

珠江啤酒 (002461)

公司研究/深度报告

深耕华南市场，持续发力产品高端化

深度研究报告/食品饮料行业

2019年6月5日

报告摘要:

● 核心逻辑一：啤酒行业产能持续优化，拐点逐步显现

(1) 啤酒产量低速增长，产能优化持续推进。18年，我国啤酒产量同比+0.5%；19年前4个月，国内啤酒产量同比+0.8%。15年以来，头部企业陆续关厂以提升产能利用率。(2) 头部企业销量稳中有升，弱复苏态势明显。青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒在18年和19Q1均实现销量正增长。(3) 收入增长支撑消费升级，行业竞争从重量转为重质。15年以来啤酒价格稳步上升，未来价格向上仍有空间；消费者价格敏感度降低，对啤酒品质要求更高，行业价格战转向。18年及19Q1各头部企业啤酒出厂均价都有所上升，其中青岛啤酒涨幅约为5%，燕京啤酒18年吨酒收入涨幅达9%。

● 核心逻辑二：公司深耕华南市场，区域优势明显

公司连续十多年来在华南地区市占率达到30%以上，稳坐第一。18年公司在广东市场占有率达32%，其中珠三角/佛山/东莞市场占有率分别为37%/54%/44%，较上年同期分别提升2.9%、3.8%和3.6%。

● 核心逻辑三：产品结构持续升级，吨酒价格稳步提升

公司持续改善产品结构，中高端产品占比提升。18年公司中高端啤酒营收占比约85%。19年公司销售考核将以纯生为主，纯生的销量增速在10%左右。未来公司“3+N”产品架构将更加稳固。价格方面，公司吨酒价格逐年上升，18年达到3117元，同比+4.2%，吨酒收入/吨酒毛利分别同比+4.2%/+6.93%。预计19年价格将延续上升趋势。

● 核心逻辑四：多途径提高公司内生增长质量

(1) 再融资聚焦营销建设及产能扩张；(2) 公司研发能力突出，18年研发投入达1.43亿元，占营收比3.72%，远高于行业平均水平；(3) 公司着眼啤酒文化产业，老厂区或将焕发新活力，18年公司完成南沙参观走廊、联动珠江-英博国际啤酒博物馆、珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区和南沙生产基地项目建设，有效实现啤酒文化产业收入。

● 盈利预测与投资建议

预计19-21年公司实现营业收入43/46/50亿元，同比+7%/+8%/+9%；归母净利润为4.0/4.4/4.8亿元，同比+9%/+10%/+9%，对应EPS为0.18/0.20/0.22元，目前股价对应PE为33/30/28倍。公司估值水平低于啤酒行业平均59倍估值；产品结构仍有改善空间，成长性良好；PE-band图中现价接近估值带下限，综上，维持“推荐”评级。

● 风险提示

产品高端化受阻，毛利率明显下滑，财务状况恶化，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,039	4,302	4,646	5,041
增长率(%)	7.3%	6.5%	8.0%	8.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	366	400	438	478
增长率(%)	97.7%	9.2%	9.5%	9.2%
每股收益(元)	0.17	0.18	0.20	0.22
PE(现价)	34.9	32.9	30.0	27.5
PB	1.6	1.6	1.5	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格(元): 5.94

交易数据

2019-6-4

近12个月最高/最低	8.28/4.05
总股本(百万股)	2213.33
流通股本(百万股)	1360.32
流通股比例(%)	61%
总市值(亿元)	131.47
流通市值(亿元)	80.80

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 【民生食品饮料】行业深度报告：高端酒增速换挡，重点关注次高端名酒及优质地产酒——从周期比较看白酒行业

目录

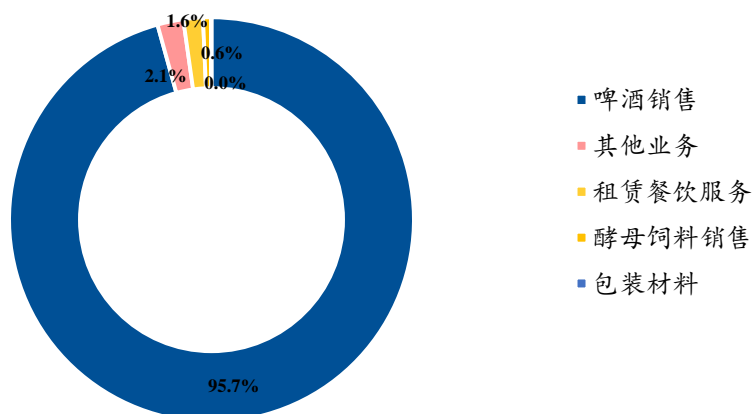
一、公司介绍：专注主业精研产品，股权结构稳定	3
(一) 专注啤酒主业，业绩持续向上	3
(二) 品牌建设：3+N 产品组合持续发力	4
(三) 公司治理：股权结构清晰，百威不干预具体经营	4
二、行业趋势：产能持续优化，拐点逐步显现	5
(一) 啤酒产量低速增长，产能优化持续推进	5
(二) 头部企业销量稳中有升，弱复苏态势明显	6
(三) 收入增长支撑消费升级，行业竞争从重量转为重质	7
(四) 2018 年啤酒行业上市公司营收明显提高	8
三、公司深耕华南市场，区域优势明显	9
四、产品结构持续升级，吨酒均价稳步提升	10
(一) 中高端产品占比提升，产品结构升级	10
(二) 吨酒出厂均价逐年提升	11
五、多途径提高公司内生增长质量	12
(一) 再融资聚焦营销建设及产能扩张	12
(二) 研发能力较为突出	12
(三) 着眼啤酒文化产业，老厂区或将焕发新活力	13
六、财务分析与收入拆解	13
(一) 财务分析：经营总体平稳，财务费用率助推利润表现	13
(二) 收入拆解：纯生占比仍将提高，高端产品缓慢放量	14
七、盈利预测与风险提示	15
(一) 盈利预测与估值分析	15
(二) 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

一、公司介绍：专注主业精研产品，股权结构稳定

(一) 专注啤酒主业，业绩持续向上

珠江啤酒主营业务是啤酒酿造业，此外啤酒配套和相关产业是主业的重要补充。2018年年报显示，啤酒生产与销售业务占整体营收比重达到 95.68%；租赁餐饮服务、酵母饲料销售、包装材料等业务占比较少。总体上，公司专注于啤酒主业，绝大部分营收来自于主业经营，其他业务布局均围绕主业展开。

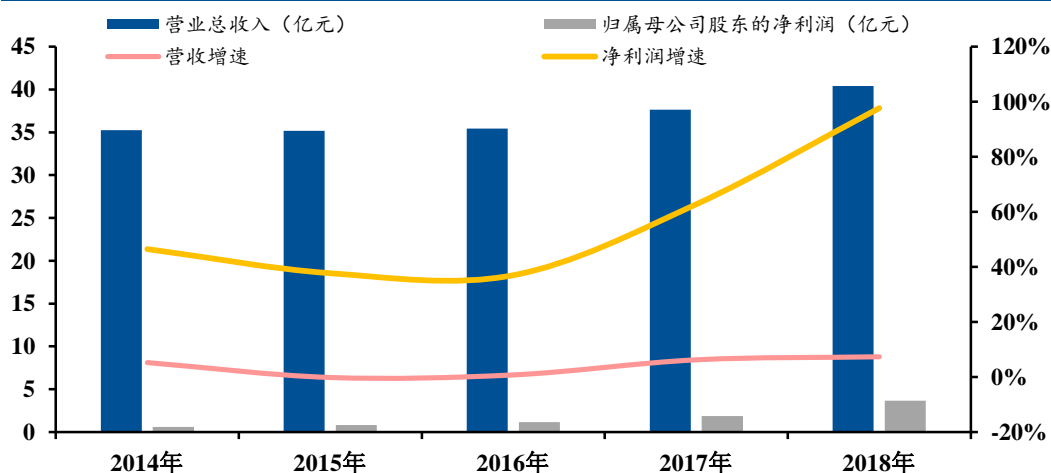
图 1：2018 年珠江啤酒主营业务构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2014~2017 年，公司营收规模不断扩大，营收增速较为平稳；公司归母净利润逐年提高，净利润增速远高于营收增速。2018 年，公司完成啤酒销量 123.96 万吨，同比+2.45%；实现营业收入 40.39 亿元，同比+7.33%，首次突破 40 亿元；利润总额 4.65 亿元，同比+81.03%；归母净利润 3.66 亿元，同比+97.68%；创历史新高。

图 2：2014-2018 年营业总收入及归母净利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 品牌建设：3+N 产品组合持续发力

珠江啤酒是国内知名啤酒品牌，单一品牌销量名列国内啤酒企业前茅，享有较高的品牌美誉度，曾率先采用低温膜过滤技术和无菌包装技术生产瓶装纯生啤酒，技术实力较为领先。珠江啤酒的主要产品分为三个系列：**纯生系列、珠江系列和雪堡系列**，并形成“3+N”的产品组合。

纯生系列运用了先进的低温无菌膜过滤基数，在保持新鲜纯正口感的同时兼具浓郁酒香；珠江系列研发出老珠江、珠江 0 度等不同口味的品种；雪堡啤酒源自欧洲城堡自酿工艺技术，是经典的欧洲高端啤酒。公司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，销售量不断增长，产品盈利能力持续提升。

表 1：珠江啤酒三大主力系列

珠江系列		纯生系列	雪堡精酿	
12 度原麦	珠江 0 度	珠江纯生	雪堡白啤	雪堡精酿 IPA
				

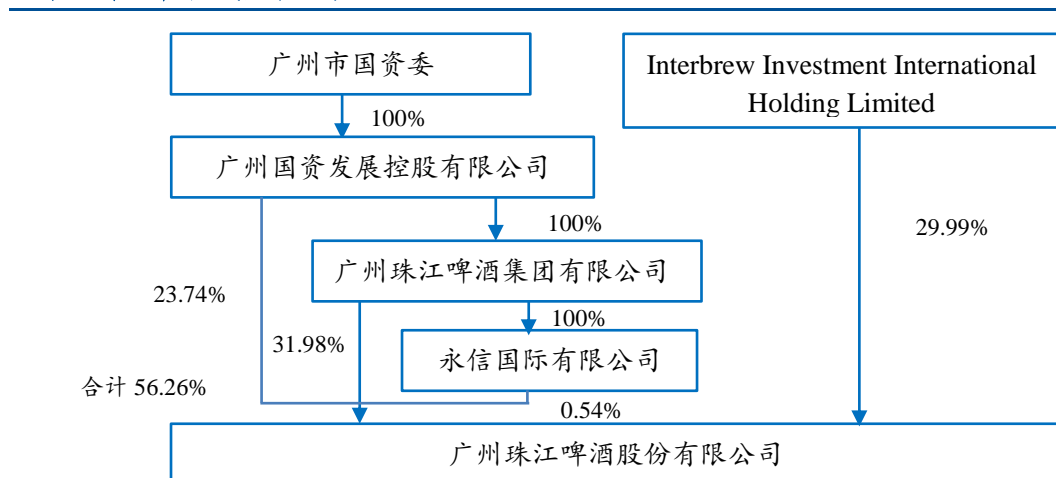
资料来源：公司官网，天猫珠江啤酒旗舰店，民生证券研究院

(三) 公司治理：股权结构清晰，百威不干预具体经营

公司目前股权结构清晰，主要控股股东为广州珠江啤酒集团有限公司、Interbrew Investment International Holding Limited（英特布鲁投资国际控股有限公司）和广州国资发展控股有限公司，三者分别持股 31.98%、29.99% 和 23.74%，其中广州国资发展控股有限公司又占有广州珠江啤酒集团有限公司的 100% 股权，同时广州国资发展控股有限公司是由广州国资委 100% 出资建立的，故广州珠江啤酒股份有限公司主要由广州国资委控股。

百威英博是 Interbrew Investment International Holding Limited 的间接控股股东，间接持有珠江啤酒股份。1984 年，百威英博为筹建中的珠江啤酒进行技术交换和合作生产，双方开始有生产商的接触；2002 年，英特布鲁啤酒集团投入 1.6 亿元持有珠江啤酒股份公司 24% 的股份。其后通过多次注资和增持方式在珠江啤酒持股比例达到 29.99%，并延续至今。由于持有较多股份，珠江啤酒董事会中有两位来自百威英博的董事，不过现阶段百威英博对公司重大决策意见与其他控股股东较为一致，其同业身份也未对公司重大决策形成负面影响。总体上，珠江啤酒仍然由广州国资主导，外资股东对具体经营干预较少。

图 3: 珠江啤酒主要股东结构



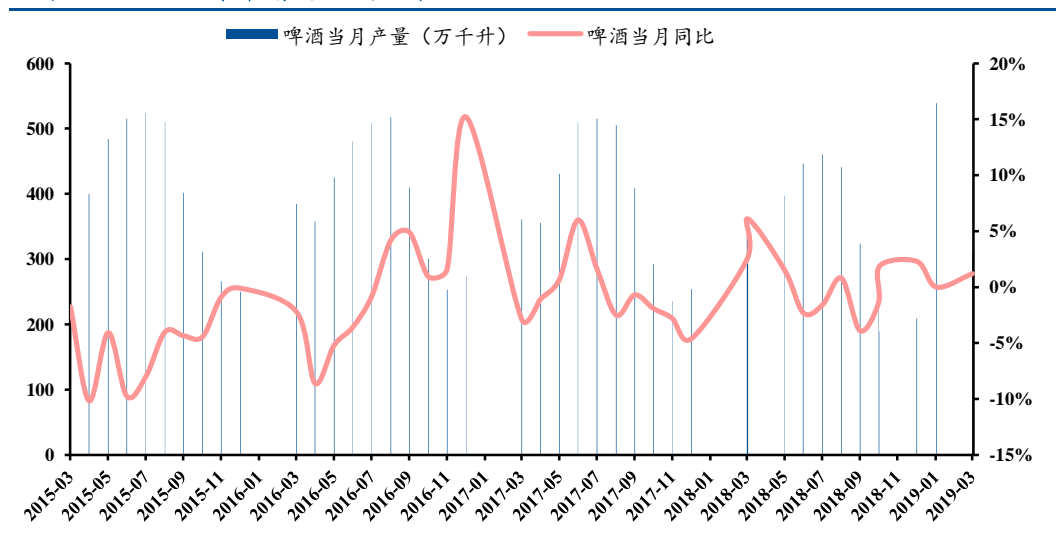
资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、行业趋势: 产能持续优化, 拐点逐步显现

(一) 啤酒产量低速增长, 产能优化持续推进

2018年, 我国啤酒产量为 3812 万千升, 较 2017 年的 4401 万千升在绝对数值上有所下降, 但是考虑到统计口径的变动, 实际同比增速为 +0.5%。2019 年前 4 个月, 国内啤酒产量为 1129 万千升, 同比 +0.8%, 仍然保持弱增长状态。总体看, 居民对啤酒的消费较为稳定, 预计未来随着行业产能优化的持续推进, 啤酒产量仍将维持低速增长的状态。

图 4: 2015-2019 年啤酒产量及增速情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

与产量上升同步推进的还有行业内的产能优化。目前行业内主要头部公司着力于产能优化, 具体措施包括产品升级, 逐步淘汰低端产品, 优化高端产品, 针对消费者需求改善产业结构等。产能方面, 2015 年以来, 头部企业陆续关厂以提升产能利用率。2015 年重

庆啤酒率先关厂优化产能；2016 年百威英博关闭了两家工厂；2018 年华润啤酒加大关厂动作；据年报披露信息，青岛啤酒已于 2018 年启动关厂，当年关闭了 2 家工厂，预计 2019 关厂将持续；珠江啤酒也考虑在未来较长一段时间内关掉广东省内的冗余的灌装线。产能优化将直接提升公司经营效率，优化供应链，节约成本，提升长期利润水平。

表 2：主要啤酒企业关厂情况

公司	时间	公告
重庆啤酒	2015 年	关闭綦江工厂
		关闭柳州山城啤酒有限公司
		关闭安徽九华山有限公司
	2016 年	关闭永川分公司
		关闭六盘水啤酒有限责任公司
		关闭黔江分公司
2017 年	关闭安徽亳州有限责任公司	
百威英博	2016 年	关闭宁波大梁山有限责任公司
		转让持有甘肃金山啤酒原料有限公司相关权益
珠江啤酒	2017 年	关闭浙江舟山工厂
		关闭河南新乡亚洲啤酒厂
华润啤酒	2018 年	关闭汕头工厂
		关停晋中市华润雪花啤酒厂，生产计划并入运城分公司
青岛啤酒	2018 年	华润啤酒（四川）拟吸收成都、遂宁、达州、内江、西昌公司
		安徽、河南各有一家工厂停产
珠江啤酒	2018 年	关闭青岛啤酒上海杨浦有限公司
		关闭青岛啤酒芜湖有限公司

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）头部企业销量稳中有升，弱复苏态势明显

2018 年啤酒行业销量实现弱复苏。根据国家统计局统计，2018 年啤酒产量为 3812 万千万升，同比增长 0.5%，表明行业已经跨过缩量期，产销逐渐趋稳。青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒在 2018 年和 2019Q1 均实现销量正增长，其中重庆啤酒涨幅较大。再加近年来极端天气较为频繁，全国夏季气温普遍较高，极端高温经常出现，未来啤酒旺季的消费量有望获得较好支撑。

表 3：头部企业 2018 年和 2019Q1 销量

	2018 年销量 (万千升)	YOY	2019Q1 销量 (万千升)	YOY
青岛啤酒	803	0.76%	217	6.60%
燕京啤酒	392	-5.77%	118	3.31%
重庆啤酒	94	6.40%	22	5.54%
珠江啤酒	124	2.45%	-	-

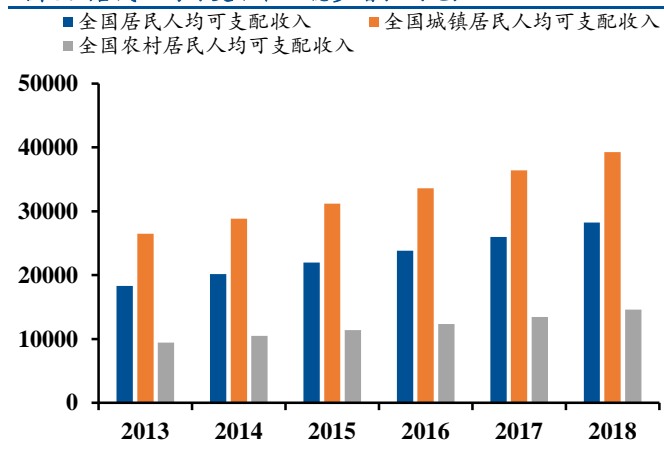
资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 收入增长支撑消费升级, 行业竞争从重量转为重质

目前我国人均啤酒消费量达 36.2L/年, 与消费习惯相近的日本 (43.8L/年) 和韩国 (37.2L/年) 差异已经不大, 从量的角度而言提升空间相对有限, 但就啤酒单价而言, 随着消费升级, 仍有较大提升空间。从数据看, 2015 年以来啤酒价格稳步上升, 未来随着啤酒产品结构的进一步调整, 价格向上仍有空间。

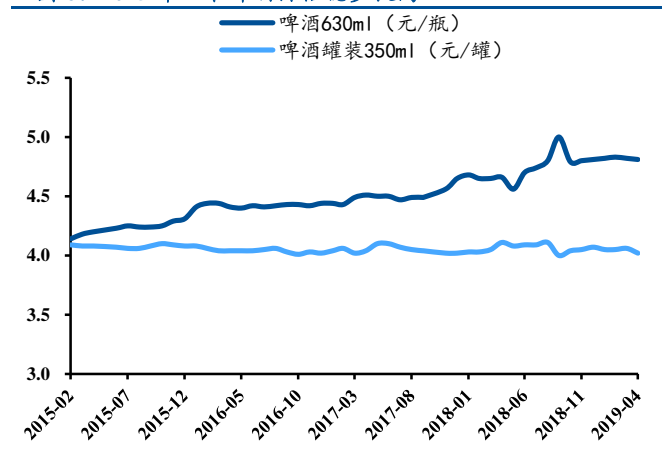
随着中国经济的持续高速增长, 居民可支配收入水平在不断提高, 从 2013 年的 18310 元迅速提升至 2018 年的 28228 元。可支配收入的增加直接导致消费者对价格的敏感程度降低, 对啤酒产品的品质要求越来越高, 行业的市场竞争已经从价格战有所转向。企业更加注重产品品质的提升, 力求打造符合消费者需求的产品, 逐渐减少促销力度。

图 5: 居民人均可支配收入稳步增长 (元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 2015 年以来啤酒价格稳步提高



资料来源: wind, 民生证券研究院

消费升级带来了行业竞争格局的变化, 给减少促销力度、降低费用提供了一定的可行性。2018 年及 2019Q1 各头部企业啤酒出厂均价都有所上升, 其中青岛啤酒涨幅约为 5%, 燕京啤酒 2018 年吨酒收入涨幅高达 9%。另外在 2018 年初, 各企业也纷纷进行了价格调整, 考虑到提价滞后效应, 预计未来短期内上市公司业绩仍将受益于提价。

表 4: 2018 年初各企业提价情况

公司	时间	提价信息
燕京啤酒	2017 年 12 月 2018 年 3 月	本生啤酒终端进货结算价格提高 3 元/箱, 单瓶零售价提高 1 元 低端产品涨价 5% 左右
华润啤酒	2018 年 1 月	调整部分中低端产品价格, 雪花纯生、勇闯天涯等 9 款产品进店价格上涨 2-10 元/件
青岛啤酒	2018 年 1 月 2018 年 5 月	拟对部分区域的部分产品涨价, 平均涨价幅度不超过 5% 青岛优质品牌提价, 单款单项全国提价 2 元
百威英博	2018 年 3 月	18 年前已提价, 年后批发价涨幅近 50%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 5: 头部企业 2018 年及 2019Q1 吨酒收入上升

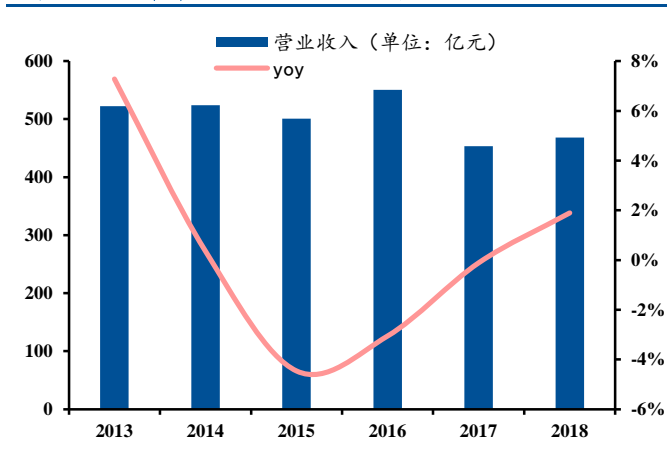
公司	2018 年吨酒收入(元/千升)	YOY	2019Q1 吨酒收入(元/千升)	YOY
青岛啤酒	3399	4.23%	3671	4.48%
燕京啤酒	2737	9.02%	2922	1.76%
重庆啤酒	3544	2.01%	3705	-2.39%
珠江啤酒	3118	4.20%	-	-

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(四) 2018 年啤酒行业上市公司营收明显提高

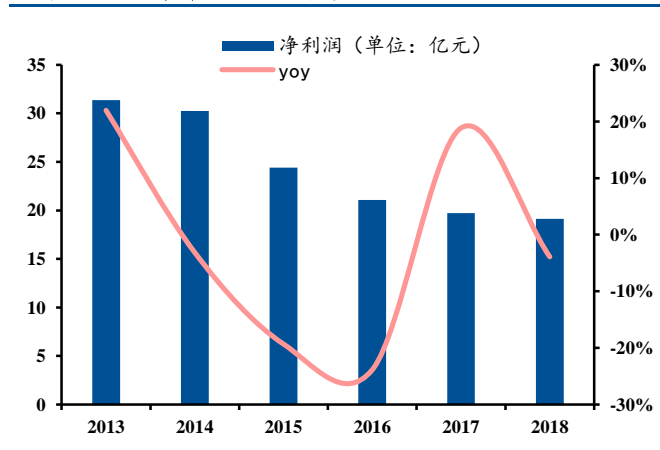
2018 年 A 股市场中啤酒板块实现收入 468 亿元, 同比+1.90%, 自 14 年以来首次实现正增长; 实现归母净利润 19.11 亿元, 较 2017 年有小幅回落。2018 年及 2019Q1 头部啤酒公司收入稳健增长, 利润快速释放, 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒均实现收入和净利润的双重增长, 尤其是净利润增速较快。整体来看, 啤酒行业量价齐升税费缩减, 行业龙头继续推动产能收缩以及产品结构升级。

图 7: 2018 年啤酒板块营业收入及增幅



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 2018 年啤酒板块归母净利润及增幅



资料来源: wind, 民生证券研究院

表 6: 头部企业 2018 年营业收入及增速

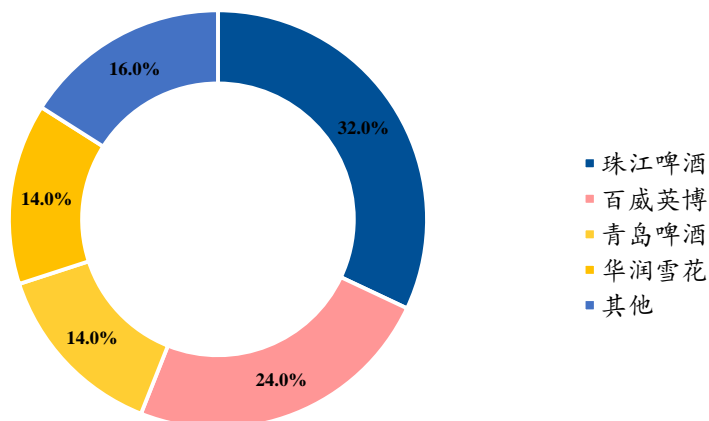
公司	18 年营收(亿元)	YOY	18 年净利润(亿元)	YOY	19Q1 营收(亿元)	YOY	19Q1 净利润(亿元)	YOY
青岛啤酒	265.75	1.13%	14.22	12.60%	79.51	11.38%	8.08	21.04%
燕京啤酒	113.44	1.32%	1.80	11.47%	34.48	5.13%	0.59	8.66%
重庆啤酒	34.67	9.19%	4.04	22.62%	8.33	2.53%	0.86	13.39%
珠江啤酒	40.39	7.33%	3.66	97.68%	7.51	4.65%	0.30	65.78%

资料来源: wind, 民生证券研究院

三、公司深耕华南市场，区域优势明显

一直以来，广东省都是啤酒产销大省。2018年广东省啤酒产量为387.3万千升，位居全国第二。珠江啤酒发源于广东，在广东市场的客户黏性较大，连续十多年市占率达到30%以上，稳坐市场第一。2018年公司在广东市场占有率达32%，其中珠三角/佛山/东莞市场占有率分别为37%/54%/44%，较上年同期分别提升2.9%、3.8%和3.6%。

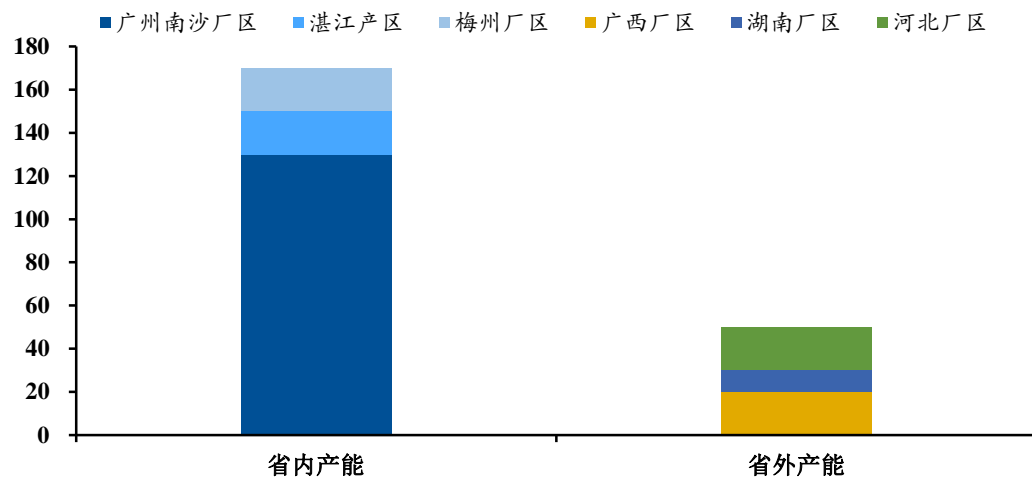
图9：2018年广东啤酒市场各头部企业市占率



资料来源：民生证券研究院整理

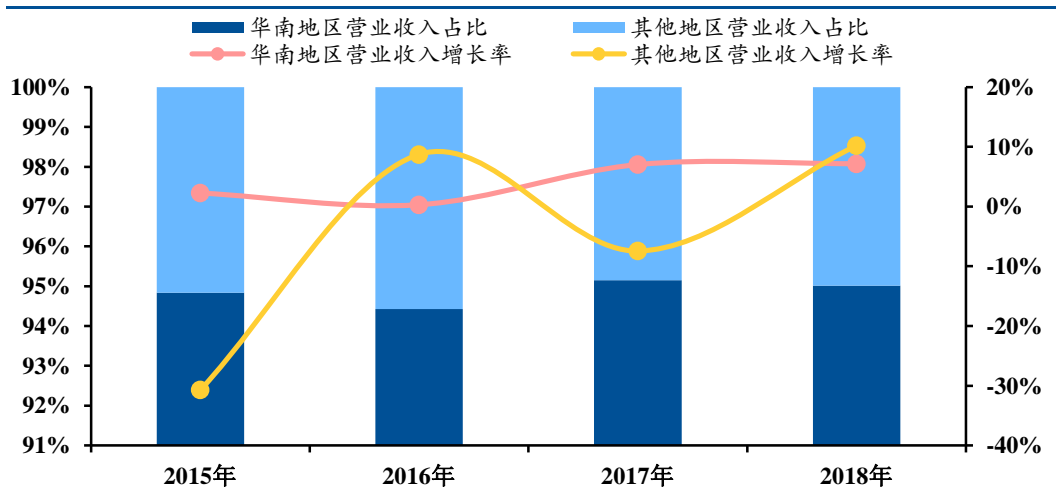
公司在华南地区有着绝对的地域优势，其产能分布也紧跟主要销售市场。目前，公司啤酒产能约为220万千升，其中广东省内产能为170万千升，占比77%，省内的优势产区主要是广州南沙厂区，产能高达130万千升。相比省内，其省外产能共计50万千升，总量较弱。此外，省外产能还存在产能利用率不高的问题，例如广西省产能20万千升，实际产量9万千升，产能转化率仅为40%。2018年公司在华南地区的销售收入为38.37亿元，占总销售收入的95%。在过去的4年内，珠江啤酒在华南地区的销售收入占比均维持在95%左右，预计未来这一趋势将持续保持。

图10：珠江啤酒产能分布情况



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 11: 2015-2018 年珠江啤酒华南地区及华南以外地区营业收入情况



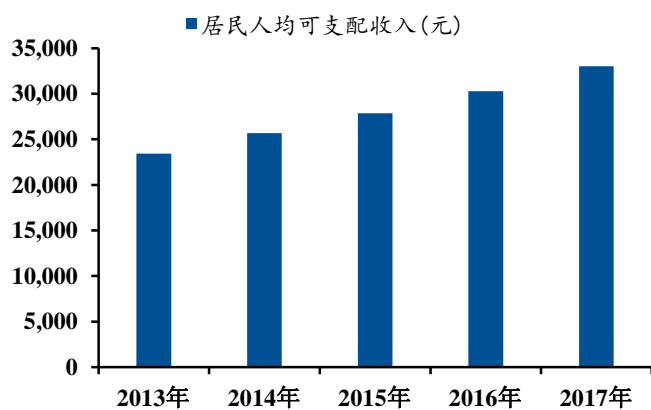
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

四、产品结构持续升级, 吨酒均价稳步提升

(一) 中高端产品占比提升, 产品结构升级

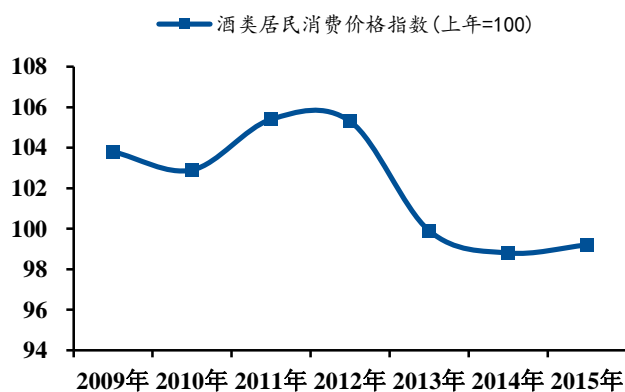
近年来, 公司产品主要销售地的广东省居民人均可支配收入不断提升, 从 2013 年的 23420 元上涨到 2018 年的 33003 元, 民众的消费水平也在不断升级, 对于啤酒的产品质量要求越来越高, 促使了各啤酒企业进行产品结构升级。

图 12: 广东省居民人均可支配收入



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 13: 广东省酒类居民消费价格指数

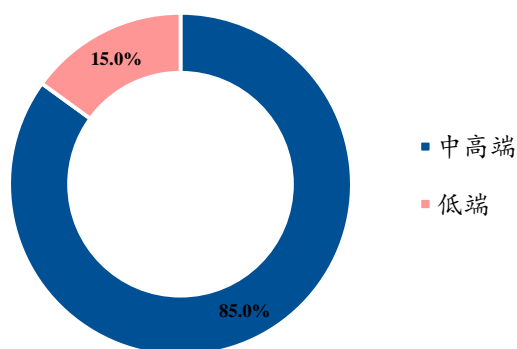


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

在此背景下, 珠江啤酒顺应观念升级大趋势, 努力改善产品结构, 中高端占比持续提升。总体看, 公司中高端啤酒营收占比约 85%, 高端以白啤、原浆和纯生为主, 其中纯生占比约 34%; 低端啤酒是以小麦啤酒、老珠江啤酒为主, 销量占比约为 15%。2018 年公司销售啤酒 124 万吨, 同比+2.5%, 其中珠江纯生/珠江 0 度销量分别为 43/60 万吨, 同比+6.7%/+1.1%, 易拉罐销量 34.9 万吨, 同比+8%。

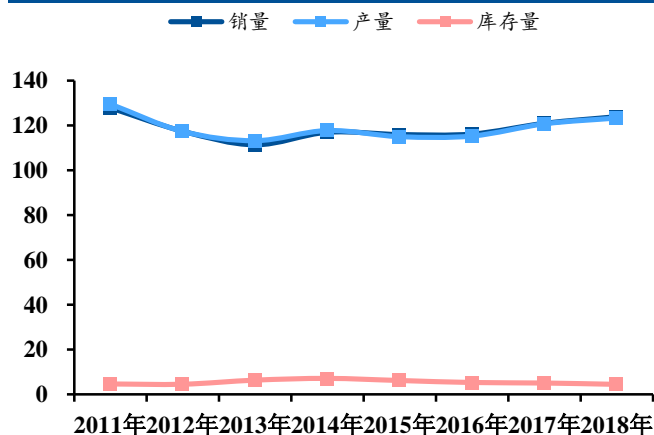
2019 年珠江啤酒销售考核将以纯生为主，预计纯生的销量增速在 10% 左右，占比提升 0.95 百分点。公司将以珠江纯生为利润增长点，以珠江 0 度为规模拓展点，以雪堡、精酿、原浆等高端特色差异化产品为效益突破点，不断改善产品结构，注重产品价格带之间的提升。

图 14: 珠江啤酒主要产品结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15: 2011-2018 年珠江啤酒产销库存量 (万千升)

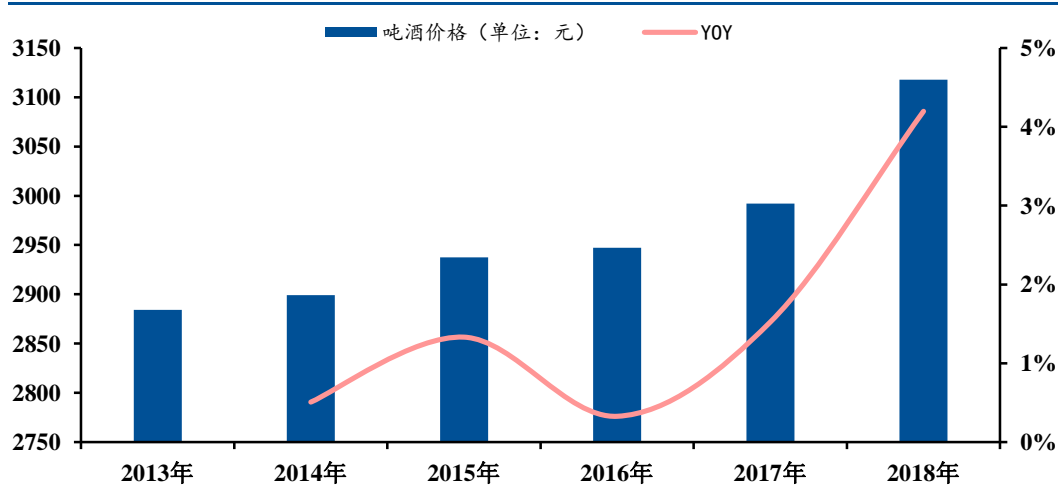


资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 吨酒出厂均价逐年提升

随着啤酒行业的产品升级，价格战趋缓，买赠促销减弱。2018 年珠江啤酒减少了 1000 万开盖有奖的投放，减少了货折，提升了毛利率。结合其产品结构的优化升级以及产品的研发创新，珠江啤酒产品盈利能力持续提升，吨酒价格逐年上升，2018 年达到 3117 元，同比上涨 4.2%，吨酒收入/吨酒毛利分别同比+4.2%/+6.93%。预计 2019 年仍将会延续上升趋势。

图 16: 2013-2018 年珠江啤酒吨酒价格



资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、多途径提高公司内生增长质量

(一) 再融资聚焦营销建设及产能扩张

珠江啤酒于2017年3月9日非公开发行人民币普通股(A股)4.27亿股,每股发行价格人民币10.11元,募集资金总额为人民币43.12亿元,实际募集资金净额为人民币42.96亿元,用于投资营销网络建设、销售渠道建设、珠江·琶醍啤酒文化创意园区改造等六个项目。这些项目聚焦于营销及品牌推广、产能扩大及生产线建设,说明珠江啤酒意图立足自身,提高产能,打造品牌,以期长远发展。从投资进度看,目前南沙工厂的投资基本完成,为琶洲工厂改建为啤酒文化创意园区打下基础;东莞、湛江工厂将陆续投入建设,有利于产能的持续优化。截至2018年底已投资8.32亿元,所有项目预计2020年底能够投入完成建设,从投入资金进度看,预计至项目投资结束仍将有一部分结余,对公司财务状况有正面作用。

表7: 2017年非公开发行股票投资用途(亿元)

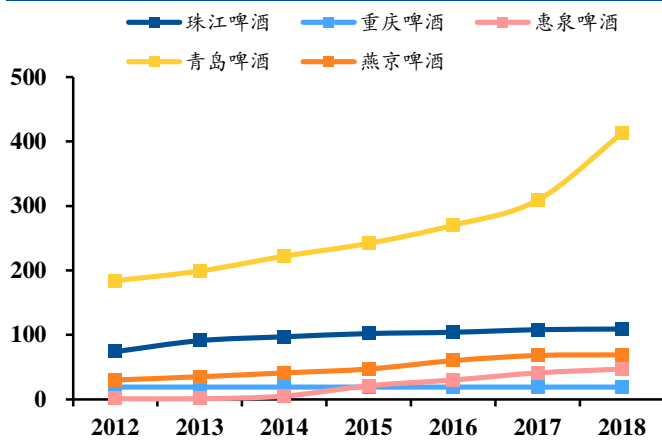
序号	项目名称	投资总额	募集资金承诺投资金额	2018年末累计投入金额	2018年末投资进度
1	现代化营销网络建设及升级项目	10.08	8.0	0.61	7.68%
2	O2O销售渠道建设及推广项目	3.04	1.59	0.07	4.38%
3	啤酒产能扩大及搬迁项目	26.22	16.60	6.94	41.82%
4	精酿啤酒生产线及体验门店建设项目	2.52	2.25	0.001	0.06%
5	珠江·琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	18.14	14.00	0.63	4.47%
6	信息化平台建设及品牌推广项目	6.00	0.69	0.07	10.66%
	合计	66.01	43.12	8.32	-

资料来源:公司公告,民生证券研究院

(二) 研发能力较为突出

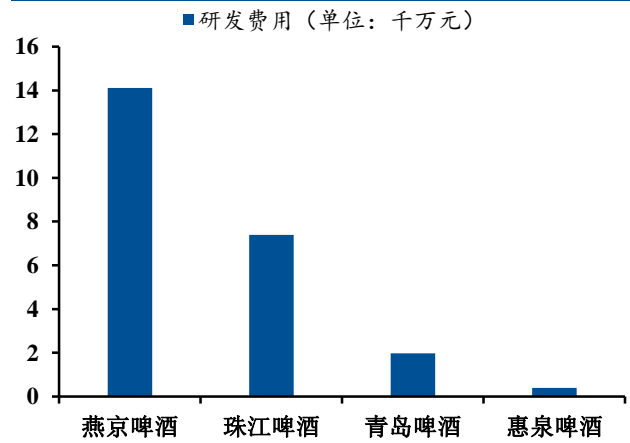
一直以来,公司对研发较为重视,因此研发投入占比较大。2018年,公司研发投入达1.43亿元,占营业收入的3.72%,远高于行业平均水平。2018年公司着力推进基础研究,新增项目50项,在研项目132项,取得专利授权26件,加快孵化育成科研平台,新增省市级研发平台3个。通过多年研发,珠江啤酒形成自主核心技术,拥有有效知识产权225件,其中授权专利119件,南沙珠啤也通过知识产权管理体系认证。不断创新为企业产品注入新的活力,未来产品创新将保证公司整体竞争力。

图 17: 各啤酒企业专利数量



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 2018 年各啤酒企业研发费用 (千万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 着眼啤酒文化产业, 老厂区或将焕发新活力

2013 年, 由于广州城市发展规划, 珠江啤酒广州琶洲总部陆续搬迁至广州南沙基地, 并获得 23 亿政府补偿。原有的老厂区已不再适合大规模生产, 在此背景下, 珠江啤酒将着眼点转移到发展啤酒文化产业上来, 展示企业形象, 加强公司品牌和产品的推广, 增强用户粘性。

截至 2018 年, 珠江啤酒完成南沙参观走廊、联动珠江-英博国际啤酒博物馆、珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区和南沙生产基地项目建设, 传播企业文化, 打造广州文商旅精品, 实现啤酒文化产业营业收入、利润总额分别同比增长 22.12%、6%。文商公司深化文化创意类商业定位, 新增招商面积 4698 平方米, 新增文化创意工作室、特色餐饮等 12 家, 目前入户商家达 56 家, 实现营业收入 7433 万元、利润总额 3305 万元, 分别同比增长 17.61%、6.57%。文化建设能提高公司的品牌效应, 并能有效提高产品的市场接受度、认可度和美誉度, 为品牌注入新活力。

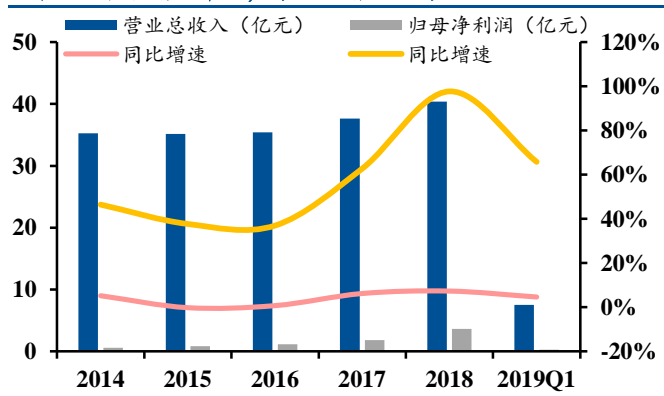
六、财务分析与收入拆解

(一) 财务分析: 经营总体平稳, 财务费用率助推利润表现

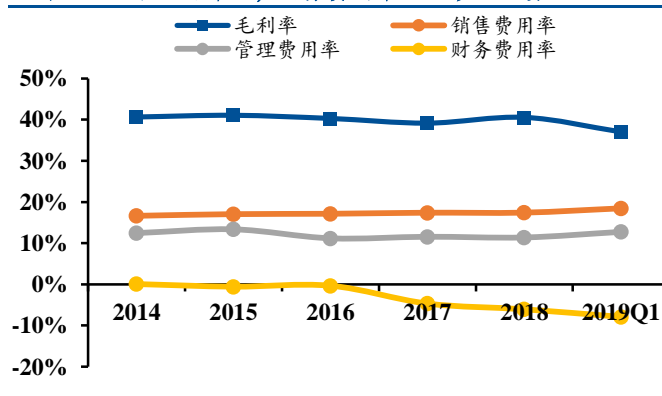
营收端, 2018 年公司营收规模突破 40 亿元大关, 2014~2018 年公司平均营收增速 4%, 总体平稳。利润端, 受增发资金利息收入的正面影响, 公司 2018 年归母净利润 3.66 亿元, 较 2017 年同期+98%。即便去除增发资金利息收入影响, 公司 2018 年净利润相比 2016 年末仍然有约 45%左右的增速 (2017 年也受到利息收入影响), 因此公司内生增长动力仍然较为乐观。

毛利率方面, 公司销售毛利率在 40%左右波动, 相对稳定。随着高端化的持续推进, 公司 2018 年毛利率同比+1.4 个百分点。2019Q1 受淡季影响, 毛利率略有下滑。费用率方

面，公司 2018 年费用率为 22.75%，较 2017 年下降 1.55 个百分点。受市场拓展力度加大影响，销售费用率同比+0.02 个百分点，管理费用率控制较好，同比-0.17 个百分点，财务费用率同比-1.39 个百分点。总体看，公司经营较为稳健，费用率控制较好。

图 19: 营收增速平稳，净利润增速较高


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 经营总体平稳，财务费用率正面影响业绩


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 收入拆解: 纯生占比仍将提高, 高端产品缓慢放量

在收入拆解上, 我们预计未来毛利率更高的纯生啤酒将取代零度啤酒的主导地位。纯生的收入比重将超过零度。此外, 雪堡等高端产品的增速将与收入增速基本保持一致, 而其他低端产品及部分省外产品增速将维持低位并逐步萎缩。此外, 随着啤酒文化创意园区项目完成, 相关租金和经营性收入也将在整体收入中占据一定比重。

表 8: 珠江啤酒营收拆分与未来收入及增速测算 (亿元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
收入情况				
整体收入	40.40	43.02	46.46	50.41
其中啤酒收入拆分:				
高端产品	2.3	2.5	2.7	2.9
纯生啤酒	16.0	17.6	19.2	21.1
零度啤酒	16.5	17.4	18.4	19.7
其他啤酒	3.9	3.7	3.8	3.6
啤酒合计	38.7	41.2	44.0	47.3
收入增速				
整体收入	-	6.5%	8.0%	8.5%
高端产品	-	6.5%	8.0%	9.0%
纯生啤酒	-	10.0%	9.0%	10.0%
零度啤酒	-	5.5%	6.0%	7.0%
其他啤酒	-	-3.7%	1.5%	-3.8%

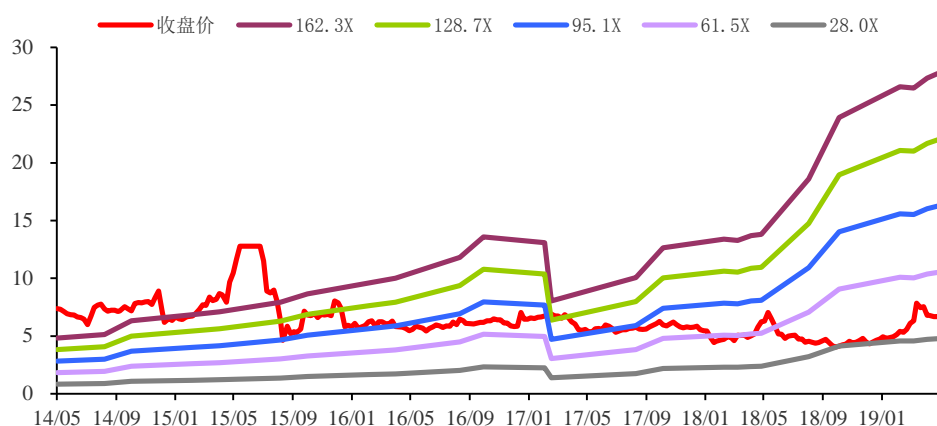
资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

七、盈利预测与风险提示

(一) 盈利预测与估值分析

预计 19-21 年公司实现营业收入 43/46/50 亿元，同比+7%/+8%/+9%；归母净利润为 4.0/4.4/4.8 亿元，同比+9%/+10%/+9%，对应 EPS 为 0.18/0.20/0.22 元，目前股价对应 PE 为 33/30/28 倍。公司估值水平低于啤酒行业平均 59 倍估值；产品结构仍有改善空间，成长性良好；PE-band 图中现价接近估值带下限，综上，维持“推荐”评级。

图 21：珠江啤酒 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 风险提示

产品高端化受阻，毛利率明显下滑，财务状况恶化，食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,039	4,302	4,646	5,041
营业成本	2,401	2,495	2,648	2,823
营业税金及附加	390	424	453	494
销售费用	704	737	779	816
管理费用	386	387	418	454
研发费用	74	65	70	66
EBIT	84	194	278	389
财务费用	(245)	(220)	(157)	(115)
资产减值损失	19	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	462	530	569	628
营业外收支	3	6	6	6
利润总额	465	537	574	634
所得税	86	111	112	127
净利润	379	426	462	507
归属于母公司净利润	366	400	438	478
EBITDA	350	465	578	714

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3198	3199	3584	3723
应收账款及票据	19	63	45	62
预付款项	25	20	24	24
存货	501	690	534	792
其他流动资产	4103	4103	4103	4103
流动资产合计	7914	8135	8384	8770
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3257	3657	4007	4357
无形资产	524	497	469	443
非流动资产合计	4279	4395	4449	4469
资产合计	12193	12530	12833	13239
短期借款	960	960	960	960
应付账款及票据	682	824	813	900
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2748	2891	2976	3132
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1179	1179	1179	1179
非流动负债合计	1179	1179	1179	1179
负债合计	3927	4070	4156	4311
股本	2213	2213	2213	2213
少数股东权益	46	72	96	124
股东权益合计	8266	8459	8677	8928
负债和股东权益合计	12193	12530	12833	13239

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	7.3%	6.5%	8.0%	8.5%
EBIT 增长率	1625.8%	130.5%	43.1%	39.9%
净利润增长率	97.7%	9.2%	9.5%	9.2%
盈利能力				
毛利率	40.6%	42.0%	43.0%	44.0%
净利率	9.1%	9.3%	9.4%	9.5%
总资产收益率 ROA	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%
净资产收益率 ROE	4.5%	4.8%	5.1%	5.4%
偿债能力				
流动比率	2.9	2.8	2.8	2.8
速动比率	2.7	2.6	2.6	2.5
现金比率	1.2	1.1	1.2	1.2
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	4.2	7.9	6.0	6.9
存货周转天数	80.5	85.9	83.2	84.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.2	0.2	0.2
每股净资产	3.7	3.8	3.9	4.0
每股经营现金流	0.2	0.3	0.4	0.3
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	34.9	32.9	30.0	27.5
PB	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	25.7	20.6	16.2	13.3
股息收益率	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	379	426	462	507
折旧和摊销	285	271	300	325
营运资金变动	68	(77)	221	(91)
经营活动现金流	430	613	979	736
资本开支	89	380	350	340
投资	1,653	0	0	0
投资活动现金流	1,842	(380)	(350)	(340)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	679	0	0	0
筹资活动现金流	549	(232)	(244)	(256)
现金净流量	2,820	1	385	140

插图目录

图 1: 2018 年珠江啤酒主营业务构成.....	3
图 2: 2014-2018 年营业总收入及归母净利润情况.....	3
图 3: 珠江啤酒主要股东结构.....	5
图 4: 2015-2019 年啤酒产量及增速情况.....	5
图 5: 居民人均可支配收入稳步增长 (元)	7
图 6: 2015 年以来啤酒价格稳步提高.....	7
图 7: 2018 年啤酒板块营业收入及增幅.....	8
图 8: 2018 年啤酒板块归母净利润及增幅.....	8
图 9: 2018 年广东啤酒市场各头部企业市占率.....	9
图 10: 珠江啤酒产能分布情况.....	9
图 11: 2015-2018 年珠江啤酒华南地区及华南以外地区营业收入情况.....	10
图 12: 广东省居民人均可支配收入.....	10
图 13: 广东省酒类居民消费价格指数.....	10
图 14: 珠江啤酒主要产品结构.....	11
图 15: 2011-2018 年珠江啤酒产销库存量 (万千升)	11
图 16: 2013-2018 年珠江啤酒吨酒价格	11
图 17: 各啤酒企业专利数量.....	13
图 18: 2018 年各啤酒企业研发费用 (千万元)	13
图 19: 营收增速平稳, 净利润增速较高.....	14
图 20: 经营总体平稳, 财务费用率正面影响业绩.....	14
图 21: 珠江啤酒 PE-Band.....	15

表格目录

表 1: 珠江啤酒三大主力系列.....	4
表 2: 主要啤酒企业关厂情况.....	6
表 3: 头部企业 2018 年和 2019Q1 销量.....	6
表 4: 2018 年初各企业提价情况.....	7
表 5: 头部企业 2018 年及 2019Q1 吨酒收入上升.....	8
表 6: 头部企业 2018 年营业收入及增速.....	8
表 7: 2017 年非公开发行股票投资用途 (亿元)	12
表 8: 珠江啤酒营收拆分与未来收入及增速测算 (亿元)	14

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。