珠江啤酒(002461) 食品饮料 发布时间：2025-11-05

证券研究报告 / 公司深度报告

华南明珠，持续推进高端化

增持

上次评级：增持

报告摘要：

业绩稳健增长，高端化战略成效显著。珠江啤酒近年来持续推进高端化战略，营业收入从 2016 年的 35.43 亿元稳步增长至 2024 年的 57.31 亿元，归母净利润增速自 2020 年起明显加快，2024 年同比增速达 29.81%。公司产品结构持续优化，以纯生系列为代表的中高档产品表现突出，2024 年 97 纯生销量突破 83 万吨，成为区域强势大单品。在行业销量整体承压的背景下，公司销量逆势增长，从 2018 年的 123.96 万吨增长至 2024 年的 143.96 万吨，吨价亦稳步提升至 3828.15 元/吨，展现出较强的销售韧性和结构升级。此外，公司产能利用率达 79.98%，处于行业较高水平，人均销量、人均创收等效率指标领先同业，运营效率与精益化管理能力持续优化。

成本管控与结构升级共驱盈利提升。公司业绩增长与盈利能力改善主要得益于成本端压力缓解及产品结构优化。一方面，原材料价格 2022 年后进入下行通道，大麦、包材等主要成本项价格显著回落，直接推动吨成本从 2023 年高点回落至 2024 年的 2103.36 元/吨，毛利率提升至 46.30%。另一方面，公司通过“3+N”品牌战略聚焦高端产品，高档产品收入占比显著提升，其毛利率高达 48.6%，有效拉动整体利润水平。同时，公司在费用端持续优化，销售费用率与管理费用率稳步下降，财务结构稳健，进一步增强了盈利弹性。

战略清晰，具备持续增长潜力。珠江啤酒通过跨界合作模式，不断打破行业与消费场景的边界，以赛事联动音乐等创新融合方式，实现多圈层渗透与高频曝光，有效吸引多元消费群体，持续提升品牌影响力。公司在高端化转型与区域深耕方面已形成清晰路径，产品结构与渠道效率的同步提升为未来增长奠定了坚实基础。

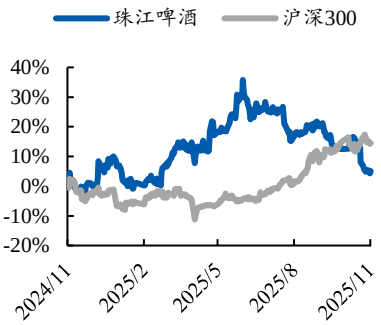
投资建议：预计 2025-2027 年公司营收为 61.4/65.33/69.12 亿元，归母净利润为 9.74/10.97/12.53 亿元。从同业估值来看，行业平均估值在 20 倍左右，公司销量和吨价提升均处于上行通道，享受一定估值溢价。给予公司 2025 年 25 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示：产品结构升级不及预期，原材料价格剧烈波动。

财务摘要（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,378	5,731	6,140	6,533	6,912
(+/-)%	9.13%	6.56%	7.13%	6.40%	5.80%
归属母公司净利润	624	810	974	1,097	1,253
(+/-)%	4.22%	29.95%	20.17%	12.62%	14.28%
每股收益（元）	0.28	0.37	0.44	0.50	0.57
市盈率	28.21	26.73	21.25	18.87	16.51
市净率	1.75	2.08	1.87	1.76	1.64
净资产收益率(%)	6.39%	7.95%	8.78%	9.31%	9.92%
股息收益率(%)	1.58%	1.72%	1.92%	1.92%	1.92%
总股本（百万股）	2,213	2,213	2,213	2,213	2,213

股票数据	2025/11/05
6 个月目标价（元）	11.00
收盘价（元）	9.35
12 个月股价区间（元）	8.72~12.26
总市值（百万元）	20,694.62
总股本（百万股）	2,213
A 股（百万股）	2,213
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	8

历史收益率曲线



相关报告

《珠江啤酒（002461）：量增价升，盈利弹性持续释放》

--20250905

《食品饮料行业 2025 年度策略报告：困境反转，未来可期》

--20241224

《复盘与展望，如何看待当下的啤酒行业？》

--20241115

《历史复盘：熊牛转换行情中食品饮料板块的表现》

--20241115

证券分析师：李强
执业证书编号：S0550515060001
021-61002252 liqiang@nesc.cn

证券分析师：阚磊
执业证书编号：S0550522040001
075533685875 kanlei@nesc.cn

目 录

1. 结构升级提质增效，珠江啤酒业绩驶入快车道 4
1.1. 高端布局加速，业绩表现亮眼 4
1.2. 成本控制与产能效率领先，运营能力持续优化 5
2. 啤酒行业次高端快速扩容，消费业态丰富多元 8
2.1. 成本压力持续缓解，消费升级驱动高端化 8
2.2. 渠道价格分化显著，即饮场景成为高端化核心驱动渠道 10
2.3. 消费场景丰富多元，罐化率有望持续提升 13
3. 高端化战略的完美闭环：珠江啤酒的品牌升级、毛利改善与费用革命 ...16
3.1. “3+N”品牌升级与跨界场景营销：珠江啤酒的高质量增长双引擎 16
3.2. 量、价、利三重奏，高端化战略显著 18
3.3. 原材料价格波动，解码珠江啤酒成本管控与毛利改善之道 19
3.4. 从“费用驱动”到“品牌驱动”：珠江啤酒费用率稳降背后的增长模式升维 21
4. 双线聚焦：攻占商超高地与深挖华南大本营的战略协同 22
4.1. 主攻商超高地：珠江啤酒的渠道效率革命 22
4.2. 深耕华南大本营、外区战略从铺量转向提质 23
5. 盈利预测与投资建议 24
6. 风险提示 26

图表目录

图 1：2016-2024 年青岛和珠江啤酒营业收入（亿元） 4
图 2：2016-2024 年青岛和珠江啤酒归母净利（亿元） 4
图 3：青岛啤酒产品结构 5
图 4：华润啤酒“4+4”中高档产品矩阵 5
图 5：2018-2024 年啤酒企业销量变化（万千升） 5
图 6：2025 年 H1 各啤酒厂商吨价 5
图 7：珠江啤酒产能利用率位于行业中游 6
图 8：啤酒企业折旧与摊销占营业总成本比重 6
图 9：2018-2024 年珠江啤酒毛利率和管理费用率 8
图 10：珠江啤酒销售费用率 8
图 11：啤酒原材料成本占比 8
图 12：大麦进口价格（美元/吨，取多地平均价） 8
图 13：浮法玻璃:全国主要城市现货均价(元/吨) 9
图 14：市场价:瓦楞纸:高强:全国(元/吨) 9
图 15：近十年全国居民人均可支配收入与增长率 9
图 16：2010-2023 年我国啤酒总产量 9

图 17：2020-2024 年中国各档次拉格啤酒销量占比 10
图 18：餐饮渠道产品结构（%） 10
图 19：零售渠道产品结构（%） 10
图 20：餐饮渠道溢价水平高于非即饮渠道 11
图 21：国内啤酒平均零售价格向八元价格带移动 11
图 22：国内啤酒价格带将逐步上移 11
图 23：2020-2024 年我国白啤和世涛销量增长迅速 12
图 24：啤酒厂商纷纷推出白啤等精酿啤酒 12
图 25：2018-2020 年精酿啤酒市场规模扩大 13
图 26：消费者对于精酿啤酒溢价支付意愿的调查 13
图 27：青岛国际啤酒节 14
图 28：天猫全渠道啤酒销售金额、购买人数（指数） 14
图 29：“重庆啤酒”打造“辣月”IP 14
图 30：“嘉士伯”开展多元宇宙派对 14
图 31：狮王精酿国风茶啤酒 15
图 32：燕京 U8 纪念罐 15
图 33：非现饮渠道在疫情后销售占比提升 15
图 34：2019-2024 年我国啤酒罐化率逐渐提升 15
图 35：2024 年我国啤酒罐化率仍处于世界较低水平 16
图 36：珠江啤酒平均生产成本处于行业较低水平 16
图 37：珠江啤酒“3+N”品牌产品矩阵 17
图 38：珠江啤酒·纯生音乐派对 17
图 39：十五运会主题营销和当红潮流明星代言 17
图 40：2021-2024 年珠啤不同档次产品收入（亿元） 18
图 41：2021-2024 年珠啤不同档次产品毛利率 18
图 42：2021-2024 年珠江啤酒销量（万吨） 19
图 43：2021-2024 年珠江啤酒吨价（元/吨） 19
图 44：2024 年珠江啤酒营业收入占比 19
图 45：2021-2024 年珠江啤酒营业收入（亿元） 19
图 46：2021-2024 年珠江啤酒吨成本（元/吨） 20
图 47：2021-2024 年营业成本构成（亿元） 20
图 48：2024 年珠江啤酒采购原材料占比 21
图 49：主要原材料价格波动 21
图 50：2021-2024 年珠江啤酒销售费用构成（亿元） 22
图 51：2021-2024 年珠江啤酒销售费用率 22
图 52：2021-2024 年珠江啤酒管理、财务、研发费用率 22
图 53：2021-2024 年珠江啤酒各渠道收入（亿元） 23
图 54：2021-2024 年珠江啤酒不同地区收入（亿元） 24
图 55：2021-2024 年珠江啤酒不同地区经销商数量（个） 24

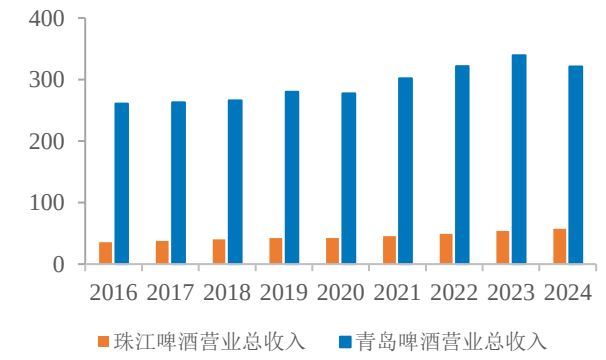
表 1：2018-2024 年国内各啤酒企业关厂及新建厂事件梳理 6
表 2：2024 年国内啤酒企业人效对比 7
表 3：8-10 元价格带各大单品 12
表 4：珠江啤酒盈利拆分 25
表 5：可比公司估值比较 26

1. 结构升级提质增效，珠江啤酒业绩驶入快车道

1.1. 高端布局加速，业绩表现亮眼

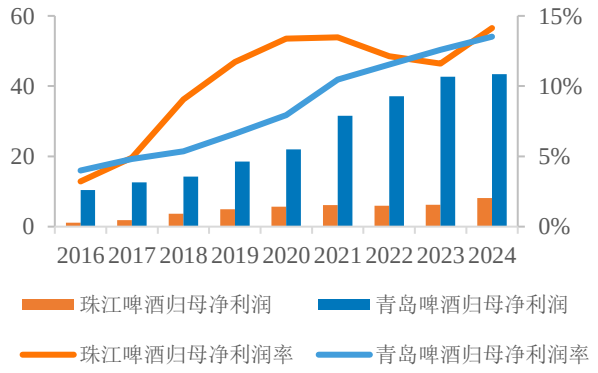
随着啤酒行业高端化战略持续推进，珠江啤酒（以下简称为“公司”）近年来积极调整产品结构，加快高端布局，经营效益逐步改善。2016 至 2024 年，公司营业收入从 35.43 亿元稳步增长至 57.31 亿元，整体营收规模持续扩张。尽管珠江啤酒在行业高端化初期进程相对缓慢，但自 2020 年起归母净利润增速明显加快，2024 年归母净利润同比增幅达 29.95%。作为行业头部公司，青岛啤酒归母净利润也从 2016 年的 10.43 亿元增长至 2024 年的 43.45 亿元，CAGR 为 19.5%，反映出高端化浪潮下龙头企业盈利能力显著增强，为珠江啤酒的结构升级提供了路径参考。

图 1：2016-2024 年青岛和珠江啤酒营业收入（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

图 2：2016-2024 年青岛和珠江啤酒归母净利（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

同业产品结构向高端调整，珠江啤酒具有竞争力强劲的中高档产品。啤酒企业相继优化产品结构以推进高端化，不断推出有特色的新产品并注重发展中高档大单品。青岛啤酒先后推出奥古特、白啤、百年之旅等新特产品，并着力打造纯生、经典 1903 两大单品，组成“1+1+N”的产品体系；华润啤酒以勇闯天涯、雪花纯生两大单品为主销，同时搭建由 superX、马尔斯绿、喜力等国内国际品牌组成的中高档产品组合；珠江啤酒持续优化产品结构，发力中高端市场，培育出竞争力强劲的大单品。公司加速推进高端化战略，聚焦纯生系列尤其是 97 纯生等核心产品，近年来在华南市场实现爆发式增长，成为区域强势大单品。同时，珠江啤酒积极扩充中高档产品矩阵，推出雪堡精酿等特色新品，逐步构建以“纯生为引领、多品牌协同”的产品体系，增强整体市场竞争力。

图 3：青岛啤酒产品结构



数据来源：东北证券，公司公告

图 4：华润啤酒“4+4”中高档产品矩阵

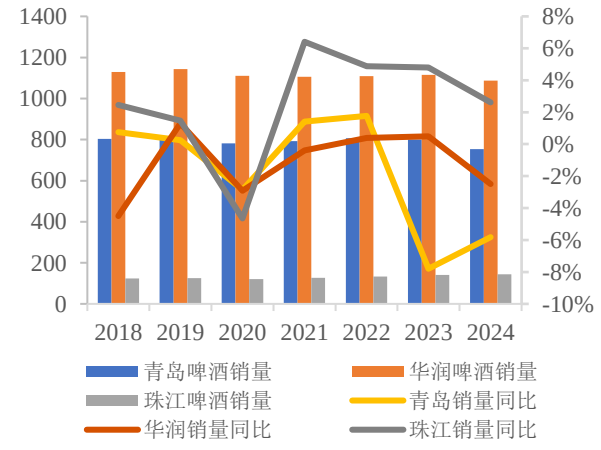


数据来源：东北证券，公司公告

产品竞争力的提高使得珠江啤酒销量下滑慢于同业，行业高端化趋势确立过程中，更在销量端保持稳健扩张，展现出扎实的高端化落地能力和可持续增长潜力。珠江啤酒在高端化转型过程中呈现出“量价齐升”的良性发展态势，兼具较强的价格突破能力和销量增长韧性。从吨价水平来看，2025 年上半年公司啤酒吨价达到 4223 元/吨，略低于重庆啤酒和青岛啤酒，高于华润啤酒和燕京啤酒，显示出其中高端产品结构持续优化、价格带稳步上移。

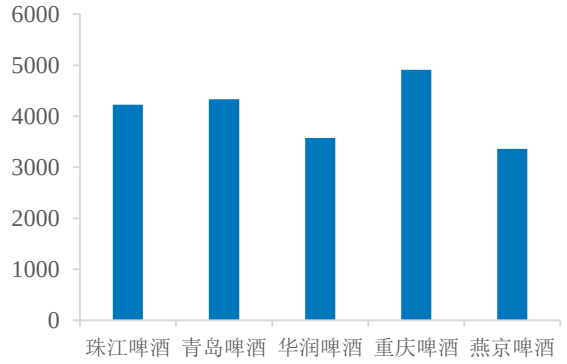
从销量来看，在行业整体销量承压的背景下，珠江啤酒表现出较强的增长韧性。2018-2024 年间，公司销量从 123.96 万吨稳步提升至 143.96 万吨，除了 2020 年受疫情影响以外，其余年份均稳中有升。尤其在 2021-2023 年，珠江啤酒销量增速均接近 5%，显著优于同期的青岛啤酒和华润啤酒。2024 年，在多家头部酒企销量下滑的情况下，珠江啤酒仍实现 2.62%的正增长，反映出其区域市场基本盘稳固、抗周期能力突出。

图 5：2018-2024 年啤酒企业销量变化（万千升）



数据来源：东北证券，公司公告

图 6：2025 年 H1 各啤酒厂商吨价



数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 成本控制与产能效率领先，运营能力持续优化

珠江啤酒在成本结构与产能利用方面表现出较强的运营效率，为其盈利能力提升提供有力支撑。从折旧与摊销占营业总成本的比例来看，公司该指标从 2019 年的 7.44%

稳步下降至 2024 年的 6.15%，反映出资产结构优化和成本控制能力不断增强。与同业相比，珠江啤酒的折旧摊销占比始终低于华润啤酒（2024 年为 10.60%），略高于青岛啤酒（4.58%），整体处于行业中上游水平，表明公司在资本开支和运营效率之间的平衡较为成功。

在产能利用方面，珠江啤酒表现尤为突出。2024 年，公司产能利用率达到 79.98%，显著高于华润啤酒的 57.23%，并与青岛啤酒（79.45%）基本持平，显示出其产销协同能力和资源配置效率较高。稳定的产能利用率不仅有助于降低单位生产成本，也为公司持续推广中高端产品、响应市场需求变化提供了灵活的生产保障。

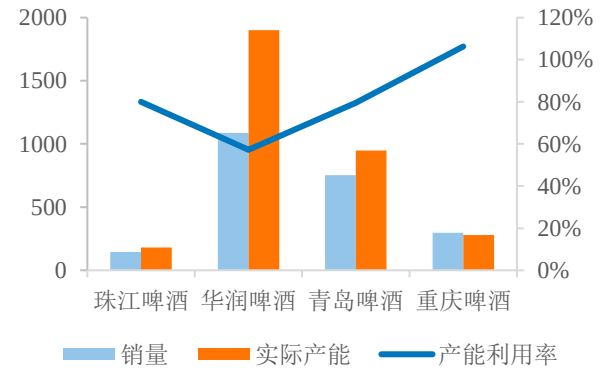
珠江啤酒通过持续优化成本结构、提升产能利用效率，进一步夯实了高端化转型过程中的运营基础，增强了整体竞争力与盈利弹性。

表 1：2018-2024 年国内各啤酒企业关厂及新建厂事件梳理

公司	关厂情况
重庆啤酒	2018：关停常德分公司 2021：新建佛山、宜宾工厂
华润啤酒	2018：关闭吉林、辽宁、北京、安徽、湖北、浙江、广东、四川、内蒙古等地共 13 家工厂 2019：关闭黑龙江、天津、安徽、湖北、贵州、四川、海南等地共 7 家工厂 2020：关闭吉林、山西、浙江、湖南等地共 4 家工厂 2021：关闭辽宁、江苏、安徽、福建、四川等地共 5 家工厂
青岛啤酒	2018：关闭杨浦、芜湖等 2 个工厂 2019：关闭台州工厂 2024：新建潍坊、崂山、临沂等 3 个工厂
珠江啤酒	2021：关闭湖北、湖南、山西、山东、河北等地共 5 家工厂

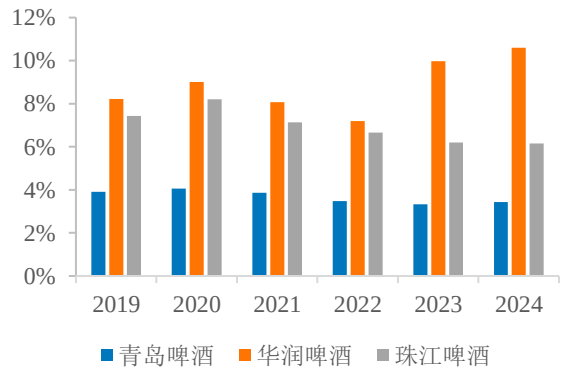
数据来源：东北证券，公司公告

图 7：珠江啤酒产能利用率位于行业中游



数据来源：东北证券，公司公告

图 8：啤酒企业折旧与摊销占营业总成本比重



数据来源：东北证券，公司公告

珠江啤酒凭借高效的人力资源配置和精细化管理，在人均效率指标上建立起显著优势。珠江啤酒在人力资源配置和运营效率方面表现突出，多项人均指标位居行业前列，展现出优秀的精益化管理能力。从人员效率来看，2024 年公司人均销量高达 1691.66 千升，显著高于青岛啤酒（791.9 千升）、燕京啤酒（625.2 千升）和重庆啤酒（970.29 千升），反映出其深耕华南市场的背景下，销售团队集约高效、市场执行力强。同时，珠江啤酒人均创收达到 124.43 万元，略低于华润啤酒（148.26 万元）和重庆啤酒（213.45 万元），明显高于燕京啤酒（73.47 万元），整体处于行业中游水平。

在员工结构方面，珠江啤酒生产人员人均产量为 570.30 千升，高于燕京（456.13 千升）和青岛（551.03 千升），显示其生产流程自动化和组织管理效率不断提升。此外，公司人均薪酬为 20.06 万元，居于行业中等水平，薪酬营收比为 16.12%，与同业相比略高，但仍处于合理区间，兼顾了员工激励与成本可控。

表 2：2024 年国内啤酒企业人效对比

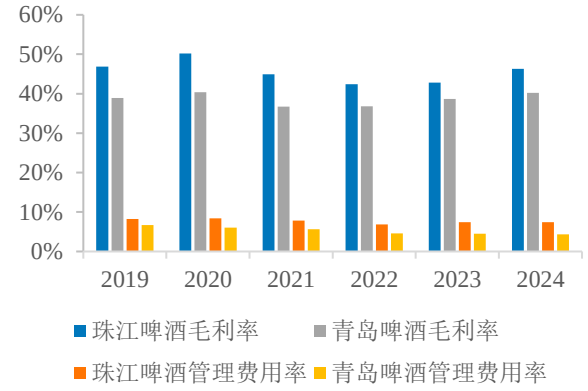
	燕京啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒	华润啤酒
产量（万千升）	402.99	723	288.42	144.97	1110
生产人员数量	8835	13121	1883	2542	/
人均产量（千升）	456.13	551.03	1531.7	570.30	/
销量（万千升）	400.44	754.0	297.49	143.96	1087.4
销售人员数量	6405	9521	3066	851	/
人均销量（千升）	625.2	791.9	970.29	1691.66	/
营收（亿）	146.67	321.38	146.45	57.31	386.35
全体员工数量	19965	29870	6861	4606	26059
人均创收（万）	73.47	107.59	213.45	124.43	148.26
人均薪酬	11.62	19.58	24.63	20.06	22.53
薪酬营收比	15.82%	18.20%	11.54%	16.12%	15.16%

数据来源：东北证券，公司公告

珠江啤酒在毛利率和费用管控方面表现稳健，盈利能力优异。毛利率方面，公司自 2018 年的 40.55%持续提升至 2024 年的 46.30%，显著高于青岛啤酒同期水平（40.23%），反映出其中高端产品结构优化和成本控制成效显著。

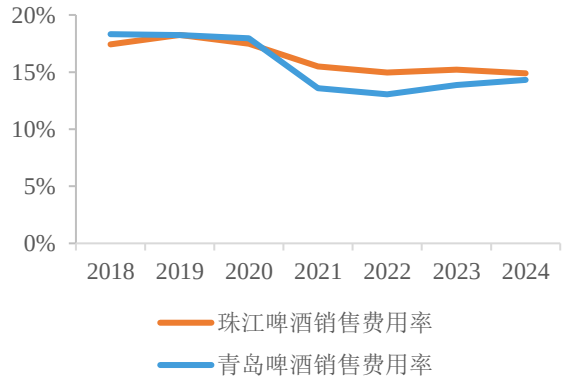
在费用端，珠江啤酒展现出持续优化的管控能力。销售费用率从 2018 年的 17.42%下降至 2024 年的 14.89%，虽仍高于青岛啤酒（14.32%），但整体呈稳步下降趋势，表明公司市场投入效率不断提升。管理费用率方面，公司 2024 年管理费用率为 7.42%，较 2019 年有所下降，体现内部运营效率的持续改善。

图 9：2018-2024 年珠江啤酒毛利率和管理费用率



数据来源：东北证券，公司公告

图 10：珠江啤酒销售费用率



数据来源：东北证券，公司公告

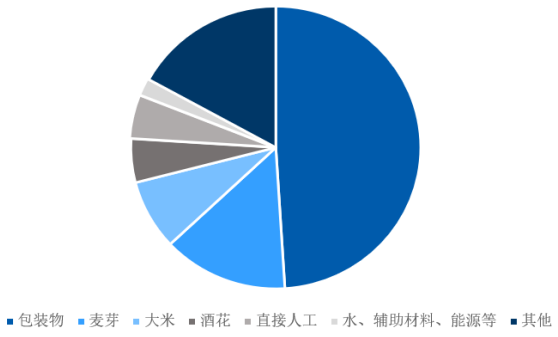
2. 啤酒行业次高端快速扩容，消费业态丰富多元

2.1. 成本压力持续缓解，消费升级驱动高端化

啤酒行业成本结构中以包装物（占比约 50%）和麦芽等原材料为主，其价格波动对企业盈利影响显著。2022 年以来，主要原材料价格进入下行通道，为啤酒企业毛利率提升创造了有利条件。其中，大麦进口均价从 2022 年高点 410.42 美元/吨持续回落至 2024 年的 250 美元/吨左右，降幅近 40%；同时包装材料如浮法玻璃、瓦楞纸等价格也自 2022 年高位逐步回调，截至 2024 年仍处于相对低位。

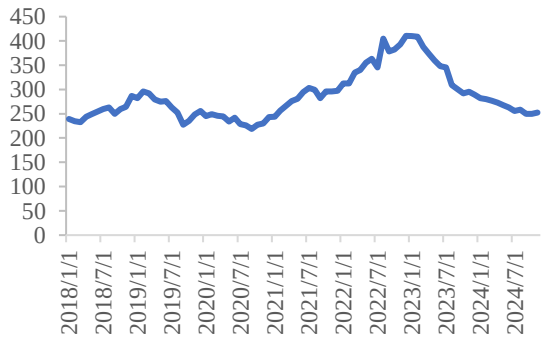
成本端压力缓解为珠江啤酒毛利率稳步提升提供了重要支撑。公司 2024 年毛利率回升至 46.30%，较 2022 年提升 3.86 个百分点，除产品结构升级因素外，原材料成本下降亦是关键推动力。预计随着大宗商品价格整体趋稳，公司成本控制仍具空间，未来毛利率有望保持稳中有升态势。

图 11：啤酒原材料成本占比



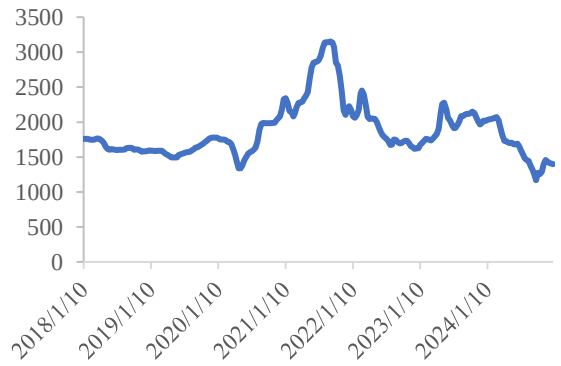
数据来源：东北证券，青岛啤酒公司公告

图 12：大麦进口价格（美元/吨，取多地平均价）



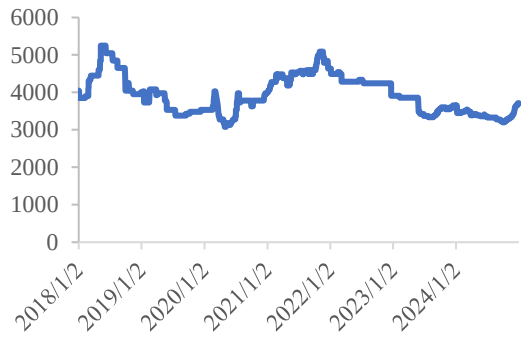
数据来源：东北证券，wind

图 13：浮法玻璃:全国主要城市现货均价(元/吨)



数据来源：东北证券，Wind

图 14：市场价:瓦楞纸:高强:全国(元/吨)



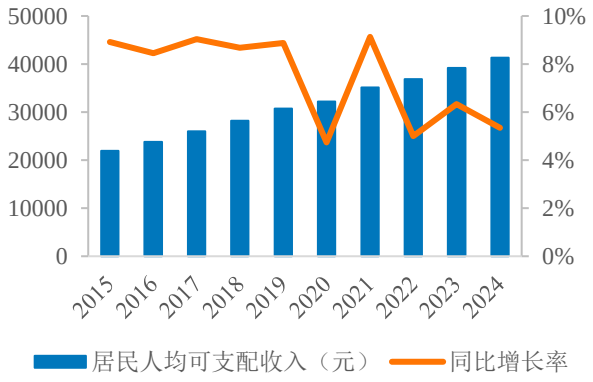
数据来源：东北证券，Wind

居民收入增长为中高档啤酒扩容提供了客观基础，中高档啤酒销量占比稳步提升。中国啤酒行业自 2013 年产量见顶后进入存量调整阶段，2018-2020 年受外部因素影响产量出现明显下滑，2021 年以来逐步趋稳，2023 年产量回升至 3300.3 万千升，行业进入总量稳定、结构优化的发展新阶段。在此背景下，高端化成为企业增长的核心引擎。

从产品结构变化来看，消费升级趋势显著。2020-2024 年间，优质型拉格啤酒销量从 474.2 万千升增长至 592 万千升，中档型产品也从 878.6 万千升提升至 1056.7 万千升；相反，经济型啤酒销量则从 2780 万千升大幅下滑至 2494 万千升，表明消费者对高品质、高附加值产品的需求持续增强。

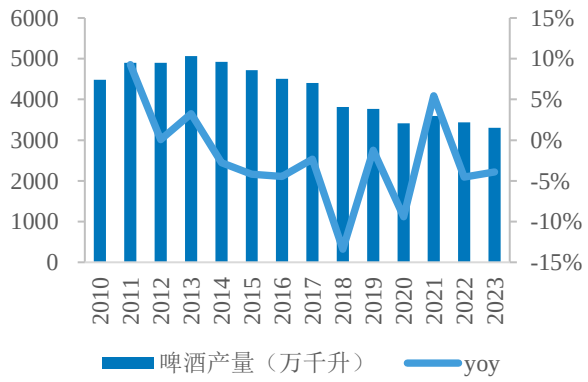
这一趋势与居民收入水平提升形成呼应。2014-2024 年，全国居民人均可支配收入从 20167 元增长至 41314 元，年均复合增长率约 7.4%，为啤酒消费升级提供了坚实的经济基础。珠江啤酒依托华南区域优势和完善的中高端产品布局，有望持续受益于这一长期结构性升级红利。

图 15：近十年全国居民人均可支配收入与增长率



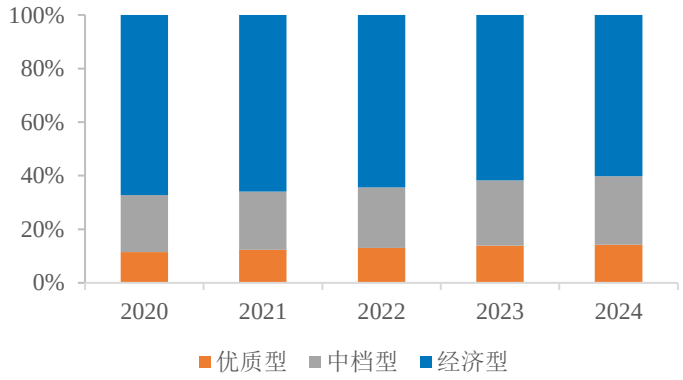
数据来源：东北证券，国家统计局

图 16：2010-2023 年我国啤酒总产量



数据来源：东北证券，国家统计局

图 17：2020-2024 年中国各档次拉格啤酒销量占比

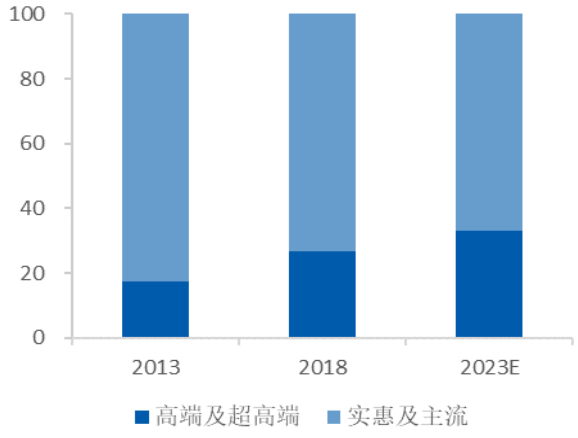


数据来源：东北证券，Euromonitor

2.2. 渠道价格分化显著，即饮场景成为高端化核心驱动渠道

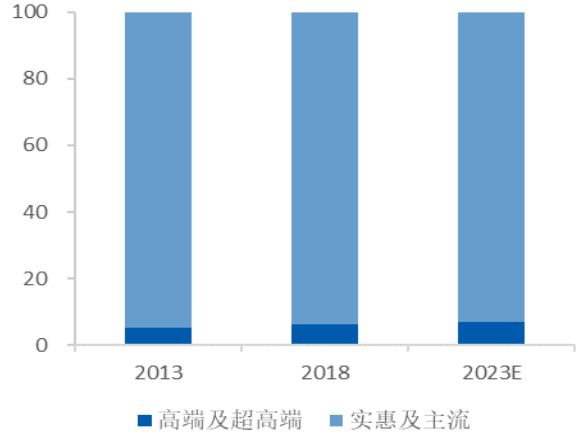
啤酒具有聚会饮用、拼酒的社交属性，在啤酒所有的销售渠道中，餐饮销售通常占比 40%左右，是重要的主销渠道。且餐饮消费中的啤酒价格带较高、产品结构较好。据百威亚太估计，2023 年餐饮渠道结构中高端及超高端产品占比为 33%，远远高于零售渠道中高端及超高端产品 7%的占比。2023 年啤酒即饮渠道零售均价为 12.11 元/500ml，非即饮渠道零售均价是 5.86 元/ml。AB 类餐饮对啤酒产品的加价率通常能达到 100%，CD 类餐饮对啤酒产品的加价率则在 40%-100%，溢价水平高于 KA、流通等非即饮渠道。因此，餐饮消费无论是从量还是价格的角度，都对啤酒销售至关重要，深刻影响着啤酒行业的高端化节奏。

图 18：餐饮渠道产品结构（%）



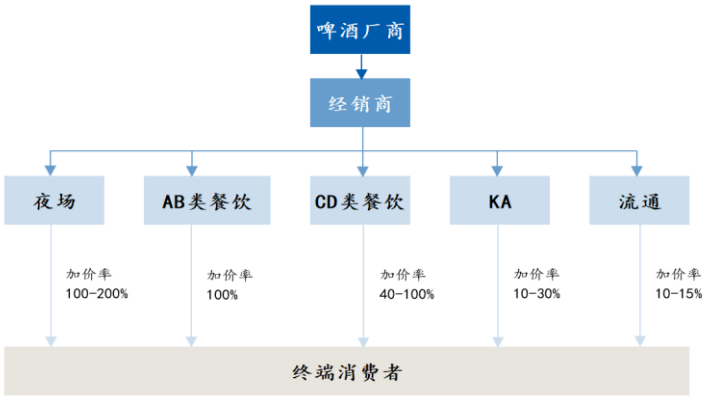
数据来源：东北证券，百威亚太招股说明书

图 19：零售渠道产品结构（%）



数据来源：东北证券，百威亚太招股说明书

图 20：餐饮渠道溢价水平高于非即饮渠道



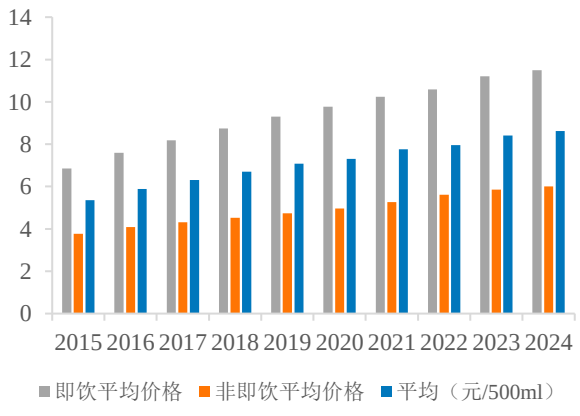
数据来源：东北证券，Euromonitor

我国啤酒平均零售价格稳步提升，且逐步超越 8 元，8-10 元价格带产品已成为市场主流。中国啤酒市场呈现出明显的渠道价格分化，即饮渠道（如餐饮、酒吧）均价显著高于非即饮渠道（如商超、电商），且价差持续扩大，成为推动行业高端化的核心动力。2024 年，即饮渠道平均价格达到 11.50 元/500ml，而非即饮渠道均价仅为 6.01 元/500ml，两者价差扩大至 5.49 元，反映出即饮场景更强的溢价能力和结构升级潜力。

从趋势来看，2015-2024 年间，即饮均价从 6.85 元提升至 11.50 元，涨幅高达 68%，超过非即饮渠道同期涨幅（59%），表明高端化进程高度依赖即饮场景的消费体验和品牌展示。与此同时，啤酒消费全渠道平均价格从 2015 年的 4.54 元稳步上升至 2024 年的 8.62 元，行业整体价格带上移趋势明确。

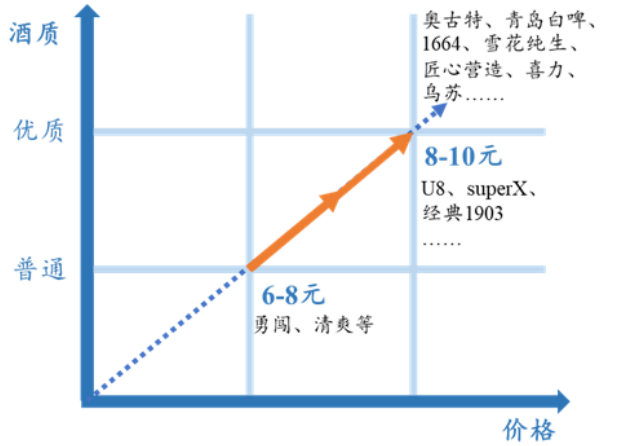
对珠江啤酒而言，持续强化即饮渠道建设和高端餐饮渗透，是进一步提升产品均价和品牌形象的关键。公司借助 97 纯生等核心大单品，加大开拓即饮场景，更为顺畅地实现产品结构升级。

图 21：国内啤酒平均零售价格向八元价格带移动



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 22：国内啤酒价格带将逐步上移



数据来源：东北证券，各公司公告

八元价格带定位精准，各厂商纷纷布局大单品。啤酒定价策略相关实验显示，消费者在质量和价格的权衡下会做出折中选择。目前我国啤酒市场中，8-10 元作为中高档产品，既能满足消费者对于酒质的一定追求，在价格上也符合当前的消费水平，受到消费者普遍青睐。该价格带目前处于增量阶段，国内啤酒厂商近两年纷纷布局，U8、superX、经典 1903 等代表产品增长较快，且均有望冲击百万吨大单品。

表 3：8-10 元价格带各大单品

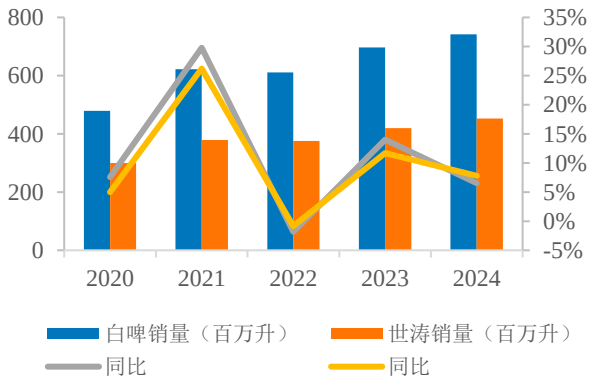
产品名称	U8	经典 1903	SuperX	97 纯生
外观				
所属企业	燕京啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	珠江啤酒
价格带	8 元	8-10 元	8 元	8 元
2024 年销量	69.6 万千升	超 20 万吨	超 45 万吨	超 83 万吨

数据来源：东北证券，各公司公告

珠江啤酒大单品表现突出，97 纯生引领中高端放量。在 8-10 元价格带竞争中，珠江啤酒 97 纯生表现出强劲的市场竞争力，销量规模显著领先同业同类单品，成为公司高端化战略的核心引擎。2024 年，97 纯生销量突破 83 万吨，远超华润 SuperX（超 45 万吨）、燕京 U8（69.6 万千升）和青岛经典 1903（超 20 万吨），显示出强大的品牌认可和渠道渗透力。

97 纯生的成功不仅体现了珠江啤酒在产品定位、口感培育和区域深耕方面的显著成效，也反映出公司在华南市场的强势地位和高效转化能力。该单品的放量增长有力推动了公司产品结构优化和整体吨价提升，为持续高端化提供了坚实支撑。未来，随着消费升级和即饮场景进一步复苏，97 纯生有望继续引领珠江啤酒实现量价齐升。

图 23：2020-2024 年我国白啤和世涛销量增长迅速



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 24：啤酒厂商纷纷推出白啤等精酿啤酒

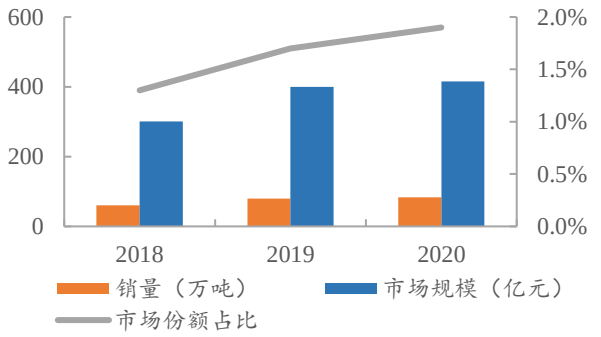


数据来源：东北证券，公司官网

国内啤酒龙头积极布局快速增长的精酿赛道，相比独立厂商在价格、品牌和渠道方面占据优势。我国精酿啤酒消费市场目前规模较小，2021 年市场份额占比仅为 1.9%，但其近年来的高增长趋势吸引了国内啤酒龙头的关注和积极布局。国家工商登记部

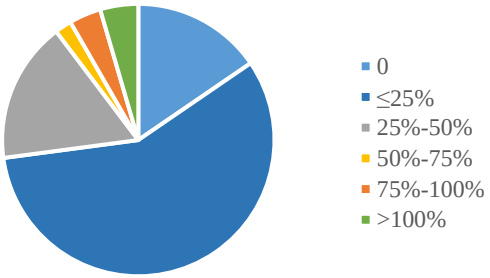
门的数据显示，2018 年中国精酿啤酒公司超过 2000 家，到 2020 年上半年，中国精酿啤酒公司已经接近 5000 家，两年时间实现翻倍增长。国内的独立精酿厂商竞争格局高度分散，而啤酒龙头在价格、品牌和渠道方面都具备优势。尤其是价格方面，72.9%的消费者只愿意支付工业啤酒价格 25%以内的溢价，龙头企业由于生产规模大而具备成本优势，在相同利润水平下价格相对独立厂商的产品较低。

图 25：2018-2020 年精酿啤酒市场规模扩大



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 26：消费者对于精酿啤酒溢价支付意愿的调查



数据来源：东北证券，Statista

2.3. 消费场景丰富多元，罐化率有望持续提升

营销模式创新，积极拥抱年轻消费者。青岛啤酒开设酒吧、啤酒博物馆，创办青岛啤酒节和各类音乐节，精准把握年轻人的喜好；华润啤酒与《这就是街舞》、《风味人间》、《潮玩人类在哪里》等多款大热综艺 IP 联手积极拥抱年轻人的圈子；燕京啤酒主打“有你文化”，携手流量明星营销出圈。

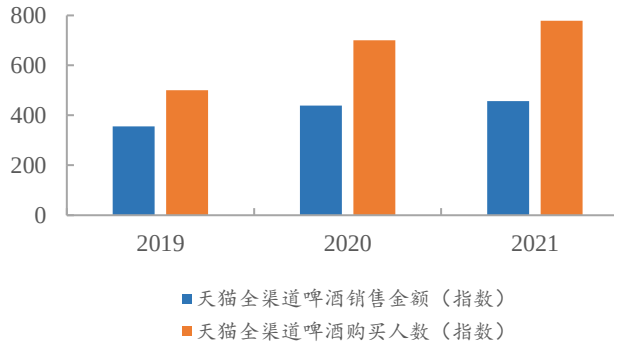
消费场景向个性化、多元化延展，宅经济带动线上销售持续增长。我国啤酒消费场景已经由聚会社交、观赛放松、佐餐小酌、酒席宴会的常规场景，向宅家欢聚、户外运动、追剧追星等个性化、多元化场景延展，刺激更多消费需求释放。《天猫啤酒趋势白皮书》显示，啤酒市场线上交易规模和成交人数持续增长，线上啤酒消费主力为生活在 1-3 线城市的年轻单身和有孩中坚家庭人群，其中 18-39 岁人群占比 70%，43%为女性。

图 27：青岛国际啤酒节



数据来源：东北证券，南方日报

图 28：天猫全渠道啤酒销售金额、购买人数（指数）



数据来源：东北证券，《天猫啤酒趋势白皮书》

多元营销扩大知名度，培育全国化品牌。国内品牌方面，“重庆啤酒”持续绑定火锅场景，在重庆火锅节期间打造“辣月”IP。“乌苏啤酒”则与周大福、LEE 等知名品牌推出联名活动，举办全国各地的烧烤主题活动，继续绑定烧烤场景。国际品牌方面，“乐堡”持续深化音乐 DNA，七夕期间发布“新血酿造计划”的首支情歌单曲。“嘉士伯”持续开展多元宇宙派对,“懂派对”体验覆盖全国 60 余家门店。“1664”联手时尚媒体 GQ 打造“法式周末”，发布“暮蓝时刻”品牌大片，持续推进高端化。“布鲁克林”通过“酿造不同”合酿计划，联手京 A 打造“下西洋”先锋精酿，大胆碰撞出全新口味。

图 29：“重庆啤酒”打造“辣月”IP



数据来源：东北证券，公司官网

图 30：“嘉士伯”开展多元宇宙派对



数据来源：东北证券，新浪微博

产品年轻化，厂商多线布局。2021 年，燕京啤酒推出了多款特色新品，如 V10 精酿白啤等，开始向高端化和多样化发展。2022 年，老燕京 12 度特复古版推出，定位高端市场，满足消费者对复古风格和高端品质的需求。2023 年，公司持续加大中高端产品布局，坚定推进大单品战略，在稳固 U8 核心战略地位的基础上，创新研发取得突破，推出狮王精酿国风茶啤酒，包含茉莉白啤、红茶小麦、龙井白啤三款全新精酿啤酒。2024 年推出燕京 U8 纪念罐。

图 31：狮王精酿国风茶啤酒



数据来源：东北证券，搜狐

图 32：燕京 U8 纪念罐



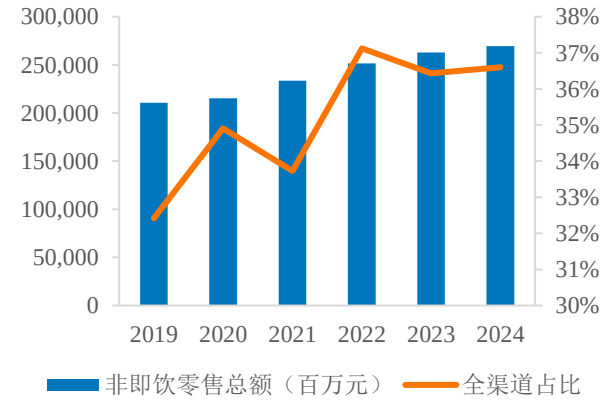
数据来源：东北证券，脉脉

中国啤酒行业包装罐化率持续快速提升，成为降本增效和产品升级的重要路径。2020 至 2024 年间，易拉罐装销量显著增长，而传统玻璃瓶装逐步下滑，推动全渠道罐化率突破 30%；其中非即饮渠道罐化率提升尤为明显，反映出罐装在零售和家庭消费中的接受度不断提高。

罐化率提升为啤酒企业带来多方效益：一方面，易拉罐包装可降低物流损耗和运输成本，提升渠道效率；另一方面，罐装产品更易于塑造高端、时尚的品牌形象，契合年轻消费群体偏好。与日本（88.38%）、美国（60.10%）等成熟市场相比，中国啤酒罐化率仍存在较大提升空间，未来有望持续增长。

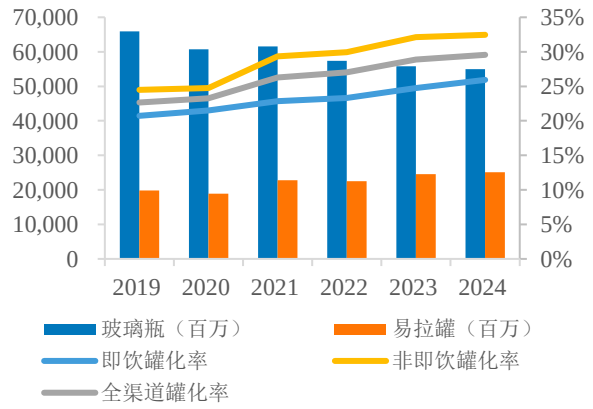
对珠江啤酒而言，把握包装升级趋势、扩大罐装产品占比，不仅有助于优化单位成本，还可强化 97 纯生等核心单品的高端定位，进一步开拓非即饮市场，实现量与利的同步增长。

图 33：非现饮渠道在疫情后销售占比提升



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 34：2019-2024 年我国啤酒罐化率逐渐提升

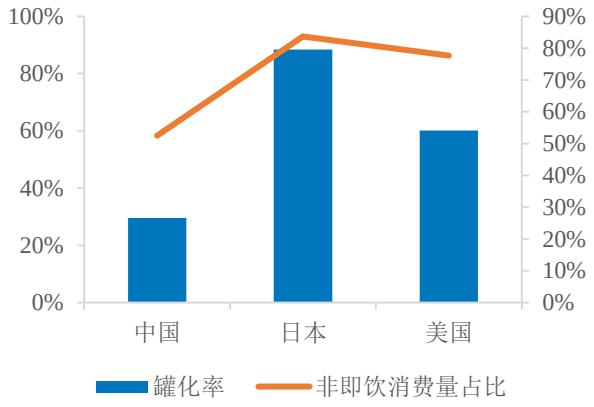


数据来源：东北证券，Euromonitor *包装数量按单位体积折算

从吨成本来看，珠江啤酒吨成本处于行业中游水平，生产端降本增效。2024 年，公司单位生产成本为 2103.19 元/千升，显著高于华润啤酒（1976.30 元/千升），但低于青岛啤酒（2508.13 元/千升），体现出公司在品质控制和成本投入之间的平衡。

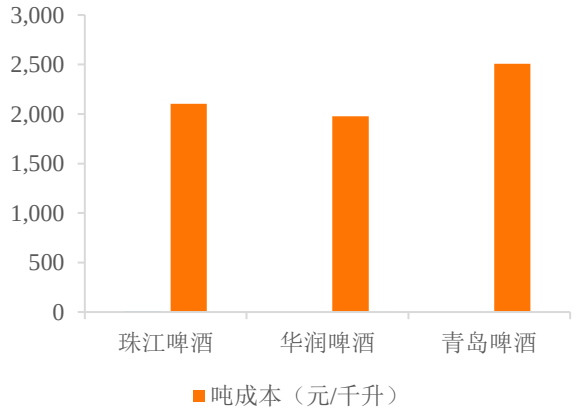
中国啤酒行业在包装形态和消费场景方面仍具显著升级潜力。2024 年，我国啤酒罐化率仅为 29.56%，远低于日本（88.38%）和美国（60.10%）；非即饮消费（零售、家庭饮用等）占比为 52.48%，也明显低于日美水平（日本 83.67%、美国 77.61%）。随着消费习惯转变和供应链效率提升，罐化率提高与非即饮渠道扩张将成为行业重要增长动力。珠江啤酒可借助包装升级进一步优化成本结构、拓展多元消费场景，巩固在中高端市场的竞争力。

图 35：2024 年我国啤酒罐化率仍处于世界较低水平



数据来源：东北证券，Euromonitor

图 36：珠江啤酒平均生产成本处于行业较低水平



数据来源：东北证券，公司公告

3. 高端化战略的完美闭环：珠江啤酒的品牌升级、毛利改善与费用革命

3.1. “3+N”品牌升级与跨界场景营销：珠江啤酒的高质量增长双引擎

“3+N”品牌体系逐渐完善，推动产品结构升级。珠江啤酒通过清晰的“3+N”品牌战略推动产品结构优化与升级：其以三大核心品牌系列——定位高端化与特色化的“雪堡系列”（包括白啤、冷茶啤酒、IPA 等）、主打中高端主流市场的“纯生系列”（如 97 纯生、精品纯生等），以及覆盖大众基础与经典需求的“经典珠江系列”（如 1985、老珠江啤酒等）——共同构筑品牌主轴，覆盖从传统到现代、从大众到高端的多元消费场景。同时，依托“N”个创新特色产品，如无酒精菠萝啤、珠江 0 度等，切入健康化、年轻化细分市场，增强品牌创新性与市场适应性。这一战略不仅实现了产品分层清晰、资源高效配置，更显著提升了品牌在高端扩容和消费趋势引领方面的竞争力，系统性驱动公司向高质量增长转型。

图 37：珠江啤酒“3+N”品牌产品矩阵



数据来源：东北证券，公司官网

采用“多话题营销+多场景覆盖+多渠道参与”的跨界合作模式，打破行业与场景边界。通过创意化的融合推广，如赛事与音乐的联动、品牌与城市盛会的绑定，让品牌在不同圈层、不同场景下保持高曝光度，吸引多元消费群体，全面扩大品牌声量与市场影响力。

开展“珠江啤酒·纯生音乐派对”等大型音乐演出活动，瞄准音乐爱好者、年轻消费群体，将品牌嵌入“潮流、休闲、沉浸式”的音乐娱乐场景。通过现场演出的氛围营造，传递品牌“年轻、时尚、畅享”的调性，让消费者在娱乐体验中与品牌产生情感连接，拓展品牌在娱乐场景的渗透力。公司不仅连续十年冠名广东省男子篮球联赛，依托本土体育赛事的受众基础与传播力，将品牌与“活力、竞技、激情”的体育精神深度绑定，精准触达体育爱好者群体，强化品牌在体育场景的认知度与好感度，同时取得了十五运会官方指定啤酒的身份，借势综合性运动会的全民关注度与影响力，进一步拓展体育场景的覆盖范围，提升品牌的权威性与社会影响力，传递“与城市盛会共燃”的品牌价值。

图 38：珠江啤酒·纯生音乐派对



数据来源：东北证券，公司官网

图 39：十五运会主题营销和当红潮流明星代言

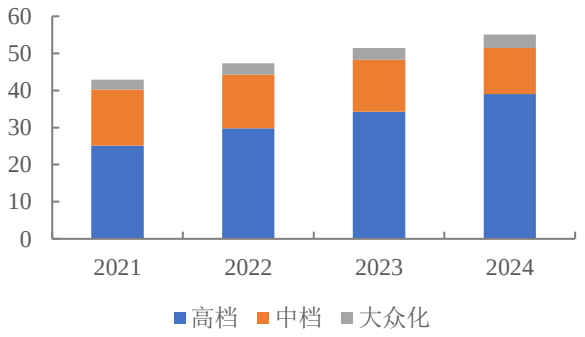


数据来源：东北证券，官方微博

3.2. 量、价、利三重奏，高端化战略显著

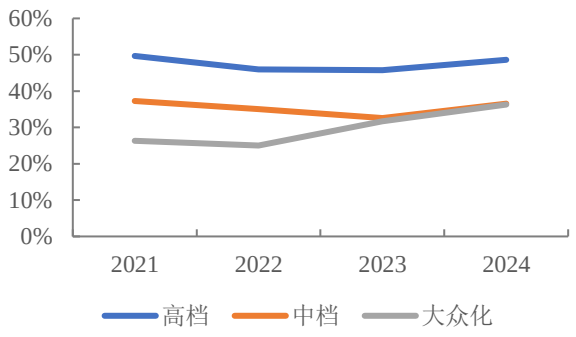
产品结构清晰地呈现出高端化、利润化的成功转型，高档产品已成为公司绝对的增长引擎和利润核心。具体而言：**高档产品（如纯生、雪堡系列）**：是“3+N”战略中的核心。其收入从 2021 年的 25.13 亿元迅猛增长至 2024 年的 39.04 亿元，占比显著提升，驱动公司整体收入增长。尽管毛利率因市场投入或成本因素在期间略有波动，但始终维持在 45%以上的高水平，2024 年高达 48.6%，远高于其他品类，充分证明公司产品结构升级战略卓有成效。**中档产品（如零度啤酒等）**：作为传统基本盘，其收入呈现下滑趋势，从 15.1 亿降至 12.39 亿，表明公司资源正向盈利能力更强的高档产品倾斜。其毛利率 2024 年为 36.54%，虽远高于大众化产品，但与高档产品差距明显，这一定位使其成为连接大众与高端的过渡带。**大众化产品（传统啤酒）**：收入规模最小且增长平稳，符合行业消费升级趋势。其毛利率的显著提升，从 26.28%升至 36.29%，得益于公司通过成本优化。通过主动提升低端产品的盈利能力，公司得以进一步改善整体利润结构。

图 40：2021-2024 年珠啤不同档次产品收入（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

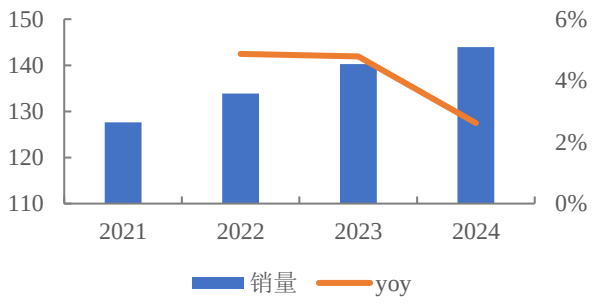
图 41：2021-2024 年珠啤不同档次产品毛利率



数据来源：东北证券，公司公告

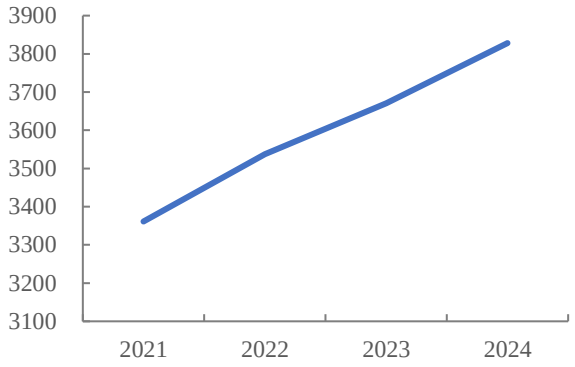
品牌战略效果显著，成功推动量价齐升高质量增长。公司销量从 2021 年的 127.63 万吨稳步提升至 2024 年的 143.96 万吨；与此同时，吨均价从 3361.28 元/吨持续攀升至 3828.15 元/吨。这直接印证了产品结构升级的成功——销量增长意味着市场需求的稳固扩大，而吨价的显著提升则直观反映了公司高端化战略的成效，利润更高的高档产品（如纯生、雪堡系列）占比不断增加，品牌溢价能力持续增强，从而带动公司盈利水平进入上升通道。

图 42：2021-2024 年珠江啤酒销量（万吨）



数据来源：东北证券，公司公告

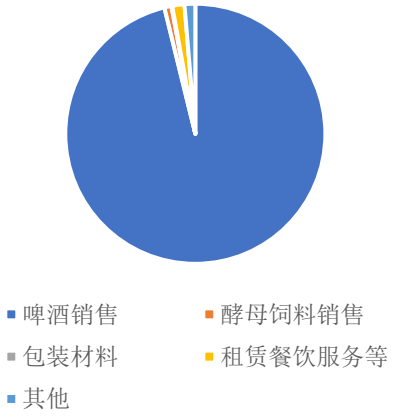
图 43：2021-2024 年珠江啤酒吨价（元/吨）



数据来源：东北证券，公司公告

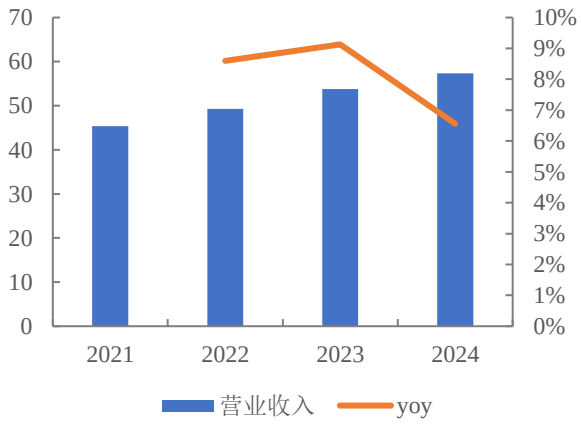
珠江啤酒的营收表现凸显了其品牌战略的成功执行，实现了持续且高质量的增长。公司营业收入从 2021 年的 45.38 亿元稳步提升至 2024 年的 57.31 亿元，连续四年保持正增长。这一增长的核心驱动力源于主业啤酒销售的绝对主导地位，2024 年占比 96.17%，尤其是产品结构升级带来的吨酒价格提升。在销量稳步扩大的同时，公司高端产品占比持续提高，有效推动了整体均价上行，从而在量价齐升的协同效应下带动营收规模不断突破。此外，酵母饲料、租赁餐饮等非啤酒业务占比很小，进一步证明了公司聚焦啤酒主业、通过品牌高端化实现增长的战略定力和显著成效。

图 44：2024 年珠江啤酒营业收入占比



数据来源：东北证券，公司公告

图 45：2021-2024 年珠江啤酒营业收入（亿元）



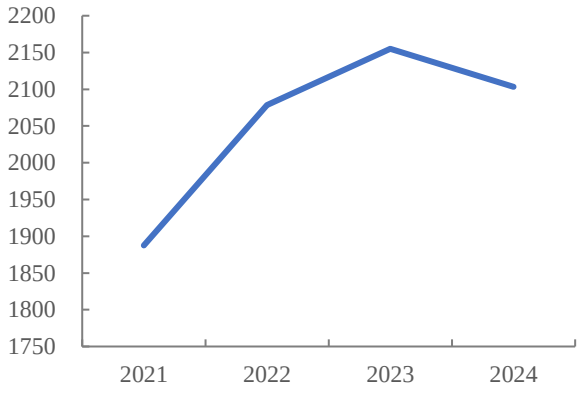
数据来源：东北证券，公司公告

3.3. 原材料价格波动，解码珠江啤酒成本管控与毛利改善之道

成本方面，公司在原材料价格上涨背景下具备较强的成本管控与转嫁能力，整体成本控制趋于稳定。具体来看：吨成本先升后稳，压力逐步缓解：吨成本从 2021 年的 1887 元/吨升至 2023 年的 2155 元/吨，主要受大宗原材料（如包材、大麦）及能源价格上涨推动；2024 年吨成本回落至 2103 元/吨，显示出公司通过采购优化、生产效率提升或产品结构升级（高端产品占比增加可摊薄单位成本）有效缓解了成本压力。原材料是成本核心，占比最大且波动明显：原材料是营业成本中绝对的主导项，2024 年达 21.63 亿元，其变化趋势与吨成本高度一致。2022 年的大幅上涨直接

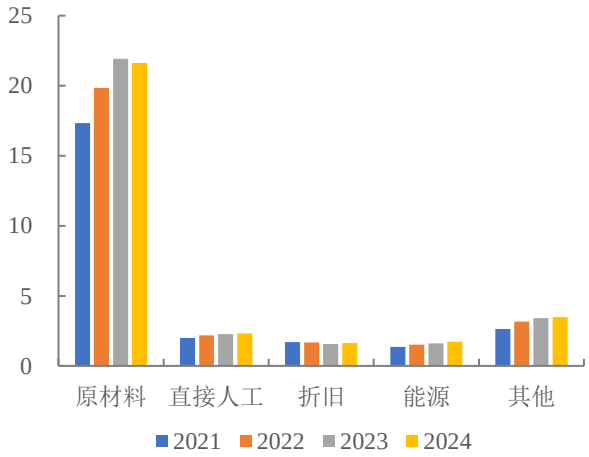
推高了总成本，而 2024 年的小幅回落也是整体成本得以控制的关键。其他成本项稳步增长，符合业务扩张逻辑：直接人工、能源及其他成本项均呈现稳步小幅上升态势，这与公司销量增长、生产规模扩大的背景相符，属于合理增长，成本结构整体稳定。

图 46：2021-2024 年珠江啤酒吨成本（元/吨）



数据来源：东北证券，公司公告

图 47：2021-2024 年营业成本构成（亿元）

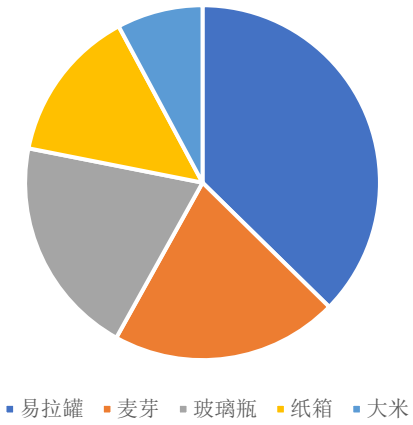


数据来源：东北证券，公司公告

珠江啤酒的原材料成本结构高度集中，其成本管控核心在于应对包材和酿酒谷物价格波动。包材为主要成本，占比 71.43%，其中易拉罐占比 37.34%，是最大的单一成本项，表明公司产品结构中罐化率较高，这与啤酒行业便捷化、高端化的趋势一致。玻璃瓶仍是重要成本来源，占比 20.03%，主要用于餐饮等即饮渠道。酿酒原料为基础成本，占比 28.57%，其中麦芽占比 20.73%，是啤酒风味的核心来源，其价格波动对成本有显著影响。

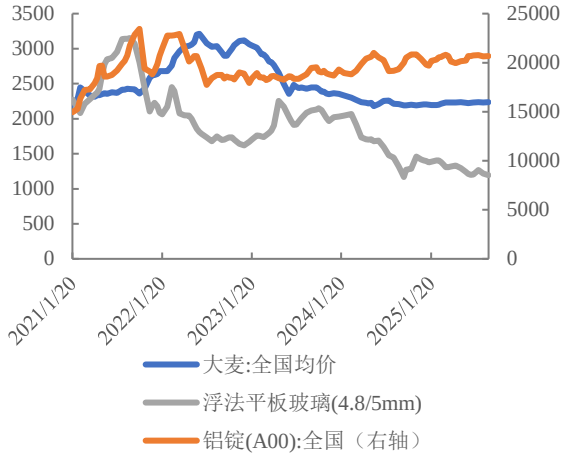
2023 年至 2024 年，主要原材料价格呈现高位回落的有利趋势，这直接助力了公司毛利率的改善。大麦价格显著下行，从 2023 年初的 3000 元/吨以上的高位，持续下跌至 2024 年底的 2200 元/吨左右，降幅巨大。大麦价格下跌显著降低了麦芽的采购成本，是公司吨成本在 2024 年得以回落的核心利好因素之一。包材价格全面回调，铝锭价格从 2022 年超过 23000 元/吨的极端高位逐步回落，2024 年在 19000-21000 元/吨的区间内震荡，相较于高峰期已大幅降低，缓解了易拉罐的成本压力。浮法玻璃价格从 2021-2022 年超过 3000 元/吨的高点一路下跌，2024 年在 1200-1700 元/吨的区间运行，成本压力得到极大缓解，利好玻璃瓶成本控制。

图 48： 2024 年珠江啤酒采购原材料占比



数据来源：东北证券，公司公告

图 49：主要原材料价格波动



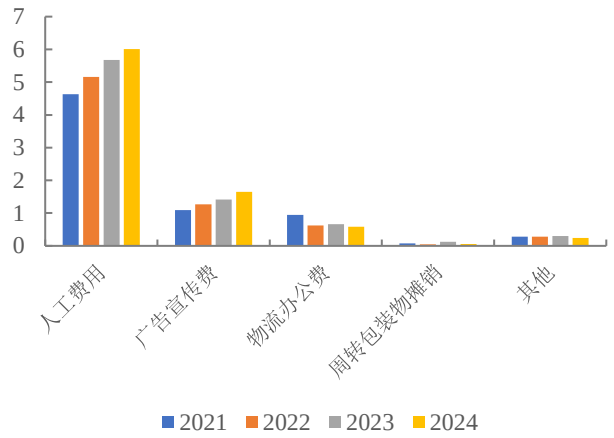
数据来源：东北证券，Wind

3.4. 从“费用驱动”到“品牌驱动”：珠江啤酒费用率稳降背后的增长模式升维

销售费用率稳中有降，彰显品牌拉力。人工费用从 4.63 亿元增长至 6.01 亿元，是销售费用中绝对的主导和增长来源，这直接反映了公司为推广高端产品（雪堡、纯生）而扩充和强化销售团队的投入，包括招募更专业的销售人员、提升团队薪酬以激励业绩、加大地面推广力度等，是深度分销和市场精耕的体现。广告宣传费稳定增长，从 1.09 亿元增长至 1.65 亿元，体现公司持续增加对品牌建设的投入，用于提升高端品牌的知名度和形象。这项费用的增长与公司高端化战略方向高度一致，投入精准。物流办公费及其他运营性开支有效控制，这类运营支撑性费用得到有效控制甚至削减体现了公司在后台运营管理上出色的成本控制能力和效率提升，将更多资源节省下来投入到前端的人力与品牌建设上。

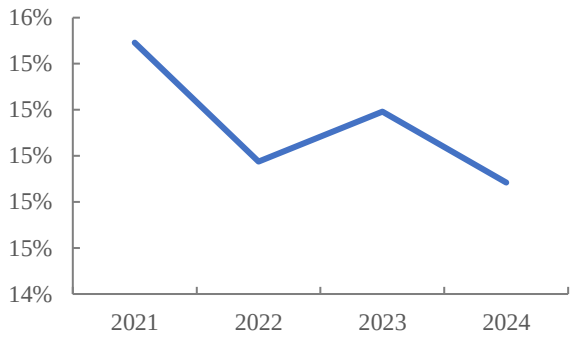
整体销售费用率稳定在 15%左右，较 2021 年略有下降。在持续推动高端化，需要市场教育和广告投入的同时，销售费用率并未显著攀升，这表明“雪堡”、“纯生”等核心品牌已建立起较强的市场认知和品牌拉力，单位营销投入带来的效益较高，市场费用使用效率提升。

图 50： 2021-2024 年珠江啤酒销售费用构成（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

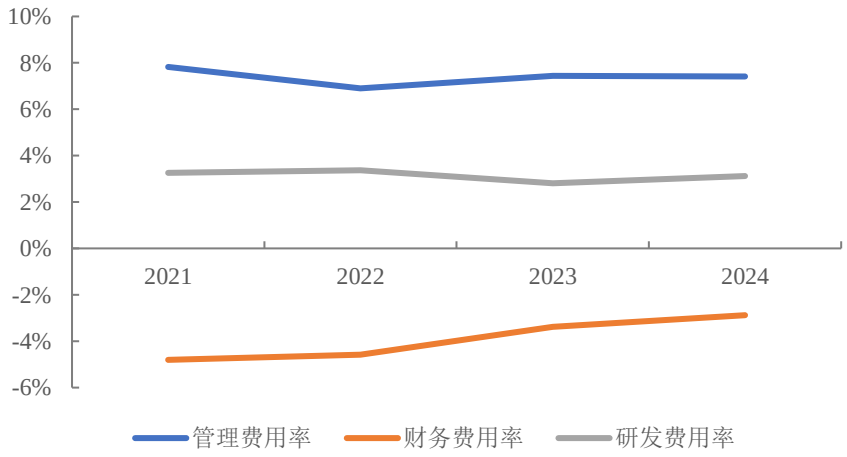
图 51：2021-2024 年珠江啤酒销售费用率



数据来源：东北证券，公司公告

管理费用管控有效，规模效应显现。2021-2024 年公司管理费用率保持在 7%-8%的区间。随着营收规模的持续扩大，管理费用得到有效控制，体现了公司良好的内部运营效率和费用管控能力，规模效应正在释放。**财务费用率**方面，连续四年为负数。公司现金充裕，财务结构较好。负的财务费用率意味着公司的利息收入远远高于利息支出，表明珠江啤酒手握大量现金，无净有息负债，财务结构稳健。**研发费用率**方面，公司持续投入，支撑产品创新。比率稳定在 3%左右。公司保持了对研发的稳定投入，这为其“3+N”战略中的“N”提供了坚实基础。持续的研发投入是推出诸如珠江 P9、无酒精菠萝啤等创新产品的保障，是公司未来保持产品竞争力和捕捉市场新趋势的关键。

图 52：2021-2024 年珠江啤酒管理、财务、研发费用率



数据来源：东北证券，公司公告

4. 双线聚焦：攻占商超高地与深挖华南大本营的战略协同

4.1. 主攻商超高地：珠江啤酒的渠道效率革命

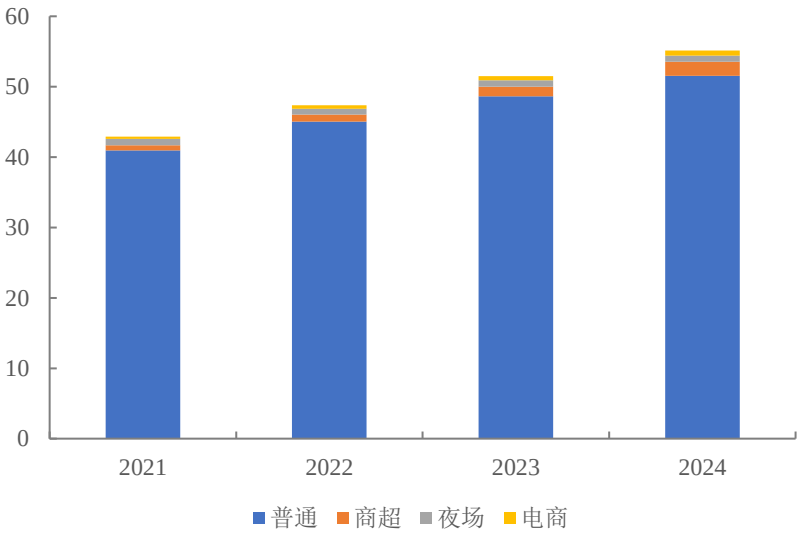
珠江啤酒的渠道战略呈现出“稳固基本盘，发力新渠道”的清晰思路，其核心是在

绝对主导的传统渠道基础上，积极拓展高增长、高价值的现代渠道，以适配其产品高端化战略。普通渠道即传统流通渠道是绝对的基本盘，2021-2024 年收入从 40.93 亿元增长至 51.55 亿元，始终占据总收入的 90%以上，是公司无可动摇的销量和收入基石。**商超渠道**是高速增长的现代渠道，收入从 0.76 亿元迅猛增长至 1.98 亿元，增速在所有渠道中最高，展现出极强的增长势头。商超（大型超市、卖场）是品牌展示和家庭消费的重要场景。此渠道的高增长直接印证了公司高端化战略的成功。利润更高、包装更精美的“雪堡”、“纯生”等系列在商超渠道更受青睐。

电商渠道作为潜力巨大的新兴渠道，公司收入从 0.33 亿元增长至 0.71 亿元，保持稳定增长，但总体规模仍较小。电商渠道是直达年轻消费者、进行新品测试和品牌互动的重要平台。公司积极布局电商，不仅是为了销售，更是为了品牌年轻化、捕获新兴消费群体和消化高端创新产品，如无酒精啤酒、特色风味啤酒，这是面向未来的战略投资。**夜场渠道**表现疲软，战略性调整。收入徘徊在 0.8-0.9 亿元之间，2024 年甚至略有下滑，是唯一增长停滞的渠道。夜场（酒吧、KTV 等）通常是高端啤酒的必争之地，但入场费高昂、竞争激烈。公司战略聚焦，优先将费用和资源投入产出效率更高、更适配其现有产品矩阵的商超和电商渠道。

渠道组合策略表明，珠江啤酒并非简单地全渠道扩张，而是有选择地聚焦于与自身品牌升级目标最匹配、投资回报率更高的渠道，从而实现高效、高质量的增长。

图 53：2021-2024 年珠江啤酒各渠道收入（亿元）



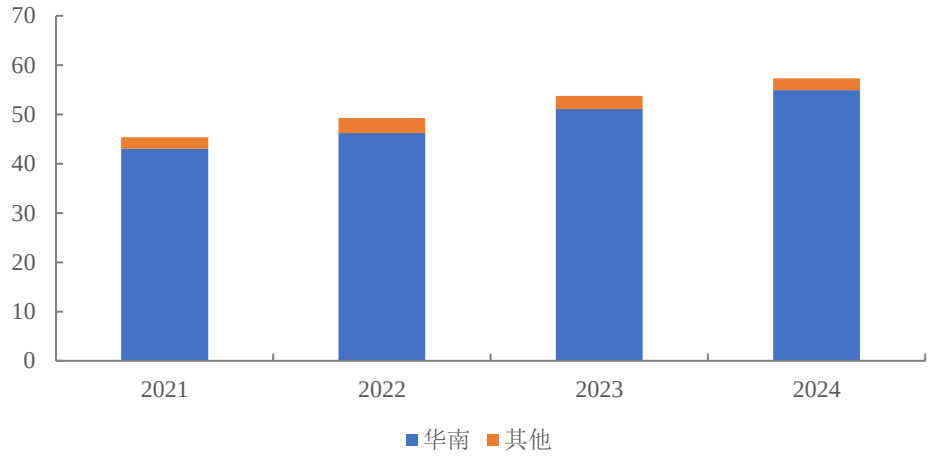
数据来源：东北证券，公司公告

4.2. 深耕华南大本营、外区战略从铺量转向提质

珠江啤酒的地区战略呈现出非常清晰的“深度深耕大本营，理性探索外区市场”的特点，其核心是优先保障华南核心市场的增长与盈利，对外区扩张采取提质增效的谨慎策略。华南市场为公司的核心基地市场，是绝对的收入和利润核心。2021-2024 年公司华南市场收入从 43.04 亿元持续增长至 54.91 亿元，占总收入比例超过 95%，是公司无可动摇的根基。广东省是珠江啤酒的“大本营”，公司在当地拥有极高的品牌认知度和渠道渗透率。公司的战略是深度挖潜，通过产品高端化（推广纯生、

雪堡系列）和渠道精耕（优化经销商网络），不断提升在这一核心市场的份额和盈利能力。开拓外区市场为公司的战略性探索与调整。外区市场收入始终在 2-3 亿元左右徘徊，2023 年后出现下滑，占比不足 5%。

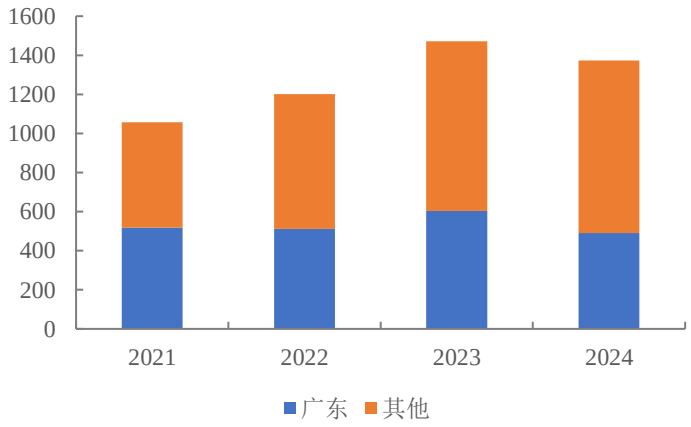
图 54：2021-2024 年珠江啤酒不同地区收入（亿元）



数据来源：东北证券，公司公告

经销商数量先激增后优化：广东以外市场的经销商数量从 2021 年的 539 家迅猛增长至 2023 年的 867 家。2024 年广东省内经销商大幅优化，数量从 2023 年的 604 家减少至 490 家。外部市场仍处在开拓阶段，经销商数量保持在 883 家。公司在省内淘汰了效率低下的经销商，同时在外区维持了渠道网络但更注重现有经销商的质量和产出效率，正逐步采取“提质增效”的策略，从追求数量转向追求质量增长。

图 55：2021-2024 年珠江啤酒不同地区经销商数量（个）



数据来源：东北证券，公司公告

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1、 受益于公司高档大单品纯生销量快速增长和产品结构改善，分业务来看，预计 2025-2027 年公司高档啤酒营收同比增长 10.25%、9.19%、8.19%；中档产品营

收同比减少 7.32%、5.71%、4.16%；大众化产品营收同比增长 8.68%、7.03%、5.61%；其他业务营收同比增长 30.59%、12.15%、4.63%。

2、 预计 2025-2027 年公司营收为 61.40、65.33、69.12 亿元，同比增长 7.1%、6.4%、5.8%。考虑到公司进行人员和产能优化，预计 2025-2027 年营业成本同比增长 4.18%、4.24%、3.92%，毛利率持续提升，分别达到 47.78%、48.84%、49.75%。

盈利预测与投资建议：

预计 2025-2027 年公司营收为 61.40 亿元（+7.1%）、65.33 亿元（+6.4%）、69.12 亿元（+5.8%），归母净利润为 9.74 亿元（+20.17%）、10.97 亿元（+12.62%）、12.53 亿元（+14.28%），EPS 为 0.44 元、0.50 元、0.57 元，对应 2025-2027 年 PE 为 21X/19X/17X。从同业估值来看，行业平均估值在 20 倍左右，公司销量和吨价提升均处于上行通道，享受一定估值溢价，给予公司 2025 年 25 倍估值，维持公司“增持”评级。

表 4：珠江啤酒盈利拆分

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
高档	营收（百万元）	2,975.94	3,425.76	3,904.30	4,304.49	4,700.00	5,085.00
	yoy		*15.12%*	*13.97%*	*10.25%*	*9.19%*	*8.19%*
	毛利率	*45.97%*	*45.75%*	*48.60%*	*49.50%*	*50.50%*	*51.50%*
中档	营收（百万元）	1,450.98	1,398.89	1,239.21	1,148.54	1,083.00	1,038.00
	yoy		*-3.59%*	*-11.41%*	*-7.32%*	*-5.71%*	*-4.16%*
	毛利率	*35.03%*	*32.58%*	*36.54%*	*37.50%*	*38.50%*	*39.50%*
大众化	营收（百万元）	307.85	324.23	367.95	399.87	428.00	452.00
	yoy		*5.32%*	*13.48%*	*8.68%*	*7.03%*	*5.61%*
	毛利率	*25.02%*	*31.67%*	*36.29%*	*37.00%*	*37.50%*	*38.00%*
其他	营收（百万元）	193.37	229.16	219.62	286.81	321.65	336.54
	yoy		*18.51%*	*-4.16%*	*30.59%*	*12.15%*	*4.63%*
	毛利率	*71.35%*	*77.26%*	*77.32%*	*78.22%*	*74.52%*	*70.72%*
合计	营收（百万元）	4,928.14	5,378.04	5,731.08	6,139.71	6,532.65	6,911.54
	yoy		*9.13%*	*6.56%*	*7.13%*	*6.40%*	*5.80%*
	营业成本（百万元）	2836.83	3075.26	3077.43	3206.00	3342.00	3473.00
	yoy		8.40%	0.07%	4.18%	4.24%	3.92%
	毛利率	*42.44%*	*42.82%*	*46.30%*	*47.78%*	*48.84%*	*49.75%*

数据来源：东北证券，Wind

表 5：可比公司估值比较

公司	代码	股价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
青岛啤酒	600600.SH	67.71	3.5	3.77	4.05	19.35	17.96	16.72
华润啤酒	0291.HK	26.68	1.78	1.84	1.97	14.99	14.5	13.54
重庆啤酒	600132.SH	53.35	2.5	2.62	2.74	21.34	20.36	19.47
珠江啤酒	002461.SZ	10.21	0.45	0.51	0.58	22.69	20.02	17.60
平均值						19.59	18.21	16.83

数据来源：东北证券，Wind *截至 2025 年 10 月 20 日，预测数据摘自万得一致预期

6. 风险提示

（1）产品结构升级不及预期

啤酒厂商都在积极推动自身产品结构向上升级，当前消费环境相对低迷，消费者对于高档啤酒的购买意愿存在不确定性，核心产品销售有不及预期的风险。

（2）原材料价格剧烈波动

麦芽、铝罐、瓦楞纸、玻璃瓶等原材料作为啤酒产品重要的生产成本项，价格受地缘政治、海运、产能等因素影响较大，存在价格大幅波动的可能性。如果原材料价格大幅上涨，将对啤酒企业的生产成本形成较大压力，对毛利率产生压制。

（3）行业竞争加剧

在啤酒销售过程中，可能存在行业竞争加剧，例如通过价格战、高额营销费用投入去抢占市场的行为。竞争加剧会使得啤酒企业销售费用率大幅提升，从而影响净利润水平。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,198	6,024	9,263	7,322
交易性金融资产	160	260	360	460
应收款项	23	25	31	28
存货	660	3,258	826	3,418
其他流动资产	27	37	57	77
流动资产合计	**9,089**	**9,635**	**10,571**	**11,340**
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	3,216	3,140	3,064	2,986
无形资产	2,208	2,311	2,406	2,505
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	**6,819**	**6,901**	**6,975**	**7,051**
资产总计	**15,908**	**16,537**	**17,545**	**18,391**
短期借款	2,450	2,490	2,530	2,550
应付款项	639	519	688	566
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	**4,467**	**4,494**	**4,775**	**4,733**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	864	864	864	864
长期负债合计	**864**	**864**	**864**	**864**
负债合计	**5,331**	**5,359**	**5,640**	**5,597**
归属于母公司股东权益合计	10,510	11,085	11,784	12,639
少数股东权益	67	93	122	155
负债和股东权益总计	**15,908**	**16,537**	**17,545**	**18,391**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5,731**	**6,140**	**6,533**	**6,912**
营业成本	3,077	3,206	3,342	3,473
营业税金及附加	479	522	529	560
资产减值损失	-11	-3	-3	-3
销售费用	853	860	902	954
管理费用	425	399	425	449
财务费用	-165	-49	-15	-63
公允价值变动净收益	2	0	0	0
投资净收益	0	31	33	35
营业利润	**951**	**1,147**	**1,292**	**1,477**
营业外收支净额	2	2	2	2
利润总额	**953**	**1,149**	**1,294**	**1,479**
所得税	122	149	168	192
净利润	831	1,000	1,126	1,286
归属于母公司净利润	**810**	**974**	**1,097**	**1,253**
少数股东损益	21	26	29	33

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	**831**	**1,000**	**1,126**	**1,286**
资产减值准备	11	3	3	3
折旧及摊销	299	153	154	155
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	-145	74	75	76
投资损失	0	-31	-33	-35
运营资本变动	82	-2,633	2,645	-2,673
其他	-7	-5	-5	-5
经营活动净现金流量	**1,069**	**-1,439**	**3,964**	**-1,192**
投资活动净现金流量	**-2,451**	**-302**	**-292**	**-294**
融资活动净现金流量	**414**	**-432**	**-434**	**-455**
企业自由现金流	**1,681**	**-1,869**	**3,571**	**-1,632**

财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标				
每股收益（元）	0.37	0.44	0.50	0.57
每股净资产（元）	4.75	5.01	5.32	5.71
每股经营性现金流量（元）	0.48	-0.65	1.79	-0.54
成长性指标				
营业收入增长率	6.6%	7.1%	6.4%	5.8%
净利润增长率	30.0%	20.2%	12.6%	14.3%
盈利能力指标				
毛利率	46.3%	47.8%	48.8%	49.8%
净利润率	14.1%	15.9%	16.8%	18.1%
运营效率指标				
应收账款周转天数	1.43	1.40	1.52	1.53
存货周转天数	144.14	220.00	220.00	220.00
偿债能力指标				
资产负债率	33.5%	32.4%	32.1%	30.4%
流动比率	2.03	2.14	2.21	2.40
速动比率	1.88	1.40	2.02	1.65
费用率指标				
销售费用率	14.9%	14.0%	13.8%	13.8%
管理费用率	7.4%	6.5%	6.5%	6.5%
财务费用率	-2.9%	-0.8%	-0.2%	-0.9%
分红指标				
股息收益率	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%
估值指标				
P/E（倍）	26.73	21.25	18.87	16.51
P/B（倍）	2.08	1.87	1.76	1.64
P/S（倍）	3.82	3.37	3.17	2.99
净资产收益率	8.0%	8.8%	9.3%	9.9%

资料来源：东北证券

研究团队简介：

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现为东北证券食品饮料行业首席分析师， 5年买方研究经验，2015年起从事卖方研究工作，荣获2020年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一，2020年Wind资讯金牌分析师食品饮料行业第二，2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队，2018年每市食品饮料行业年度组合收益第四，2018年投研社最受机构欢迎分析师，2018年进门财经百佳分析师，2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第七，2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第三，2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第二，“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

阚磊：香港大学商业分析硕士，南京大学金融学、管理学双学士，2020年加入东北证券，现任食品饮料行业分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

