2020 年 08 月 31 日
公司研究●证券研究报告

青岛啤酒（600600.SH）

公司快报

复苏强劲，业绩超预期

事件：公司发布 20 年中报，上半年实现营收 156.79 亿元，同比-5.27%；归母净利润 18.55 亿元，同比+13.77%。单 Q2 公司实现营收 93.86 亿元，同比+9.15%；归母净利润 13.18 亿元，同比+60.12%。

投资要点

- **环比改善显著，业绩超预期。**营收角度，公司一二季度分别实现 62.93 亿（-20.86%）和 93.86 亿元（+9.15%），Q2 已经实现了收入的正增长；归母净利润角度，一二季度分别实现 5.37 亿（-33.48%）和 13.18 亿元（+60.12%），二季度业绩恢复明显，增长超预期。分地区看，上半年山东/华南/华北/华东/东南分部的对外交易收入分别实现 96.34/12.87/26.72/14.68/3.68 亿元，同比-3.38%/-4.76%/-7.52%/-9.67%/-6.31%

- **恢复好于行业，高端化步伐将继续坚定。**啤酒行业 Q1 受疫情影响最为严重，根据统计局 1-2 月的数据显示规模以上的啤酒企业产量下降 40%；二季度随着疫情的有效控制，国内啤酒市场逐渐恢复，据统计上半年啤酒行业实现啤酒产量同比下降-9.5%。青啤上半年完成总销量 440.6 万千升，同比下降-6.85%；吨价同比提升 1.70%至 3559 元/吨，我们预计或主要系上半年通过对家庭渠道适销对路的小包装产品提振了吨价。青岛啤酒的品牌销量 H1 实现 209.1 万千升（-11.40%），崂山品牌实现 231.5 万千升（-2.32%），主要系疫情之下餐饮端的停摆所致，预计随着餐饮端的复苏下半年公司销量将继续环比改善，继续坚定高端化升级的步伐。

- **净利润率新高，华南和华北利润贡献增速亮眼。**毛利率同比小幅提升 1.65pcts 至 41.8%，其中 Q2 实现毛利率 42.89%，同比提升 2.36pct。费用端，H1 销售费用率同比微幅+0.22pcts 至 18.28%，主要系职工薪酬和广宣费用下降，管理费用率同比-0.37pcts 至 3.25%，主要系职工薪酬占比下降。上半年公司实现销售净利率 12.37%，创新高。分地区来看，各分部上半年均实现盈利，其中山东/华南/华北分别同比增长 2.66%/45.18%/0.74%；净利润率方面（仅考虑对外交易收入），山东/华南/华北/华东/东南分部实现 8.77%/18.09%/19.86%/6.39%/0.72%，华南和华北的利润实现亮眼。

- **投资建议：**公司于 3 月份推出了股权激励计划，通过设定具有挑战性的业绩目标，鼓舞士气，健全了公司中长期激励约束机制；疫情不改公司的强劲品牌力和高端化进程，而且公司推出王子苏打水逐渐在打开市场，近期宣布将并购雀巢的水业务等，未来在推进自身的产能优化和产品结构提升的同时，还将继续新添业务增长点，盈利能力有望持续提升。我们上调公司 2020-2021 年的 EPS 分别为 1.61 元/1.79 元，净资产收益率为 9.2%/9.7%，维持买入-A 评级。

- **风险提示：**原材料成本上升、中高端啤酒市场竞争加剧，业务拓展不及预期

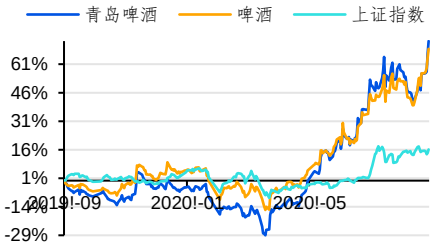
食品饮料 | 啤酒 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-28)	91.00 元

交易数据

总市值（百万元）	124,140.63
流通市值（百万元）	63,328.14
总股本（百万股）	1,364.18
流通股本（百万股）	695.91
12 个月价格区间	36.40/91.99 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.71	28.8	58.13
绝对收益	8.27	48.13	76.06

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

青岛啤酒：产品结构继续升级，股权激励彰显信心--青岛啤酒 2019 年报点评 2020-03-30

青岛啤酒：业绩略超预期，高端产品量价齐升 2019-06-10

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	28,260	29,854	31,479
YoY(%)	1.1	5.3	1.0	5.6	5.4
净利润(百万元)	1,422	1,852	2,196	2,442	2,732
YoY(%)	12.6	30.2	18.6	11.2	11.8
毛利率(%)	37.7	39.0	39.4	41.0	41.8
EPS(摊薄/元)	1.04	1.36	1.61	1.79	2.00
ROE(%)	8.4	9.7	10.9	11.3	11.7
P/E(倍)	87.3	67.0	56.5	50.8	45.4
P/B(倍)	6.9	6.5	6.0	5.6	5.2
净利率(%)	5.4	6.6	7.8	8.2	8.7

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17760	21002	23453	26208	28746
现金	12536	15302	17651	20012	22252
应收票据及应收账款	165	226	168	248	191
预付账款	174	117	176	134	193
存货	2651	3182	2970	3697	3599
其他流动资产	2235	2175	2487	2116	2510
非流动资产	16315	16311	15377	14908	14356
长期投资	370	377	401	426	451
固定资产	10327	10222	9564	9352	9100
无形资产	2600	2559	2308	2064	1758
其他非流动资产	3018	3153	3104	3066	3047
资产总计	34075	37312	38830	41115	43102
流动负债	12087	13354	13245	13781	13939
短期借款	296	271	271	271	271
应付票据及应付账款	2572	2388	2582	2535	2785
其他流动负债	9218	10695	10392	10975	10883
非流动负债	**3298**	**4045**	**4045**	**4045**	**4045**
长期借款	1	0	0	0	-0
其他非流动负债	3298	4045	4045	4045	4045
负债合计	15385	17399	17290	17826	17984
少数股东权益	719	742	902	1088	1283
股本	1351	1351	1364	1364	1364
资本公积	3444	3444	3444	3444	3444
留存收益	13020	14189	15602	17048	18658
归属母公司股东权益	17970	19172	20638	22202	23834
负债和股东权益	34075	37312	38830	41115	43102

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3992	4017	2551	3090	3062
净利润	1561	1929	2356	2628	2927
折旧摊销	1153	1115	1017	1046	1078
财务费用	-497	-484	-555	-618	-695
投资损失	-21	-25	-22	-22	-22
营运资金变动	2081	1954	-189	142	-140
其他经营现金流	-286	-473	-56	-86	-86
投资活动现金流	-817	-348	-5	-468	-418
筹资活动现金流	-641	-769	-197	-261	-404
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.36	1.61	1.79	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	2.93	2.94	1.87	2.27	2.24
每股净资产(最新摊薄)	13.17	14.05	15.12	16.27	17.46

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26575	27984	28260	29854	31479
营业成本	16556	17080	17114	17621	18319
营业税金及附加	2327	2313	2119	2388	2518
营业费用	4869	5104	5087	5433	5726
管理费用	1386	1881	1908	2090	2251
研发费用	20	21	17	18	20
财务费用	-497	-484	-555	-618	-695
资产减值损失	147	-121	-29	-64	-56
公允价值变动收益	54	57	56	56	56
投资净收益	21	25	22	22	22
营业利润	2378	2698	3298	3705	4120
营业外收入	16	35	28	30	30
营业外支出	14	6	8	7	8
利润总额	2380	2727	3318	3728	4143
所得税	819	798	962	1100	1215
税后利润	1561	1929	2356	2628	2927
少数股东损益	139	77	160	186	196
归属母公司净利润	1422	1852	2196	2442	2732
EBITDA	3175	3399	3857	4225	4603

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.1	5.3	1.0	5.6	5.4
营业利润(%)	19.3	13.5	22.2	12.3	11.2
归属于母公司净利润(%)	12.6	30.2	18.6	11.2	11.8
获利能力					
毛利率(%)	37.7	39.0	39.4	41.0	41.8
净利率(%)	5.4	6.6	7.8	8.2	8.7
ROE(%)	8.4	9.7	10.9	11.3	11.7
ROIC(%)	6.2	6.9	8.1	8.5	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	46.6	44.5	43.4	41.7
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	152.7	143.3	143.3	143.3	143.3
应付账款周转率	6.7	6.9	6.9	6.9	6.9
估值比率					
P/E	87.3	67.0	56.5	50.8	45.4
P/B	6.9	6.5	6.0	5.6	5.2
EV/EBITDA	36.1	33.0	28.5	25.5	23.0

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn