

食品饮料

2024 年 03 月 29 日

珠江啤酒 (002461)

——南起珠江 深耕华南

报告原因：首次覆盖

中性 (首次评级)

投资要点：

- 南起珠江，深耕华南。**珠江啤酒成立于 1985 年，凭借啤酒品质与地方文化认同，在华南市场具备强竞争力。公司由国资委+啤酒巨头百威英博长期稳定控股，具备国际经验和本土化优势，经历起步-扩张-调整-转型升级四个发展阶段。去年来伴随消费场景恢复，高端策略+产品提价支撑下，珠江啤酒实现收入增长，经营效率逐步改善，盈利受原料成本端挤压。23 年公司实现营业收入 53.78 亿，同增 9%，销量 140.28 万吨，同增 4.8%，归母净利润 6.25 亿，同增 4.22%。
- 区域性啤酒企业高端化：次高端单品全国化为主要驱动力。**我国啤酒行业正处于量减价增的变动期，酒企具备两种价格实现路径，一是直接提价，历史来看提价受成本驱动，未来空间有限；二是结构升级，复盘区域性品牌的结构升级路径，次高端大单品迭代+打造差异化品牌 IP 是结构升级、利润增长的核心动力。
- 人口和经济优势决定广东啤酒市场升级空间广阔。**广东省作为全国人口第一大省，发达的经济条件为啤酒结构升级提供基础，啤酒消费拥有充足的人口和经济支持。基于此，广东成为了中国啤酒的重要市场和厂商必争之地，截至 22 年啤酒产量已位居全国第二，头部酒企均在当地布局产能。
- 纯生为矛，渠道为基。**产品端，珠江啤酒已形成“3+N”的品牌矩阵，以纯生系列为核心产品，推动公司业绩增长。销售端，公司开展“啤酒+”营销战略，各维度提升品牌曝光。渠道端，公司华南地区的经销商人均销售额远超其他酒企，以网点加密计划夯实核心市场的渠道网络基础。
- 投资分析意见：**我们预测 2024~2026 年公司实现营业收入 57.94/61.72/65.33 亿，分别同比增长 7.7%/6.5%/5.85%，实现归母净利润 6.98/7.67/8.4 亿，分别同比增长 12%/10%/10%，最新收盘价对应 2024~2026 年 PE 为 25/23/21x。公司 2024 年估值为行业平均水平，反映当前估值已经合理。中长期看，广东及华南地区经济基础较好，人口众多，决定当地啤酒市场具有较强的结构升级潜力。公司自身股东背景、经营管理稳定，具有高中低结合的产品矩阵，且在华南地区具有稳定的渠道体系，经销商实力不弱，奠定产品结构升级的基础。当前 10 元+价格带的 97 纯生已经具有 20 万吨以上规模，在华南基地市场支撑下，若未来运作得当，有望依托华南市场进一步开启全国化的潜力，那么亦有差异化的看点。我们认为，由于公司股价现价对应 2024 年估值已经合理，但未来亦存在一定差异化的看点，首次覆盖，给予“中性”评级。
- 风险提示：**高端市场竞争加剧，原材料价格大幅度上涨。

市场数据： 2024 年 03 月 28 日

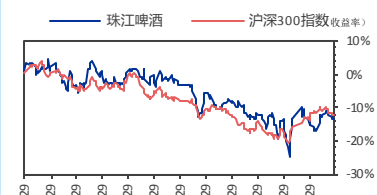
收盘价(元)	7.81
一年内最高/最低(元)	9.65/6.6
市净率	1.7
息率(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	17286
上证指数/深证成指	3010.66/9342.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2023 年 12 月 31 日

每股净资产(元)	4.51
资产负债率%	30.84
总股本/流通 A 股(百万)	2213/2213
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,928	5,378	5,794	6,172	6,533
同比增长率(%)	8.6	9.1	7.7	6.5	5.8
归母净利润(百万元)	598	624	698	767	841
同比增长率(%)	-2.1	4.2	12.0	9.9	9.7
每股收益(元/股)	0.27	0.28	0.32	0.35	0.38
毛利率(%)	42.4	42.8	44.2	44.5	44.8
ROE(%)	6.2	6.3	6.7	7.1	7.4
市盈率	29	28	25	23	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预测 2024~2026 年公司实现营业收入 57.94/61.72/65.33 亿，分别同比增长 7.7%/6.5%/5.85%，实现归母净利润 6.98/7.67/8.4 亿，分别同比增长 12%/10%/10%，最新收盘价对应 2024~2026 年 PE 为 25/23/21x。公司 2024 年估值为行业平均水平，反映当前估值已经合理。中长期看，广东及华南地区经济基础较好，人口众多，决定当地啤酒市场具有较强的结构升级潜力。公司自身股东背景、经营管理稳定，具有高中低结合的产品矩阵，且在华南地区具有稳定的渠道体系，经销商实力不弱，奠定产品结构升级的基础。当前 10 元+价格带的 97 纯生已经具有 20 万吨以上规模，在华南基地市场支撑下，若未来运作得当，有望依托华南市场进一步开启全国化的潜力，那么亦有差异化的看点。我们认为，由于公司股价现价对应 2024 年估值已经合理，但未来亦存在一定差异化的看点，首次覆盖，给予“中性”评级。

关键假设点

我们假设 2024~2026 年伴随公司在华南市场持续进行网点加密、开发下沉网点，并对现有网点的产品结构进行升级，纯生的销量有望达到 83/91/97 万吨，同比增长 10%/8%/7%。吨价方面，预测 2024~2026 年吨价有望达到 3796/3909/4010 元，分别同比增长 3.4%/3%/2.6%。

预测 2024~2026 年啤酒业务实现收入 55/59/62 亿，分别同比增长 7.7%/6.4%/5.7%。总收入 2024~2026 年营业收入为 57.94/61.72/65.33 亿，分别同比增长 7.7%/6.5%/5.85%。

利润端，考虑到 2024 年麦芽价格有所回落，预计有望改善公司成本端表现，而中长期公司高端产品占比持续提升，因此假设 2024~2026 年啤酒业务毛利率分别为 43.7%/44%/44.3%，分别同比提升 0.4/0.3/0.3pct，带动公司整体毛利率达到 44.2%/44.5%/44.8%，分别同比提升 0.4/0.3/0.3pct。

有别于大众的认识

市场对区域性啤酒企业高端化策略认知不足。我国啤酒行业正处于量减价增的变动期，我们认为在酒企价格实现路径中，直接提价未来空间有限，次高端大单品迭代+打造差异化品牌 IP 是结构升级、利润增长的核心动力。

市场对广东啤酒市场升级空间的认知不足。广东省充足的人口基础和发达的经济条件为啤酒结构升级提供基础，成为了中国啤酒的重要市场和厂商必争之地。

市场对公司核心产品和渠道认知不足。公司形成“3+N”品牌矩阵，以纯生为核心驱动业绩增长，通过网点加密计划夯实渠道网络基础，广东地区经销商优势领先。

股价表现的催化剂

- 1、产品提价。
- 2、天气炎热导致啤酒需求超预期。

核心假设风险

- 1、高端市场竞争加剧。
- 2、成本大幅上涨。

目录

1. 珠江啤酒：区域性啤酒公司 深耕华南市场.....	6
1.1 历史沿革：深耕华南市场.....	6
1.2 股权结构：国资委+英博稳定控股，促进国际经验本土化.....	7
1.3 经营情况：疫情修复+高端策略支撑收入恢复，经营效率逐步改善...	8
2. 啤酒进入价增时代，次高端单品为破局关键.....	10
2.1 次高端大单品预计为未来结构升级的主力.....	10
3. 深耕广东高势能市场 具有结构升级潜力.....	14
3.1 广东省啤酒市场广阔 竞争激烈.....	14
3.2 深耕广东 3+N 产品矩阵进行结构升级 渠道体系稳定.....	16
3.3 稳步扩产、优化布局，蓄力未来增长.....	18
4. 盈利预测和评级.....	19
4.1 关键假设和收入预测.....	19
4.2 估值和评级.....	20
4.3 股价表现的催化剂和核心风险假设.....	21

图表目录

图 1：2010~2023 年珠江啤酒营业总收入和销量情况	6
图 2：珠江啤酒历史沿革.....	7
图 3：珠江啤酒股权结构图	7
图 4：2018~2023 年珠江啤酒的收入情况	8
图 5：2018~2023 年珠江啤酒的归母净利润情况	8
图 6：2018~2023 年珠江啤酒的销量情况	8
图 7：2018~2023 年珠江啤酒的吨价情况	8
图 8：2018~2023 年珠江啤酒的毛利率及净利率	9
图 9：2018~2023 年珠江啤酒的期间费用情况	9
图 10：2013 年后啤酒行业产量增长空间有限，吨价提升为未来驱动点	10
图 11：两次提价与成本端上行基本重合（大麦:进口均价:当月值（美元/吨））..	11
图 12：各品牌中高端产品日渐丰富	11
图 13：超高端产品强调文化价值.....	12
图 14：2019~2022 年重庆啤酒销量及吨价增长	12
图 15：2019~2022 年重庆啤酒收入、利润（亿元）	12
图 16：2020~2022 年燕京 U8 销量变化	13
图 17：2020~2022 年燕京啤酒收入、利润（亿元）	13
图 18：乌苏具有网红属性.....	13
图 19：燕京 U8 具有一定的破圈话题度	13
图 20：2010~2022 年广东省常住人口数量（万人）	14
图 21：2011-2022 年广东省 15-64 岁人口占比	14
图 22：2010~2022 年广东省人均 GDP 及增速	14
图 23：2010-2022 年广东省啤酒产量情况	14
图 24：2019~2023 年珠江啤酒各档啤酒收入占比	16
图 25：2019~2022 年纯生啤酒销量情况（万吨）	16
图 26：2020~2023 年经销商人均销售额（万元/人）	18
图 27：2019~2023 年珠江啤酒经销商数量	18

表 1：啤酒企业两次提价热潮	10
表 2：各大啤酒厂商纷纷布局广东市场	15
表 3：珠江啤酒产品矩阵	16
表 4：珠江啤酒“啤酒+”营销策略	17
表 5：珠江啤酒近年产能项目情况	18
表 6：公司产能布局情况	19
表 7：收入、毛利关键假设表	20
表 8：可比公司估值表	21

1. 珠江啤酒：区域性啤酒公司 深耕华南市场

1.1 历史沿革：深耕华南市场

1983年，珠江啤酒厂破土动工，1985年正式成立。自成立以来，珠江啤酒就与比利时、德国等传统啤酒酿造大国开展技术项目合作，具有领先的酿造技术和产能优势，于1997年生产出中国第一瓶纯生啤酒。2010年，珠江啤酒于深交所挂牌上市。凭借自身啤酒卓越的品质以及深厚的地方文化认同，公司在华南市场有着较强的竞争力。

珠江啤酒的发展历程大致可以分为四个阶段：

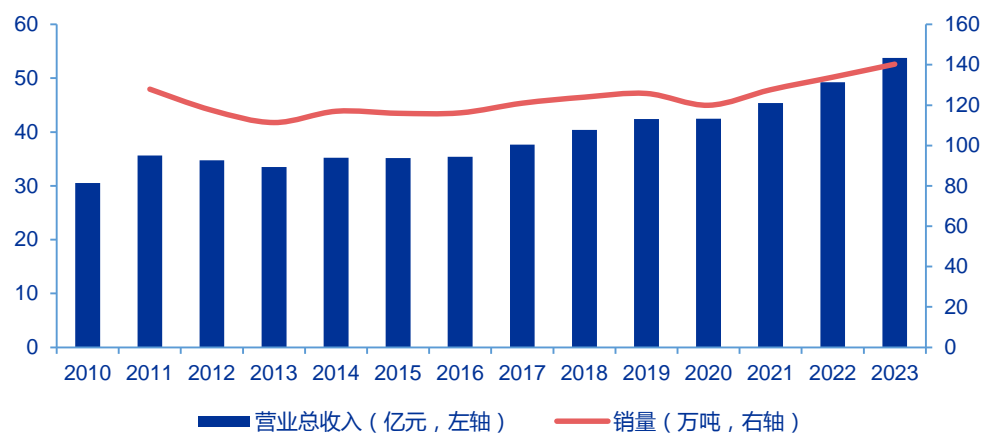
起步阶段（1985~2001）：正式成立，稳扎稳打。公司自1985年正式建厂，一是在广东市场稳步扩张，先后于从化、新丰、海丰、汕头、中山等地区建设分装厂；二是建设和引进生产线，截至1993年累计引进三期项目工程。1997年公司生产第一瓶纯生啤酒。

扩张阶段（2002~2007）：携手国际龙头，产能扩张迅速。2002年，珠江啤酒联合英特布鲁国际成立广州珠江啤酒股份有限公司。根据公司年报，2005年，总部啤酒产能达150万吨，2007年啤酒年收入达阶段性高峰（37.33亿元）。

调整阶段（2008~2014）：竞争中调整，增速跌宕转正。公司自2008年受价格战影响出现业绩下滑。面对竞争加剧，公司提出“双聚焦”战略稳住广东优势市场，2011年达到收入增速峰值，持续布局产能，为产品结构高端化铺平道路。

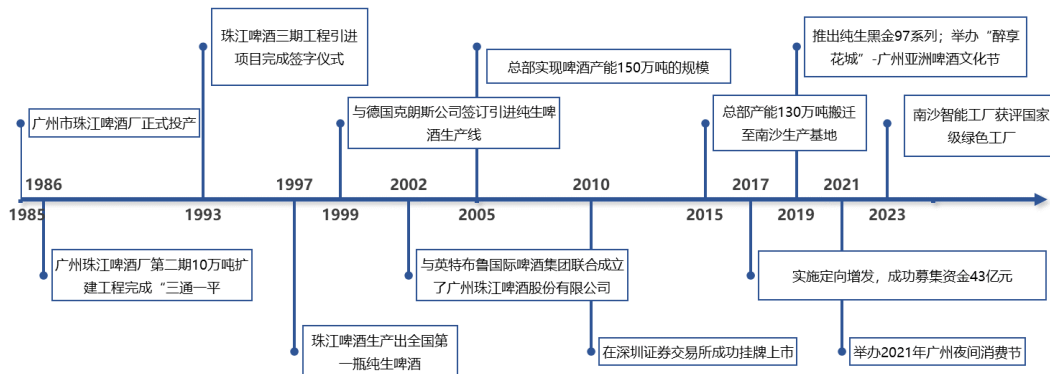
转型升级阶段（2015至今）：“双转型”优化布局。2015年以后，公司大力推进产品和渠道“双转型”，加强中高端啤酒市场布局。在啤酒行情下行阶段，实现营业收入持续走高，完成产能优化与空间布局调整。

图 1：2010~2023 年珠江啤酒营业总收入和销量情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：珠江啤酒历史沿革

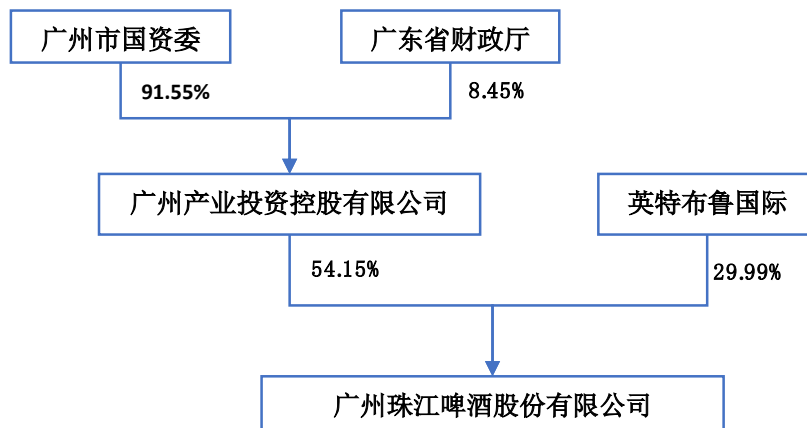


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 股权结构：国资委+英博稳定控股，促进国际经验本土化

公司股权结构稳定，当前广州产业投资控股集团有限公司持有公司 54.15% 的股份，为公司的第一大股东，广州市国资委为公司的实际控制人。国际啤酒巨头百威英博控股的英特布鲁国际、持有公司 29.99% 的股份，为公司第二大股东。国资长期稳定控股，叠加国际品牌先进的管理理念、优秀的酿造技术和成熟的营销体系，有助于珠江啤酒吸收国际经验并本土化形成竞争优势。

图 3：珠江啤酒股权结构图



资料来源：公司年报，申万宏源研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/567010013044006060>