

## 推进产品结构高端化，巩固华南优势地位

——珠江啤酒首次覆盖

公司深度

### ● 珠江啤酒区域龙头，高端化产品结构保持竞争力

珠江啤酒1985年在广州成立，2010年深交所上市，2025年迎来投产40周年。公司是华南地区啤酒龙头，华南地区市场占有率30%。公司核心产品早已由传统啤酒升级为纯生、雪堡等高端系列，通过经销+线上直销模式覆盖B2B/B2C客户。

2025年公司省内酿造产能约230万吨，啤酒销量146万吨/+1.58%，实现营业收入58.78亿元/+2.56%，净利润9.19亿元/+10.62%，净利率创历史新高15.64%。华南地区收入占比95.66%；其中高端啤酒收入占比76.20%，高端啤酒收入同比增长10.98%，贡献毛利81.48%。

### ● 啤酒行业已进入深度存量竞争阶段，珠啤高端化战略提升行业市占率

对比2013/2025年国内规上啤酒产量5062/3536万千升，下降30%，近五年产量稳定在3500万千升左右；2013/2025年国内规上啤酒行业销售收入1814/1800亿元，基本持平；规上利润总额分布为126/305亿元，同比增142%；吨酒收入分别为3584/5090元/千升，同比增42%。国内啤酒行业产量从顶峰下降了30%，收入几乎没变，利润上涨2倍多。

伴随经济增长和消费升级，中国啤酒行业量减价增，已进入存量竞争、价值提升新阶段。啤酒行业也从最初的“一城一啤”格局发展至今的CR6销量市占率从2017年的75%提升至2025年近93%。珠江啤酒销量市占率由2017年的2.75%提升至2025年4.14%。

### ● 产品研发创新实力卓越，满足消费者多样化需求

1997年珠江啤酒推出国内第一款纯生啤酒，是国内纯生啤酒标准的发起者，以及制定的主要参与者之一。2000年推出国内第一瓶含活性酵母的白啤酒，在纯生和活酵母等多项技术基础之上，公司陆续开发高端化（雪堡）、鲜啤化（原浆）、精酿化（雪堡白/桃沁/世涛）、轻饮化（LIGHT/P9）等新品，公司产品矩阵丰富，满足消费者不断提升的多样化需求。

### ● 2025年三大基地扩建完成，高端供给能力增强

2025年产能扩建完成。2025年梅州珠啤、湛江珠啤(20万吨)、中山珠啤(30万吨)等产能扩建升级项目顺利完成。中高端供给能力加速释放，为业务扩张提供支撑。公司2025年经营现金流11.2亿元，资产负债率仅30.87%。分红率46.6%，股息率2.47%。现金在手充裕，2017年定增剩余24.4亿元资金可用于未来产能及营销扩张。

### ● 稳定的股利分配政策回报股东

公司实施持续、稳定的利润分配政策，2025年现金分红4.21亿元，既满足对股东的回馈，又要满足公司未来市场份额扩张和品牌建设需要，实现企业可持续发展与投资者回报的动态平衡。

### ● 盈利预测及投资建议

啤酒行业结构性变革，以及啤酒消费者的消费习惯演变，公司持续提高其高端产品占比，依托公司在华南地区深入人心的品牌优势与渠道优势，以及技术研发能力，“十五五”期间坚持“一核一赋、双向融合”的战略发展思路，

## 强烈推荐（首次评级）

陈文倩（分析师）

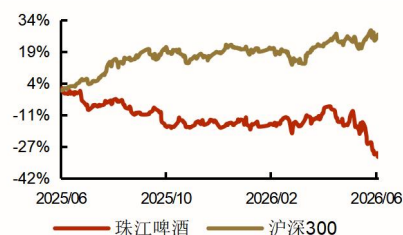
chenwenqian@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280515080002

市场数据 时间 2026.06.30

收盘价(元):	7.57
一年最低/最高(元):	7.42/11.56
总股本(亿股):	22.13
总市值(亿元):	167.55
流通股本(亿股):	22.13
流通市值(亿元):	167.55
近3月换手率(%):	38.62

### 股价一年走势



### 相关报告

即聚焦啤酒产业核心主业，以文化园区建设赋能发展，促进主业与文化园区双向融合、协同增效。短期啤酒行业成本红利仍在持续，中期华南市场人口与经济活力为公司提供持续增长基底，“十五五”产能扩建升级将打开公司中高端供给上限。我们预期公司2026-2028年预计实现收入61/62/64亿元，同比增长3.4%/2.7%/2.5%，预计实现净利润9.84/10.04/10.39亿元，EPS分别0.44/0.45/0.47元，估值分别为18X/17X/17X，公司最新估值18X，公司估值已创历史新低，首次评级，给予公司“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**餐饮等终端消费恢复不及预期压力；啤酒企业加码华南市场布局，华南地区竞争加剧，企业面临新品研发和推广不及预期等经营风险；消费习惯变化等风险；食品安全、生产经营等风险。

#### 财务摘要和估值指标 (2026/06/30)

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,731	5,878	6,077	6,241	6,396
增长率(%)	6.6	2.6	3.4	2.7	2.5
净利润(百万元)	810	904	984	1,004	1,039
增长率(%)	30.0	11.5	8.9	2.0	3.5
毛利率(%)	46.3	48.3	48.0	47.9	47.8
净利率(%)	14.1	15.4	16.2	16.1	16.2
ROE(%)	7.9	8.3	8.6	8.4	8.2
EPS(摊薄/元)	0.37	0.41	0.44	0.45	0.47
P/E	35.1	25.4	17.5	17.1	16.6
P/B	2.1	1.9	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为2026年6月30日

## 目 录

1、 珠江啤酒——华南啤酒龙头，高端化与区域深耕并行 .....	6
1.1、 珠江啤酒发展历程 .....	6
1.1.1、 第一阶段：奠基与投产（1982-1989）——“珠啤速度” .....	7
1.1.2、 第二阶段：产能扩张与分装网点（1990s）——业内首创“集中酿造、分散灌装” .....	8
1.1.3、 第三阶段：技术研发突破（1997-2005）——纯生无菌工程化全链路 .....	8
1.1.4、 第四阶段：登陆A股资本化，打造啤酒+文化园区双主业（2010-至今） .....	9
1.2、 珠江啤酒股权结构——国资绝对控股 .....	11
1.3、 管理团队企业管理经验丰富，稳健接替 .....	12
1.4、 珠江啤酒产品高端化驱动收入增长 .....	13
1.5、 珠江啤酒产能布局：2025年三大基地扩建完成，高端供给能力增强 .....	14
1.6、 “十四五”期间珠啤各渠道毛利率均有提升 .....	16
2、 啤酒行业现状与竞争格局 .....	17
2.1、 中国啤酒产量居世界和亚洲第一，但价格偏低 .....	18
2.2、 存量市场集中度提升，产品结构性红利加速释放中 .....	20
2.3、 华南市场：中国优质的啤酒市场 .....	20
2.4、 2017年前后国内啤酒陆续开启高端化战略转型 .....	22
2.4.1、 2018年进口啤酒量和金额触顶 .....	22
2.4.2、 中国啤酒市场增速换挡 .....	22
2.4.3、 国内啤酒企业高端化纷纷加码 .....	23
2.5、 人均可支配收入提升，啤酒消费提质提价 .....	24
2.6、 啤酒消费人群年轻化占比提升 .....	25
2.7、 消费场景变迁，非即饮渠道占比提升至约60% .....	26
3、 珠江啤酒经营优势分析 .....	27
3.1、 纯生技术护城河：推进高端化产品结构的坚实基础 .....	27
3.2、 华南渠道壁垒：40年积累的护城河，继续提升渠道密度 .....	28
3.3、 高端化与产能扩张双轮驱动，长期增长可期 .....	29
3.4、 财务指标 .....	30
3.4.1、 经营效率提升 .....	30
3.4.2、 财务指标改善 .....	30
4、 公司分析与预测 .....	31
4.1、 公司竞争战略分析 .....	31
4.2、 与其他上市公司比较，珠江啤酒高端化助推啤酒业务增速更明显 .....	32
4.3、 生产成本有望保持平稳小幅波动 .....	34
4.3.1、 啤酒行业受益于大麦采购价格回落毛利提升 .....	34
4.3.2、 包装材料价格变化 .....	36
4.4、 珠江啤酒净利率持续稳步提升 .....	37
4.5、 资本开支和设备折旧影响 .....	38
4.6、 继续完善薪酬绩效 .....	40
4.7、 稳定的股利分配政策回报股东 .....	40
5、 盈利预测和估值 .....	40
5.1、 关键假设及盈利预测 .....	40
5.2、 与公司自身历史PE比较： .....	41
5.3、 与可比公司估值比较： .....	41
5.4、 估值结论与投资评级 .....	42



图 42: 国内啤酒企业啤酒吨价变化整体均在上行.....	33
图 43: 珠江啤酒销量和吨价变动影响.....	33
图 44: 燕京啤酒销量和吨价变动影响.....	33
图 45: 重庆啤酒销量和吨价变动影响.....	33
图 46: 华润啤酒销量和吨价变动影响.....	33
图 47: 青岛啤酒销量和吨价变动影响.....	34
图 48: 惠泉啤酒销量和吨价变动影响.....	34
图 49: 高端化推进, 原材料占比上升, 折旧占比小幅回升.....	35
图 50: 2025 年珠江啤酒营业成本构成, 原材料占比超七成.....	35
图 51: 2025 年原材料中易拉罐成本占比最大近四成.....	35
图 52: 原材料各成本变化, 铝锭涨价易拉罐占比提升.....	35
图 53: 高端化持续推进, 占比居高的原材料中粮食和包材占比呈下降趋势.....	35
图 54: 进口大麦单价较高点回落 37%, 2025、2026 年价格较稳定.....	36
图 55: 瓦楞纸价格底部回升中, 整体仍在底部区间运行.....	36
图 56: 浮法玻璃底部区间运行, 价格仍在下探.....	37
图 57: 铝锭价格持续高位运行多年, 2026 年上半年价格再度上行.....	37
图 58: 啤酒上市公司毛利率比较.....	38
图 59: 啤酒上市公司净利率比较.....	38
图 60: 啤酒上市公司销售费率比较.....	38
图 61: 啤酒上市公司管理费比较.....	38
图 62: 资本开支比较, 珠江啤酒持续加码高端化.....	39
图 63: 啤酒上市公司 ROE 比较, 珠江啤酒稳步提升.....	39
图 64: 啤酒上市公司资本支出/折旧摊销比较.....	39
图 65: 珠江啤酒分红比例保持稳定.....	40
图 66: 珠江啤酒 PE-band.....	41
表 1: 分装厂数量.....	8
表 2: 国内啤酒公司上市时间.....	10
表 3: 珠江啤酒登陆资本市场, 总部酿造产能搬迁推动企业向“智能制造+文化运营商”转型.....	10
表 4: 公司董事和部分高管简介.....	12
表 5: 珠江啤酒产品结构 (2025 年).....	14
表 6: 截至 2025 年公司省内基地产能.....	15
表 7: “十四五”期间珠江啤酒各渠道收入表现.....	17
表 8: “十四五”期间珠江啤酒各渠道毛利率变化.....	17
表 9: 2025 年中国啤酒市场六大企业核心财务对比.....	23
表 10: 国内啤酒企业中高端产品收入、销量贡献 (各公司披露口径不统一).....	32
表 11: 珠江啤酒盈利预测.....	41
表 12: 可比公司的估值比较.....	42

## 1、珠江啤酒——华南啤酒龙头，高端化与区域深耕并行

1985年珠江啤酒厂在广州成立，实控人广东国资委，2002年公司正式更名为广州珠江啤酒股份有限公司，2010年深交所上市。截至2025年公司省内产能约230万吨，啤酒销量144万吨，国内啤酒销量占比约4%，排名第六位。

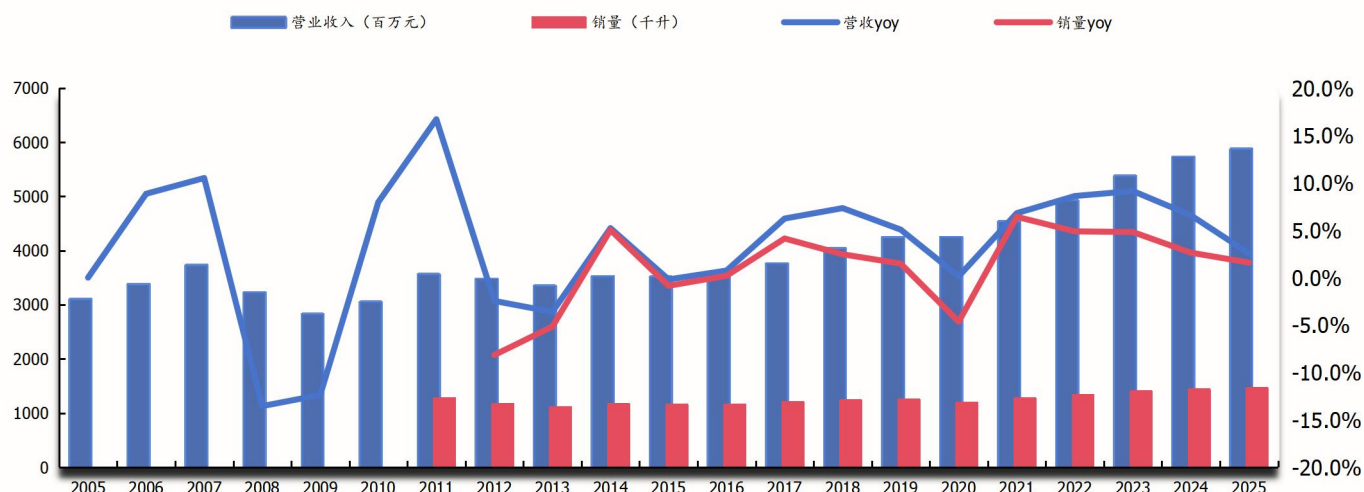
公司是一家以啤酒酿造产业为主，啤酒文化、包装产业配套发展的大型现代化企业，生产基地主要分布于广州南沙、东莞、梅州、中山等地，现有员工约4600人，现有下属企业16家，其中啤酒企业12家，包装企业2家，文化企业2家；拥有高新技术企业8家，省级专精特新企业8家，省级创新型中小企业9家，创新平台保持21个，拥有国家认定企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室、国家级绿色工厂，20多项技术填补国内空白，率先研制推出我国第一瓶纯生啤酒和白啤酒，享有“南有珠江”美誉。

公司以广东地区中高档啤酒收入为主，在广东市场占有率约30%。2025年公司实现营业收入58.78亿元，其中华南地区（广东为主）收入贡献56.22亿元，收入占比95.66%；啤酒收入56.87亿元，收入占比高达96.75%，其中高档啤酒占啤酒收入76.2%，中高档啤酒合计贡献啤酒收入近93%；销售净利率创历史新高15.64%。

### 1.1、珠江啤酒发展历程

珠江啤酒开创初期，高质量、高效率发展，首创国内啤酒行业多项第一。1982年是全国第一家以“补偿贸易”形式与欧洲合作技术建厂，1985珠江啤酒5万吨产能速度投产，90年代在国内啤酒行业首创“集中酿造、分散灌装”，快速提升市场覆盖率。1997推出国内第一瓶纯生啤酒，标志着中国纯生啤酒时代的开启。2005公司用了20年时间将产能由5万吨增长至150万吨，成为全球单厂最大的啤酒酿造中心之一，并在2010成功上市。2015年，公司积极响应广州市“退二进三”政策，将生产厂区搬迁至南沙，标志着其发展历程中的重要一步，珠江啤酒开启从“制造工厂”向“智能制造+文化运营商”转型。公司2017混改募资，公司的发展方向转向中高端特色啤酒酿造及啤酒文化运营，并建立“风险共担、利益共享”机制，实现“国资支持、同行增持、员工同持”，为珠江啤酒快速发展提供强大的内生动力。2018提出“3+N”品牌矩阵，2022年公司调整“3+N”战略为“雪堡、纯生、珠江+特色”产品线，依靠三大核心品牌覆盖高端、中高端、大众市场，同时以N个特色产品系列满足个性化消费需求，一步步构建起珠江啤酒产品多样化、高端化、特色化的品牌形象。“十四五”期间，珠江啤酒以啤酒酿造与啤酒文化产业为主线，实现双主业协同发展。

图1：珠江啤酒以纯生等高端啤酒立足，啤酒销量与收入同步提升



资料来源：wind，诚通证券研究所

图2：截至2025年珠江啤酒有16家子公司

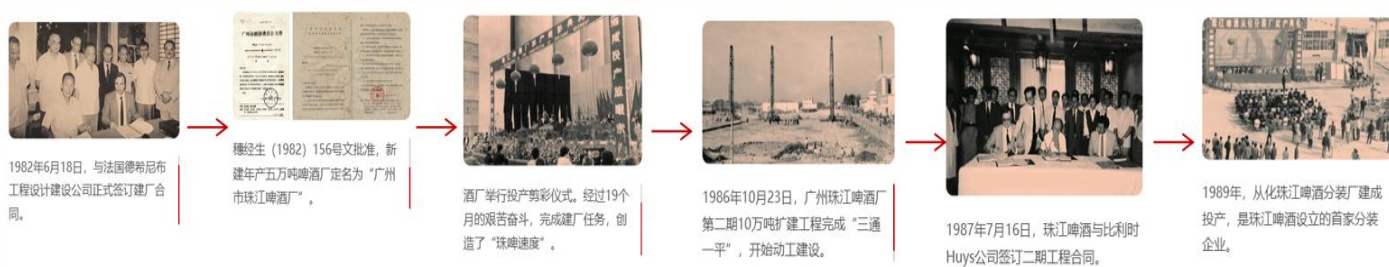


资料来源：珠江啤酒:2025年环境、社会和公司治理(ESG)报告，诚通证券研究所

### 1.1.1、第一阶段：奠基与投产（1982-1989）——“珠啤速度”

**建厂模式创新。**80年代国家实施“啤酒专项工程”，各地纷纷掀起兴建啤酒厂的热潮，地方啤酒厂一度超800家，形成“一城一啤”格局。1982年珠江啤酒的前身广州珠江啤酒厂开始立项筹建。珠江啤酒厂与众不同的建厂模式，1982年与法国 Technip（德希尼布）签建厂合同，1983年公司签署中法信贷协议，是全国第一家以“补偿贸易”形式引进外资+国外技术，不用财政全额拨款，用未来产品出口还贷。珠江啤酒厂以补偿贸易的金融创新模式，把一座亚洲顶级的现代化啤酒厂，在19个月内完工投产。时任国家轻工部部长杨波当场评为“三全一次”：一次引进成功、一次试产成功、一次打入国际市场。

图 3： 奠基与投产（1982-1989）——“珠啤速度”



资料来源：珠江啤酒官网，诚通证券研究所

### 1.1.2、 第二阶段：产能扩张与分装网点（1990s）——业内首创“集中酿造、分散灌装”

**发展模式创新。**自 1989 年首家分装企业从化珠江啤酒分装厂建成投产后，1993 年，新丰分装厂成立；1995 年，海丰分装厂成立；1996 年后，阳江、汕头、梅州、中山、东莞等分装厂相继建成投产，珠江啤酒开创了“集中酿造，分散灌装”的发展模式。珠江啤酒用“分装网点”的发展模式，快速铺开对华南市场的覆盖；随着梅州、中山、东莞等地升级为酿造基地，分装体系完成使命，收缩为从化、新丰、海丰等少数节点，服务于偏远与过渡市场。

图 4： 珠江啤酒开创“集中酿造，分散灌装”发展模式



资料来源：珠江啤酒官网，诚通证券研究所

表 1： 分装厂数量

类型	数量	代表厂商
纯分装厂	3 家	从化、新丰、海丰
分装厂→升级酿造厂	3 家	梅州、中山、东莞
关停退出	1 家	汕头

资料来源：珠江啤酒官网，公司 2025 年年报，诚通证券研究所

### 1.1.3、 第三阶段：技术研发突破（1997 - 2005）——纯生无菌工程化全链路

珠江啤酒于 1997 年率先推出中国第一瓶纯生啤酒——珠江纯生，产品经先进的低温膜过滤和密封无菌灌装，独特的技术处理让生啤酒的新鲜和营养得以保存，带出真正的畅快口感。珠江纯生啤酒品质控制关键技术等 20 多项核心技术填补国

内空白，填补国内纯生啤酒商业化空白，开启国产啤酒高端化进程，成为中国纯生啤酒标准的领导者、制订者之一。

从传统熟啤市场到突破进入纯生市场。纯生技术让珠江啤酒在华南市场建立起“鲜爽”的差异化认知，避开与雪花、青啤在低价熟啤上的争夺。更重要的是公司打通了纯生技术的工程化全链路，掌握了无菌工程能力——这是后续所有高端化创新的基础。

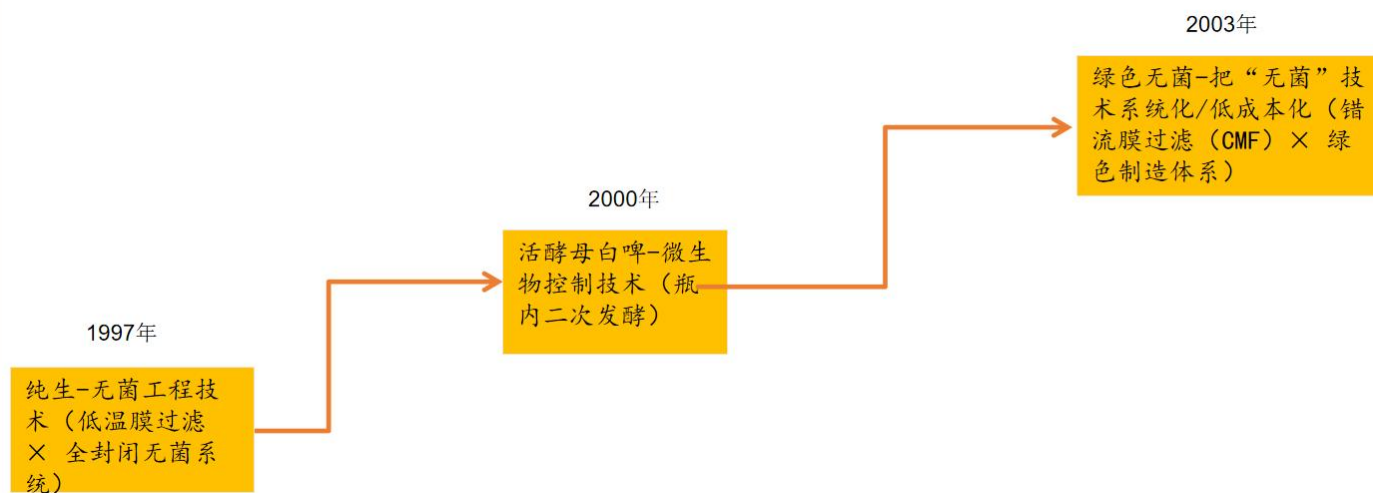
从“无菌产品”到“活酵母产品”。2000年珠江啤酒自主开发瓶内二次发酵技术，酿造出中国第一瓶含活性酵母的白啤酒。中国首个实现瓶内二次发酵含活性酵母白啤酒工业化量产的企业。2003年珠江 ALE 啤酒的成功上市标志着我国啤酒业在上面发酵啤酒技术上取得成功，改写了传统啤酒工艺下面发酵的历史。珠江白啤和珠江 ALE 啤酒是珠啤继“纯生”后在啤酒业的又一力作。

2003年错流膜过滤（CMF）× 绿色制造体系，将啤酒错流膜过滤技术应用到所有啤酒生产，进一步改进啤酒生产流程，提高啤酒的纯正口感和抗氧化保鲜性能。将珠江啤酒的“无菌”技术系统化、低成本化。

2005年7月14日，珠江啤酒第四期啤酒酿造技改项目投产，标志着珠江啤酒总部实现了啤酒产能150万吨的规模，成为全球单厂最大的啤酒酿造中心之一。

依托公司创新的纯生啤酒工程化全链路和持续提升的啤酒酿造技术，公司核心产品从传统啤酒升级为以纯生、雪堡等高端系列啤酒产品为主，其中珠江纯生啤酒全国纯生啤酒销量第一（最新统计数据截至2024年底）。

图 5： 技术研发突破（1997 - 2005）——珠江啤酒三次技术升级为自研高端化产品打下坚实基础



资料来源：珠江啤酒官网，公司1997年-2005年年报公告，诚通证券研究所

#### 1.1.4、 第四阶段：登陆 A 股资本化，打造啤酒+文化园区双主业（2010 - 至今）

2010年公司在深交所挂牌上市，成为 A 股最后一家以啤酒为主业 IPO 的公司。回看公司发展历程，创业初期即以“补偿贸易”形式自力更生，引入法国/比利时 20 世纪 80 年代先进水平全套装备与快速发酵工艺，依托高质量的产品打开市场大门；集中酿造、分散灌装，依靠自身的经营模式快速占领周边市场；1997 国内首创第一瓶纯生啤酒，依靠自研能力陆续开发高端新品，为公司“南有珠江”立住口

碑。

**表 2：国内啤酒公司上市时间**

公司	股票代码	交易所	上市日期	备注
青岛啤酒	600600.SH / 00168.HK	港交所/上交所	1993.07.15 (H股) 1993.08.27 (A股)	中国内地第一家海外上市企业，也是首家 A+H 两地同时上市，实控人青岛国资委
燕京啤酒	000729.SZ	深交所主板	1997.07.16	实控人北京国资委
重庆啤酒	600132.SH	上交所主板	1997.10.30	外资嘉士伯控股（持股 60%+）
兰州黄河	000929.SZ	深交所主板	1999.06.23	西北地区
惠泉啤酒	600573.SH	上交所主板	2003.02.26	燕京啤酒控股的福建子公司
珠江啤酒	002461.SZ	深交所中小板	2010.08.18	广州国资控股，华南地区
华润啤酒	00291.HK	港交所主板	前身华润创业 1992 年上市 2015 年更名为华润啤酒	央企系（华润系）

资料来源：Wind，诚通证券研究所

公司用了 20 年时间将设计产能由 5 万吨增长至 150 万吨，但一直未能有效扩张市场实现全国覆盖。2010 上市后面临全国化扩张的竞争对手，2015 年因政策要求，退城入园的珠江啤酒开启从“制造工厂”向“智能制造+文化运营商”转型，2022 年公司“3+N”战略调整为“雪堡、纯生、珠江+特色”产品线，依靠三大核心品牌覆盖高端、中高端、大众市场，同时以 N 个特色产品系列满足个性化消费需求，一步步构建起珠江啤酒产品多样化、高端化、特色化的品牌形象。“十四五”期间，珠江啤酒以啤酒酿造与啤酒文化产业为主线，实现双主业协同发展。

公司 2026 年初的职代会上公司强调，“十五五”期间，珠江啤酒坚持“一核一赋、双向融合”的战略发展思路，即聚焦啤酒产业核心主业，以文化园区建设赋能发展，促进主业与文化园区双向融合、协同增效。

**表 3：珠江啤酒登陆资本市场，总部酿造产能搬迁推动企业向“智能制造+文化运营商”转型**

时间	事件
2010.08.18	深交所挂牌上市（002461.SZ），开启资本市场篇章
2011.03	与德国慕尼黑理工大学共建“珠江啤酒国际技术研究室”
2011.05	广西珠江啤酒（南宁）建成投产，首期 20 万吨——首家用募集资金建成的省外基地
2012.08	梅州珠江啤酒年产 20 万吨项目投产
2015	响应“退二进三”，总部酿造产能（130 万吨级）搬迁至南沙生产基地；旧址盘活做琶醍文创
2015	率先研发雪堡红啤/黑啤/桂花蜂蜜等精酿系列，获布鲁塞尔啤酒挑战赛等多项国际奖项
2015	总部启动“前店后厂”精酿体验中心项目，旧车间升级为啤酒体验空间
2017.03	深化混改，定向增发募资约 43 亿元（百威参股升至近 30%，含员工持股）
2017	中国纯生啤酒 20 年发展论坛在广州召开，首次提出“品类创新+文化创造”战略
2018	发布“3+N”品牌矩阵（珠江纯生为核心的高端化道路）
2019	推出核心大单品 97 纯生（黑金系列）高端化加速
2022	公司“3+N”战略调整为“雪堡、纯生、珠江+特色”产品线，依靠三大核心品牌覆盖高端、中高端、大众市场，同时以 N 个特色产品系列满足个性化消费需求，一步步构建起珠江啤酒产品多样化、高端化、特色化的品牌形象。
2022	珠江啤酒厂旧址入选广州市第一批工业遗产；琶醍+博物馆“啤酒+文化”双主业成型

时间	事件
2023	入选 Brand Finance 全球最具价值啤酒品牌 50 强（涨幅 44.4%）；发布南越虎尊超高端新品
2024.10	珠江啤酒大厦正式开工
2024.11	与洲际酒店集团签广州金普顿珠江酒店管理协议，打造高端酒店商业综合体
2024	上榜首批广东老字号
2025.07	签约成为十五运会和残特奥会“啤酒类独家供应商”
2025	“十四五”期间，珠江啤酒以啤酒酿造与啤酒文化产业为主线，实现双主业协同发展
2026.	“十五五”期间，珠江啤酒坚持“一核一赋、双向融合”的战略发展思路，即聚焦啤酒产业核心主业，以文化园区建设赋能发展，促进主业与文化园区双向融合、协同增效。

资料来源：珠江啤酒官网，公司 2010-2025 年年报公告，诚通证券研究所

图 6：珠江纯生销量全国第一



资料来源：珠江啤酒官网，诚通证券研究所

图 7：珠江啤酒文化产业



资料来源：珠江啤酒官网，诚通证券研究所

图 8：珠江啤酒“3+N”品牌战略



资料来源：珠江啤酒官网，诚通证券研究所

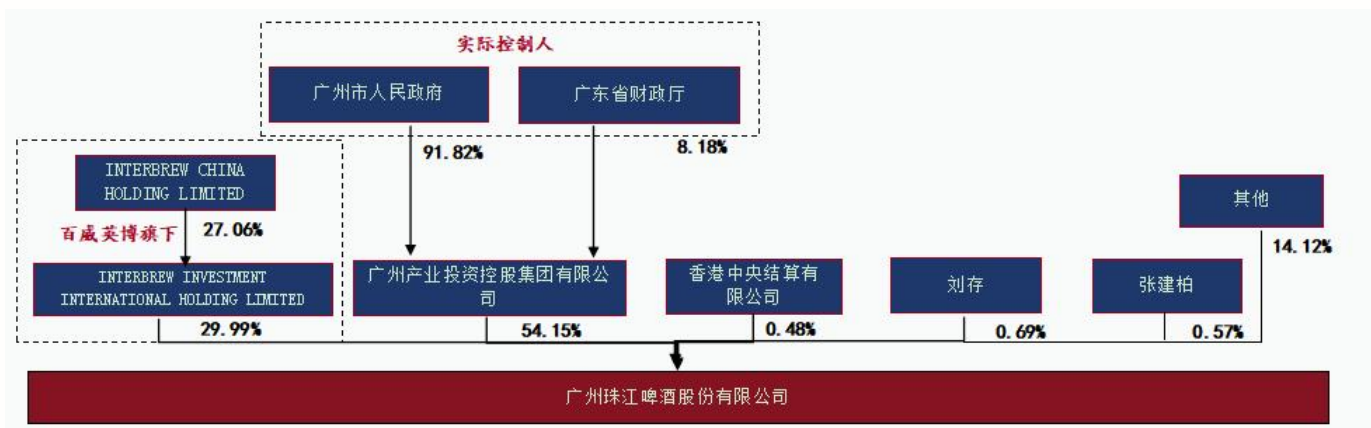
### 1.2、珠江啤酒股权结构——国资绝对控股

珠江啤酒实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会（间接控制 49.57%），控股股东广州产业投资控股集团有限公司持股 54.15%，是珠江啤酒的主要决策者，国企高集中度控股，为公司提供了稳定的治理基础。持股第二位的 INTERBREW INVESTMENT INTERNATIONAL HOLDING LIMITED（英特布鲁投

资国际控股有限公司，其关联方为百威英博集团），长期稳定持股 29.99%，作为战略投资者深度参与公司治理。两大股东合计持股 84.14%，股权高度集中，结构稳定。百威英博作为全球第一大啤酒集团，2025 年实现营业收入 4169 亿元，全球啤酒销量高达 4842 万千升，占全球啤酒总产量约 27%。百威英博的入股有助于珠江啤酒在高端化工艺和全球供应链上汲取国际经验，是重要战略优势。

珠江啤酒建厂初期引入比利时装备与技术，2002 年珠啤集团以经营性净资产出资，联合比利时英特布鲁集团（Interbrew，百威英博前身之一）等 6 家发起人共同设立广州珠江啤酒股份有限公司。英特布鲁出资约 1.6 亿元取得 24% 股权，成为二股东。2008 年英博以 520 亿美元收购美国 AB 公司，合并为今天的百威英博（AB InBev）。珠江啤酒的英特布鲁股权随之归入百威英博体系，2017 年珠江啤酒完成 43.12 亿元非公开发行（“二次混改”），广州国资同步注资控股，百威英博同步注资后持股精确锁定在 29.99%。

图 9：珠江啤酒股权结构图（2026 年一季度）



资料来源：Wind，公司一季报公告，诚通证券研究所

### 1.3、管理团队企业管理经验丰富，稳健接替

2025 年末，公司董事会在任董事 8 人，其中外部董事 5 名（含 3 名独立董事及外资股东百威推荐的 2 名董事），内部董事 3 名，含职工董事 1 名。

公司董事会于 2025 年 6 月 16 日选举黄文胜先生接棒升任为公司第四届董事会董事长。公司现任董事长黄文胜 2020 年出任珠江啤酒总经理，2025 年 6 月升任董事长兼党委书记，成为珠江啤酒新的“一把手”。

上一任董事长王志斌先生到龄退休。王志彬先生 2005 年起在公司担任副总经理，积累了丰富的经验，并在 2019 年担任董事长，推动公司在智能化升级和双主业战略方面的实施。任内推动高端化转型，但因到龄退休于 2025 年 6 月正式交棒。

表 4：公司董事和部分高管简介

姓名	职务	公告日期	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	年龄	最新薪酬 (万元)	最新持股 数(万股)
黄文胜	董事长, 董事	2025/6/17	2020/4/15	男	中国	硕士	1968	58	99.32	0

现任公司党委副书记。研究生学历，中国国籍，无境外永久居留权。1989 年 8 月参加工作，曾任广州有线电厂工

姓名	职务	公告日期	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	年龄	最新薪酬 (万元)	最新持股 数(万股)
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。										
程衍俊	副董事长,董事	2025/4/25	2025/4/23	男	中国	硕士	1960	66	0	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，中国国籍，中欧国际工商学院 EMBA 学位，齐鲁工业大学学士学位，高级工程师，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。										
张涌	副董事长,董事, 总经理	2025/8/29	2025/8/14	男	中国	硕士	1970	56	47.24	0
现任公司党委副书记。中国国籍，研究生学历，管理学硕士，经济师。曾任广州市委组织部干部二处副处长，广州市公开选拔领导干部办公室主任、广州市企业经理人才评价推荐中心主任，广州铁路投资建设集团有限公司临时党委副书记、董事，广州岭南国际企业集团有限公司党委副书记、董事，广州岭南集团控股股份有限公司监事会主席，广州岭南商旅投资集团有限公司党委副书记、董事、工会主席等。										
柯睿格	董事	2021/4/24	2021/4/23	男	美国	博士	1982	44	0	0
2021年1月至今，任百威集团亚太区首席法律及企业事务官。美国国籍，拥有美国芝加哥大学拉丁美洲历史专业文学学士学位，美国西北大学普利兹克法学院法学博士学位。曾任百威集团北美区总法律顾问，亚太区并购业务主任，亚太南区法律及企业事务副总裁，亚太区法律及合规总监，全球总部并购及商务法律总监，美国盛信律师事务所律师，纽约市经济发展公司项目经理等职务										
罗志军	职工董事, 副总经理	2012/6/7	2011/9/13	男	中国	本科	1966	60	86.99	0
现任本公司董事，副总经理，珠啤集团董事。学士，助理工程师，曾任珠啤集团酿造厂副厂长，厂长，设备工程部经理。										
韩振平	独立董事	2020/7/24	2020/7/21	男	中国	硕士	1973	53	6	0
现任中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）高级合伙人，广东分所所长。中国国籍，高级工商管理硕士，中国注册会计师，资产评估师。曾任黑龙江省桦川县供销社财务科科员，黑龙江省佳木斯富民农业生产资料公司财务经理，北京天华会计师事务所项目经理，中审会计师事务所有限公司副主任会计师，广东分所所长等职务。										
曹庸	独立董事	2023/1/6	2023/1/5	男	中国	博士	1966	61	0	0
现任华南农业大学食品学院二级教授，广东省功能食品活性物重点实验室主任，广州酒家集团股份有限公司独立董事，么麻子食品股份有限公司独立董事，广东惠尔泰生物科技有限公司董事，广州绿萃生物科技有限公司监事。中国国籍，无境外永久居留权，理学博士，生物学教授，博士生导师，曾任吉首大学教师。										
何兴强	独立董事	2023/1/6	2023/1/5	男	中国	博士	1967	60	6	0
现任中山大学岭南学院教授，工会主席，广东省教育厅经济贸易类本科专业教学指导委员会副主任委员，鼎龙文化股份有限公司独立董事。中国国籍，无境外永久居留权，经济学博士，金融学教授，博士生导师，曾任中山大学国际商务系副主任，主任，中山大学社会科学处副处长，中山大学校工会副主席等。										
涂京霞	副总经理, 总工程师	2024/3/29	2018/4/25	女	中国	硕士	1973	53	87.7	0

资料来源：Wind，诚通证券研究所

#### 1.4、珠江啤酒产品高端化驱动收入增长

公司产品线覆盖高档、中档和大众化三个价格带，以“纯生”为品类核心竞争标签，形成以珠江纯生系列为主力、多品类协同发展的产品矩阵。97纯生是当前最

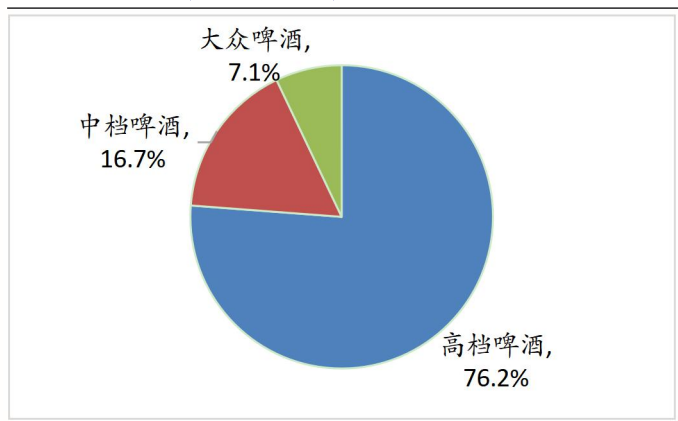
核心的利润引擎，通过在 8-10 元价格带建立品牌护城河，持续替代中端零度产品及低端纯生，推动公司啤酒平均售价上移。2025 年吨价达 3888 元/吨(同比+1.57%)。公司同步布局风味啤酒(茶啤、果啤)与精酿产品，以品类创新驱动次高端市场渗透。

表 5：珠江啤酒产品结构（2025 年）

产品档次	核心产品	价格定位（约）	2025 年啤酒收入（亿元）	啤酒收入占比	毛利率
高档	97 纯生（黑金）、雪堡、珠江原浆、纯生 1997	8—30 元/瓶	43.33	76.20%	50.82%
中档	珠江零度、珠江纯生（精品）	4—8 元/瓶	9.51	16.72%	37.08%
大众化	经典老珠江等	2—4 元/瓶	4.03	7.09%	36.74%
啤酒产品合计	——	——	56.87	100%	47.53%

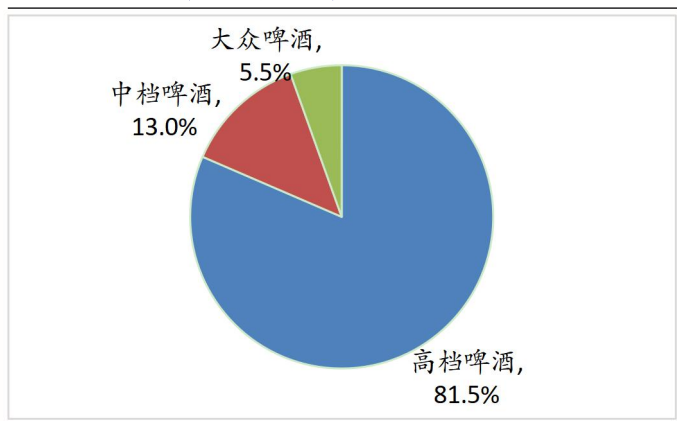
资料来源：Wind，公司官网，公司 2025 年年报公告，诚通证券研究所

图 10：2025 年三档产品啤酒板块收入各自占比



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 11：2025 年三档产品啤酒板块毛利各自占比



资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 1.5、珠江啤酒产能布局：2025 年三大基地扩建完成，高端供给能力增强

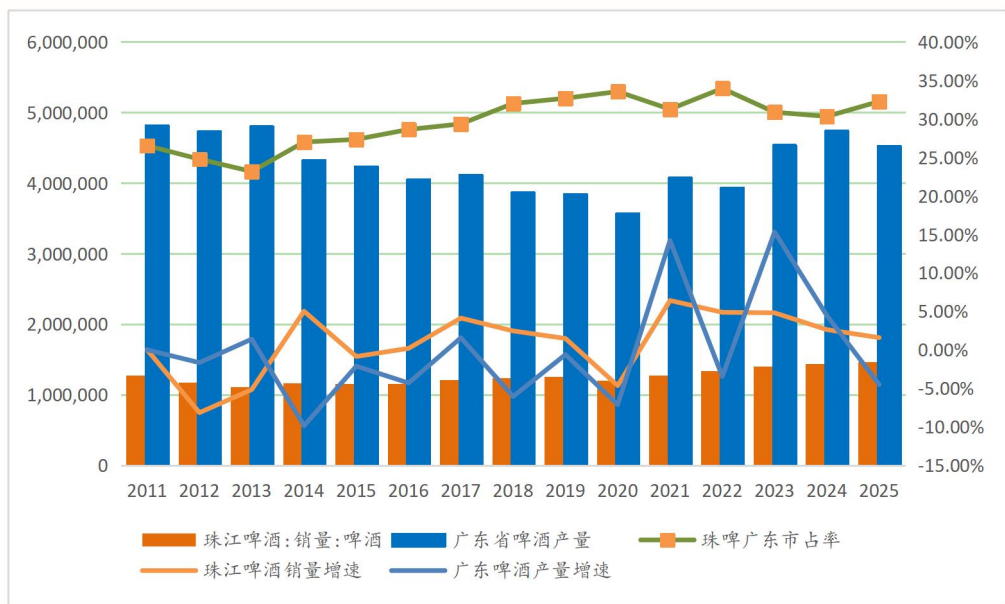
公司产能以广东省为核心，采取“深耕大本营、辐射周边”的布局策略。1、2022 年南沙 130 万吨产能投产——全国啤酒最大单厂之一，5 条灌装线（3 瓶+2 罐），含 9 万罐/小时高速线，合计 80 万吨包装产能，供应大广州并辐射全省；2、东莞/中山东西两翼——2023 年东莞扩建（+30 万吨酿造）与 2025 年中山扩建（+30 万吨酿造）先后投产，珠三角东、西岸产能大幅增强；3、湛江/梅州南北延伸——湛江新增 20 万吨罐装线承接粤西电商增量，梅州升级纯生瓶装线专注粤东高端供给。五大基地实现广东省全域覆盖，“十四五”合计资本投入约 18.6 亿元，完成对省

内易拉罐线和全品类酿造能力提升，中高端供给能力加速释放，为公司“3+N”战略发展助力，逐步构建起珠江啤酒产品多样化、高端化、特色化的品牌形象。

公司2025年经营现金流11.2亿元，资产负债率仅30.87%。分红率46.6%，股息率2.47%。现金在手充裕，2017年定增剩余24.4亿元资金可用于未来产能及营销扩张。

公司在广东省内深度覆盖，省外布局河北、湖南、广西，以大众化产品为主，属于公司早期战略占位，尚未加码。2025年公司广东省内/省外实现收入分别为56.22/2.55亿元，收入占比分别为95.66%/4.34%；毛利贡献分别为27.80/0.61亿元，毛利占比分别为97.85%/2.15%；省内毛利率49.44%，省外毛利率仅23.89%。

图 12： 珠江啤酒广东省市场占有率 30%+



资料来源：Wind，广东省统计局，诚通证券研究所

表 6： 截至 2025 年公司省内基地产能

基地	酿造年产能(万吨/年)	灌装/包装产能	投产时间	简介
南沙(广州南沙珠啤)	130	80万吨/年	2015/2022	主酿造中心(总部搬迁后定位)集团最大酿造中心,也是全国纯生产能最大的单体工厂之一,承担全省核心原浆/纯生基酒供应
东莞珠啤(扩建工程)	30	10万吨/年新增 + 20万吨/年(原有技改)	2023	珠啤省内第二大全品类酿造基地,2023年完成扩建后具备纯生、雪堡精酿全系列生产能力
梅州珠啤(广梅产业园)	20	包装线技改升级(2万瓶/小时瓶装线和3.6万罐/小时易拉罐线)	2025	粤东区域核心酿造点,覆盖潮汕、闽西市场,2025年完成纯生灌装线升级,是瓶装纯生啤酒生产线

基地	酿造年产能(万吨/年)	灌装/包装产能	投产时间	简介
湛江珠啤	20	新增 7.2 万罐/小时线	2025	粤西/琼北核心基地，2025 年 11 月新增 20 万千升易拉罐线投产，总灌装能力翻倍
中山珠啤	30	新增 7.2 万罐/小时线 + 原有瓶装线技改 (10 万吨/年)	2025	现为粤西/珠中江区域全品类核心基地，配套新增 7.2 万罐/小时高速易拉罐线
<b>合计 (不含省外)</b>	<b>230</b>			
河北珠啤	22	多包装形式生产线	2008	冀 + 鲁/晋/豫/陕/甘/蒙东 + 东北 (黑吉辽) ——“北上”桥头堡
湖南珠啤	20	4 万瓶/小时线	2015	湘 + 鄂 + 部分赣——与河北“南北呼应”
广西珠啤	20 (总规 40 万吨)	10 万吨/年	2011	桂 + 滇/川/渝/黔 + 东南亚——“西进”桥头堡
<b>合计 (省外)</b>	<b>62</b>			

资料来源：公司官网，公司 2011-2025 年年报公告，诚通证券研究所

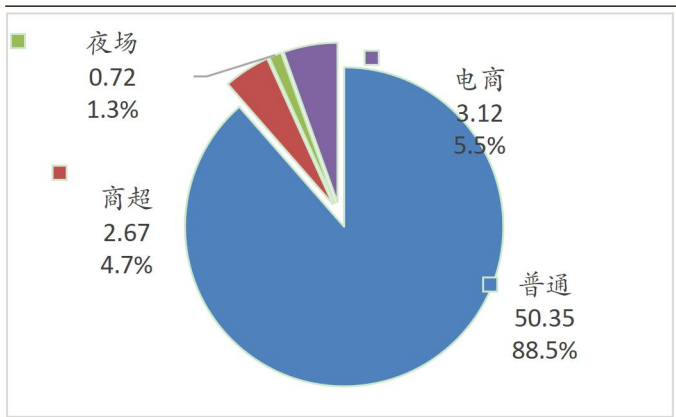
### 1.6、“十四五”期间珠啤各渠道毛利率均有提升

珠江啤酒主要销售模式为经销模式，根据电商快速发展趋势，亦有布局线上直销。2025 年按渠道分类，公司普通渠道（流通和餐饮经销）/商超/夜场/电商分别占比 88.6%/4.7%/1.3%/5.5%。2025 年电商渠道同比暴增 339.2%，商超渠道同比 34.8%，新零售布局快速成型。

在 2020-2022 年疫情的持续影响下，KTV、酒吧、传统餐饮店等即饮啤酒主要的消费场所经营面对较大压力，销量占比持续下滑。非即饮销量占比不断扩大，其中线上渠道在各类市场因素的推动下迅速发展，在啤酒非即饮零售市场中保持快速增长态势。这期间公司渠道营收随行业变化而剧烈变化，夜场收入下降明显，但得益于公司产品高端化推进，公司各渠道毛利率均有提升。2025 年餐饮持续低迷，公司普通渠道增速首降-2.32%，但毛利率增长 2.21pct。

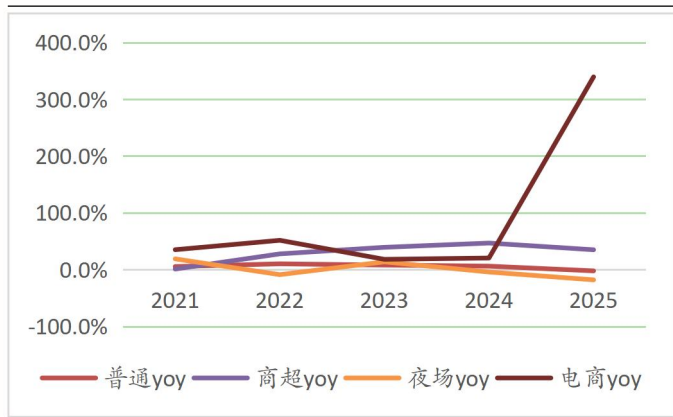
公司顺势调整渠道，区域口碑竞争力强，在消费承压低迷的环境下，公司主要采取现款现货销售保证回款质量，2025 年前 5 大经销商仅占总销售额 16.17%，单个经销商依赖度极低，渠道体系健康且分散，抗风险能力强。截至 2025 年 12 月 31 日，公司应收账款 13.69%（2024 年 12 月 31 日为 13.85%）源于前五大客户，公司不存在重大的信用集中风险。

图 13： 2025 年公司销售按渠道分类各自占比



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 14： 珠江啤酒各渠道收入增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

表 7：“十四五”期间珠江啤酒各渠道收入表现

渠道收入 (亿元)	2021	2022	2023	2024	2025	五年 CAGR
普通	40.93	45.06	48.63	51.55	50.35	+5.3%
普通 yoy	5.3%	10.1%	7.9%	6.0%	-2.3%	
商超	0.76	0.97	1.35	1.98	2.67	+36.9%
商超 yoy	0.9%	27.6%	39.2%	46.7%	34.8%	
夜场	0.89	0.81	0.92	0.88	0.72	-5.1%
夜场 yoy	18.8%	-9.0%	13.6%	-4.3%	-18.2%	
电商	0.33	0.5	0.59	0.71	3.12	+75.5%
电商 yoy	35.0%	51.5%	18.0%	20.3%	339.4%	
合计	45.38	49.28	53.78	55.11	56.87	+5.8%

资料来源：公司历年年报公告，诚通证券研究所

表 8：“十四五”期间珠江啤酒各渠道毛利率变化

渠道	2021	2022	2023	2024	2025	五年 CAGR
普通	43.83%	41.03%	40.89%	44.64%	46.85%	+1.5%
商超	50.29%	49.59%	55.01%	58.44%	57.22%	+3.1%
夜场	35.71%	37.28%	36.83%	36.33%	38.04%	+1.3%
电商	51.95%	51.38%	49.99%	49.61%	52.35%	+0.1%

资料来源：公司历年年报公告，诚通证券研究所

## 2、啤酒行业现状与竞争格局

随着消费者需求的不断变化和行业竞争的日益激烈，啤酒市场正呈现多样化的发展态势。“Less but better”少喝但喝好，成为发达市场主流消费理念。我国随

济增长，人均消费支出提升，消费者对啤酒需求由大众化向高端化、多元化发展。中国啤酒企业从最初的快速开发增量市场转向优化存量市场，研发和营销开拓新的增量市场。

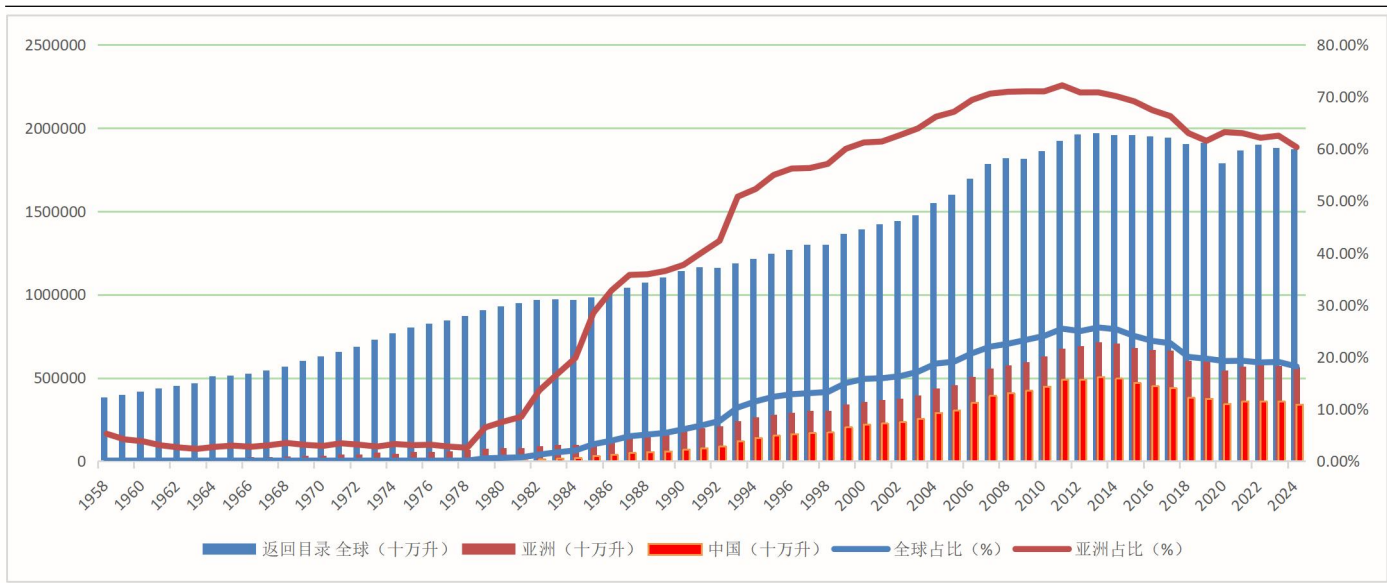
对比 2013/2025 年国内规模以上啤酒产量 5062/3536 万千升，下降 30%近五年产量保持在 3500 万千升左右；2013/2025 年国内规模以上啤酒行业销售收入 1814/1800 亿元，基本持平；规模以上利润总额分布为 126/305 亿元，同比增 142%；吨酒收入分别为 3584/5090 元/千升，同比增 42%。国内啤酒行业产量从顶峰下降了 30%，收入几乎没变，利润上涨 2 倍多。

## 2.1、中国啤酒产量居世界和亚洲第一，但价格偏低

中国啤酒产量自 2002 年以来持续高居世界第一，2024 年底中国啤酒产量占全球啤酒产量 18.18%，占亚洲啤酒产量 60.31%。2013 年全球啤酒产量与中国啤酒产量同步冲顶后回落，2020 年全球啤酒行业严重受挫，销量跌破保持了九年的 1900 亿升后。全球啤酒产量上升势头停滞，产量受中国、美国产量回落影响而回落。

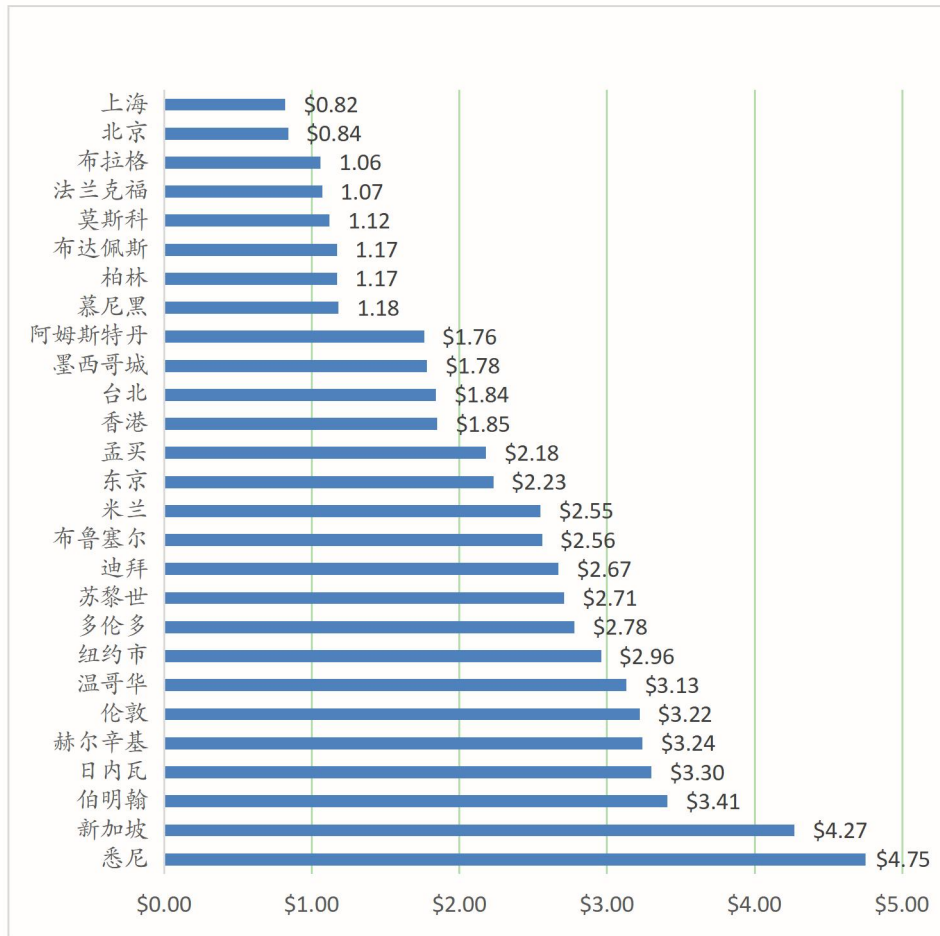
其次，伴随健康化需求，以及人口变化，中国啤酒市场销量增长空间受限，但与世界人均啤酒饮用量 TOP15 国家相比，中国啤酒饮用量不到 29 升/年或仍有增长空间。国内啤酒市场价格偏低，人均饮用量偏少，多因素共同影响下，未来中国啤酒市场或仍有增长空间。

图 15：中国啤酒产量居世界和亚洲第一



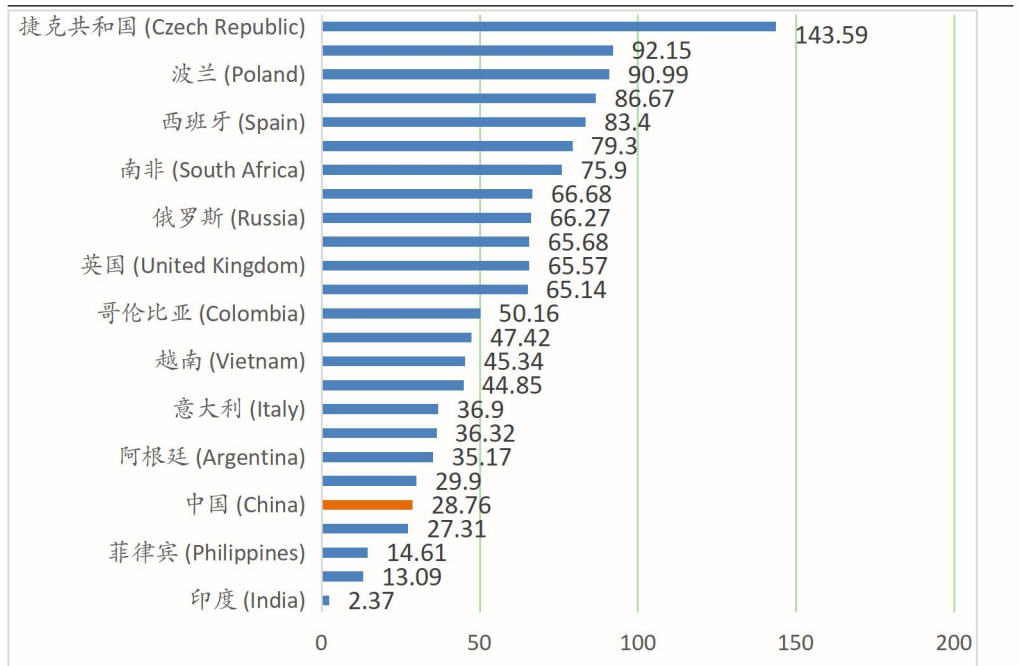
资料来源：ifind，诚通证券研究所

图 16： 2025 年全球城市 500ml 国产啤酒价(美元)



资料来源：Deutsche Bank，诚通证券研究所

图 17： 2024 年各国人均啤酒饮用量 (升/人/年)



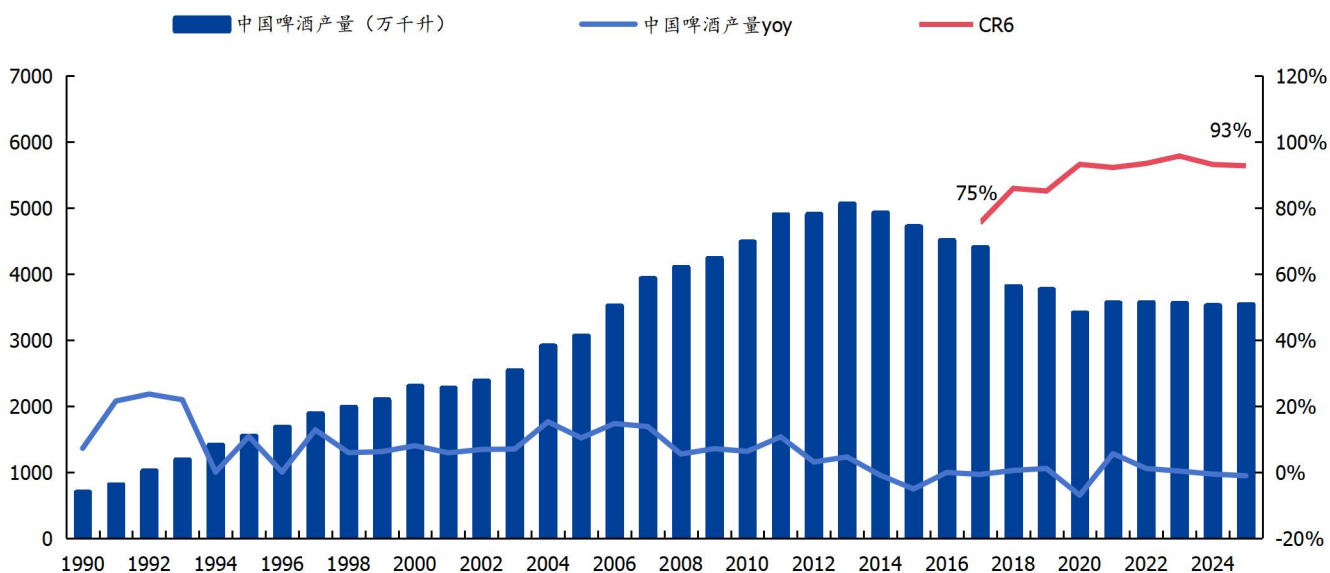
资料来源：《麒麟控股 2024 年全球啤酒消费报告》，诚通证券研究所

## 2.2、 存量市场集中度提升， 产品结构性红利加速释放中

伴随经济增长和消费升级，中国啤酒行业量减价增，已进入存量竞争、价值提升新阶段。啤酒行业也从最初的“一城一啤”格局发展至今的CR6（华润雪花、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒）销量市占率从2017年的75%提升至2025年近93%。珠江啤酒销量市占率由2017年的2.75%提升至2025年4.14%。啤酒企业向着高端化和区域深耕模式发展。

**量减质升的结构性红利加速释放：**2025年全行业销售收入约1800亿元（同比+4%），利润约305亿元（同比+18%），利润增速大幅超过收入增速，印证行业不只是向高端化的价值迁移，且结构性红利在加速释放。

图 18： 国内啤酒产量触顶回落， 现阶段产量企稳持平， 行业 CR6 提升至九成以上



资料来源：wind， 诚通证券研究所

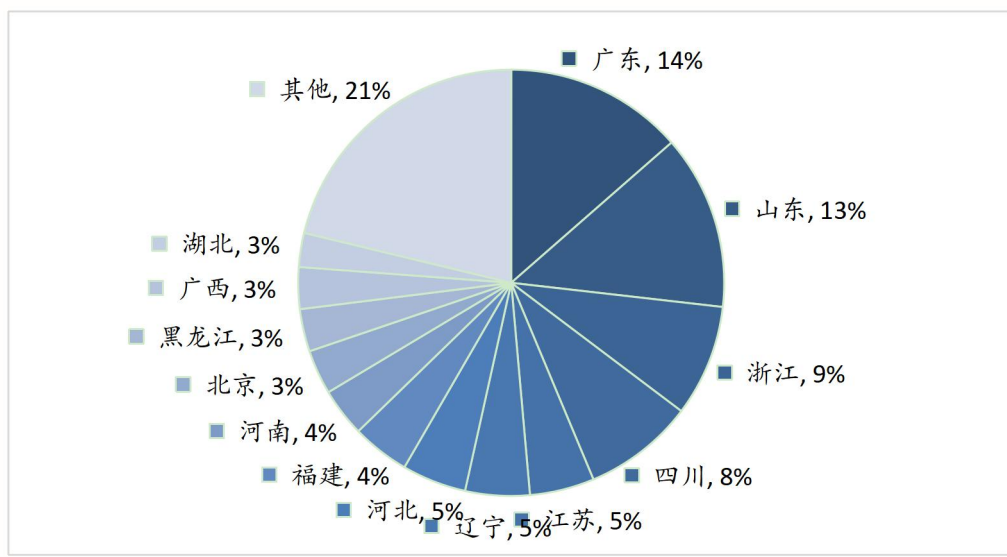
## 2.3、 华南市场： 中国优质的啤酒市场

广东省是珠江啤酒的核心战场，也是全国啤酒消费最具潜力的区域市场。2024年广东省曾以474.72万千升的产量超越山东省（463.4万千升），打破了山东维持30余年的啤酒产量霸主地位。2025年，广东省全年规模以上企业累计啤酒产量为453.30万千升，位列全国第二。超越山东成为全国第一啤酒产区。山东省表现尤为突出，全年规模以上企业累计啤酒产量达486.0万千升，同比增长4.7%，凭借稳健的增长态势重夺全国第一。

2025年广东省常住人口总量和增量均居全国之首，城镇化率水平居全国省份首位。2025年广东省地区生产总值比上年增长3.9%，增速比上年提高0.4个百分点，经济总量达14.58万亿元，连续37年稳居全国首位，占全国经济总量超十分之一，在全国经济格局中地位凸显。珠江啤酒地处广东省，深耕华南市场已将公司啤酒销量排名推向全国第六，广东省的消费环境优势也为公司高端化奠定了扎实的基础。

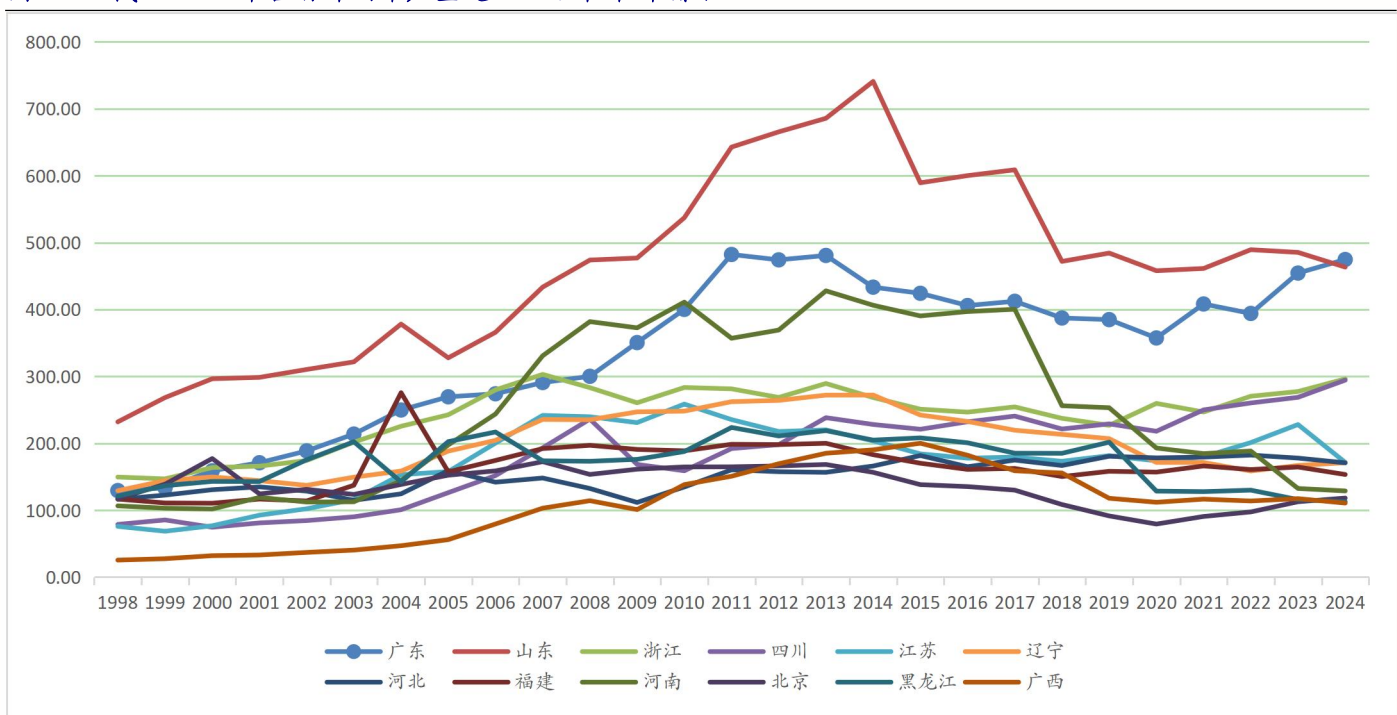
广东人力资源供应丰富，为劳动力市场稳健运行、消费市场持续扩容拓宽了发展空间。2025年末，全省常住人口12859万人，比上年末增加79万人，新出生人口超100万人，连续6年全国唯一出生人口超百万的省份，城镇化率达76.58%，比上年提高0.67个百分点，提高幅度高于上年，城镇化率水平居全国省份首位。广东省地区生产总值比上年增长3.9%，增速比上年提高0.4个百分点，经济总量达14.58万亿元，连续37年稳居全国首位，占全国经济总量超十分之一。

图 19：截至 2024 年国内各省啤酒产量占比排名



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 20：截至 2024 年各省啤酒年产量超 100 万千升/年排名



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 2.4、2017年前后国内啤酒陆续开启高端化战略转型

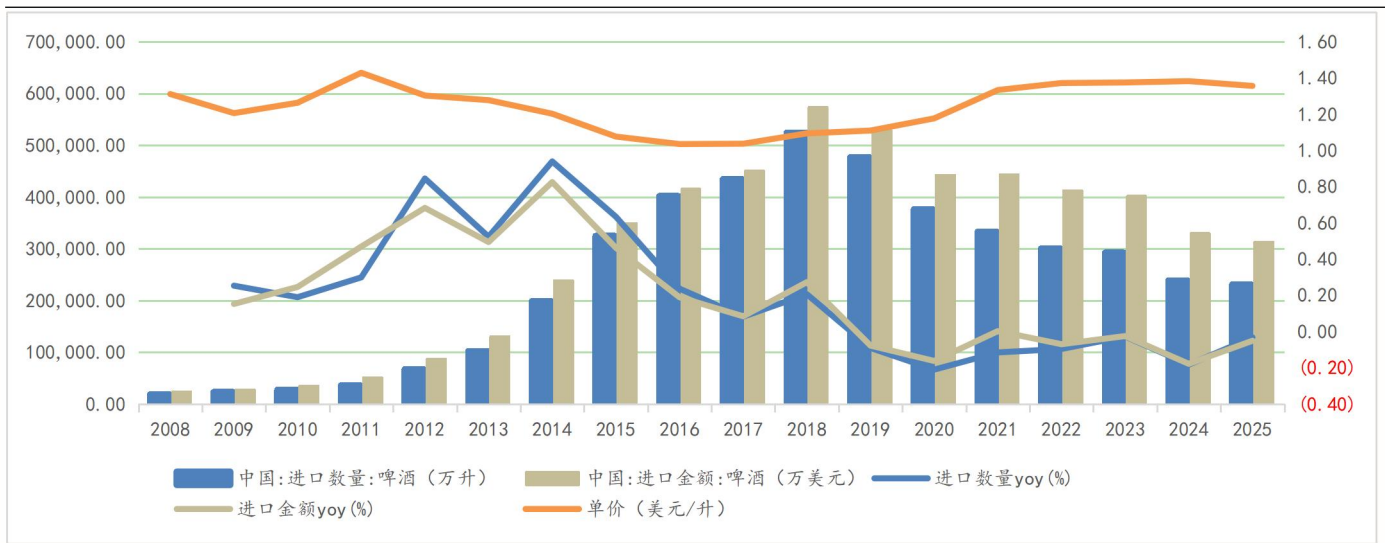
### 2.4.1、2018年进口啤酒量和金额触顶

随着经济发展消费升级，我国消费者对啤酒的大众化需求向高端化、多元化发展。啤酒行业发展由消费者需求驱动和主导，啤酒企业从开发增量市场转向优化存量市场，研发和营销探寻开拓新的增量市场。

2008年至2018年，我国啤酒进口量复合增速达40%，进口金额复合增速38%。国内啤酒消费者对啤酒高端化、多元化需求快速增长，国内啤酒企业也由最初的并购冲量模式开始探寻化解产品结构单一，创新不足的短板。2016年春季糖酒会期间，进口啤酒成为热门话题，进口啤酒热度不减，2018年进口啤酒量达到82万升，创历史新高，虽然总量较国内啤酒产量不高，但占比已经由2008年的0.07%提升至2018年的2.15%，占比提升31倍，高端啤酒消费市场快速崛起。

国内啤酒企业积极应对，于2017年前后陆续开启高端化战略转型，调整产品结构，攻占8元以上价格带。随着啤酒行业从量增转向质升，行业内并购和淘汰并行，啤酒企业从最初的“一城一啤”格局发展成今天的“五强争霸”格局，CR5市占率从2017年的73%提升至2025年的近90%，行业进入寡头竞争阶段。

图 21：2018年进口啤酒量和金额触顶



资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 2.4.2、中国啤酒市场增速换挡

2025年全国规上啤酒企业数量341家，同比下降1.1%；实现总产量3536万升；销售收入同比增长0.2%；利润同比增长12.1%。啤酒产业表现出三大特征，一是高端化向纵深推进，工坊精酿成为创新核心；二是时尚化产品快速渗透；三是渠道与场景高度适配。

以零售额计，中国啤酒市场规模已从2019年的人民币6,043亿元增长至2024年的人民币7,347亿元，复合年增长率为4.0%。预计未来五年将延续稳健增长趋势，至2029年市场规模将达人民币9,293亿元，2024年至2029年复合年增长率进一步提升至4.8%。

前一阶段增长依赖龙头关厂提效与6-8元价格带升级,以价补量对冲产量下滑;后一阶段增速提升则源于三重动力——8-10元次高档快速扩容成为新主流、精酿啤酒以超20%增速打开“二次高端化”空间、折扣店等新兴渠道崛起配合数字化运营效率提升,行业从单纯涨价转向结构性价值竞争。

图 22: 2019-2029E 中国啤酒以零售额计市场规模

单元: 亿元



资料来源: 国家统计局、中国酒业协会、灼识咨询, 诚通证券研究所

### 2.4.3、国内啤酒企业高端化纷纷加码

2021年华润啤酒率先推出定价999元/盒的“醴”啤酒;2022年初,青岛啤酒推出1399元/瓶的“一世传奇”;百威啤酒随后上线1588元/瓶的“大师传奇虎年限量版”;2023年初,珠江啤酒推出最贵的啤酒是“南越虎尊”,单瓶售价约398元。这款酒是珠江啤酒的高端代表,主打文化收藏。啤酒企业陆续开启千元啤酒市场,定位超高端市场。

2025年年报显示,啤酒企业增长主要来自中高端产品。华润中高端及以上啤酒销量同比接近中至高单位数增长,其中“喜力”销量在高基数基础上增长近两成,“老雪”销量同比增长60%，“红爵”销量同比连续两年翻倍增长;青岛啤酒主品牌增长3.5%,中高端以上产品实现销量331.8万千升,同比增长5.2%;燕京啤酒以燕京U8为代表的中高端产品收入占主营业务比例持续提升至68.27%。珠江啤酒高档啤酒收入占比76.20%,中高端啤酒收入占比则已近93%,吨酒利润上各企业高端化产品结构占比差异明显。

表 9: 2025 年中国啤酒市场六大企业核心财务对比

公司	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	销量 (万千升)	净利率	吨酒收入 (元/千升)	吨酒利润 (元/千升)
百威亚太 (亚太地区)	405.1	34.4	796.58	8.49%	5,086	432
华润啤酒	379.9	33.7	1,103.00	8.87%	3,444	306
青岛啤酒	324.7	45.9	764.8	14.13%	4,246	600
燕京啤酒	153.3	16.8	405.3	10.95%	3,783	414
重庆啤酒	147.2	12.3	299.52	8.36%	4,915	411
珠江啤酒	58.8	9.0	146.24	15.38%	4,019	618

资料来源: Wind, 各公司 2025 年年报, 诚通证券研究所

图 23： 啤酒企业纷纷打造高端啤酒



资料来源：各啤酒企业官方网站，诚通证券研究所

## 2.5、 人均可支配收入提升，啤酒消费提质提价

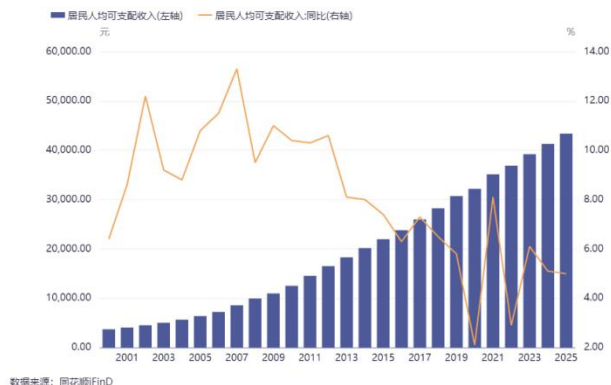
伴随经济发展居民收入和消费支出提升，消费者对啤酒的消费能力和消费理念也在改变，啤酒消费趋向高端化发展，啤酒企业从“抢份额”转向“提利润”。

国家统计局数据显示，2025年我国社会消费品零售总额达501202亿元，比上年增长3.7%；餐饮收入57982亿元，增长3.2%；规模以上企业累计啤酒产量3536万千升，同比下降1.1%。

2013年居民人均可支配收入同比增速在持续多年两位数增长后降至个位数增速，持续至今。消费者消费信心指数2022年开始持续底部区间运行，2025年初以来开始小幅回升，但仍处于低位，消费信心不足，啤酒行业持续承压。

中高端啤酒消费增长势能更强。大众需求韧性是啤酒企业业绩增长关键，中等收入人群的可支配收入增速表现更好。2025年从中位数看，全国居民人均可支配收入中位数36231元，比上年名义增长4.4%，同期对应中间偏上人均可支配收入增速4.68%，对中高端啤酒消费需求形成更好的支撑。

图 24：居民人均可支配收入持续增长，增速放缓



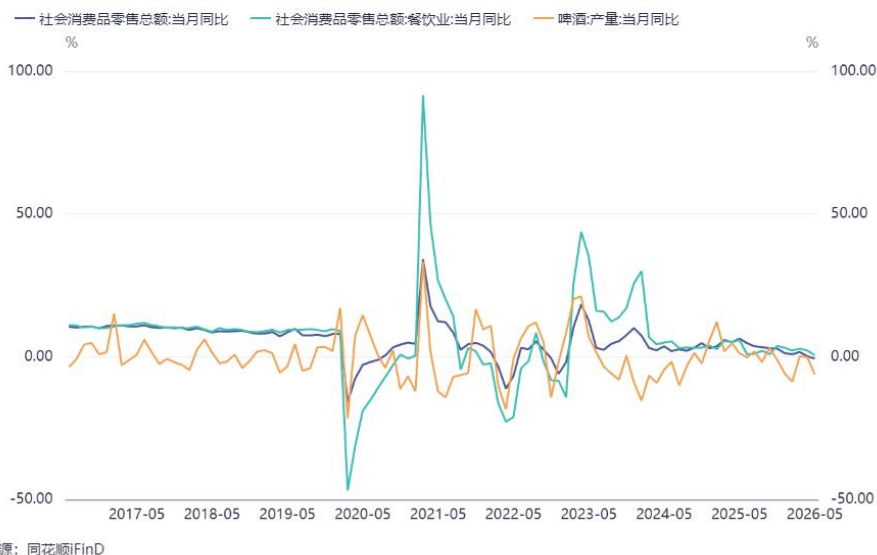
资料来源：: ifind, 诚通证券研究所

图 25：消费者消费信心指数底部企稳回升



资料来源：: ifind, 诚通证券研究所

图 26：啤酒产量变化与社零餐饮消费较同步



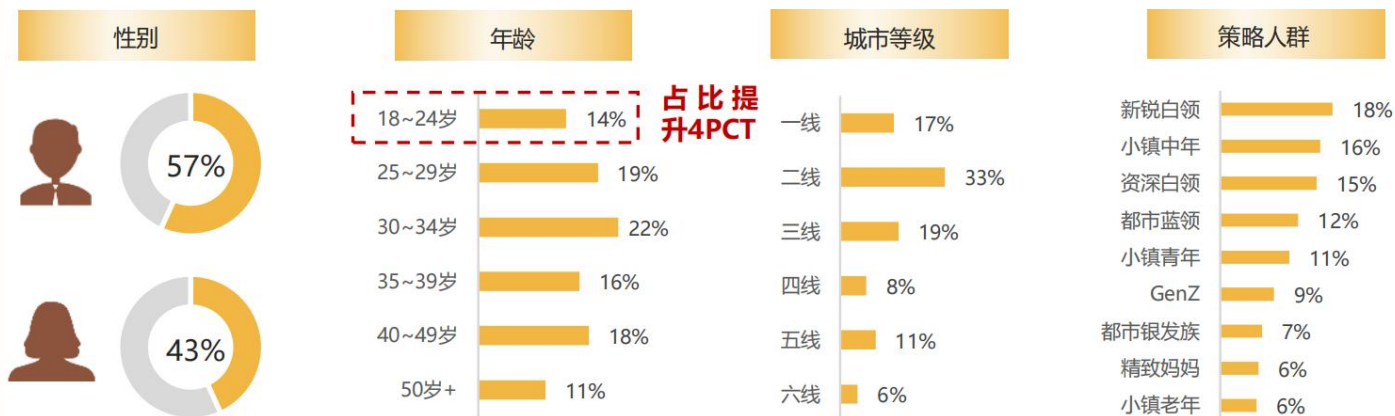
资料来源：ifind, 诚通证券研究所

## 2.6、啤酒消费人群年轻化占比提升

《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》从淘宝天猫线上啤酒消费人群来看，男性占比达 57%，是主要购买人群；年龄分布上，中青年各年龄阶层的消费者比例较为接近，30-34 岁年龄段占比略微突出，18-24 岁年龄段占比显著提升，是最主要的增长人群；城市等级分布上，二、三线城市消费者占比更高，其次为一线；在策略人群分布上，新锐白领、小镇中年和资深白领的消费者占比最高，都市蓝领和小镇青年紧随其后。

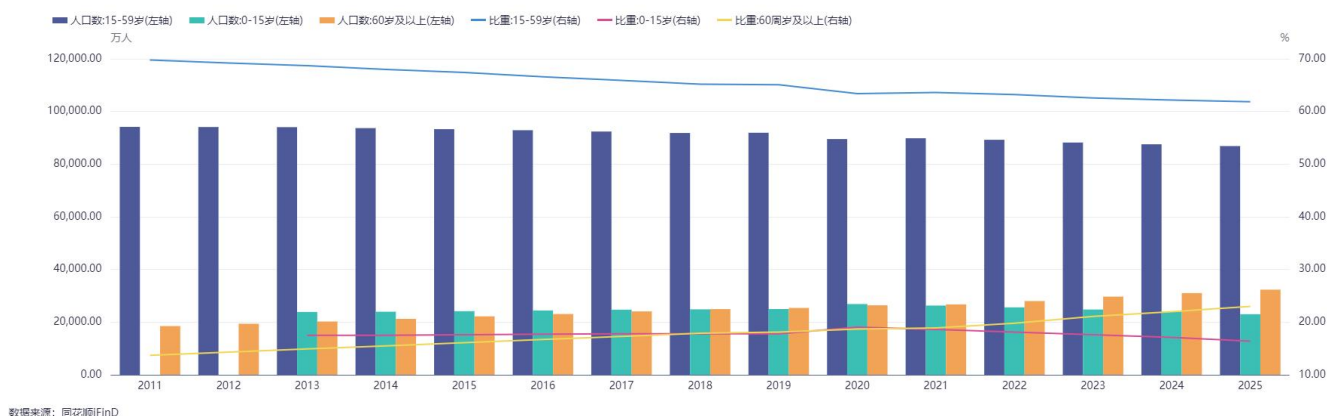
关于啤酒行业中长期发展，我们用出生人口测算适龄饮酒人群，可见近年总量将保持平稳，短期来看对行业发展消费需求支持较平稳。

图 27： 2023 淘宝天猫啤酒行业消费者分布



资料来源：《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》，诚通证券研究所

图 28： 0-15 人口数量变化较均衡，60 以上人口数量持续增长



资料来源：ifind，诚通证券研究所

## 2.7、消费场景变迁，非即饮渠道占比提升至约 60%

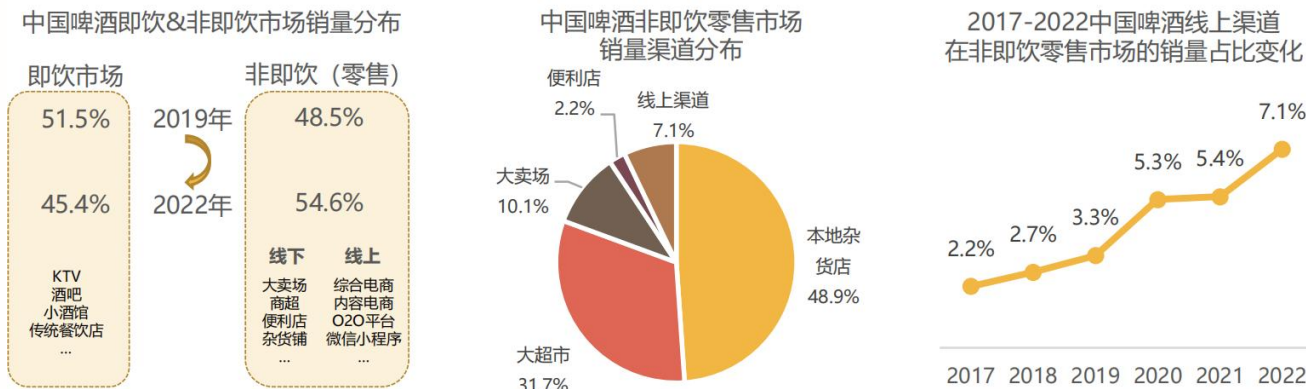
啤酒覆盖了人们主要的休闲活动场景，区别于 40+人群热衷的家庭聚餐和商务宴请，年轻人的啤酒饮用场景更加多姿多彩。啤酒自带的社交属性在年轻群体中获得了广泛应用，从朋友聚餐到派对狂欢，亦或是户外露营、音乐节；同时，年轻女性深夜小酌的比例远高于其他人群，享受微醺自由，以悦己需求为先。

根据 Euromonitor 数据统计，2019（疫情前）啤酒即饮市场销量占比 51.5%，但在 2020-2022 年疫情的持续影响下，如 KTV、酒吧、传统餐饮店等即饮啤酒主要的消费场所经营面对较大压力，销量占比持续下滑。非即饮销量占比不断扩大，三年上升 6.1%，其中线上渠道在各类市场因素的推动下迅速发展，在啤酒非即饮零售市场中保持快速的增长态势。

2025 上半年财报交流会上，百威亚太首席财务官 Ignacio Lares 曾坦言，非即饮渠道占百威中国业务约 50%的生意，而行业平均水平约为 60%。在核心市场广东，非即饮是增长最快的渠道，但百威在该市场的渠道扩张与执行力度相对落后。

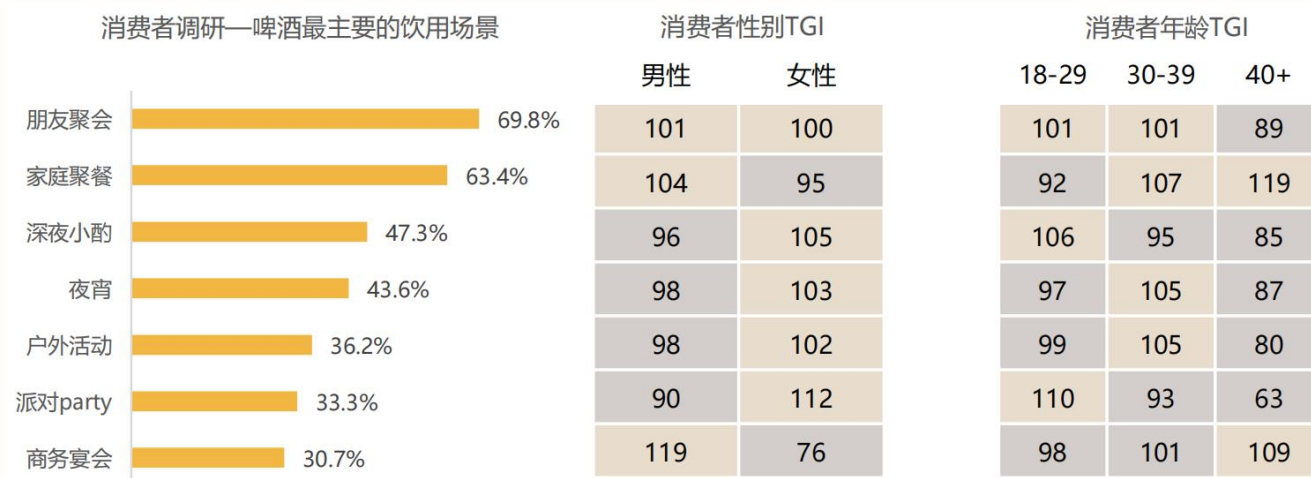
非即饮渠道增长来自消费习惯的变革与渠道价值的升级，一方面，消费者和消费场景变迁对即时性、便捷性的需求提升，电商闪购、闪送为代表的新兴非即饮渠道快速崛起。消费者购买和消费啤酒不再局限于线下渠道，如：餐饮、KTV等固定场景。便捷的线上平台可以短时间内送达，这极大地满足了非即饮渠道的需求。

图 29： 2022 年中国非即饮啤酒市场销量占比提升至 60%



资料来源：《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》，诚通证券研究所

图 30： 饮用场景女性偏愉悦自我，男性偏聚会



资料来源：《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》，诚通证券研究所

### 3、珠江啤酒经营优势分析

#### 3.1、纯生技术护城河：推进高端化产品结构的坚实基础

珠江啤酒集团在建厂之初就确立了“高标准、高起点”的原则，在之后的发展中一直注重引进国际先进的啤酒生产工艺和技术。1997年，珠江啤酒从德国克朗斯公司引进生产线，推出中国第一瓶纯生啤酒，开创了国内纯生品类。纯生啤酒采用无热处理工艺，需要从原料、工艺到灌装全链条的精细控制，技术壁垒较高。珠江啤酒近30年的纯生酿造积累，形成了同业难以短期复制的工艺优势。

珠江啤酒集团技术中心于1998年成立，2002年成为中国啤酒行业三大国家级

**企业技术中心之一。**公司坚持开展啤酒行业技术趋势分析和技术研究，落实科技创新企业8家，省级创新型中小企业9家，科研平台认定总数达21家。截至2025年末，公司拥有高新技术企业8家，省级专精特新珠江P9获评中国酒业协会青酌奖酒类新品。《啤酒拉环盖生产制造和品质控制关键技术的开发及应用》发明专利19件，开发全风味指纹图谱等多种新检测方法。

珠江啤酒集团根据市场的需求变化，相继开发了160多个啤酒品种，形成了产品多元化、多风味、不同档次、适应不同消费层次的局面。珠江啤酒获中国驰名商标、中国名牌产品、绿色食品和中国酒类质量优级证书等荣誉，被钓鱼台国宾馆指定为“国宴特供酒”。

在产品技术层面，97纯生（黑金）采用皮尔森型酵母发酵，高级醇含量低，选用美国西海岸酒花，在8—10元价格带形成鲜明差异化。2019年至2022年，97纯生销量从2.79万吨飙升至22.07万吨，三年CAGR达99%，是珠江啤酒最成功的产品创新案例之一。

图 31： 珠江啤酒产品汇总图



资料来源：珠江啤酒官网，诚通证券研究所

### 3.2、 华南渠道壁垒：40年积累的护城河，继续提升渠道密度

珠江啤酒在华南、尤其是广东的渠道网络覆盖极为深厚，拥有餐饮、商超、夜场、社区等全渠道布局，2025年经销商体系净增76家至1449家，其中省内净增33家，省外净增43家。

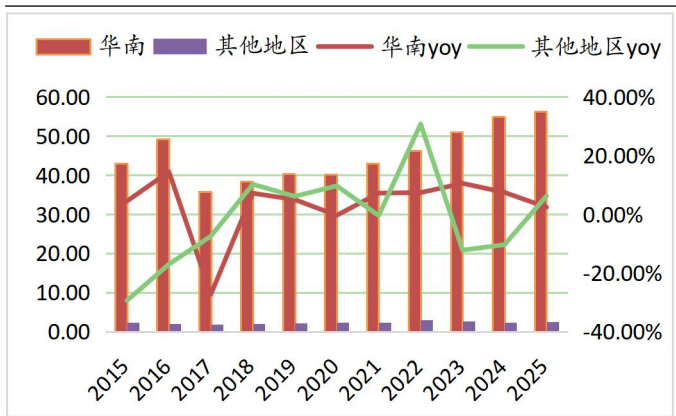
公司省内省外经销商规模不同，省内经销商采取深度分销管理政策，2025年省内经销商人均创收高达1075万元，省外经销商人均创收28万元。省内净增数量虽然低于省外，但经销商创收能力高几十倍。

**2022年布局门店业务，培育新兴消费者。**公司门店业务初具规模，创新商业模式，构建以品牌形象展示、产品品鉴、线上线下渠道融合为一体的新业务渠道，在啤酒消费活力强劲城市、粤港澳大湾区城市等布局珠江原浆啤酒体验店159家、雪堡时光精酿门店30家，以消费场景化、产品高端化、渠道创新化提升品牌渗透力，深化“厂在身边 酒更新鲜”消费体验。2025年500多家珠江原浆门店覆盖全

国主要城市，门店数量及啤酒销量均保持增长趋势。啤酒厂 1985 园区举办“聚惠琶醍 新想事成”“花开琶醍 骏马探春”主题活动及品牌快闪活动，促进文商旅场景消费持续升温。

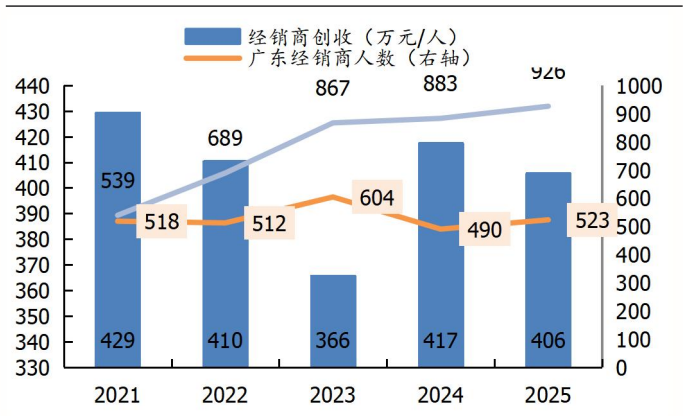
2026 年，公司将坚持市场化改革方向，增加企业内生活力和效率，提升企业运营质量，加速中高端产品布局，深耕市场开拓，强化渠道优化，推动线上线下模式融合，激发“两支队伍”（营销业务队伍和客户队伍）效能，扩大全国性品牌声量，突出科技创新引领作用，奋力开创企业高质量发展新局面。

图 32： 华南地区收入贡献持续增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 33： 经销商数量增长提高市场覆盖密度



资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 3.3、 高端化与产能扩张双轮驱动，长期增长可期

高端化持续渗透：2025 年，产品结构优化升级，高档啤酒产品收入同比增长 10.98%，高档产品啤酒收入占比 76.20%，毛利贡献占比 81.48%。

产能布局优化：东莞扩建、湛江新增易拉罐线项目投产，精酿啤酒产能释放，2026 年省内啤酒总产能达 230 万吨，支撑省内市场拓展。

文化产业协同：琶醍园区深化“啤酒+文旅”，啤酒文化园区加快赋能，珠江啤酒大厦项目完成底板浇筑，酒店商业综合体项目开工建设，“珠江云手”商业综合体竣工验收，珠江琶醍上榜“2025 年广州市文化产业园区优秀运营商 TOP 榜”，珠江啤酒“文化+场景”创新实践被评为 2025 年广东消费新场景案例。

图 34： 收入持续增长，净利润生产成本和费用等多因素影响波动较大

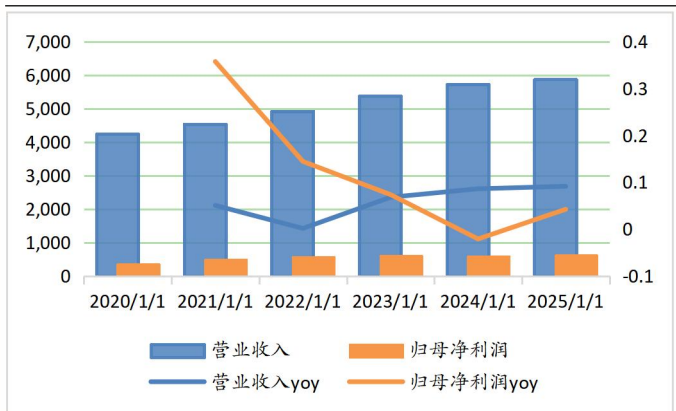
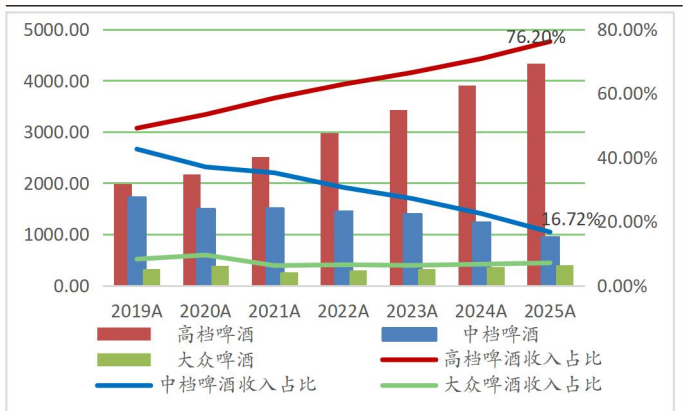


图 35： 高端产品占比持续提升



资料来源：wind，诚通证券研究所

资料来源：wind，公司 2019-2025 年年度报告，诚通证券研究所

### 3.4、财务指标

#### 3.4.1、经营效率提升

2025 年存货周转天数恢复至疫情前水平，周转天数创新低，存货周转率创新高。2025 年公司固定资产周转率 1.67 次，近两年新产能投放，高端化占比提升，公司运营效率提升。

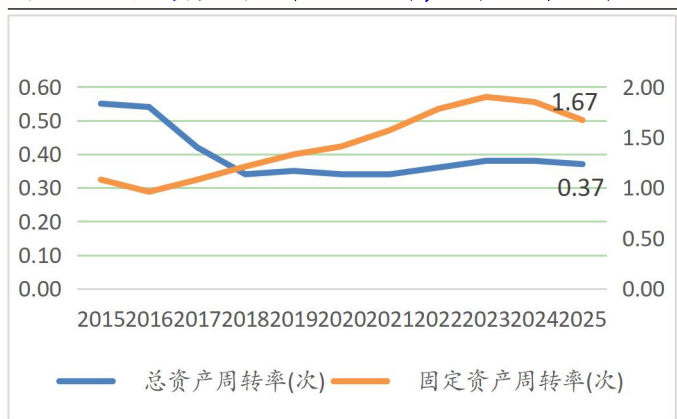
公司顺势调整渠道，区域口碑竞争力强，在消费承压低迷的环境下，公司主要采取现款现货销售保证回款质量，2025 年前 5 大经销商仅占总销售额 16.17%，单个经销商依赖度极低，渠道体系健康且分散，抗风险能力强。截至 2025 年 12 月 31 日，公司应收账款 13.69%（2024 年 12 月 31 日为 13.85%）源于前五大客户，公司不存在重大的信用集中风险。

图 36： 存货周转天数创新低



资料来源：wind，诚通证券研究所

图 37： 固定资产周转率明显回升，生产效率提升



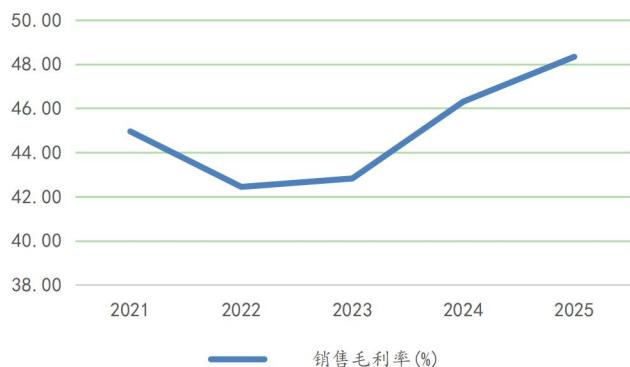
资料来源：wind，诚通证券研究所

#### 3.4.2、财务指标改善

毛利率：高端化驱动持续改善。大麦价格高点回落后，公司毛利率显著回升。管理费用率整体稳健，销售费率略有提升，毛利回升，费率得控，净利率明显回升。

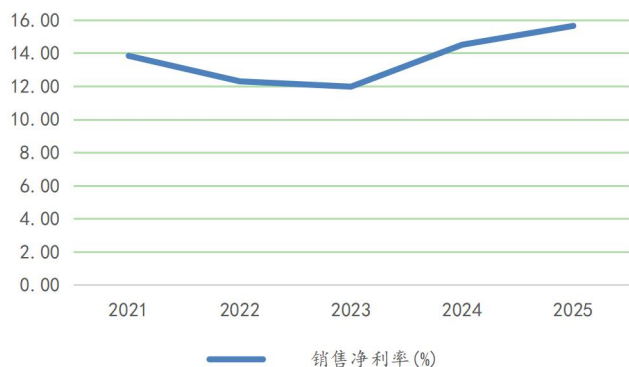
公司销售毛利率受原材料（大麦、铝箔、玻璃）价格大幅上涨，2022 年毛利率跌至 42.44% 低点；2023 年起，成本压力逐步缓解，叠加高端产品占比持续提升，毛利率进入上行通道，2025 年提升至 48.33%，2025 年高端产品毛利率已达 50.8%。

图 38： 毛利率显著提升



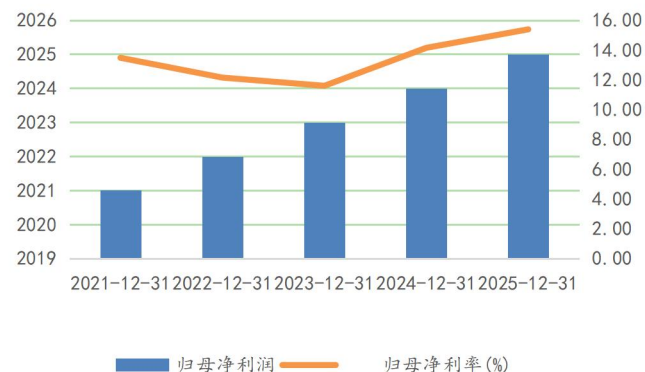
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 39： 净利率显著提升



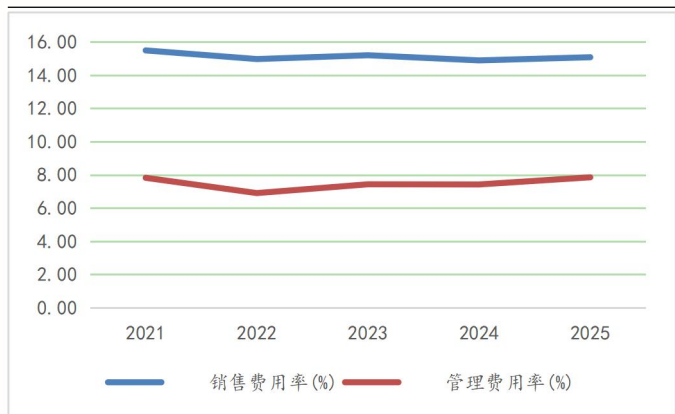
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 40： 归母净利润快速持续提升



资料来源：wind，诚通证券研究所

图 41： 销售费率和管理费率稳健控费



资料来源：wind，诚通证券研究所

## 4、 公司分析与预测

### 4.1、 公司竞争战略分析

**1993 年国内行业掀起并购潮。**1993 年我国啤酒产量超越德国，在此后 8 年里一直稳居世界第二；同年，青岛啤酒先后在港交所和上交所挂牌，并率先在行业掀起并购潮。2002 年，我国啤酒总产量达到 2402.7 万吨，跃居世界第一，并持续至今。产量扩张也伴随着行业整合，外资品牌相继进入中国市场。在大厂并购扩张过程中，众多地方品牌被吞并或消失。

珠海啤酒用了 20 年时间将公司产能由 5 万吨增长至 150 万吨，但一直未能有效扩张市场实现全国覆盖，错过第一轮啤酒行业跑马圈地快速发展机会，公司扎根华南市场深度覆盖，虽然广东省是国内优质的头部啤酒消费市场，面对全国化扩张的竞争对手，守住华南市场成为第一要务。

**2018 年进口啤酒量和金额触顶。**随着经济发展消费升级，我国消费者对啤酒的大众化需求向高端化、多元化发展。啤酒行业发展由消费者需求驱动和主导，啤酒企业从开发增量市场转向优化存量市场，研发和营销探寻开拓新的增量市场。现

在啤酒行业整体面临存量深度竞争，行业转向高端化发展。

珠江啤酒建厂之初就确立了“高标准、高起点”的原则，在之后的发展中一直注重引进国际先进的啤酒生产工艺和技术。更是以纯生技术为核心，近30年的纯生酿造积累，成为公司推进产品结构高端化的坚实基础。

**消费场景变迁，非即饮渠道占比已近60%。**啤酒覆盖了人们主要的休闲活动场景，啤酒自带的社交属性在年轻群体中获得了广泛应用，从朋友聚餐到派对狂欢，亦或是户外露营、音乐节。

珠江啤酒2015年因政策要求退城入园。珠江啤酒开启从“制造工厂”向“智能制造+文化运营商”转型，“十四五”期间，珠江啤酒以啤酒酿造与啤酒文化产业为主线，实现双主业协同发展。公司2026年初的职代会上公司强调，“十五五”期间，珠江啤酒坚持“一核一赋、双向融合”的战略发展思路，即聚焦啤酒产业核心主业，以文化园区建设赋能发展，促进主业与文化园区双向融合、协同增效。

## 4.2、与其他上市公司比较，珠江啤酒高端化助推啤酒业务增速更明显

我们选取国内已上市且销量居前啤酒企业经营数据对比，拆解啤酒销量和啤酒吨价与啤酒收入的影响（重庆啤酒2020年并入嘉士柏中国区业务，啤酒吨价从底部拉升至最高）。

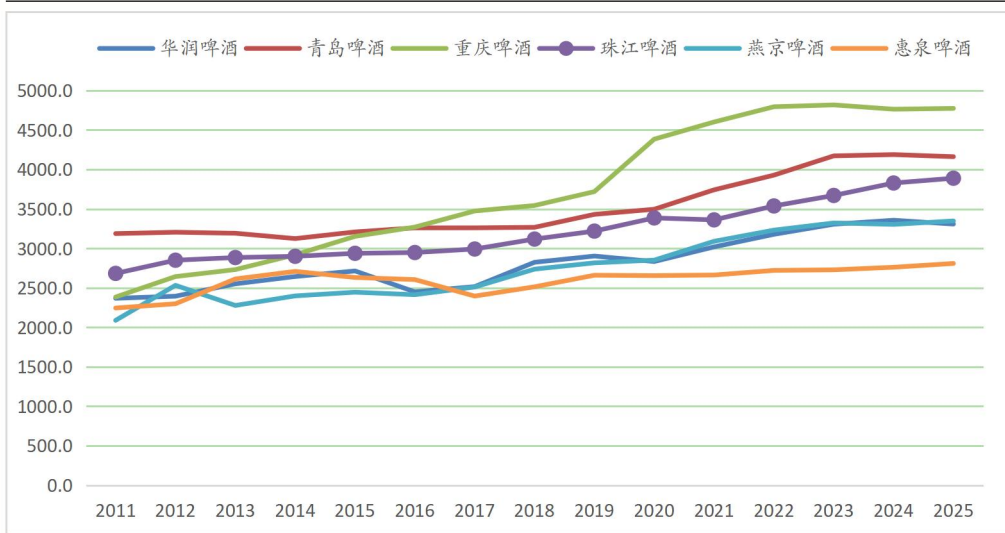
在国内啤酒行业2013年冲顶回落后，啤酒行业从放量跑马圈地抢占市场的发展模式转向自我产品升级，以质提升品牌影响力吸引消费者，各啤酒企业收入增速主要来自啤酒吨价上升影响。2021年珠江啤酒和燕京啤酒加快产品结构升级，销量和吨价上升共同发力，助推公司啤酒业务收入快速上行。

表 10：国内啤酒企业中高端产品收入、销量贡献（各公司披露口径不统一）

股票代码	品牌	中高端定义	2025年销量占比	2025年收入占比	来源文件
002461.SZ	珠江啤酒	纯生、雪堡、珠江原浆、97纯生等	——	93%	《2025年年度报告》
000729.SZ	燕京啤酒	U8、V10白啤、狮王、鲜啤销量等（销量仅以U8计算，其他未披露）	17%	68%	《2025年年度报告》
0291.HK	华润啤酒	喜力、Super X、马尔斯绿、脸谱等（次高档及以上）	24%	——	《2025年年度报告》
600600.SH	青岛啤酒	经典、纯生、白啤、奥古特等	43%	——	《2025年年度报告》
600132.SH	重庆啤酒	乌苏、白啤、嘉士伯、乐堡、1664等	96%	98%	《2025年年度报告》
600573.SH	惠泉啤酒	“一麦”为塔基，以“老惠泉”“惠泉1983”及精酿为引领的中高端产品矩阵	54%	64%	《2025年年度报告》

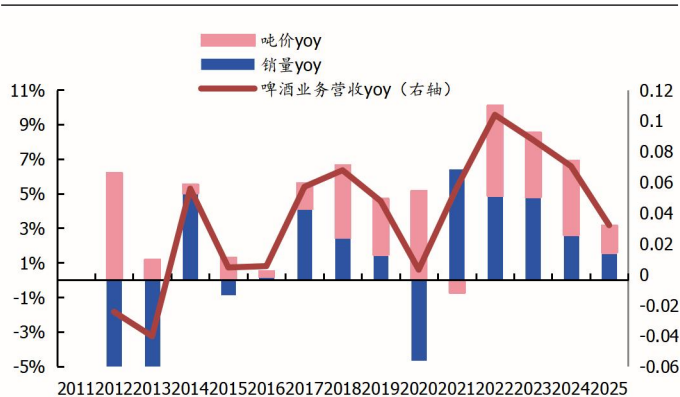
资料来源：各公司年报，诚通证券研究所

图 42： 国内啤酒企业啤酒吨价变化整体均在上行



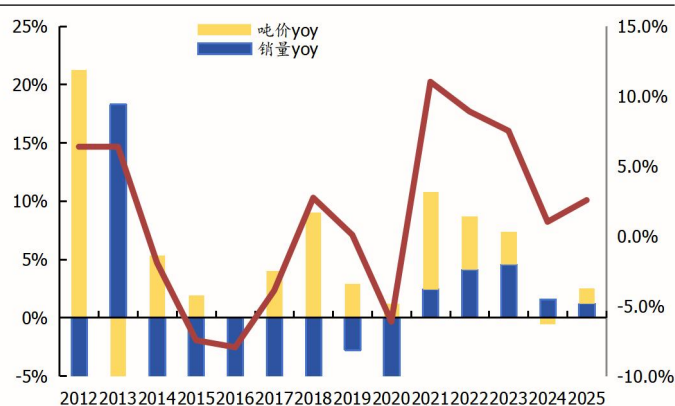
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 43： 珠江啤酒销量和吨价变动影响



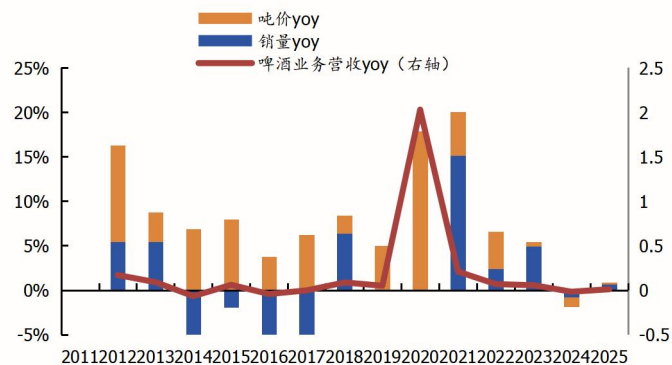
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 44： 燕京啤酒销量和吨价变动影响



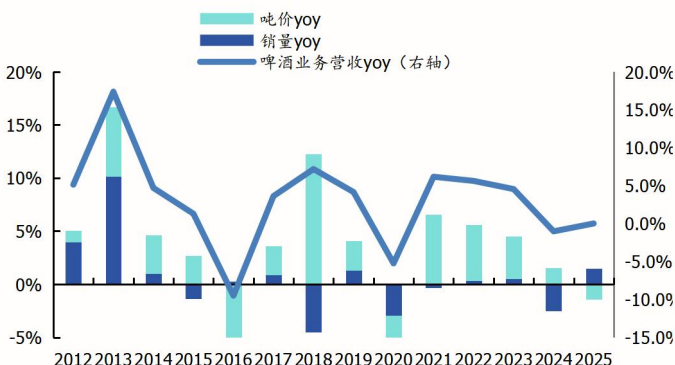
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 45： 重庆啤酒销量和吨价变动影响



资料来源：wind，ifind，诚通证券研究所（重庆啤酒 2020 年并入嘉士伯中国区业务，销量同比大涨 157%，剔除 2020 年销量同比

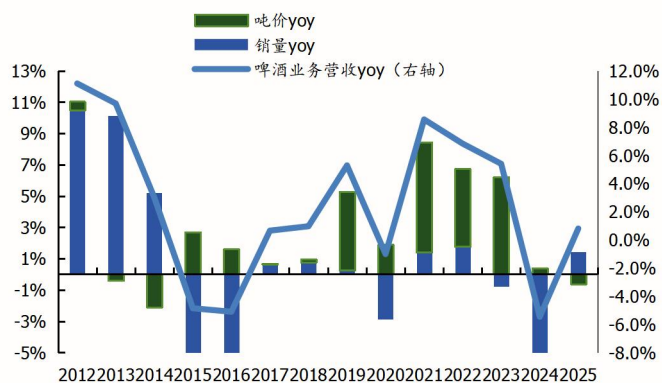
图 46： 华润啤酒销量和吨价变动影响



资料来源：wind，ifind，诚通证券研究所

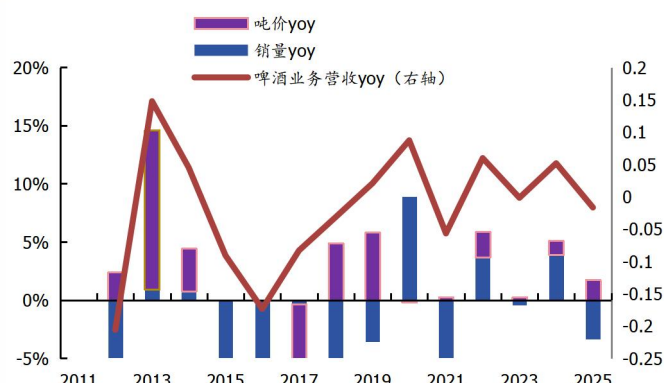
增长数据，减少图形失真

图 47： 青岛啤酒销量和吨价变动影响



资料来源：wind, ifind, 诚通证券研究所

图 48： 惠泉啤酒销量和吨价变动影响



资料来源：wind, ifind, 诚通证券研究所

### 4.3、 生产成本有望保持平稳小幅波动

2025 年大麦进口价格底部运行，年末有所回升，整体较 2024 年下降，较高点回落近四成，2026 年上半年大麦进口价格略有回升，整体仍平稳运行。包材价格有涨有跌，2025 年包材占原材料成本整体与上一年基本持平。

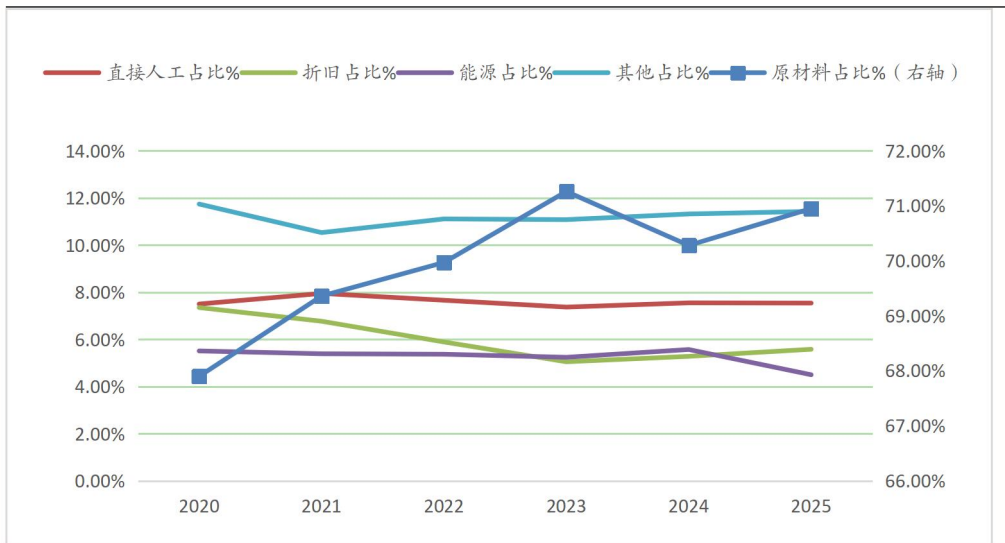
#### 4.3.1、 啤酒行业受益于大麦采购价格回落毛利提升

2020 年 5 月 18 日，商务部发布 2020 年第 14 号和第 15 号公告，对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。鉴于中国大麦市场情况发生变化，对原产于澳大利亚的进口大麦继续征收反倾销税和反补贴税“已无必要”。2023 年 8 月 5 日起，终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。大麦进口价格快速回落，国内啤酒行业生产成本回落。

2025 年珠江啤酒成本结构可拆分为原材料/直接人工/折旧/能源/其他，成本占比分别 71%/8%/6%/4%/11%。原材料占比高达七成，对成本影响最明显。

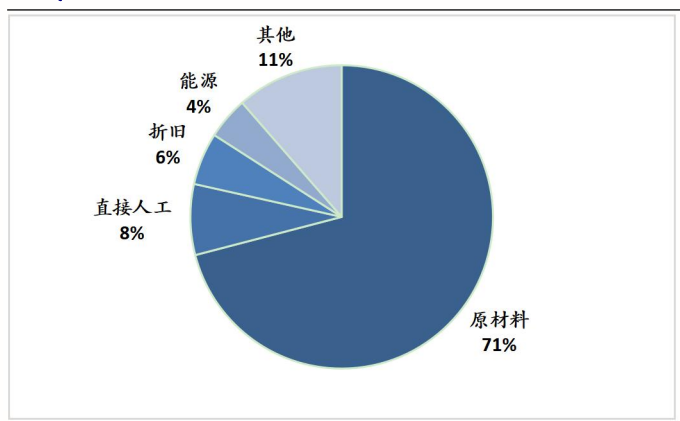
公司高端化占比高，产品主要使用进口啤酒大麦制造的麦芽酿造啤酒，国际市场中大麦价格变动对公司啤酒生产成本影响较大。2025 年大麦价格波动 7pct 左右，较澳麦“双反”期间的高价回落近四成，保持较平稳运行。大麦进口价格受当地气候及政策影响明显，国内进口大麦价格自 2022 年 12 月高点 413.60 美元/吨持续回落，2025 年进口均价最低为 248.92 美元/吨，较 2022 年高点下降近四成，2026 年大麦进口价格维持在 260 美元左右，啤酒酿造成本价格优势仍在。

图 49： 高端化推进，原材料占比上升，折旧占比小幅回升



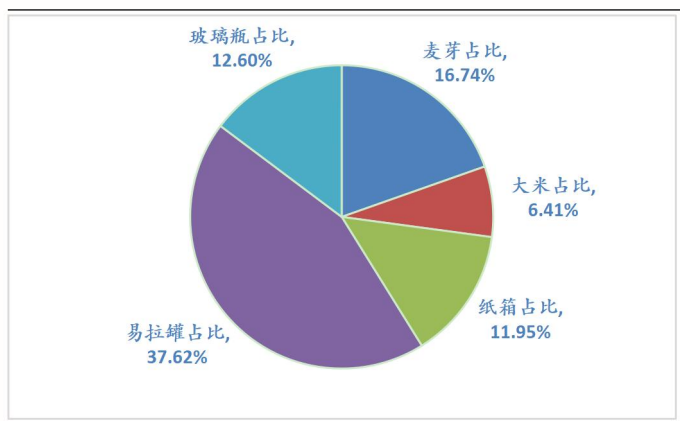
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 50： 2025 年珠江啤酒营业成本构成，原材料占比超七成



资料来源：wind，公司公告，诚通证券研究所

图 51： 2025 年原材料中易拉罐成本占比最大近四成



资料来源：wind，公司年报，诚通证券研究所

图 52： 原材料各成本变化，铝锭涨价易拉罐占比提升

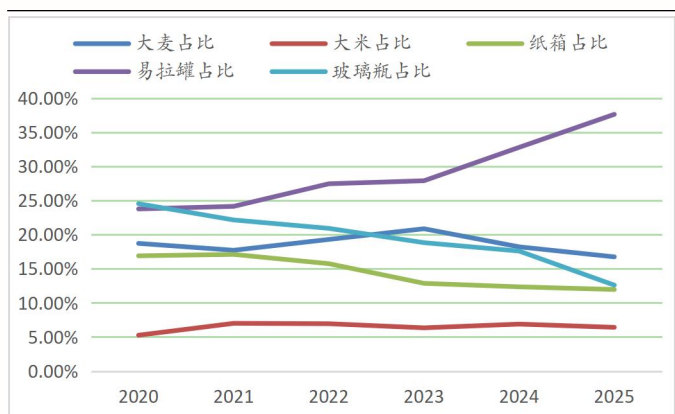
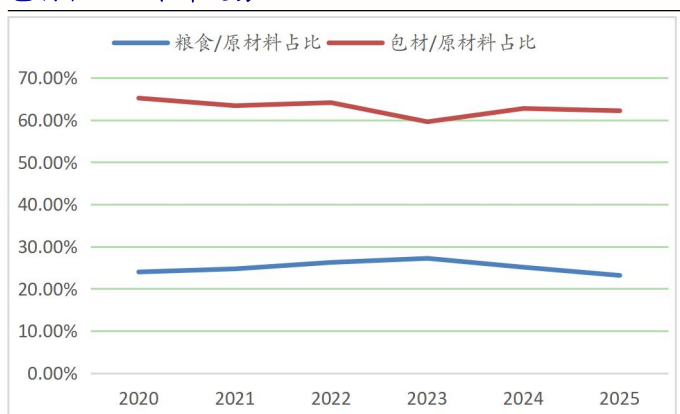


图 53： 高端化持续推进，占比居高的原材料中粮食和包材占比呈下降趋势



资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 54： 进口大麦单价较高点回落 37%，2025、2026 年价格较稳定



资料来源：Wind，诚通证券研究所

#### 4.3.2、 包装材料价格变化

珠江啤酒原材料成本结构按占比可拆分为易拉罐/玻璃瓶/麦芽/纸箱/大米，其中易拉罐/玻璃瓶/纸箱这三种包材占公司原材料成本分别为 37.62%/23.15%/11.95%，合计占比六成以上。

包材主要涉及浮法玻璃，瓦楞纸和铝锭。2026 年瓦楞纸价格整体仍在底部区间运行，上半年底部回升中；2026 年浮法玻璃价格仍在底部区间运行，整体仍在下探；铝锭价格持续高位运行多年，2026 年上半年价格再度上行。

图 55： 瓦楞纸价格底部回升中，整体仍在底部区间运行



资料来源：ifind，诚通证券研究所

图 56： 浮法玻璃底部区间运行，价格仍在下探



资料来源: ifind, 诚通证券研究所

图 57： 铝锭价格持续高位运行多年，2026 年上半年价格再度上行

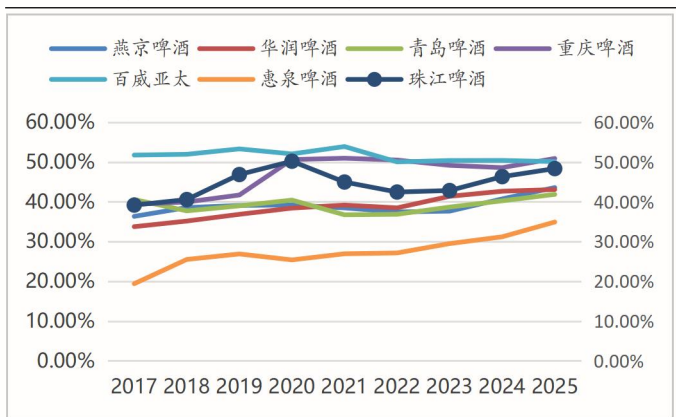


资料来源: ifind, 诚通证券研究所

#### 4.4、 珠江啤酒净利率持续稳步提升

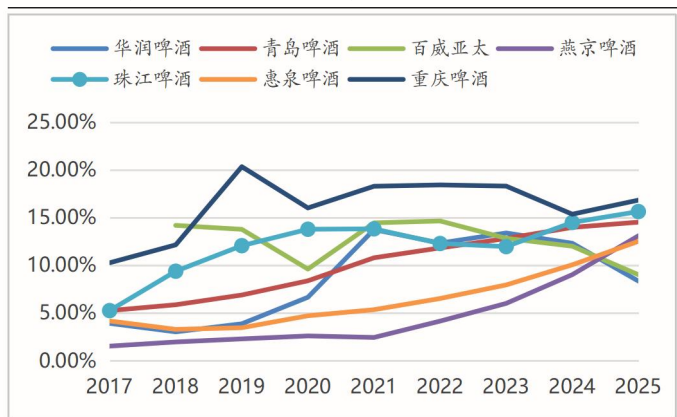
对比其他啤酒上市公司毛利率和净利率表现，中高端啤酒占比为主的重庆啤酒、百威亚太、珠江啤酒毛利率明显优于其他啤酒企业，珠江啤酒净利率连续回升，仅低于重庆啤酒，优于其他啤酒企业。伴随国内啤酒企业积极调整产品结构，提升高端产品收入贡献，近些年企业毛利率和净利率水平持续提升。但受限于企业经营规模差异带来的效率差异，珠江啤酒销售费率，管理费处于中等水平，表现较稳定。

图 58：啤酒上市公司毛利率比较



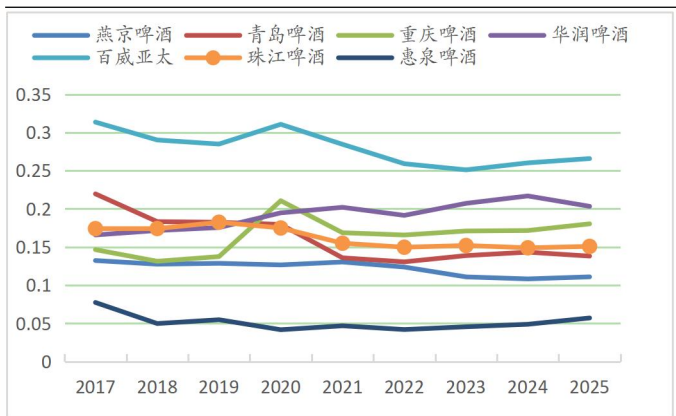
资料来源：ifind，诚通证券研究所

图 59：啤酒上市公司净利率比较



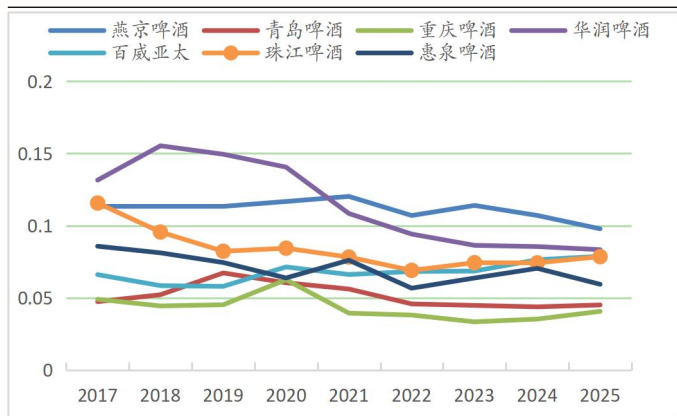
资料来源：ifind，诚通证券研究所

图 60：啤酒上市公司销售费率比较



资料来源：ifind，诚通证券研究所

图 61：啤酒上市公司管理费率比较



资料来源：ifind，诚通证券研究所

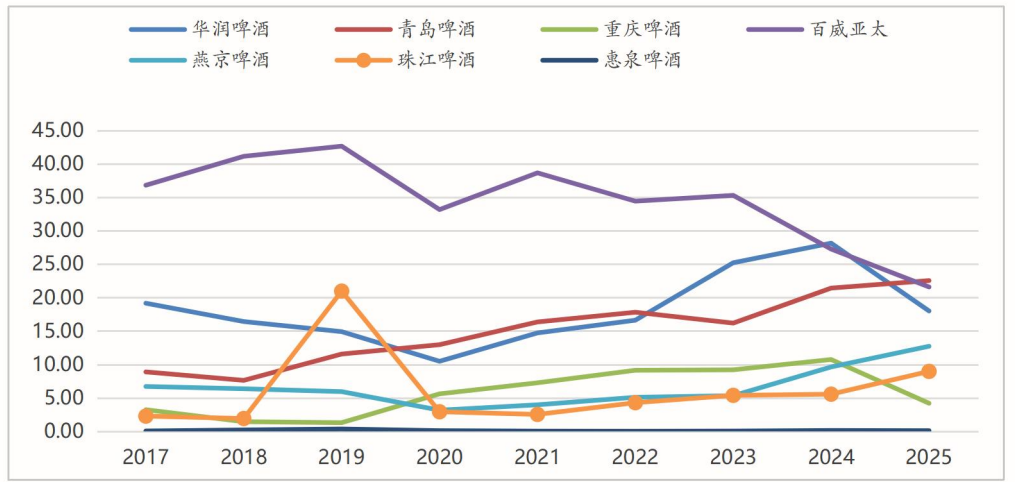
### 4.5、资本开支和设备折旧影响

2025 年珠江啤酒三个基地新增及更新设备，资本开支提升。资本开支增长的同时，珠江啤酒的 ROE 指标稳健抬升，投资回报良性循环。

啤酒行业高端化发展，啤酒企业面临产能优化，和高端化战略投入，华润、青岛、燕京 2024 年资本开支均有较大支出，2025 年燕京啤酒持续加码 U8 投资扩产。

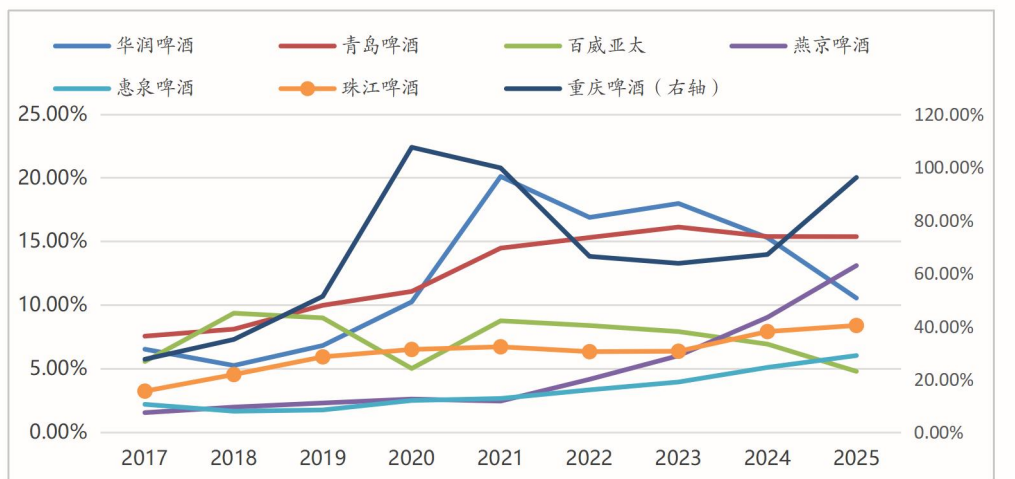
珠江啤酒 2019 年资本开支大幅增加至 20.96 亿元，主要原因是根据广东省、广州市产能转移和有关“退二进三”政策要求，珠江啤酒被政府列入“三旧改造”企业名单，总部厂区约 6.9 万平方米的工业用地性质调整为文化设施用地兼容商业设施用地、商务设施用地，需补交琶醍啤酒文化创意艺术园区改造升级项目的土地出让金 18.1 亿元，这笔支出占全年资本开支的 86%。根据公司公告，截至 2019 年 12 月 31 日，公司已累计收到珠江啤酒厂地块征储补偿款 22.96 亿元，相当于通过土地性质调整获得了约 4.86 亿元的净收益。除此之外，2016 年定增募投项目 43 亿元（营销网络建设、精酿啤酒生产线、产能扩大搬迁等）在 2018-2019 年进入集中建设期，也贡献了部分资本开支。

图 62： 资本开支比较，珠江啤酒持续加码高端化



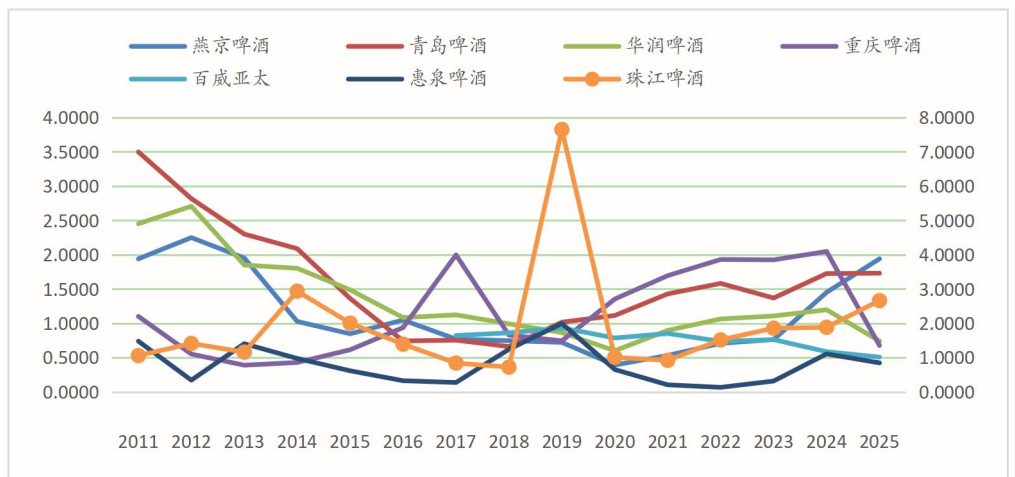
资料来源：wind，诚通证券研究所

图 63： 啤酒上市公司 ROE 比较，珠江啤酒稳步提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 64： 啤酒上市公司资本支出/折旧摊销比较



资料来源：Wind，诚通证券研究所

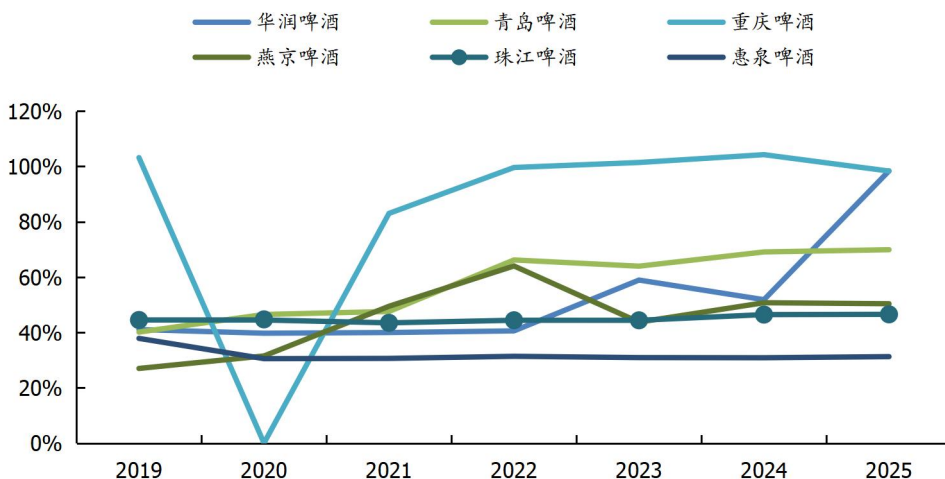
#### 4.6、继续完善薪酬绩效

报告期内，公司继续加大人才引进和培养，不断对薪酬绩效体系进行完善，落实下属企业经理层成员契约化与任期制管理改革，开展员工进入专业通道评审，激励各层级干部职工担当作为。

#### 4.7、稳定的股利分配政策回报股东

公司实施持续、稳定的利润分配政策，2025年公司实现净利润9.04亿元，现金分红4.21亿元，每10股派发现金红利1.90元（含税），既满足对股东的回馈，又要满足公司未来市场份额扩张和品牌建设需要，实现企业可持续发展与投资者回报的动态平衡。

图 65：珠江啤酒分红比例保持稳定



资料来源：wind，诚通证券研究所

## 5、盈利预测和估值

### 5.1、关键假设及盈利预测

**产品销量：**国内啤酒市场整体量稳价增，珠江啤酒大本营广东壁垒坚实，公司受益于持续推进高端化产品，以及高端化产品的高占比，啤酒销量增速优于行业。但考虑啤酒行业整体运行压力仍大，新品层出不穷竞争激烈。2026年暑期世界杯短期或提振啤酒需求，预计公司2026-2028年啤酒销量增速分别为2.6%/1.5%/1.2%。

**产品价格：**消费升级趋势仍在，消费者对啤酒中高端产品接受度高，年轻消费者逐渐加入饮酒行列，对产品价格敏感度偏低，更容易接受新的消费习惯。预计公司2026-2028产品价格有望持续提升，增速分别为1.0%/1.2%/1.3%。

**产品毛利率：**2024年和2025，中国啤酒行业迎来历史性成本红利周期，出现进口大麦均价同比回落、玻瓶瓦楞纸燃料成本全线下行的结构性改善。公司

2023/2024/2025年毛利率分别为41.3%/45.1%/47.5%，2026年行业麦芽价格仍处于较底部稳定运行，包材运行趋势有望延续2025年态势，随着公司高端化产品占比持续提升，预计公司2026-2027年啤酒业务毛利率有望保持在47.3%/47.2%的较高水平运行。

表 11：珠江啤酒盈利预测

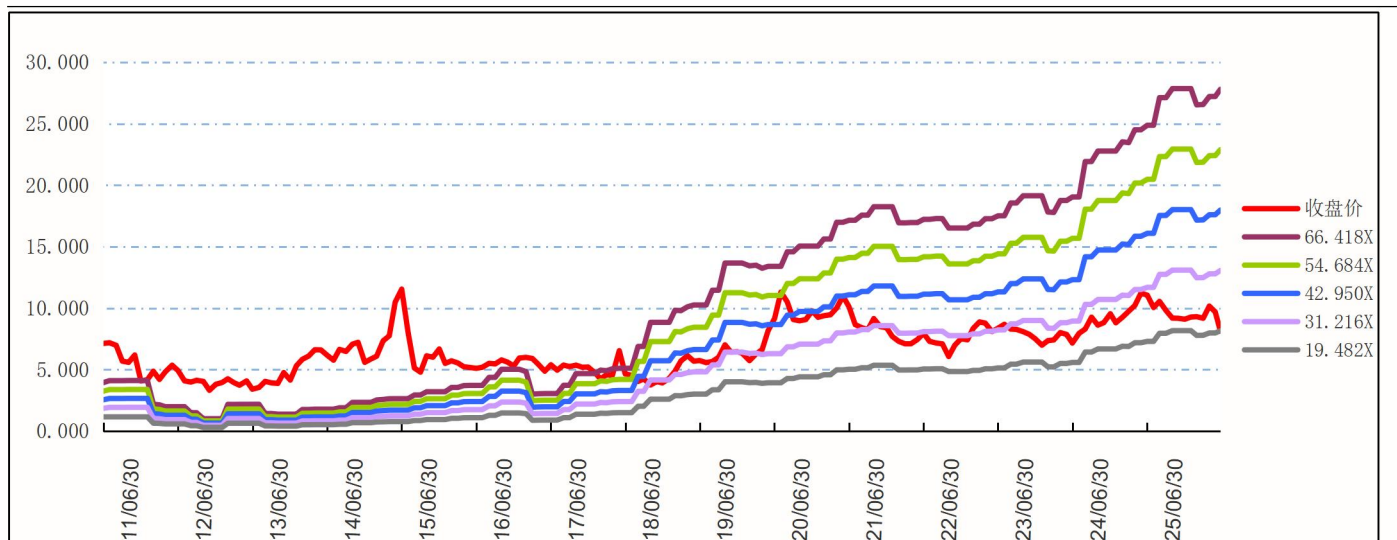
单位	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,378	5,731	5,878	6,077	6,241	6,396
YOY	9.1%	6.6%	2.6%	3.4%	2.7%	2.5%
啤酒业务（百万元）	5,149	5,511	5,687	5,892	6,055	6,208
YOY	8.7%	7.0%	3.2%	3.6%	2.8%	2.5%
销量（万千升）	140	144	146	150	152	154
YOY	4.8%	2.6%	1.6%	2.6%	1.5%	1.2%
吨价（元/万千升）	3,670	3,828	3,889	3,927	3,975	4,026
YOY	3.8%	4.3%	1.6%	1.0%	1.2%	1.3%
其他业务（百万元）	229	220	191	185	186	189
YOY	18.5%	-4.2%	-13.1%	-3.1%	0.6%	1.4%
啤酒业务毛利率	41.3%	45.1%	47.5%	47.3%	47.2%	47.1%

资料来源：wind，诚通证券研究所

## 5.2、与公司自身历史 PE 比较：

珠江啤酒估值已经回落至17倍左右，股价和盈利对应的 PE-band 已处于历史最低位。

图 66：珠江啤酒 PE-band



资料来源：wind，诚通证券研究所

## 5.3、与可比公司估值比较：

选取内地上市营收居前的啤酒公司青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒，以及同样

以高端化和区域化经营为主的惠泉啤酒作为可比公司，珠江啤酒估值较其他营收居前啤酒公司估值略高，但已是公司估值最低点。

表 12：可比公司的估值比较

公司名称	收盘价	EPS				PE				PEG	PB	市值
		24A	25A	26E	27E	24A	25A	26E	27E	2026	2026	亿元
青岛啤酒	53.0	3.2	3.4	3.6	3.7	16.6	15.6	14.9	14.2	2.6	2.2	712.5
重庆啤酒	42.3	2.7	2.1	2.6	2.8	15.5	20.0	16.0	15.3	3.9	16.0	199.9
燕京啤酒	10.3	0.3	0.5	0.7	0.8	29.7	18.8	14.5	12.6	0.7	1.8	285.5
惠泉啤酒	9.3	0.3	0.3	0.4	0.4	36.2	27.8	24.2	21.7	1.2	1.7	22.3
可比公司平均值	—	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>24.5</b>	<b>20.6</b>	<b>17.4</b>	<b>15.9</b>	<b>2.1</b>	<b>5.4</b>	<b>305.0</b>
珠江啤酒	7.8	0.4	0.4	0.4	0.5	21.2	19.0	17.5	17.1	1.8	1.6	167.5

资料来源：可比公司 EPS 估值取自 wind 一致预期，诚通证券研究所

#### 5.4、估值结论与投资评级

啤酒行业结构性变革，以及啤酒消费者的消费习惯演变，公司持续提高其高端产品占比，依托公司在华南地区深入人心的品牌优势与渠道优势，以及技术研发能力，十五五期间坚持“一核一赋、双向融合”的战略发展思路，即聚焦啤酒产业核心主业，以文化园区建设赋能发展，促进主业与文化园区双向融合、协同增效。短期啤酒行业成本红利仍在持续，中期华南市场人口与经济活力为公司提供持续增长基底，“十五五”产能扩建升级将打开公司中高端供给上限。我们预期公司 2026-2028 年预计实现收入 61/62/64 亿元，同比增长 3.4%/2.7%/2.5%，预计实现净利润 9.84/10.04/10.39 亿元，EPS 分别 0.44/0.45/0.47 元，估值分别为 18X/17X/17X，公司最新估值 18X，公司估值已创历史新低，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

## 6、风险分析

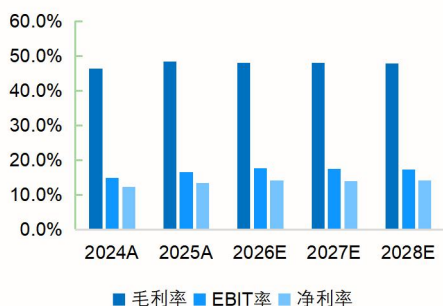
**经营风险：**行业竞争加剧，2025 年华润啤酒将全国总部迁至深圳，嘉士伯在佛山投建近 30 亿元年产 50 万千升新厂，百威依托现有基地反攻非即饮渠道，华南区域竞争加剧，公司区域优势下降，公司产品结构升级效果不及预期；消费渠道变化公司应对不及等风险；

**市场风险：**消费信心恢复不及预期，餐饮等消费增长受限；行业原材料、包材、物流等成本费用波动风险；

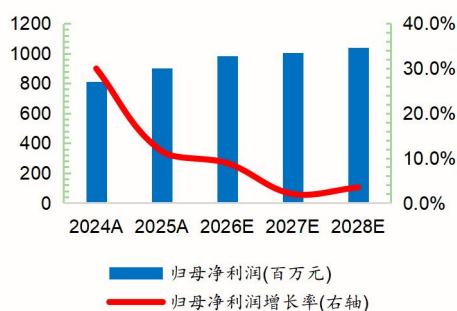
**其他风险：**食品安全风险，消费习惯变化等风险。

## 附：财务预测摘要

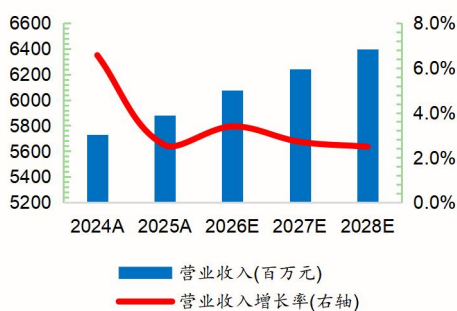
## 1、毛利率、EBIT率、净利率



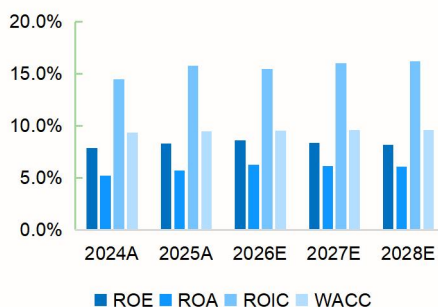
## 2、净利润及其年度增长率



## 3、营业收入及其年度增长率



## 4、资本回报率



利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5731	5878	6077	6241	6396
营业成本	3077	3037	3158	3249	3336
折旧和摊销	295	333	338	353	368
营业税费	479	488	506	519	531
销售费用	853	886	915	933	953
管理费用	425	462	464	471	480
财务费用	-165	-165	-177	-180	-197
公允价值变动损益	2	10	7	7	8
投资收益	0	1	2	2	1
营业利润	951	1049	1149	1173	1214
利润总额	953	1059	1156	1181	1221
少数股东损益	21	15	21	24	23
归属母公司净利润	810	904	984	1004	1039

资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	15908	16060	16125	16680	17397
流动资产	9089	8626	8650	9242	9970
货币资金	8198	7146	7039	7751	8323
交易型金融资产	160	794	794	794	794
应收账款	23	27	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	5	1	6	1	6
存货	660	562	709	598	744
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3216	3842	3718	3552	3366
无形资产	2208	2180	2382	2542	2742
总负债	5331	4958	4438	4385	4461
无息负债	2039	1997	1479	1427	1503
有息负债	3292	2961	2958	2958	2958
股东权益	10577	11103	11687	12295	12936
股本	2213	2213	2213	2213	2213
公积金	4505	4505	4505	4505	4505
未分配利润	3456	3819	3813	3807	3801
少数股东权益	67	66	87	111	134

现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1069	1121	515	1268	1152
净利润	831	919	1005	1028	1062
折旧摊销	295	333	338	353	368
净营运资金增加	-1226	-2	648	-68	80
其他	1169	-128	-1477	-45	-357
投资活动产生现金流	-2451	-40	-375	-315	-357
净资本支出	555	896	41	-37	-11
长期投资变化	-1964	737	0	0	0
其他资产变化	-3860	1593	-334	-352	-368
融资活动现金流	414	-852	-246	-241	-224
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	853	-373	-520	-53	76
无息负债变化	69	-42	-517	-52	76
净现金流	-968	230	-107	712	572

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	6.6	2.6	3.4	2.7	2.5
净利润增长率	29.1	10.6	9.4	2.2	3.3
EBITDA 增长率	25.9	13.7	7.9	2.3	2.4
EBIT 增长率	37.0	14.0	10.1	1.6	1.9
<b>估值指标</b>					
PE	35.1	25.4	21.3	20.9	20.2
PB	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	13.9	12.3	11.5	10.7	10.1
EV/EBIT	18.7	16.5	15.1	14.2	13.5
EV/NOPLAT	21.4	19.0	17.3	16.3	15.5
EV/Sales	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3
EV/IC	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	46.3	48.3	48.0	47.9	47.8
EBITDA 率	20.1	22.2	23.2	23.1	23.1
EBIT 率	14.9	16.6	17.7	17.5	17.4
税前净利润率	16.6	17.9	18.9	18.8	19.0
税后净利润率 (归属母公司)	12.3	13.4	14.1	14.0	14.1
ROA	5.2	5.7	6.2	6.2	6.1
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.9	8.3	8.6	8.4	8.2
经营性 ROIC	14.5	15.8	15.5	16.1	16.2
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.0	2.1	2.4	2.6	2.7
速动比率	1.9	1.9	2.2	2.4	2.5
归属母公司权益/有息债务	3.2	3.7	3.9	4.1	4.3
有形资产/有息债务	3.7	4.2	4.2	4.3	4.5
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.37	0.41	0.44	0.45	0.47
每股红利	0.17	0.19	0.19	0.19	0.19
每股经营现金流	0.98	0.46	0.23	0.57	0.52
每股自由现金流(FCFF)	0.42	0.47	0.26	0.64	0.57
每股净资产	4.75	4.99	5.24	5.50	5.78
每股销售收入	2.59	2.66	2.75	2.82	2.89

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

## 特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>