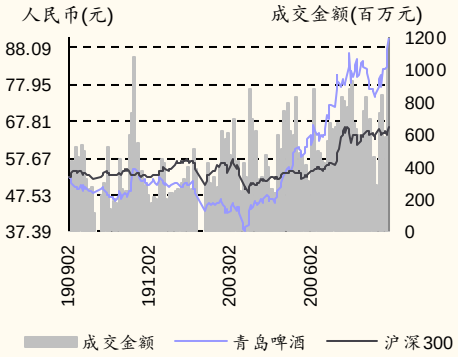
青岛啤酒 (600600.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：91.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.64
已上市流通 A 股(亿股)	6.96
流通港股(亿股)	6.55
总市值(亿元)	1,241.41
年内股价最高最低(元)	91.00/74.61
沪深 300 指数	4844
上证指数	3404



相关报告

1.《业绩超预期，盈利能力加速提升-青岛啤酒年报点评》，2020.3.30

2.《股权激励落地，彰显长远发展信心-青岛啤酒点评报告》，2020.3.24

3.《结构升级趋势持续，盈利能力不断改善-青岛啤酒三季报点评》，2019.10.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005

liuchenqian@gjzq.com.cn

Q2 业绩超预期，经营效率加速改善

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.05	1.37	1.65	1.90	2.13
每股净资产(元)	13.30	14.19	15.25	16.52	17.97
每股经营性现金流(元)	3.15	3.22	2.72	2.92	3.22
市盈率(倍)	33	37	55	48	43
净利润增长率(%)	12.60%	30.23%	21.17%	15.50%	12.26%
净资产收益率(%)	7.91%	9.66%	10.89%	11.61%	11.98%
总股本(百万股)	1,350.98	1,350.98	1,364.18	1,364.18	1,364.18

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20H1 收入 156.79 亿元，同比-5.27%；归母净利 18.55 亿元，同比+13.77%。其中 20Q2 收入 93.86 亿元，同比+9.15%；归母净利 13.18 亿元，同比+60.12%，业绩超预期。

经营分析

- **H1 价升 1.9%，20Q2 量增 8.3%，产品结构持续升级。**20H1 公司啤酒销量 440.6 万千升，同比-6.9%；啤酒吨价达到 3533.7 元，同比提升 1.9%，主要受益于产品结构升级+5 月青啤提价落地。分季度看，公司 Q2 销量同比+8.3%，预计系天气炎热+报复性消费+夜经济刺激啤酒终端动销旺盛，渠道调研反馈，青啤 4-5 月销量同增 10%左右，6 月销量延续个位数增长。分产品看，20H1 青岛主品牌销量 209.1 万千升，同比-11.5%；“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等高端产品实现销量 97.1 万千升，占总销量的比重约 22%，继续保持了在国内啤酒中高端市场的领头羊地位。分地区看，20H1 山东/华东市场收入同比-3.38%/ -4.76%，收入降幅小于整体平均，华东、东南扭亏为盈，各区销售逐步向好。
- **毛利率持续改善，经营效率提升加速。**公司 20H1 净利率同比+1.94pcts，20Q2 净利率同比+4.51pcts，生产效率和盈利质量上行节奏加快。毛利率 20H1 同比+1.65pcts，20Q2 同比+2.37 pcts，主要受听装酒、精酿等高附加值产品占比提升+小麦、包材等原材料成本压力趋缓+青啤提价等共同推动。销售费用率 20H1 同比+0.22pct，主要系规模效应减弱，劳务费、运输费、折旧摊销等固定成本的费率有所上升；20Q2 同比-2.35 pcts，主要系疫情影响广告、赞助费用投放。管理费用率 20H1 同比-0.36pct，20Q2 同比-0.82 pct，关厂增效的红利逐步显现。
- **Q3 销量稳健增长可期，股权激励彰显长远信心。**渠道调研反馈，啤酒行业高景气度维持，Q3 夜场及商务需求恢复，中高端纯生及 1903 等产品放量，当前库存约 20 天，预计青啤 7、8 月仍将延续正增长。中长期看， 20 年以股权激励为标志的国企改革落地，管理水平精进，内部销售费用和人员投放有望优化。未来产能整合升级，3-5 年内计划关闭 10 家左右低效厂，助推公司实现更有质量的成长。

盈利预测

- 考虑公司上半年的超预期表现，我们上调盈利预测，预计公司 20-22 年归母净利润同比增速分别为+21.2%/15.5%/12.3%，归母净利润分别为 22.44/25.92/29.10 亿元，（较上次预测调整幅度为+11%/+10%/+10%）对应 EPS 分别为 1.65/1.90/2.13 元；当前股价对应 PE 分别为 55/48/43 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期、原材料价格变动、食品安全问题

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**26,277**	**26,575**	**27,984**	**28,631**	**30,082**	**30,984**
增长率		1.1%	5.3%	2.3%	5.1%	3.0%
主营业务成本	-15,622	-16,556	-17,080	-17,350	-18,079	-18,467
%销售收入	59.5%	62.3%	61.0%	60.6%	60.1%	59.6%
毛利	10,655	10,019	10,903	11,281	12,003	12,518
%销售收入	40.5%	37.7%	39.0%	39.4%	39.9%	40.4%
营业税金及附加	-2,325	-2,327	-2,313	-2,262	-2,346	-2,386
%销售收入	8.8%	8.8%	8.3%	7.9%	7.8%	7.7%
销售费用	-5,769	-4,869	-5,104	-5,225	-5,415	-5,515
%销售收入	22.0%	18.3%	18.2%	18.3%	18.0%	17.8%
管理费用	-1,244	-1,386	-1,881	-1,861	-1,895	-1,921
%销售收入	4.7%	5.2%	6.7%	6.5%	6.3%	6.2%
研发费用	0	-20	-21	-23	-24	-25
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润（EBIT）	1,317	1,418	1,584	1,910	2,322	2,671
%销售收入	5.0%	5.3%	5.7%	6.7%	7.7%	8.6%
财务费用	370	497	484	460	441	481
%销售收入	-1.4%	-1.9%	-1.7%	-1.6%	-1.5%	-1.6%
资产减值损失	-11	-147	-121	-130	-135	-140
公允价值变动收益	0	54	57	60	66	68
投资收益	58	21	25	40	45	50
%税前利润	2.8%	0.9%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%
营业利润	1,992	2,378	2,698	3,085	3,555	3,984
营业利润率	7.6%	8.9%	9.6%	10.8%	11.8%	12.9%
营业外收支	113	2	29	10	10	10
税前利润	2,105	2,380	2,727	3,095	3,565	3,994
利润率	8.0%	9.0%	9.7%	10.8%	11.8%	12.9%
所得税	-723	-819	-798	-771	-888	-995
所得税率	34.3%	34.4%	29.3%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	1,382	1,561	1,929	2,324	2,677	3,000
少数股东损益	119	139	77	80	85	90
归属于母公司的净利润	**1,263**	**1,422**	**1,852**	**2,244**	**2,592**	**2,910**
净利率	4.8%	5.4%	6.6%	7.8%	8.6%	9.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,382	1,561	1,929	2,324	2,677	3,000
少数股东损益	119	139	77	80	85	90
非现金支出	1,189	1,300	1,236	1,096	1,182	1,277
非经营收益	-531	-684	-766	-569	-266	-274
营运资金变动	400	2,081	1,954	819	350	347
经营活动现金净流	**2,441**	**4,258**	**4,353**	**3,671**	**3,944**	**4,349**
资本开支	-880	-703	-907	-1,222	-1,185	-1,225
投资	-101	-425	-198	-360	-254	-152
其他	477	311	757	40	45	50
投资活动现金净流	**-504**	**-817**	**-348**	**-1,542**	**-1,394**	**-1,327**
股权募资	2	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	-33	-21	-15	9
其他	-549	-623	-732	-830	-897	-964
筹资活动现金净流	**-547**	**-624**	**-765**	**-852**	**-912**	**-955**
现金净流量	**1,390**	**2,817**	**3,241**	**1,276**	**1,637**	**2,068**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,805	12,536	15,302	16,578	18,216	20,283
应收款项	532	462	312	376	387	394
存货	2,393	2,651	3,182	3,090	3,170	3,137
其他流动资产	1,343	2,111	2,206	2,597	2,955	3,208
流动资产	14,073	17,760	21,002	22,642	24,727	27,023
%总资产	45.4%	52.1%	56.3%	57.3%	59.0%	60.8%
长期投资	404	399	414	434	454	474
固定资产	11,194	10,707	10,401	10,743	11,002	11,208
%总资产	36.1%	31.4%	27.9%	27.2%	26.3%	25.2%
无形资产	4,119	3,940	3,901	3,842	3,787	3,734
非流动资产	16,902	16,315	16,311	16,839	17,173	17,455
%总资产	54.6%	47.9%	43.7%	42.7%	41.0%	39.2%
资产总计	**30,975**	**34,075**	**37,312**	**39,481**	**41,900**	**44,478**
短期借款	283	297	293	264	239	237
应付款项	7,558	4,686	4,813	5,170	5,231	5,340
其他流动负债	2,611	7,104	8,285	8,714	9,192	9,508
流动负债	10,452	12,087	13,391	14,148	14,662	15,085
长期贷款	1	1	0	0	0	0
其他长期负债	2,747	3,298	4,008	3,906	4,012	4,113
负债	**13,200**	**15,385**	**17,399**	**18,054**	**18,674**	**19,199**
普通股股东权益	**17,145**	**17,970**	**19,172**	**20,605**	**22,319**	**24,283**
其中：股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
未分配利润	10,803	11,620	12,788	14,222	15,936	17,900
少数股东权益	629	719	742	822	907	997
负债股东权益合计	**30,975**	**34,075**	**37,312**	**39,481**	**41,900**	**44,479**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.935	1.053	1.371	1.645	1.900	2.133
每股净资产	12.691	13.302	14.191	15.252	16.521	17.974
每股经营现金净流	1.807	3.152	3.222	2.717	2.919	3.219
每股股利	0.420	0.480	0.550	0.600	0.650	0.700
回报率						
净资产收益率	7.37%	7.91%	9.66%	10.89%	11.61%	11.98%
总资产收益率	4.08%	4.17%	4.96%	5.69%	6.22%	6.59%
投入资本收益率	4.73%	4.85%	5.50%	6.61%	7.43%	7.86%
增长率						
主营业务收入增长率	0.65%	1.13%	5.30%	2.31%	5.07%	3.00%
EBIT增长率	6.21%	7.69%	11.73%	20.53%	21.61%	15.01%
净利润增长率	21.04%	12.60%	30.23%	21.17%	15.50%	12.26%
总资产增长率	2.98%	10.01%	9.50%	5.81%	6.13%	6.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
存货周转天数	56.1	55.6	62.3	65.0	64.0	62.0
应付账款周转天数	48.3	47.7	47.2	50.0	47.0	47.0
固定资产周转天数	152.7	141.8	133.3	132.1	127.7	125.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.30%	-71.92%	-83.02%	-85.12%	-86.97%	-88.88%
EBIT利息保障倍数	-3.6	-2.9	-3.3	-4.2	-5.3	-5.6
资产负债率	42.62%	45.15%	46.63%	45.64%	44.30%	42.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

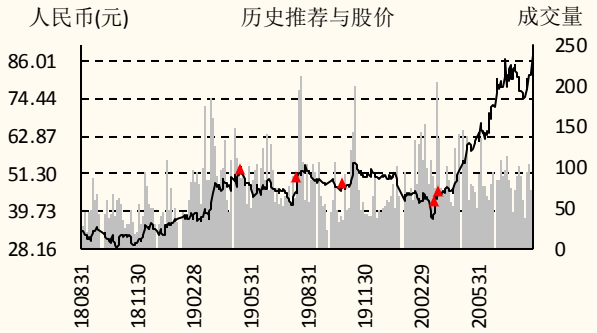
1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-05-15	买入	52.19	62.00～62.00
2	2019-08-16	买入	46.05	N/A
3	2019-10-29	买入	47.90	N/A
4	2020-03-24	买入	39.34	N/A
5	2020-03-30	买入	44.45	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH