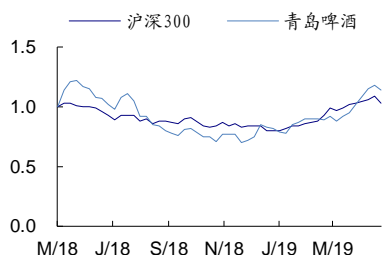


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
青岛啤酒(600600)
买入
2019 年半年报点评

(调高评级)

2019 年 08 月 16 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,351/696
总市值/流通(百万元)	63,631/32,778
上证综指/深圳成指	3,062/9,622
12 个月最高/最低(元)	56.42/28.40

相关研究报告:

《青岛啤酒-600600-2018 年中报点评: 业绩符合预期, 提价见效旺季增量》——2018-08-29

《青岛啤酒-600600-2017 年年报点评: 业绩符合预期, 提价升级具备改善弹性》——2018-04-27

《青岛啤酒-600600-2017 年年报点评: 业绩符合预期, 提价升级具备改善弹性》——2018-03-29

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩超预期, 均价持续提升
● 业绩超预期, 毛利率提升

公司 2019 年 H1 实现营业收入 165.51 亿元, 同增 9.22%, 归母净利润 16.31 亿元, 同增 25.21%, 其中单 Q2 收入 86 亿元同增 7.3%, 归母净利润 8.23 亿元同增 29.6%, 业绩超预期, 产品销量增加以及产品结构优化贡献明显。盈利指标上, 19H1 毛利率 40.11%同增 0.7pct, Q2 毛利率 40.53%同增 1.8pcts, 主因高端产品提升较快拉动均价上行。费用端, 销售费用率 18.06%同增 0.3pct, 期内物流费用、品牌投入增加, 管理费用率 3.62%同减 0.2pct, 公司积极管控费用投入, 费效比提升。所得税率 25.7%同减 0.7pcts。综合影响下, H1 净利率 10.4%同增 1.2pcts, 盈利能力稳步提升。期内销售收现 279 亿同增 3%, 经营现金流净额 38.2 亿同减 8.8%, 主因购买商品、接受劳务支付的现金同比增加。

● 高端产品领衔增长, 均价持续提升

2019 年 H1/Q2 公司啤酒销量 473/256 万千升, 同增 3.6%/1.2%, H1 吨均价 3499 元同增 5.4%, 虽然 4、5 月消化库存销量有所回落, 但整体上半年仍实现量价齐升, Q2 价格抬升更明显, Q2 吨均价同增幅度较 Q1 环增 2.5pcts, 高端化效果持续显现, 其中主品牌“青岛啤酒”实现销量 236 万千升, 同增 6.3%, “奥古特、鸿运当头、经典 1903 和 纯生啤酒”等高端产品销量亦维持双位数增长, 高档啤酒持续发力扩增盈利。公司聚焦“1+1”青岛+崂山双品牌战略, 聚焦主力中高端产品市场, 在竞争格局的边际改变的背景下, 公司在保证市场占有率稳定的基础上, 积极调整产品结构提升价格、趋利控费, 有望获高质量发展。

● 区域战略清晰, 营销升级优化资源配置

公司主力抓四大战略市场和城市积极市场, 做大大山东基地经济圈战略, 发挥覆盖全国主要生产及销售网络布局优势, 不断强化市场推广力度和渠道开发力度, 推进现代渠道发展及巩固电商渠道优势。营销端以深化体育营销和音乐为主线, 优化资源配置, 全面提升品牌的国际化、年轻化和时尚化形象。

盈利预测及评级: 公司强品牌力支撑下中高端产品表现积极, 均价上行仍有空间, 关厂加速利于经营效率提升, 受益竞争格局清晰化、费用管控带来业绩弹性, 按照规划将在 2020 年 6 月底前推进管理层长期激励计划。维持 2019-2021 年 EPS 为 1.29/1.54/1.80 元, 对应 PE 分别为 36/30/26 倍, 一年期目标 53.9-58.5 元, 维持“买入”评级。**风险因素:** 产品升级不达预期; 成本波动加大; 区域竞争加剧。

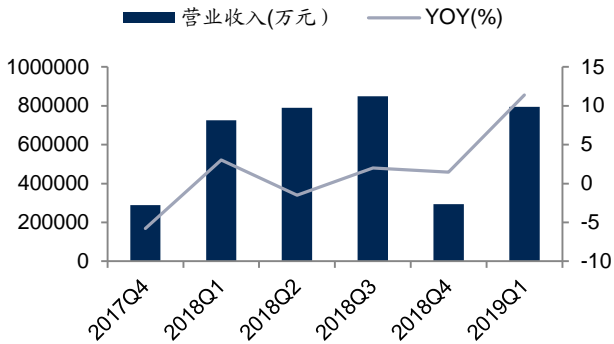
盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,575	28,792	31,003	33,003
(+/-%)	1.1%	8.3%	7.7%	6.5%
净利润(百万元)	1422	1741	2077	2428
(+/-%)	12.6%	22.4%	19.3%	16.9%
摊薄每股收益(元)	1.05	1.29	1.54	1.80
EBIT Margin	5.4%	9.3%	10.4%	11.4%
净资产收益率(ROE)	7.9%	9.2%	10.3%	11.2%
市盈率(PE)	43.7	35.7	29.9	25.6
EV/EBITDA	30.7	20.6	18.2	16.3
市净率(PB)	3.54	3.35	3.15	2.95

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

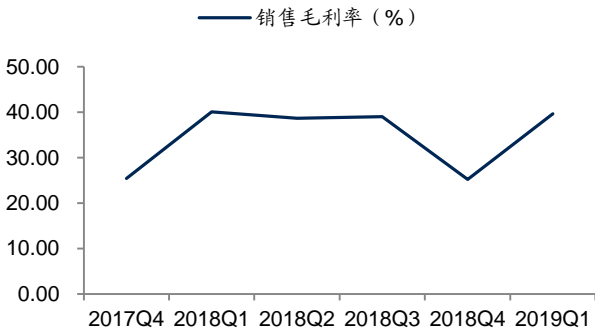
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 青岛啤酒分季度营业收入及同比增速



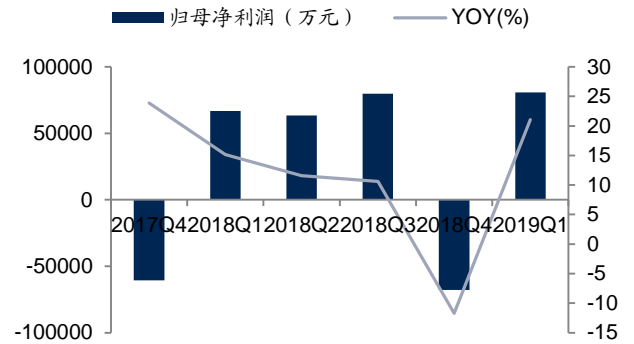
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 青岛啤酒分季度毛利率



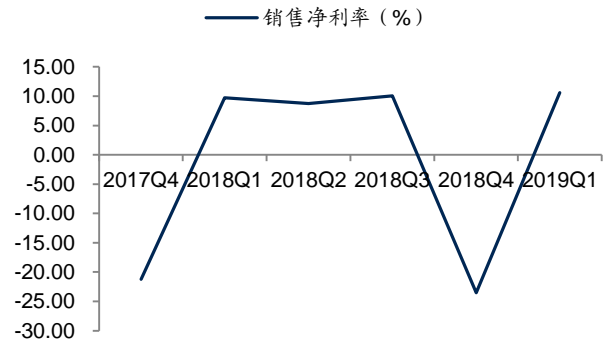
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 青岛啤酒分季度归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 青岛啤酒分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	12536	14459	16985	19702	营业收入	26575	28792	31003	33003
应收款项	165	237	255	271	营业成本	16556	17649	18850	19901
存货净额	2651	2722	2914	3081	营业税金及附加	2327	2159	2325	2475
其他流动资产	1206	1296	1395	1485	销售费用	4869	5039	5270	5445
流动资产合计	17760	19916	22751	25742	管理费用	1386	1256	1344	1424
固定资产	10707	10416	10112	9764	财务费用	(497)	(189)	(223)	(262)
无形资产及其他	2600	2496	2392	2288	投资收益	21	10	10	10
投资性房地产	2638	2638	2638	2638	资产减值及公允价值变动	(93)	0	0	0
长期股权投资	370	370	370	370	其他收入	515	0	0	0
资产总计	34075	35836	38264	40802	营业利润	2378	2888	3446	4029
短期借款及交易性金融负债	297	300	300	300	营业外净收支	2	6	6	6
应付款项	2572	2670	2859	3023	利润总额	2380	2894	3452	4035
其他流动负债	9218	9474	10099	10635	所得税费用	819	984	1174	1372
流动负债合计	12087	12445	13257	13958	少数股东损益	139	169	201	235
长期借款及应付债券	1	1	1	1	归属于母公司净利润	1422	1741	2077	2428
其他长期负债	3298	3598	3898	4198					
长期负债合计	3298	3598	3898	4198					
负债合计	15385	16043	17156	18157					
少数股东权益	719	812	923	1053					
股东权益	17970	18980	20185	21593					
负债和股东权益总计	34075	35836	38264	40802					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1422	1741	2077	2428
资产减值准备	136	(6)	(6)	(7)
折旧摊销	1138	1170	1214	1259
公允价值变动损失	93	0	0	0
财务费用	(497)	(189)	(223)	(262)
营运资本变动	2313	447	797	720
其它	(60)	99	117	136
经营活动现金流	5043	3451	4199	4536
资本开支	(435)	(800)	(800)	(800)
其它投资现金流	(1072)	0	0	0
投资活动现金流	(1502)	(800)	(800)	(800)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(0)	0	0	0
支付股利、利息	(639)	(731)	(872)	(1020)
其它融资现金流	468	3	0	0
融资活动现金流	(811)	(728)	(872)	(1020)
现金净变动	2730	1924	2526	2716
货币资金的期初余额	9805	12536	14459	16985
货币资金的期末余额	12536	14459	16985	19702
企业自由现金流	3960	2592	3332	3658
权益自由现金流	4428	2720	3479	3831

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.05	1.29	1.54	1.80
每股红利	0.47	0.54	0.65	0.75
每股净资产	13.30	14.05	14.94	15.98
ROIC	6%	11%	14%	18%
ROE	8%	9%	10%	11%
毛利率	38%	39%	39%	40%
EBIT Margin	5%	9%	10%	11%
EBITDA Margin	10%	13%	14%	15%
收入增长	1%	8%	8%	6%
净利润增长率	13%	22%	19%	17%
资产负债率	47%	47%	47%	47%
息率	1.0%	1.1%	1.4%	1.6%
P/E	43.7	35.7	29.9	25.6
P/B	3.5	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	30.7	20.6	18.2	16.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032