

珠江啤酒 (002461.SZ)

享天时地利，昔日华南王加速奔跑

公司简介：深耕珠三角，围绕啤酒双主业运营。珠江啤酒是广东本土知名啤酒品牌，啤酒酿造销售+啤酒文化产业双主业协同发展。公司 2018 年啤酒营收占比 95.7%，广东省内销量占比超过 90%，其他销售区域还包括河北、广西、湖南。经历 2012-13 年调整期后，公司销量规模稳步增长，至 2018 年销量达到 124 万千升。公司实际控制人是广州国资委，百威英博参股 29.99% 是第二大股东，此外还设立员工持股平台形成长期有效的激励机制。

享受天时地利：啤酒行业高端化加速确立，广东处于前沿。啤酒行业进入存量时期，高端化趋势显现。低端啤酒销量萎缩、高档啤酒保持双位数增长，行业处于结构调整期。我国主要啤酒企业吨酒价保持 CAGR3% 左右增幅，横向比较仍有较大提升空间。当前竞争格局相对稳定，2018 年以来龙头企业对利润诉求达成一致，行业进入利润释放期。广东省是华南地区核心市场，也是啤酒销量第二大省份，广东地区经济发展程度较高，啤酒市场高端化领先，但竞争格局仍然割据，公司保持领先，百威、华润、青啤紧随其后。

啤酒业务：纯生和罐装占比提升，运营效率改善，未来发力餐饮渠道。公司吨酒价持续增长的原因：一方面聚焦珠江纯生，致力于产品结构升级，2019 年前三季度高档啤酒销量占比达到 37.18%；另一方面推动易拉罐销量占比提升，有利于吨酒价和利润增长，当前罐化率接近 30% 处于行业领先。2013 年销售政策改革成效显著，运营效率逐步改善，应收账款周转、存货周转加快，项目资金投入使用后资产周转率加快 ROE 有望提升至 10% 以上。公司在广东省内具备较强品牌拉力，未来计划加大餐饮渠道推力，市场份额有望平稳上行。

其他业务：餐饮租赁、商业地产，打造啤酒文化产业。餐饮租赁 2018 年贡献约 1500 万归母净利润，预计保持稳健增长；商业地产项目预计 2022 年开始贡献收益，出售部分预计贡献 10 亿多净利润，自营部分预计每年实现 2 亿多稳定利润。

盈利预测与估值：未来 2-3 年结构改善红利犹存，盈利能力改善，预计公司 2019/20/21 年实现收入 43.06/45.81/48.36 亿元，归母净利润分别为 5.06/5.53/6.18 亿元，分别同比增长 38.0%/9.4%/11.7%。给予商业地产 46.8 亿元估值，如扣除此部分公司当前市值对应 2020 年 EV/EBITDA 为 12.4 倍，低于同行业整体估值水平，给予“增持”评级。

风险提示：天气、政策法规不确定性。行业竞争激烈。原材料成本波动。估计和假设条件不准确。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,764	4,039	4,306	4,581	4,836
增长率 yoy (%)	6.2	7.3	6.6	6.4	5.6
归母净利润(百万元)	185	366	506	553	618
增长率 yoy (%)	62.8	97.7	38.0	9.4	11.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.08	0.17	0.23	0.25	0.28
净资产收益率(%)	2.5	4.6	6.1	6.5	7.0
P/E(倍)	84.9	42.9	31.1	28.4	25.5
P/B(倍)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	
最新收盘价	7.11
总市值(百万元)	15,736.77
总股本(百万股)	2,213.33
其中自由流通股(%)	61.46
30 日日均成交量(百万股)	7.80

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 沈阳

邮箱：shenyang@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,900	7,914	5,974	7,439	7,572
现金	377	3,198	2,700	3,756	3,526
应收账款	80	14	15	16	17
其他应收款	4	6	6	6	7
预付账款	12	25	32	44	44
存货	573	501	452	448	410
其他流动资产	5,853	4,171	2,769	3,170	3,568
非流动资产	4,405	4,279	6,051	6,079	6,104
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	3,426	3,257	3,319	3,381	3,445
无形资产	545	524	2,279	2,234	2,189
其他非流动资产	433	499	453	463	469
资产总计	11,304	12,193	12,025	13,518	13,676
流动负债	2,114	2,748	2,278	2,602	2,552
短期借款	272	960	500	500	500
应付账款	482	449	467	523	507
其他流动负债	1,359	1,339	1,311	1,579	1,545
非流动负债	1,199	1,179	1,179	2,079	1,979
长期借款	0	0	0	900	800
其他非流动负债	1,199	1,179	1,179	1,179	1,179
负债合计	3,312	3,927	3,457	4,681	4,531
少数股东权益	45	46	64	83	104
股本	1,107	2,213	2,213	2,213	2,213
资本公积	5,526	4,436	4,436	4,436	4,436
留存收益	1,314	1,570	1,779	2,009	2,264
归属母公司股东收益	7,947	8,220	8,504	8,754	9,040
负债和股东权益	11,304	12,193	12,025	13,518	13,676

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	495	430	1,942	386	265
净利润	198	379	523	573	640
折旧摊销	271	266	268	288	308
财务费用	-176	-245	-228	-190	-184
投资损失	0	0	-85	-85	-85
营运资金变动	62	68	1,432	-185	-412
其他经营现金流	139	-39	32	-14	-1
投资活动净现金流	-4,738	1,842	-1,987	-216	-247
资本支出	227	192	1,804	14	24
长期投资	-4,624	1,653	0	0	0
其他投资现金流	-9,134	3,686	-183	-203	-223
筹资活动净现金流	4,488	549	-453	887	-248
短期借款	272	688	-460	0	0
长期借款	0	0	0	900	-100
普通股增加	427	1,107	0	0	0
资本公积增加	3,870	-1,089	0	0	0
其他筹资现金流	-81	-156	7	-13	-148
现金净增加额	245	2,820	-498	1,056	-230

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,764	4,039	4,306	4,581	4,836
营业成本	2,290	2,401	2,382	2,474	2,573
营业税金及附加	378	390	400	417	430
营业费用	655	704	745	788	822
管理费用	435	460	452	481	493
财务费用	-176	-245	-228	-190	-184
资产减值损失	14	19	13	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	85	85	85
营业利润	246	462	628	687	777
营业外收入	11	5	5	5	5
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	257	465	631	690	780
所得税	59	86	107	117	140
净利润	198	379	523	573	640
少数股东收益	13	13	18	19	22
归属母公司净利润	185	366	506	553	618
EBITDA	297	491	723	810	928
EPS (元/股)	0.08	0.17	0.23	0.25	0.28

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	6.2	7.3	6.6	6.4	5.6
营业利润 (%)	767.6	87.8	35.9	9.5	13.1
归属母公司净利润 (%)	62.8	97.7	38.0	9.4	11.7
盈利能力					
毛利率 (%)	39.2	40.6	44.7	46.0	46.8
净利率 (%)	4.9	9.1	11.7	12.1	12.8
ROE (%)	2.5	4.6	6.1	6.5	7.0
ROIC (%)	0.2	1.8	3.7	3.8	4.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.3	32.2	28.7	34.6	33.1
净负债比率 (%)	-1.3	-27.1	-25.7	-25.5	-23.3
流动比率	3.3	2.9	2.6	2.9	3.0
速动比率	3.0	2.7	2.4	2.7	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.34	0.36	0.36	0.36
应收账款周转率	31.1	86.5	300.0	300.0	300.0
应付账款周转率	4.0	5.2	5.2	5.0	5.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.17	0.23	0.25	0.28
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.95	0.97	0.88	0.17	0.12
每股净资产 (最新摊薄)	3.59	3.71	3.84	3.96	4.08
估值指标 (倍)					
P/E	84.9	42.9	31.1	28.4	25.5
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	56.8	30.0	14.0	12.4	11.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

公司概况：华南本土优势品牌，百威英博参股.....	5
深耕珠三角，围绕啤酒双主业运营.....	5
股权结构：中外合资&员工持股.....	6
天时地利：高端化加速确立，广东处于前沿.....	6
高端化趋势加速确立.....	6
广东高端化领先，竞争激烈.....	8
啤酒业务：中高档、罐装占比提升，运营效率改善.....	10
珠三角基地市场.....	10
产品结构：纯生和罐装占比提升.....	11
运营效率改善，营销改革突破.....	13
财务：净利润加速提升，资产周转加快后 ROE 有望改善.....	15
其他业务：餐饮租赁+商业地产.....	17
盈利预测与估值.....	19
关键假设&盈利预测.....	19
估值分析.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 珠江啤酒历年销量及增速(百万吨).....	5
图表 2: 公司啤酒销量按区域拆分(约数, 2018 年).....	5
图表 3: 公司历年营收及增速(百万元).....	5
图表 4: 公司营收构成(2018 年).....	5
图表 5: 公司股权结构及下属子公司.....	6
图表 6: 不同档次啤酒销量及增速(亿升).....	7
图表 7: 预计未来中档及以上啤酒销量占比提升.....	7
图表 8: 国内主要啤酒企业吨酒价增长(元/吨).....	7
图表 9: 主要啤酒企业吨酒价及复合增速比较.....	7
图表 10: 我国啤酒市场竞争格局(2018 年).....	8
图表 11: 广东啤酒市场销量全国前列(2018 年).....	8
图表 12: 主要省份全体居民食品烟酒人均消费支出(元).....	9
图表 13: 广东常住人口、城镇化率提升.....	9
图表 14: 广东啤酒市场竞争格局(2018, 约数).....	10
图表 15: 广东省内细分.....	10
图表 16: 公司产能梳理.....	11
图表 17: 公司产品结构图.....	12
图表 18: 纯生销量及占比增长(万吨).....	12
图表 19: 按档次划分产品结构.....	12
图表 20: 易拉罐销量及占比增长(万吨).....	13
图表 21: 易拉罐品类产品构成(2018, 约数).....	13
图表 22: 公司吨酒价持续提升.....	13
图表 23: 公司应收账款周转加快(百万元).....	14
图表 24: 公司存货周转加快.....	14
图表 25: 公司当前渠道结构占比(约数).....	14
图表 26: 公司加大对餐饮渠道开发.....	14

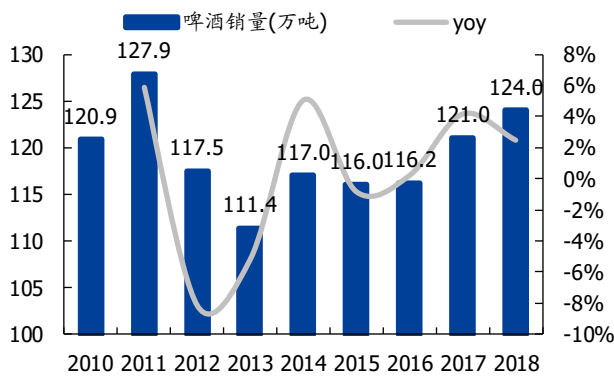
图表 27: 公司 2016 年非公开发行股票预案.....	15
图表 28: 公司历年毛利率及费用率水平(%).....	15
图表 29: 公司历年归母净利润及增速(百万元).....	15
图表 30: 公司历年政府补助及占收入比重(%).....	16
图表 31: 公司历年利息收入及占营收比重(百万元).....	16
图表 32: 公司研发费用投入.....	16
图表 33: 公司 ROE 拆分.....	17
图表 34: 公司琶醍文化产业.....	18
图表 35: 公司租赁餐饮收入.....	18
图表 36: 公司其他业务构成及未来计划.....	18
图表 37: 公司营收拆分及预测.....	19
图表 38: 珠江啤酒成本构成(2018 年, 约数).....	20
图表 39: 重庆啤酒历年吨酒成本走势(元/吨).....	20
图表 40: 公司销售费用分拆及走势(占营收比,%).....	20
图表 41: 公司管理费用分拆及走势(占营收比,%).....	20
图表 42: 公司主要财务指标.....	21
图表 43: 可比公司估值比较(截至 2019 年 11 月 29 日).....	22

公司概况：华南本土优势品牌，百威英博参股

深耕珠三角，围绕啤酒双主业运营

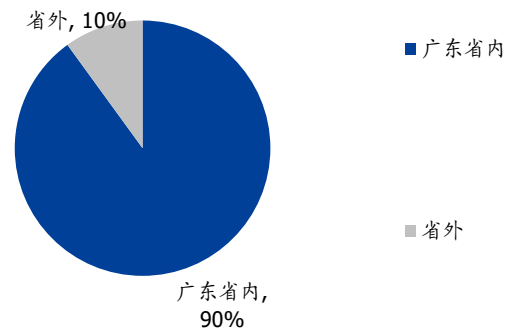
公司销量规模稳步增长，广东省内占比超过90%。公司2018年全年啤酒销量124万千升，在广东地区市占率第一。回顾公司历年啤酒销量变化，2012-13年百威、青啤在广东市场发力，省内市场竞争激烈，同时公司调整销售政策以淘汰低利润产品，销量出现短暂下滑。2014年公司“聚焦市场、聚焦产品”，加大力度推动中高档、罐装啤酒增长。在“双聚焦”、“双转型”战略引领下，公司啤酒销量恢复增长。珠啤深耕广东，2018年广东地区销量占比在90%以上，华南地区营收占比达到95%，其他销售区域还包括河北、广西、湖南。

图表1：珠江啤酒历年销量及增速(百万吨)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

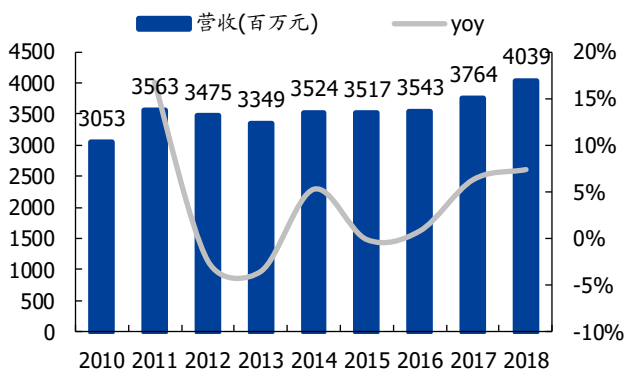
图表2：公司啤酒销量按区域拆分(约数，2018年)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

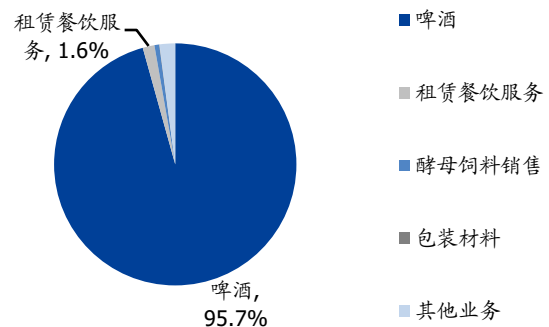
营收增长加速，啤酒酿造销售+啤酒文化产业双主业协同发展。公司前身是1983年成立的广州市珠江啤酒厂，以啤酒生产和销售为主业，2018年啤酒业务收入占比95.7%，以啤酒配套和相关产业为辅助。公司自2016年以来营收增长加速，2017/18年营收分别为37.6/40.4亿元，分别同比增长6.2%/7.3%。一方面公司啤酒业务通过推进产品结构升级、罐装化率提升，实现了量价增长；此外公司啤酒文化产业运营逐步走上正轨，2018年琶醍公司实现营收7433万、利润3305万，分别同比增长17.6%/6.6%。

图表3：公司历年营收及增速(百万元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表4：公司营收构成(2018年)



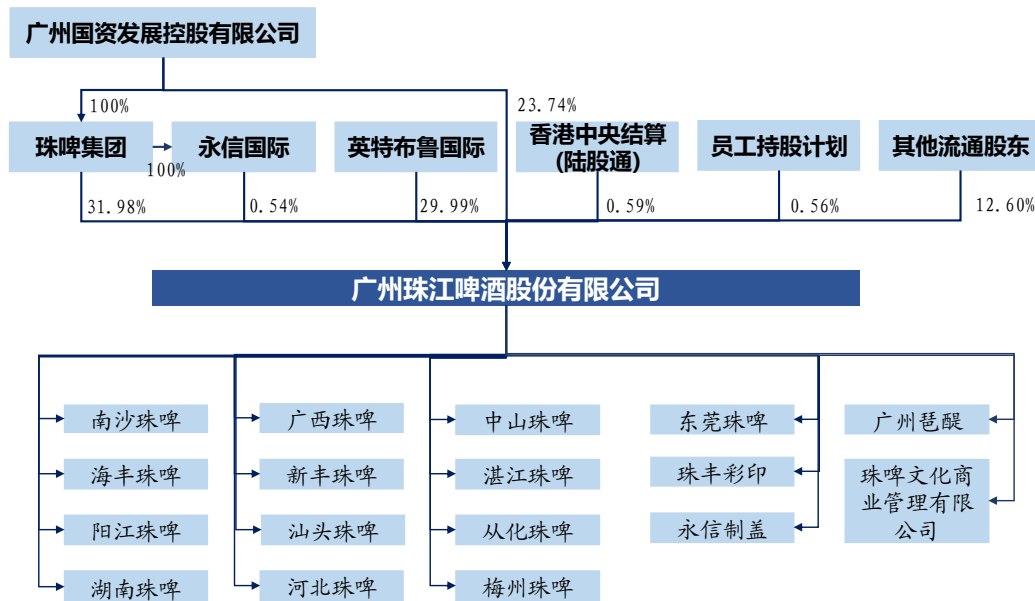
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

股权结构：中外合资&员工持股

广州国资委控股，百威英博参股。珠啤集团是广州市国资委直属的国有独资公司，珠啤集团目前直接持有公司 31.98%的股权，是公司控股股东。公司实际控制人广州国资委合计持有珠啤 56.26%股份。公司于 2002 年成立之时，英特布鲁国际持股 24%，经过两次增资扩股以及上市后增发，英特布鲁国际持股比例提升至 29.99%。

员工持股健全公司长期有效的激励约束机制。公司 2016 年设立两个员工持股计划“广州证券鲲鹏珠江啤酒 1 号”、“广州证券鲲鹏珠江啤酒 2 号”认购非公开发行，分别由公司高级管理人员、员工以 10.11 元/股价格认购，分别占总股本的 0.13%、0.43%。非公开发行股票上市后禁售期 3 年，员工持股计划将于 2020 年 3 月 9 日解禁，员工持股成本价为 4.875 元/股。

图表 5：公司股权结构及下属子公司



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

天时地利：高端化加速确立，广东处于前沿

高端化趋势加速确立

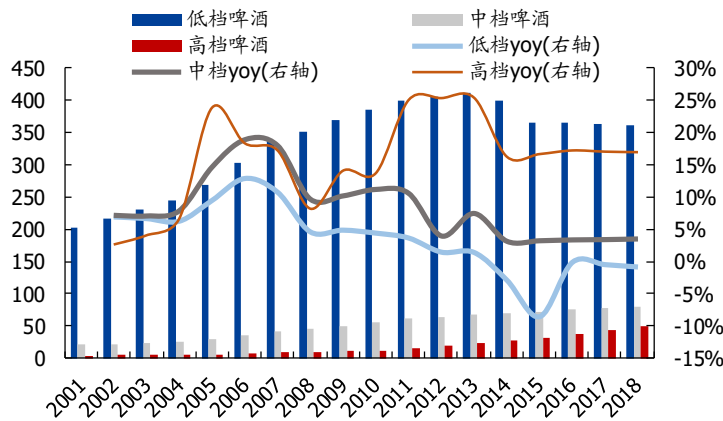
啤酒行业进入存量时期，高端化趋势显现。2014 年我国啤酒消费量达到峰值后开始下滑，进入存量时代。根据欧睿数据，2018 年我国啤酒消费量 4549.86 万吨，同比下滑-0.1%；根据国家统计局数据，2018 年我国规模以上企业啤酒产量 3812.2 万吨，同比增长 0.5%，预计未来 5 年我国啤酒消费总量仍保持平稳下滑的趋势。

量增红利不再，啤酒行业进入结构调整期，高档啤酒仍保持双位数增长。生活水平提升促使消费者追求啤酒品质、品牌，啤酒行业消费升级。根据欧睿数据，2014 年以来低档啤酒消费量逐年下滑，自 2014 年 400.2 亿升下滑至 2018 年 360.7 亿升，消费量占比自 80.4% 下滑至 73.4%。与此同时中档啤酒保持每年 3-4% 的销量增长，高档啤酒销量增长 CAGR 为 17% 左右。（欧睿定义低档啤酒零售销售价格在 7 元/升以下，中档啤酒 7-14 元/升之间，高档啤酒在 14 元/升以上）

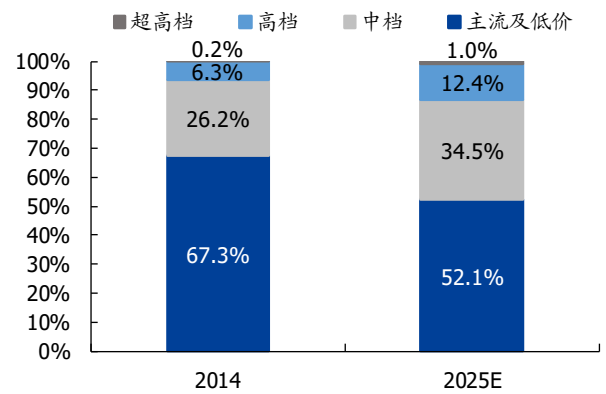
未来主流和低价啤酒消费量向中档啤酒转换，高档及以上啤酒消费量占比提升。根据 BCG 咨询，2025 年中档啤酒销量占比预计达到 34.5%，持续对主流及低价啤酒进行替代，高档及超高档啤酒销量占比预计 2025 年分别提升至 12.4%/1.0%。（按每 500ml 计，百

威英博定义 Core&Value 约为 5 元及以下，Core+ 约为 5-8 元，Premium 约为 8-12 元，Super premium 约为 12 元及以上。)

图表 6: 不同档次啤酒销量及增速(亿升)



图表 7: 预计未来中档及以上啤酒销量占比提升



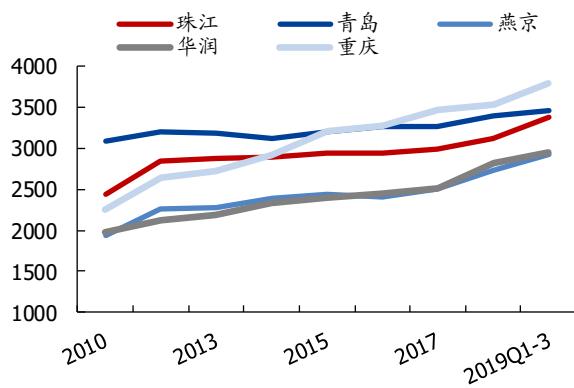
资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

资料来源: BCG, 百威英博公告, 国盛证券研究所

吨酒价持续提升, 国内啤酒品牌高端化仍有较大空间。伴随产品结构升级, 国内主要啤酒企业吨酒价保持平稳增长, 公司 2018 年吨酒价为 3118 元/吨, 处于中间位置。2010-18 年公司吨酒价增长 CAGR 为 3%, 与国内主流啤酒企业接近。重庆啤酒 2013 年加入嘉士伯集团后提升幅度加快, 百威亚太吨酒价提升 CAGR 在 11% 左右。

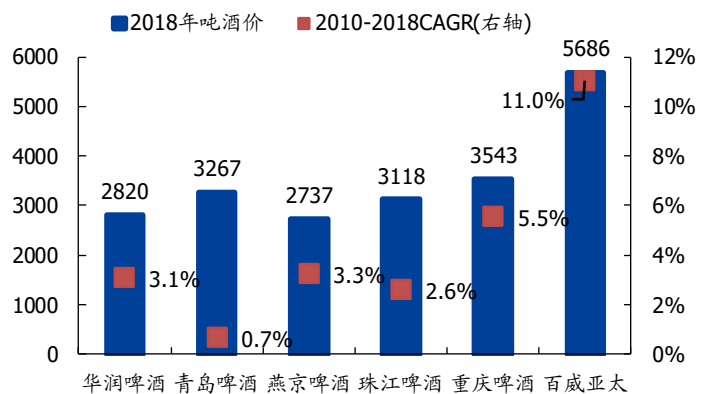
横向比较国内品牌吨酒价提升空间大。当下国内啤酒品牌的吨酒价在 2500-3500 元/吨, 以华润啤酒代表国内啤酒的主流价格带, 而百威中国 2018 年吨酒价为 4457 元/吨, 百威全球吨酒价为 6617 元/吨。

图表 8: 国内主要啤酒企业吨酒价增长 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

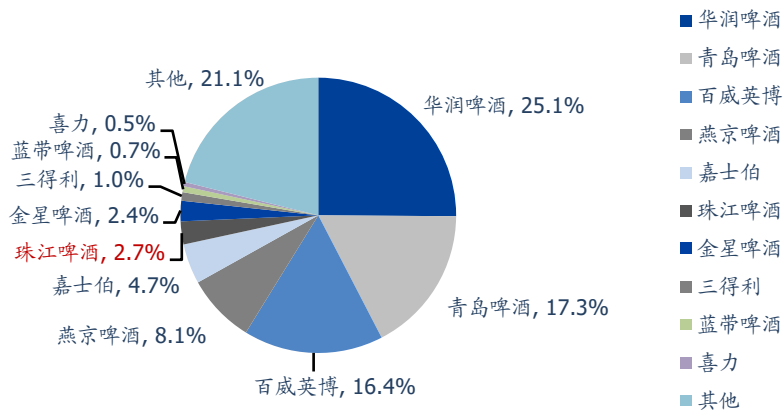
图表 9: 主要啤酒企业吨酒价及复合增速比较(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

竞争格局相对稳定, 2018 年以来龙头企业对利润诉求达成一致。啤酒行业集中度较高, 根据欧睿数据, 2018 年 CR 10 市占率为 78.9%, CR 5 市占率 71.6%, 当前竞争主要集中于全国化龙头品牌。行业存量竞争、低端市场持续萎缩、成本压力上涨的境况下, 2018 年以来龙头企业转变经营战略, 由抢占市场份额转变为提升利润。一方面 2018 年初行业迎来集体性提价, 另一方面加快进行产品升级提高价格带。强势市场提价、产品结构升级, 费用投放逐步收缩, 啤酒行业进入利润释放期。

图表 10: 我国啤酒市场竞争格局(2018 年)

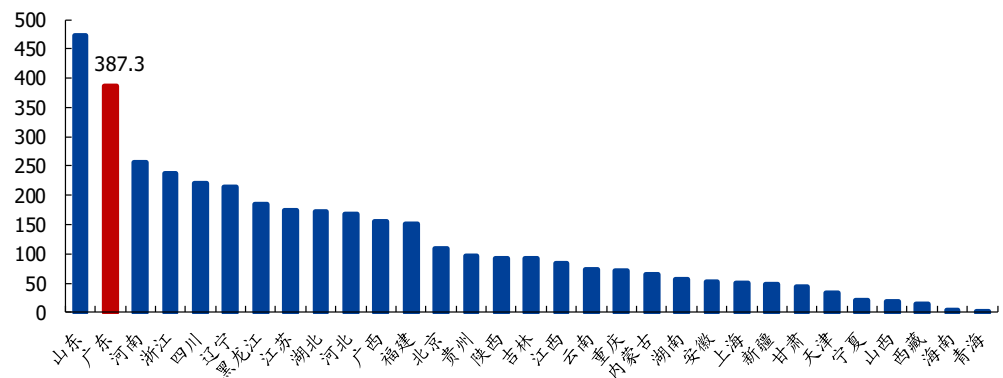


资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

广东高端化领先, 竞争激烈

广东省是华南地区的核心市场, 也是我国仅次于山东的第二大啤酒市场。2018 年广东省啤酒产量为 387.3 万吨, 位居全国产量第二, 在全国啤酒总产量中占比为 10.2%。2018 年广东省人均啤酒消费量目前为 36 升, 高于全国人均啤酒消费量的 27 升。广东省除粤北地区外, 无明显的秋冬季节, 处于热带地区, 因而啤酒消费周期长, 无明显的淡旺季之分。

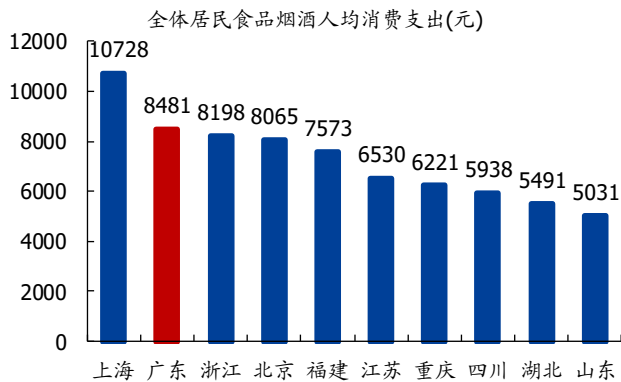
图表 11: 广东啤酒市场销量全国前列(单位:万吨, 2018 年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

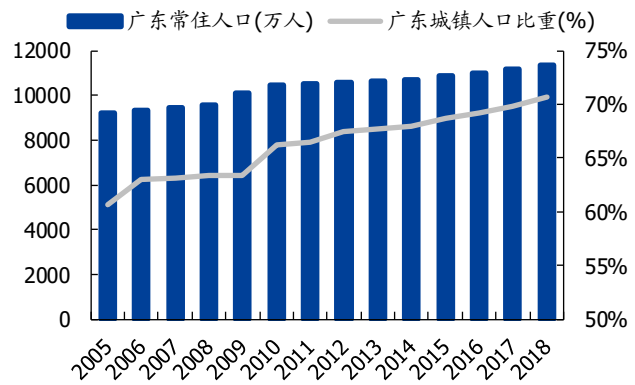
广东地区经济发展程度较高, 啤酒市场高端化领先。广东消费水平靠前, 2018 年全体居民食品烟酒类人均消费支出达到 8481 元, 仅次于上海位列第二。此外广东是人口净流入省份, 常住人口持续增长, 并且 2018 年广东常住人口城镇化率达到 70.7%, 比全国平均水平高 11.12 个百分点, 是全国除上海、北京、天津三个直辖市外人口城镇化率最高的省份。2018 年广东啤酒销售总额 156 亿元, 终端销售吨酒价约为 4144.75 元/吨; 根据山东省商务厅公布的酒类销售数据, 山东省啤酒销售平均吨价 3376 元/吨, 低于广东啤酒市场消费水平。

图表 12: 主要省份全体居民食品烟酒人均消费支出(元)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 13: 广东常住人口、城镇化率提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

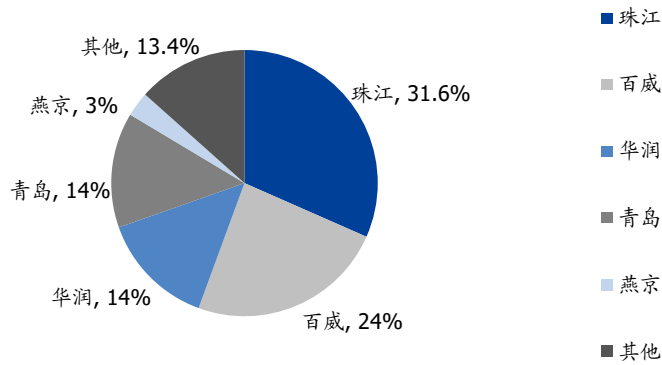
昔日华南王受到全国化、国际品牌挤压。广东啤酒市场容量大、高端化基础强,是国内、国际品牌必争之地,竞争一直较为激烈。曾经广东有四大本地啤酒品牌,珠江啤酒 1998 年广东市场市占率约为 48%, 占半壁江山, 被成为华南啤酒之王; 起源于韶关啤酒厂的生力啤酒于 2011 年被青岛啤酒收购; 蓝带啤酒 1998 年广东市场份额接近 18%, 于 2006 年被河北蓝贝酒业收购; 金威啤酒 1998 年广东市场份额 12%, 于 2013 年被华润雪花啤酒收购。

2000-2010 年间青岛啤酒发力广东,伴随严旭自珠啤转投青啤在广东地区推出“青岛 2000”, 以比青岛主品牌低的价格打开广东市场, 抢夺市场份额。从 1999 年到 2003 年华南地区青啤销量自 2 万吨提升至 60 万吨, 取得了显著成效。据广东啤酒协会的统计, 2008 年珠江啤酒销量 119 万吨, 占全省总量 37.1%, 而青岛啤酒销量 70 万吨, 约占 22%, 两者的差距近明显缩小。

2010 年后百威、华润发力, 市场洗牌, 百威称雄高端市场。百威在佛山工厂于 2008 年底投产, 用百威品牌于广东市场发力餐饮、夜场渠道, 同时引入哈尔滨啤酒定位大众价格带。2011-15 年高端进口啤酒品牌受到消费者欢迎, 进口啤酒量增长 CAGR 达到 70%, 百威乘高端化、品牌化之风而起全渠道发力, 挤压国产品牌市场份额。华润啤酒 2004 年在东莞建厂, 2013-14 年华润收购金威啤酒, 金威啤酒 2012 年广东市场销量 51.3 万吨, 市占率 15% 左右, 收购后华润啤酒市场份额 20% 左右, 提升至第三位。

广东啤酒市场仍呈现割据形势, 珠啤市占率保持领先。经过十多年的激烈竞争, 广东啤酒市场当前仍处于割据形势, 本土品牌珠江啤酒仍保持市占率第一, 2018 年珠啤市占率 31.6%。百威英博位列第二, 市占率 24% 左右, 华润啤酒、青岛啤酒市占率约 14%, 青岛啤酒 2018 年销量已经企稳。

图表 14: 广东啤酒市场竞争格局(2018, 约数)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

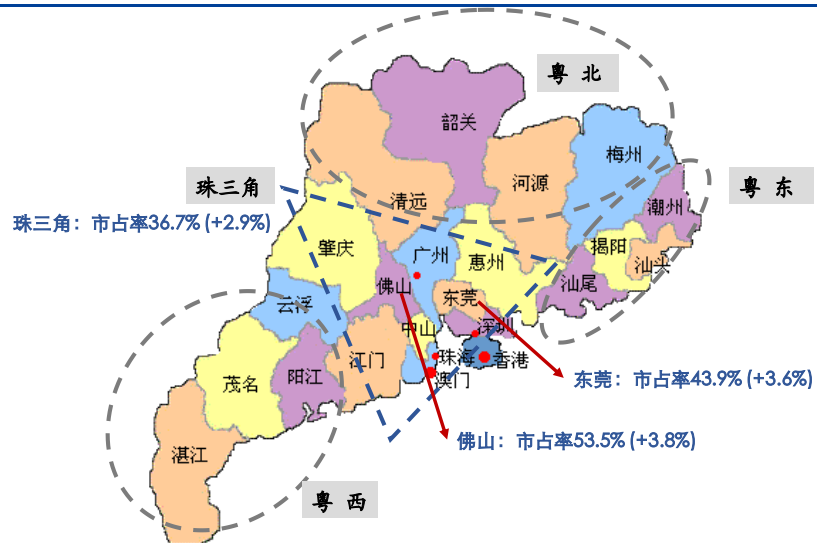
啤酒业务: 中高档、罐装占比提升, 运营效率改善

珠三角基地市场

广东省内可以细分为四个市场: 1) 珠三角市场, 占据大部分消费市场, 其中以广州、深圳为龙头; 2) 粤东市场, 以汕头、潮州、梅州为主; 3) 粤北市场, 韶关和清远为主, 当地人居多且经济发展水平相对较低; 4) 粤西市场, 以湛江、茂名为主, 渔业、海运运输业发达。

公司在广东省内占据珠三角核心市场, 优势市场稳中有升。珠三角九市既是广东经济社会发展的主要核心区域, 也是常住人口数量增幅最大、增长速度最快的区域。2018年珠三角核心区人口数量比上年增加 150.45 万人, 其中, 广州、深圳两个超级大城市的人口分别比上年净增 40.60 万人和 49.83 万人。2018年珠三角地区城镇化率达到 85.91%, 比上年增长 0.62 个百分点。公司在珠三角/佛山/东莞市占率分别为 36.7%/53.5%/43.9%, 同比提高 2.9%/3.8%/3.6%。

图表 15: 广东省内细分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司主要产能布局在广东省内，采用“集中酿造、分散包装”的运营模式。根据地理区域、销售半径和消费者特点，公司将啤酒产能集中在珠三角地区南沙工厂、粤西湛江工厂，后续2011年又投建梅州20万吨产能。其他城市分子公司通过专用槽车运送啤酒液进行灌装。省外产能布局在广西、湖南及河北。2013-2014年公司为了迎合啤酒行业罐装化率提升，分别在湛江、梅州、广西工厂新建易拉罐生产线。

图表 16: 公司产能梳理(万吨)

	厂区	类型	酿造产能	灌装产能	备注
1	广州(南沙珠啤)	酿造+灌装	130	85	总部搬迁至南沙工厂
2	湛江	酿造+灌装	20	20+5	2013年新建5万吨易拉罐生产线
3	梅州	酿造+灌装	20	5+5	2014年新建5万吨易拉罐生产线
4	东莞	酿造+灌装	30(二期)	20+10(二期)	2018年计划筹建30万吨酿造+10万吨灌装产能
5	新丰	灌装		5	
6	阳江	灌装		5	
7	汕头	灌装		10	2018年关停
8	海丰	灌装		10	
9	从化	灌装		10	
10	中山	灌装		10	
11	河北	酿造+灌装	20	10	
12	广西	酿造+灌装	20	20+5	2014年新建5万吨易拉罐生产线
13	湖南	酿造+灌装	10	10	2015年建成投产

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产品结构: 纯生和罐装占比提升

构建“3+N”的产品组合，提升中高档产品占比。公司将产品划分为3个档次，高档产品定位8元及以上，主要是纯生系列以及精酿品牌雪堡，其中纯生系列又延伸有定价为12元的精品纯生；中档产品以珠江0度为主，餐饮价格为6元/瓶；大众档为老珠江啤酒、小麦啤酒、菠萝啤等。公司不断增强产品结构层次性、互补性，促进消费提档升级。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。

图表 17: 公司产品结构图

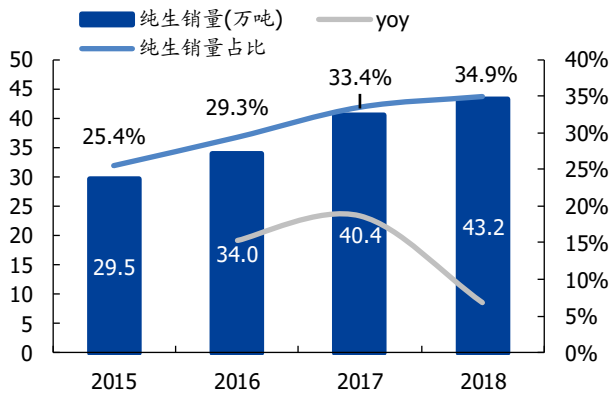
产品档次及价格带	主要代表产品	
高档 (6元以上)	雪堡白啤 (10.7元/500ml)	雪堡精酿黄啤 (10.4元/500ml)
	精品纯生12元(夜场渠道)	
	9度纯生 (6.6元/500ml) 餐饮渠道8元	97纯生 (8元/528ml)
中档 (4-6元)	珠江0度 (5.6元/500ml) 餐饮渠道6元	12度原麦 (4.3元/500ml)
大众档 (2-4元)	金麦穗 (2.5元/500ml)	菠萝味啤酒 (2.8元/500ml)

资料来源: 天猫旗舰店, 公司官网, 国盛证券研究所

聚焦珠江纯生, 致力于产品结构优化升级。珠江啤酒于 1997 年推出中国第一瓶纯生, 公司上市以来也聚焦核心的纯生系列, 致力于公司产品结构的调整及优化。2015-2018 年纯生销量自 29.5 万吨提升至 43.2 万吨, 占整体销量比重也自 25.4%提升至 34.9%。2019 年 6 月, 公司打造全新升级的珠江纯生 1997 致敬经典, 新产品上市邀请萧敬腾的狮子乐队代言, 取得较好的反响。2019 年前三季度公司高档啤酒销量增长 8.29%, 高档啤酒的占比由去年同期的 34.36%提升至 37.18%。

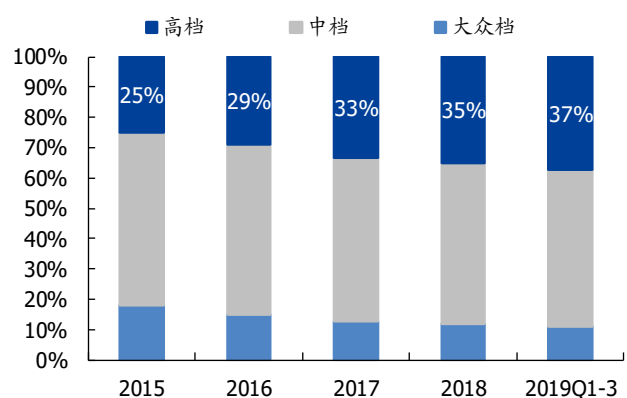
根据公司招股书披露, 2009 年公司销售的纯生啤酒吨酒价 4081 元/吨, 是普通熟啤酒的 2.2 倍, 是公司整体吨酒价的 1.7 倍; 2009 年纯生啤酒毛利率约为 49.1%, 高于整体毛利率水平 41.4%。

图表 18: 纯生销量及占比增长(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 按档次划分产品结构



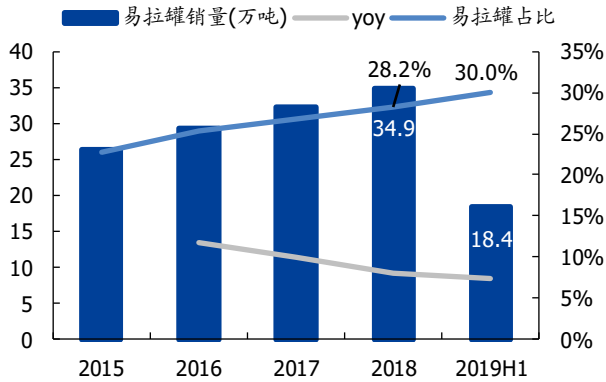
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司推动易拉罐占比提升, 行业内处于领先水平。公司自 2013 年开始加快对易拉罐生产线的投入, 2014 年 9 月湛江新增易拉罐线项目投产, 2015 年广西公司和梅州公司各新增一条易拉罐啤酒生产线。2016 年易拉罐销量同比增长 11.82%, 同时占比持续提升, 截至 2019 年上半年公司易拉罐销量占比已达到 30%。同行业相比公司罐装化率处于领先水平, 青啤罐装化率约为 20%, 重啤 15%左右。

易拉罐占比提升推动公司吨酒价和利润增长。易拉罐装销售吨酒价、利润率更高的原因包括: 1)易拉罐装产品结构偏向高档, 公司 2018 年易拉罐销量中约有 75%为珠江纯生, 25%为珠江 0 度。由于易拉罐装通常在商超及流通渠道销售, 公司在广东本地知名度较

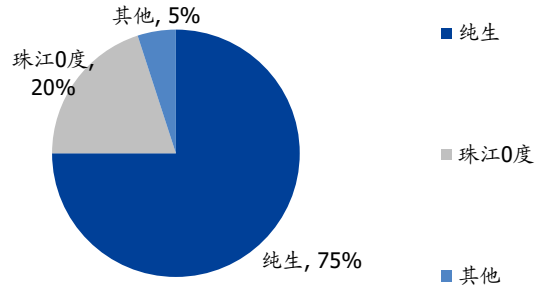
高，具有一定品牌拉力，因而在商超及流通渠道占据优势。2) 易拉罐装啤酒含罐销售，瓶装啤酒由于可以回瓶，是净酒销售。3) 易拉罐成本较玻瓶低，一个易拉罐的成本大约在4-5毛，而一个玻瓶的成本约为7-8毛，且玻瓶回收需要费用。

图表 20: 易拉罐销量及占比增长(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

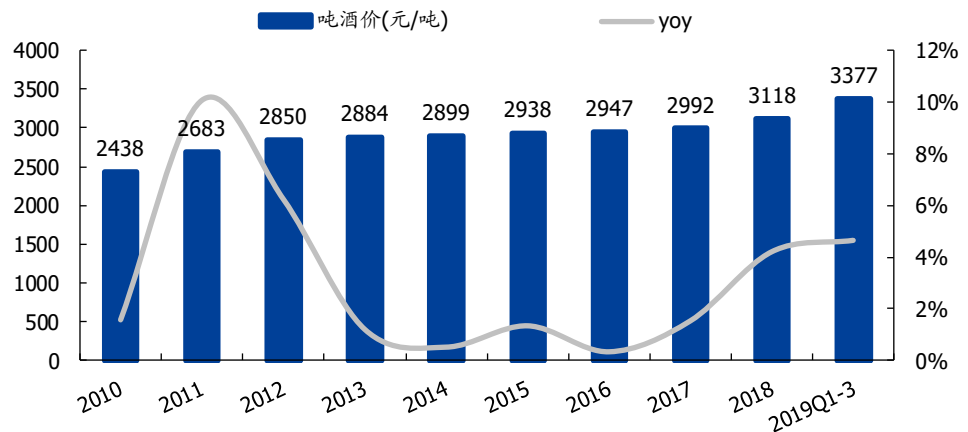
图表 21: 易拉罐品类产品构成(2018, 约数)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

珠江纯生、易拉罐销量占比提升是贡献公司吨酒价增长的主要原因。公司自 2015 年起着重推进纯生啤酒、易拉罐装等中高档产品占比提升，取得有效成果。2016 年之后公司吨酒价增速回暖，2019 年前三季度公司吨酒价为 3377 元/吨，同比增长 4.6%。未来 2-3 年纯生、易拉罐销量预计将保持稳定增长，公司吨酒价仍有提升空间。

图表 22: 公司吨酒价持续提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

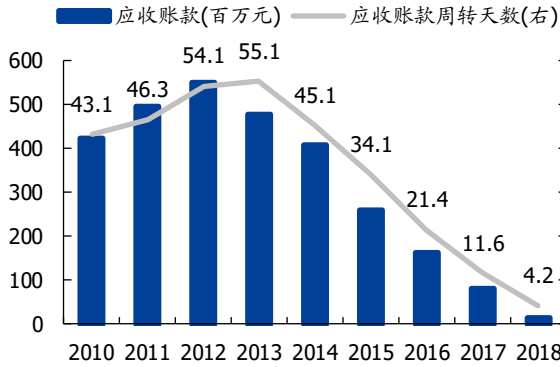
运营效率改善，营销改革突破

公司 2013 年着重推行深度分销，运营效率逐步改善，应收账款周转、存货周转加快。公司 2010-2012 年应收账款逐年提高，高峰达到 5.49 亿元，应收账款周转天数为 54.1 天。公司之前的销售政策允许赊销，目的是加大对终端的铺货，但在激励的竞争环境下终端动销不畅导致现金流回款变慢，应收账款大幅增加。2013 年以后公司积极推进销售模式转型，精耕细作广东市场，根据各地市场实际情况提升终端掌控力。销售政策细化，

逐步转换为现款现货，截至2018年应收账款下降到1377万，应收账款周转天数仅为4.2天。

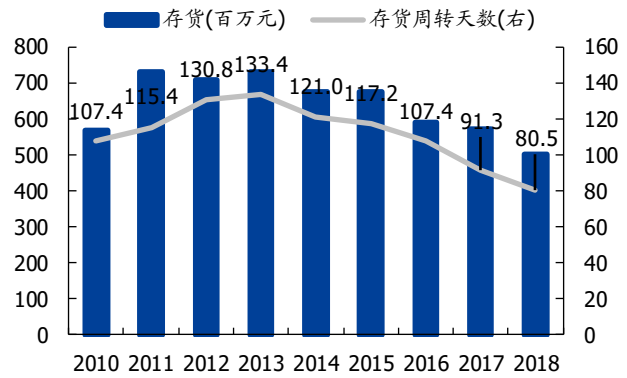
同时公司积极控制存货水平，减少库存商品水平，2016/17/18年分别计提14.7/22.9/35.6百万元存货跌价损失，存货周转也逐年加快，2018年存货周转天数下降至80.5天。

图表 23: 公司应收账款周转加快(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 公司存货周转加快

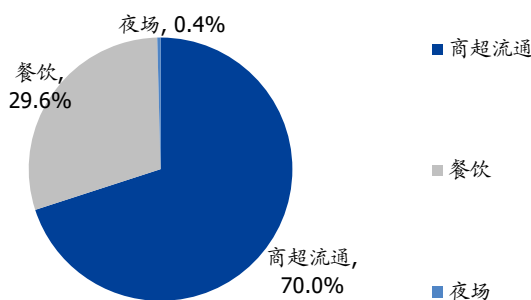


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司在广东省内具备较强的品牌拉力，商超流通渠道占比高，近年逐步发力餐饮。公司当前的渠道结构中，商超流通占比约70%，餐饮+夜场占比30%。公司在广东省内知名度高，品牌拉力强，因而在商超流通渠道销售较好。餐饮渠道竞争激烈，需要厂家和经销商的推力，通常也是品牌进入新市场的首选，百威、青啤在广东餐饮渠道投入费用更多，占据一定优势。

公司近年来加大对餐饮渠道的推力。2017年餐饮渠道通过“厂家主导”模式渠道一定成果，中高档产品销量同比提升10%；同时夜场品牌推广活动推动夜场销量同比增长16%。2018年新开拓餐饮终端9.6万个，高端餐吧、星级酒店等高端渠道315家。2019年与广东省粤菜产业发展促进会合作，发布以珠江啤酒为原料的原创菜式。

图表 25: 公司当前渠道结构占比(约数)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 公司加大对餐饮渠道开发



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

定增发力营销网络、渠道建设项目。2016年公司为保障主营业务健康快速发展，非公开发行股票募集资金43.12亿元投入销售渠道、产能扩大搬迁、精酿啤酒、信息化平台建设等项目。1) 现代化网络建设及升级项目计划投资10.08亿元，包括渠道优化和终端展示体系建设两部分内容。公司计划新购置5980台配送车辆，投放于广东省内粤北、粤西的薄弱市场以及广东省外拟重点开发市场；另外计划新增17.5万台终端冷冻展示柜投

放于重点市场，主要用于中高档产品的陈列展示及冷藏。

此外公司还计划投资 2.52 亿元用于四个精酿啤酒生产线及体验门店建设。雪堡精酿是公司超高档产品，荣获国内外多项大奖。2018 年公司雪堡精酿啤酒体验店进驻白云机场 T2 航站楼。

图表 27: 公司 2016 年非公开发行股票预案

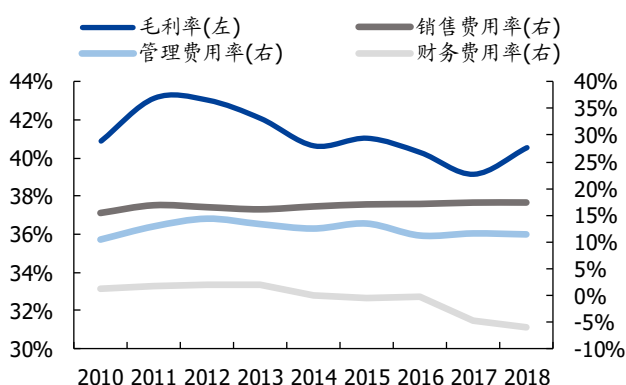
项目名称	投资总额(百万)
1 现代化营销网络建设及升级项目	1007.8
2 O2O 销售渠道建设及推广项目	304.3
3 啤酒产能扩大及搬迁项目	2621.9
4 精酿啤酒生产线及体验门店建设项目	252.0
4.1 其中: 广西珠啤精酿啤酒项目	63.0
4.2 东莞珠啤精酿啤酒项目	63.0
4.3 湛江珠啤精酿啤酒项目	63.0
4.4 湖南珠啤精酿啤酒项目	63.0
5 珠江琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	1814.1
6 信息化平台建设及品牌推广项目	600.5
合计	6600.5

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

财务: 净利润加速提升, 资产周转加快后 ROE 有望改善

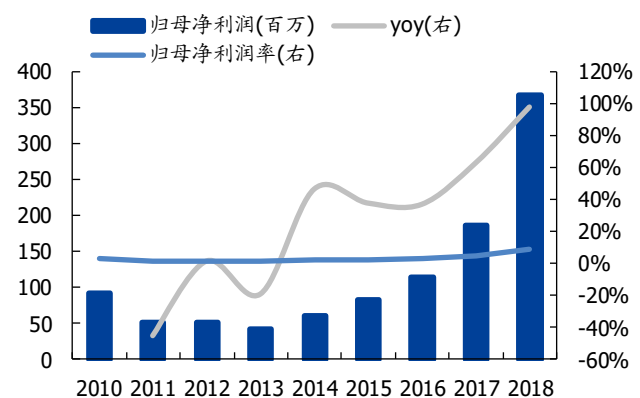
改革成效显著, 净利润加速提升。公司 2012-13 年销售政策调整, 淘汰部分低利润产品导致整体销量高位回落, 2013 年后公司启动总部搬迁计划对产能利用率产生影响, 叠加近年来成本压力持续提升, 公司毛利率呈现下滑趋势。2017-18 年公司产品结构调整成效显著, 高档纯生系列、罐装产品销量占比提升, 毛利率改善。同时管理费用率逐年下滑, 叠加利息收入增多, 公司业绩保持较快增长。2017/18 年公司扣非后归母净利润分别为 3.08/3.54 亿元, 同比增长 67.9%/14.8%。

图表 28: 公司历年毛利率及费用率水平(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 公司历年归母净利润及增速(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

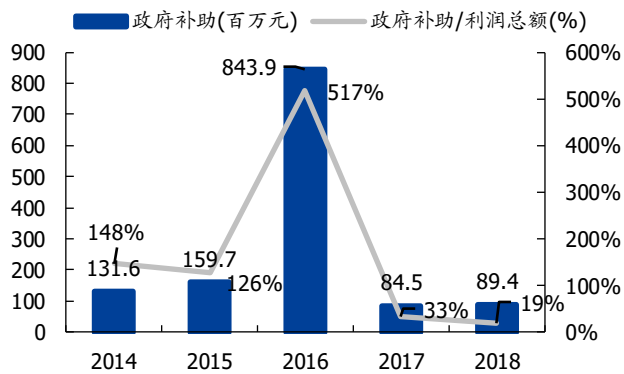
政府补助、利息收入近年对利润总额有较大贡献。由于公司广州总部位于广州新中轴线,

紧靠珠江南岸，按照广州市政府要求处置总部土地并启动搬迁工作。根据公司 2013 年《关于公司广州总部土地处置的公告》，公司自留用地 6.91 万平方米，剩余 17.38 万平方米土地纳入政府储备；此外广州人民政府给予总补偿金额 22.98 亿元，分批交地，分期付款。**对业绩影响方面**，其中 1) 费用性相关补助计入营业外收入，与相关费用抵消后对业绩不存在影响；2) 预计与新建资产相关的资产性支出 11 亿元，将按照资产预计使用期限平均分摊转入营业外收入，对 2014、2015 及 2016-2038 年度税后损益产生影响分别约为 330 万元、890 万元及 3300 万元。

2015 年公司已经基本完成总部向南沙工厂的搬迁，2016 年年底已经累计收到 21.83 亿元补偿款，当年政府补助达到 8.44 亿高峰，搬迁重建工作完成。2017、2018 年政府补助回归至正常水平的 8000-9000 万元。

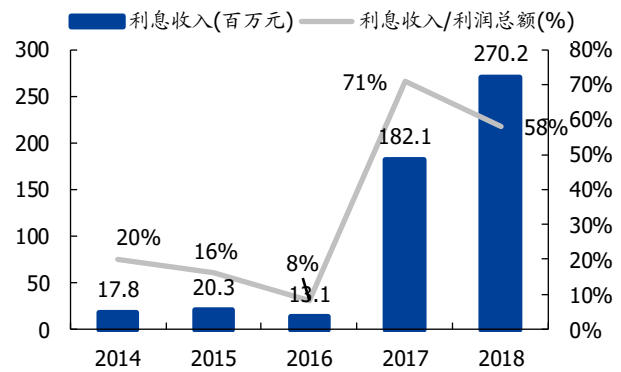
2017 年公司顺利完成非公开发行后，募集款项净额 42.96 亿元到账后产生利息收入。2017/18 年公司利息收入分别为 1.82/2.70 亿元，占利润总额的 71%/58%。截至 2019 年三季度，公司货币资金+其他流动资产合计约有 54.1 亿元。

图表 30: 公司历年政府补助及占收入比重(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

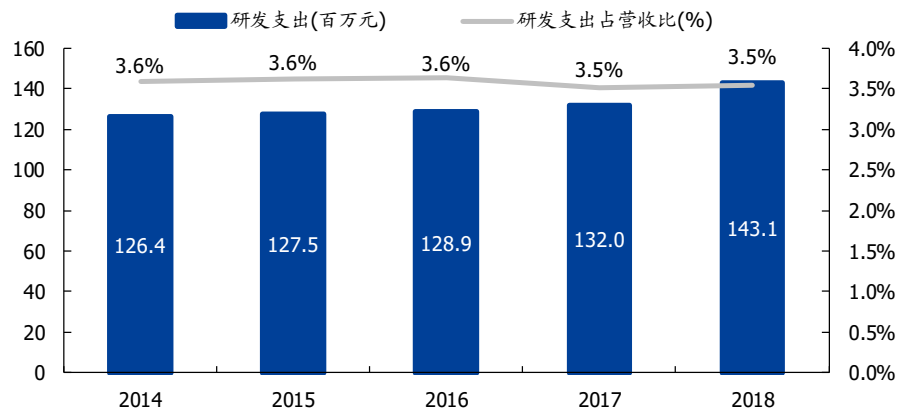
图表 31: 公司历年利息收入及占营收比重(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司研发费用投入稳定，占收入比重保持在 3.5% 左右。公司重视研发投入，以市场为导向，强化科研成果向生产力转化。公司近几年研发人员数量占比保持在 15% 左右。2015 年子公司湛江珠啤被评为高新技术企业，公司科技创新投入 1 亿余元。成功开发雪堡精酿红啤酒、黑啤酒、原浆啤酒和珠江经典 1985 共 4 个新产品。2018 年公司加快开发德式小麦啤酒、冬季姜汁啤酒等 6 款新品。

图表 32: 公司研发费用投入

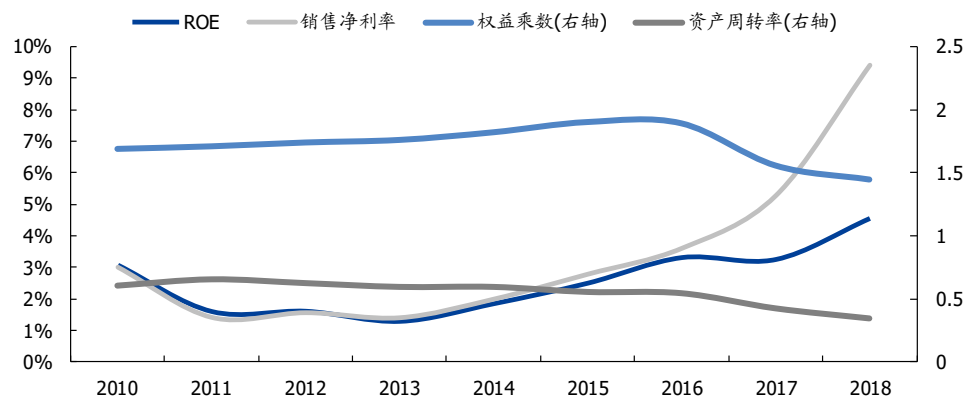


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

ROE 与销售净利率走势趋同，2017-18 年受到资产周转率拖累。2017-18 年公司销售净利率加速提升，但是受到资产周转率、权益乘数下滑的影响 ROE 增速放缓。2017/18 年公司总资产周转率下滑至 0.42/0.34 的主要原因是公司货币资金进账较多，一方面是广州总部搬迁获得的政府补偿款，另一方面来源于 2017 年非公开发行募集资金到账。公司 2017/18 年货币资金和其他流动资产合并达到 61.4/73.0 亿元，占总资产比重为 54%/60%。

横向比较来看，2018 年青岛啤酒、华润啤酒的经调整 ROE 分别为 8.6%/9.9%，净利润率低于珠啤，但资产周转率、权益乘数均在 0.8/2.0 左右，高于公司水平。公司应收账款、存货周转率逐年改善，未来公司募集资金逐步投入项目使用，资产周转率、权益乘数提升，ROE 水平有较大提升空间。

图表 33: 公司 ROE 拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

其他业务：餐饮租赁+商业地产

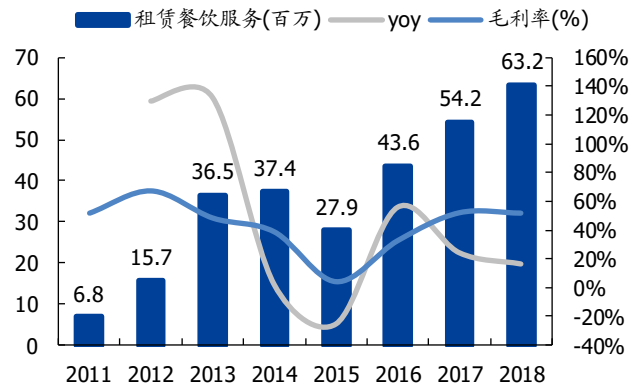
公司 2010 年成立了控股子公司广州琶醍投资管理有限公司，发展与啤酒主业相关的餐饮、旅游、文化艺术等第三产业。公司积极开发以啤酒文化为主题得第三产业，通过举办珠江琶醍啤酒节、世界杯啤酒之夜、国际美食节等活动，进一步扩大琶醍的影响力。同时公司通过经营珠江-英博国际啤酒博物馆，开展系列主题活动，2013 年公司完成总部沿江啤酒文化主题园区 1.4 万平方米的出租工作，2014 年全年参观人数超过四万人次，珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区被认定为国家 AAA 级旅游景区。公司租赁餐饮服务收入保持稳健增长，2018 年实现营收 7433 万元，利润总额 3305 万元，分别同比增长 17.61%、6.57%，归母净利润约为 1500 万元。

图表 34: 公司琶醍文化产业



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 35: 公司租赁餐饮收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司 2019 年 9 月已补交土地出让金 18.1 亿元, 即将启动“珠江-琶醍啤酒文化创意艺术园区改造升级项目”。公司总部地处广州新中轴线, 紧靠珠江南岸, 毗邻广交会展馆, 地理位置优越。广州市委市政府若干会议及批示明确提出“同意珠啤以更新改造方式就地建设企业总部, 保留琶醍啤酒文化创意艺术区和啤酒博物馆, 积极发展文化休闲饮食娱乐等啤酒辅业, 打造广州旅游休闲观光新名片。”

根据公司公告, 宗地面积 6.9 万平方米, 主体建筑物性质为文化设施用地, 兼容商业设施用地、商务设施用地, 建筑总面积不大于 25.99 万平方米, 容积率不高于 3.7。商业地产预计将于 2020 年开始建设, 预计最快 2021 年建成投入使用。公司计划项目建成后小部分约 30% 建筑面积对外出售; 大部分为自用, 新增房地产开发运营业务。根据周围地块的拍卖价格, 预计商业地产出售带来 30 亿左右收入, 10 亿+利润; 商业地产租赁每年约贡献 2 亿元利润。

图表 36: 公司其他业务构成及未来计划

餐饮租赁

- 2018 年新增招商面积 4698 平, 推进文化创意与啤酒产业融合发展, 新增文化创意工作室、特色餐饮等 12 家, 2018 年入驻商家达 56 家。
- 2018 年实现营收 7433 万元, 利润总额 3305 万元, 归母净利润约 1500 万元。

商业地产

- 珠江-琶醍啤酒文化创意艺术园区改造升级, 预计建筑总面积不大于 25.99 万平方米, 容积率不高于 3.7;
- 商业地产出售: 30% 左右 (6-7 万平) 建筑面积用于出售, 预计约 30 亿元收入, 10+ 亿元利润;
- 房地产开发经营: 13 万平方米左右用于出租, 预计 2022 年开始能够实现年利润 2+ 亿元左右。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与估值

关键假设&盈利预测

啤酒业务：中高档啤酒销量占比持续提升，量价齐升，收入端中个位数增长。

公司高档啤酒主要为纯生系列，2015-18年销量增长CAGR约为14%，2019年6月纯生97上市后动销顺利，预计纯生系列销量处于上升周期，预计2019/20/21年高档啤酒销量分别同比增长10%/9%/8%，至47.3/51.6/55.7万吨，销量占比至2021年提升至42.9%。

公司中档啤酒以珠江0度为主，2018年占整体啤酒销量52%，预计未来3年销量逐年下降2%左右，至2021年中档啤酒销量约61.8万吨，销量占比47.6%。大众档啤酒主要销往省外且占比不高，预计未来3年销量持续萎缩，至2021年销量占比低于10%。

吨酒价方面，2019年前三季度吨酒价同比增长5%左右，预计其中1-2%左右来自于增值税下调利好，其余来自于公司吨酒价提升及产品结构改善。2020-21年公司拟对部分产品进行价格微调，同时产品结构持续优化，预计吨酒价保持3-4%左右增幅。

综上预计啤酒业务收入2019/20/21年分别为41.1/43.6/45.9亿元，同比增长6.4%/6.1%/5.3%。

非啤酒业务：预计租赁餐饮服务保持12-15%左右增长，酵母饲料销售、包装材料保持平稳，其他业务保持15%增幅。非啤酒业务占整体营收比重由2018年4.3%提升至2021年5%左右。

综上，预计公司2019/20/21年整体营收分别为43.1/45.8/48.4亿元，同比增长6.6%/6.4%/5.6%。

图表 37: 公司营收拆分及预测

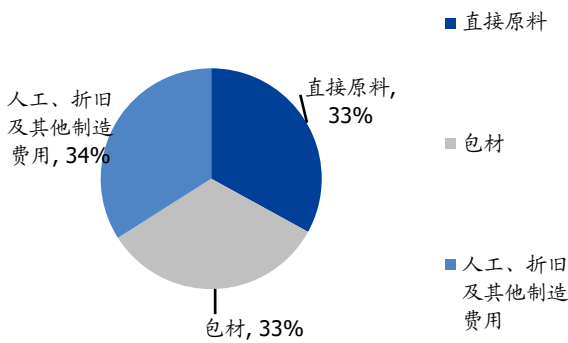
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
高档啤酒销量(万吨)	40.5	43.0	47.3	51.6	55.7
占比(%)	33.5%	35.0%	37.6%	40.4%	42.9%
中档啤酒销量(万吨)	64.9	66.0	64.4	63.1	61.8
占比(%)	53.7%	53.2%	51.2%	49.4%	47.6%
大众档啤酒销量(万吨)	15.6	15.0	14.1	13.1	12.3
占比(%)	12.9%	12.1%	11.2%	10.3%	9.5%
啤酒总销量(万吨)	121.0	124.0	125.8	127.7	129.8
yoy(%)	4.1%	2.5%	1.4%	1.6%	1.6%
吨酒价(元/吨)	2992.2	3117.7	3268.6	3414.7	3536.5
yoy(%)	1.5%	4.2%	4.8%	4.5%	3.6%
啤酒业务收入(百万元)	3620.2	3864.7	4110.3	4361.6	4590.7
租赁餐饮服务(百万元)	54.2	63.2	72.7	81.4	91.2
酵母饲料销售(百万元)	22.6	25.9	25.0	25.0	25.0
包装材料(百万元)	3.8	1.8	2.0	2.0	2.0
其他业务(百万元)	62.7	83.7	96.3	110.7	127.3
收入合计(百万元)	3763.6	4039.3	4306.3	4580.8	4836.2
营收 yoy(%)	6.2%	7.3%	6.6%	6.4%	5.6%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

成本端：公司啤酒业务成本构成中，直接原材料、包材成本各占三分之一，人工、折旧及其他制造费用部分占比约三分之一。从整体吨酒成本来看，由于包材、人工成本提升，以及搬迁工厂带来制造费用提升，公司吨酒成本保持个位数增幅。与行业内其他公司不同，2019年前三季度公司营业成本同比下降2%左右，主要原因是：1）公司在2018年原材料价格低位时进行部分囤货；2）公司生产端对能耗及效率进一步控制；3）研发费用归集口径发生改变，2018年有部分费用归集到营业成本中，2019年开始列入利润表端。

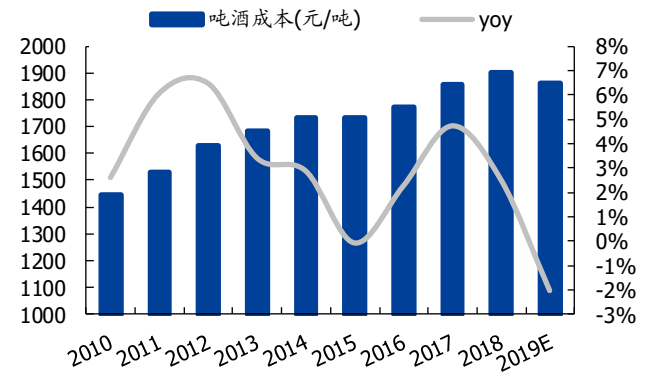
受益大麦价格下行、罐装化率提升，未来2-3年成本压力不大。海关总署数据显示，进口大麦价格自2019年2月逐步下滑，9月份同比下降8.9%，2019/20年度北半球大麦丰产基本能够维持下行趋势。同时未来公司罐装产品销量仍将保持8%左右增幅，销量占比提高使得包材成本下行。

图表 38: 珠江啤酒成本构成(2018年, 约数)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

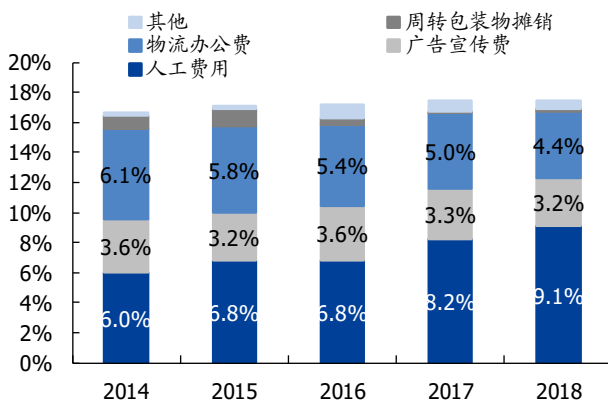
图表 39: 重庆啤酒历年吨酒成本走势(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

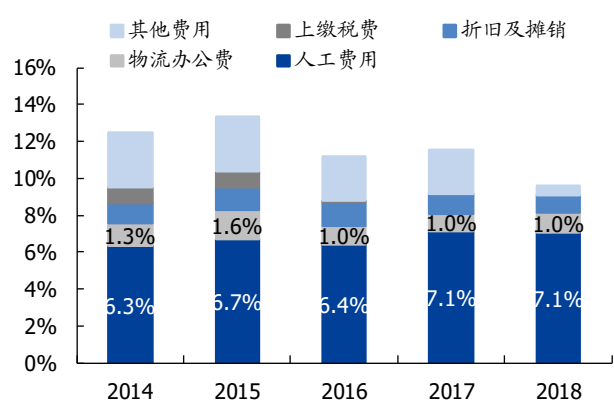
费用端：销售费用率、管理费用率保持平稳。公司销售费用构成中以人工、广告宣传、物流办公费用为主，其中人工支出占比上涨明显，自2014年6%提升至2018年9.1%，这与公司加大对餐饮渠道、薄弱市场开发及投入有关。我们认为在广东啤酒市场竞争环境仍然较为激烈的境况下，未来2-3年费用投放趋势不会转变，预计整体销售费用率保持平稳。管理费用构成中同样以人工支出为主，未来仍将保持平稳态势。

图表 40: 公司销售费用分拆及走势(占营收比, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 公司管理费用分拆及走势(占营收比, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综上，预计公司 2019/20/21 年实现收入 43.06/45.81/48.36 亿元，同比增长 6.6%/6.4%/5.6%。2019 年 9 月公司补交 18 亿土地出让金，预计对 2019-20 年利息收入产生小幅影响，测算对 2020 年财务费用影响约 4000 万。预计 2019/20/21 年归母净利润分别为 5.06/5.53/6.18 亿元，分别同比增长 38.0%/9.4%/11.7%。

图表 42: 公司主要财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,764	4,039	4,306	4,581	4,836
增长率 YoY(%)	6.2	7.3	6.6	6.4	5.6
归母净利润(百万元)	185	366	506	553	618
增长率 YoY(%)	62.8	97.7	38.0	9.4	11.7
EPS(元)	0.08	0.17	0.23	0.25	0.28
净资产收益率(%)	2.5	4.6	6.1	6.5	7.0
P/E(倍)	84.9	42.9	31.1	28.4	25.5
EV/EBITDA(倍)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

估值分析

公司适用于分部估值法，当前啤酒板块适用 EV/EBITDA 估值方法，商业地产由于尚未开工建设，我们保守采用重置成本法

商业地产：琶醍所处地理位置优越，地处广州新中轴线、紧靠珠江南岸，参考临近地块土地相似容积率的项目成交楼面地价约在 1.8 万/平左右，估算公司商业地产项目价值约为 46.78 亿元。

啤酒业务：啤酒行业由于持续的产能扩张、收购兼并，导致折旧摊销水平、资产负债率高，进而导致账面净利润通常低于现金流水平，利息支出较大，无法真实反映企业盈利情况，通常采用 EV/EBITDA 方法估值。

从 EV/EBITDA 角度，成熟啤酒市场 EV/EBITDA 在 11-12 倍，成长型市场估值接近 20 倍。国际啤酒巨头百威英博、喜力、嘉士伯 2020 年估值水平约为 11-12 倍，港股上市百威亚太、华润啤酒 2020 年 EV/EBITDA 约为 19-20 倍，中国啤酒市场相比于西方发达国家成熟市场仍处于成长期，高端化趋势明显，享受估值溢价。横向比较当前市值对应公司 2019/20 年 EV/EBITDA 为 22.5/19.0 倍，与华润啤酒、百威亚太估值水平相近。如果从市值中剔除公司商业地产业务 46.78 亿，对应 2019/20 年调整后 EV/EBITDA 为 14.0/12.4 倍，低于行业平均水平。公司未来 2-3 年纯生、罐装啤酒销量占比提升，结构改善明显，啤酒业务利润率呈现上升趋势，当前调整后估值处于偏低位置。

图表 43: 可比公司估值比较(截至 2019 年 11 月 29 日)

	总市值 (亿美元)	EPS(美元/人民币)				EV/EBITDA				PETTM	PSTTM
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
百威英博	1,281.2	4.26	3.05	4.69	4.59	12.7	12.7	12.3	11.9	18.5	2.4
喜力	597.6	3.74	4.68	4.87	5.25	13.9	13.6	11.9	11.4	28.1	2.5
嘉士伯	166.0	5.20	5.67	6.12	6.71	18.8	11.8	11.5	10.9	21.2	1.8
百威亚太	472.0	--	--	0.07	0.10	29.6	24.8	22.5	19.7	51.8	7.0
华润啤酒	169.9	0.43	0.50	0.70	0.99	30.9	29.5	23.7	19.0	90.3	3.5
青岛啤酒	97.4	0.93	1.05	1.26	1.53	20.6	18.5	16.3	13.5	35.9	2.5
重庆啤酒	33.5	0.68	0.83	1.33	1.20	48.4	37.1	26.2	27.8	38.4	6.6
珠江啤酒	22.4	0.08	0.17	0.23	0.25	56.8	30.0	20.4	18.2	31.2	3.7

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所(华润、重庆、青岛、珠江啤酒 EPS 单位为人民币)

风险提示

天气、政策法规不确定性。啤酒消费通常在夏季为主,如果夏季天气不够炎热或者阴雨较多,会导致当年产品销量下降。同时如果政府监管政策有所趋严,夜场、娱乐渠道的销量可能会受到影响。如果国内政策变化,会对市场稳定性带来影响。

行业竞争激烈。随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销,将进一步加剧国内中高端产品市场的竞争态势,由于公司产品面向中高端产品市场比重较大,可能影响公司短期的销量和收入增长。

原材料成本波动。如果原材料成本、包材成本发生波动,会对公司的盈利能力影响。公司目前原材料大麦主要依赖进口,因此汇率的变动将会影响本公司的原材料采购成本。

估计和假设条件不准确。在进行嘉士伯体外资产估算以及盈利预测时,如果报告中假设条件不准确,可能会造成估计的结果不准确。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com