青岛啤酒（600600）

高端化趋势不改，Q2 业绩超预期

买入（维持）

2020 年 08 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%	13.0%	18.4%	14.8%
每股收益（元/股）	1.36	1.53	1.82	2.09
P/E（倍）	67.03	59.29	50.09	43.62

事件

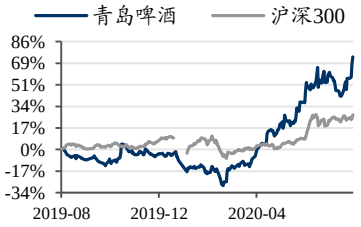
公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 156.79 亿元（-5.27%），归母净利 18.55 亿元（+13.77%），扣非净利 16.23 亿元（+12.3%）。20Q2 实现营收 93.86 亿元（+9.15%），归母净利 13.18 亿元（+60.12%），扣非净利 11.61 亿元（+59.69%）。

投资要点

- **高端化趋势不改，基地市场稳步增长。**公司 20H1 实现营收 156.8 亿（-5.27%），20Q2 实现营收 93.9 亿（+9.15%），收入增长符合预期。**分产品看，**20H1 公司啤酒销量 440.6 万千升（-6.85%），其中青岛主品牌销量 209.1 万千升（-11.4%），“奥古特、鸿运当头、经典及纯生啤酒”等高端产品销量 97.10 万千升（-7.52%），高端销量下滑不改公司升级趋势，公司上半年吨价为 3533.7 元（+2%），预计系部分地区崂山等产品直接提价以及罐化率提升产品升级所致；20Q2 单季度啤酒销量 277.6 万千升（+8.27%），旺季崂山等中低档产品放量，吨价增速呈放缓趋势。**分区域看，**公司 20H1 山东/华北/华东/华南/东南地区对外交易收入分别为 96/27/15/13/4 亿，其中华东净利润同比+1.3 亿，华南同比+45%，贡献主要利润增长，优势市场山东/华北净利润同比+3/1%，实现稳步增长。
- **毛利提升+费用减免共振，Q2 业绩超预期。**公司 20H1 实现归母净利 18.6 亿（+13.77%），20Q2 实现归母净利 13.18 亿（+60.12%），单季度业绩增长超预期。公司 20H1 净利率为 12.4%（+1.9pct），主要由于毛利率提升。20Q2 净利率为 14.8%（+4.5pct），单季度净利率大幅提升主要系 20Q2 公司产品结构高端化升级，吨价提升下毛利率提升 2.4pct 至 42.9%所致，同时二季度公司由于疫情影响下政府社保减免销售费用率下滑 2.4pct 至 16.24%亦提振净利率水平。此外，公司 Q2 管理费用率（含研发）为 2.85%(-0.84pct)。
- **看好公司未来品牌释能及经营活力持续释放。**短期看 20H2 公司加速改善趋势显著，中长期看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 59/50/44X，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)	91.00
一年最低/最高价	36.12/91.99
市净率(倍)	6.17
流通 A 股市值(百万元)	63328.14

基础数据

每股净资产(元)	14.74
资产负债率(%)	48.59
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）：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**	**23,788**	**26,940**	**29,838**
现金	15,302	18,749	21,736	24,744
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**	**39,277**	**42,309**	**44,880**
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	20,522	22,393	24,597
负债和股东权益	**37,312**	**39,277**	**42,309**	**44,880**

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	3,568
投资活动现金流	-348	-105	-842	-675
筹资活动现金流	-769	-185	71	115
现金净增加额	2,904	3,447	2,987	3,008
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**	**3,077**	**3,721**	**4,245**
加:营业外净收支	29	157	75	66
利润总额	**2,727**	**3,234**	**3,796**	**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	15.04	16.41	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%	13.0%	18.4%	14.8%
P/E	67.03	59.29	50.09	43.62
P/B	6.48	6.05	5.54	5.05
EV/EBITDA	32.66	28.95	24.79	21.68

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