珠江0度Pro等特色差异化升级产品，并且拥有30多种精酿啤酒储备，形成“3+N”大产品战略，厚积薄发助力产品结构升级。公司产品覆盖低端、中端和高端三个品类，低端主要包括老珠江、金麦穗等，中端主打珠江纯生，珠江0度等，高端布局雪堡精酿、原浆等。

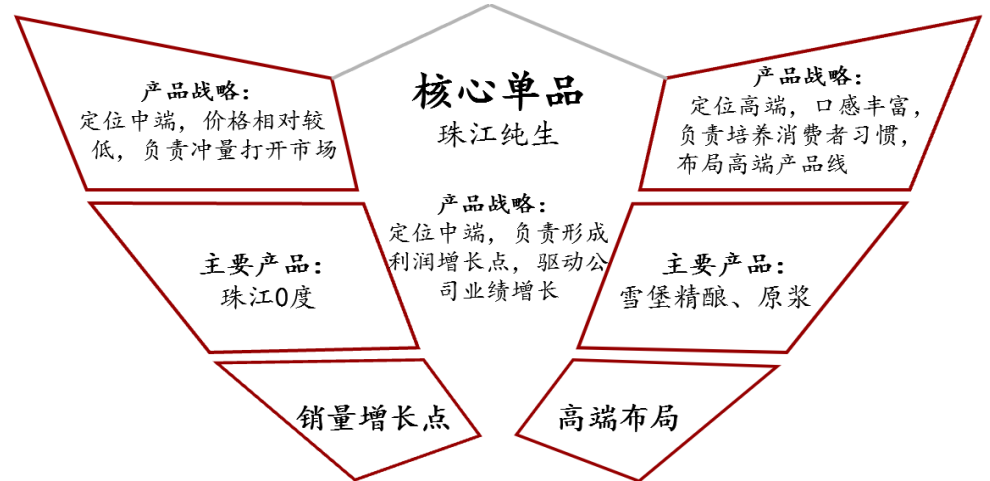
图表38：公司产品结构

档次	价格带(元/500ml)	子品牌	产品	2019年销量占比
高端	8元以上	雪堡	雪堡精酿白啤酒/黄啤酒、97纯生	1.6%
中端	4-8元	珠江纯生	珠江纯生、珠江0度、皮尔森纯生	88.4%
低端	4元以下	珠江	经典老珠江、原麦老珠江	10%

资料来源：天猫旗舰店，万联证券研究所

聚焦珠江纯生核心品类，叠加雪堡精酿、珠江0度形成“一体两翼”产品格局。公司围绕纯生构建产品矩阵，0度价格略低于纯生，定位为产品规模拓展点，雪堡精酿卡位高端啤酒市场风口，塑造品牌形象，引导消费者习惯，毛利率相对较高，但亟待放量。

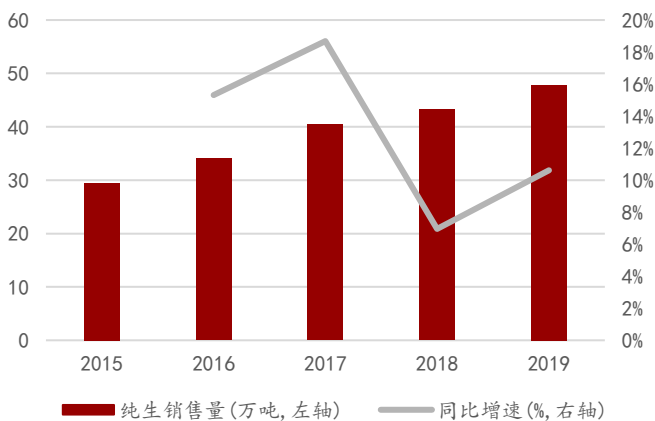
图表39：公司“一体两翼”的产品战略



资料来源：公司年报，万联证券研究所

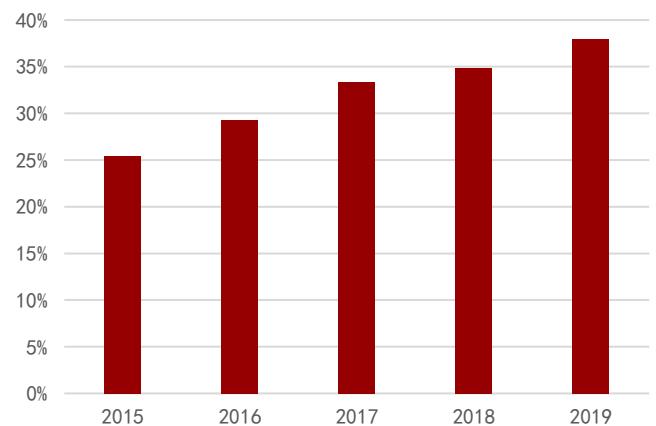
大单品“珠江纯生”持续发力，销量占比快速提升。公司作为业内纯生啤酒的首发者，在纯生产品方面积累深厚，公司以“珠江纯生”大单品为主打，聚焦餐饮渠道，销量占比快速提升。根据我们测算，2019年珠江纯生实现销量约48万吨，同比增长11%左右，2015-2019年CAGR为10.12%，增速较快。公司纯生产品销量占比持续提升，2019年纯生销售占比达到38%左右，同比提升3pct。

图表40：公司纯生产品销量及同比增速



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表41：公司纯生产品销量占比



资料来源：公司年报，万联证券研究所

高附加值产品盈利能力强，精酿啤酒成长空间广阔。精酿啤酒一般定位中高端，产品附加值更高，有利于改善公司盈利能力。横向对比来看，2018年美国精酿啤酒市场规模达到276亿美元，占整体啤酒行业24.1%，在整体啤酒销量下滑1%的背景下，销量增长4%。国内精酿啤酒市场基数较小，销售额占比不足1%，增长速度快，同比增速约为40%左右。根据中国酒业协会预测，未来3-5年内国内精酿啤酒份额将增长3-5倍，成长空间广阔。公司在2015年研发出雪堡系列精酿啤酒，同时从2017年定增项目募集资金中投入2.52亿元用于精酿啤酒生产线与体验门店建设，项目采用“前店后厂”模式，在原有厂区中划分出工厂与餐厅、酒吧、健身、娱乐等两个区域，让消费者近距离接触精酿啤酒文化，形成消费习惯。公司积极布局精酿啤酒项目，静待国产精酿啤酒东风起。

图表42: 公司精酿啤酒产品



图表43: 公司精酿项目体验门店

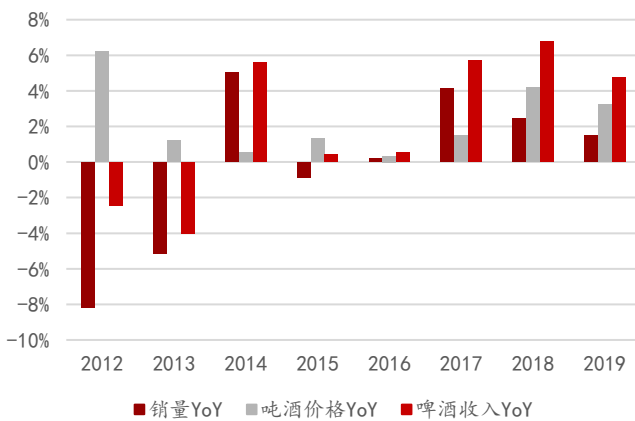


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

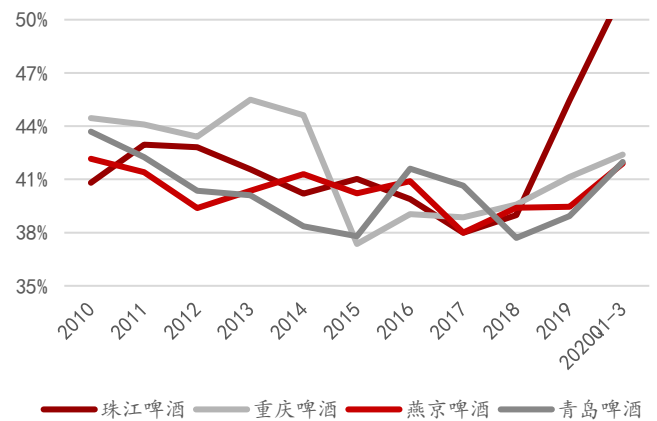
主动改善产品结构进入量价齐升良性轨道, 销售毛利率稳中有升。2011-2016年期间, 国内啤酒行业承压, 存量效应凸显, 公司中高端产品尚未打开市场, 公司销售均价与销量反向运行趋势明显。2017年后行业竞争趋缓, 公司产品结构优化效应释放, 中高端产品迅速走量, 占比稳步提升, 吨酒价格提升带动毛利持续改善, 出现量价齐升的良好态势, 2019年中高端产品占比达到90%, 较2017年提升2.86pct, 公司受益中高端化水平行业领先的优势, 在同行业中毛利率水平相对较高。2010-2016年期间, 公司毛利率主要维持在40%左右, 2017年后中高端化加速, 由于原料包材价格上涨等原因毛利率略微承压, 2019年后成本压力有所缓和, 毛利率快速上升, 2020前三季度毛利率达到51.57%, 提升幅度明显, 预计公司短期内产品结构升级与套期保值提前锁定原材料价格的策略, 有能力对冲原材料上涨预期, 毛利率水平稳中有升。

图表44: 公司啤酒业务增速量价拆分



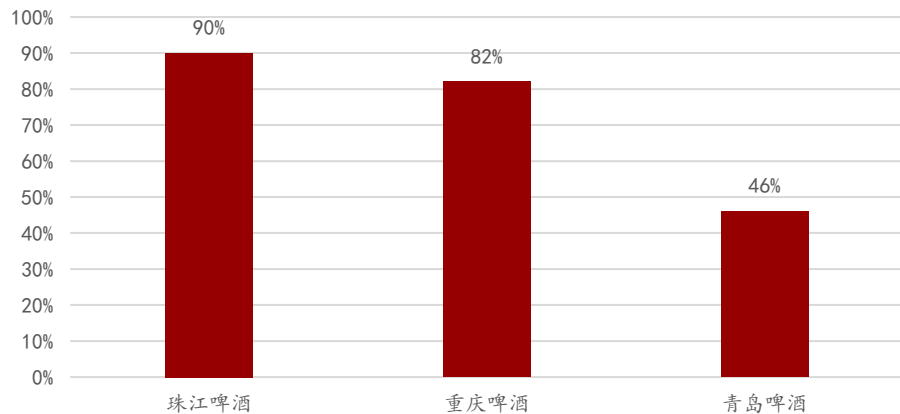
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表45: 国内主要啤酒公司啤酒业务毛利率水平对比



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

图表46：2019年国内啤酒主要品牌中高端销量占比



资料来源：公司年报，万联证券研究所

仅考虑两大单品升级+罐化率提升因素，毛利率至2025年有7pct的提升空间。公司2019年6月推出的97黑金纯生在发酵工艺、产品包装方面进行升级，销售价格更高，公司将在原有销售渠道上加速纯生品类的升级替换，2019年黑金纯生销量约为1.5万吨，预计未来几年97黑金纯生将迎来高速增长。珠江0度系列价格定位相对较低，主要聚焦商超等流通渠道，新款0度借更换包装契机，终端销售价格整体提升0-0.5元。

我们做出如下核心假设对至2025年毛利率的提升空间进行测算：①2025年公司总销量不变；②2025年纯生销量占比提升至44%，97黑金纯生在纯生产品中的替换率达到50%；③2025年0度销量占比达到48%，新款0度替换率达到100%；④罐化率至2025年提升至41%；⑤罐化率提升打开毛利率空间。综上，经我们测算，两大单品升级，叠加罐化率提升，将拉动公司酒类业务毛利率提升7pct左右。此外，据我们发现，当高端酒占比提升导致吨酒价格上升时，叠加罐化率提升将产生毛利率更快提升的放大效应。

图表47：产品结构升级+罐化率提升毛利空间测算

	2019	2025E	
纯生品类升级	黑金纯生销量占比	1%	22%
	黑金纯生销量(万吨)	1.5	27.7
	黑金纯生营收(亿元)	0.7	12.7
	普通纯生销量占比	40%	20%
	普通纯生销量(万吨)	47.1	27.7
	普通纯生营收(亿元)	17.9	10.5
	毛利增量(亿元)		4.7
珠江0度换新	0度销量占比	51%	48%
	0度销量(万吨)	64.2	60.4
	0度营收(亿元)	18.0	19.0
	毛利增量(亿元)		1.1
罐化率提升	罐化率	31%	41%
	易拉罐销量(万吨)	39.0	51.6
	营业成本(亿元)	22.1	21.8
	营业收入(亿元)	40.5	41.3
	毛利(亿元)	18.4	19.5
	毛利增量(亿元)		1.1

资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：以上测算设置多个假设，测算结果仅供参考

低端灌装产能逐步淘汰，东莞进行酿造、灌装产能升级。产能迭代方面，公司逐步清理落后的灌装产线，持续开出适应未来趋势的高端及易拉罐灌装产能。由于易拉罐、纯生等中高端产品占比不断提高，公司清理了汕头工厂普通玻璃瓶灌装线，藉总部搬迁契机淘汰过时设备，追加南沙、梅州等工厂的易拉罐灌装产能，持续推进东莞工厂柔性生产线建设，新增啤酒酿造能力30万千升/年、灌装能力10万千升/年，同时对原有20万千升/年的灌装产能进行技改升级。此外，项目还建立智能立体仓库，实施自动化与信息化工程，搭建“制造执行系统”（MES）、智能化物流仓储管理系统（WMS）。

图表48：公司产能分布情况

	产能名称	酿造年产能(万千升)	灌装年产能(万千升)
广东省内	南沙（首期）	30	30
	南沙（二期）	100（在建）	50
	东莞	30（在建）	30（其中10万千升在建）
	湛江	20	20
	梅州	20	5
	新丰	\	5
	阳江	\	5
	海丰	\	10
	从化	\	10
	中山	\	10
广东省外	河北	10	10
	广西	20	25
	湖南	20	10

资料来源：公司公告，万联证券研究所

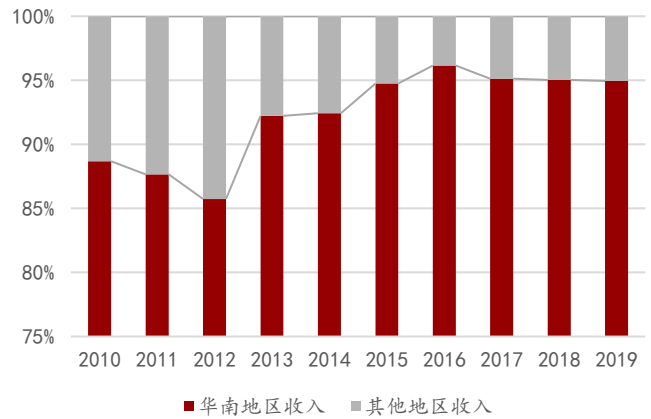
3.2 深耕华南市场，加码餐饮渠道

以珠三角为基地深耕华南市场，湖南、河北等地区外拓进展较慢。公司销售渠道主要以广州、东莞、佛山等城市组成的珠三角地区为核心，覆盖华南地区，同时向湖南、河北、江西等啤酒品牌势力边缘省份拓展。公司在珠三角地区优势明显，整体市占率超过40%，其中广州约为50%，广东省市占率约为33%。从公司自身营收占比来看，公司销售依然集中于华南地区，2019年公司实现华南地区营收40.40亿元，同比增长5%，占比达到94.96%，由于前几年啤酒行业份额争夺激烈，加之地方政府对本土品牌支持力度较大，给公司的外拓造成较强的不确定性，外拓速度较慢。

图表49：公司以珠三角为基地拓展销售区域



图表50：公司分地区营收占比

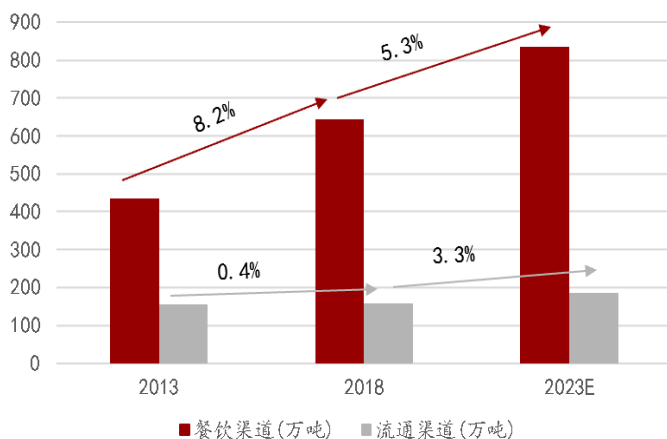


资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

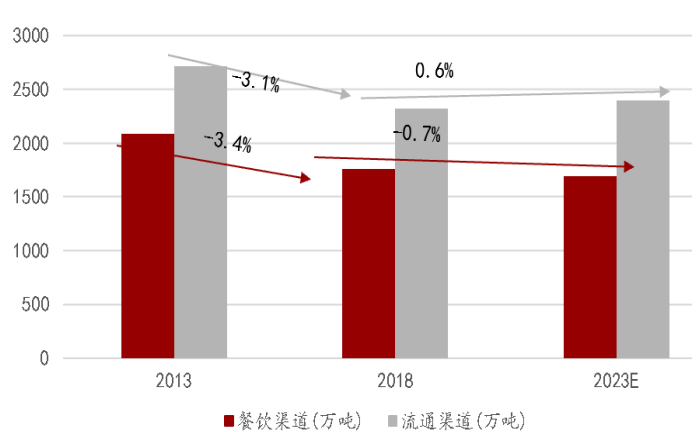
深化营销改革，加码餐饮渠道开拓。传统来看，由于啤酒产品同质化严重，在竞争激烈时期餐饮渠道高度依赖终端的销售，商家拥有渠道的主导权，吸食大部分利润，众多啤酒龙头在餐饮渠道厮杀惨烈。公司战略性转向销售费用负担较低的流通渠道，在广东省内持续深耕，2019年餐饮渠道与流通渠道销量比例约为3:7，2020年上半年受疫情影响，流通渠道占比进一步提升。近年来，中高端啤酒在餐饮渠道增速更快，餐饮渠道价值得到重估。公司深化营销改革，以业绩为考核目标，实施“分区域全品项”经销运作模式，强化收益考核，重点突破餐饮、夜场等薄弱渠道。2018年公司开拓餐饮新点9.6万个，其中包括高端餐吧、星级酒店等高端渠道315个，高端产品销量同比+77%。夜店渠道方面，公司推动客户主导向厂家主导转变，销量增速进一步加快，2017年夜店渠道销量同比+16%，2018年同比+24%。

图表51：餐饮渠道中高端啤酒增长更快



资料来源：GlobalData，万联证券研究所

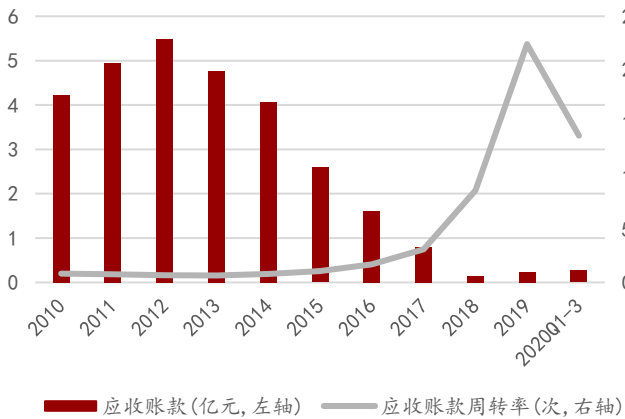
图表52：低端啤酒不同渠道销售趋稳



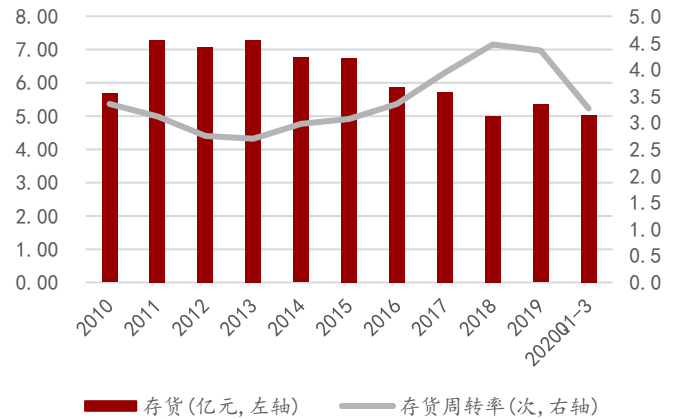
资料来源：GlobalData，万联证券研究所

营销改革加速应收账款周转，信息平台升级改善公司营运能力，前三季度相关指标恢复明显。近年来，公司朝着深度分销的模式快速转型，加强对终端控制，经销商授信比例大幅降低。此外，公司对信息化平台建设投入力度持续加大，通过募投资金进行供应链管理系统建设与ERP系统升级，存货管理能力提升明显，存货周转率与应收账款周转率提升幅度较大。2020年Q1受疫情影响经营受阻，随着线下渠道销售回暖与销售旺季的来临，前三季度相关指标已经出现显著恢复。

图表53: 公司应收账款规模与应收账款周转率



图表54: 公司存货规模与存货周转率



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

3.3 琶醍文创区助推啤酒文化产业, “双主业” 战略上修公司业绩

珠江南岸打造琶醍啤酒文创区, 汇聚人气与啤酒主业协同发展。公司旧厂区观光条件优越, 极具商业开发价值。公司总部位于广州市海珠区琶洲岛西北部, 地处广州新中轴线, 紧靠珠江南岸。琶醍作为国家AAA级旅游景区, “珠江夜游” 重要节点, 人气旺盛, 年人流量超过6000万人次, 年商客流量逾800万, 拓展出啤酒厂 (Beer Cube) IP, 婚庆宴会、文创工作室、特色餐饮、国际展会等新业态, 已经成为广州旅游名片之一。公司在琶醍啤酒文化创意艺术区和啤酒博物馆的基础上, 缴纳18.10亿元土地出让金保留总部6.91万平方米地块, 新增建筑面积约为21万平方米, 其中6万平方米用于旧厂房改造公寓后出售, 15万平方米用于新建商业用地出租, 以啤酒文化为核心打造啤酒文化嘉年华综合体, 国际啤酒总部大楼以及酒类综合体大楼, 形成公司品牌展示的重要窗口。

图表55: 琶醍啤酒文化创意艺术区地理位置优越



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表56: 琶醍啤酒文化创意艺术区夜景

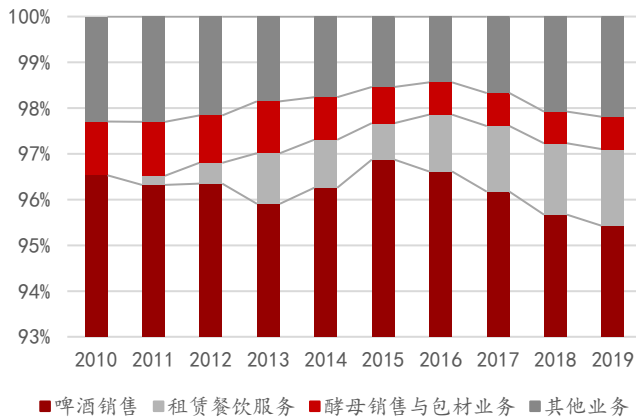


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

餐饮租赁业务毛利率高于啤酒主业, 占比扩大优化收入结构。公司“双主业”战略下, 产品收入构成进一步优化, 租赁餐饮业务营收增速加快。2019年公司实现啤酒销售业

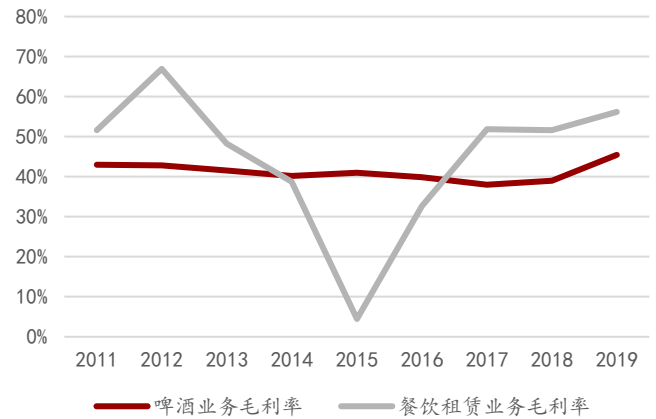
务营收40.49亿元，同比+4.76%，占比达95.42%，实现租赁餐饮业务营收0.71亿元，同比+12.70%，占比从2011年的0.19%提升至2019年的1.68%，2011-2019年CAGR为29.36%。餐饮租赁业务毛利率比啤酒销售更高，2019年毛利率达到56.14%。餐饮租赁业务占比提升优化公司收入结构。

图表57：公司分业务营收占比



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表58：公司餐饮租赁业务毛利率水平变化



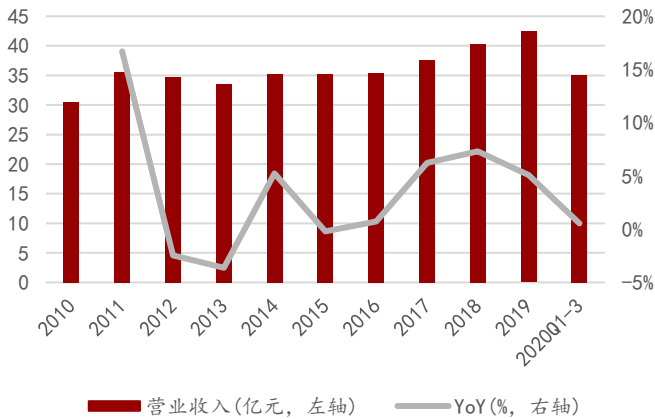
资料来源：Wind，万联证券研究所

4、财务：近年扣非归母净利高速增长，收益质量较高

渠道修复+旺季来临修复公司业绩，高研发投入助力公司产品结构升级。公司2018-2020Q1-3分别实现营收40.39/42.44/35.07亿元，同比+7.33%/+5.06%/+0.55%，扣非归母净利润1.32/3.61/4.42亿元，同比+288.04%/+173.35%/+25.85%，近年业绩增速大幅领先于收入增速，主因净利率水平较低的情况下，毛利率水平提升、管理费用率下降、利息收入增加（2018）等。2020年初受疫情影响，餐饮渠道销售停滞，营收与净利润水平下降，随着渠道修复与夏季销售旺季来临，20Q2公司销售明显恢复，纯生产品与易拉罐产品销量反弹带动总量增长，20Q3餐饮渠道基本恢复，啤酒终端动销情况持续修复，公司收入实现稳健增长。

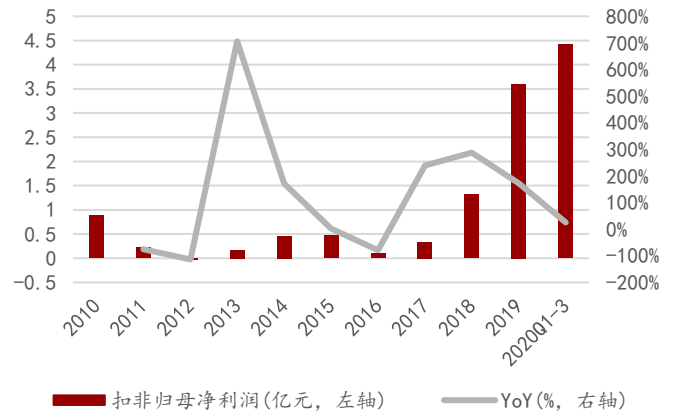
高端化趋势下，珠江啤酒如何应对竞争？核心是依靠本地产品力与品牌形象。公司从研发出国内第一支纯生啤酒起，一直秉持研发为先的经营理念，行业领先的研发投入水平助力纯生与易拉罐等中高端产品放量，深入挖掘广东口味，珠江纯生新鲜微苦的风味迎合消费者喜好，塑造坚实的品牌力。公司2019年研发费用率达到2.84%，2020前三季度达到3.23%，在行业内领先优势明显，高研发投入转化为30余种品类储备以及市场认可度，近两年推出的97纯生、珠江0度Pro以及珠江Light市场反响良好。

图表59：公司营收及同比增速



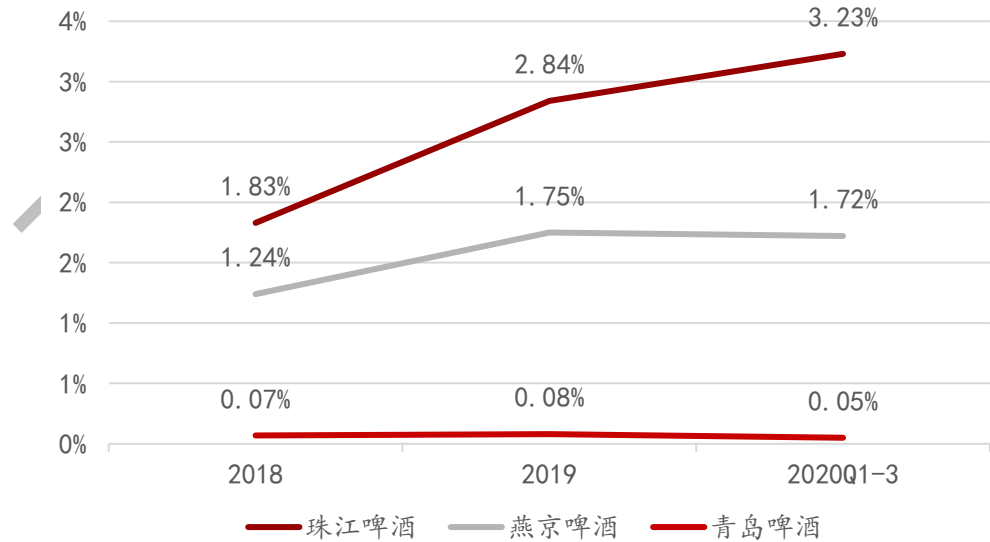
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表60：公司扣非归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表61：国内主要啤酒厂商研发费用率变化

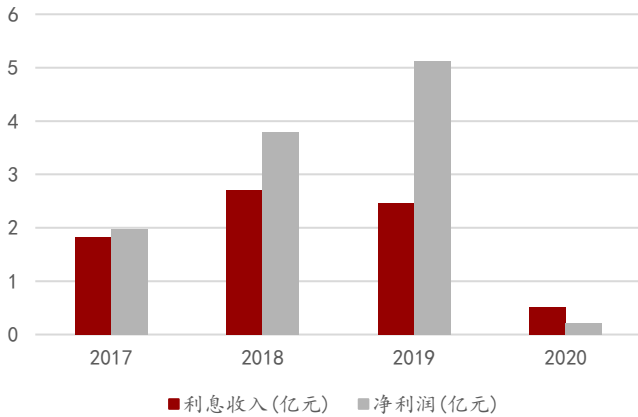


资料来源：Wind，万联证券研究所

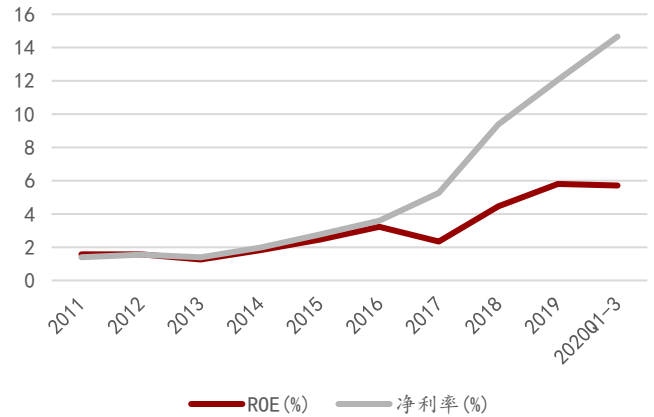
短期净利率受益募投资金利息收入，定增+自有资金支出提升资金使用效率，啤酒主业再增长。2015年以后，公司ROE主要受净利率驱动持续提升，2017年定增后提升幅度更大。短期来看，大量募投资金购买理财产品与存放银行存款带来大量利息收入，2019年公司净利润5.12亿元中包含利息收入2.47亿元。根据2019年年报，2019年以闲置募集资金进行现金管理获得利息收入（扣除手续费后）净额1.40亿元，2019年末尚未使用募集资金总额365,211.57万元。当募投资金支出完毕时，利息收入下降或导致短期净利润承压。

净利率提升可期，ROE仍有提升空间。重庆啤酒受益产品升级+关厂提效，2016年后净利率提升明显，同时叠加其高权益乘数，ROE水平相对较高。近两年青岛啤酒净利率低于珠江啤酒，但由于总资产周转率与权益乘数较高，ROE高于珠江啤酒。啤酒业务产品结构升级及双主业发展将驱动公司净利率继续增长，未来公司ROE水平仍有望提升。

图表62：公司利息收入与净利润比较



图表63：公司ROE与净利率变化



资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表64：国内主要啤酒企业杜邦分析

	2015	2016	2017	2018	2019	
珠江啤酒	ROE (%)	2.5	3.2	2.3	4.5	5.8
	净利率 (%)	2.4	3.2	4.9	9.1	11.7
	总资产周转率(次)	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4
	权益乘数	1.9	1.9	1.4	1.5	1.4
青岛啤酒	ROE (%)	10.8	6.4	7.6	8.1	10.0
	净利率 (%)	6.2	4.0	4.8	5.3	6.6
	总资产周转率(次)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
	权益乘数	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9
燕京啤酒	ROE (%)	4.7	2.5	1.3	1.4	1.8
	净利率 (%)	4.7	2.7	1.4	1.6	2.0
	总资产周转率(次)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
	权益乘数	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
重庆啤酒	ROE (%)	-5.4	15.3	27.5	35.0	51.3
	净利率 (%)	-2.0	5.7	10.4	11.7	18.3
	总资产周转率(次)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
	权益乘数	3.2	3.0	2.9	3.0	2.7

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：净利润为归母净利润

5、盈利预测与估值

5.1 盈利预测及核心假设

营业收入：我们假设公司啤酒主业随着产能释放以及高端化的持续推进（97黑金纯生及新款0度的替换），2020-2022年同比增长率为2.1%/7.1%/6.1%。租赁餐饮业务营收20年受疫情影响，收入下滑，21年仍有可能继续承压，22年有望恢复，假设2020-2022年同比增长率分别为-15%/6%/22%。营业总收入2020-2022年预计同比增长2.1%/7.3%/6.6%至43.3/46.5/49.5亿元。

毛利率：从收入端看，高端产品及文化产业收入占比提升毛利率；从成本端看，2020年公司以低价提前锁定成本，叠加税费减免等，全年成本得到压缩，21年或因澳麦征收双反税以及包材价格上涨影响面临成本压力，预计2020-2022年毛利率分别为48.6%/48.0%/49.7%。

图表65：收入预测业务拆分（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,244	4,332.4	4,649.3	4,954.9
YoY	5.1%	2.1%	7.3%	6.6%
啤酒销售	4,049	4,135	4,431	4,702
YoY	4.8%	2.1%	7.1%	6.1%
租赁餐饮服务	71	61	64	78
YoY	12.8%	-15.0%	5.9%	22.2%
酵母饲料销售	27	29	30	32
YoY	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
包装材料	3	2	2	2
YoY	87.9%	-50.0%	19.8%	0.0%
其他业务	93	106	122	141
YoY	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	46.8%	48.6%	48.0%	49.7%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

5.2 估值分析

与历史估值水平相比：截至20年12月25日，公司PE-TTM为43倍，略高于近三年估值中枢（38X）。公司20Q1业绩受疫情影响严重，目前我国疫情基本得到控制，餐饮等渠道消费恢复，预计报表端边际改善明显，利润弹性较大，叠加公司文化产业有望作为第二主业贡献增长，目前估值有一定支撑。

图表66: 珠江啤酒近三年PE-TTM及估值中枢



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公寓出售+商业综合体估值约62亿元。公司在琶醍啤酒文化创意艺术区和啤酒博物馆的基础上, 缴纳18.10亿元土地出让金保留总部6.91万平方米地块, 新增建筑面积约为21万平方米, 其中6万平方米用于旧厂房改造公寓后出售, 假设2023年获得销售收入, 剩余15万平方米用于新建商业综合地产出租, 打造啤酒文化嘉年华综合体, 国际啤酒总部大楼以及酒类综合体大楼, 假设2026年产生租金收入。我们采用可比估值法测算公寓出售业务估值, 采用现金流折现法估算商业综合体出租业务价值, 可比公寓销售均价为5.5万元/平方米, 商业综合体年租金均价为2000元/平方米, 总计文化地产板块估值约为62亿元。

图表67: 公司地产业务价值测算

公寓出售业务		商业综合体出租业务	
建筑面积(平方米)	60000	出租面积(平方米)	210000
销售均价(万元/平方米)	5.5	年租金均价(万元/平方米)	0.2
销售收入(万元)	330000	年租金收入(万元)	42000
净利率	12%	净利率	50%
净利润(万元)	39600	年租金净利润(万元)	21000
2021年初现值(万元)	36240	2021年初现值(万元)	586239
总计		2020年地产业务现值(亿元)	62

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所测算

分部估值法: 我们将公司业务拆分为啤酒板块与文化地产板块分别进行估值, 啤酒板块采用可比公司估值法给予2021年38倍PE, 叠加公司地产业务估值, 2021年目标市值约285亿元。

图表 68: 可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE-TTM	PE			PEG	股价 (元)
			2019A	2020E	2021E	2022E		2020E	2021E	2022E		
002461.SZ	珠江啤酒	235.94	0.22	0.26	0.28	0.32	43.03	40.95	38.02	33.14	3.23	10.66

600600.SH	青岛啤酒	1,336.90	1.37	1.62	1.94	2.26	59.57	60.49	50.52	43.36	3.33	98.00
000729.SZ	燕京啤酒	239.58	0.08	0.08	0.11	0.18	332.60	103.66	75.15	46.88	3.39	8.50
0291.HK	华润啤酒	2,249.84	0.40	0.77	1.15	1.49	135.20	90.06	60.30	46.54	1.64	69.35
600132.SH	重庆啤酒	552.65	1.36	1.30	1.64	1.83	105.47	87.54	69.77	62.51	8.41	114.19
均值							158.21	85.44	63.94	49.83		

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 数据截至 2020 年 12 月 25 日, 除珠江啤酒外其他啤酒公司 2020-2022 年 EPS 采用 Wind 一致预测

6、投资建议及风险因素

6.1 投资建议

珠江啤酒作为华南地区传统啤酒龙头, 背靠广州国资委, 引入百威英博, 立足啤酒酿造与销售主业, 啤酒文化产业协同发展。在啤酒行业进入存量竞争, 结构升级的大背景下, 公司顺势而为, 积极推动产品高端化+罐化升级。我们认为, 公司增长动力主要源于以下三点: ①产品结构升级, 97黑金纯生及新款0度替代、精酿化布局、罐化率提升; ②即饮渠道扩张; ③文化地产产业贡献利润增长。我们预计公司2020-2022年归母净利润同增15.8%/7.7%/14.8%至5.76/6.21/7.12亿元, 对应EPS为0.26/0.28/0.32元, 12月25日股价对应PE分别为41/38/33倍, 我们采用分部估值法, 2021年目标市值为285亿元。

6.2 风险因素

- 1. 经济增速不及预期风险。**公司主要产品为具可选属性、价格敏感的啤酒, 经济增速不及预期, 消费者消费能力承压将打击公司主业销售。
- 2. 产品结构升级与渠道拓展进展不及预期风险。**公司业绩增长点主要为中高端产品推广以及餐饮渠道进一步拓展, 业务进展不及预期将影响公司业绩。
- 3. 局部地区再次出现疫情风险。**局部地区再次出现小规模疫情, 导致有关部门收紧对公共场所的管制, 酒吧、夜店等餐饮渠道将直接受到影响, 公司销售情况将恶化。
- 4. 文化产业推进不及预期风险。**文化产业未来将成为公司重要的利润增长点, 文化产业推进不及预期将影响公司利润水平。
- 5. 食品安全风险。**食品安全问题是食品饮料行业的根本, 一旦出现食品安全问题, 将严重影响企业的销售情况与信誉。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,919	5,289	5,843	6,218	营业收入	4,244	4,332	4,649	4,955
货币资金	3,801	3,343	4,306	4,812	营业成本	2,256	2,228	2,416	2,491
应收票据及应收账款	24	23	26	27	营业税金及附加	400	416	445	474
其他应收款	59	47	51	54	销售费用	774	806	837	882
预付账款	12	16	17	17	管理费用	349	347	349	337
存货	535	671	555	570	研发费用	120	130	139	139
其他流动资产	1,488	1,188	888	738	财务费用	-217	-187	-180	-114
非流动资产	6,101	6,538	6,921	7,097	资产减值损失	-35	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,102	2,994	3,230	3,032	投资净收益	1	0	1	1
在建工程	143	710	880	1,277	资产处置收益	-4	21	13	17
无形资产	2,366	2,344	2,321	2,299	营业利润	586	695	742	855
其他长期资产	490	490	490	490	营业外收入	6	5	5	5
资产总计	12,021	11,827	12,765	13,315	营业外支出	4	3	3	3
流动负债	2,255	1,594	1,661	1,699	利润总额	588	697	744	857
短期借款	500	0	0	0	所得税	76	103	105	123
应付票据及应付账款	587	597	641	663	净利润	512	594	639	734
预收账款	49	62	60	68	少数股东损益	14	18	19	22
其他流动负债	1,119	935	960	968	归属母公司净利润	497	576	621	712
非流动负债	1,135	1,135	1,135	1,135	EBITDA	617	630	703	854
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.26	0.28	0.32
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,135	1,135	1,135	1,135					
负债合计	3,390	2,729	2,796	2,834	主要财务比率				
股本	2,213	2,213	2,213	2,213	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	4,504	4,504	4,504	4,504	成长能力				
留存收益	1,859	2,309	3,161	3,652	营业收入	5.1%	2.1%	7.3%	6.6%
归属母公司股东权益	8,577	9,026	9,878	10,369	营业利润	26.8%	18.6%	6.9%	15.1%
少数股东权益	54	72	91	113	归属于母公司净利润	35.8%	15.8%	7.7%	14.8%
负债和股东权益	12,021	11,827	12,765	13,315	获利能力				
					毛利率	46.8%	48.6%	48.0%	49.7%
					净利率	12.1%	13.7%	13.8%	14.8%
					ROE	5.8%	6.4%	6.3%	6.9%
					ROIC	3.3%	3.8%	4.0%	5.2%
					偿债能力				
					资产负债率	28.2%	23.1%	21.9%	21.3%
					净负债比率	-38.2%	-36.7%	-43.2%	-45.9%
					流动比率	2.62	3.32	3.52	3.66
					速动比率	2.38	2.89	3.17	3.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.35	0.37	0.36	0.37
					应收账款周转率	175.71	202.82	192.90	196.10
					存货周转率	4.22	3.32	4.35	4.37
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.22	0.26	0.28	0.32
					每股经营现金流	0.34	0.37	0.61	0.50
					每股净资产	3.87	4.08	4.46	4.68
					估值比率				
					P/E	47.43	40.95	38.02	33.14
					P/B	2.75	2.61	2.39	2.28
					EV/EBITDA	20.25	38.66	33.31	26.82

资料来源: Wind, 万联证券研究所, 携宁科技云估值

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场