



深耕广东厚积薄发，珠江啤酒闪耀华南

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、经历自2017年开始酒企对于高端化转型的前期培育，行业步入结构升级红利期，预计未来三年行业内中高端啤酒合计占比将超越60%。2、公司作为广东省内啤酒龙头，市占率长期稳定在33%以上，已成为广东省文化名片。3、产品结构优异，中高端啤酒收入占比连续两年超90%；产品升级顺利，新品黑金纯生2020年销量实现爆发，同比大幅提升177%，公司业绩有望持续高增。
- 行业结构升级进行时，广东市场高端化领先全国。** 国内啤酒行业寡头垄断格局已经确立，行业竞争回归理性，量平价增成为主旋律：1) 量方面，老龄化趋势凸现与行业去产能大趋势下，销量预计长期稳定。2) 价方面，得益于人均收入提升与消费升级带动，行业产品结构优化明显，中高端啤酒销量占比已超过55%；近五年行业吨价提升迅猛，CAGR保持在4%以上。3) 广东市场作为啤酒兵家必争之地，人均收入与啤酒消费量可观，高端产品占比接近40%，约两倍于全国平均水平；省内竞争格局尘埃落定，广东有望再次成为啤酒利润高地。
- 品牌力与产品结构俱强，深耕珠三角加码餐饮渠道。** 公司作为省内龙头，在品牌、产品、渠道三个维度积攒起深厚优势：1) 品牌端：珠江品牌深入人心，省内享有极高消费者忠诚度，品牌营销确立三条主线，深度绑定啤酒消费场景。2) 产品端：产品结构表现优异，高端/中端/低端销量占比约为42%/46%/12%，远超行业平均水平；大力推进产品升级，新品黑金纯生提价30%，上市以来动销情况持续向好；罐化率已至31%为全行业最高，高罐化率拉动盈利能力提升。3) 渠道端：省外停止盲目扩张专注优化产品结构，省内通过建设第一品牌巩固传统优势；流通渠道占比约70%；发力开拓餐饮渠道，开启营销改革，加强餐饮渠道费用投放与考核机制改善，助力业绩弹性释放。
- 文化产业反哺主业表现亮眼。** 公司2015年确立了啤酒酿造与啤酒文化产业“双主业”协同发展的战略，其中琶醍文化创意园区目前已发展为集文化艺术平台和高端休闲地带为一体的3A级景区。公司租赁餐饮业务2020年贡献收入5315万元，2015-2019年CAGR高达26%；文化产业蓬勃发展，有助于大幅增加公司知名度，拉动现饮消费，啤酒+文化双核驱动业绩增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2021-2023年归母净利润将保持19%复合增长率。考虑到公司产品结构优异，产品升级顺利，省内龙头地位稳固，给予公司2021年40倍估值，对应目标价12.4元，首次覆盖给予“买入”评级。

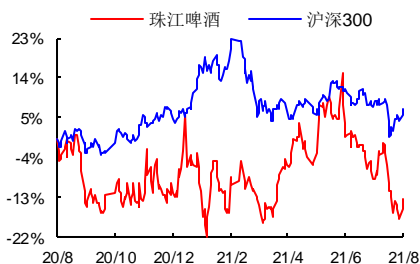
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	42.49	46.61	50.48	54.17
增长率	0.13%	9.69%	8.30%	7.32%
归属母公司净利润(亿元)	5.69	6.90	8.20	9.68
增长率	14.43%	21.25%	18.82%	17.99%
每股收益EPS(元)	0.26	0.31	0.37	0.44
净资产收益率ROE	6.52%	7.56%	8.52%	9.50%
PE	36	30	25	21
PB	2.27	2.17	2.06	1.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.13
流通A股(亿股)	22.13
52周内股价区间(元)	8.85-13.1
总市值(亿元)	210.01
总资产(亿元)	129.76
每股净资产(元)	4.06

相关研究

投资要件

关键假设

1) 公司高端化转型顺利, 中高端产品销售额占比已突破 90%, 两大单品珠江零度与珠江纯生预计仍将保持良好的动销情况。公司以单价更高 97 黑金纯生和珠江零度 Pro 新品持续对中端及高端产品线升级, 盈利能力有望进一步提升。同时公司加大省内餐饮渠道开拓力度, 流通渠道强势叠加餐饮渠道发力, 业绩有望实现爆发。预计 2021-2023 年公司啤酒销量同比增长 8%、3%、2%, 吨价同比增长 1.5%、5%、5%, 吨成本同比增长 4%、1.5%、1.5%, 毛利率分别为 47.9%、49.7%、51.3%。

2) 公司持续发力文化产业, 以琶醍文化创意艺术区和啤酒厂品牌为代表的两大文化品牌的不断推进, 不仅带动公司啤酒主业的蓬勃发展, 同时也有助于公司拓宽收入来源。2020 年受疫情影响公司租赁餐饮服务收入同比大幅下滑 25%, 在 20 年低基数效应下, 预计公司租赁餐饮服务收入同比增长 5%、6%、7%, 毛利率分别为 65.3%、67.3%、69.3%。

我们区别于市场的观点

市场认为珠江啤酒由于过去战略上的失误已经错失全国化扩张机会, 偏安广东一隅, 在销量上难有提升空间; 同时广东省内啤酒竞争激烈, 珠啤利润空间恐遭限制。

我们认同市场对于珠啤全国化受限以及销量趋势的判断, 但我们认为珠啤仍有广阔发展空间: 1) 本篇报告复盘了广东省啤酒行业的发展历程, 而非简单列举行业历史数据, 广东啤酒行业目前以珠啤+百威为主导的竞争格局已经尘埃落定, 省内龙头地位加持下珠啤省内产品结构升级仍大有可为; 2) 本篇报告详细复盘了珠江啤酒三十年来的发展历程, 阐述了两次战略转向的驱动因素, 公司目前专注差异化竞争与重视研发投入的战略, 帮助公司在高端化转型进度上优于行业龙头, 高端转型红利释放加速; 3) 啤酒文化产业高举高打, 琶醍文创区建设已见成效, 收入贡献稳定增长; 啤酒厂品牌项目落地建设打造城市综合商业体, 文化产业蓬勃发展为公司主业持续增长保驾护航。

股价上涨的催化因素

1) 高端产品销售超预期; 2) 夏季出现持续高温情况; 3) 纯生新品动销超预期。

估值和目标价格

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.9 亿元、8.2 亿元、9.7 亿元, 对应估值分别为 30x、25x、21x; 考虑到公司目前高端化转型升级顺利, 叠加广东省龙头地位稳固以及文化产业发展持续向好等有利因素, 给予公司 2021 年 40 倍 PE, 对应目标价 12.4 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

1) 新冠疫情二次爆发风险; 2) 原材料涨价风险; 3) 市场竞争风险。

目 录

1 广东之光，南有珠江	1
2 寡头格局已初步确立，量稳价升乃未来趋势	2
2.1 跑马圈地固化优势区域，广东已为兵家必争之地.....	2
2.2 销量难有量增空间，产能优化稳步进行.....	3
2.3 结构升级罐化拉动，未来价增空间广阔.....	5
2.4 广东啤酒发展史：从诸侯四起到一超多强.....	8
3 广东省啤酒龙头，结构升级释放动能	11
3.1 深耕广东三十余年，珠江品牌深入人心.....	11
3.2 重点突破中高端，结构升级成效显著.....	17
3.3 立足华南核心市场，稳步优化渠道结构.....	24
4 费用优化仍有空间，ROE持续向好	27
5 盈利预测与估值	28
5.1 盈利预测.....	28
5.2 绝对估值.....	29
5.3 相对估值.....	30
6 风险提示	30

图 目 录

图 1: 珠江啤酒发展简史.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 2006-2020 年公司营收及增速.....	2
图 4: 2006-2020 年公司归母净利润及增速.....	2
图 5: 2012-2020 行业集中度 CR5 变化.....	2
图 6: 2020 年销量口径下啤酒行业竞争格局.....	2
图 7: 各大啤酒企业优势区域.....	3
图 8: 2010-2020 国内啤酒产量.....	3
图 9: 2010-2019 中国人均啤酒消费量.....	3
图 10: 中国各年龄阶层人口结构.....	4
图 11: 2006-2017 葡萄酒与其他酒占整体饮料酒比重.....	4
图 12: 2006-2017 啤酒与白酒占整体饮料酒比重.....	4
图 13: 2015-2020 年行业各大酒企关厂数量.....	5
图 14: 2014-2020 重啤折旧摊销占比与总资产周转率.....	5
图 15: 城镇居民人均可支配收入不断增加.....	6
图 16: 2010 年来我国城镇化率不断提升.....	6
图 17: 大麦进口价格 (美元/吨).....	6
图 18: 玻璃价格指数 (点).....	6
图 19: 行业各档次啤酒销售额占比变化.....	7
图 20: 行业各档次啤酒销量结构.....	7
图 21: 国际啤酒吨价 (元/吨).....	7
图 22: 国内啤酒吨价 (元/吨).....	7
图 23: 国内行业整体罐化率.....	8
图 24: 全球罐化率水平.....	8
图 25: 广东省啤酒产量及占全国啤酒产量比重.....	8
图 26: 广东省啤酒人均产量与全国对比.....	9
图 27: 广东省与全国城镇居民人均可支配收入对比 (元).....	9
图 28: 广东省与全国城镇化率对比.....	9
图 29: 广东省啤酒竞争格局变迁.....	10
图 30: 2020 年广东省啤酒价格带分布.....	11
图 31: 2020 年全国啤酒价格带分布.....	11
图 32: 1985-2020 年珠江啤酒产量 (万吨) 及发展阶段.....	11
图 33: 1985 年珠江啤酒厂竣工.....	12
图 34: 1997 年国内第一条纯生啤酒生产线落地.....	12
图 35: 1996-2001 年全国啤酒龙头销量.....	12
图 36: 1996-2001 年全国啤酒龙头收入及利润.....	12
图 37: 2002-2010 公司与行业龙头啤酒产量对比.....	13
图 38: 2002-2010 年公司与行业龙头收入对比.....	13
图 39: 2005-2010 年公司毛利及增速.....	13
图 40: 2005-2010 年公司毛利率、净利率与行业销售利润率.....	13

图 41: 2011-2020 年公司营收及增速	14
图 42: 2011-2020 年公司归母净利润及增速	14
图 43: 2014-2020 年公司各档次产品结构	14
图 44: 2011-2020 年公司净资产收益率	14
图 45: 珠江纯生·生啤酒派对现场	15
图 46: 珠江啤酒独家冠名广东省男篮联赛	15
图 47: 琶醍啤酒文化创意艺术区实景	17
图 48: 啤酒厂 (Beer Cube) 品牌项目概念图	17
图 49: 公司租赁餐饮业务营收及增速	17
图 50: 公司各业务毛利率	17
图 51: 珠江啤酒“3+N”产品策略	18
图 52: 雪堡精酿啤酒	18
图 53: 珠江 97 黑金纯生	18
图 54: 珠江零度啤酒	19
图 55: 12 度老珠江	19
图 56: 2014-2020 年珠江纯生销量及增速	20
图 57: 公司纯生销量占比	20
图 58: 2014 年以来公司产品销量结构	20
图 59: 2020 年行业内主要厂家中高端啤酒销量占比	20
图 60: 2019-2020 年公司各档次啤酒营收	21
图 61: 2019-2020 年公司各档次啤酒营收贡献	21
图 62: 2011-2020 年公司啤酒吨价	21
图 63: 行业内主要啤酒企业吨价对比	22
图 64: 2011-2020 年公司啤酒业务毛利率	22
图 65: 珠江 97 黑金纯生与旧款对比	22
图 66: 珠江零度 Pro 与旧款对比	22
图 67: 2017-2020 年公司罐装啤酒产量及增速	23
图 68: 公司罐化率及预测	23
图 69: 2014-2020 年公司研发投入	23
图 70: 公司总部精酿啤酒体验中心	23
图 71: 2020 年广东省啤酒竞争格局	24
图 72: 公司省外扩张路线及外省产能布局	24
图 73: 公司省内各区域城市占率及省内酿造产能布局	24
图 74: 华南地区以及其他地区营收及增速	25
图 75: 华南地区与其他地区毛利率	25
图 76: 公司渠道结构	26
图 77: 行业渠道结构	26
图 78: 行业各渠道加价率	26
图 79: 2020 年公司各渠道毛利率	26
图 80: 公司销售费用率与行业对比	27
图 81: 公司管理费用率与行业对比	27
图 82: 公司与其他啤酒企业 ROE 对比	27

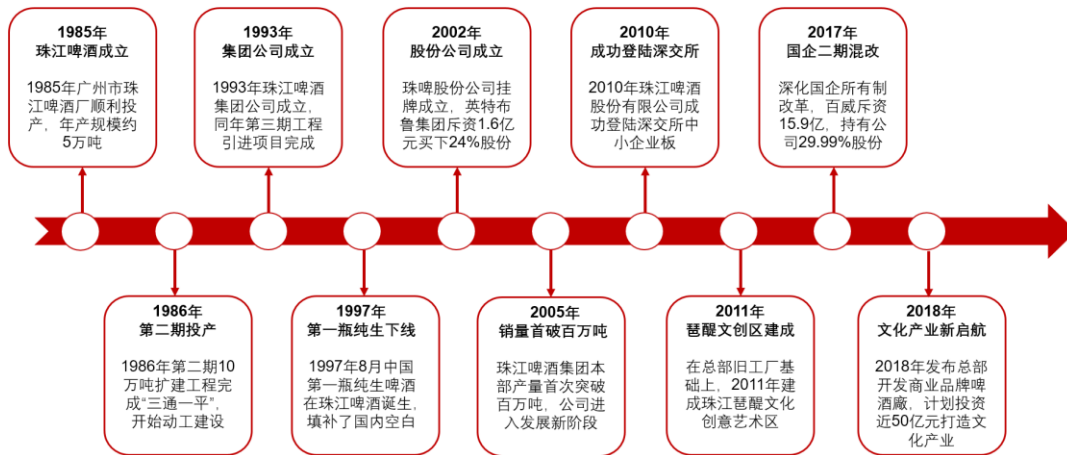
表 目 录

表 1: 各企业近期新增高端产能情况.....	5
表 2: 主要啤酒企业提价情况.....	6
表 3: 各阶段广东省啤酒前五大品牌市占率.....	10
表 4: 珠江啤酒部分所获奖项.....	15
表 5: 珠江啤酒营销案例.....	15
表 6: 珠江啤酒文化产业近十年发展历史.....	16
表 7: 珠江啤酒产品矩阵.....	19
表 8: 公司 ROE 拆分.....	28
表 9: 分业务收入及毛利率.....	28
表 10: 绝对估值假设条件.....	29
表 11: FCFF 估值结果.....	29
表 12: 可比公司估值.....	30
附表: 财务预测与估值.....	31

1 广东之光，南有珠江

公司前身为 1985 年投产的广州市珠江啤酒厂，2010 年在深圳中小企业板成功上市。深耕广东三十余载，珠江啤酒作为广东省啤酒龙头企业，现已成为广东文化名片不可或缺的一部分。公司旗下拥有“零度”、“纯生”等知名啤酒品牌，享有大量消费者忠诚度。2020 年公司市占率在广东省排名第一，全国排名第六，行业内素有“北有青岛，南有珠江”的美誉。

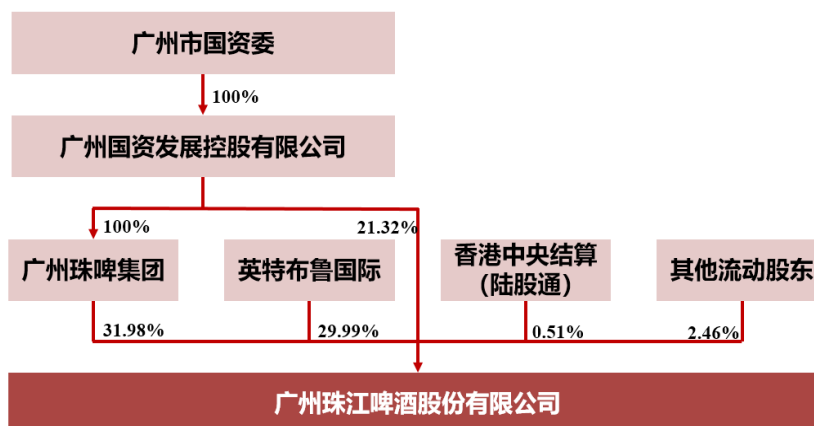
图 1：珠江啤酒发展简史



数据来源：公司官网，西南证券整理

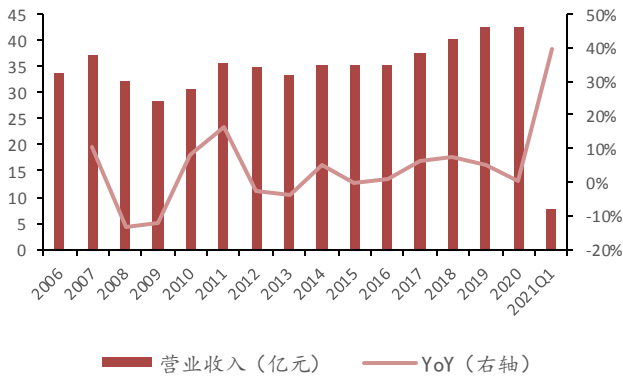
广州国资控股稳定，引百威作战投。公司实际控制人为广州市国资委，通过珠啤集团公司控制 31.98% 股份，并直接持有 21.32% 股份，累计控股比例达到 54.18%。英特布鲁国际即百威英博集团分别于 2002 年和 2017 年购买公司 24% 和 5.99% 股份，目前持股比例为 29.99%。百威英博作为同属啤酒行业的战略投资者，在新品研发、成本预算体系、生产流程优化、财务管理体系等多个方面与公司展开了深入合作。

图 2：公司股权结构

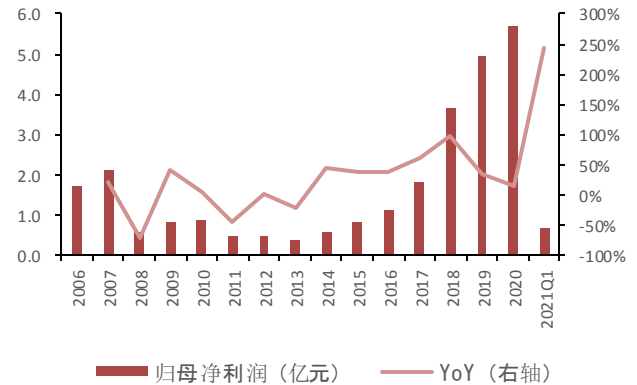


数据来源：公司公告，西南证券整理

营收端稳健增长，利润端表现突出。2020年疫情冲击下，公司实现营收42.5亿元，同比增长0.1%；实现归母净利润5.7亿元，同比增长14.4%；2021年Q1得益于低基数效应与疫情得到有效控制，公司营收与归母净利润分别同比大幅提升40%与243%。公司在分别经历了自2008年以来经济危机以及2011年以来广东省产量拐点出现的业绩调整期后，自2014年起高端化转型红利开始释放。2014-2020年公司营收端CAGR约为3.4%，利润端CAGR约为45.5%，中高端产品强盈利能力加持下，公司净利润增速远超营收增速，产品结构升级成效斐然。

图 3：2006-2020 年公司营收及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

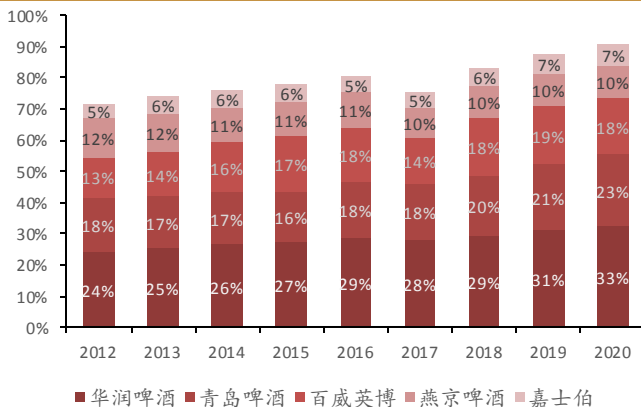
图 4：2006-2020 年公司归母净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

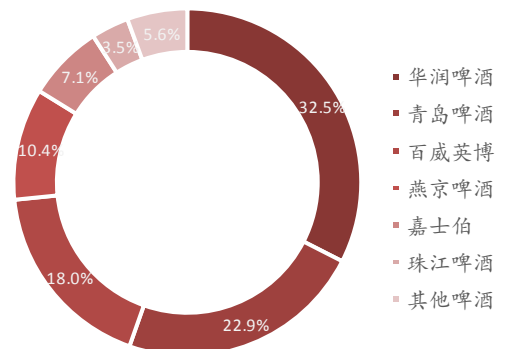
2 寡头格局已初步确立，量稳价升乃未来趋势

2.1 跑马圈地固化优势区域，广东已为兵家必争之地

2020年以销量计行业CR5已突破90%，集中度提升接近瓶颈。国内啤酒行业在2010年左右确立了以华润、青岛、百威、燕京以及嘉士伯为首五大集团的竞争格局，行业CR5自2012年72%提升至2020年90%。2010-2015年间各大巨头价格战频繁，一方面导致行业效率与利润率低下，另一方面低价倾销客观上加速了行业内中小产能的出清，行业集中度实现快速提升。同时自2013年起行业内并购显著减少，竞争逐渐回归理性。

图 5：2012-2020 行业集中度 CR5 变化


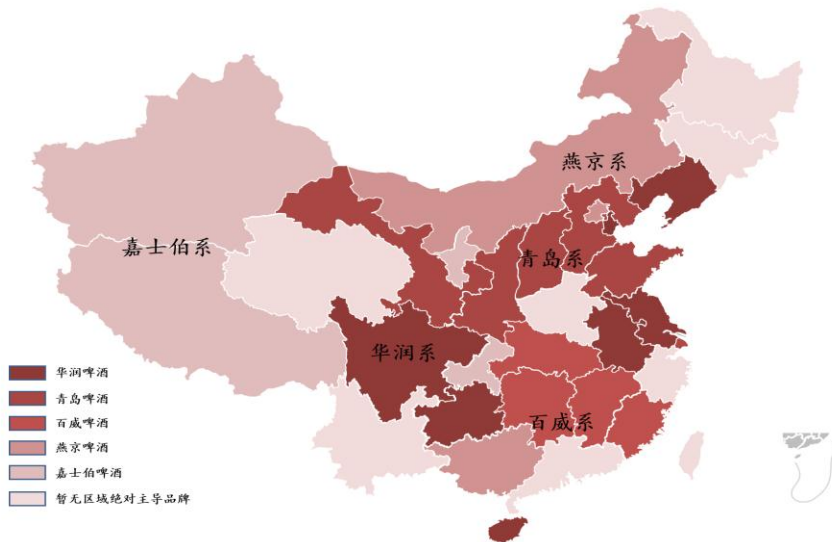
数据来源：中国酒业协会啤酒分会，公司公告，西南证券整理

图 6：2020 年销量口径下啤酒行业竞争格局


数据来源：公司公告，西南证券整理

寡头垄断格局逐步确立，跑马圈地各据优势地域。历经自 90 年代末起持续 20 年的跑马圈地与扩张兼并，行业前五大集团均已确立自己的优势地区。其中华润、青岛与百威三强全国化程度最高，在多个省份均已确立明显市占率领先优势；燕京啤酒全国化扩张进度略逊于前三强，而重庆啤酒在嘉士伯在华资产注入后也实现了从区域性品牌向全国化品牌的转变。目前全国范围仅有七省格局尚未确立且省内竞争胶着，国内啤酒市场增量空间几近于无。

图 7：各大啤酒企业优势区域

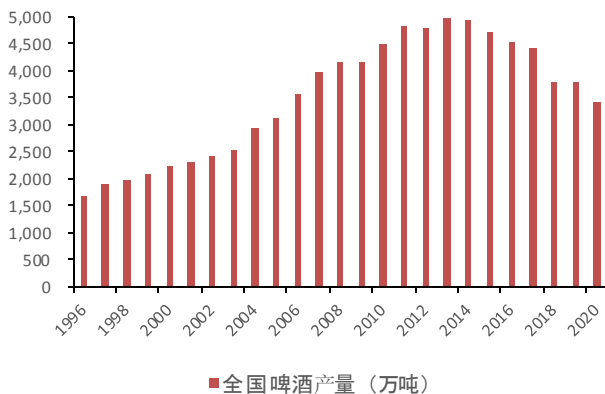


数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

2.2 销量难有量增空间，产能优化稳步进行

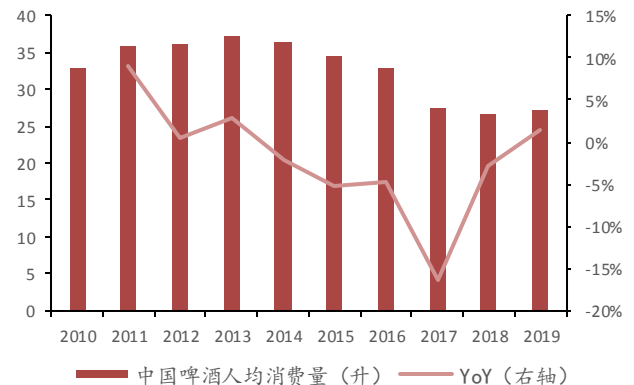
啤酒产量止跌企稳，人均消费量难有寸进。中国啤酒产量经历了自改革开放后长达 35 年的持续上升期，2013 年达到 4983 万吨顶峰后产量逐年下滑，2020 年受疫情影响行业仅实现销量 3411 万吨，同比大幅下降 9%。国内啤酒人均消费量同样在 2013 年触顶后逐渐滑落，2019 年约为 27.1L。我们预计 2021 年因为疫情后报复性消费，全国啤酒产量或有小幅回升，长期来看人均啤酒消费量仍将稳定在 30L 上下。

图 8：2010-2020 国内啤酒产量



数据来源：Wind，西南证券整理

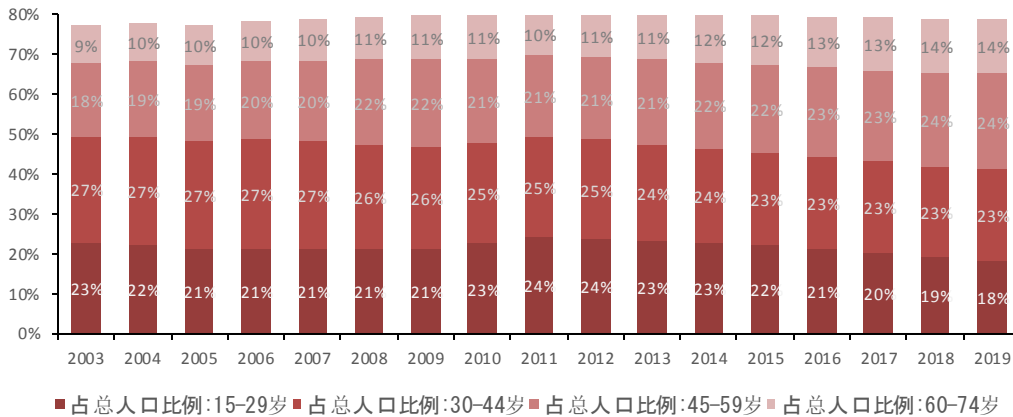
图 9：2010-2019 中国人均啤酒消费量



数据来源：酒业协会啤酒分会，西南证券整理

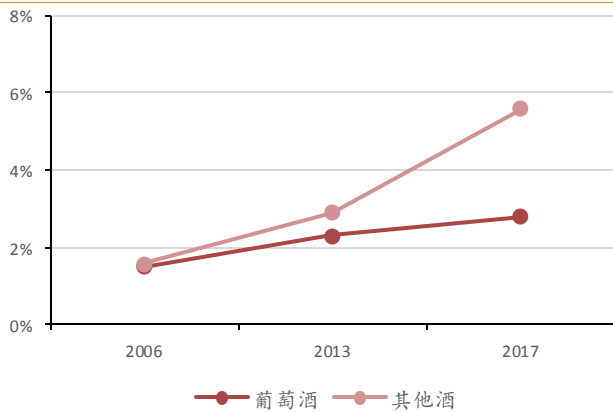
人口结构趋老龄化，新式酒精饮料造成冲击。啤酒正面临 15-44 岁主力消费人群占比持续萎缩困境，从抽样占比数据看，15-29 岁与 30-44 岁群体占比从 2003 年 23%/27% 分别下降至 2019 年 18%/23%，与此同时 45-74 岁群体占比同期增加约 10% 至 38%。此外葡萄酒、预调鸡尾酒以及含酒精苏打等其他饮料酒对啤酒主导的传统低度数酒市场造成了一定冲击。2006-2017 年以葡萄酒为代表的其他饮料酒占比上升约 7%，啤酒占比则下滑约 15%，啤酒行业陷入量增乏力阶段。

图 10：中国各年龄阶层人口结构



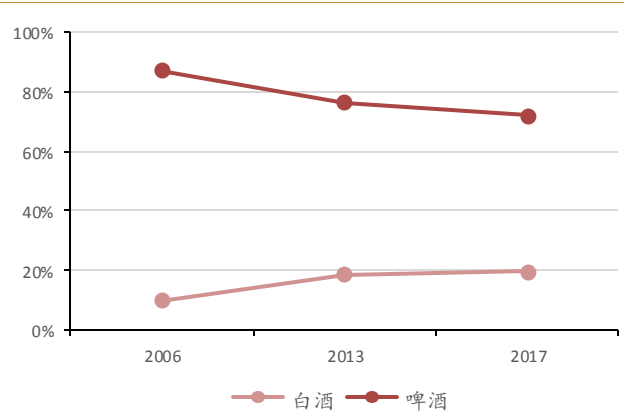
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 11：2006-2017 葡萄酒与其他酒占整体饮料酒比重



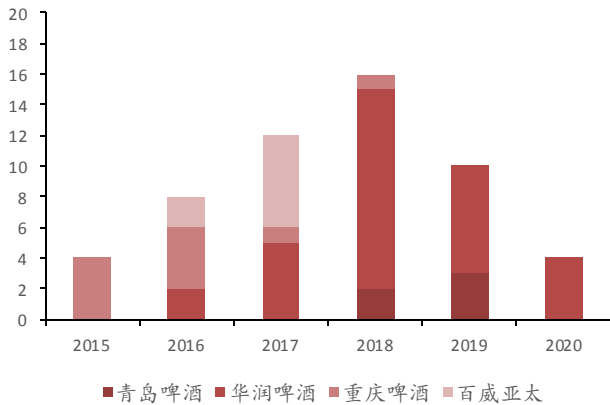
数据来源：中国酒业协会啤酒分会，西南证券整理

图 12：2006-2017 啤酒与白酒占整体饮料酒比重

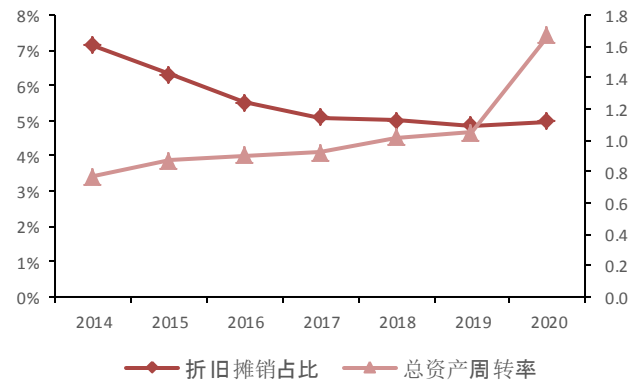


数据来源：中国酒业协会啤酒分会，西南证券整理

酒企主动开启产能优化，淘汰低端与新增高端并行不悖。过去几十年来行业内扩张兼并频繁，各大啤酒企业均累积起大量低效产能，产能利用率低下的同时，大量折旧的计提也持续挤占酒企利润空间，行业利润率长期维持在低位。2015 年重啤率先开启关厂降费，三年间共关闭了 9 家工厂，折旧摊销占比显著下降且资产周转率实现跃升，产能优化成效显著。目前行业内低端产能过剩与高端产能短缺的问题同时存在，各家酒企纷纷投放高端产能或对旧有产能进行优化升级，以高效产能为高端化转型保驾护航。

图 13: 2015-2020 年行业各大酒企关厂数量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 2014-2020 重啤折旧摊销占比与总资产周转率


数据来源: Wind, 西南证券整理

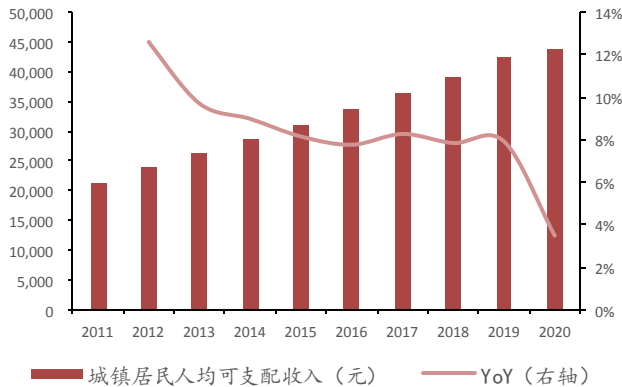
表 1: 各企业近期新增高端产能情况

公司名	时间	新增高端产能情况
青島啤酒	2020	平度智慧产业示范园 100 万千升啤酒扩建 青島啤酒厂智能制造示范工厂扩建升级
華潤啤酒	2020	运城新增 6 万听/小时的罐装啤酒生产线
	2021	成都投产 10 万吨听装和 2.3 万吨高端产能
燕京啤酒	2019	新增 2 万吨精酿啤酒生产线
		玉林公司易拉罐生产线竣工投产
重慶啤酒	2020	宜宾新增 15 万吨高端听装生产线
	2021	江苏新增 13 万吨高端啤酒生产线

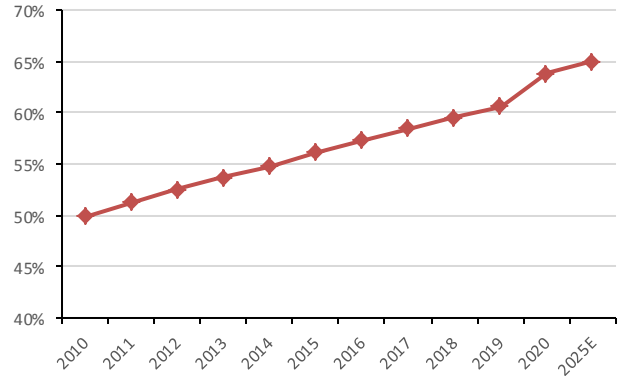
数据来源: 公司公告, 中国国际啤酒网, 搜狐网, 西南证券整理

2.3 结构升级罐化拉动, 未来价增空间广阔

人均收入增加与城镇化驱动, 消费升级带动行业转型。城镇居民收入随着中国经济发展春风快速提升, 2020 年人均可支配收入为 4.2 万元, 2011-2020 年 CAGR 保持在 10% 左右。同时中国城镇化率从 2010 年约 50% 提升至 2020 年约 63%。国内经济稳定发展与居民购买力不断提升加速了消费升级的进程, 不仅催生消费者对于高品质啤酒的需求, 也为啤酒行业实现高端化转型提供了良好的市场环境。

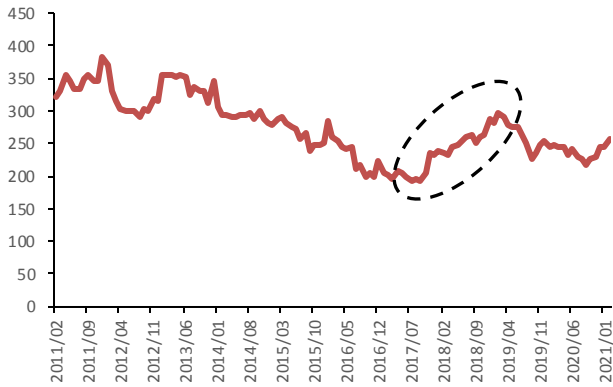
图 15: 城镇居民人均可支配收入不断增加


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

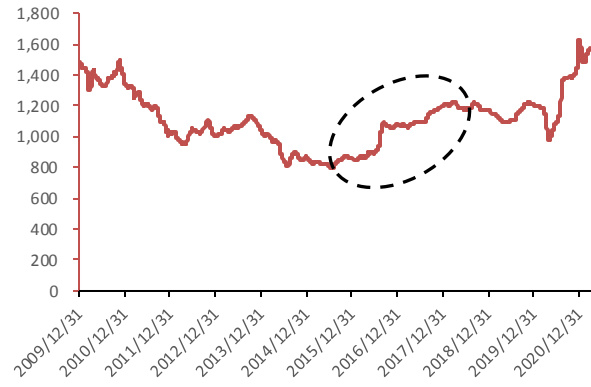
图 16: 2010 年来我国城镇化率不断提升


数据来源: Wind, 西南证券整理

原材料成本占比大, 上游波动促成行业性提价。啤酒原材料成本中包装物占比接近 50%, 大麦与大米占比接近 23%, 二者合计在直接成本中占比超过 70%, 因此啤酒对上游原材料价格波动十分敏感。2016-2017 年受政府供给侧改革影响, 大量中小型包材供应商关停致使原料价格飙升, 出现第一次行业性提价; 2018 年由于全球大麦减产进口大麦价格上涨超 20%, 促使行业第二次提价。除受上游波动影响外, 各酒企也逐步尝试在其优势区域开启常态化提价, 例如华润和青啤分别在 2018 年和 2020 年在各自优势地区对旗下产品提价 10% 以上, 啤酒公司定价能力进一步提升。

图 17: 大麦进口价格 (美元/吨)


数据来源: 海关总署, 西南证券整理

图 18: 玻璃价格指数 (点)


数据来源: 中国玻璃信息网, 西南证券整理

表 2: 主要啤酒企业提价情况

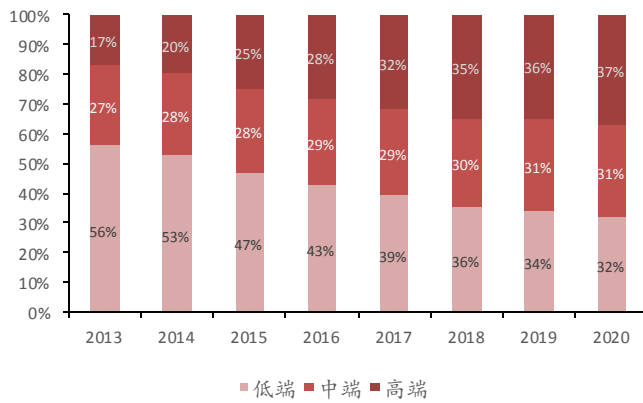
公司名	时间	提价情况
青岛啤酒	2018	年内三次产品提价, 平均幅度小于 5%
	2019	高端产品提价约 6%-9%
	2020	山东地区崂山和经典提价 10%
华润啤酒	2010	雪花在北方地区提价 10%
	2018	雪花纯生, 勇闯天涯 9 款产品进店价提高 2-10 元/件
燕京啤酒	2017	460ml 本生啤酒终端进货价顺涨 3 元/箱, 单瓶零售价顺涨 1 元/瓶
	2018	低端产品提价 5%

公司名	时间	提价情况
百威亚太	2018	500ml 百威批价从 57 元/件提到 85 元/件
		哈尔滨啤酒提价 8%
重庆啤酒	2018	平均提价幅度 3%

数据来源：公司公告，中国国际啤酒网，西南证券整理

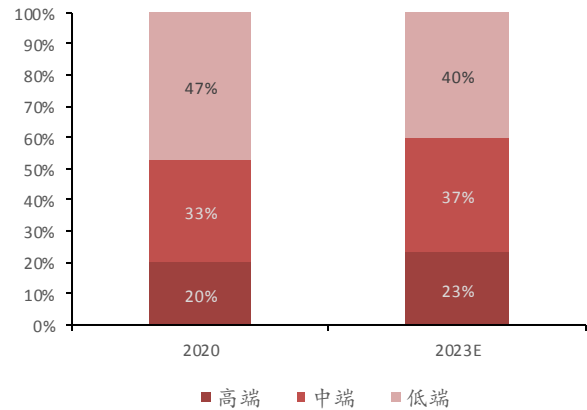
产品结构升级迅速，吨价提升趋势明显。在客观上消费升级和主观上酒企主动拥抱高端化转型两方面因素催动下，行业产品结构不断优化。高端产品销售额占比从 2013 年 17% 提升至 2020 年 37%，低端产品销售额占比大幅下降，自 2013 年 56% 下滑至 2020 年约 30%。行业吨价保持上升趋势，2020 年啤酒五大集团吨价区间为 2800-4300 元，五年复合增长率保持在约 3%，其中行业平均吨价约为 3400 元。对标百威亚太 2020 年 4700 元吨价，国内啤酒企业均价仍有近 40% 提升空间。

图 19：行业各档次啤酒销售额占比变化



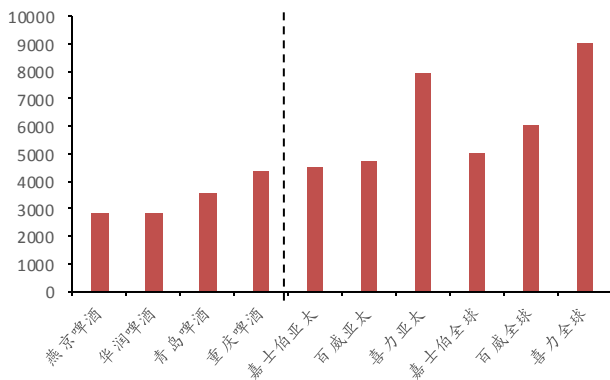
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 20：行业各档次啤酒销量结构



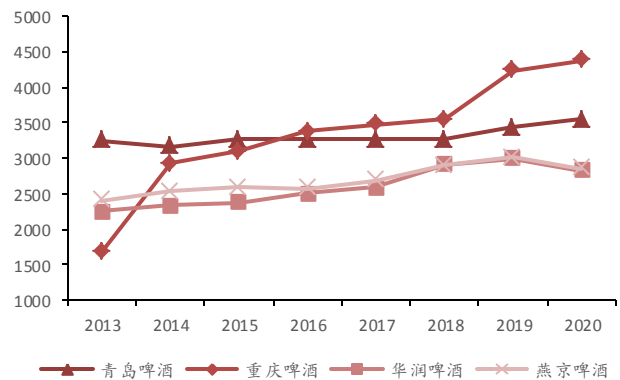
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：国际啤酒吨价（元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：国内啤酒吨价（元/吨）

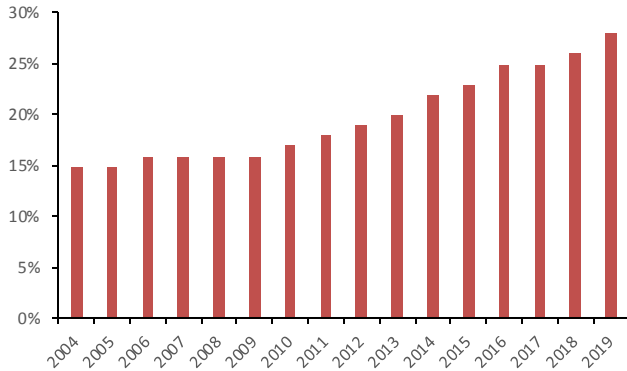


数据来源：公司公告，西南证券整理

罐装产品毛利可观，罐化率对标海外仍有提升空间。罐装产品得益于更低的运输成本和更高的出厂价，行业内平均毛利率可达到接近 50%，与之对比瓶装啤酒毛利率约为 35%。此外，罐装化有利于中低端啤酒实现提价，以青岛经典为例，罐装经典终端价格约比瓶装高 10%，罐化率提升对于改善啤酒企业盈利能力大有裨益。目前国内啤酒行业罐化率约为 25%，

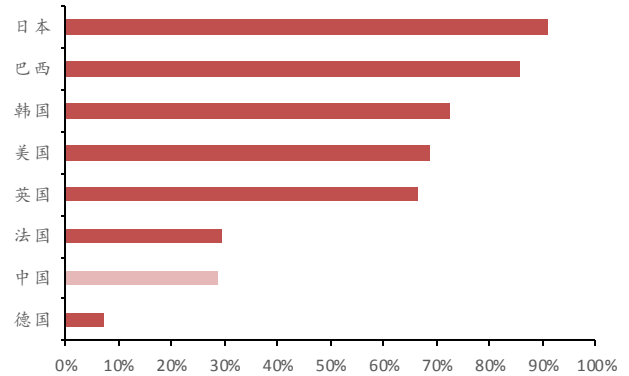
2015-2020 年 CAGR 保持在 10% 以上，但对比全球来看，海外成熟经济体啤酒罐化率多超过 60%，日本罐化率已突破 90%，国内罐化率距离全球平均 50% 水平还有大量提升空间。

图 23：国内行业整体罐化率



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 24：全球罐化率水平

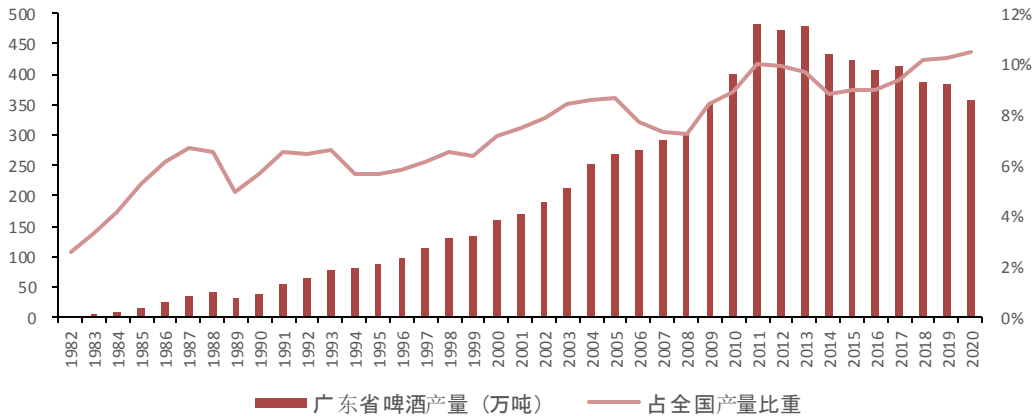


数据来源：欧睿, 西南证券整理

2.4 广东啤酒发展史：从诸侯四起到一超多强

广东省常住人口长期保持国内第一，市场容量较大；在国内改革开放春风下，广东经济实现跨越式发展，市场消费力位居国内前列；同时自唐代以来作为中国对外开放交流的港口，在饮食文化、商业风气等多方面都称得上海纳百川。啤酒行业传统“产地销”带来的销售半径限制，使得地理位置优越可辐射整个华南地区的广东省，成为啤酒行业兵家必争之地。

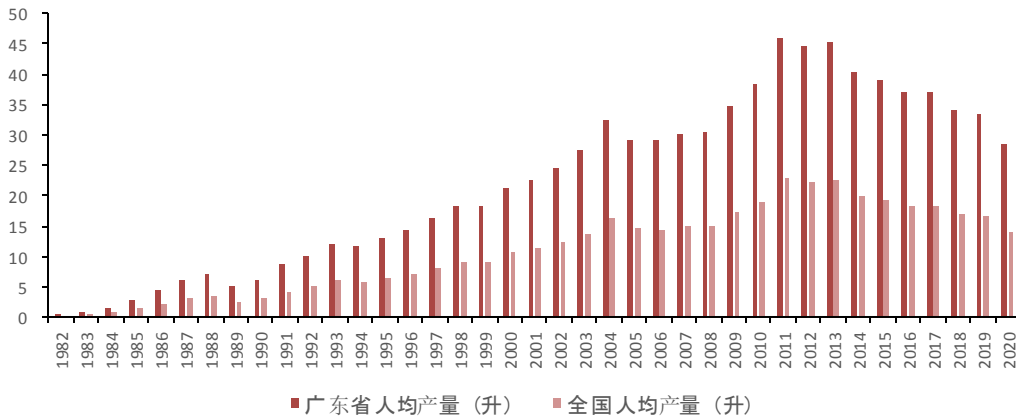
图 25：广东省啤酒产量及占全国啤酒产量比重



数据来源：Wind, 西南证券整理

广东省啤酒消费量大，长期稳居国内前三。广东省啤酒产量占全国产量比重自 2000 年起长期维持在 7% 以上，近二十年始终稳居国内前三位置。省内啤酒行业竞争激烈，各家产能扩张频繁，2001-2011 年产能 CAGR 高达 11%。不同于全国啤酒行业于 2013 年到达产量顶点，广东于 2011 年达到历史最高点后产能开始逐渐下滑。2020 年广东省实现啤酒产量 357.4 万吨，五年 CAGR 约为 -3.3%。从人均产量上看，广东省自 1991 年起，人均产量长期保持在全国人均产量的两倍左右。

图 26：广东省啤酒人均产量与全国对比



数据来源：Wind, 西南证券整理

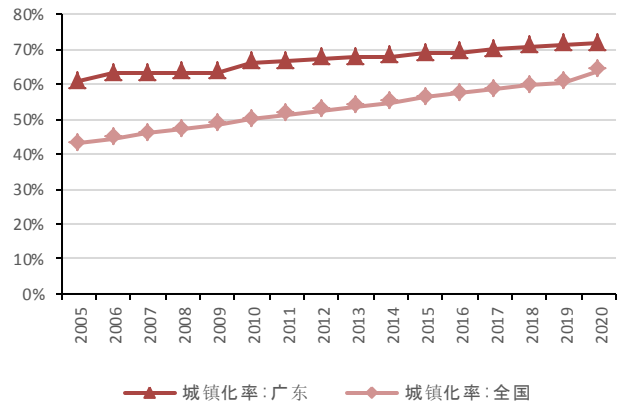
人均收入与城镇化率显著优于全国水平，广东啤酒市场成为红海。得益于 1) 广东省海岸线长，毗邻香港的优越地理位置；2) 国家对珠三角地区包括经济特区在内的政策上大力支持；3) 广东省相对公平与市场化的营商环境；4) 广东省居民收入与城镇化率长期高于全国平均水平，广东省在 2000-2005 年间成为中国啤酒利润高地，2005 年广东吨利润高达 226 元，相较全国同行业 129 元高约 75%。但自 2004 年起，各大全国性啤酒品牌争相参与入局广东，致使省内啤酒市场成为红海，吨利润在短短几年内由数百元下降至数十元，行业面临低效竞争的困境。

图 27：广东省与全国城镇居民人均可支配收入对比（元）



数据来源：国家统计局, 西南证券整理

图 28：广东省与全国城镇化率对比



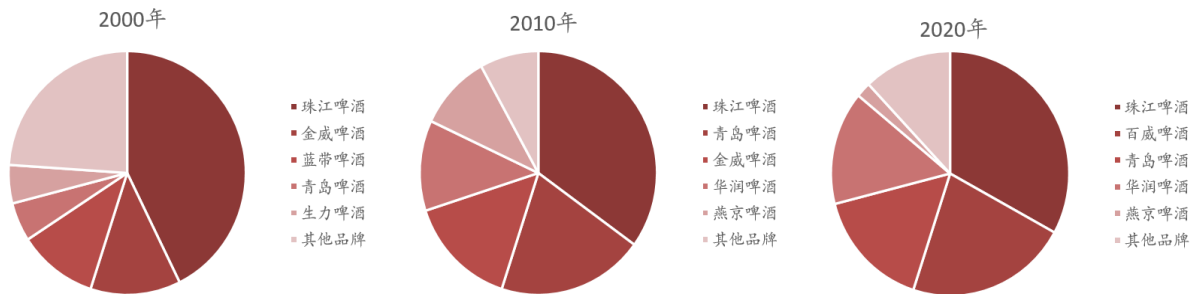
数据来源：国家统计局, 西南证券整理

珠江啤酒一枝独秀，其他品牌各领风骚。若以 2011 年广东省啤酒产量到达历史最高点为分水岭，则整个广东省竞争格局的变迁可大致分为自 90 年代末期到 2011 年的各家跑马圈地的飞速发展期，以及自 2012 年起省内第二频频改旗易帜的格局确立期。具体来看，广东省啤酒行业发展可分为以下五个阶段：

1) 1996-2002：广东本地珠江、金威、蓝带等品牌自 90 年代初期起开始蓬勃发展，各自占据一定比例的市场份额。这一时段整个广东市场处于供不应求的阶段，同时受制于自有资金限制，各家酒企产能投放力度并不猛烈，省内产能平稳增长。省外品牌中，青岛啤酒最早布局广东，自 1996 年开启全国化扩张之后，通过并购现有产能和直接建立新厂等方法，快速提升省内市占率，至 2002 年青啤已位居广东省市占率第二。

2) 2002-2008: 以华润为代表的其他全国性啤酒品牌开始其在广东的扩张, 与此同时本土啤酒品牌面临竞争也纷纷加大产能建设力度, 省内啤酒产能扩张摠下加速键。分品牌来看, 本土品牌中珠江啤酒广州总部产能 2005 年突破 150 万吨, 成为亚洲最大啤酒啤酒酿造中心; 金威啤酒投入超过 12 亿元在汕头和东莞投放约 60 万吨产能; 外来品牌中, 青岛啤酒 2003 年省内产能已突破 100 万吨, 短短四年将省内市占率迅速提升至 20% 以上; 燕京啤酒则通过对江西、湖南、福建以及广西四省的产能整合完成对广东市场的包围; 华润啤酒 2004 年斥资 7 亿元在东莞建设了第一家 30 万吨啤酒厂, 至 2008 年华润在广东省市占率突破 10%;

图 29: 广东省啤酒竞争格局变迁



数据来源: Wind, 公司公告, 中国知网, 西南证券整理

3) 2008-2012: 本土品牌中, 珠江啤酒因受经济危机影响, 公司发展进入停滞期; 金威啤酒因为在全国范围内盲目投产导致资金链断裂, 陷入亏损困境; 其他本土品牌面临外来啤酒雄厚的资本背景以及低价倾销的竞争策略只得选择苦苦坚持或被收购。全国性品牌中, 青岛啤酒经过在广东十余年的发展, 稳稳占据省内第二的位置; 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, 均在省内建立起属于自己的优势地区, 但两家全国性企业广东地区业务都处于严重亏损, 盈利能力羸弱。

4) 2012-2020: 本土品牌中, 珠江啤酒经过经济危机后的阵痛期后, 专注差异化竞争策略与中高端升级, 经营情况开始逐渐转好。华润啤酒 2013 年斥资 53.8 亿元击败燕京啤酒, 成功收购本土品牌金威啤酒, 一跃成为广东前二, 市占率接近 30%; 与此同时青岛啤酒 2011 年华南地区管理层发生变动, 渠道策略发生重大转向, 将传统以大商制为主的渠道体系转为以深度分销为主; 但此次改革最终以失败告终, 致使其华南地区业绩下滑, 市场份额持续萎缩。2014 年后华润同样因管理不善致使其省内份额持续萎缩。而近年来百威啤酒稳扎稳打, 借助对旗下哈尔滨啤酒成功的全国化改造, 以及长期以来在超高端夜场渠道的雄厚优势, 异军突起占据了广东省啤酒市占率第二宝座。

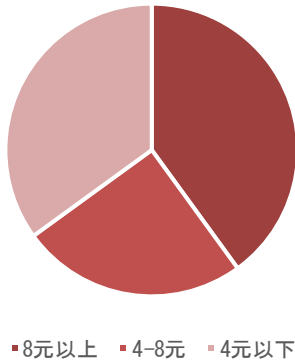
表 3: 各阶段广东省啤酒前五大品牌市占率

市占率排名	2002		2008		2012		2016		2020	
第一名	珠江啤酒	43%	珠江啤酒	35%	珠江啤酒	37%	珠江啤酒	35%	珠江啤酒	33%
第二名	金威啤酒	12%	青岛啤酒	23%	华润啤酒	25%	百威啤酒	25%	百威啤酒	22%
第三名	蓝带啤酒	10%	金威啤酒	15%	青岛啤酒	20%	青岛啤酒	18%	青岛啤酒	16%
第四名	青岛啤酒	6%	华润啤酒	12%	百威啤酒	10%	华润啤酒	20%	华润啤酒	15%
第五名	生力啤酒	5%	燕京啤酒	10%	燕京啤酒	7%	燕京啤酒	5%	燕京啤酒	2%

数据来源: 公开资料, 渠道调研, 西南证券整理

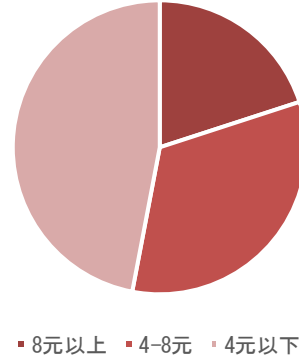
高端化进程领先全国，价格带分布靠近两端。得益于广东省经济迅速发展带来的居民消费力提升与消费升级大趋势带动，目前广东省内 8 元及以上已成为主流价格带，高端产品（8 元以上）占比接近 40%，与之对比 2020 年行业内高端啤酒占比约在 20%，广东省啤酒市场结构领先全国。同时由于广东作为人口流入大省承接大量外来务工人员，省内 4 元及以下低端价格带占比较高，约在 35% 左右，因而广东省整体价格带呈现两头宽中间窄的沙漏型分布。

图 30：2020 年广东省啤酒价格带分布



数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

图 31：2020 年全国啤酒价格带分布



数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

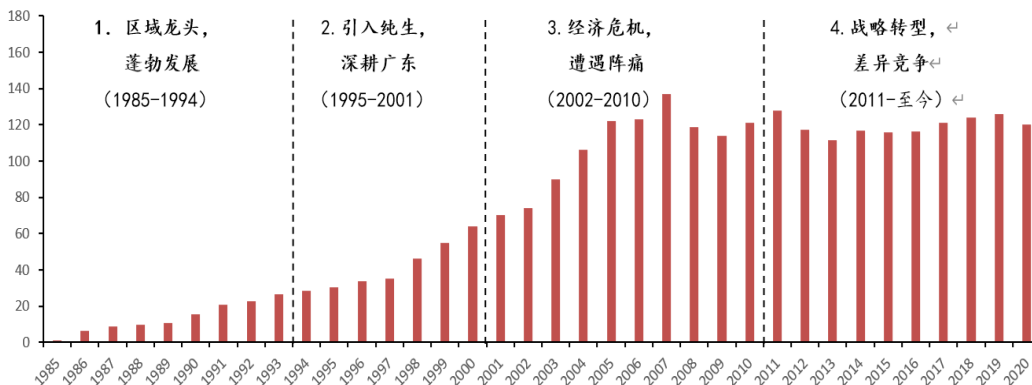
3 广东省啤酒龙头，结构升级释放动能

3.1 深耕广东三十余年，珠江品牌深入人心

3.1.1 风雨飘摇数十载，历尽铅华终转型

珠江啤酒前身为 1983 年建立的广州市珠江啤酒厂，自创立以来公司历经了啤酒行业的野蛮生长与全国性跑马圈地的疯狂时期，但在数十年风雨飘摇后的今天，仍牢牢占据着广东省啤酒龙头宝座。我们尝试对珠江啤酒的自创立以来的发展历史进行复盘，分析其历次战略转型的原因，阐明公司在历经风雨后的竞争优势：

图 32：1985-2020 年珠江啤酒产量（万吨）及发展阶段



数据来源：公司公告，中国知网，西南证券整理

➤ 区域龙头，蓬勃发展（1985-1994）

珠江啤酒自建厂伊始即定下了“高标准，高起点”的原则，是我国首家引进全套国外先进技术设备建设的现代化大型啤酒企业，借助来自于比利时阿托瓦酿造集团的快速发酵工艺，公司啤酒上市之初即拥有显著低于同行的发酵时间。公司始终将先进生产技术放在第一位，不断吸收引进国外最新的技术与设备，奠定公司行业内在技术与装备水平上的领先地位。

图 33：1985 年珠江啤酒厂竣工



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 34：1997 年国内第一条纯生啤酒生产线落地

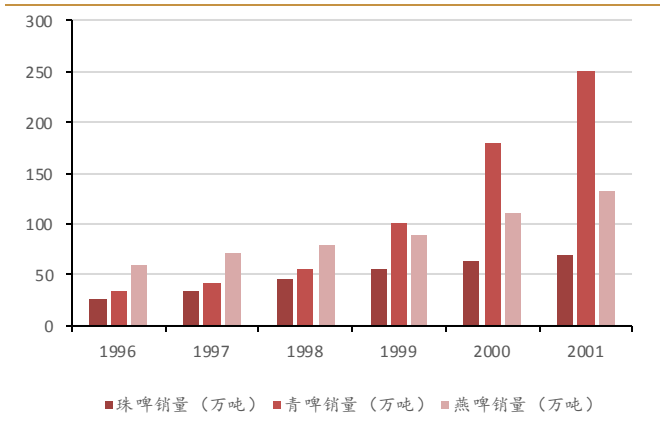


数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ 引入纯生，深耕广东（1995-2001）

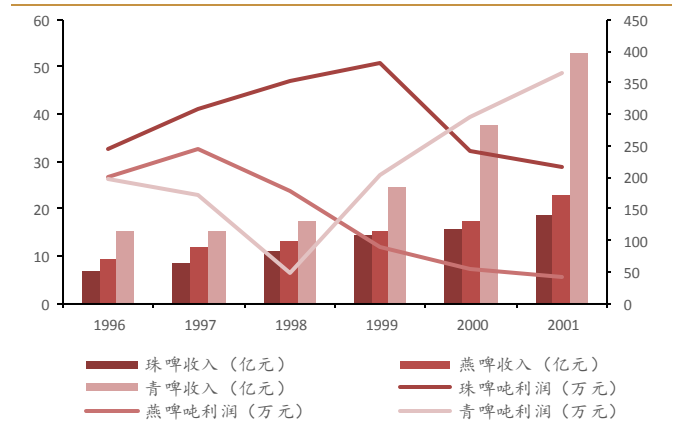
公司于 1997 年率先从德国引入纯生啤酒生产线，开启了席卷全国的纯生风潮。得益于珠啤优良品质和纯生单品带动，公司在整个 90 年代取得了辉煌的成绩。在 90 年代初各大啤酒企业均固守本省传统市场时，珠江啤酒的产销量及利润均位居全国第一。1995-2000 年期间整个国内啤酒市场处于供不应求的状态，整体行业产能 CAGR 保持在 10% 以上。公司也加大了在广东省内产能投放特别是高端产能的力度，进一步巩固技术优势。至 2002 年，公司市占率始终位居全国前四，同时吨酒利润显著优于同行。

图 35：1996-2001 年全国啤酒龙头销量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 36：1996-2001 年全国啤酒龙头收入及利润

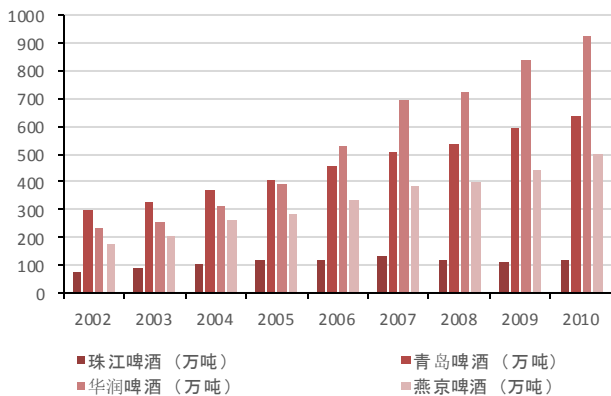


数据来源：Wind，西南证券整理

➤ 经济危机，遭遇阵痛 (2002-2010)

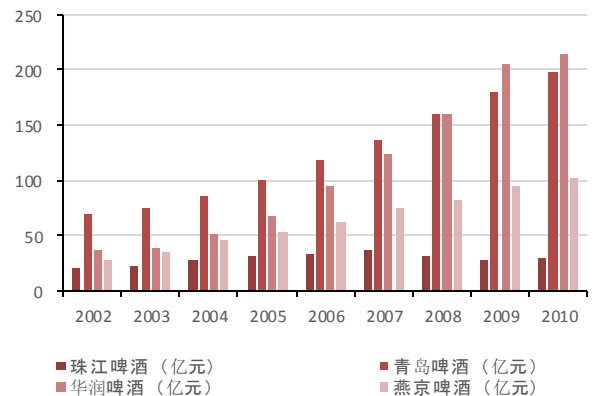
进入 21 世纪后，以青岛啤酒为首的区域性啤酒巨头开始了其全国化扩张的步伐，通过收购各地本土啤酒品牌迅速扩张自己的产能与渠道。而以广东省为代表的华南地区由于改革开放力度较大，人均收入较高，吨酒利润显著优于全国其他地区，各大啤酒企业纷纷开始布局华南。面对全国化的浪潮和其他对手竞相进驻广东的挑战，一方面公司受制于资金实力并未大举兼并省外酒厂，仅在广东周边如广西、湖北以及河北等省布局了部分产能；另一方面公司决心采用成本领先战略抗衡各大竞争对手在广东省内的入侵，不断加大在广东省内投放产能的力度维护省内优势地位。

图 37: 2002-2010 公司与行业龙头啤酒产量对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

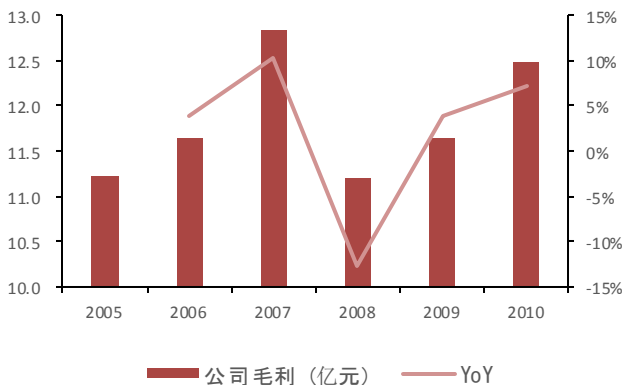
图 38: 2002-2010 年公司与行业龙头收入对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

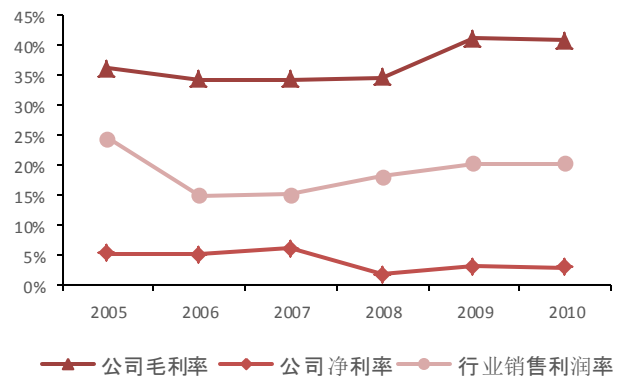
激烈竞争致使广东地区出现产能过剩的局面，各酒企间不可避免的陷入价格拉锯战中，吨酒利润一度低至 100 元/吨。尽管公司依靠大量低端啤酒，仍牢牢占据广东市占率第一的位置，但过多将精力投入本省致使公司缺席了 2000 年以来的啤酒企业全国化风潮。采用成本领先战略、上市计划的一再搁置以及自 2007 年以来的全球金融危机都延缓了公司向省外扩张的步伐，珠啤逐渐成为区域性品牌，直到 2010 年公司成功在深交所中小板上市。

图 39: 2005-2010 年公司毛利及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 40: 2005-2010 年公司毛利率、净利率与行业销售利润率



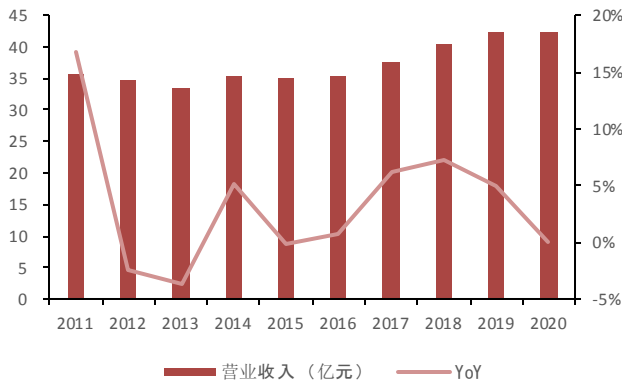
数据来源: Wind, 西南证券整理

➤ 战略转型，差异竞争（2011-至今）

自 2011 年起，公司管理层已经先于同行判断啤酒行业产能已严重过剩。珠啤作为年产量仅 100 万吨左右的区域性啤酒品牌，面对华润、青啤等酒企年产能上千万吨的规模经济优势，公司及时作出战略调整，从原有的低成本竞争战略转型为差异化竞争战略。通过产品结构升级以及直接提价等策略，在省内避免了无效低端价格战的同时，也提前抢占中高端市场消费群体心智，积累大量竞争优势。

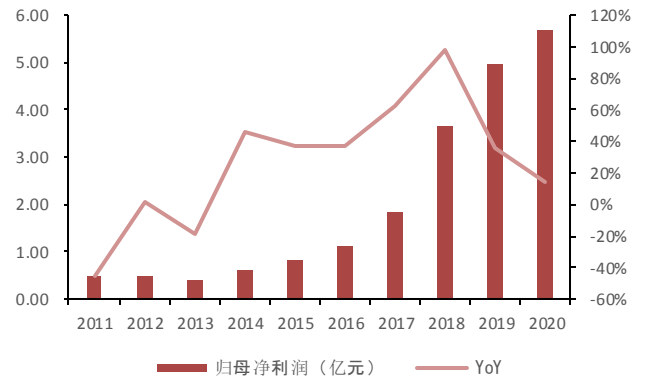
战略调整后公司产品结构持续优化。2011 年左右整个啤酒行业产品结构中 2 元价格带的低端啤酒占比超过 80%。公司大刀阔斧进行产品结构升级，将没有毛利、净利或净利润贡献低的绿爽、清爽等产品替换，逐渐形成了中端以零度啤酒为主，高端以纯生啤酒为主的产品矩阵，持续发力中高端市场。2020 年中高端啤酒销售额占比已突破 90% 稳居行业第一，公司差异化竞争战略卓有成效。

图 41：2011-2020 年公司营收及增速



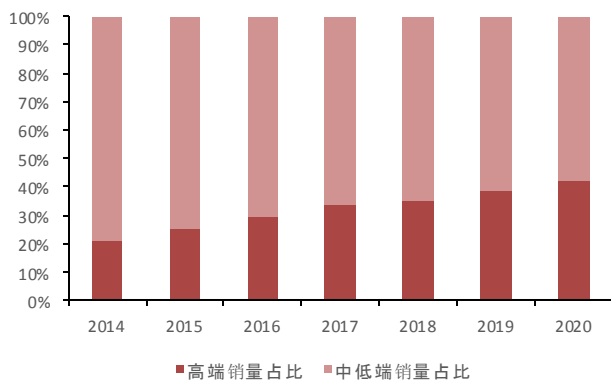
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：2011-2020 年公司归母净利润及增速



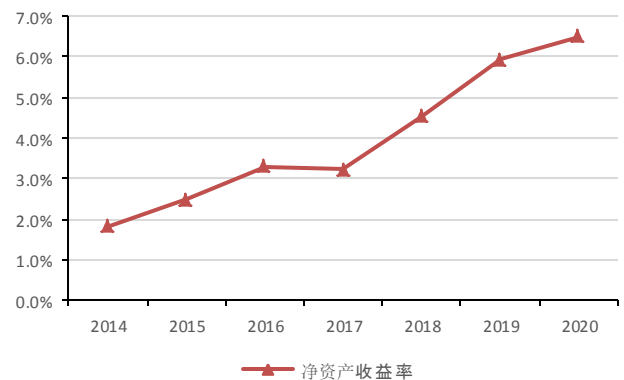
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：2014-2020 年公司各档次产品结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：2011-2020 年公司净资产收益率



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.2 省内品牌忠诚度高，营销传播三线发力

珠啤品牌有口皆碑，具备极高的本地消费者忠诚度。珠啤自 1985 年成立以来，始终坚持“高标准、高起点”的原则，借助国外先进的生产设备和严苛的质量检测工艺铸就了珠啤卓越的产品质量，也斩获国内外多项大奖。珠江啤酒连续多年入选 BrandZ 中国品牌前百强，

品牌价值高达 27.3 亿美元。公司深耕广东三十余载，珠啤品牌已深入人心。根据益普索咨询公司数据，珠江啤酒在广东的第一提及率、经常引用率以及无提示引用率均连续多年排名第一。公司作为省内仅存的本土品牌，对于本地消费者及外省游客均有较强的品牌吸引力。

表 4：珠江啤酒部分所获奖项

奖项类别	事件展示
大赛奖项	2020 年雪堡比利时烈性艾尔啤酒获青酌奖酒类新品 2020 年荣获 CBC 中国国际啤酒挑战赛二星天禄奖 2019 年荣获比利时布鲁塞尔啤酒挑战赛淡爽拉格品类铜奖 2016 年荣获 CFFI 国际精酿啤酒挑战赛金、银、铜奖各 1 项
国家奖项	2020 年入选中国轻工业联合会《升级和创新消费品指南（轻工 第七批）》创新消费品名单 2020 年珠江 0 度荣获 2020 年度广东省食品行业名牌产品 2019 年珠江 0 度精品荣获广东省食品行业优秀新产品一等奖 2018 年珠江纯生啤酒系列入选中国轻工业联合会升级消费品

数据来源：公开资料，西南证券整理

三条主线齐头并进，南粤情怀始终如一。公司 2019 年提出“三条主线、两个 IP、一个情怀”的品牌传播策略，深度绑定啤酒三大消费场景：美食、音乐、体育，通过持续不断的广告投放及活动冠名占领消费者心智。同时公司借助由珠啤老工厂改造而成的琶醍文化艺术区以及珠江-英博啤酒博物馆等建筑作为文化输出，将珠江品牌作为南粤文化的重要载体，增加消费者忠诚度的同时，也巩固公司的在广东的区位优势。

图 45：珠江纯生·生啤派对现场



数据来源：新浪网，西南证券整理

图 46：珠江啤酒独家冠名广东省男篮联赛



数据来源：搜狐网，西南证券整理

表 5：珠江啤酒营销案例

三大 IP	时间	营销案例
美食营销	2020	举办第二季“珠江啤酒·特色美食发布”美食节
	2020	联合广东省经济科教频道《美食特工》栏目开展珠三角六城的美食探店
	2020	琶醍园区成为 2020 广州国际美食节分会场
	2019	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
音乐营销	2020	开展夜场明星秀等音乐活动超过 83 场
	2020	联合网易云音乐，聚焦音乐乐评，IP 授权并推出网易云联名心声罐

三大 IP	时间	营销案例
体育营销	2019	举办超过 10 场珠江纯生啤酒派对并签约萧敬腾为公司代言人
	2018	赞助广州爵士音乐节, 举办爵士音乐会 20 场
	2019	连续五年冠名广东省男子篮球联赛
	2015	聘请国篮明星易建联担任珠江 0 度形象大使, 赞助 2015 广州国际篮球节
	2013	举办珠江 0 度拼个痛快社区篮球争霸赛
	2012	独家冠名广东珠江啤酒男子排球队

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

3.1.3 文化产业蓬勃发展, 协同效应反哺主业

珠啤旧厂区升级琶醍文创区, 啤酒厂品牌带动文创产业与啤酒主业融合发展。珠江琶醍文化创意艺术区占地 2.7 万平方米, 建立于 2011 年, 依托原有的珠江-英博啤酒博物馆以及对珠啤原总部厂区如大型发酵罐、水塔、麦芽仓等工业设备的改造, 现成为兼具现代格调的文化艺术平台和高端餐饮休闲娱乐地带, 目前琶醍属于国家 AAA 级旅游景区, 每年接待游客超 5000 万人次。公司于 2015 年正式提出啤酒酿造产业与啤酒文化产业“双主业”协同双核驱动的发展模式, 致力将珠啤打造为“中国啤酒文化产业的先行者”。

公司 2018 年发布总部开发建设项目商业品牌啤酒厂 (Beer Cube), 计划投资近 50 亿元, 建筑面积高达 25.9 万平方米, 定位为集时尚文化、啤酒文化、创意文化、休闲娱乐和办公配套一体的创新城市综合体, 在充分保留原有工业建筑特点的前提下, 突出珠啤文化特色, 为文创、商旅等新经济提供自由开放的创新空间。公司推进南沙生产基地、博物馆、琶醍、精酿中心互联互通, “啤酒厂”品牌与“珠江啤酒”品牌互促互融, 以“啤酒文化+X”的运营模式, 文商旅融合释放文化产业新动能。

表 6: 珠江啤酒文化产业近十年发展历史

时间	主要活动
2010	成立控股子公司广州琶醍投资管理有限公司, 主要发展啤酒文化相关第三产业
2011	建立珠江·琶醍啤酒文化创意艺术园区
2012	琶醍文化创意艺术园区成功举办近百场各类活动, 知名度迅速提升
2013	原广州总部开始搬迁, 逐步开始对珠啤旧厂区的文化改造
2014	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
2015	公司正式提出啤酒酿造产业和啤酒文化产业“双主业”协同、双核驱动发展模式
2016	21 万 m ² 旧总部地块规划变更获得政府“三旧改造”和建设用地设计条件批文
2017	非公开募集资金中 14 亿元用于珠江·琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目
2018	举行啤酒厂 (Beer Cube) 品牌发布会, 推进文化创意与啤酒产业融合发展
2019	2019 年 9 月珠江啤酒完成土地出让金缴纳, 总部开发项目正式进入建设阶段
2020	制定啤酒厂项目商业运营策略, 落地“广州广计划”, 联动文化创意产业资源

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 47: 琶醍啤酒文化创意艺术区实景



数据来源: 搜狐网, 西南证券整理

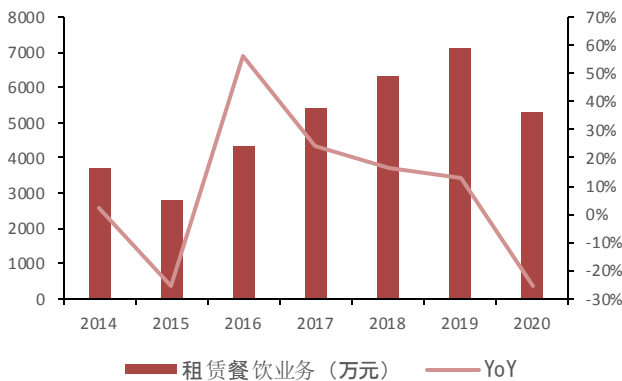
图 48: 啤酒厂 (Beer Cube) 品牌项目概念图



数据来源: 搜狐网, 西南证券整理

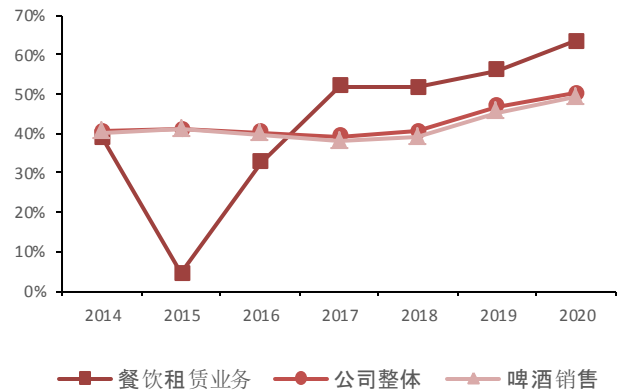
租赁餐饮业绩持续高增, 贡献稳定收入来源。受疫情影响, 2020 年公司租赁餐饮业务实现收入 5315 万元, 同比下降 25%; 2015-2019 年 CAGR 高达 26%。毛利率方面, 自 2017 年起公司租赁餐饮业务毛利率稳定在 50% 以上, 显著优于啤酒销售以及公司整体毛利率。租赁餐饮业务占营收比重从 2015 年 0.79% 提升至 2019 年 1.68%, 在公司啤酒+文化双主业战略驱动下, 毛利率更优的租赁餐饮业务不仅发挥对啤酒主业的协同效应, 也为公司贡献稳定收入来源, 营收结构有望持续优化。

图 49: 公司租赁餐饮业务营收及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 50: 公司各业务毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 重点突破中高端, 结构升级成效显著

3.2.1 产品组合定位明确, 产品矩阵丰富完备

“3+N”品牌策略清晰, 系列产品各司其职。公司于 2018 年正式提出“雪堡、纯生、珠江+特色”的 3+N 产品策略, 为旗下各大啤酒品牌赋能。其中雪堡精酿系列定位超高端作为效益突破点, 是珠啤品牌力的核心支撑; 纯生系列定位中高端作为利润增长点, 是公司产品矩阵的中流砥柱; 珠江 (零度) 系列定位大众作为规模拓展点, 为公司提供稳固销量基础; “N”特色系列定位小众, 专门满足不同区域消费者个性化差异化需求。公司产品矩阵丰富完备, 针对各消费档次均有强势产品布局, 其中:

图 51: 珠江啤酒“3+N”产品策略



数据来源: Wind, 西南证券整理

雪堡系列 (10元以上) 代表产品: **雪堡白啤、雪堡精酿**。雪堡品牌创立自 90 年代, 自诞生伊始即作为高端品牌, 曾于 2001 年被钓鱼台国宾馆指定为“国宴特供酒”。公司在 2015 年重启雪堡品牌并将其作为精酿啤酒品牌, 陆续开发了雪堡白啤、黄啤、IPA 等多种工艺的精酿单品。2020 年雪堡品牌销量约为 4000 吨, 约占整体销量的 0.5%。

纯生系列 (6-10 元) 代表产品: **97 黑金纯生、经典纯生**。珠江啤酒是业内率先引进全套纯生设备及生产工艺的厂家, 早在 1997 年便推出了中国首款纯生啤酒, 在世纪之交纯生啤酒几乎可与珠江啤酒划等号。公司也在持续改善纯生发酵工艺, 不断丰富纯生大品类下的产品矩阵。2020 年珠江纯生销量约为 49 万吨, 占整体销量的 41%。

图 52: 雪堡精酿啤酒



数据来源: 雪堡啤酒官方微博, 西南证券整理

图 53: 珠江 97 黑金纯生



数据来源: 搜狐网, 西南证券整理

零度系列 (4-6 元) 代表产品: **珠江零度, 零度 Pro**。零度品牌在 2011 年左右推出, 作为公司卡位 4 元价格的主力中端产品, 逐步替代 2 元低端价格带的绿爽品牌啤酒。零度系列采用独有的 0 度低温酿造工艺, 使啤酒具有类似生啤的独特口感, 深受年轻消费群体喜爱。2020 年零度品牌销量约为 55 万吨, 占整体销量的 46%。

特色系列代表产品：12 度老珠江，原麦珠江。特色系列啤酒是公司针对小众消费群体个性化差异化的需求而专门推出的系列产品。例如 12 度老珠江啤酒和原麦珠江采用了 90 年代珠啤经典包装以及 600ml 大瓶身，以经典南粤情怀激发广东本地消费者共鸣。2020 年特色系列啤酒销量约为 7 万吨，约占整体销量的 6%。

图 54：珠江零度啤酒


数据来源：新浪网，西南证券整理

图 55：12 度老珠江


数据来源：搜狐网，西南证券整理

表 7：珠江啤酒产品矩阵

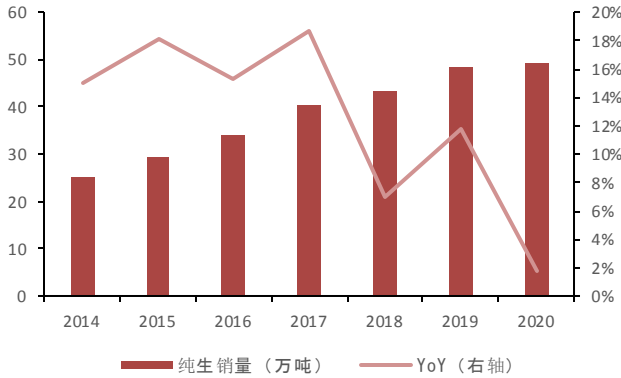
定位	价格带	产品名称	产品规格	价格 (元/500ml)
超高端	10 元以上	雪堡美式 IPA	330ml	23.7
		雪堡蔓越莓精酿	330ml	23.7
		雪堡百香果精酿	310ml	13.3
		雪堡白啤/黄啤	500ml	9.1
高端	6-10 元	97 黑金纯生	528ml	8.1
		9 度特制纯生	500ml	6.8
		经典纯生	500ml	6.3
中端	4-6 元	珠江 0 度 Pro	500ml	4.5
		珠江 0 度	500ml	4.0
		原麦珠江	330ml	4.1
		经典老珠江	600ml	4.3
低端	4 元以下	金麦穗	330ml	3.5

数据来源：京东商城，西南证券整理

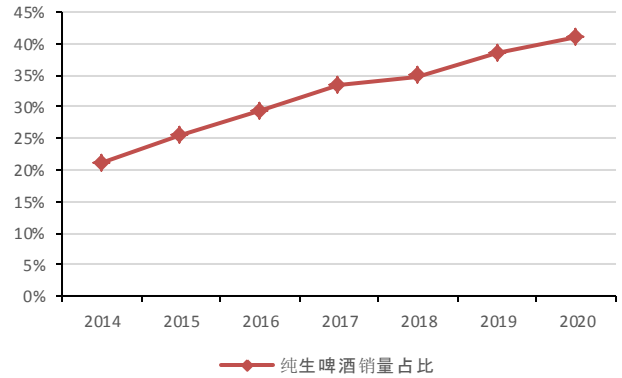
3.2.2 纯生大单品表现强势，产品结构持续优化

大单品珠江纯生销量增长迅猛。珠江啤酒作为国内率先发力纯生啤酒的厂家，在生产技术以及消费者培育方面积攒了深厚的底蕴。珠江纯生作为珠啤高端矩阵的柱石产品，近年来销量实现高速增长。2020 年珠啤实现纯生啤酒销量 49.1 万吨，同比上升 2%，2014-2020 年复合增速高达 10.1%，其中 2014-2016 年为培育期，销量增速保持在 15% 以上；2017 年以后纯生增速放缓至 10% 左右。同时公司经典纯生相较于其他啤酒旗下纯生售价偏低，产品升级亟待发力。公司 2018 年导入超高端新品 97 黑金纯生，市场表现良好，2020 年黑金纯生实现销量 7.7 万吨，同比大幅增长 176.8%，约占纯生总体销量的 16%。

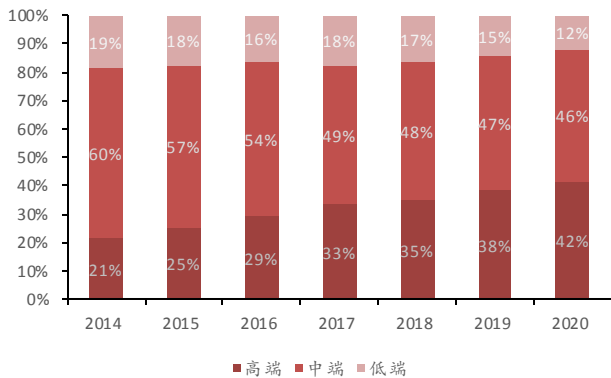
中端销量小幅下降，中高端啤酒占比业内最高。中端零度系列实现销量约 50 万吨，占比自 2017 年 49% 下降至 2020 年 46%，原因主要为受消费升级影响，中端产品销量让位高端啤酒。得益于较小的体量和在广东深耕多年的区位优势，公司结构升级收效显著，2020 年中高端啤酒销量占比已达到 87%，显著优于其他全国性啤酒巨头，位居行业第一。

图 56：2014-2020 年珠江纯生销量及增速


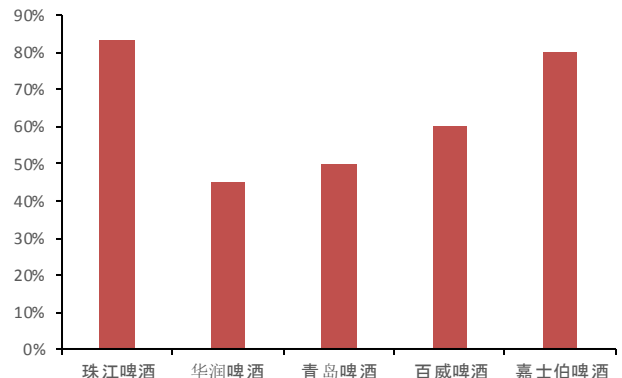
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 57：公司纯生销量占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

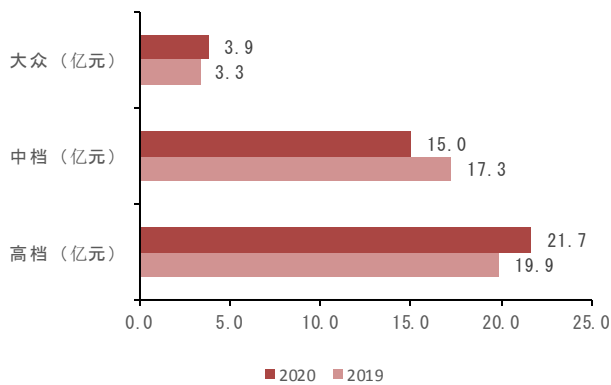
图 58：2014 年以来公司产品销量结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

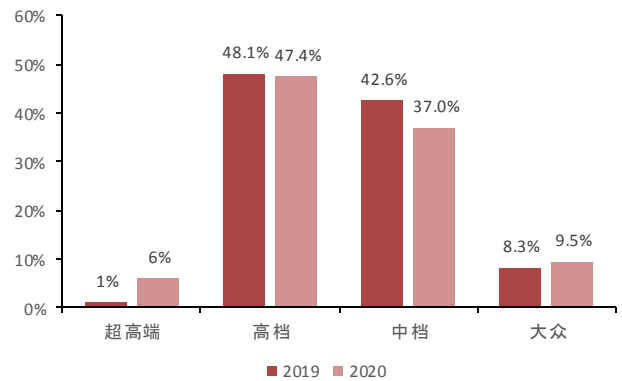
图 59：2020 年行业内主要厂家中高端啤酒销量占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

超高端营收表现亮眼，中高端合计营收占比已逾九成。2020 年公司高端啤酒实现营收 21.7 亿元，同比增加 9%，其中得益于 97 黑金纯生的快速放量，超高端啤酒收入占比同比大幅提升 5pp 至 6%；中端零度系列收入端受高端影响承压明显，而大众档啤酒收入占比小幅提升。得益于中端零度系列以及高端纯生系列的新品升级顺利，公司营收结构持续优化，2020 年中高端啤酒收入占比较 2017 年提升 2.9pp，已连续两年超过 90%。

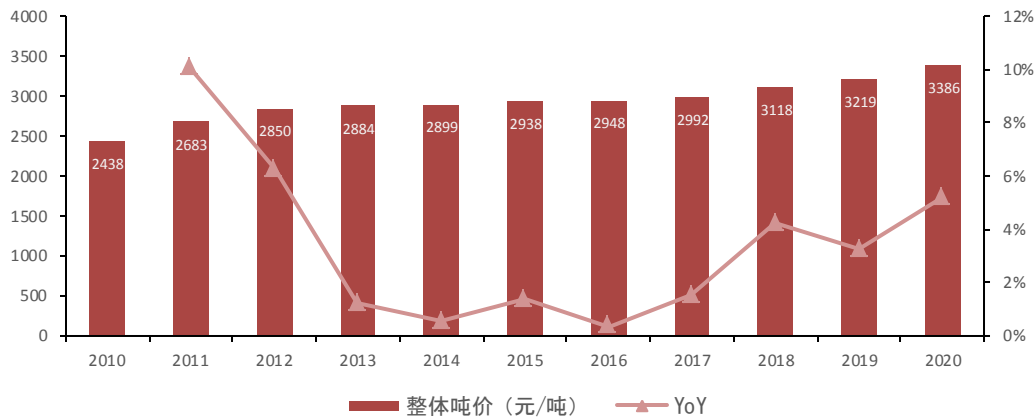
图 60: 2019-2020 年公司各档次啤酒营收


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 61: 2019-2020 年公司各档次啤酒营收贡献


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

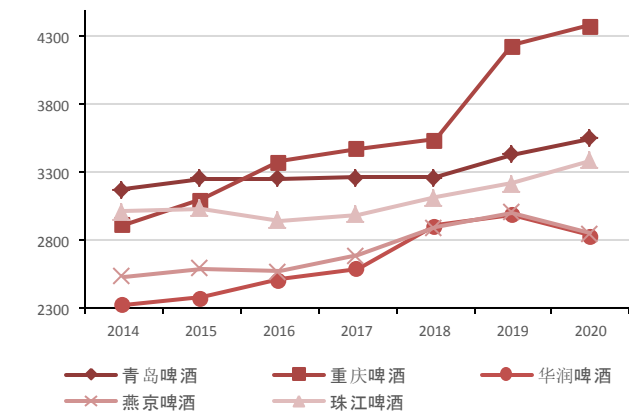
整体吨价稳步上行, 2017 年后提速明显。公司 2020 年整体吨价达到 3386 元, 同比去年提升 5%, 近三年 CAGR 保持在 4%; 同行业对比公司吨价位居行业前列, 与龙头青岛啤酒持平。2017 年后公司吨价提速主要由于: 1) 中端零度与罐装啤酒对低端产品的替代明显, 整体产品结构不断优化; 2) 以纯生为代表的高端啤酒销量占比持续提升, 带动公司整体吨价上行; 3) 14-16 年间公司为实现纯生快速放量, 大量投放促销费等市场费用和采用买赠、搭售等市场策略, 致使整体吨价提升遭受压制, 随着销量基础趋于稳固, 公司逐步缩减市场促销费用, 吨价上行开始提速。

图 62: 2011-2020 年公司啤酒吨价


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

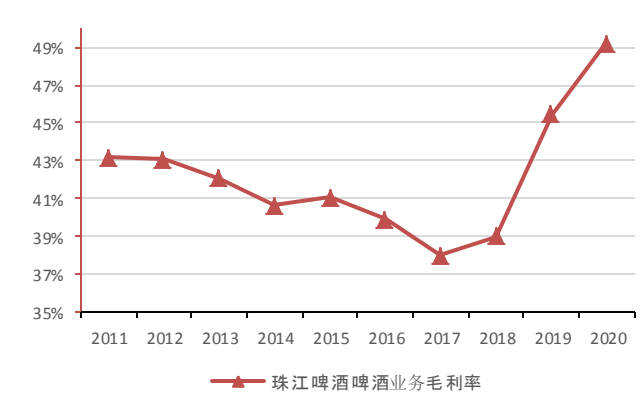
毛利率近年来提升显著。2011-2015 年公司毛利率基本维持在 41% 左右, 2015-2017 年间受政府供给侧改革以及环保监管趋严影响, 原材料价格大幅上涨致使毛利承压明显。自 2018 年起公司产品结构升级红利释放, 叠加成本端压力减少下, 毛利率提升显著; 同时由于疫情影响营业成本下降明显, 啤酒业务毛利率从 2018 年 39% 大幅提升 10pp 至 2020 年 49%。

图 63: 行业内主要啤酒企业吨价对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 64: 2011-2020 年公司啤酒业务毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.3 积极推动产品升级, 罐化率提升驱动业绩

旧酒还需新瓶装, 产品升级进行时。啤酒作为深受年轻人喜爱的饮品, 单品的生命周期约在 10 年左右, 特别是针对年轻消费群体的啤酒品牌, 必须及时更新才能重新对新一代年轻消费者产生吸引。例如华润将过往十分成功的勇闯天涯系列升级为勇闯天涯 SuperX, 实现经典品牌年轻化转型。公司持续更新旗下零度系列和纯生系列产品, 2019 年推出纯生新品 97 黑金纯生, 2020 年上新珠江 Light 和零度 Pro, 市场表现均十分优异。零度与纯生作为支撑公司放量和增收的两大单品, 其顺利升级将为公司业绩提升释放更大动能。

图 65: 珠江 97 黑金纯生与旧款对比



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

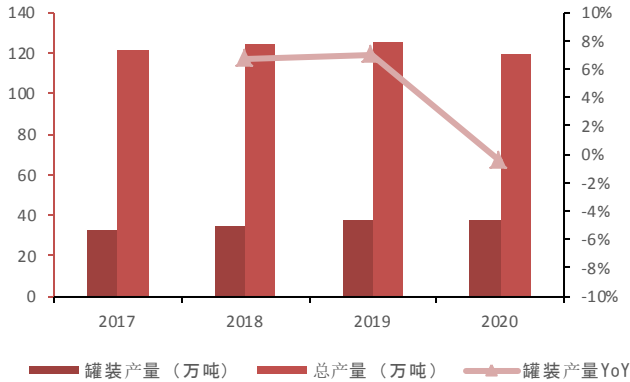
图 66: 珠江零度 Pro 与旧款对比



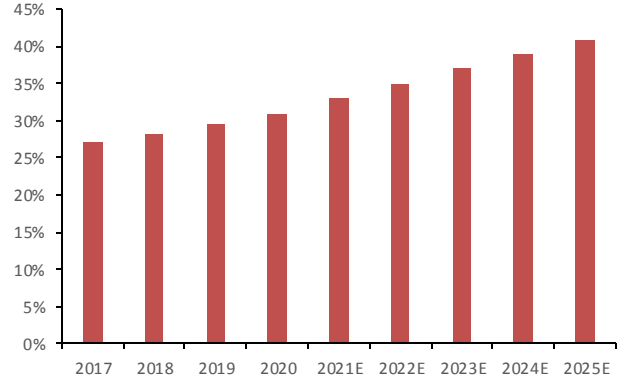
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

消费者主动推动下, 结构升级顺势而为。公司产品结构改善的最大推力主要来自于中国经济快速发展消费升级大趋势下消费者的主动选择。与嘉士伯啤酒利用其在重庆基地市场超过 80%高市占率主动用中端国宾系列代替低端山城系列的策略不同, 广东地区各大啤酒竞争激烈, 公司鲜少采用直接提价的方式促进产品结构升级。以 2011-2013 年中端零度取代低端绿爽系列为例, 公司在市场同时投放绿爽与零度啤酒, 依靠消费者自主选择实现对低端绿爽系列的更新换代。公司始终致力于用优秀产品为消费者提供更好的体验, 利用消费升级完成产品结构的优化升级。

罐化率稳步提升,全方位增强产品盈利能力。2020年公司实现罐装啤酒销量37.1万吨,近三年复合增速约4%;罐化率已达到31%,远高于行业25%平均罐化水平。得益于公司流通渠道占比较大,以及对罐装产能的持续投放与升级,公司罐化率业内排名第一。根据渠道调研,听装啤酒毛利率接近50%,相较瓶装啤酒高约15个百分点,且罐化对于高中低端啤酒盈利能力均有裨益。公司已做出规划,在十四五期间将罐化率提升至40%以上,年均提升2%左右罐化率。

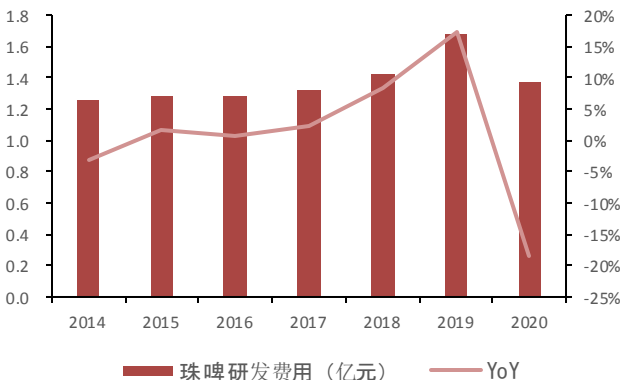
图 67: 2017-2020 年公司罐装啤酒产量及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 68: 公司罐化率及预测


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

强研发能力保障,积极布局精酿。公司始终坚持对研发大力投入,自2010年起研发费用均在1亿元以上,在行业内保持领先的技术优势。国内精酿啤酒风潮在2010年逐渐兴起,公司早在2015年先于国内其他啤酒龙头布局精酿啤酒,将旗下雪堡品牌独立作为精酿啤酒子品牌运营,雪堡精酿已具备较强消费者知名度。公司坚持品类创新,目前储备超过30种啤酒新品。同时公司坚持线下布局精酿啤酒体验中心,已成立超过五家精酿体验店,2020年实现高端精酿销量同比增长34%。2017年公司定增项目中投入2.5亿元用于精酿啤酒生产线和门店建设,逐渐培养消费者精酿啤酒消费习惯并提升珠江啤酒品牌力。公司致力于做“中国精酿啤酒发展的领先者”,在啤酒消费逐渐转向个性化差异化的趋势下占得先机。

图 69: 2014-2020 年公司研发投入


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 70: 公司总部精酿啤酒体验中心


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.3 立足华南核心市场，稳步优化渠道结构

3.3.1 省内巩固优势，省外调整结构

深耕珠三角核心区域，广东省市占率排名第一。广东省啤酒产量位居全国第二，人均收入排名靠前，因此各大啤酒巨头竞争激烈，至今尚无绝对优势品牌。珠江啤酒深耕广东三十余年，在广东省市占率约为 33%。百威虽在省内市占率排名第二，但主要在夜场等渠道销售超高端啤酒，与珠啤主流渠道重叠较少；同时百威作为公司第二大股东，和公司在产品研发以及工艺改进上有诸多合作，二者合力占据超过 50% 市场份额实现双赢。青岛、燕京以及华润在广东则各占约 5% 市占率，省内“珠江+百威”为主导的竞争格局已尘埃落定。

图 71：2020 年广东省啤酒竞争格局

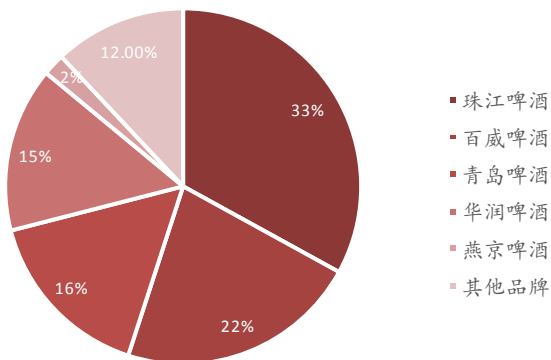
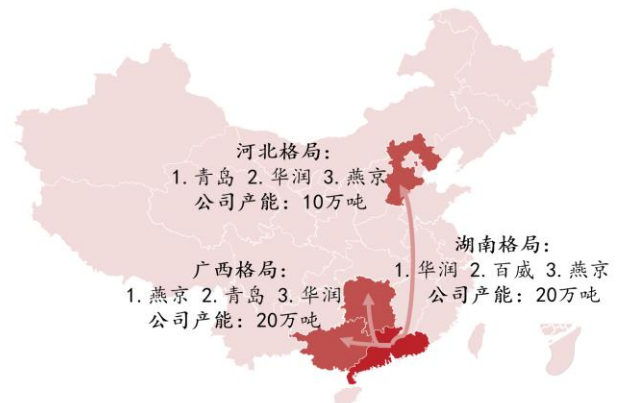


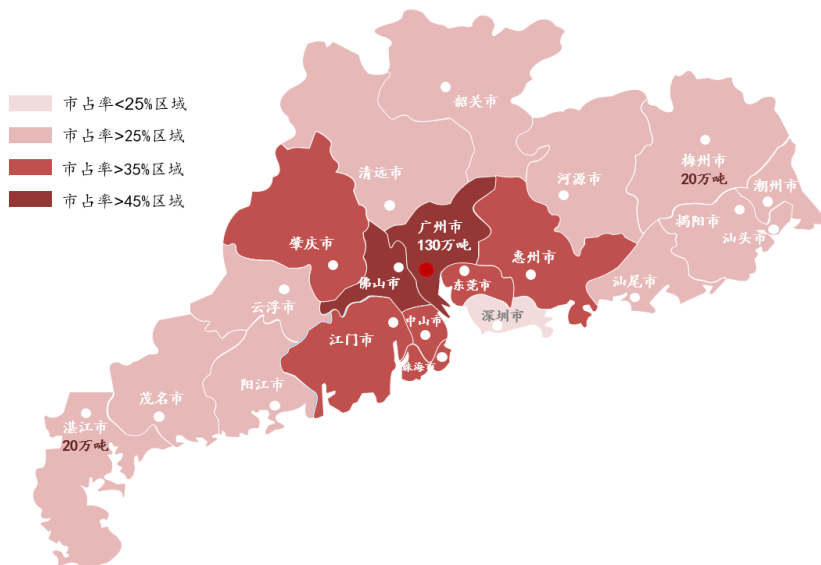
图 72：公司省外扩张路线及外省产能布局



数据来源：渠道调研，西南证券整理

数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

图 73：公司省内各区域市占率及省内酿造产能布局

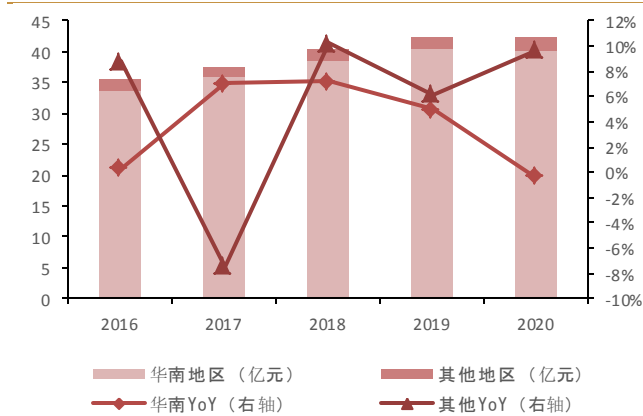


数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

深化第一品牌建设，巩固省内细分区域市场。面对激烈的省内竞争，公司并未盲目追求称霸全省，而是精选部分细分市场，巩固市占率优势。为此公司提出建设第一品牌概念，即公司要求在选定区域做到市场覆盖率第一、市场销量第一、品牌影响力第一的目标。为推进第一品牌建设，公司在资源投放和渠道考核方面都对第一品牌区域作出专门要求：1) 在普通区域考核总销量的基础上，单独设立第一品牌销量考核；2) 对选定区域配备专门的第一品牌团队和第一品牌专属资源。公司第一品牌建设卓有成效，在除深圳外所有区域市占率均排名第一，其中珠三角核心区域市占率约为 36%，佛山、广州市占率约为 45%。

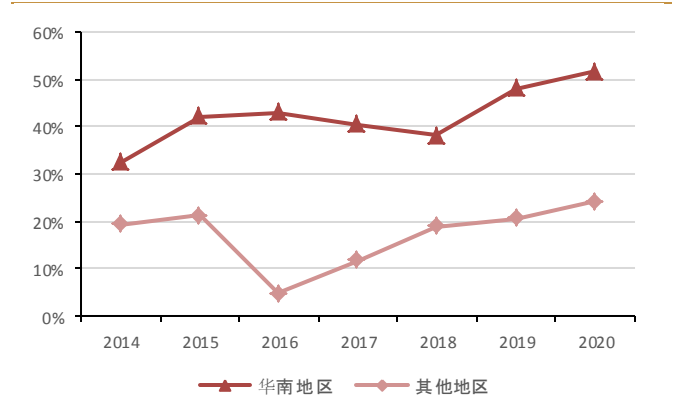
华南营收贡献超九成，省外专注高端升级。2020 年公司华南地区实现营收 40.2 亿元，同比增长 10%，营收占比为 94%，2016-2020 年 CAGR 为 5%；其他地区实现营收 2.3 亿元，占比近五年稳定在 5%左右。受制于公司在 2000-2010 年间资金缺口、管理层较为保守的扩张战略以及各大巨头对全国市场加速跑马圈地，公司向省外的扩张并不顺利，目前仅在河北、广西、湖南三省有产能布局。公司过去在省外多销售低价啤酒以提高产能利用率，但在行业拐点出现后薄利多销策略逐渐失效。公司及时改变省外发展策略，不再追求省外销量，转为以销售高端产品为主，2020 年其他地区毛利率达到 24.3%，相较 2016 年大幅提升近 20 个百分点。

图 74：华南地区以及其他地区营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 75：华南地区与其他地区毛利率

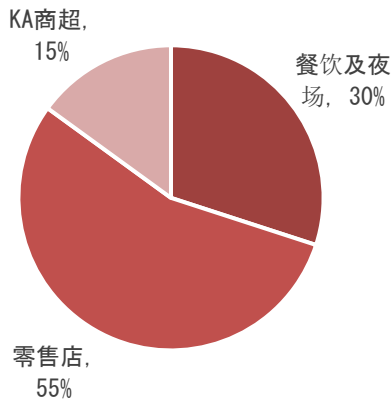


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.2 流通渠道优势明显，开启改革发力餐饮

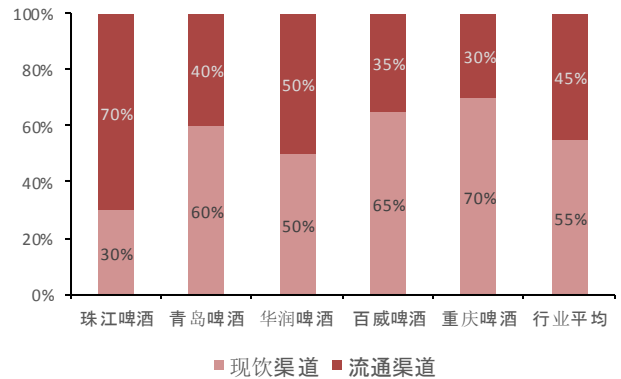
流通渠道占比过七成，远超行业平均水平。公司现饮渠道占比约在 30%，其中餐饮占比超过 29%，夜场渠道不足 1%；非现饮渠道中，传统的小型零售店占比约为 55%，大型商超 KA 占比约在 15%。行业中横向对比，流通渠道平均占比约为 45%。得益于珠江啤酒在广东较高的消费者忠诚度和自身的优良品质，在无人推销的零售渠道表现优异。

图 76: 公司渠道结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 77: 行业渠道结构

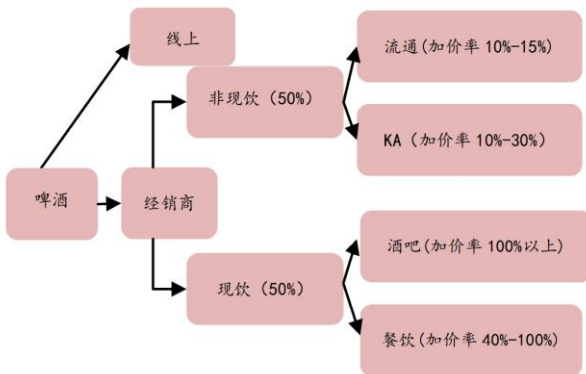


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

餐饮渠道向来为啤酒兵家必争之地, 主要由于: 1) 餐饮渠道加价率高, 约在 40%-100%, 2) 餐饮渠道中顾客对啤酒的选择易受商家推荐影响, 商家拥有较大话语权。一旦支付买场费用, 则产品放量可期。因而外来啤酒厂商首先选择大力发展餐饮渠道, 培养消费者习惯。公司作为省内本土啤酒品牌, 餐饮渠道份额受到各大外来品牌冲击严重, 致使公司餐饮渠道占比较低。

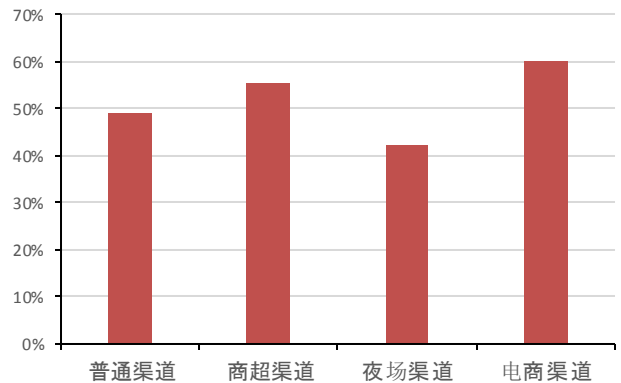
开启营销改革, 集中发力餐饮。公司逐步改善渠道组织架构, 1) 在省内各细分区域配备专攻餐饮渠道的大区助理, 2) 充实餐饮渠道专职业务员和促销员队伍, 3) 由“商家主导”转变为“厂家主导”模式, 重点突破餐饮渠道。2018 年公司开拓餐饮新点 9.6 万个, 高端餐吧、星级酒店等高端渠道 315 家, 高端啤酒销量同比增长 77%。公司依托在广东省区位优势以及较高的消费者忠诚度, 伴随公司加大对餐饮渠道的费用投放, 餐饮端仍有较大提升空间。

图 78: 行业各渠道加价率



数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

图 79: 2020 年公司各渠道毛利率

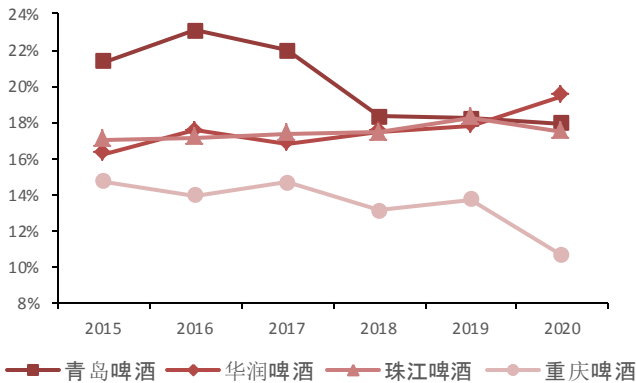


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 费用优化仍有空间，ROE 持续向好

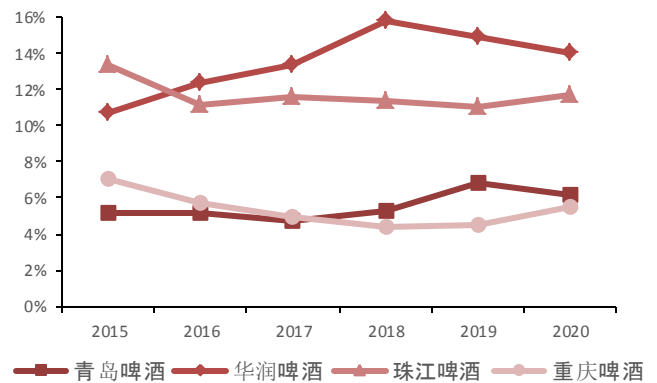
销售费用率处于行业平均水平，管理费用率仍有提升空间。公司销售费用率长期稳定在 17% 左右，2020 年公司销售费用率为 17.5%，仅次于完成重组后的重庆啤酒，行业内排名第二；未来伴随公司持续加大对高端产品的营销投放，销售费用率预计仍将保持现有水平。公司管理费用率长期维持在 10% 以上，与青啤、重啤等行业龙头 5% 左右水平差异较大。

图 80：公司销售费用率与行业对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

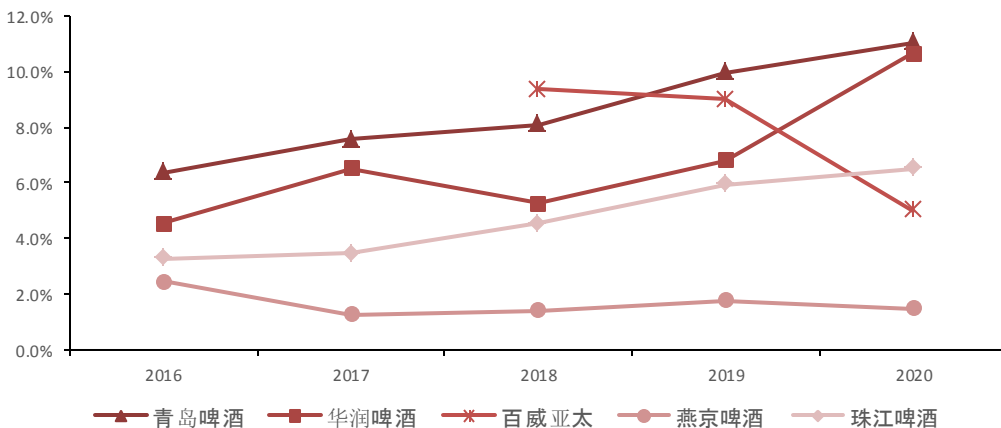
图 81：公司管理费用率与行业对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

净资产收益率持续七年增长，主要由销售净利率上升驱动。行业中横向对比，公司 2020 年 ROE 为 6.5%，位居行业中游水平，优于燕京啤酒，但相较华润、青岛等全国性龙头仍有较大差距。得益于公司自 2011 年开始的差异化营销战略与产品升级的大力推进，2014-2020 年公司 ROE 持续 7 年实现正增长。通过杜邦分析拆分来看，受益于纯生、雪堡等高利润贡献产品占比的持续提升，以及公司以零度系列对低端啤酒的成功升级，销售净利率的持续跃升是推动 ROE 连年增长的根因。

图 82：公司与其他啤酒企业 ROE 对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 8：公司 ROE 拆分

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净资产收益率	1.27%	1.83%	2.48%	3.29%	3.45%	4.53%	5.92%	6.51%
因素分解：								
销售净利率	1.39%	1.98%	2.77%	3.59%	5.26%	9.39%	12.06%	13.78%
资产周转率	59%	59%	55%	54%	42%	34%	35%	34%
权益乘数	1.76	1.82	1.90	1.89	1.56	1.45	1.44	1.43

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 公司高端化转型顺利，中高端产品销售额占比已突破 90%，两大单品珠江零度与珠江纯生预计仍将保持良好的动销情况。公司以单价更高 97 黑金纯生和珠江零度 Pro 新品持续对中端及高端产品线升级，盈利能力有望进一步提升。同时公司加大省内餐饮渠道开拓力度，流通渠道强势叠加餐饮渠道发力，业绩有望实现爆发。预计 2021-2023 年公司啤酒销量同比增长 8%、3%、2%，吨价同比增长 1.5%、5%、5%，吨成本同比增长 4%、1.5%、1.5%，毛利率分别为 47.9%、49.7%、51.3%。

2) 公司持续发力文化产业，以琶醍文化创意艺术区和啤酒厂品牌为代表的两大文化品牌的成功建设，不仅带动公司啤酒主业的蓬勃发展，同时也有助于公司拓宽收入来源。2020 年受疫情影响公司租赁餐饮服务收入同比大幅下滑 25%，在 2020 年低基数效应下，预计公司租赁餐饮服务收入同比增长 5%、6%、7%，毛利率分别为 65.3%、67.3%、69.3%。

基于以上假设，预计公司 2021-2023 年分业务收入成本如下：

表 9：分业务收入及毛利率

		2020A	2021E	2022E	2023E
啤酒销售	收入 (亿元)	40.6	44.5	48.1	51.6
	增速	0.3%	9.6%	8.1%	7.1%
	销量 (万吨)	119.9	129.5	133.4	136.1
	增速	-4.7%	8.0%	3.0%	2.0%
	吨价 (元/吨)	3386	3437	3608	3789
	增速	5.2%	1.5%	5.0%	5.0%
	吨成本 (元/吨)	1720	1789	1816	1843
	增速	-2.0%	4.0%	1.5%	1.5%
	毛利率	49.2%	47.9%	49.7%	51.3%
租赁餐饮服务	收入 (亿元)	0.53	0.56	0.59	0.63
	增速	-25.5%	5.0%	6.0%	7.0%
	毛利率	63.3%	65.3%	67.3%	69.3%

		2020A	2021E	2022E	2023E
酵母饲料销售	收入 (亿元)	0.22	0.23	0.24	0.25
	增速	-20.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
包装材料	收入 (亿元)	0.07	0.08	0.09	0.10
	增速	104.2%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	16.4%	16.0%	17.0%	18.0%
其他业务	收入 (亿元)	1.1	1.23	1.41	1.62
	增速	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	73.7%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入 (亿元)	42.49	46.61	50.48	54.17
	增速	0.1%	9.7%	8.3%	7.3%
	毛利率	50.2%	49.1%	50.8%	52.4%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 46.6 亿元 (+9.7%)、50.5 亿元 (+8.3%) 和 54.2 亿元 (+7.3%)，归母净利润分别为 6.9 亿元 (+21.3%)、8.2 亿元 (+18.8%) 和 9.7 亿元 (+18%)，EPS 分别为 0.31 元、0.37 元和 0.44 元。

5.2 绝对估值

表 10: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	17.0%
永续期增长率	2.5%
无风险利率 Rf	3.0%
市场组合报酬率 Rm	8.0%
有效税率 Tx	17.0%
β 系数	1.1
债务资本比重 Wd	2.0%
股权资本成本 Ke	8.6%
WACC	8.5%

数据来源: 西南证券

表 11: FCFF 估值结果

FCFF 估值	2021E (亿元)
FCFF	0.88
PV(FCFF)	0.81
核心企业价值	222.93

FCFF 估值	2021E (亿元)
净债务价值	(49.03)
股票价值	271.96
每股价值	12.29

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 12.29 元。

5.3 相对估值

我们选取国内啤酒行业内市占率排名前五的公司作为珠江啤酒的估值参考, 其中华润啤酒、百威亚太与青岛啤酒均早已实现全国化布局, 重庆啤酒在嘉士伯在华资产注入后也逐步成为全国化品牌, 而燕京啤酒与公司则是泛区域性优势啤酒品牌, 体量相对较小。

表 12: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
0291.HK	华润啤酒	2013	51.71	0.68	1.11	1.35	1.67	93	46	38	31
600600.SH	青岛啤酒	1190	87.20	1.61	2.03	2.46	2.92	62	43	35	30
1876.HK	百威亚太	2834	17.83	0.05	0.08	0.10	0.10	85	36	29	28
600132.SH	重庆啤酒	856	176.80	2.23	2.22	2.71	3.44	53	77	63	51
000729.SZ	燕京啤酒	178	6.31	0.07	0.12	0.15	0.18	122	53	43	36
平均值								83	51	42	35
002461.SZ	珠江啤酒	210	9.49	0.26	0.31	0.37	0.44	47	30	25	21

数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据截至 2021 年 8 月 9 日)

从行业平均水平来看, 2021-2023 年行业平均 PE 分别为 51x, 42x 和 35x, 公司 PE 低于行业平均水平。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.9 亿元、8.2 亿元、9.7 亿元, 对应估值分别为 30x、25x、21x; 考虑到公司目前高端化转型升级顺利, 叠加广东省龙头地位稳固以及文化产业发展持续向好等有利因素, 给予公司 2021 年 40 倍 PE, 对应目标价 12.4 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

- 1) 新冠疫情二次爆发风险
- 2) 原材料涨价风险
- 3) 市场竞争风险

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	42.49	46.61	50.48	54.17	净利润	5.86	7.12	8.44	9.97
营业成本	21.17	23.75	24.85	25.77	折旧与摊销	2.91	2.51	2.59	2.64
营业税金及附加	3.88	4.42	4.77	5.09	财务费用	-2.00	-1.37	-1.40	-1.56
销售费用	7.43	7.46	8.08	8.67	资产减值损失	-0.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.59	3.78	3.99	4.17	经营营运资本变动	-1.46	-4.61	-1.00	-0.71
财务费用	-2.00	-1.37	-1.40	-1.56	其他	2.01	-0.09	0.02	0.01
资产减值损失	-0.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6.89	3.55	8.66	10.36
投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-16.22	-3.00	-3.00	-2.00
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.00	0.00	其他	-20.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-36.28	-3.00	-3.00	-2.00
营业利润	7.07	8.58	10.20	12.02	短期借款	2.63	-0.13	-2.50	-1.50
其他非经营损益	-0.04	-0.01	-0.03	-0.02	长期借款	5.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.03	8.57	10.17	12.01	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1.17	1.46	1.73	2.04	支付股利	-2.21	-2.87	-3.45	-4.10
净利润	5.86	7.12	8.44	9.97	其他	-0.50	1.37	1.40	1.56
少数股东损益	0.16	0.21	0.24	0.29	筹资活动现金流净额	4.92	-1.64	-4.55	-4.05
归属母公司股东净利润	5.69	6.90	8.20	9.68	现金流量净额	-24.47	-1.09	1.11	4.32
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	61.69	60.60	61.71	66.03	成长能力				
应收和预付款项	0.36	0.43	0.46	0.48	销售收入增长率	0.13%	9.69%	8.30%	7.32%
存货	20.89	23.57	24.66	25.57	营业利润增长率	20.76%	21.36%	18.83%	17.89%
其他流动资产	2.80	2.82	2.84	2.86	净利润增长率	14.42%	21.49%	18.67%	18.01%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.25%	21.79%	17.18%	15.13%
投资性房地产	0.10	0.10	0.10	0.10	获利能力				
固定资产和在建工程	30.02	30.79	31.46	31.09	毛利率	50.19%	49.05%	50.76%	52.43%
无形资产和开发支出	9.49	9.22	8.95	8.68	三费率	21.22%	21.15%	21.12%	20.83%
其他非流动资产	4.72	4.72	4.72	4.72	净利率	13.78%	15.27%	16.73%	18.40%
资产总计	130.08	132.25	134.91	139.53	ROE	6.52%	7.56%	8.52%	9.50%
短期借款	7.63	7.50	5.00	3.50	ROA	4.50%	5.38%	6.26%	7.14%
应付和预收款项	7.20	8.59	8.86	9.21	ROIC	8.59%	13.34%	14.91%	17.23%
长期借款	5.00	5.00	5.00	5.00	EBITDA/销售收入	18.78%	20.85%	22.56%	24.20%
其他负债	20.41	17.09	16.98	16.89	营运能力				
负债合计	40.25	38.18	35.84	34.60	总资产周转率	0.34	0.36	0.38	0.39
股本	22.13	22.13	22.13	22.13	固定资产周转率	1.41	1.58	1.73	1.94
资本公积	45.04	45.04	45.04	45.04	应收账款周转率	171.06	182.71	186.29	182.39
留存收益	22.07	26.10	30.85	36.43	存货周转率	1.57	1.05	1.02	1.01
归属母公司股东权益	89.24	93.27	98.02	103.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.20%	—	—	—
少数股东权益	0.59	0.80	1.04	1.33	资本结构				
股东权益合计	89.83	94.07	99.06	104.93	资产负债率	30.94%	28.87%	26.57%	24.80%
负债和股东权益合计	130.08	132.25	134.91	139.53	带息债务/总负债	31.39%	32.74%	27.90%	24.56%
					流动比率	3.50	3.90	4.47	5.04
					速动比率	2.65	2.85	3.24	3.69
					股利支付率	38.88%	41.65%	42.08%	42.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	7.98	9.72	11.39	13.11	每股收益	0.26	0.31	0.37	0.44
PE	35.85	29.56	24.88	21.09	每股净资产	4.06	4.25	4.48	4.74
PB	2.27	2.17	2.06	1.94	每股经营现金	0.31	0.16	0.39	0.47
PS	4.80	4.38	4.04	3.77	每股股利	0.10	0.13	0.16	0.19
EV/EBITDA	18.47	15.26	12.71	10.60					
股息率	1.08%	1.41%	1.69%	2.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn