



## 买入（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：10.89

### 证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001  
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

邓周贵

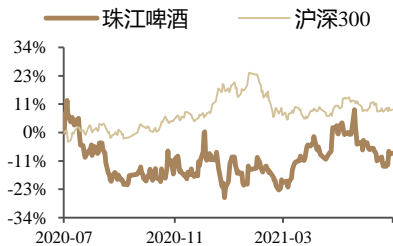
资格编号：S0120521030005  
邮箱：dengzg@tebon.com.cn

### 研究助理

李文华

资格编号：S0120121070024  
邮箱：liwh5@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.88	-10.82	-3.55
相对涨幅(%)	-4.10	-9.40	-6.52

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 珠江啤酒（002461.SZ）深度报告： 华南明珠，高端提升

## 投资要点

**名副其实华南王，产品结构升级焕新生。**珠江啤酒是我国第一瓶纯生啤酒的产商，是当之无愧的“纯生鼻祖”，并在全国范围内享有“北有燕京，南有珠江”的美誉。广东省是我国的啤酒消费大省，珠江啤酒2020年在广东省的市占率高达33%，并在省内实施深度分销加强渠道掌控力。2018~2020年，珠江啤酒扣非归母净利润1.32/3.61/5.23亿元，CAGR高达148%，主要受益产品结构升级。2020年高端精酿销量同增34%，高档产品销量占比同比提升3pcts。

**产品结构升级大风起，珠江河畔百舸争流。**我国啤酒市场进入存量竞争，各大啤酒企业由份额优先转向利润优先，行业竞争格局好转。广东啤酒市场呈现“量稳价增”的发展趋势，各大啤酒巨头纷纷布局高端啤酒赛道。与此同时，中高端价位段行业竞争激烈度下降，打开了珠江啤酒产品结构升级的空间。珠江啤酒通过推出97黑金纯生、新零度等产品来推动基地市场价格带上移。

**基本盘：零度系列“渠道稳定+主动提价”实现占位。**零度系列是珠江啤酒主力大单品，2020年销量占比在44%，定位4~5元中端价位段。2020年，公司对4元零度进行换代升级，终端零售价提0.5元，实现省内啤酒价格带的整体上移。产品端，公司对零度系列重新换装，品牌更加年轻化，打造体育定位。渠道端，公司率先在东莞等强势市场进行换代，在保证渠道和终端利润的基础上，预计2021年将扩大升级面。预计零度系列未来三年实现营收16.73/18.09/19.00亿元，同比增长11.2%/8.2%/5.1%。

**进攻盘：纯生系列切入餐饮赛道，加快高端价位布局。**珠江啤酒过去在即饮渠道布局相对薄弱，2020年公司推出新品97黑金纯生，定位10~12元高端价位段，主打餐饮渠道。我们认为未来97黑金纯生将取得成功：1)公司基本盘稳固，为纯生放量提供稳定费投；2)公司在广东采取深度分销，渠道客情稳定，2020年实现7.72万吨销量；3)公司在高端赛道摸索出“人海战术+精耕细作”的打法，预计在提升渠道和终端利润的基础上顺利推进纯生高端化。预计雪堡及纯生系列未来三年实现营收24.79/27.31/29.53亿元，同比增长14.2%/10.2%/8.1%。

**华南啤酒龙头开启高端化路径，给予“买入”评级。**预计2021~2023年实现营收47.62/51.72/55.08亿元，实现归母净利润7.15/8.42/9.30亿元。考虑到广东基地市场产品迭代超预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**产品结构升级不及预期；动销不及预期；中高端竞争加剧；疫情反复

### 股票数据

总股本(百万股):	2,213.33
流通A股(百万股):	2,213.32
52周内股价区间(元):	8.76-13.41
总市值(百万元):	24,103.15
总资产(百万元):	12,976.48
每股净资产(元):	4.06

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,244	4,249	4,762	5,172	5,508
(+/-)YOY(%)	5.1%	0.1%	12.1%	8.6%	6.5%
净利润(百万元)	497	569	715	842	930
(+/-)YOY(%)	35.8%	14.4%	25.6%	17.8%	10.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.22	0.26	0.32	0.38	0.42
毛利率(%)	46.8%	50.2%	50.6%	51.4%	52.1%
净资产收益率(%)	5.8%	6.4%	7.7%	8.6%	9.0%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 投资五要素

### 核心逻辑

第一，啤酒行业高端化逻辑进入业绩兑现期，企业盈利能力持续提升。啤酒行业龙头公司由“份额导向”转向“利润导向”，尤其在 2020 年疫情之后，行业经营压力倍增，行业高端化升级进程明显提速。结合 2020 年&21Q1 的主要企业经营数据，我们认为国产啤酒高端化开始步入业绩兑现期，参照日韩啤酒行业发展规律，我们看好啤酒企业盈利能力进入新一轮成长期。

第二，广东啤酒市场容量全国领先，人口净流入、居民消费水平不断提升，市场成长潜力大。珠江啤酒作为区域龙头企业，率先享受升级红利。珠江啤酒近年来深耕广东基地市场，相继推出新品 0 度系列、97 黑金纯生，持续推动结构升级。

第三，珠江啤酒作为国内区域性的啤酒龙头企业，经历 2013~2017 年的行业深度调整，落后产能顺利出清，公司产品结构不断提升，业绩增长弹性大。另一方面，公司坐拥广州繁华市区 6.91 万平方米商业用地，隐含珠三角大湾区土地升值期权，同时积极发力啤酒文化产业，有望打造第二增长曲线。

### 盈利预测与投资建议

综合来看，我们预计 2021~2023 年实现营收 47.62/51.72/55.08 亿元，实现归母净利润 7.15/8.42/9.30 亿元，对应 EPS 0.32/0.38/0.42 元，对应 PE 33.71/28.62/25.9X。珠江啤酒作为华南区域性啤酒龙头，未来三年将显著受益基地市场产品结构升级，看好未来利润的快速释放，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 区别于市场的观点

市场普遍认为零度换代上市，销量下滑，消费者接受度不高，难以全省范围推广。我们认为零度换代抢占 5 元价位段是公司中长期的战略规划。一旦珠江啤酒错失基地市场中低端产品的定价权，可能会丢掉中高端市场份额。因此，公司管理层能忍受零度系列一段时期的销量下滑，进而挺进 5 元价位带。

市场普遍认为纯生系列主攻餐饮渠道，短期难以见效，反而带来大量渠道费投。我们认为珠江啤酒在 10~12 元价位段的打法有别于传统的“进货保量+买场”，公司依靠自身在广东市场的精耕细作以及在渠道的纵向渗透，摸索出“人海战术+精耕细作”的方式，在天时地利人和的配合下有望快速起量。

### 股价表现的催化因素

97 黑金纯生动销超预期；公司主动提价等。

### 主要风险

产品结构升级不及预期；动销不及预期；中高端竞争加剧；疫情反复。

## 内容目录

投资五要素 .....	2
核心逻辑 .....	2
盈利预测与投资建议 .....	2
区别于市场的观点 .....	2
股价表现的催化因素 .....	2
主要风险 .....	2
1. 珠江啤酒：华南明珠，高端提升 .....	6
1.1. 公司复盘：啤酒华南王，迎来升级 .....	6
1.2. 营收情况：结构升级，盈利能力大幅改善 .....	7
1.3. 股权结构：多元化持股，治理结构再升级 .....	8
1.4. 产品情况：打造“3+N”产品矩阵 .....	8
1.5. 产能情况：首创“集中酿造，分散包装” .....	9
2. 行业高端趋势起，珠江河畔百舸争流 .....	11
2.1. 行业回顾：消费升级趋势下，啤酒高端化凸显 .....	11
2.2. 竞争格局：区域市场广阔，珠江大有可为 .....	13
2.3. 价格带：立足中端基本盘，高端啤酒加速发展 .....	15
3. 中档啤酒基本盘稳固，高档啤酒加速增长 .....	17
3.1. 基本盘：零度系列“渠道稳定+主动提价”实现占位 .....	17
3.2. 进攻盘：纯生系列切入餐饮赛道，加快高端价位布局 .....	18
4. 盈利预测与投资建议 .....	20
4.1. 盈利预测 .....	20
4.2. 投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 珠江啤酒发展历程 .....	6
图 2: 珠江啤酒营收保持稳步增长 .....	7
图 3: 珠江啤酒扣非归母净利润 .....	7
图 4: 珠江啤酒盈利能力大幅改善 .....	7
图 5: 珠江啤酒期间费用保持相对稳定 .....	7
图 6: 珠江啤酒销量保持相对稳定 .....	7
图 7: 珠江啤酒吨价维持在 3% 左右增速 .....	7
图 8: 珠江啤酒股权结构 .....	8
图 9: 珠江啤酒产品矩阵 .....	9
图 10: 2020 年珠江啤酒各个价位段分布 .....	9
图 11: 珠江啤酒产品矩阵 .....	9
图 12: 珠江啤酒产能情况分布 .....	10
图 13: 珠江啤酒全国酿造产能分布 (8 个厂) .....	10
图 14: 珠江啤酒广东省酿造产能分布 (5 个厂) .....	10
图 15: 中国啤酒行业演变图 .....	12
图 16: 主流啤酒公司历年并购情况 .....	12
图 17: 2020 年广东省人口数位居全国第一 (亿人) .....	13
图 18: 2020 年广东省城镇人均可支配收入位居全国前列 (元) .....	13
图 19: 广东省啤酒市场规模国内领先 .....	13
图 20: 广东啤酒市场零售规模在 160 亿元左右 .....	14
图 21: 广东啤酒市场零售吨价增速加快 .....	14
图 22: 广东省啤酒产量进入稳量阶段 .....	14
图 23: 广东啤酒市场竞争格局 .....	15
图 24: 珠江啤酒省内的主要强势市场 .....	15
图 25: 珠江啤酒“3+N”产品矩阵 .....	17
图 26: 珠江零度系列换代升级有目标有路径 .....	18
图 27: 珠江纯生系列销售占比稳步提升 .....	18
图 28: 珠江纯生销量及其增速 .....	18
图 29: 珠江纯生主打音乐定位 .....	19
图 30: 珠江啤酒营业收入拆分及和预测 .....	21
图 31: 珠江啤酒同行业估值水平 .....	21

表 1: 广东啤酒市场价格带分析 ..... 16

## 1. 珠江啤酒：华南明珠，高端提升

### 1.1. 公司复盘：啤酒华南王，迎来升级

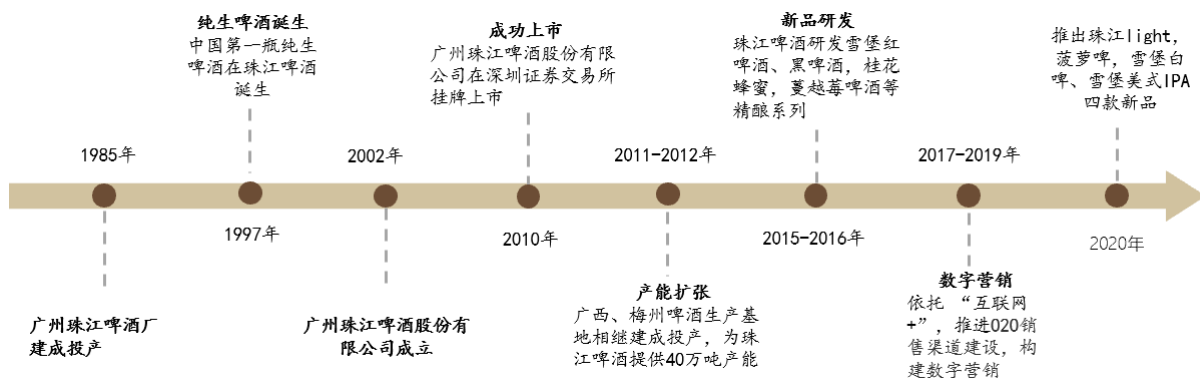
珠江啤酒成立于1985年，目前已经发展成为一家啤酒酿造产业+啤酒文化产业“双主业”协同发展、包装产业配套发展的大型现代化啤酒企业，核心市场位于广东省内，长期占据广东啤酒市场份额第一，是珠三角区域啤酒绝对龙头企业。1997年，珠江啤酒率先酿造出我国第一瓶纯生啤酒，奠定中国纯生啤酒的领导者地位，2017年开始发力精酿啤酒，领先中国精酿啤酒行业发展。公司拥有“珠江”、“纯生”和“雪堡”三大品牌，近年来在不断提升品牌的同时，推出“珠江0度”和“珠江light”等产品稳固中档啤酒市场，基本形成“3+N”的产品战略。

**2010~2016年，公司成功上市，步入新发展阶段。**2010年，珠江啤酒在深交所成功挂牌上市，IPO募投资金极大地扩充公司优势产能。2011~2012年，广西、梅州生产基地相继建成投产，同时提出了“南固、北上、西进、东拓”的全国战略。

**2017~2019年，多元化渠道建设，构建数字营销。**2017年，珠江啤酒开始推进现代化的渠道建设，深化营销改革，打造商业模式的多元组合。以互联网和大数据技术为核心的“新零售”撬动“新制造”，实施O2O新零售项目，融合线上线下与现代物流，构建新零售体系。2018-2019年，珠江啤酒加大各渠道产品差异化开拓力度，在形成“平台旗舰店+微商城+网络商城合作”的电商运营模式的基础上试水社区电商、2B新零售、企业线上定制团购等创新电商业态，实现品牌的线上全渠道布局。

**2020年至今，加快产品结构升级，抢占中高端价位段。**2020年，珠江啤酒相继推出珠江LIGHT、298ml瓶装纯生1997、珠江0度Pro等升级产品5款，加快自身产品线的迭代升级。公司近年来逐步发力中高端价位段，以产品升级为抓手，聚焦纯生类、罐类等中高端产品，未来随着高端化战略的稳步推进，将带动盈利能力的逐步改善。

图1：珠江啤酒发展历程

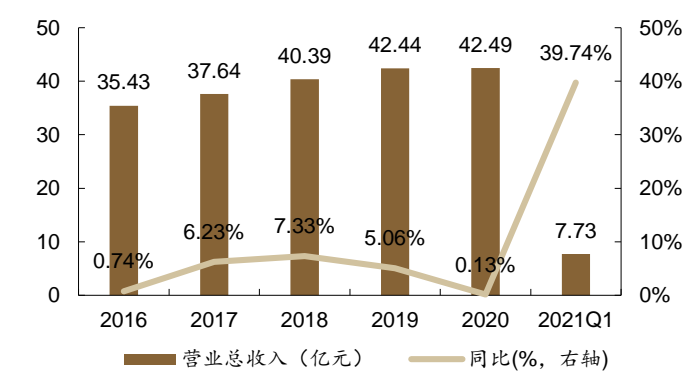


资料来源：德邦研究所

## 1.2. 营收情况：结构升级，盈利能力大幅改善

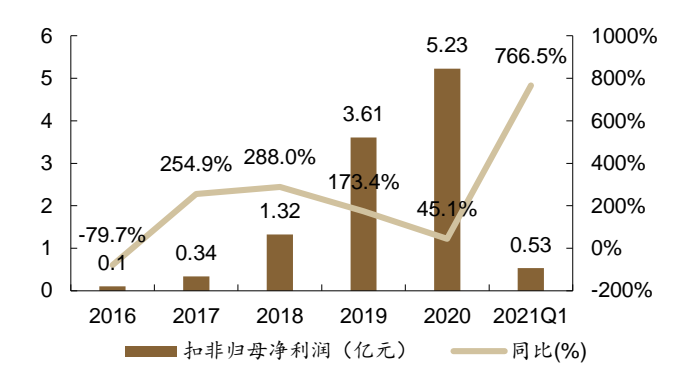
公司营收稳健增长，盈利能力不断改善。2016~2020年，珠江啤酒营收保持稳步增长，CAGR约3.7%，主要由于我国啤酒行业开始步入存量市场阶段，行业增速放缓。受益于产品结构升级，珠江啤酒扣非归母净利润大幅改善，2020年实现5.23亿元，同比增长约45%。盈利能力来看，2017~2020年，珠江啤酒毛利率水平持续上行，由39.2%增长至50.2%，进而带动净利率水平提升至13.8%。从费用端来看，珠江啤酒期间费用维持相对稳定，近三年来财务利息收入对公司业绩有较大的提振。

图 2：珠江啤酒营收保持稳步增长



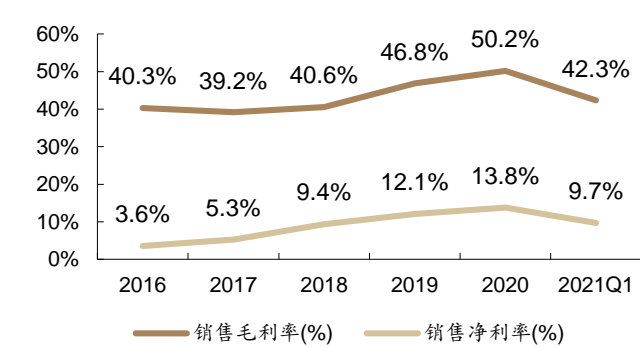
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：珠江啤酒扣非归母净利润



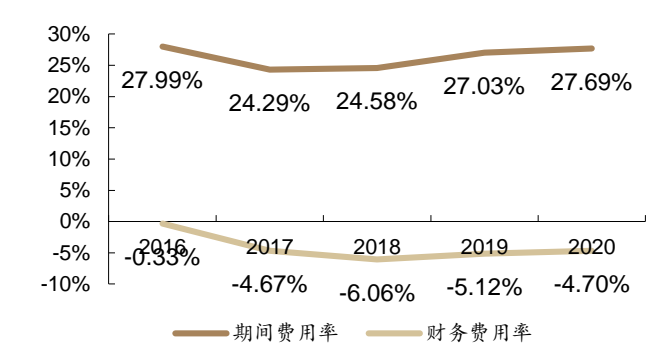
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：珠江啤酒盈利能力大幅改善



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：珠江啤酒期间费用保持相对稳定

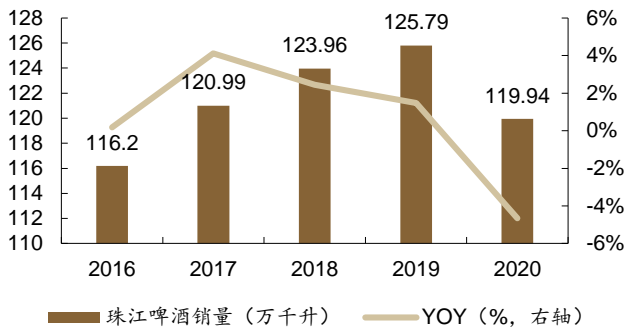


资料来源：Wind，德邦研究所

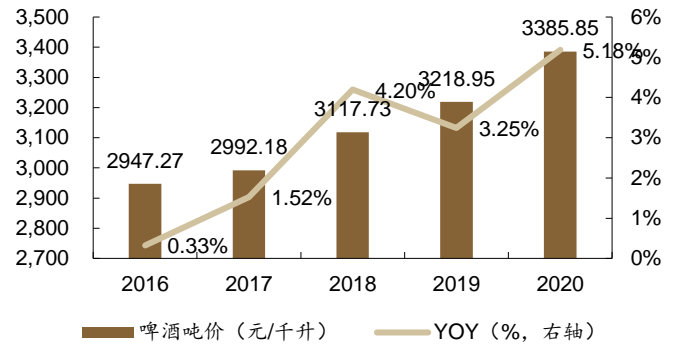
量稳价增趋势持续，高端新品上市将进一步优化公司产品结构。从销量来看，我国啤酒市场进入存量时代，2016~2019年，珠江啤酒销量逆势实现2.7%复合增速。其中，2020年由于疫情冲击，珠江啤酒销量下滑4.65%，2021年随着疫情好转，预计销量实现8%左右恢复性增长。从吨价来看，珠江啤酒大力推进产品结构升级，2018~2020年，吨价增速约达4.21%。其中，2020年珠江啤酒吨价增速达5.18%，产品结构升级再提速。2021年，随着高价位的97纯生和新零度的全面铺货，预计珠江啤酒实现吨价5%左右增长。

图 6：珠江啤酒销量保持相对稳定

图 7：珠江啤酒吨价维持在3%左右增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

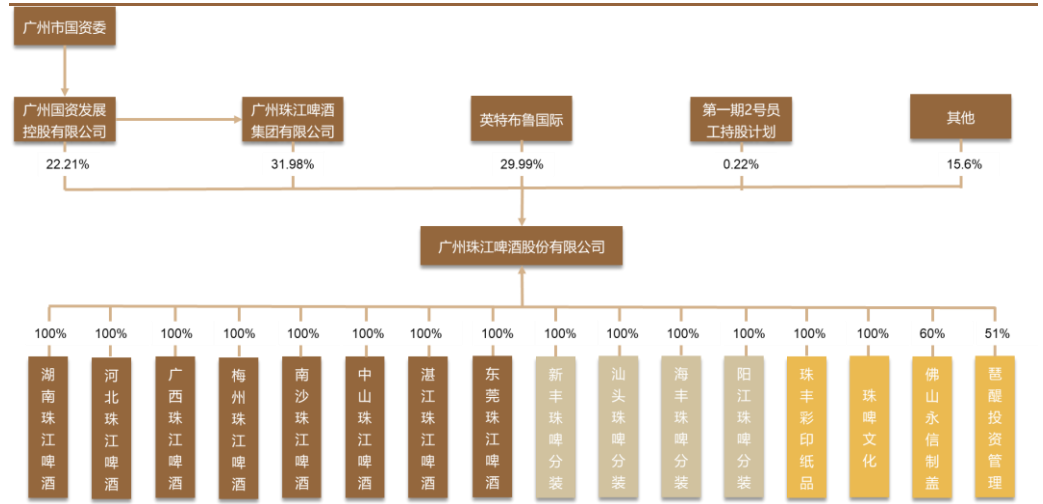


资料来源: Wind, 德邦研究所

### 1.3. 股权结构: 多元化持股, 治理结构再升级

多元化股权结构优化公司治理, 员工持股计划实现管理层深度绑定。截止目前, 广州市国资委合计持有珠江啤酒 54.18% 股权, 是公司的实际控制人。2002 年, 英特布鲁国际 (百威) 在珠江啤酒股改之际投入 1.6 亿元持有公司 24% 的股权, 随后通过参与 2015 年的定增将持股比例提升至 29.99%, 彰显珠江啤酒在百威英博集团里的战略地位。英特布鲁国际作为珠江啤酒重要的二股东, 不参与公司日常运营, 但是能从战略层面和工艺层面给以公司重要的指导。根据 2020 年报披露, 公司管理层通过第一期 2 号员工持股计划持有公司 0.22% 股权, 实现公司管理层绑定。

图 8: 珠江啤酒股权结构



资料来源: Wind, 德邦研究所  
注: 截止 2020 年 12 月 31 日

### 1.4. 产品情况: 打造“3+N”产品矩阵

珠江啤酒打造“3+N”产品矩阵, 积极布局高端价位段。珠江啤酒立足“1 (雪堡) +1 (纯生) +1 (珠江)” + “N (特色)” 的产品组合, 实施“3+N”产品矩阵, 以高价位产品构建高端品牌格局。产品打法上, 珠江啤酒以 97 纯生为核心, 引领高端产品发展; 同时积极拓展珠江 light、特制白瓶纯生等产量, 壮大中档产品力量。根据渠道调研反馈, 由于珠江啤酒流通渠道占比约 70%, 因此通过丰富罐类



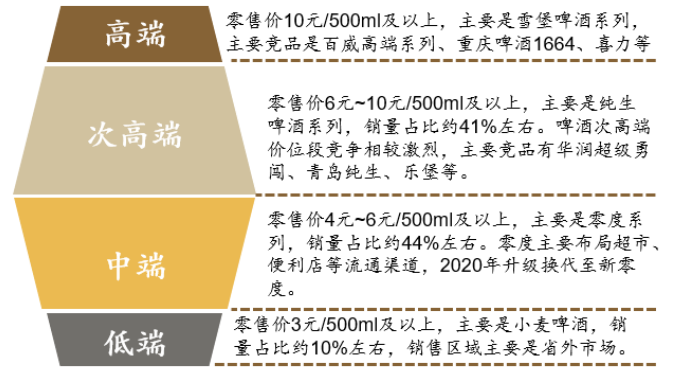
产品组合，提升产品罐化率来压缩吨成本。价格带分布上，珠江啤酒在广东基地市场实现全价格带覆盖，构建了“小麦啤酒（3元）-零度系列（4-5元）-珠江 light（5元）-纯生系列（6-12元）-雪堡系列（15元）”全价格带产品系列，并基于此有序实现产品结构升级。

图 9：珠江啤酒产品矩阵



资料来源：百度，德邦研究所

图 10：2020 年珠江啤酒各个价位段分布



资料来源：渠道调研，德邦研究所  
注：数据日期截止至 2020 年报

图 11：珠江啤酒产品矩阵

类型	产品	规格 (ml)	包装	原麦汁浓度 (°P)	酒精含量 (≥%VOL)	保质期 (月)	淘宝价格
珠江啤酒	老珠江啤酒	600	玻璃瓶	12	4.3	12	4.94
	珠江经典	500	罐装	12	4.3	12	4.93
	珠江原麦	330	罐装	12	4.3	12	2.75
	珠江light	528	玻璃瓶	9		12	
	珠江原浆	680	玻璃瓶	10		12	
珠江0度 (4-5元)	珠江零度	500	罐装	9.8	3.6	12	5.89
	珠江0度pro	600	玻璃瓶	9.8	3.6	12	6.66
	珠江0度pro	330	罐装	9.8	3.6	12	2.83
珠江纯生 (6-12元)	珠江97纯生	600	瓶装	9.8	3.6	12	
	珠江97纯生	500	罐装	9	3.6	12	6.94
	珠江97纯生	528	玻璃瓶	9	3.6	12	7.32
	珠江97纯生	330	罐装	9	3.6	12	3.50
	珠江特制纯生	500	罐装	9	3.6	12	5.13
雪堡 (15元以上)	雪堡白啤	600	玻璃瓶	9	3.6	12	5.67
	雪堡白啤	500	罐装	10	3.6	12	6.83
	雪堡白啤	528	玻璃瓶	10	3.6	12	
	雪堡黄啤	500	罐装	11	4	12	10.07
	雪堡黄啤	330	玻璃瓶	11	4	12	9.54
风味啤酒	雪堡黄啤	330	罐装	11	4.5	12	5.35
	雪堡黄啤	500	罐装	11	4.5	12	9.83
	雪堡黄啤	330	玻璃瓶	11	4.5	12	12.83
风味啤酒	雪堡百香果微醺	310	罐装	11	4	12	8.81
	美式IPA	330	玻璃瓶	13.5	5.5	12	16.13
风味啤酒	金麦穗	330	罐装	10	3.6	12	2.67
	珠江菠萝啤	330	罐装			12	2.76

资料来源：公司官网，淘宝网，德邦研究所

注：淘宝线上价格低于线下流通价格，仅供参考；淘宝数据通过加权计算得来

### 1.5. 产能情况：首创“集中酿造，分散包装”

珠江啤酒首创“集中酿造，分散包装”模式，全国拥有 220 万吨酿造产能。珠江啤酒首创“集中酿造，分散包装”模式，实现物流成本集约化管理，在全国拥

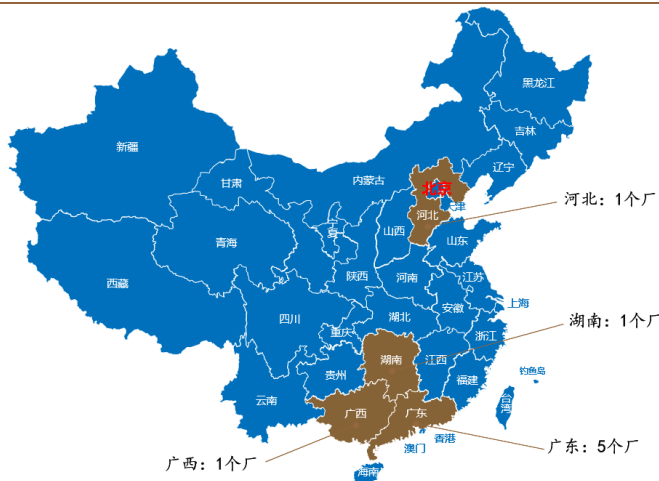
有 8 个酿造工厂，合计酿造产能达 220 万吨。产能分布上，2020 年广西、湖南和河北三地合计拥有 50 万吨产能，广东省内产能达 170 万吨。其中，广东省内广州南沙厂 130 万吨，梅州厂 20 万吨，湛江厂 20 万吨。从产能利用率上，2020 年珠江啤酒整体产能利用率达到 55% 左右，维持在较高的产能利用率水平。其中，根据渠道调研，广东工厂保持高负荷运转，2020 年产能利用率达 65%；省外市场产能利用率约 20% 左右。**未来，随着东莞厂 30 万吨产能投产以及湛江厂 20 万吨产能投产，珠江啤酒 2022 年产能预计达 270 万吨左右。**从关厂提效上看，在酿造产能方面，省外的产能利用率较低，存在一定的优化空间。

图 12：珠江啤酒产能情况分布

工厂	地址	产能情况	主要销售产品及区域	
酿造工厂	南沙珠啤	广东广州	年产能130万吨，灌装能力80万吨	珠江纯生啤酒、珠江0度啤酒、珠江12度啤酒等产品 珠江纯生、珠江零度精品、精品小麦等啤酒，主销湛江、茂名、海南等地 珠江0度PRO、9度珠江啤酒(冰酿)、528ml珠江LIGHT，主要销往东莞和深圳市场 珠江0度，销往中山、珠海、顺德等市场。 珠江精品小麦、珠江特制小麦、珠江零度精品、珠江原浆系列、珠江桶啤等  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
	梅州公司	广东梅州	年产能40万吨	
	湛江公司	广东湛江	年产能、灌装产能达20万吨	
	东莞公司	广东东莞	年产25万吨灌装产能，2020年启动30万吨酿造和10万吨灌装产能扩建工程	
	中山公司	广东中山	年啤酒规划产能20万吨	
	河北公司	河北石家庄	酿造产能10万吨	
	湖南公司	湖南湘潭	酿造产能20万吨	
	广西公司	广西南宁	酿造产能20万吨，灌装产能10万吨	
分装厂	新丰公司	广东新丰	灌装产能2.5万吨	12°珠江、10°清爽、9.8°0度精品等珠江牌系列产品 珠江0度清醇啤酒等系列产品，销售覆盖汕尾市、惠州市等地 12.0°P珠江啤酒、10.0°P清爽型珠江啤酒、9.8°P精品零度珠江啤酒等系列瓶装产品，主要销往阳江和江门地区
	海丰公司	广东汕尾	灌装产能5万吨	
	阳江公司	广东阳江	包装产能4万吨	
	从化公司	广东广州	包装产能15万吨	

资料来源：公开资料整理，公司官网，德邦研究所

图 13：珠江啤酒全国酿造产能分布（8 个厂）



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 14：珠江啤酒广东省酿造产能分布（5 个厂）



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

## 2. 行业高端趋势起，珠江河畔百舸争流

### 2.1. 行业回顾：消费升级趋势下，啤酒高端化凸显

中国啤酒行业迈入成熟期，行业竞争格局相对稳固。啤酒行业在 4 元以下的低端啤酒板块竞争缓和，8 元及以上的高端啤酒成为众多酒企的竞争高地。

**1980~1990 年，开启国产啤酒时代。**上世纪 80 年代，搭乘改革开放的春风，国家在 1985 年开始实施“啤酒专项工程”。通过地方政府自筹 26 亿，中国建设银行出资 8 亿，以及国家用来购买先进流水线的 2000 万美金，中国正式叩开“国产”啤酒的大门。一时间，创办啤酒厂风靡全国，各地涌现的啤酒品牌多达 813 家，基本实现“一城一啤”，例如北京的燕京、五星，上海的力波、光明，天津的长城，重庆的山城等等。

**1990~1995 年，啤酒企业区域性扩张。**受益于我国经济高速发展以及市场化红利，啤酒行业迎来了高速发展期。截止 1993 年，我国啤酒产量超越德国跃居世界第二位。百年品牌青岛啤酒立足山东基地市场，在加强自身品牌的同时，通过并购的方式积极向外省扩张，相继收购了崂山啤酒、汉斯啤酒、山水啤酒等一众品牌，成功坐上国内啤酒企业的头把交椅。同期，燕京啤酒及时调整公司产品战略，采用“胡同战术”的深度分销模式，于 1996 年成功实现反超青啤，产量一举超过 50 万吨。至上世纪末，基本形成了“北燕京、南珠江、东青岛、西蓝剑”的啤酒行业竞争格局。

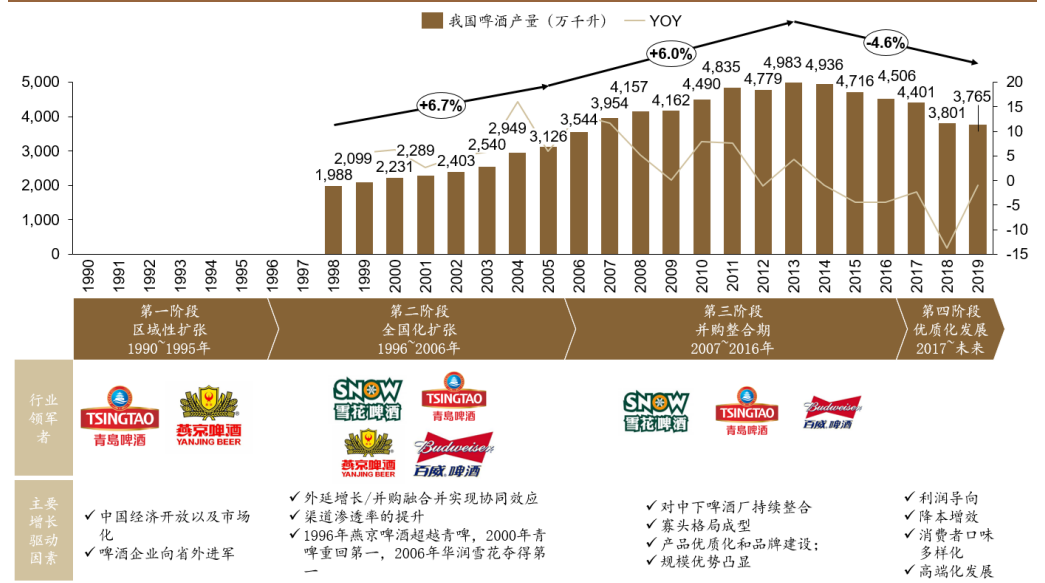
**1996~2006 年，全国化扩张发展。**华润集团与 SAB 合资成立华润啤酒并主打雪花，开始在全国范围内进行并购。华润啤酒在稳固辽宁市场后，背靠华润集团，开始用“蘑菇战略”在沿海和沿江双线并进。其中，华润雪花相继拿下金威啤酒、蓝剑啤酒，一路成长为我国啤酒行业重要的第三极。海外啤酒巨头百威英博进入中国市场，通过收购哈尔滨啤酒、雪津啤酒等知名地方啤酒厂，分享我国啤酒行业扩容红利。

**2007~2016 年，行业整合发展期。**在 2006 年华润啤酒超过青啤成为行业第一，产量率先突破千万吨。啤酒行业市场集中度进一步提升，行业 CR5 的格局初步确立。至 2013 年，我国啤酒行业总量迎来拐点，行业啤酒产量开始出现下滑，行业惯性发展，价格竞争策略依旧存在，但长期的低价竞争导致大量的啤酒企业出现亏损、甚至倒闭，龙头公司继续加快收并购，市场集中度进一步提升，寡头格局基本形成。

**2017~至今，行业优质化发展。**啤酒行业竞争格局相对稳固，啤酒企业经过一轮洗牌，开始进入存量竞争期。重庆啤酒在 15、16 年率先关厂在 16、17 年享受到了巨大的利润增长红利，其他各大酒企也都面临着落后产能的收入增长拖累问题，各大啤酒企业由过去的“要市场”开始转向“要利润”，叠加行业成本上涨的压力，费用战也逐步收缩，行业竞争趋缓，17 年开始行业龙头华润、青啤开始加快关厂。在消费升级的趋势下，各大酒企加速产品升级迭代，提高啤酒吨价，推动啤酒行业向高端化发展。同时费投减少、提价、灌装比例提升、关厂增效多维度推动啤酒企业盈利改善。

2020 年以来，行业高端化逻辑逐步进入业绩兑现期。受到新冠疫情影响，2020 年啤酒行业产量同比下降 7%，各大酒企对高端产品推广力度进一步提升，同时面对成本上行压力，费用竞争缓解，啤酒消费价格的一致提升加速了高端化的进程。华润啤酒 2020 年次高及以上销量同比逆势增长 11.2%，决战高端战役效果明显。青岛啤酒 2021Q1 主品牌销量实现同比增长 44%，快于整体 35% 的增速。燕京啤酒中高档产品营收占比由 2019 年的 54.62% 提升至 2020 年的 59.81%。重庆啤酒 2021Q1 年 10 元以上产品同增 99%，占比进一步提升至 34.4%。结合 2020 年&21Q1 的财报数据，我们认为国产啤酒高端化逻辑开始步入业绩兑现期，看好未来啤酒高端化带来的盈利加速释放。

图 15：中国啤酒行业演变图



资料来源：Wind，国家统计局，根据公开资料整理，德邦研究所

图 16：主流啤酒公司历年并购情况

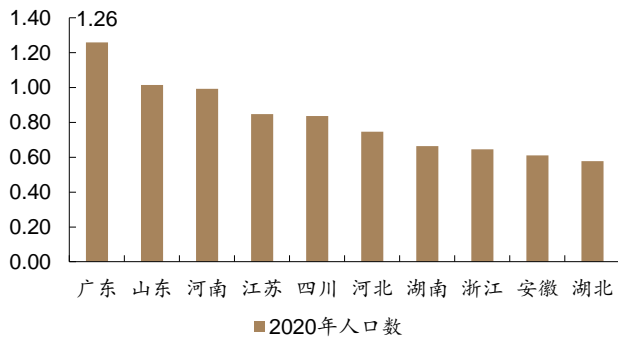


资料来源：公开资料整理，德邦研究所

## 2.2. 竞争格局：区域市场广阔，珠江大有可为

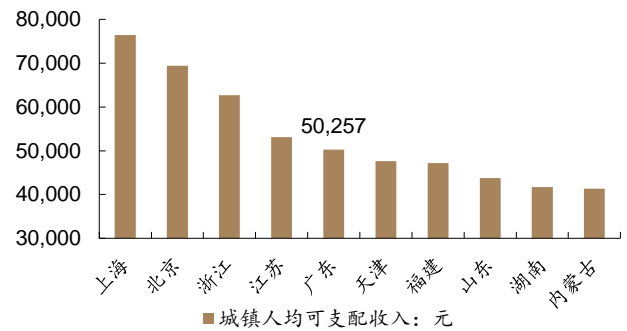
广东啤酒市场规模全国领先，人口规模和经济水平排名靠前，啤酒消费升级潜力巨大。从需求端来看，广东是我国人口第一大省，同时城镇人均可支配收入位居全国前列，具有较大的消费升级潜力。从市场容量来看，根据国家统计局数据，2019年广东啤酒市场产量高达385万千升，占全国啤酒产量的10.22%，位居全国第二位。由于啤酒供给受到300~400公里运输半径限制，假设啤酒消费产销平衡，广东是我国第二大啤酒消费市场。从市场划分来看，我们从啤酒产量和城镇人均可支配收入两个维度，将国内啤酒市场划分成四个象限，大部分省市地区落在“低消费量，低消费力”的第三象限。其中，广东市场位于“高消费量，高消费力”的第一象限，因此广东啤酒市场的消费升级快于全国水平，成为啤酒企业的兵家必争之地。

图 17：2020 年广东省人口数位居全国第一（亿人）



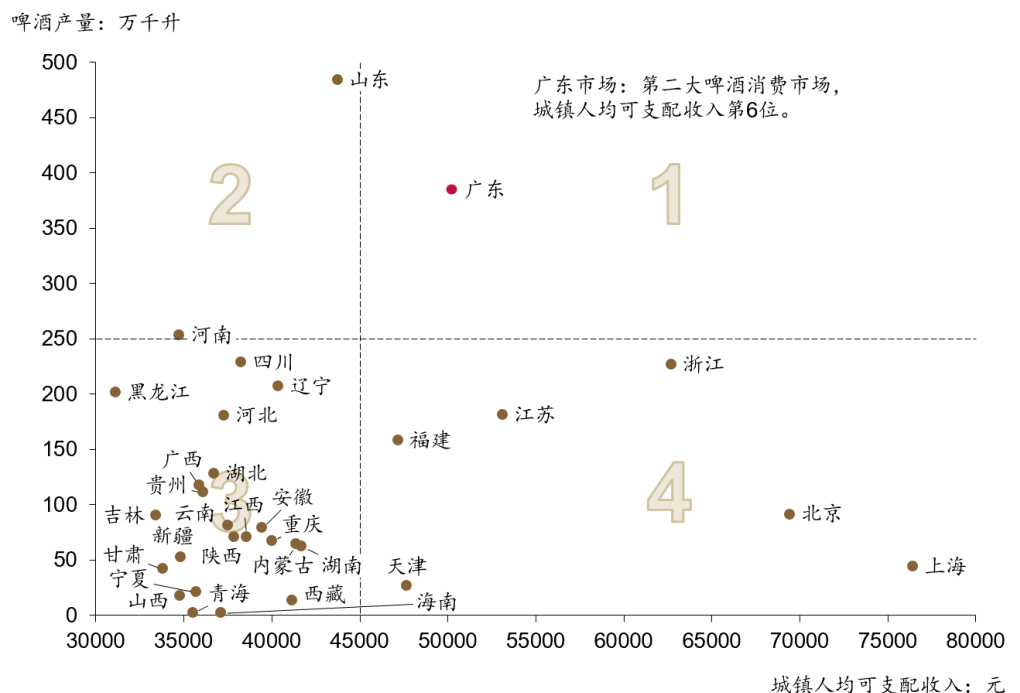
资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：2020 年广东省城镇人均可支配收入位居全国前列（元）



资料来源：Wind，德邦研究所

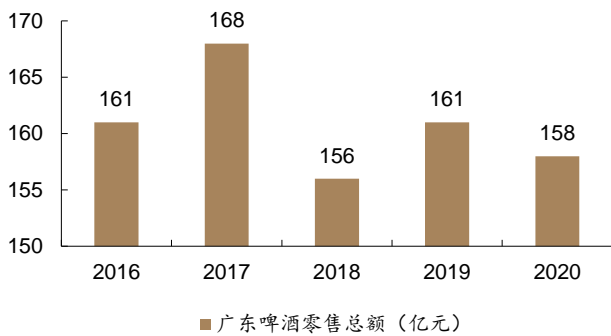
图 19：广东省啤酒市场规模国内领先



资料来源: Wind, 德邦研究所

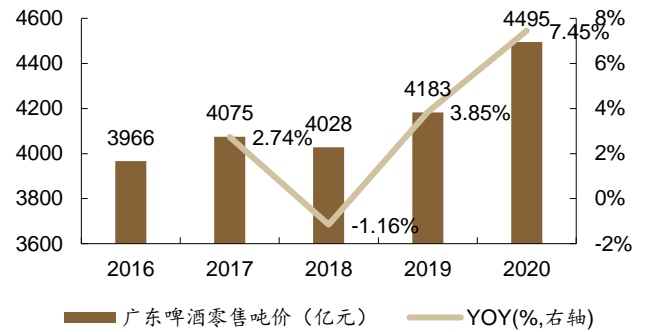
广东啤酒市场呈现“量稳价增”趋势，看好消费升级趋势下产品结构升级加速。从销量上来看，2013~2019年，广东省啤酒产量出现趋势性下滑，年复合降速达3.6%，其中2020年由于疫情冲击，进一步下滑至352万吨左右，广东啤酒市场进入存量竞争时代。从营收上来看，2020年，在疫情冲击下，广东市场国产及进口啤酒销售收入158亿元，同比下滑1.86%。近五年来看，广东啤酒市场规模稳定在160亿元左右。从吨价来看，目前广东省啤酒消费的主力价位段在4~6元，吨价4500元左右。其中，2020年广东啤酒消费升级加速，吨价提升7.45pcts。未来，在消费升级的趋势下，啤酒厂商通过产品结构升级以及被动提价等方式来提升吨价，预计未来3年啤酒吨价维持2~3%左右增速。

图 20: 广东啤酒市场零售规模在 160 亿元左右



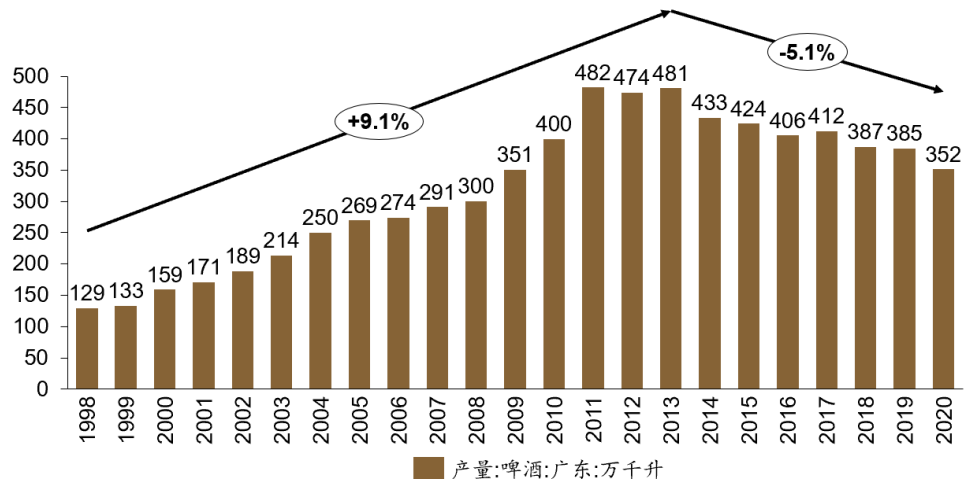
资料来源: 广东省酒类行业协会, 德邦研究所

图 21: 广东啤酒市场零售吨价增速加快



资料来源: 广东省酒类行业协会, 德邦研究所

图 22: 广东省啤酒产量进入稳量阶段



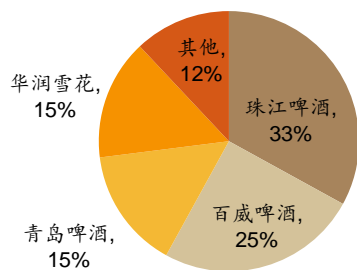
资料来源: Wind, 德邦研究所

广东啤酒市场竞争格局稳固，各大酒企费投主要集中在次高及以上。从竞争格局来看，根据渠道调研，广东省内啤酒市场呈现寡头垄断竞争，以销量计，前四大啤酒企业市场集中度高达88%左右，珠江啤酒(33%)占据市场主要份额，百威啤酒(25%)、青岛啤酒(15%)、华润雪花(收购金威啤酒，15%)紧随其后。其中，珠江啤酒产能分布范围最广，几乎遍布整个广东省，以广州为核心根据地，以东莞为桥头堡，直插深圳市场；以中山为牛角，挺进珠海，同时落子粤西南和粤

东两边向中同时包抄，在广东省拥有约 170 万吨的啤酒产能。从竞争策略来看，广东市场作为珠江啤酒的基地市场，公司在广东采取全价位、全覆盖的竞争策略，向上推出雪堡啤酒发展精酿，向下通过零度精耕下沉市场。百威啤酒主攻 10 元以上高端啤酒市场，向下通过哈尔滨啤酒占位低档市场，费投方面基本转向高端价位段。华润啤酒通过收购金威啤酒扩大在广东市场的份额，2020 年通过喜力星银来进攻高端价位段，雪花系列和勇闯系列继续卡位中低端市场，费投更多往高档倾斜。

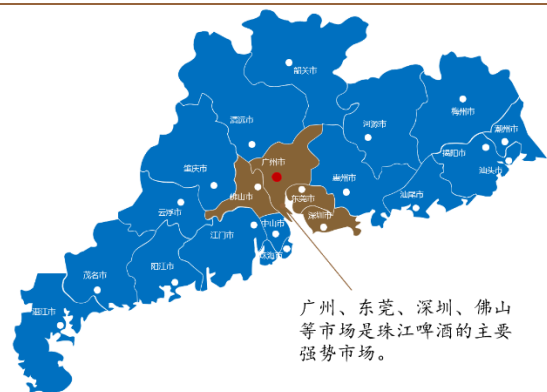
**分渠道来看，广东啤酒市场呈现错位竞争，珠江啤酒未来主要发力餐饮渠道。**从渠道操作上看，珠江啤酒和华润啤酒在广东省内采取深度分销的模式，百威啤酒和青岛啤酒则采取大经销商模式。从产品结构来看，根据渠道调研，珠江啤酒 90% 左右销量主要集中在 4~10 元中高端价位段，百威啤酒约 50~60% 销量集中在 10 元以上高端价位段。从渠道结构上看，珠江啤酒 70% 集中在 KA 商超等流通渠道，30% 集中在餐饮端等即饮渠道；百威亚太流通渠道占有 55%，夜场渠道约 30%，KA 渠道约 15%。珠江啤酒在餐饮端等即饮渠道铺货相对较少，通过推出 97 黑金纯生来重点打餐饮渠道。**分区域来看**，珠江啤酒在广东高线城市销量集中品牌份额稳固，作为本土龙头品牌低线城市挖潜空间大，更易收割低线城市升级份额。**从消费区域来看**，广州、深圳、佛山、东莞等是广东酒类消费的主阵地，也是珠江啤酒主要的强势市场。

图 23：广东啤酒市场竞争格局



资料来源：渠道调研，德邦研究所

图 24：珠江啤酒省内的主要强势市场



资料来源：渠道调研，德邦研究所

### 2.3. 价格带：立足中端基本盘，高端啤酒加速发展

**珠江啤酒产品大多集中在 6~10 元腰部价位段。**珠江啤酒的产品结构呈现“两头小，中间大”，公司的主力产品纯生系列和零度系列主要集中在 6~12 元以及 4~5 元两个价位段，雪堡系列等超高端产品主要在 12 元以上价位段，销量占比较低。12 元以上超高端价位段，根据渠道调研，雪堡系列零售价在 15 元/330ml 左右，主打夜店和高端餐饮渠道，吨价在 6400 元左右，在广东市场的主要竞品是百威的科罗娜、蓝妹，华润的喜力以及重庆啤酒的 1664 等。

**珠江啤酒推出雪堡系列，积极布局高端啤酒赛道。**高端啤酒不再是渠道和费用的竞争，更多的是品牌和消费者体验的竞争，雪堡系列相较科罗娜、喜力、1664 等品牌拉力相对不足，目前销售体量相对较小，更多的是拉伸珠江啤酒整体的品牌高度。2020 年，广东高端市场竞争格局来看，根据渠道调研，百威凭借超高的品牌拉力，市场份额高达 40%，华润雪花+喜力市场份额达 20%，青岛啤酒下滑至 18% 左右，重庆啤酒逐步攀升至 11%，珠江啤酒体量相对较小，在 5% 左右。

高端价位段的渠道费用竞争相较激烈，百威整体的费用投放呈结构性变化，部分中低端费用向高端价位段倾斜，相继推出蓝妹、百威昕蓝等产品来狙击喜力在华南市场的发力。华润啤酒在收购喜力中国业务之后，重点发力高端啤酒赛道，费投方面不计成本进行进店、买店、锁店，开始逐步蚕食百威在高端啤酒的市场份额。重庆啤酒在完成与嘉士伯的并购重组之后，拥有 6+6 的产品矩阵，在华南市场主要投放乌苏、嘉士伯、乐堡以及 1664 等产品，主要的渠道策略是通过网红乌苏产品来引流，捆绑销售进而推广嘉士伯等高端产品。青岛啤酒在华南市场缺少高端核心品牌，整体高端价位的动作处于弱势。消费者青岛啤酒的认知更多地停留在纯生等中档产品，夜场、高端餐饮等渠道客户自点率相对较低。终局视角来看，华南高端啤酒市场预计未来将是百威、喜力、重庆啤酒三家独大，珠江啤酒的发展机遇更多是中高端价位的基地市场升级。

**珠江纯生系列对标百威经典，2021 年主打餐饮渠道。**在 6~12 元中高端价位段，珠江啤酒主打纯生系列，2020 年销售体量约在 49 万吨左右，销量占比高达 41%。从价位段升级来看，8-10 元的中高端价位段势必会往 10 元迁移，厂商的操作模式一般是通过推新品涨终端价，同时辅之以买赠活动，等消费者适应完高价位之后逐步缩减渠道费投，进而真正实现产品结构的升级。珠江啤酒在 2020 年对纯生系列换代升级，推出 10-12 元价位带的 97 黑金纯生，主打餐饮渠道，2020 年实现销量 7.72 万吨左右。在 10-12 元的高端价位段，黑金纯生的主要的竞品是百威经典、雪花金标纯生以及乌苏。2021 年，珠江啤酒预计将更多的资源倾向黑金纯生，进而实现餐饮渠道的定向突破。

**珠江零度系列属于基本盘，换代升级推进整体升级速度。**在 4~5 元的中端价位段，珠江啤酒主打零度系列，2020 年推出零度 Pro 进而上调终端零售价 0.5 元。在中端价位段，各大啤酒企业的竞争主要围绕渠道渗透率以及控制力方面，珠江啤酒作为广东市场的本土啤酒企业，通过深度分销的模式牢牢把握基本盘。在 4~5 元中端价位段，珠江啤酒的主要竞争对手为雪花勇闯天涯、原汁麦以及哈尔滨小麦王，华润雪花在 2018 年将勇闯天涯提价至 4.5 元/瓶，同时通过原汁麦来顶替 4 元价位段，以期钳制珠江啤酒的发展。2020 年，珠江啤酒主动升级零度系列，对推进基地市场产品结构升级具有标志性意义。

表 1：广东啤酒市场价格带分析

价格带/品牌份额	33% 珠江啤酒	25% 百威亚太	15% 华润啤酒	15% 青岛啤酒
超高端 (12 以上)	雪堡系列 <1%	科罗娜、蓝妹等	喜力	奥古特、琥珀拉格等
中高端 (6~12 元)	纯生系列 41%	百威经典	雪花纯生	1903、青岛纯生
中端 (4~6 元)	零度系列 44%	哈尔滨小麦王	勇闯天涯、原汁麦	-

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

注：表中占比是指销量占比



### 3. 中档啤酒基本盘稳固，高档啤酒加速增长

珠江啤酒打造了“3+N”产品矩阵，在 12 元以上的超高端价位段布局雪堡系列，主导高端精酿啤酒；在 6~12 元的中高端价位段，珠江啤酒酿造中国第一瓶纯生啤酒，通过力推纯生系列来拉动产品结构升级，并于 2019 年推出黑金 97 纯生，定位 10~12 元价位段，主攻餐饮渠道。在 4~5 元的中端价位段，珠江啤酒通过换代升级零度系列来提升自身盈利能力。2020 年，珠江啤酒推出零度 Pro 来实现变相提价，进一步巩固中端价格带产品份额。

图 25：珠江啤酒“3+N”产品矩阵



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

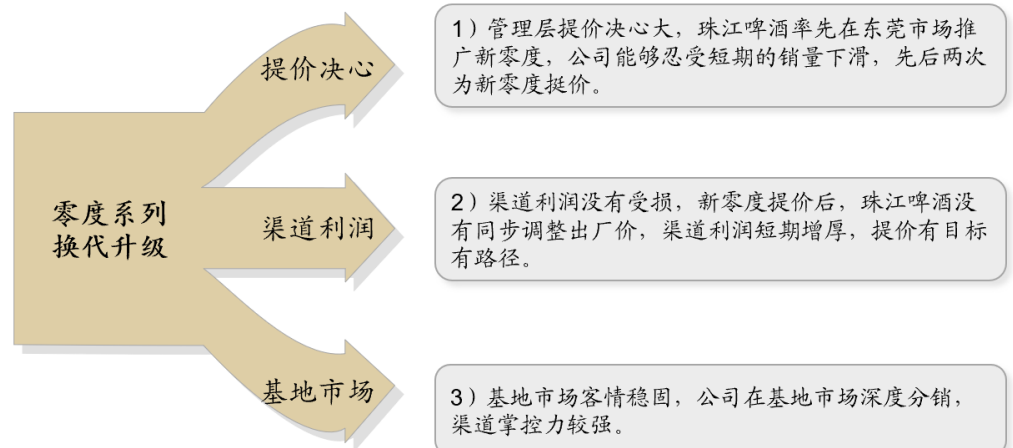
#### 3.1. 基本盘：零度系列“渠道稳定+主动提价”实现占位

**零度系列是珠江啤酒的基本盘。**零度系列是珠江啤酒的基本盘，根据渠道调研，2020 年零度销量占比约 44%，营收占比约 37%，销售吨价约在 3000~3300 元左右，毛利率水平相对较低，接近 46% 左右。过去零度系列作为公司的主力大单品，销售基本盘相对稳固。从零度啤酒的销售渠道来看，根据渠道调研，60% 销量集中在流通渠道，餐饮渠道仅贡献 20% 左右的销量。

**零度系列迭代升级实现占位。**2020 年珠江啤酒通过产品迭代升级至零度 Pro，同时将终端零售价由 4 元提升至 4.5 元，本轮产品提价预计将取得较大的成功：1) 公司提价的决心强，产品结构升级是战略层面的规划，公司管理层可以通过忍受一段时间的销量下滑来换取长期的稳定增长。珠江啤酒在东莞等强势市场试点推广，后续 2021 年将扩大升级面。2) 零度提价后，渠道利润没有受损，终端利润仍有小幅度的提升。啤酒企业涨价的常规操作一般是，先涨终端价，再逐步上调渠道供货价。3) 基地市场客情维护稳定，珠江啤酒在广东地区实施深度分销模式，渠道掌控力较强。从竞品维度来看，珠江零度系列的主要竞品是华润雪花的勇闯天涯（4.5 元）和原汁麦（4 元）。零度系列作为公司的主力产品，一方面错失提价将会拱手相让基地市场的中低端啤酒定价权；另一方面长期未提价将会削弱

渠道利润，打击渠道动销的积极性。

图 26：珠江零度系列换代升级有目标有路径

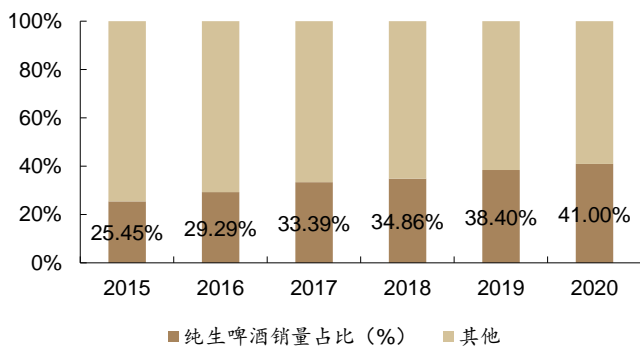


资料来源：德邦研究所

### 3.2. 进攻盘：纯生系列切入餐饮赛道，加快高端价位布局

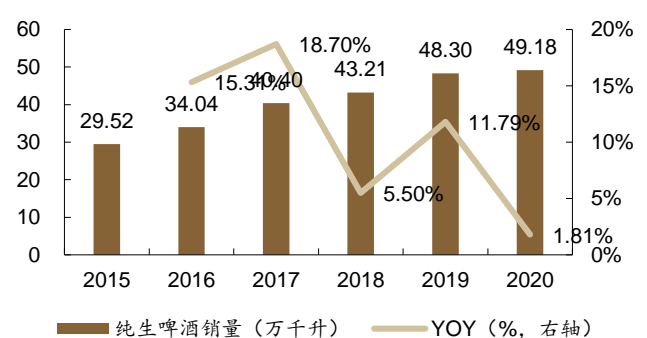
2020 年纯生系列销量约 49 万吨，五年来 CAGR 高达 11%。我国最早的纯生啤酒是珠江啤酒厂生产，并于 1998 年投放市场。近年来，珠江啤酒加速培育高价位纯生系列，销量占比由 2015 年的 25.45% 提升至 2020 年的 41% 左右，产品结构升级显著。2020 年，纯生的吨价约在 4300 元左右，远高于公司整体吨价水平 (3400 元左右)，纯生系列销量占比提升极大地增强公司的盈利水平。2020 年，纯生系列实现销量 49 万吨左右，2015~2020 年销量年复合增速约 11%，未来将成为公司营收的主要增长引擎。

图 27：珠江纯生系列销售占比稳步提升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 28：珠江纯生销量及其增速



资料来源：Wind，德邦研究所

珠江啤酒推进 97 黑金纯生，补足餐饮端弱项。2019 年，珠江啤酒推出 97 黑金纯生，定位 10~12 元价位段，相较老纯生终端价提价 2 元，公司战略目标是 2022 年实现全部替换。销售渠道来看，过去珠江纯生集中在非即饮渠道，餐饮渠道相对较弱，主要面向竞品百威经典、青岛纯生以及雪花金标纯生等。2021 年，珠江啤酒将采取“人海战术+精耕细作”方式，重点发力渠道壁垒较高的餐饮渠道。

基于以下判断，我们认为未来 97 黑金纯生将取得成功：1) 突破餐饮端需要较大的渠道费投，近年来珠江啤酒利润充沛，具有足够的现金流来支撑高端化战略；2) 珠江啤酒率先在东莞等市场推进黑金 97 纯生的铺市，目前已经实现 7.72 万吨左右。公司基本盘客群稳定，销售网络相对稳定，预计能顺利推进纯生系列的换代升级。3) 珠江啤酒在渠道端摸索出“人海战术+精耕细作”的打法，预计在提升渠道和终端利润的基础上顺利推进。从销量上来看，由于餐饮端起量相对较慢，纯生系列在经历 2016~2017 年的高速增长后，预计未来 3 年维持 7~8% 左右增速。从吨价上看，2016~2017 年纯生属于快速起量期，吨价增长幅度不显著，2018~2019 年吨价提升相较明显，预计未来 3 年，珠江啤酒在梳理完渠道结构后，将逐步提高纯生的出厂价。

图 29：珠江纯生主打音乐定位



资料来源：百度，德邦研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

**核心假设：97 黑金纯生渠道动销良好，新零售度换代升级进展顺利**

根据珠江啤酒战略规划，公司未来 2~3 年主要侧重发展纯生系列，进而带动整体产品结构升级。纯生系列是公司的进攻盘，公司 2020 年推出 97 黑金纯生，主打 10~12 元的餐饮渠道，补足公司在即饮渠道的短板。纯生系列销量占比由 2015 年的 25% 提升至 2020 年的 41%，成为公司毛利的主要增量。预计在十四五期间，纯生系列销售占比进一步提升至 45%，带动广东啤酒市场主流消费价格带向 6~8 元跃迁。零度系列是公司的基本盘，珠江啤酒的零度系列卡位 4~5 元价位段，在广东地区销售十余年之间，渠道终端网络稳定，下沉渠道精细化操作，具有较强的渠道掌控力。2019~2020 年，珠江啤酒对零度系列换代升级，推出新零售度和零度 Pro，终端零售价上调 0.5 元，为高端化贡献稳定费投支持。

**高档酒（雪堡啤酒及纯生系列，6 元以上）：**雪堡啤酒销量占比相对较小，2020 年仅为 0.3~0.4%，纯生系列 2020 年销量占比高达 41%。从销量上看，2020 年由于疫情冲击销量一定程度受损，预计 2021 年高端酒销量将出现恢复性增长，预计全年实现 12% 增长。其中，97 纯生上市推广以来相较成功，2020 年实现销量 7.72 万吨左右，预计 2021 年销量将持续扩大。从吨价上看，97 纯生的成功上市，预计后续高端啤酒吨价预计有 4~5% 左右的提价。从毛利率上看，2020 年啤酒原材料将出现一定程度的上涨，预计对成本端出现 4~5% 的扰动，预计厂家通过涨价的方式覆盖成本上行对于毛利率的扰动。预计高端酒板块未来三年实现营收 24.79/27.31/29.53 亿元，同比增长 14.24%/10.16%/8.12%。

**中档酒（零度系列，4~5 元）：**零度系列销量占比近年来不断下滑，2020 年占 44% 左右，预计未来将在换代升级的背景下以稳量为主。从销量上看，2020 年由于疫情冲击销量相对受损，同时公司主推新零售度和零度 Pro，零度系列销量出现双位数下滑。预计 2021 年销量恢复式增长，增速达 3% 左右。从吨价上看，2020 年公司推出新零售度，目前涨价尚未传递到厂价，预计 2021 年吨价有 8% 左右的增长。从毛利率上看，预计厂家通过涨价的方式覆盖成本上行对于毛利率的扰动。预计中档酒板块未来三年实现营收 16.73/18.09/19.00 亿元，同比增长 11.24%/8.15%/5.06%。

**大众酒（小麦啤酒，3 元）：**3 元左右低端酒的销售区域主要在省外市场，近年来公司开始着手省外市场的产品结构升级。从销量上看，预计大众酒板块主要以稳量为主。从吨价上看，公司开始着手提升省外市场的产品升级，削减低端产线，进而实现盈亏平衡，预计未来三年实现 2% 增长。预计大众酒板块未来三年实现营收 3.87/3.87/3.87 亿元，同比基本持平。

我们预计 2021~2023 年实现营收 47.62/51.72/55.08 亿元，同比增长 12.1%/8.6%/6.5%。

**图 30: 珠江啤酒营业收入拆分及和预测**

	单位	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	亿元	42.49	47.62	51.72	55.08
YOY	%	0.1%	12.1%	8.6%	6.5%
毛利	亿元	21.17	23.53	25.11	26.38
毛利率	%	50.2%	50.6%	51.4%	52.1%
啤酒板块	亿元	40.61	45.39	49.27	52.40
YOY	%	0.3%	11.8%	8.5%	6.4%
毛利率	%	49.2%	49.4%	50.2%	50.8%
高档: 雪堡啤酒及纯生啤酒(6元以上)	亿元	21.70	24.79	27.31	29.53
YOY	%	9.1%	14.2%	10.2%	8.1%
毛利率	%	54.0%	52.7%	53.2%	53.6%
中档: 零度啤酒(4-5元)	亿元	15.04	16.73	18.09	19.00
YOY	%	-12.8%	11.2%	8.1%	5.1%
毛利率	%	45.9%	48.2%	49.2%	49.7%
大众化: 小麦啤酒(3元)	亿元	3.87	3.87	3.87	3.87
YOY	%	15.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	%	34.7%	34.0%	34.7%	35.3%
其他业务	亿元	1.88	2.24	2.45	2.68
YOY	%	15.2%	18.8%	9.4%	9.4%
毛利率	%	71.7%	73.9%	75.5%	77.0%

资料来源: 德邦研究所

## 4.2. 投资建议

综合来看, 我们预计 2021~2023 年实现营收 47.62/51.72/55.08 亿元, 实现归母净利润 7.15/8.42/9.30 亿元, 对应 EPS 0.32/0.38/0.42 元, 对应 PE 33.71/28.62/25.9X。考虑到珠江啤酒省内产能利用率相对较高, 不存在关厂提效的空间, 因此采取 P/E 估值法。从 P/E 估值来看, 2021 年国内啤酒企业的估值均值在 63 倍左右, 珠江啤酒 2021 年估值水平在 33.7 倍左右, 存在较大的估值修复空间。珠江啤酒作为华南区域性啤酒龙头, 未来三年将显著受益基地市场产品结构升级, 看好未来利润的快速释放, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图 31: 珠江啤酒同行业估值水平**

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率			
				2020A	2021E	2022E	2023E
600600.SH	青岛啤酒	1,361	99.75	73.21	49.17	40.55	34.16
600132.SH	重庆啤酒*	957	197.80	87.66	82.78	66.71	55.56
000729.SZ	燕京啤酒	198	7.02	104.51	58.45	47.79	40.02
	中位数				58.45	47.79	40.02
	均值				63.47	51.68	43.25

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 标\*公司公司为德邦覆盖, 采用德邦预测数据; 收盘价为 2021 年 7 月 19 日

## 5. 风险提示

产品结构升级不及预期; 动销不及预期; 中高端竞争加剧; 疫情反复。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.32	0.38	0.42
每股净资产	4.03	4.21	4.42	4.65
每股经营现金流	0.31	0.81	0.34	0.69
每股股利	0.11	0.15	0.17	0.19
价值评估(倍)				
P/E	41.56	33.71	28.62	25.91
P/B	2.65	2.59	2.46	2.34
P/S	5.67	5.06	4.66	4.38
EV/EBITDA	23.55	22.12	18.28	16.08
股息率%	1.1%	1.3%	1.6%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	50.2%	50.6%	51.4%	52.1%
净利润率	13.4%	15.0%	16.3%	16.9%
净资产收益率	6.4%	7.7%	8.6%	9.0%
资产回报率	4.4%	5.6%	6.3%	6.6%
投资回报率	4.1%	4.5%	5.9%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.1%	12.1%	8.6%	6.5%
EBIT 增长率	47.3%	5.4%	37.7%	15.3%
净利润增长率	14.4%	25.6%	17.8%	10.5%
偿债能力指标				
资产负债率	30.9%	26.9%	26.6%	26.1%
流动比率	3.5	4.3	4.1	3.9
速动比率	2.6	3.6	3.1	3.0
现金比率	2.5	3.4	2.9	2.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.2	2.1	2.2	2.1
存货周转天数	360.2	223.4	291.8	257.6
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	569	715	842	930
少数股东损益	16	21	24	27
非现金支出	346	292	294	314
非经营收益	-67	-27	19	19
营运资金变动	-176	804	-431	235
经营活动现金流	689	1,804	748	1,525
资产	-292	-504	-896	-948
投资	-3,457	0	0	0
其他	121	0	0	0
投资活动现金流	-3,628	-504	-896	-948
债权募资	1,244	-763	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-752	-342	-398	-437
融资活动现金流	492	-1,106	-398	-437
现金净流量	-2,447	194	-546	139

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月19日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,249	4,762	5,172	5,508
营业成本	2,117	2,353	2,511	2,638
毛利率%	50.2%	50.6%	51.4%	52.1%
营业税金及附加	388	442	465	496
营业税金率%	9.1%	9.3%	9.0%	9.0%
营业费用	743	893	944	977
营业费用率%	17.5%	18.7%	18.2%	17.7%
管理费用	359	397	414	441
管理费用率%	8.4%	8.3%	8.0%	8.0%
研发费用	137	144	103	110
研发费用率%	3.2%	3.0%	2.0%	2.0%
EBIT	506	533	734	846
财务费用	-200	-222	-217	-209
财务费用率%	-4.7%	-4.7%	-4.2%	-3.8%
资产减值损失	-43	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	707	835	1,040	1,149
营业外收支	-4	48	0	0
利润总额	703	883	1,040	1,149
EBITDA	796	825	1,028	1,160
所得税	117	148	174	192
有效所得税率%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
少数股东损益	16	21	24	27
归属母公司所有者净利润	569	715	842	930

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,169	6,363	5,817	5,956
应收账款及应收票据	26	28	31	32
存货	2,089	1,440	2,008	1,862
其它流动资产	291	325	311	322
流动资产合计	8,574	8,156	8,166	8,173
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,930	3,016	3,556	4,181
在建工程	73	291	395	448
无形资产	949	905	862	819
非流动资产合计	4,434	4,694	5,296	5,931
资产总计	13,008	12,851	13,463	14,104
短期借款	763	0	0	0
应付票据及应付账款	515	592	621	658
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,169	1,284	1,379	1,445
流动负债合计	2,447	1,876	2,000	2,103
长期借款	500	500	500	500
其它长期负债	1,078	1,078	1,078	1,078
非流动负债合计	1,578	1,578	1,578	1,578
负债总计	4,025	3,454	3,578	3,681
实收资本	2,213	2,213	2,213	2,213
普通股股东权益	8,924	9,318	9,781	10,293
少数股东权益	59	79	104	130
负债和所有者权益合计	13,008	12,851	13,463	14,104

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。