青岛啤酒（600600）

结构升级继续向好，盈利改善空间较大

买入（维持）

2020 年 10 月 30 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	27,984	28,416	30,643	32,670
同比（%）	5.3%	1.5%	7.8%	6.6%
归母净利润（百万元）	1,852	2,094	2,478	2,846
同比（%）	30.2%	13.1%	18.4%	14.8%
每股收益（元/股）	1.36	1.53	1.82	2.09
P/E（倍）	64.45	57.01	48.16	41.94

事件：公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 244.22 亿元（-1.91%），归母净利 29.78 亿元（+15.17%），扣非净利 26.78 亿元（+16.51%）。20Q3 实现营收 87.43 亿元（+4.76%），归母净利 11.23 亿元（+17.57%），扣非净利 10.55 亿元（+23.63%）。

投资要点

- **结构升级趋势向好，Q3 实现量价齐升。**公司 20Q1-Q3 实现营收 244.22 亿（同-1.91%），20Q3 实现营收 87.43 亿（同+4.76%）。**从量价角度看，**公司继续保持吨价提升的良好趋势，20Q1-Q3 公司实现销量 694.2 万千升（同-3.5%），吨价为 3518.02 万元（同+1.7%），20Q3 实现销量 253.6 万千升（同+2.9%），吨价为 3447.59 万元（同+1.8%），单季度实现量价齐升，预计系疫后消费复苏背景下，旺季公司产品放量所致。**从区域角度看，**据调研反馈 20Q3 公司强势区域河南/河北/东北销量上升较快，基地市场山东因提价幅度较大、竞争加剧的原因销量略有下滑；其他区域如陕西/华南等地区销量亦有个位数提升。整体来看公司结构升级趋势良好，主品牌青啤及第二品牌均逐步实现结构调优。

- **结构优化提振业绩，现金流良性。**公司 20Q1-Q3 实现归母净利 29.78 亿（同+15.17%），20Q3 实现归母净利 11.23 亿（同+17.57%）。公司 20Q3 净利率提升 1.4pct 至 13.4%，主要系结构升级吨价提升，单季度毛利率提升 2.03pct 至 42.37%所致，此外销售费用率同-1.59pct 至 14.53%亦对业绩有所提振，管理费用率（含研发）为 4.48%（同+0.8pct）。前三季度公司净利率为 12.74%（同+1.79pct），同样系毛利率提升（同+1.79pct）及销售费用降低（同-0.48pct）所致。**现金流方面公司表现较为良性，**公司 20Q3 销售收现约 100 亿（同比增加 6.8 亿），经营净现金流 9.5 亿（同比增加 3.3 亿），截至 20Q3 公司合同负债约 50 亿（同比 19Q3 增加约 10 亿）。

- **改革背景下看好公司品牌及经营释能。**啤酒行业进入品牌为王的时代，提价、关厂提效及结构升级以提升盈利水平的方向不改，疫情冲击下行业加速向头部集中。公司具备高品牌势能，基地市场稳固，高端化产品布局及推进节奏表现出色，我们看好股权激励及市场化改革后公司的执行力提升及经营活力的不断释放，龙头稳步成长可期。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年营收为 284.2/306.4/326.7 亿元，增速为 1.5/7.8/6.6%;归母净利润为 20.9/24.8/28.5 亿元，增速为 13.0/18.4/14.8%;对应 EPS 为 1.53/1.82/2.09 元。当前股价对应 PE 分别为 57/48/42X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**竞争加剧风险，疫情风险，消费需求疲软

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	87.50
一年最低/最高价	36.12/99.50
市净率(倍)	5.60
流通 A 股市值(百万元)	60892.44

基础数据

每股净资产(元)	15.62
资产负债率(%)	46.08
总股本(百万股)	1364.18
流通 A 股(百万股)	695.91

相关研究

1、《青岛啤酒（600600）：高端化趋势不改，Q2 业绩超预期》2020-08-31

2、《青岛啤酒（600600）：升级提效望共振，百年青啤谋复兴》2020-06-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**21,002**	**23,801**	**26,947**	**29,839**
现金	15,302	18,762	21,744	24,746
应收账款	226	171	257	199
存货	3,182	2,516	2,631	2,521
其他流动资产	2,292	2,353	2,315	2,374
非流动资产	**16,311**	**15,489**	**15,369**	**15,042**
长期股权投资	377	402	428	454
固定资产	10,222	9,672	9,800	9,766
在建工程	179	146	133	122
无形资产	2,559	2,308	2,064	1,758
其他非流动资产	2,974	2,960	2,944	2,943
资产总计	**37,312**	**39,290**	**42,316**	**44,881**
流动负债	**13,354**	**13,881**	**14,939**	**15,188**
短期借款	271	271	271	271
应付账款	2,167	2,146	2,442	2,351
其他流动负债	10,916	11,463	12,226	12,566
非流动负债	**4,045**	**4,045**	**4,045**	**4,045**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4,045	4,045	4,045	4,045
负债合计	**17,399**	**17,926**	**18,984**	**19,233**
少数股东权益	742	829	932	1,050
归属母公司股东权益	19,172	20,536	22,400	24,598
负债和股东权益	**37,312**	**39,290**	**42,316**	**44,881**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,017	3,737	3,758	3,567
投资活动现金流	-348	-105	-842	-675
筹资活动现金流	-769	-172	65	109
现金净增加额	2,904	3,460	2,981	3,002
折旧和摊销	1,115	978	1,019	1,068
资本开支	1,155	-848	-146	-353
营运资本变动	1,954	1,210	894	359

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**27,984**	**28,416**	**30,643**	**32,670**
减:营业成本	17,080	16,693	17,756	18,547
营业税金及附加	2,313	2,294	2,483	2,697
营业费用	5,104	5,076	5,400	5,885
管理费用	1,881	1,906	2,020	2,120
财务费用	-484	-580	-679	-757
资产减值损失	-121	0	0	0
加:投资净收益	25	23	23	23
其他收益	57	28	35	43
营业利润	**2,698**	**3,078**	**3,722**	**4,246**
加:营业外净收支	29	157	75	66
利润总额	**2,727**	**3,234**	**3,797**	**4,311**
减:所得税费用	798	1,053	1,215	1,347
少数股东损益	77	87	103	118
归属母公司净利润	**1,852**	**2,094**	**2,478**	**2,846**
EBIT	2,284	2,740	3,206	3,630
EBITDA	3,399	3,718	4,225	4,699

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.36	1.53	1.82	2.09
每股净资产(元)	14.05	15.05	16.42	18.03
发行在外股份(百万股)	1351	1364	1364	1364
ROIC(%)	6.9%	7.5%	8.2%	8.7%
ROE(%)	9.7%	10.2%	11.1%	11.6%
毛利率(%)	39.0%	41.3%	42.1%	43.2%
销售净利率(%)	6.6%	7.4%	8.1%	8.7%
资产负债率(%)	46.6%	45.6%	44.9%	42.9%
收入增长率(%)	5.3%	1.5%	7.8%	6.6%
净利润增长率(%)	30.2%	13.1%	18.4%	14.8%
P/E	64.45	57.01	48.16	41.94
P/B	6.23	5.81	5.33	4.85
EV/EBITDA	31.61	27.99	23.94	20.92

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn