



Research and
Development Center

97 纯生放量，看好原浆发展机遇

—珠江啤酒（002461.SZ）深度报告

赵丹晨

食品饮料分析师

S1500523080005

zhaodanchen@cindasc.com

程丽丽

食品饮料分析师

S1500523110003

chenglili@cindasc.com

证券研究报告

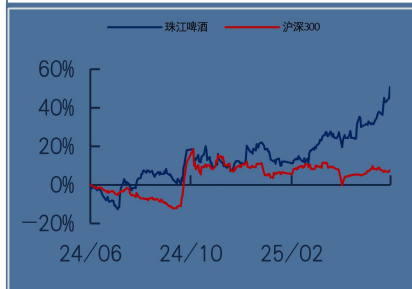
公司研究

公司深度报告

珠江啤酒(002461)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	11.10
52周内股价波动区间(元)	6.89-12.11
最近一月涨跌幅(%)	-2.92
总股本(亿股)	22.13
流通A股比例(%)	100%
总市值(亿元)	246.34

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

97 纯生放量，看好原浆发展机遇

2025 年 7 月 9 日

本期内容提要：

- ◆**投资建议：97 纯生放量，看好原浆发展机遇。**市场担忧啤酒行业高端化放缓，但是我们认为，尽管超高端整体承压，但是由于区域市场发展阶段、竞争格局有所差异的背景下，区域酒在 8-10 元价格带保持了较好的增长。作为“广东粮、珠江水”的品牌代表，珠江啤酒深耕广东市场，2019 年珠江 97 纯生上市后在珠三角地区快速放量，我们看好其长期发展空间，此外公司积极布局原浆品类，储备产品升级的下一个大单品。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.45、0.56、0.67 元，对应 2025 年 7 月 8 日收盘价 11.10 元 PE 分别为 25、20、17 倍，和行业估值水平较为接近，但是我们看好公司 97 纯生放量后带来的成长性，预计 25-27 年 EPS CAGR 有望达到 22%，对应 2025 年 PEG 为 1.12，低于行业平均水平，首次覆盖给予买入评级。
- ◆**区别于市场对啤酒高端化放缓的担忧，我们认为要关注到区域市场发展阶段、竞争格局变化的情况。**2021 年后区域酒表现明显好于龙头酒，2021-2023 年珠江啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒销量 CAGR 分别为 4.8%、4.3%、3.7%，而龙头华润啤酒、青岛啤酒销量 CAGR 分别为 0.4%、0.5%。2024 年行业销量整体承压，3-12 月全国规模以上啤酒企业产量合计同比 -8.42%，区域酒持续好于龙头酒。
- ◆**珠江啤酒位于啤酒销量大省+价格带较高的广东省，客观环境较好。**广东省由于湖南、广西等临近省份外来务工人员流入、天气炎热的原因，其啤酒产量位列全国第二。广东省毗邻中国港澳台，进出口贸易发达，其人均收入位列全国第六，经济发展水平和人均可支配收入也使得广东的啤酒市场结构处于全国较高的位置。
- ◆**百威表现疲软，珠江啤酒 97 纯生放量攫取份额。**2020 年后，受宏观环境影响，百威在广东省表现疲软，我们预计其在广东省的市占率有所下降。2019 年，珠江啤酒推出新品 97 纯生，销量从 2019 年的 2.79 万吨增长至 2022 年的 22.07 万吨，CAGR 为 99%。复盘珠江 97 纯生成功的原因，我们认为主要系 1) 公司成功发挥在纯生方面的技术优势，转换为经济效益增长点。根据珠江啤酒官网描述，酒液采用皮尔森型酵母发酵，高级醇含量低，不上头，口感醇厚，并采用美国西海岸酒花，带有花香和水果香气，香气浓郁，层次丰富，开盖即闻到香气扑鼻而来。2) 定位 8-10 元主流价格带，竞争格局较好。竞品仅有百威旗下的哈尔滨啤酒，但哈尔滨啤酒更偏向于规模产品，并不是百威的核心投入产品。3) 增加了一元换购活动，提高消费者复购率。
- ◆**在口味化、差异化趋势下，公司积极布局原浆品类。**980ml 珠江原浆品宣上突出广府文化 IP，980ml 定价 18 元/瓶，相比于 1L 装青岛原浆则定价 68 元，性价比优势突出。2025 年春节之际，公司开展“珠事顺，福满杯”主题活动，在全国各地商业圈、县域商超、餐饮店等开展主题促销活动，独具广府文化特色的 980mL 珠江原浆销量同比增长近 30%。
- ◆**风险因素：中高端产品竞争加剧、原材料价格波动、宏观消费环境疲软**

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,378	5,731	6,217	6,765	7,272
同比(%)	9.1%	6.6%	8.5%	8.8%	7.5%
归属母公司净利润	624	810	1,000	1,250	1,485
同比(%)	4.2%	30.0%	23.4%	25.1%	18.8%
毛利率(%)	42.8%	46.3%	49.0%	51.1%	52.6%
ROE(%)	6.3%	7.7%	9.0%	10.7%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.37	0.45	0.56	0.67
P/E	39.40	30.32	24.58	19.65	16.54
P/B	2.46	2.34	2.22	2.10	1.96

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 7 月 8 日收盘价

目录

1 投资逻辑	6
2 公司简介：广东粮，珠江水	7
3 行业复盘：高端化放缓，区域酒表现好于龙头	10
4 投资看点：省内格局向好，97 纯生放量	14
5 盈利预测和评级	22
5.1 盈利预测及假设	22
5.2 投资评级	23
6 风险提示	24

表目录

表 1：可比公司盈利及估值对比	22
表 2：可比公司盈利及估值对比（PE 角度）	23
表 3：可比公司盈利及估值对比（PEG 角度）	23

图目录

图 1：珠江啤酒发展历史（单位：百万元）	7
图 2：截止 2025Q1 珠江啤酒前十大股东结构	7
图 3：珠江啤酒核心管理层	8
图 4：2009-2023 年公司营业收入情况（单位：百万元）	8
图 5：公司其他收入构成（单位：百万元）	8
图 6：2021 年后公司啤酒高档产品增速好于其他类别（单位：百万元）	9
图 7：公司高档产品毛利率高于中档和大众化产品	9
图 8：珠江啤酒组织架构	9
图 9：2020-2024 年公司在华南市场收入 CAGR8.4%	9
图 10：2020-2024 年公司其他地区市场收入平稳	9
图 11：公司近几年商超、电商渠道发展较好	10
图 12：公司不同渠道利润率对比	10
图 13：2024 年 3-12 月全国啤酒产量累计同比-8.42%	10
图 14：2014 年后啤酒供给过剩，产量下滑，20 年后平稳	10
图 15：2024 年社会消费品零售总额餐饮收入增速放缓	10
图 16：2021 年后区域酒销量表现好于龙头酒	10
图 17：2024 年青岛啤酒主品牌销量表现好于副品牌	11
图 18：2024 年重庆啤酒高端、主流酒收入增速放缓	11
图 19：2024 年啤酒行业吨价整体放缓	11
图 20：2024 年啤酒行业收入增速整体放缓	11
图 21：青岛啤酒股份公司啤酒制造成本拆解	12
图 22：2024 年啤酒吨成本改善明显	12
图 23：大麦进口均价 2024 年持续下跌（单位：美元/吨）	12
图 24：打包易拉罐价格 2023 年 7 月后继续上涨（单位：元/吨）	12
图 25：瓦楞纸价格持续下跌（单位：元/吨）	13
图 26：玻璃价格 2024 年 4 月后转跌（单位：元/吨）	13
图 27：2024 年珠江啤酒、燕京啤酒、青岛啤酒利润实现增长	13
图 28：2024 年啤酒行业利润率稳步提升	13
图 29：2023 年各省份啤酒产量-万吨	14
图 30：2020-2023 年广东省啤酒产量 CAGR 为 8.33%	14
图 31：2018 年后广东省常住人口保持微增趋势	14
图 32：2024 年广东省人均可支配收入位列全国第 6	15
图 33：2010-2024 年广东省人均可支配收入持续增长	15
图 34：广东省内地级市情况概览	15
图 35：2024 年广东省内珠三角经济水平好于其他省内地方	16
图 36：青啤 2012 年华南地区对外收入达到顶峰 49.8 亿元（单位：百万元）	17
图 37：珠江啤酒啤酒销量增速和广东省啤酒产量增速对比	17
图 38：珠江啤酒国企改革三年行动成效	17
图 39：珠江啤酒产品矩阵	18
图 40：公司产品销量拆分	18
图 41：珠江 97 纯生销量 2019-2022 年 CAGR 为 99%	18
图 42：珠江啤酒 97 纯生工艺介绍	19
图 43：珠江 97 纯生一元换购活动	19
图 44：2025 年年初开展“珠事顺，福满杯”主题活动	20

图 45: 980ml 珠江原浆突出广府文化 IP	20
图 46: 珠江啤酒原浆 980ml 具备较好的价格优势	20
图 47: 珠江啤酒吨价处于行业中等水平	20
图 48: 对比行业, 珠江啤酒 s'j'pi 仅次于重庆啤酒	20
图 49: 2024 年公司邀请汪苏泷作为品牌全新代言人	21
图 50: 公司持续强化珠江啤酒纯生音乐派对 IP	21
图 51: 珠江琶醍啤酒节	21
图 52: 珠江琶醍音约会	21
图 53: 珠江啤酒销售费用 2021 年后微增 (单位: 百万元)	22
图 54: 对比行业, 珠江啤酒销售费用率处于中等水平	22
图 55: 珠江啤酒估值	24

1 投资逻辑

市场担忧啤酒行业高端化放缓，但是我们认为，尽管超高端整体承压，但是由于区域市场发展阶段、竞争格局有所差异的背景下，区域酒在 8-10 元价格带保持了较好的增长。作为“广东粮、珠江水”的品牌代表，珠江啤酒深耕广东市场，2019 年珠江 97 纯生上市后在珠三角地区快速放量，我们看好其长期发展空间，此外公司积极布局原浆品类，储备产品升级的下一个大单品。

竞争上，区域酒好于龙头酒。从竞争格局的变化来看，2021 年后区域酒表现明显好于龙头酒，2021-2023 年珠江啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒销量 CAGR 分别为 4.8%、4.3%、3.7%，而龙头华润啤酒、青岛啤酒销量 CAGR 分别为 0.4%、0.5%。2024 年行业销量整体承压，3-12 月全国规模以上啤酒企业产量合计同比-8.42%，区域酒持续好于龙头酒。我们认为主要原因在于尽管超高端啤酒继续承压，但是以燕京 U8、珠江 97 纯生为代表的 8-10 元价格带仍保持了较好的增长。

地理环境优越，广东销量大省，价格带高于全国平均水平。广东省由于湖南、广西等临近省份外来务工人员流入、天气炎热的原因，其啤酒产量位列全国第二，2023 年啤酒产量为 454 万吨，仅次于山东省 485 万吨。广东省毗邻中国港澳台，进出口贸易发达，其人均收入位列全国第六，2023 年为 4.9 万元，经济发展水平和人均可支配收入也使得广东的啤酒价格带处于全国较高的位置。

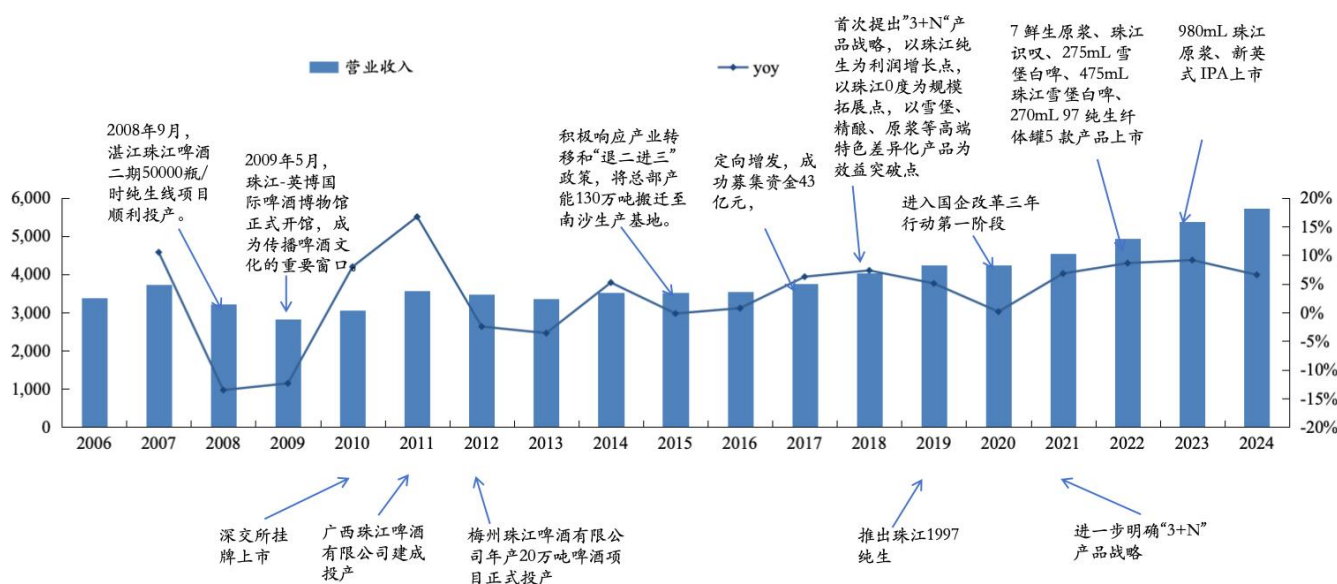
百威表现疲软，珠江啤酒 97 纯生放量攫取份额。2020 年后，受宏观环境影响，百威在广东省表现疲软，我们预计其在广东省的市占率有所下降。2019 年，珠江啤酒推出新品 97 纯生，销量从 2019 年的 2.79 万吨增长至 2022 年的 22.07 万吨，CAGR 为 99%。复盘珠江 97 纯生成功的原因，我们认为主要系 1) 公司成功发挥在纯生方面的技术优势，转换为经济效益增长点。根据珠江啤酒官网描述，酒液采用皮尔森型酵母发酵，高级醇含量低，不上头，口感醇厚，并采用美国西海岸酒花，带有花香和水果香气，香气浓郁，层次丰富，开盖即闻到香气扑鼻而来。2) 定位 8-10 元主流价格带，竞争格局较好。竞品仅有百威旗下的哈尔滨啤酒，但哈尔滨啤酒更偏向于规模产品，并不是百威的核心投入产品。3) 增加了一元换购的奖盖活动，提高消费者复购率。97 纯生 500ml 罐装在非现饮渠道通常定价为 7 元，如果消费者赢得“一元换购”奖励，实际到手价则为 4 元/罐，叠加新品对消费者的吸引力，我们认为在价格上比竞品更具优势。

在口味化、差异化趋势下，我们看好珠江原浆发展机遇。区别于熟啤经过严格的灭菌和过滤程序，原浆不过滤，不经灭活工序，保留鲜活酵母的啤酒原液，酒体醇厚柔和，泡沫细腻丰富。公司积极布局原浆品类，980ml 珠江原浆品宣上突出广府文化 IP，价格上，980ml 定价 18 元/瓶，而 1L 装青岛原浆则定价 68 元，性价比优势突出。在啤酒口味化、品质化、差异化发展趋势下，我们看好 980ml 珠江原浆的发展机遇。2025 年春节之际，公司开展“珠事顺，福满杯”主题活动，在全国各地商业圈、县域商超、餐饮店等开展主题促销活动，独具广府文化特色的 980mL 珠江原浆销量同比增长近 30%。

2 公司简介：广东粮，珠江水

广州珠江啤酒股份有限公司成立于 1985 年，是一家以啤酒酿造产业和啤酒文化产业“双主业”协同发展、包装产业配套发展的大型现代化国有控股企业。1997 年，公司研发出中国第一瓶纯生啤酒，填补了市场空白。2002 年，珠江啤酒与英特布鲁国际啤酒集团等 6 家单位联合发起成立了广州珠江啤酒股份有限公司。2010 年，在深交所上市，现有员工 4600 余人，下属企业 16 家，其中啤酒企业 12 家，包装企业 2 家，文化产业企业 2 家。目前，公司品牌价值位列中国百强，品牌价值提升至 188 亿元，是“广东粮、珠江水”的品牌代表。此外，公司坚持推进啤酒酿造、啤酒文化、及相关创意产业融合发展，建成珠江-英博国际啤酒博物馆和珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区，形成以“啤酒+文化”为核心的多元化产业链。2024 年公司实现啤酒销量 143.96 万吨，同比+2.62%，营业收入 57.30 亿元，同比+6.56%，归母净利润 8.13 亿元，同比+30.32%。

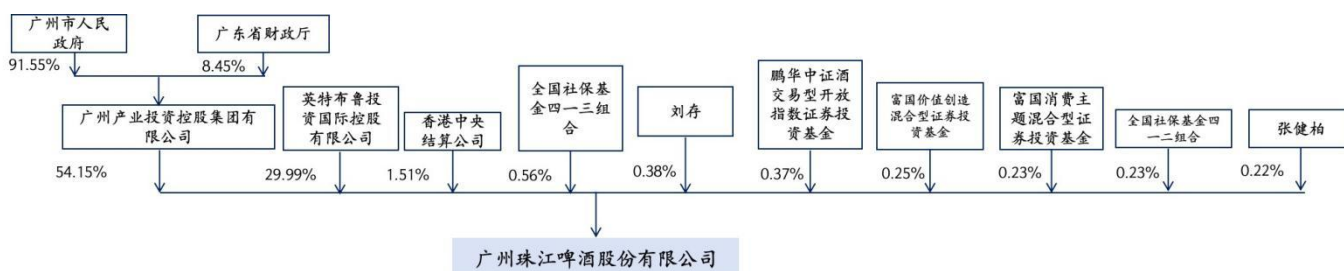
图 1：珠江啤酒发展历史（单位：百万元）



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

股权结构：广东省国有企业。截止 2025 年一季报，公司控股股东为广州产业投资控股集团有限公司，占总股本比例为 54.15%，其中，广州市人民政府持有广州产业投资控股集团有限公司股份 91.55%，广东省财政厅持有股份 8.45%。公司第二大股东为英特布鲁投资国际控股有限公司，占总股本比例为 29.99%。

图 2：截止 2025Q1 珠江啤酒前十大股东结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

管理层：核心骨干大部分从基层做起，对公司和行业了解深厚。从公司高管来看，王志斌于2019年接任董事长，他从基层做起，对行业和公司有非常深厚的理解，曾任公司工厂计划调度室主任、副厂长，珠江啤酒集团公司生产部副经理、经理、董事，广州珠江啤酒股份有限公司总经理助理、副总经理、总经理、副董事长等职务。2025年6月16日，公司发布公告，王志斌先生因退休辞任董事长，选举总经理黄文胜为新董事长。黄文胜于2020年加入珠江啤酒，担任总经理和副董事长职位。营销总监为卢春平先生，一线销售经验丰富，曾任广州市珠江啤酒集团公司销售公司业务员、地区总监、区域经理，广州珠江啤酒股份有限公司营销中心副经理、常务副总经理、东南事业部总经理、梅州珠江啤酒有限公司总经理，2013年10月至今任广州珠江啤酒股份有限公司总经理助理，2016年2月至今兼任广州珠江啤酒股份有限公司营销中心总经理。

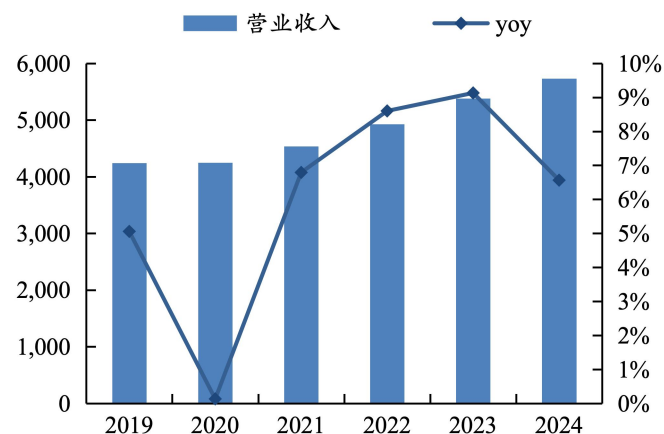
图3：珠江啤酒核心管理层

2024年薪						
姓名	职务	任职日期	出生年份	年龄	酬-万元	个人简历
黄文胜	董事长兼总经理	6/15/2025	1968	57	98.18	曾任广州有线电厂工程师、区域经理、副经理，广州哈里斯通信有限公司市场副总裁、副总经理、总经理，广州电子集团有限公司副总经理兼广州广哈通信有限公司总经理，广州电气装备集团有限公司党委委员、副总经理，广州智能装备产业集团有限公司党委委员、副总经理，广州广哈通信股份有限公司董事长。现任广州珠江啤酒股份有限公司党委副书记、总经理。
程衍俊	副董事长	4/24/2025	1960	65	0	现任百威亚太控股有限公司首席执行官、联席主席、执行董事及授权代表，并在百威亚太控股有限公司控股的多个子公司任法定代表人或董事职务，曾任哈尔滨啤酒集团首席执行官、百威亚太供应链及物流副总裁、百威全球首席供应链运营官等职务。于2025年04月01日委任为百威亚太控股有限公司董事会联席主席。
卢春平	营销总监	4/25/2018	1975	50	150.96	曾任广州市珠江啤酒集团公司销售公司业务员、地区总监、区域经理，广州珠江啤酒股份有限公司营销中心副经理、常务副总经理、东南事业部总经理、梅州珠江啤酒有限公司总经理。2013年10月至今任广州珠江啤酒股份有限公司总经理助理，2016年2月至今兼任广州珠江啤酒股份有限公司营销中心总经理。

资料来源：iFind，信达证券研发中心

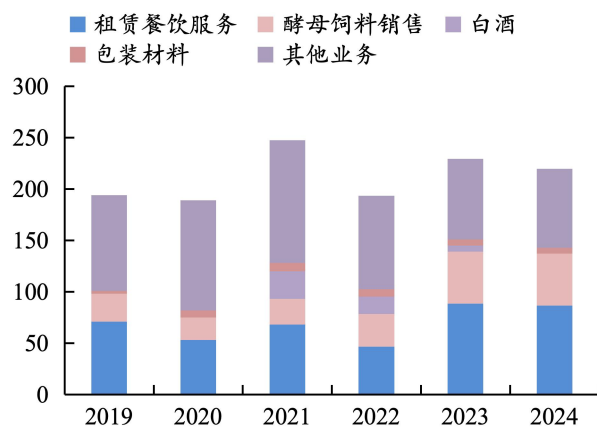
业务结构：公司收入以啤酒酿造产业和啤酒文化产业“双主业”协同发展、包装产业配套发展为核心，2024年实现营收57.31亿元，其中啤酒业务实现收入55.11亿元，占比96.17%，租赁餐饮服务实现收入8646万元，占比1.51%，余下收入则来源于酵母饲料销售、白酒、包装材料等。从啤酒价格带来看，公司高档产品包含了纯生、雪堡等产品，2024年实现收入39.04亿元，占比71%，毛利率高达48.6%，高于公司整体水平46.30%；中档产品主要以零度啤酒为主，2024年收入12.39亿元，占比22%，毛利率为36.54%；大众化产品则为传统啤酒，2024年收入3.68亿元，占比7%，毛利率为36.29%。

图4：2009-2023年公司营业收入情况（单位：百万元）



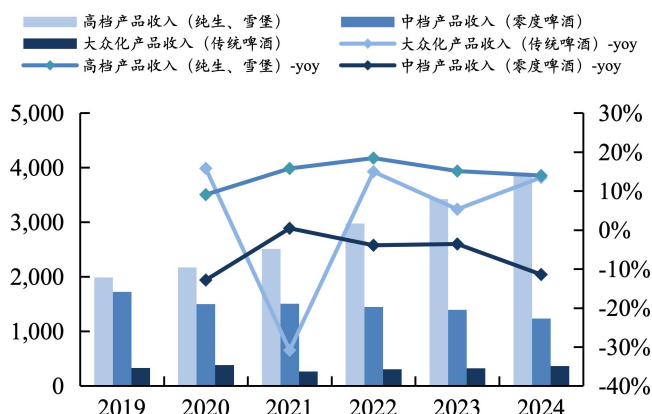
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图5：公司其他收入构成（单位：百万元）



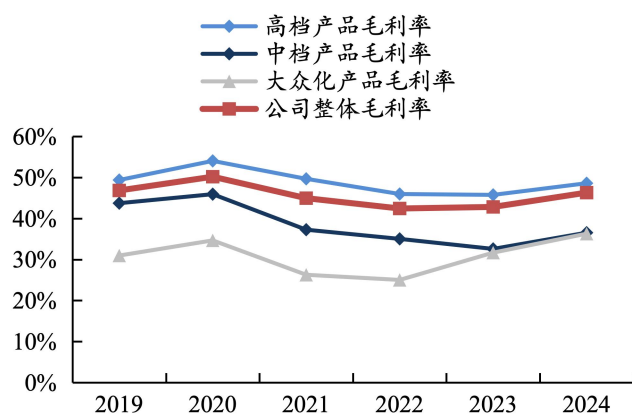
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2021 年后公司啤酒高档产品增速好于其他类别（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

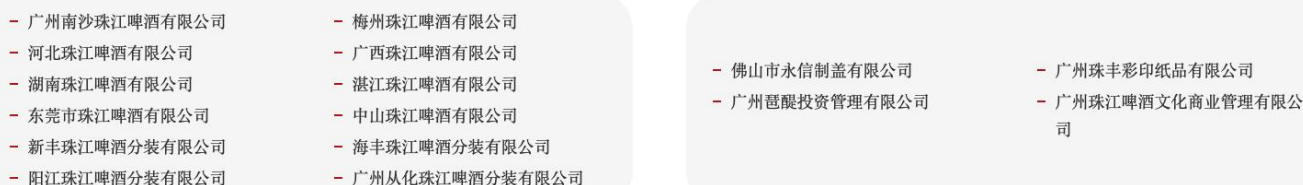
图 7：公司高档产品毛利率高于中档和大众化产品



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

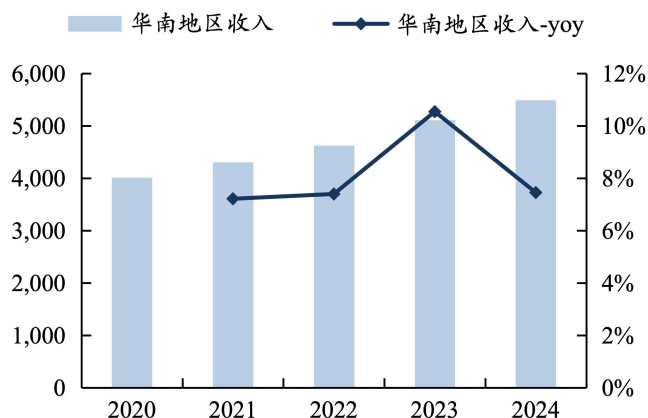
区域市场：公司以华南市场为主销区，收入占比稳定在 **94-95%**。2010 年-2013 年，公司曾尝试全国化拓展，提出“南固、北上、西进、东拓”战略，但是由于 2014 年后啤酒行业进入存量时代，区域市场的竞争格局较为稳固，往往需要投入大量的人员和费用赢得市场份额，因此公司全国化战略效果一般。2014 年后，公司开始逐渐转向聚焦核心市场和优势市场，对华南地区精耕细作，提高市场覆盖率和占有率。2020-2024 年，公司华南地区收入占到 95% 左右，CAGR 为 8.1%，高于公司整体 CAGR7.8%。由于啤酒具有产地销的属性，因此公司的工厂也都大部分分布在华南地区，在广州、湛江、梅州等地拥有 12 家子公司。

图 8：珠江啤酒组织架构



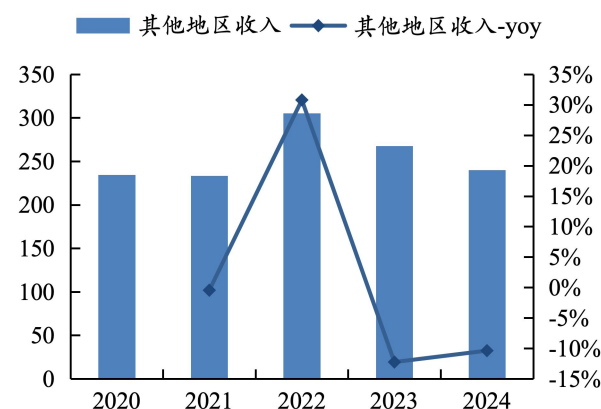
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 9：2020-2024 年公司在华南市场收入 CAGR8.4%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2020-2024 年公司其他地区市场收入平稳



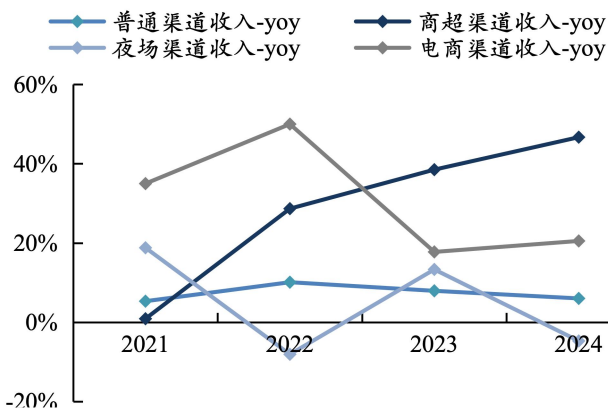
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

销售模式：经销为主，电商为辅。从销售模式来看，公司以普通渠道为主，2024 年收入为 51.55 亿元，占比 93.53%，商超渠道收入为 1.98 亿元，占比 3.59%，夜场渠道 8786 万元，占比 1.59%，电商渠道收入 7062 万元，占比 1.28%。从盈利能力来看，商超渠道毛利率高

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>9

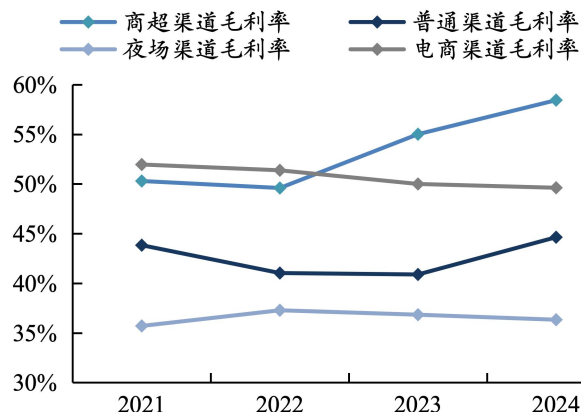
达 58.44%，其次为电商渠道 49.62%，普通渠道 44.64%，而夜场渠道由于投入较高，毛利率仅有 36.33%。

图 11：公司近几年商超、电商渠道发展较好



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：公司不同渠道利润率对比



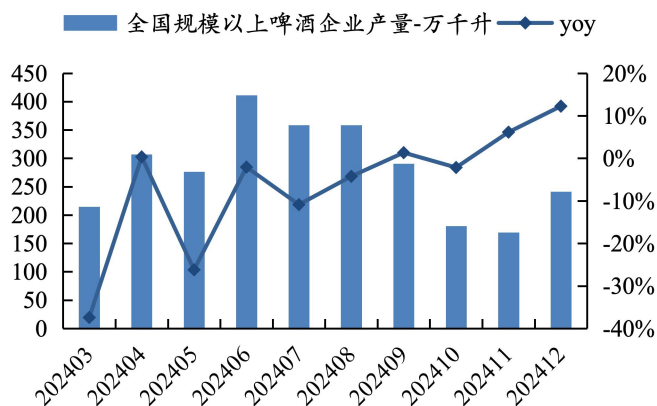
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3 行业复盘：高端化放缓，区域酒表现好于龙头

销量：受基数和餐饮渠道影响，行业 24 年销量有所承压。从 2024 年全年情况来看，3-12 月全国规模以上啤酒企业产量合计同比-8.42%，我们认为主要原因在于 2023 年同期基数较高、餐饮渠道受损所致，2024 年社会消费品零售总额餐饮收入增速放缓至个位数。龙头企业销量有所承压，2024 年华润啤酒销量同比-2.0%，青岛啤酒销量同比-5.9%。

竞争：2021 年后区域酒销量表现好于龙头酒。从竞争格局的变化来看，我们发现，2021 年后区域酒表现明显好于龙头酒，2021-2024 年珠江啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒销量 CAGR 分别为 4.1%、3.4%、2.2%，而龙头华润啤酒、青岛啤酒销量 CAGR 分别为-0.4%、-1.7%，我们认为主要原因在于一方面在于区域市场的升级节奏有所差异，另一方面则是这些区域酒皆有大单品起势，比如珠江在广东省依靠珠江 97 纯生放量，燕京则是 U8 在北京、内蒙古、河北等区域市场放量，重庆啤酒则是乌苏、乐堡、嘉士伯等产品带动增长。

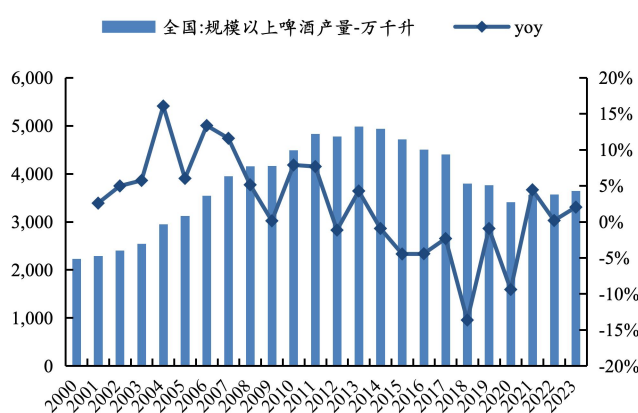
图 13：2024 年 3-12 月全国啤酒产量累计同比-8.42%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

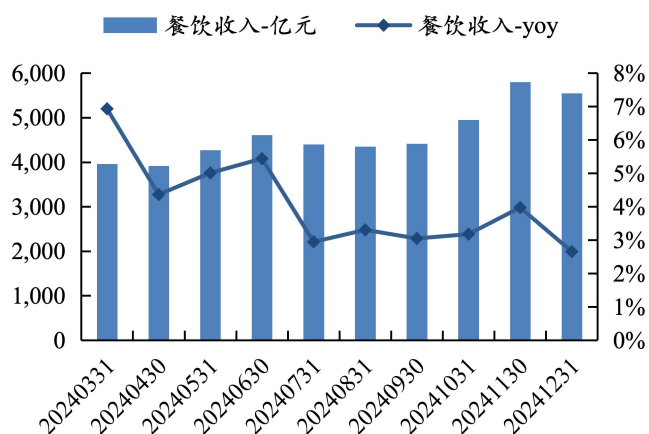
图 15：2024 年社会消费品零售总额餐饮收入增速放缓

图 14：2014 年后啤酒供给过剩，产量下滑，20 年后平稳

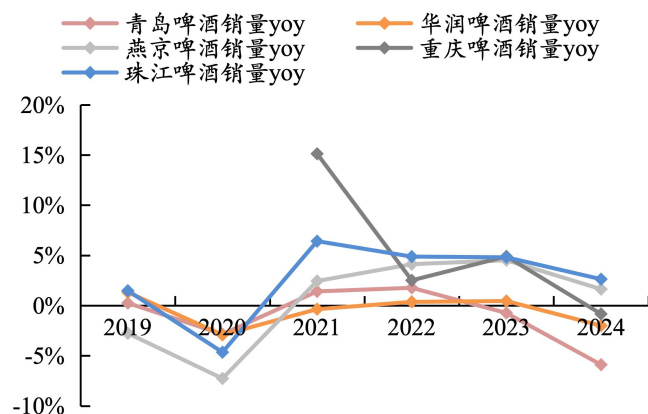


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 16：2021 年后区域酒销量表现好于龙头酒



资料来源：iFind，信达证券研发中心

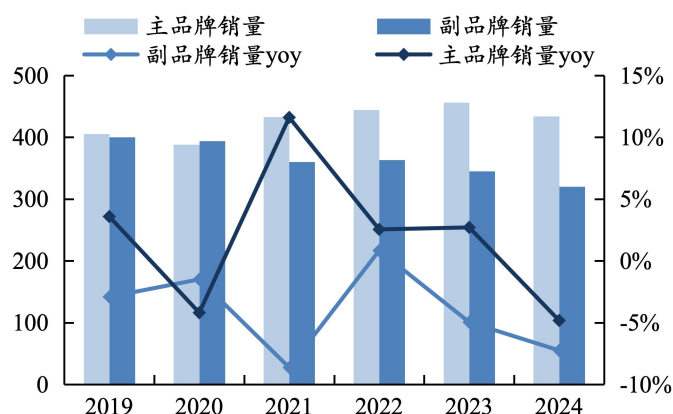


资料来源：iFind，信达证券研发中心

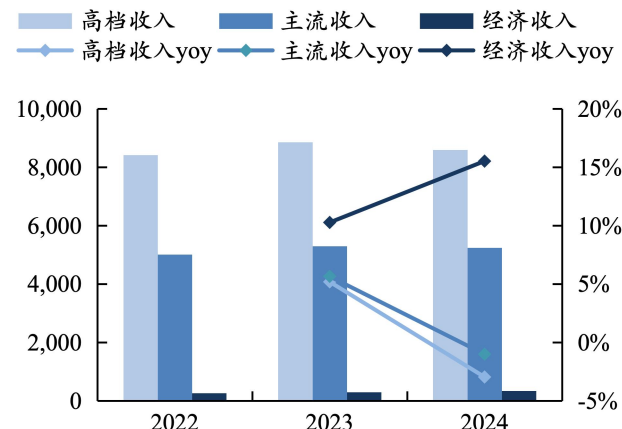
吨价：超高端产品承压，吨酒收入放缓至低个位数增长区间。从啤酒高端化进程来看，超高端啤酒继续承压，但是 8-10 元价格带仍保持了较好的增长。在整体基数较高的情况下，2024 年青岛啤酒主品牌销量同比-4.82%，降幅好于副品牌情况（销量同比-7.25%）；重庆啤酒高档酒收入同比-2.97%，我们认为主要原因在于餐饮和夜场渠道消费疲软所致。从吨价情况来看，主要上市公司的吨酒收入增速有所放缓、回落至低个位数增长区间，2024 年青岛啤酒吨酒收入同比+0.6%、重庆啤酒吨酒收入同比-0.32%，华润啤酒吨酒收入同比+1.0%。

图 17：2024 年青岛啤酒主品牌销量表现好于副品牌

图 18：2024 年重庆啤酒高端、主流酒收入增速放缓



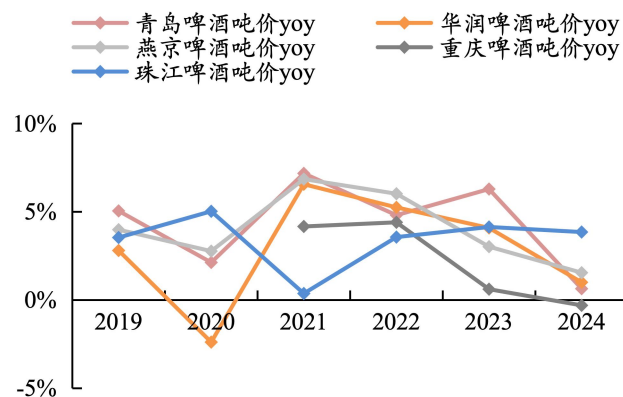
资料来源：iFind，信达证券研发中心



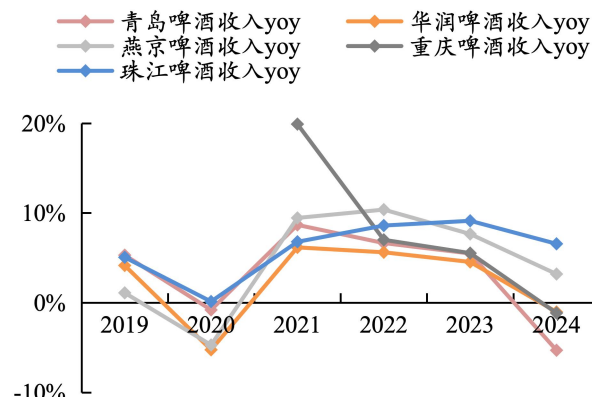
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 19：2024 年啤酒行业吨价整体放缓

图 20：2024 年啤酒行业收入增速整体放缓



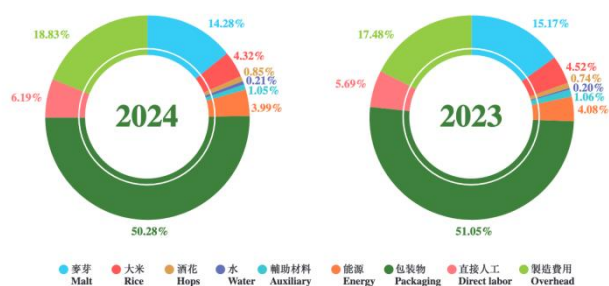
资料来源：iFind，信达证券研发中心



资料来源：iFind，信达证券研发中心

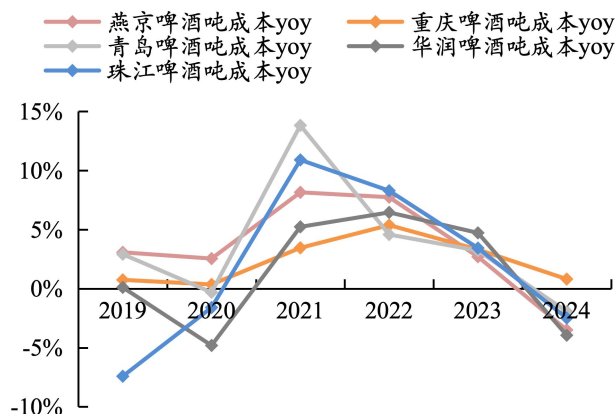
成本：2024 年啤酒成本持续改善，贡献利润增速。大麦和包材价格是啤酒成本研究的核心变量，以青岛啤酒 2024 年披露的成本构成来看，制造成本中占比最高的为包装物，包含了玻璃瓶、铝罐、瓦楞纸等，占比 50.28%；麦芽占比 14.28%。目前成本走势有所分化，其中进口大麦均价 2024 年双位数下降；瓦楞纸价格持续下跌，目前跌幅在 5-10% 左右；玻璃价格在 2024 年 4 月后跌幅扩大，同比-30% 左右。而打包易拉罐价格继续上涨、涨幅在 10-15% 左右。在大麦、大部分包材价格下跌的背景下，啤酒行业成本持续改善明显，对利润有一定的提振作用。2024 年青岛啤酒吨酒成本同比-1.94%，燕京啤酒吨成本同比-3.5%，珠江啤酒吨成本同比-2.49%。

图 21：青岛啤酒股份公司啤酒制造成本拆解



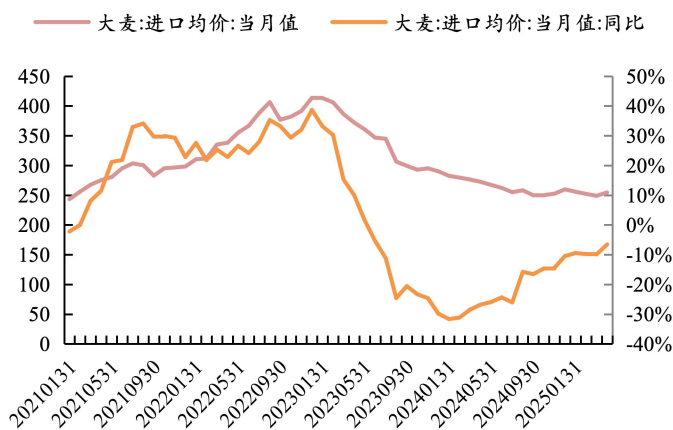
资料来源：青岛啤酒公司公告，信达证券研发中心

图 22：2024 年啤酒吨成本改善明显



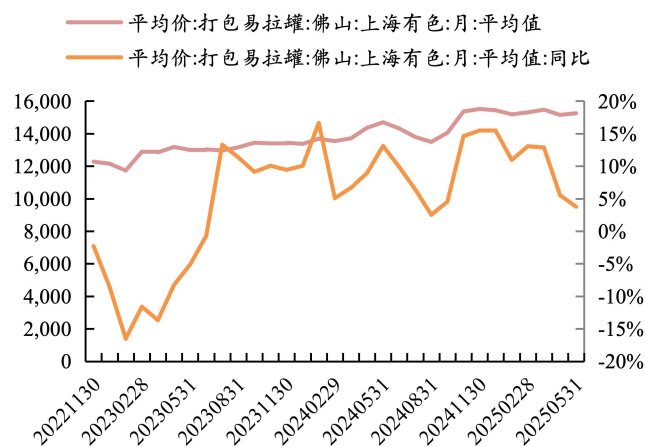
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 23：大麦进口均价 2024 年持续下跌 (单位：美元/吨)

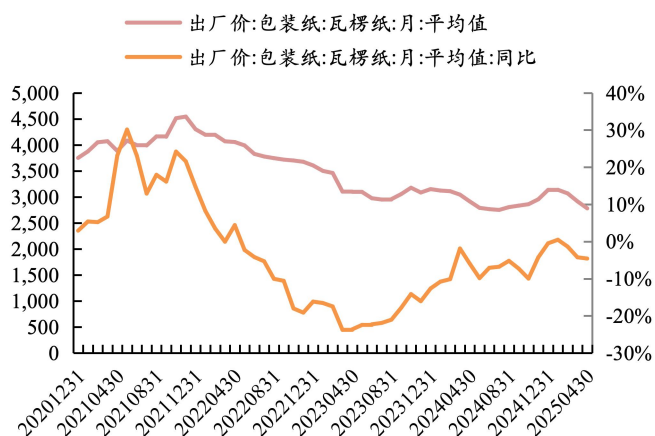


资料来源：iFind，信达证券研发中心

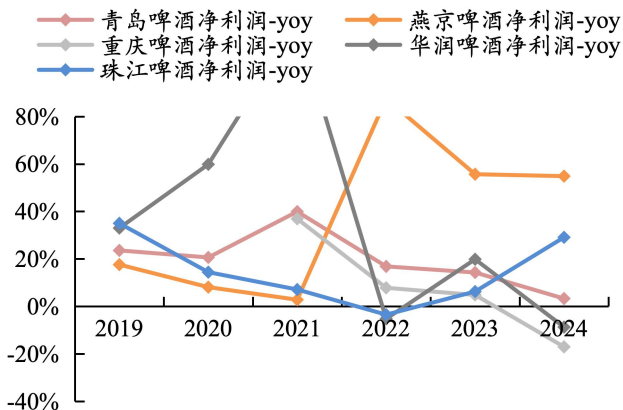
图 24：打包易拉罐价格 2023 年 7 月后继续上涨 (单位：元/吨)



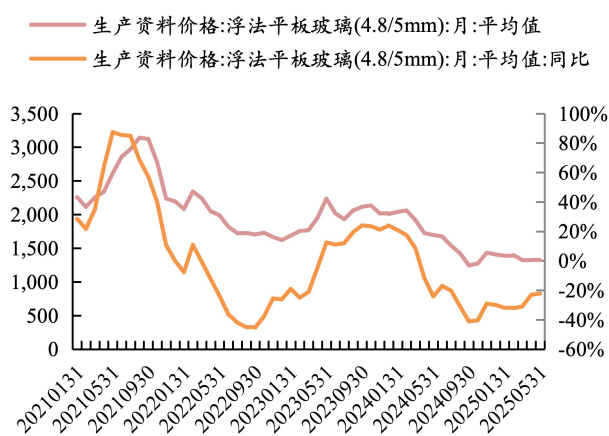
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 25：瓦楞纸价格持续下跌（单位：元/吨）


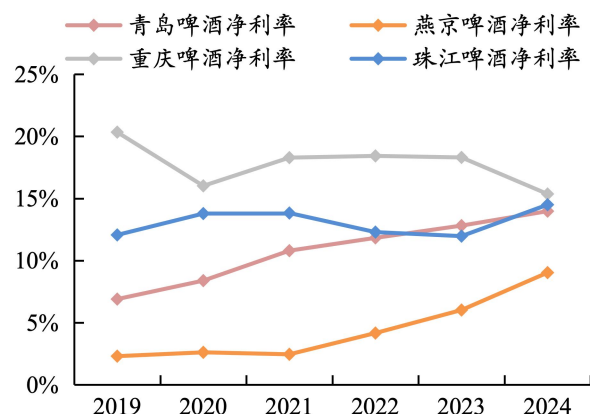
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 27：2024 年珠江啤酒、燕京啤酒、青岛啤酒利润实现增长


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 26：玻璃价格 2024 年 4 月后转跌（单位：元/吨）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 28：2024 年啤酒行业利润率稳步提升


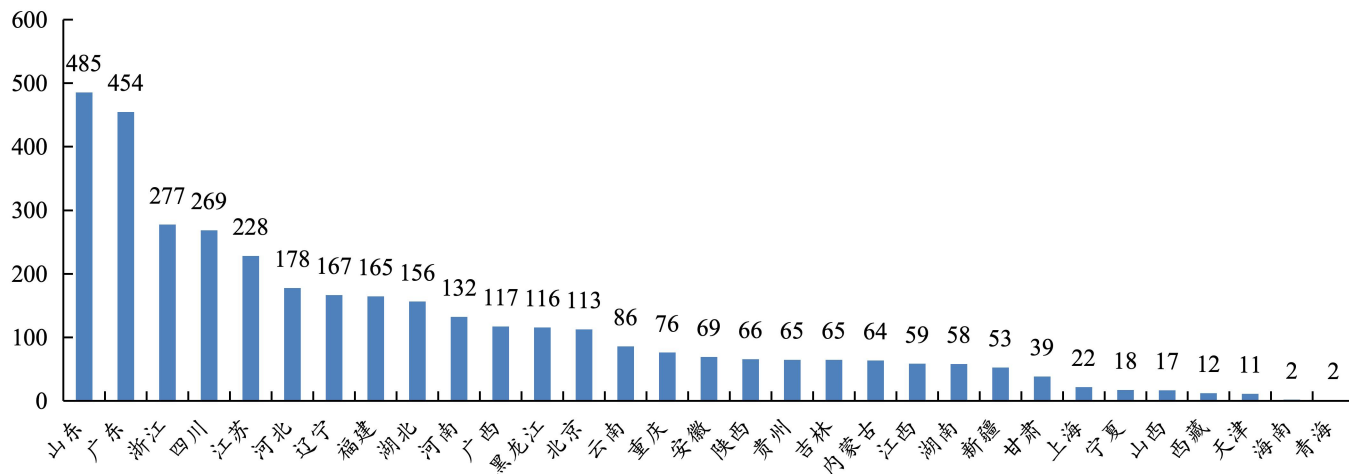
资料来源：iFind，信达证券研发中心

4 投资看点：省内格局向好，97 纯生放量

4.1 省内情况复盘：百威表现疲软，珠江崛起

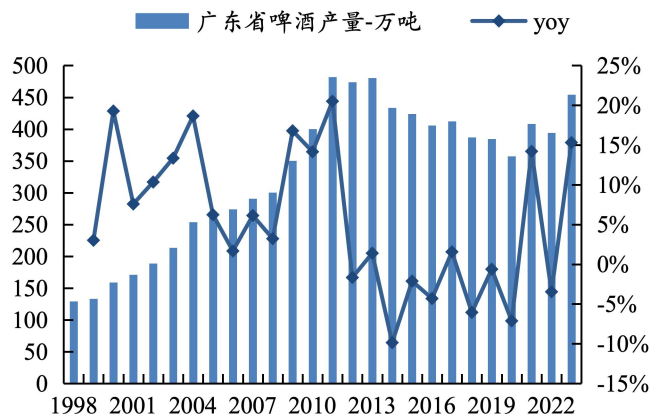
量：天气炎热、外来人口流入，啤酒销量大省。从啤酒区域市场来看，广东省由于湖南、广西等临近省份外来务工人员流入、天气炎热的原因，其啤酒产量位列全国第二，2023 年啤酒产量为 454 万吨，仅次于山东省 485 万吨。

图 29：2023 年各省份啤酒产量-万吨



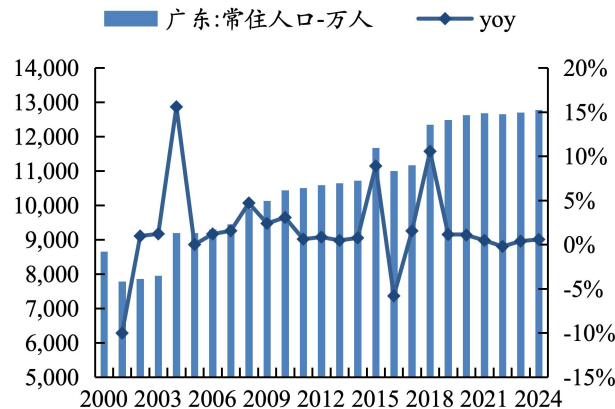
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 30：2020-2023 年广东省啤酒产量 CAGR 为 8.33%



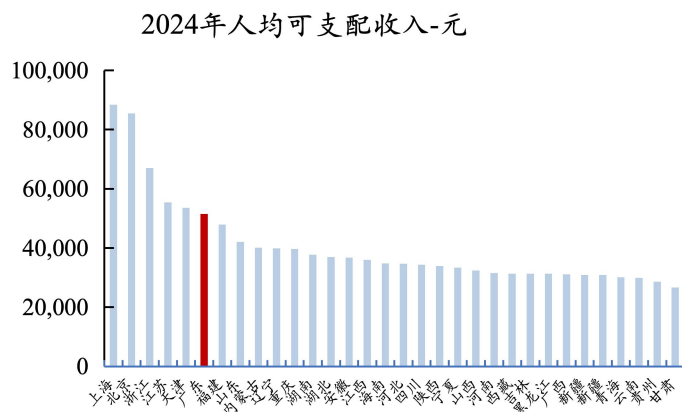
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 31：2018 年后广东省常住人口保持微增趋势

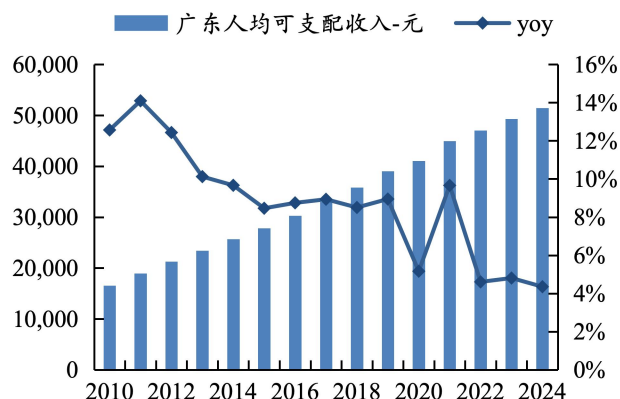


资料来源：iFind，信达证券研发中心

价：经济大省，啤酒价格带位列全国较高水平。广东省毗邻中国港澳台，进出口贸易发达，其人均收入位列全国第六，2024 年为 5.15 万元，过去几年也保持了较好增速，2019-2024 年 CAGR 为 5.7%，因此经济发展水平和人均可支配收入也使得广东的啤酒市场结构处于全国较高的位置，广东省由此成为啤酒高端化的“兵家必争之地”。

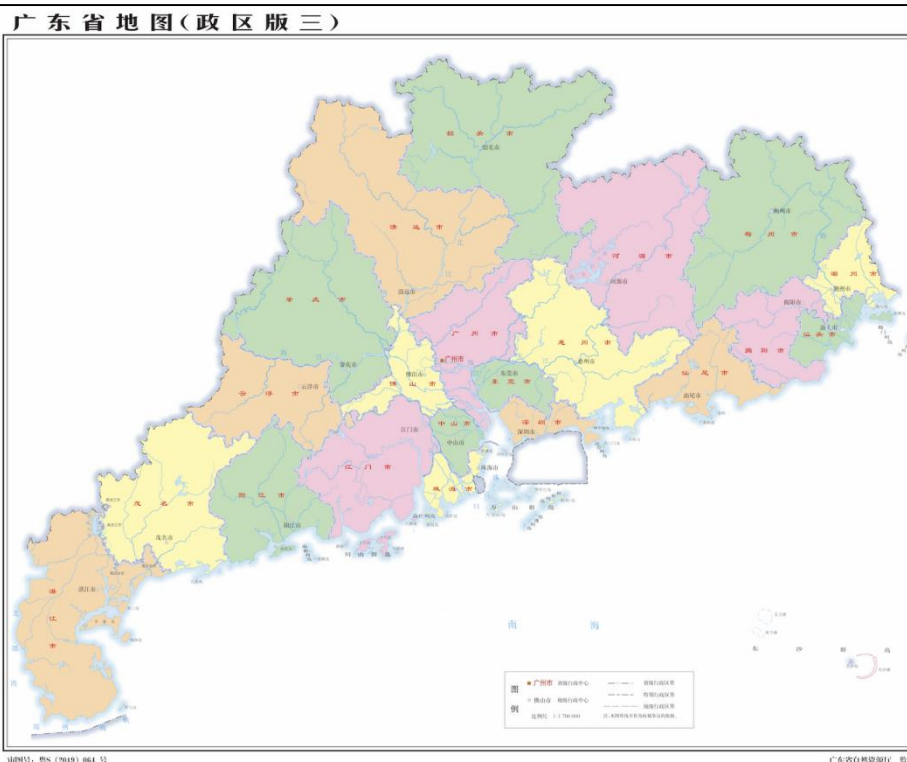
图 32：2024 年广东省人均可支配收入位列全国第 6


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 33：2010-2024 年广东省人均可支配收入持续增长


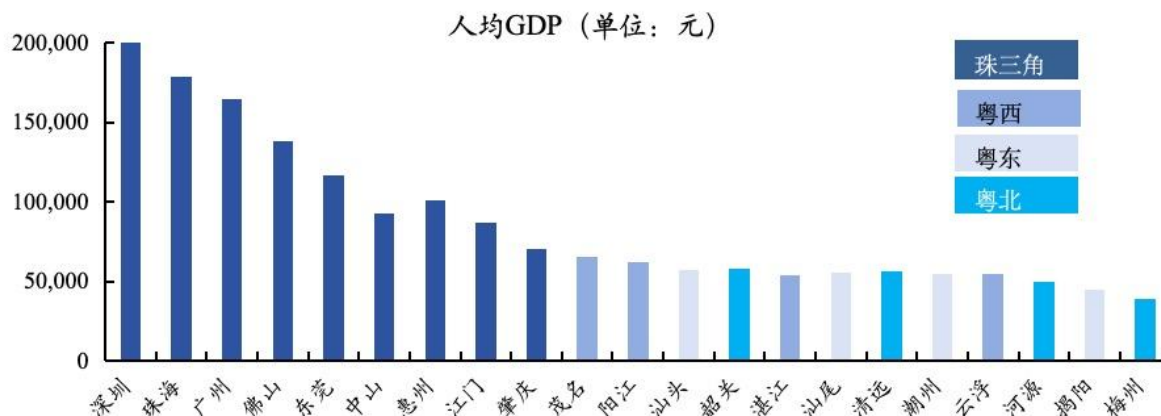
资料来源：iFind，信达证券研发中心

区域市场：珠三角经济发达，吸引省内人口流入。广东省主要包含了 21 个地级市，地理维度上可以分为珠三角（包含了广州、深圳、佛山、东莞、中山、珠海、江门、肇庆、惠州等 9 个城市）、粤东（汕头、潮州、揭阳、汕尾等 4 个城市）、粤西（湛江、茂名、阳江、云浮等 4 个城市）、粤北（韶关、清远、河源、梅州等 4 个城市）四个区域。从经济发展水平来看，珠三角地区经济明显好于粤东、粤西、粤北，2024 年平均人均 GDP 为 12.83 万元，其次为粤西 5.90 万元，粤东 5.29 万元，粤北 5.08 万元，珠三角地区发达的经济也吸引了省内人口流入。

图 34：广东省内地级市情况概览


资料来源：广东省公共地图服务系统，信达证券研发中心

图 35：2024 年广东省内珠三角经济水平好于其他省内地方



资料来源：iFind，信达证券研发中心

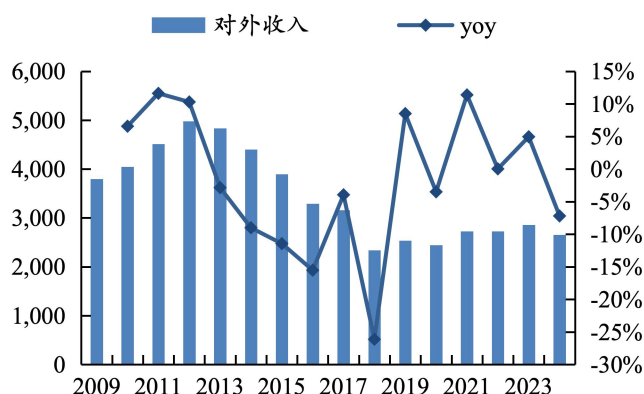
竞争演变：百威表现疲软，珠江啤酒攫取份额。我们发现，从区域市场的角度来看，在啤酒市场容量大+价格带高的背景下，广东省也成为“兵家必争之地”，其竞争格局可以分为三个阶段：

1、2000-2012 年：跑马圈地，青岛啤酒积极南下。1999 年，曾任珠江啤酒集团的营销总裁严旭加入青岛啤酒，担任青岛啤酒股份有限公司副总裁、深圳市青岛啤酒华南营销有限公司总经理兼董事长。在严旭的带领下，青岛啤酒成功走出山东以外的区域并且在华南六省取得成功，使其成为华南市场的强势品牌。同时，严旭强调以市场为导向，以销促产，推动“产销分离”的职业化营销模式。1999-2006 年，青岛啤酒在华南市场销量、利润以高倍速增长。从青啤的报表来看，华南地区收入体量在 2012 年达到顶峰 49.8 亿元，而当时珠江啤酒收入仅有 34.74 亿元。

2、2013 年-2019 年：青啤表现疲软，百威崛起。2011 年 1 月，严旭辞职离开青啤，公司将华南地区的大客户模式逐渐向密集经销模式调整，青啤在华南地区收入从 2013 年开始逐年下滑。在消费升级的背景下，百威加大在广东市场的投入，2009 年佛山工厂投产后连续 5 次在三水增资扩产，产能从 26 万吨跃升至 2023 年的 160 万吨，同时加大百威经典系列、核心超高端系列等产品的品牌宣传。

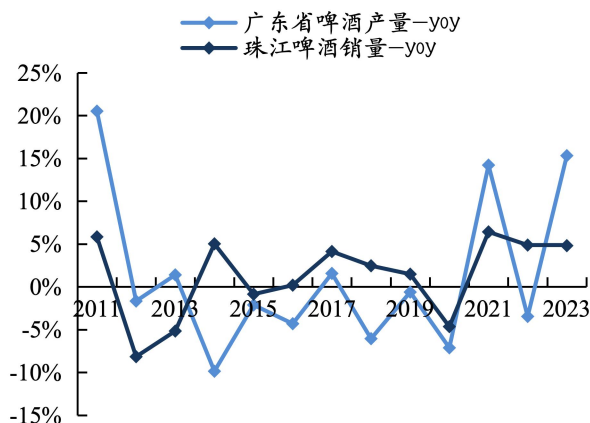
3、2019 年-至今：百威表现疲软，珠江啤酒攫取份额。百威的产品结构偏高端，百威经典和核心超高端产品定位高端餐饮和夜场渠道。2020 年后，受宏观环境影响，百威在广东省表现疲软，我们预计其在广东省的市占率有所下降。2019 年，珠江啤酒推出新品 97 纯生，其罐装在非现饮渠道开展一元乐享消费者活动取得了较大的成功，价格上比百威旗下的哈尔滨冰极纯生更具备吸引力，珠江啤酒销量从 2020 年 120 万吨增长至 2024 年的 144 万吨，CAGR 为 4.68%。

图 36：青啤 2012 年华南地区对外收入达到顶峰 49.8 亿元（单位：百万元）



资料来源：青岛啤酒公司公告，信达证券研发中心

图 37：珠江啤酒啤酒销量增速和广东省啤酒产量增速对比



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

4.2 提质增效，97 纯生放量

国企改革提质增效。2019 年 12 月，习近平总书记在中央经济工作会议上明确提出制定实施国企改革三年行动方案，2020 年 6 月 30 日亲自主持召开中央深改委第十四次会议审定《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，正式拉开了国企改革三年行动的大幕。作为广州的国有企业，珠江啤酒积极响应，统筹制定和分步实施了珠江啤酒对标世界一流管理提升行动方案，科学构建并应用了适合珠江啤酒的“工厂最优化管理模式”，2020-2023 年在啤酒文化体系建设、运营效率、核心技术突破、数字化能力取得了较好的改革成效。2024 年，公司进入新一轮国企改革深化提升行动，在产能扩建升级、加快数字化战略布局、“啤酒+”模式三个方面持续推进各项改革任务。

图 38：珠江啤酒国企改革三年行动成效

啤酒文化体系建设	运营效率	核心技术突破	数字化能力
以总部开发项目为核心载体，围绕啤酒文化商业运营理念，形成具有影响力和品牌力的啤酒文化主体系，构建新经济增长点和支柱产业，促进与啤酒酿造主业战略协同发展。	- 以运营管理为重点领域，整合资源，通过降本提质增效和营销管理优化，提升整体运营效率。 - 聚焦品种结构优化，向中高端价值链转移。 - 明确了困难市场稳销量、薄弱市场增销量、短板业务结构优化的市场策略。	- 突破关键核心技术，发挥技术优势，将新技术、新产品转化为新的经济效益增长点。 - 珠江纯生 1997 新产品自 2019 年上市以来累计产销量 47.63 万吨。 - 培育孵化新型包装原浆啤酒系列产品，以及 5 个特色精酿啤酒产品。	- 合理部署数字化能力，将运营与数字化合二为一，加速企业数字化转型。 - 物资管理信息化全面升级，物资进出系统全面使用。 - 订单自动审核系统已完成需求细化、功能分解，明确订单提交校验要素与校验规则，加快了订单审核效率。

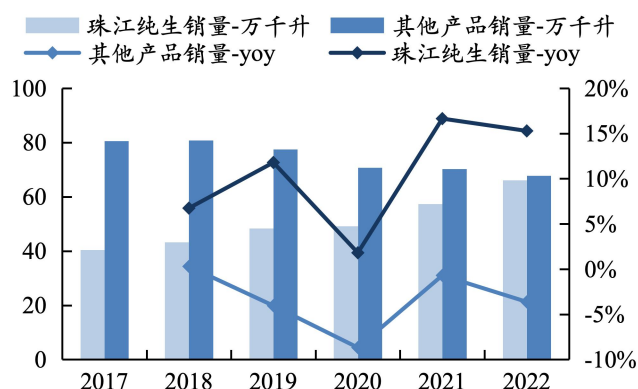
资料来源：珠啤微信公众号，信达证券研发中心

97 纯生放量，引领公司高端化发展。2018 年开始，公司提出“3+N”的产品组合，其中以珠江纯生为利润增长点，以珠江 0 度为规模拓展点，以雪堡、精酿、原浆等高端特色差异化产品为效益突破点，2022 年进一步明晰品牌高端化发展道路为“雪堡、纯生、珠江+特色”，丰富品类矩阵。从纯生的历史来看，1996 以前，国内并没一家啤酒厂涉足纯生啤酒的研究和生产，珠啤认识到纯生啤酒已成为发达国家的时尚后，决定从德国克朗斯公司引进纯生啤酒生产线，1997 年国内第一瓶纯生啤酒诞生，打破了熟啤酒“一统天下”的局面，在全国掀起了纯生革命，1998 年迅速占领市场，奠定了“南有珠江”的地位。经过 20 余年的发展，珠江纯生系列目前包含了珠江特制纯生啤酒、珠江 97 纯生啤酒、珠江精品纯生啤酒三款产品。其中最值得关注的则是 2019 年推出珠江 97 纯生啤酒，其销量从 2019 年的 2.79 万吨增长至 2022 年的 22.07 万吨，CAGR 为 99%。

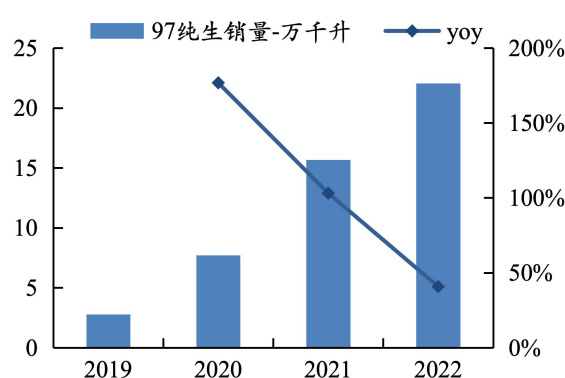
图 39：珠江啤酒产品矩阵

	珠江纯生			珠江啤酒		雪堡啤酒		
产品	珠江精品纯生	珠江特制纯生	珠江97纯生	12度老珠江啤酒	珠江原浆	雪堡冷萃精酿啤酒	美式IPA啤酒	雪堡白啤酒
麦芽度	10度	9度	9度	12度		10.5度		11度
规格	瓶装528ml 罐装500ml	瓶装528ml 罐装500ml	瓶装528ml 罐装500ml	瓶装600ml 罐装500ml	瓶装980ml	瓶装275ml	瓶装980ml	罐装500ml
零售价格	瓶装7.8元	罐装7元	瓶装7元 罐装8元	瓶装5元 罐装5.5元	16.9元	12元	35元	罐装10元
产品特点	经典皮尔森慢酿	低温膜过滤，口感醇正	拉盖闻果香，饮后有回甘	广州味，真够味	坚持原酿的初味	冷萃精酿，柚香沁口	酒花魔法师，演绎酒花无穷魅力	比利时风味，清新果香
								

资料来源：公司官网，美团 app 珠江原浆体验店，信达证券研发中心

图 40：公司产品销量拆分


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 41：珠江 97 纯生销量 2019-2022 年 CAGR 为 99%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

复盘珠江 97 纯生，我们认为其放量主要基于以下原因：

- **发挥技术优势，转换为经济效益增长点。**作为中国纯生啤酒的缔造者，公司在产品质量、技术创新、科研方面拥有较多的管理经验和专利储备。我们认为，在国企改革三年行动中，公司发生的变化是主要体现在如何将技术优势转化为经济效益增长点，而 97 纯生则是较为成功的案例。根据珠江啤酒官网描述，珠江 97 纯生酒液采用皮尔森型酵母发酵，高级醇含量低，不上头，口感醇厚，并采用美国西海岸酒花，带有花香和水果香气，香气浓郁，层次丰富，开盖即闻到香气扑鼻而来。
- **定位 8-10 元主流价格带，竞争格局较好。**从餐饮零售价来看，97 纯生定价 8-10 元价格带，是广东省啤酒市场的消费升级的主力价格带，我们认为这个价格带较好的平衡了规模和利润。一方面，我们认为，6-8 元价格带虽然能够覆盖到更多的消费群体赢得销量、但是厂家和渠道的利润并不占优势，而如果定价在 12 元以上，目前国产啤酒品牌力仍然不及外资品牌，同时也会因为价格过高而丧失一部分消费人群。在 8-10 元价格带中，我们认为整体竞争格局也处于较好的状态，主要竞品为百威旗下的哈尔滨啤酒，但哈尔滨啤酒更偏向于规模产品，并不是百威的核心投入产品。因此，我们认为，合理的定价以及价格带中良好的竞争环境也是 97 纯生放量的核心因素。

● **增加奖盖活动投入，提高消费者复购率。**在消费者活动方面，珠江 97 纯生在上市之初推出了“一元换购”活动，消费者通过拉环扫码便有机会赢得“一元换购”奖励，扫码后前往门店出示中奖二维码，加 1 元便可换取 97 纯生一罐。97 纯生 500ml 罐装的非现饮渠道通常定价为 7 元，如果消费者赢得“一元换购”奖励，实际到手价则为 4 元/罐，叠加新品对消费者的新引力，我们认为在价格上比竞品更具优势。

图 42：珠江啤酒 97 纯生工艺介绍



资料来源：天猫超市，信达证券研发中心

图 43：珠江 97 纯生一元换购活动



资料来源：数字化星球微信公众号，信达证券研发中心

新品密集上市，看好原浆发展机遇。公司积极落地技术优势，2023-2024 年密集上市 7 鲜生原浆、珠江识叹、275mL 雪堡白啤、475mL 珠江雪堡白啤、270mL 97 纯生纤体 5 款新品、980mL 珠江原浆、新英式 IPA 等产品。其中雪堡啤酒定位高端，传承了 16-17 世纪欧洲“城堡自酿”工艺啤酒技术。技术工艺上采用优质进口麦芽，进口酒花，经过长时间低温发酵而成；酒体透亮、色泽金黄、泡沫细腻丰富持久；清嗅即可闻到独特的花香，入口顺滑口味回甘。目前上市了美式 IPA、雪堡白啤酒、雪堡啤酒三款产品，餐饮定价在 10-12 元左右，仍处于培育阶段。

区别于熟啤经过严格的灭菌和过滤程序，原浆不经过滤，不经灭活工序，保留鲜活酵母的啤酒原液，酒体醇厚柔和，泡沫细腻丰富。公司积极布局原浆品类，980ml 珠江原浆品宣上突出广府文化 IP，包装采用手绘风格，包含了舞狮、火车、五羊雕塑、扒龙舟、早茶等具有珠三角文化特色的元素；价格上，980ml 定价 19.9 元/瓶，而 1L 装青岛原浆则定价 80 元，性价比优势突出。在啤酒口味化、品质化、差异化发展趋势下，我们看好 980ml 珠江原浆的发展机遇。2025 年春节之际，公司开展“珠事顺，福满杯”主题活动，在全国各地商业圈、县域商超、餐饮店等开展主题促销活动，独具广府文化特色的 980mL 珠江原浆销量同比增长近 30%。公司 2024 年啤酒整体吨价为 3981 元，对比重庆啤酒的 4923 元仍有 19% 的空间，考虑到广东省经济水平结构高，在广东市场，珠江啤酒的产品结构低于百威亚太，我们认为随着珠江 97 纯生占比持续提升、原浆后期发展机遇，公司吨价有望稳步增长。

图 44：2025 年年初开展“珠事顺，福满杯”主题活动



资料来源：珠江纯生啤酒微信公众号，信达证券研发中心

图 45：980ml 珠江原浆突出广府文化 IP



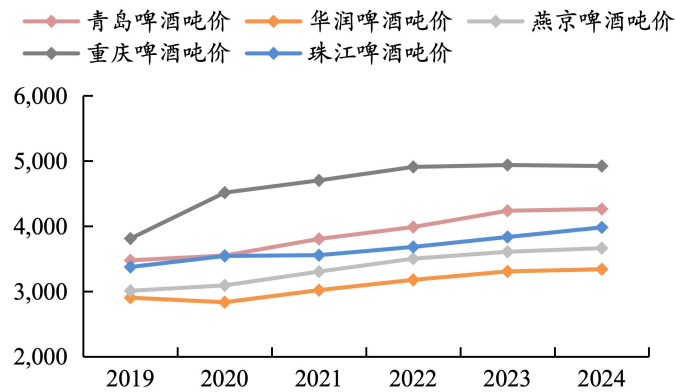
资料来源：珠江啤酒天猫旗舰店，信达证券研发中心

图 46：珠江啤酒原浆 980ml 具备较好的价格优势

	麦芽度	单瓶价格	规模-ml/ 瓶	单价 /500ml
珠啤原浆	11度	19.9	980	10
泰山原浆28天啤酒	9度	10.9	450	12
歪马精酿全麦原浆啤酒	11度	25.9	2000	6
京a阿白小麦比利时风味精酿啤酒	12度	14.5	330	22
青岛原浆	13度	79.9	1000	40

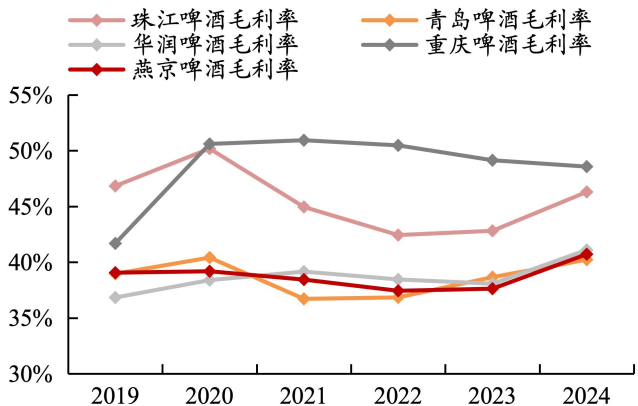
资料来源：美团外卖 APP 中歪马送酒、小象买菜，信达证券研发中心

图 47：珠江啤酒吨价处于行业中等水平



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 48：对比行业，珠江啤酒 s'j'pi 仅次于重庆啤酒



资料来源：iFind，信达证券研发中心

主打体验式营销，加强消费者认知。在品牌宣传方面，公司积极整合资源，拓展“啤酒+模式”，结合文化体验、音乐潮流、体育运动、美食休闲等元素，打造多元消费场景，焕发品牌活力。比如 2021 年与网易云音乐联合推出 97 纯生“心声罐”、特制纯生“心声罐”，在京东平台首发上市，萧敬腾作为珠江纯生品牌代言人摇滚乐队狮子 LION 主唱透过“心声袭来，由我打开”京东直播间，活动吸引 100.6 万人次观看，直播互动近 160 万次，“心声罐”上线一个月，线上曝光量 4487 万次，吸引消费者点击互动 85 万次，实现销量 240 万箱；连续 10 年冠名广东省男子篮球联赛；持续强化珠江啤酒纯生音乐派对 IP。2024 年邀请汪苏泷作为品牌全新代言人，在消费促进年的热潮中，公司以“啤酒+”发展模式，联动便民生活圈、特色商业圈等，充分链接音乐、体育、美食等多元消费场景，在全国消费活

力城市、粤港澳大湾区中心城市等开展啤酒节、音乐节、美食节等，通过广交会、糖酒会等国际性展会平台，以节兴市、以展促消。啤酒厂 1985 园区打造“夜游”“夜食”“夜娱”“首店经济”多元融合业态，园区最高日均客流量达 5 万人次，活动线上曝光超千万。

图 49：2024 年公司邀请江苏浣作为品牌全新代言人



资料来源：珠江纯生啤酒微信公众号，信达证券研发中心

图 51：珠江琶醍啤酒节



资料来源：珠江琶醍微信公众号，信达证券研发中心

图 50：公司持续强化珠江啤酒纯生音乐派对 IP



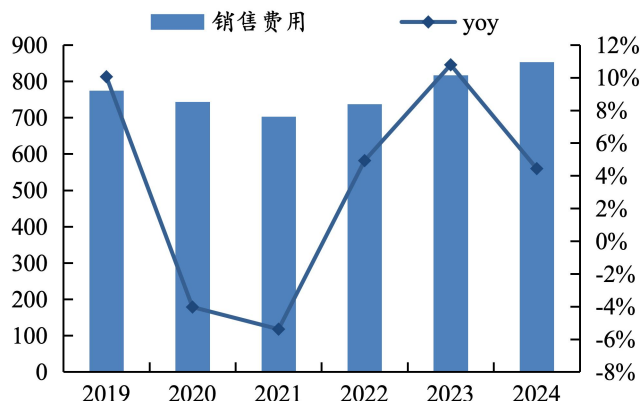
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 52：珠江琶醍音约会

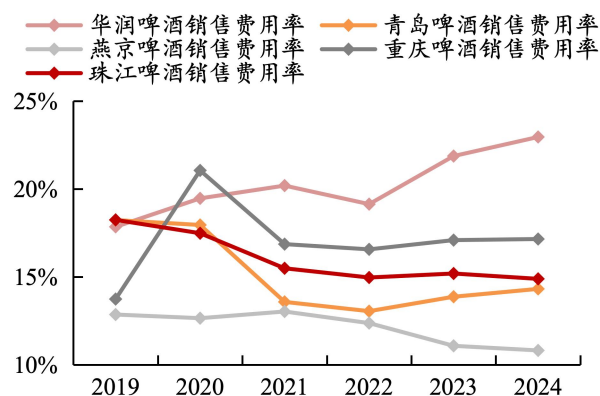


资料来源：珠啤微信公众号，信达证券研发中心

精耕华南市场，销售费用率稳定。在区域市场方面，2019 年后公司推进销售模式转型，精耕细作优势市场。2020 年，对广州大区、东莞大区实施市场管理架构改革，细化管理区域，增强管理力量。在现饮渠道方面，每个区域配备餐饮渠道的大区助理，重点突破餐饮渠道。而在非现饮优势渠道，公司增加促销频次，开展 9 类形式多样的终端促销活动。比如开展“百日开点”劳动竞赛活动，提高产品覆盖率；开展“冰爽一夏”冰箱陈列活动，在非现饮终端实施冰箱陈列，助力新品动销；开展“生动化大比武”活动，提高业务员执行力，提升销量；推进“一站一街”形象街建设，营造良好销售氛围。2021 年后公司销售费用率较为稳定，控费能力较好，基本维持在 14-15% 区间水平，处于行业中等水平。

图 53：珠江啤酒销售费用 2021 年后微增（单位：百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 54：对比行业，珠江啤酒销售费用率处于中等水平


资料来源：iFind，信达证券研发中心

5 盈利预测和评级

5.1 盈利预测及假设

收入预测：我们预计啤酒业务收入 2025-2027 年收入分别为 59.92、65.33、70.30 亿元，分别同比+8.72%、9.03%、7.61%；从产品角度来看，我们预计高档产品收入分别为 45.78、52.49、58.41 亿元，同比+17%、+15%、+11%，中档产品收入分别为 10.53、9.27、8.34 亿元，分别同比-15%、-12%、-10%，大众化产品收入分别为 3.61、3.57、3.55 亿元，分别同比-2%、-1%、-1%。我们预计其他业务收入 2025-2027 年收入分别为 2.25、2.32、2.42 亿元，分别同比+2.39%、3.19%、4.42%。综上，我们预计公司整体收入分别为 62.17、67.65、72.72 亿元，分别同比+8.47%、8.82%、7.50%。

毛利率预测：考虑到目前啤酒行业仍处于成本改善的红利期，我们预计珠江啤酒 2025-2027 年毛利率分别为 49.00%、51.05%、52.61%，分别同比+2.70%、2.05%、1.56%。

费用率预测：目前广东省内百威份额有所下降，我们认为竞争格局的变化对珠江啤酒较为有利，随着 97 纯生占比提升，公司费用投入有望获得一定规模效益，我们预计 2025-2027 年销售费用分别为 9.01、9.60、10.18 亿元，分别同比+5.56%、6.57%、5.99%，销售费用率仍有下降的空间，我们预计销售费用率分别为 14.49%、14.19%、13.99%；管理费用方面，我们预计管理费用率基本稳定。

净利润预测：综上，我们预计珠江啤酒 2025-2027 年的归母净利润将分别为 11.04、13.55、15.85 亿元，分别同比增长 32.87%、22.75%、17.00%。

表 1：可比公司盈利及估值对比

收入预测-百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
高档啤酒	2,975.94	3,425.76	3,904.30	4,577.55	5,248.66	5,840.92
yoy	18.44%	15.12%	13.97%	17.24%	14.66%	11.28%
占比	63%	67%	71%	76%	80%	83%
中档啤酒	1,450.98	1,398.89	1,239.21	1,053.33	926.93	834.24
yoy	-3.92%	-3.59%	-11.41%	-15.00%	-12.00%	-10.00%
占比	31%	27%	22%	18%	14%	12%
大众化啤酒	307.85	324.23	367.95	360.91	357.24	355.01
yoy	14.96%	5.32%	13.48%	-1.91%	-1.02%	-0.62%
占比	7%	6%	7%	6%	5%	5%
其他业务	193.36	229.16	219.61	224.87	232.04	242.29

yoy -21.84% 18.51% -4.17% 2.39% 3.19% 4.42%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

5.2 投资评级

市场担忧啤酒行业高端化放缓，但是我们认为，尽管超高端整体承压，但是由于区域市场发展阶段、竞争格局有所差异的背景下，区域酒在 8-10 元价格带保持了较好的增长。作为“广东粮、珠江水”的品牌代表，珠江啤酒深耕广东市场，2019 年珠江 97 纯生上市后在珠三角地区快速放量，我们看好其长期发展空间，此外公司积极布局原浆品类，储备产品升级的下一个大单品。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.45、0.56、0.67 元，对应 2025 年 7 月 8 日收盘价 11.10 元 PE 分别为 25、20、17 倍，和行业估值水平较为接近，但是我们看好公司 97 纯生放量后带来的成长性，预计 25-27 年 EPS CAGR 有望达到 22%，对应 2025 年 PEG 为 1.12，低于行业平均水平，首次覆盖给予买入评级。

表 2：可比公司盈利及估值对比（PE 角度）

2025/7/8	收盘价（元/股）	EPS（元/股）				PE			
		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
重庆啤酒	55.21	2.30	2.62	2.75	2.86	27.36	21.04	20.10	19.26
青岛啤酒	68.79	3.19	3.53	3.83	4.11	25.41	19.46	17.97	16.73
燕京啤酒	13.06	0.37	0.51	0.61	0.71	32.15	25.46	21.27	18.38
平均		1.95	2.22	2.40	2.56	28.31	21.99	19.78	18.12
珠江啤酒	11.1	0.37	0.45	0.56	0.67	30.32	24.58	19.65	16.54

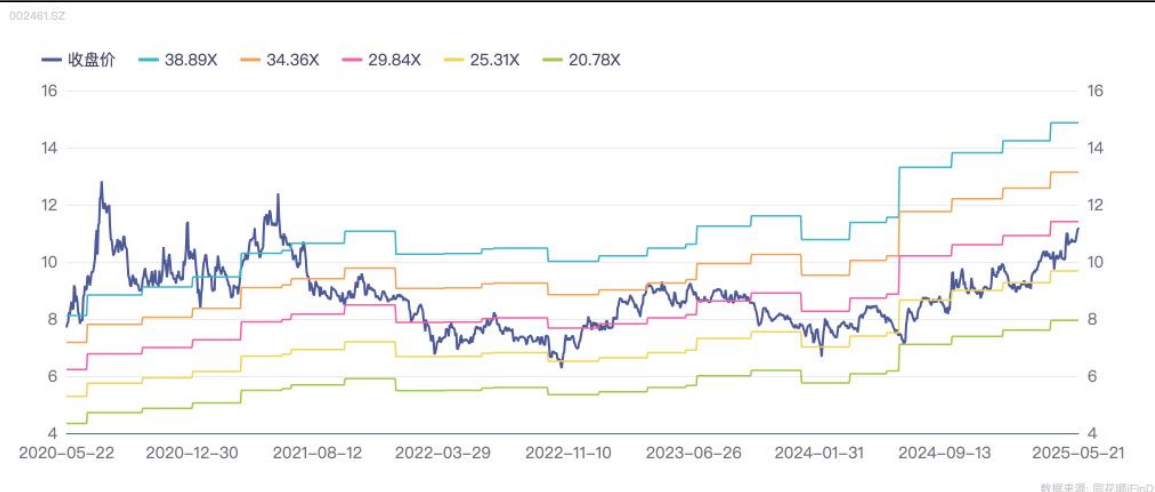
资料来源：Wind，信达证券研发中心注：重庆啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒为 ifind 一致预测

表 3：可比公司盈利及估值对比（PEG 角度）

2025/7/8	收盘价（元/股）	EPS 2025-2027CAGR	PEG 25E
重庆啤酒	55.21	4%	4.70
青岛啤酒	68.79	8%	2.46
燕京啤酒	13.06	18%	1.42
平均		7%	2.86
珠江啤酒	11.1	22%	1.12

资料来源：Wind，信达证券研发中心注：重庆啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒为 ifind 一致预测

图 55：珠江啤酒估值



资料来源：iFind，信达证券研发中心

6 风险提示

中高端产品竞争加剧

目前国内啤酒企业纷纷发力中端和高端啤酒市场，会更加重视营销力度和渠道投入，市场竞争加剧可能会加快公司费用投放节奏，毛销差下滑，挤压盈利空间。

成本端波动风险

目前包材价格走势分化，如果公司成本管控能力不到位或者提价不畅，毛利率或将受损。

宏观消费环境疲软

公司目前 97 纯生增速较好，如果宏观环境走弱，消费者信心疲软，97 纯生、原浆等中高端产品增速或将放缓。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,131	9,089	9,663	10,415	11,290
货币资金	7,094	8,198	8,747	9,469	10,306
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	22	23	25	27	28
预付账款	24	15	22	23	24
存货	1,804	660	675	700	724
其他	187	193	194	195	207
非流动资产	5,387	6,819	6,693	6,573	6,451
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,980	3,216	3,174	3,080	2,941
无形资产	1,322	2,208	2,253	2,341	2,449
其他	1,084	1,395	1,266	1,152	1,061
资产总计	14,518	15,908	16,356	16,987	17,741
流动负债	3,540	4,467	4,364	4,297	4,220
短期借款	1,598	2,450	2,250	2,050	1,850
应付票据	137	137	134	140	146
应付账款	487	502	492	514	535
其他	1,317	1,378	1,488	1,593	1,689
非流动负债	938	864	858	861	864
长期借款	0	0	0	0	0
其他	938	864	858	861	864
负债合计	4,478	5,331	5,222	5,157	5,083
少数股东权益	64	67	88	115	147
归属母公司股东	9,976	10,510	11,045	11,715	12,510
负债和股东权益	14,518	15,908	16,356	16,987	17,741

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,378	5,731	6,217	6,765	7,272
同比(%)	9.1%	6.6%	8.5%	8.8%	7.5%
归属母公司净利	624	810	1,000	1,250	1,485
同比(%)	4.2%	30.0%	23.4%	25.1%	18.8%
毛利率(%)	42.8%	46.3%	49.0%	51.1%	52.6%
ROE(%)	6.3%	7.7%	9.0%	10.7%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.37	0.45	0.56	0.67
P/E	39.40	30.32	24.58	19.65	16.54
P/B	2.46	2.34	2.22	2.10	1.96
EV/EBITDA	14.19	14.44	12.55	9.86	8.01

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,378	5,731	6,217	6,765	7,272
营业成本	3,075	3,077	3,170	3,311	3,446
营业税金及附加	461	479	507	539	564
销售费用	817	853	901	960	1,018
管理费用	400	425	461	502	540
研发费用	151	179	195	212	228
财务费用	-182	-165	-110	-132	-158
减值损失合计	-17	-11	-13	-13	-13
投资净收益	4	0	0	0	0
其他	100	81	86	94	101
营业利润	743	951	1,165	1,454	1,722
营业外收支	-3	2	2	2	2
利润总额	740	953	1,167	1,456	1,725
所得税	97	122	146	179	208
净利润	643	831	1,021	1,277	1,517
少数股东损益	20	21	21	27	32
归属母公司净利润	624	810	1,000	1,250	1,485
EBITDA	846	1,118	1,441	1,740	2,014
EPS (当年) (元)	0.28	0.37	0.45	0.56	0.67

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	819	1,069	1,604	1,916	2,164
净利润	643	831	1,021	1,277	1,517
折旧摊销	293	299	384	417	448
财务费用	-112	-145	94	87	79
投资损失	-4	0	0	0	0
营运资金变动	11	82	68	97	80
其它	-12	2	36	39	41
投资活动现金流	-506	-2,451	-286	-329	-361
资本支出	-535	-555	-273	-325	-357
长期投资	-196	-1,964	-4	-4	-4
其他	225	68	-9	0	0
筹资活动现金流	-208	414	-768	-864	-965
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	607	851	-200	-200	-200
支付利息或股息	-293	-305	-559	-667	-768
现金净增加额	105	-968	549	722	837

研究团队简介

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。