

## 二季度复苏效果明显，产品高端化趋势不变

### ——青岛啤酒(600600.SH) 2020H1 业绩点评

公司简报

◆事件：8月31日，青岛啤酒发布2020年半年度报告，2020H1公司实现营业收入156.79亿元，yoy-5.27%；归母净利润18.55亿元，yoy+13.77%。2020Q2公司业绩实现疫情后的强势反弹，实现营业收入93.86亿元，yoy+9.15%；归母净利润13.18亿元，yoy+60.12%。

#### ◆Q2销量实现强势反弹，盈利水平改善幅度超预期

2020H1公司实现产品销量440.6万千升，yoy-6.85%；听装占比提升带动吨酒价改善，上半年吨酒价同比增长1.88%至3534元。2020Q2公司销量实现了强势反弹，销量yoy+8.27%至277.5万千升，吨酒价为3381元/千升，yoy+0.81%。销量反弹和吨价提升一起推动了Q2的亮眼表现，营收同比增长9.15%，好于市场预期。

2020H1受益于包材成本下降以及整体产能利用率的提高，吨成本下降1.1%至2073元/千升。单Q2吨成本为1931元/千升，yoy-3.2%。吨酒价的提升和吨成本的下降共同推动了毛利率的改善。H1毛利率为41.76%，yoy+1.65pct；Q2毛利率为42.9%，yoy+2.37pct。

此外，上半年公司费用控制表现良好，其中Q2销售费用率/管理费用率分别为16.24%/2.85%，同比-2.35pct/-0.84pct。产品运输费用减少带来销售费用的节省，政府减免社保费用带来管理费用的减少。Q2净利率为14.04%，yoy+4.47pct，整体盈利能力持续改善。

#### ◆持续推进高附加值产品的转型升级

公司继续实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，加快向听装酒和精酿产品的转型升级，2020H1青岛啤酒实现销量209.1万千升，高端产品“奥古特、鸿运当头、经典1903、纯生啤酒”等共实现销量97.1万千升，占总销量的22.04%。同时公司加快营销创新和渠道创新，在线下将配送服务、产品推广下沉社区，在线上加大营销力度，借助“网上超市+官方旗舰店+授权分销专营店+微信商城”的立体式电商渠道体系抓住电商消费机遇。

◆估值与评级：维持2020-2022年EPS分别至1.44/1.75/1.95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	86	66	63	52	47
P/B	6.8	6.4	6.0	5.6	5.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年08月31日

## 买入(维持)

当前价：91.00元

### 分析师

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)

021-52523689

[chenyt@ebsec.com](mailto:chenyt@ebsec.com)

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)

021-52523805

[zhangzhe@ebsec.com](mailto:zhangzhe@ebsec.com)

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

[yeqianyu@ebsec.com](mailto:yeqianyu@ebsec.com)

### 市场数据

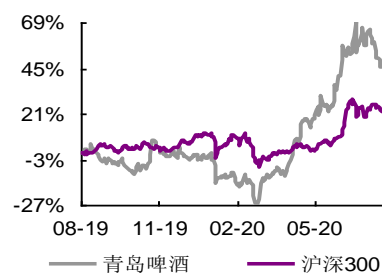
总股本(亿股)：13.64

总市值(亿元)：1241.40

一年最低/最高(元)：36.12/91.99

近3月换手率：35.87%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.55	19.61	46.09
绝对	7.59	44.88	73.59

资料来源：Wind

### 相关研报

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

.....2020-04-30

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	86	66	63	52	47
PB	6.8	6.4	6.0	5.6	5.2
EV/EBITDA	37.7	31.5	28.8	24.5	22.2
股息率	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%

## 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, 也不, 也将不会与本报告中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