

# 疫情影响逐步消化中，啤酒龙头长期潜力依旧

## ——青岛啤酒(600600.SH) 2020年一季报点评

公司简报

◆事件：4月30日，青岛啤酒发布2020年一季报，2020Q1公司实现营业收入62.93亿元，yoy-20.86%；归母净利润5.37亿元，yoy-33.48%。

### ◆ 一季度受疫情影响较大，但整体幅度尚可控

2020Q1年公司实现营收62.93亿元，同比减少20.86%。销量163万千升，yoy-24.75%，吨价3861元，yoy+5%。公司综合毛利率为40.1%，同比+0.4pct，主要是营业成本与收入同比下降所致。销售费用同比减少3.58%，是由于产品运输等费用减少，销售费用率同比+3.8pct至21.3%，主要是销量下降削弱规模效应所致。管理费用同比减少14%，主要是因为疫情影响下，政府减免社会保险费用等，管理费用率同比+0.3pct至3.8%，进一步体现规模效应的弱化。面对疫情，公司积极捐赠，营业外支出同比增加2216万元。

### ◆ 3月下滑幅度得到控制，多措并举全力降低损失

面对疫情，公司及时采取措施，一方面股权激励计划的落实进一步完善了公司激励和约束机制，提高了企业员工积极性。另一方面，公司加强线上销售体系的建设，同时线下积极开展包括社区团购、“无接触配送”在内的多种经销方式，通过拓宽渠道来满足消费者的购买需求。预计疫情结束后，公司能依托线上和线下渠道协同发展的优势，继续将产品高端化战略作为公司的重要增长点。

### ◆ 啤酒龙头地位稳固，预计经营状况将逐步改善

虽然公司Q1受到冲击较大，但当前公司的动销正在逐步恢复。青岛啤酒近一年陆续有高端新品面市，我们预计旺季来临后，公司有望通过产品组合提升吨价，从而部分消化疫情的负面影响。另一方面，公司开始拓展业务至新领域，新推出了“王子海藻苏打水”，多元化的业务有望助力公司长期发展方向。

◆估值与评级：考虑到疫情的负面冲击：即饮渠道在疫情期间被切断，以及疫情对于公司提价行为的相对限制。我们下调2020-2021年EPS分别至1.44/1.75元人民币，并引入2022年EPS为1.95元人民币。公司长期受益于中高端市场的快速增长，维持对青岛啤酒的“买入”评级。

◆风险提示：市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上涨。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	28,137	29,944	31,540
营业收入增长率	1.13%	5.30%	0.55%	6.42%	5.33%
净利润(百万元)	1,422	1,852	1,943	2,363	2,640
净利润增长率	12.60%	30.23%	4.91%	21.61%	11.74%
EPS(元)	1.05	1.37	1.44	1.75	1.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.91%	9.66%	9.54%	10.76%	11.17%
P/E	48	37	35	29	26

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年04月29日

## 买入(维持)

当前价：51.05元

### 分析师

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)  
021-52523689  
[chenyt@ebsecn.com](mailto:chenyt@ebsecn.com)

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)  
021-52523805  
[zhangzhe@ebsecn.com](mailto:zhangzhe@ebsecn.com)

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)  
021-52523657  
[yeqianyu@ebsecn.com](mailto:yeqianyu@ebsecn.com)

### 市场数据

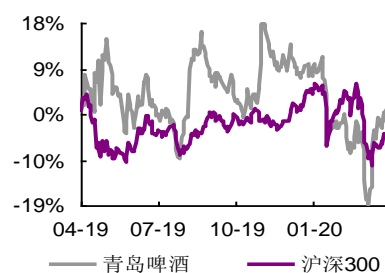
总股本(亿股)：13.51

总市值(亿元)：689.68

一年最低/最高(元)：36.40/56.40

近3月换手率：38.66%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	13.21	11.43	12.94
绝对	18.67	9.15	13.25

资料来源：Wind

### 相关研报

强激励、硬约束，股权激励方案终落地——青岛啤酒(600600.SH)公告点评  
.....2020-03-24

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	26,575	27,984	28,137	29,944	31,540
营业成本	16,556	17,080	17,322	18,192	19,089
折旧和摊销	1,138	1,102	1,616	1,629	1,642
税金及附加	2,327	2,313	2,392	2,475	2,607
销售费用	4,869	5,104	5,138	5,468	5,759
管理费用	1,386	1,881	1,891	2,013	2,120
研发费用	20	21	21	23	24
财务费用	-497	-484	-799	-980	-1,207
投资收益	21	25	25	25	25
营业利润	2,378	2,698	2,868	3,472	3,896
利润总额	2,380	2,727	2,877	3,497	3,920
所得税	819	798	842	1,023	1,147
净利润	1,561	1,929	2,035	2,474	2,773
少数股东损益	139	77	92	111	133
归属母公司净利润	1,422	1,852	1,943	2,363	2,640
EPS(按最新股本计)	1.05	1.37	1.44	1.75	1.95

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,992	4,017	2,900	4,001	3,980
净利润	1,422	1,852	1,943	2,363	2,640
折旧摊销	1,138	1,102	1,616	1,629	1,642
净营运资金增加	-1,736	-1,116	-82	-908	-796
其他	3,168	2,179	-577	918	493
投资活动产生现金流	-817	-348	-225	-276	-276
净资本支出	-703	-907	-250	-250	-250
长期投资变化	370	377	0	-1	-1
其他资产变化	-484	183	25	-25	-25
融资活动现金流	-641	-769	-170	989	955
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	13	-4	-293	0	0
无息负债变化	2,172	2,018	158	1,422	1,285
净现金流	2,551	2,904	2,505	4,714	4,658

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	37.7%	39.0%	38.4%	39.2%	39.5%
EBITDA 率	11.1%	12.2%	13.0%	13.7%	13.7%
EBIT 率	6.8%	8.2%	7.2%	8.2%	8.5%
税前净利润率	9.0%	9.7%	10.2%	11.7%	12.4%
归母净利润率	5.4%	6.6%	6.9%	7.9%	8.4%
ROA	4.6%	5.2%	5.3%	5.9%	6.2%
ROE(摊薄)	7.9%	9.7%	9.5%	10.8%	11.2%
经营性 ROIC	24.3%	55.0%	98.1%	-107.9%	-42.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	45%	47%	45%	45%	45%
流动比率	1.47	1.57	1.79	2.03	2.26
速动比率	1.25	1.33	1.54	1.79	2.02
归母权益/有息债务	60.46	65.36	97387.56104935.37113002.10		
有形资产/有息债务	97.33	108.95158310.93173193.73188045.85			

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	34,075	37,312	38,470	41,581	44,686
货币资金	12,536	15,302	17,807	22,521	27,179
交易性金融资产	1,203	1,524	1,524	1,581	1,637
应收账款	111	151	152	162	170
应收票据	54	75	76	80	85
其他应收款(合计)	0	0	0	0	0
存货	2,651	3,182	3,225	3,388	3,555
其他流动资产	1,033	651	614	151	-247
流动资产合计	17,760	21,002	23,516	28,007	32,510
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	370	377	377	377	378
固定资产	10,296	10,221	8,731	7,241	5,746
在建工程	380	179	239	284	318
无形资产	2,600	2,559	2,557	2,555	2,554
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
其他非流动资产	62	140	148	148	148
非流动资产合计	16,315	16,311	14,954	13,574	12,177
总负债	15,385	17,399	17,264	18,686	19,971
短期借款	296	271	0	0	0
应付账款	2,246	2,167	2,198	2,308	2,422
应付票据	326	221	224	235	247
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,114	2,425	2,459	2,859	3,212
流动负债合计	12,087	13,354	13,152	13,780	14,365
长期借款	1	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,870	3,488	3,556	4,349	5,049
非流动负债合计	3,298	4,045	4,112	4,905	5,606
股东权益	18,690	19,913	21,206	22,895	24,716
股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
公积金	4,845	4,845	4,845	4,845	4,845
未分配利润	11,620	12,788	13,988	15,567	17,254
归属母公司权益	17,970	19,172	20,372	21,950	23,638
少数股东权益	719	742	834	945	1,078

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	18.32%	18.24%	18.26%	18.26%	18.26%
管理费用率	5.22%	6.72%	6.72%	6.72%	6.72%
财务费用率	-1.87%	-1.73%	-2.84%	-3.27%	-3.83%
研发费用率	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
所得税率	34%	29%	29%	29%	29%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.48	0.55	0.58	0.71	0.79
每股经营现金流	2.95	2.97	2.15	2.96	2.95
每股净资产	13.30	14.19	15.08	16.25	17.50
每股销售收入	19.67	20.71	20.83	22.16	23.35

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	48	37	35	29	26
PB	3.8	3.6	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	19.3	15.7	14.0	11.3	9.7
股息率	0.9%	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼