

分析师: 刘冉

登记编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

## 二季度销售同比增长, 费降增厚利润

### ——青岛啤酒(600600)2020年中报点评

#### 证券研究报告-公司点评报告

#### 增持(维持)

市场数据(2020-09-09)

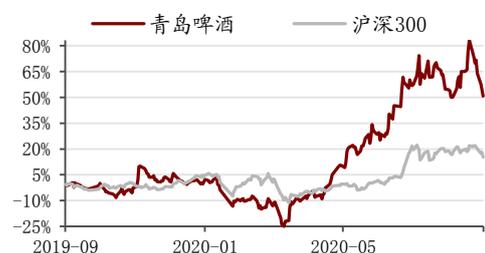
发布日期: 2020年09月11日

收盘价(元)	74.98
一年内最高/最低(元)	99.50/36.40
沪深300指数	4584.59
市净率(倍)	5.34
流通市值(亿元)	521.80

基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	14.88
每股经营现金流(元)	3.67
毛利率(%)	41.76
净资产收益率-摊薄(%)	9.23
资产负债率(%)	48.59
总股本/流通股(万股)	135098.28/69591.36
B股/H股(万股)	0/65506.92

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《青岛啤酒(600600)2019年中报点评: 规模效益增强, 投资价值突出》 2019-08-22
- 2 《青岛啤酒(600600)2017年报暨2018一季报点评: 一季度业绩进一步向好, 反转确立》 2018-05-25
- 3 《青岛啤酒(600600)公司深度分析: 领先于行业拐点, 显现出向好迹象》 2017-10-25

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- 事件: 公司发布2020年半年报。
- 二季度销售同比大幅改善。上半年公司实现营收156.79亿元, 同比增-5.27%, 当期营收负增长符合预期, 我们更关注公司二季度的销售情况。公司二季度销售收入93.86亿元, 环比增49.15%, 同比增9.15%; 销售现金106.58亿元, 环比增83.82%, 同比增10.56%。无论环比还是同比口径, 二季度的销售情况都出现了明显的增长势头。疫情对于啤酒上市公司的影响相对小, 我们认为公司全年的业绩增长基本能够维持常态。从线上监测数据来看, 公司产品的线上销售今年以来增长迅猛, 销量月均同比增370.44%。

啤酒上市公司的二季度销售增长都较为乐观: 重庆啤酒二季度营收同比增19.72%, 二季度销售现金同比增13.18%; 珠江啤酒二季度营收同比增7%, 二季度销售现金同比增6.45%。

- 由于成本和费用同比降幅较大, 各项利润指标的增长较好。上半年, 公司的营业成本同比增-7.87%(二季度同比转正); 除成本外, 销售费用同比增-4.15%, 管理费用同比增-14.89%, 各项费用同比普降, 带来营业利润同比大增11.52%。采购材料支出的现金同比增-20.67%, 支出现金的减少远大于销售流入现金, 当期经营性现金流净额同比增30.02%。上半年, 公司实现ROE9.23%, 同比增0.63个百分点。
- 除青啤外, 珠江啤酒和重庆啤酒的上半年经营也都显示出上述特征, 即收入同比下降4至5个百分点, 但是由于同期的成本和费用减少, 营业利润均实现了10%至20%的较高增长, ROE也都有不同幅度的提升。
- 上半年, 公司的盈利大幅提升, 其主要原因: 一是收入增长的韧性,

## 二是成本和费用的大幅下降。

公司的啤酒销售在极端情况下表现出了相当的韧性：一季度服务业休克导致收入大幅减少，但是二季度公司的销售立即大幅地反弹，有效弥补了一季度的收入缺口，也说明啤酒品类在消费属性方面的韧性和弹性较好，承压能力也较强。我们预计，三四季度的啤酒销售仍然持续增势，随着线下经济的复苏线上消费会向线下有所分流，但是增长仍然主要来自线上。

主要原料成本下降也是利润增长的原因。2019年以来，进口大麦和进口小麦的吨价进入下降通道，至2020年7月，小麦降幅9%，大麦降幅16%。除此之外，2019年以来，包材价格也处于下降通道。主要成本的下行为啤酒行业提供了良好的成本环境。我们预计，包材成本将会自底部持续上涨，事实上瓦楞纸和铝制品的价格指数自二季度以来已经上涨。

- **啤酒消费升级不能一蹴而就，疫情阻缓了升级进程。**我们关心的核心问题之一是：啤酒消费能不能如期地持续升级。从我们线上的消费情况来看，1至5月，青啤的终端消费价格中枢有一定幅度提升，但是6月份以来即开始回落，6、7、8月的消费均价持续下降。而且，整体来看，今年青啤的消费价格中枢低于上年。由此看，啤酒作为基础消费品类中的可选项，不能例外地受到了疫情的冲击，从而减缓了消费升级的速度。

通过观察重庆和珠江两大地方啤酒，我们发现地方啤酒的消费价格中枢今年以来也经历了大幅下行，但是自5月即开始回升，其中重庆啤酒的价格中枢已经超过上年，品牌升级尤其显著。今年以来，啤酒的消费价格整体较弱，我们预计2021年之后啤酒消费升级大概率提速，以弥补今年的弱势行情。

上半年，青啤的毛利率提升1.68个百分点，达到41.83%；珠啤的毛利率提升5.39个百分点，达到47.12%；重啤的毛利率提升0.51个百分点，达到41.2%。重要啤酒品牌的毛利率上半年都有不同幅度的提升，其中主要原因是成本端的下降。

- **存货、应收、应付等指标的周转率均有所下降，上半年啤酒市场的动**

销放缓，但是下半年有望修复。上半年，公司的存货、应收和应付等指标的周转率同比均下滑，说明市场动销和供应链运营均有所放缓，而且青啤、重啤和珠啤均是这种情况。

- 今年以来，进口啤酒数量大幅减少，一定程度上缓解了国产啤酒的销售压力。1-7月，国内累计进口啤酒 34.95 万千升，同比下降 22%，7 月的进口均价同比升 1.33%。全球疫情下，物流和供应链均受到影响，导致进口酒水大幅减少，但是这种情况在下半年应该会得到改善。
- **投资建议** 预计公司 2020、2021、2022 年的 EPS 为 1.59 元、1.81 元和 1.98 元，同比分别增长 16.91%、13.84 和 17%，对应 9 月 9 日的收盘价，市盈率分别为 31.8 倍、27.9 倍和 25.6 倍，我们维持对公司的“增持”评级，6 个月内的目标价 78.73 元。

**风险提示：** 市场销售不及预期；成本大幅上涨。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26575.3	27983.8	29672.3	32075.0	34837.9
增长比率	1.1%	5.3%	6.0%	8.1%	8.6%
净利润(百万元)	1422.2	1852.1	2166.4	2466.4	2695.1
增长比率	12.6%	30.2%	17.0%	13.8%	9.3%
每股收益(元)	1.04	1.36	1.59	1.81	1.98
市盈率(倍)	72.2	55.4	31.8	27.9	25.6

资料来源：贝格数据，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>26575.3</b>	<b>27983.8</b>	<b>29672.3</b>	<b>32075.0</b>	<b>34837.9</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	16,555.8	17,080.4	17,750.1	19,201.6	20,877.0	营业收入增长率	1.1%	5.3%	6.0%	8.1%	8.6%
营业税费	2,326.5	2,313.3	2,373.8	2,501.8	2,717.4	营业利润增长率	19.3%	13.5%	22.6%	12.0%	9.3%
销售费用	4,868.8	5,103.5	5,474.5	5,847.3	6,305.7	净利润增长率	12.6%	30.2%	17.0%	13.8%	9.3%
管理费用	1,386.4	1,881.1	1,988.0	2,116.9	2,264.5	EBITDA 增长率	-0.8%	16.2%	34.9%	9.2%	7.1%
财务费用	-497.1	-484.2	-534.1	-596.6	-661.9	EBIT 增长率	0.1%	32.4%	53.4%	12.1%	9.0%
资产减值损失	147.0	-121.1	14.5	15.5	16.6	NOPLAT 增长率	15.8%	27.0%	27.5%	15.2%	9.0%
加: 公允价值变动收益	54.2	56.8	58.0	50.0	50.0	投资资本增长率	-43.0%	-56.3%	33.3%	517.7%	-103.8%
投资和汇兑收益	20.5	24.5	643.0	665.0	678.0	净资产增长率	5.2%	6.5%	6.2%	7.1%	7.3%
<b>营业利润</b>	<b>2,377.6</b>	<b>2,697.9</b>	<b>3,306.4</b>	<b>3,703.3</b>	<b>4,046.7</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	2.2	29.0	-	-	-	毛利率	37.7%	39.0%	40.2%	40.1%	40.1%
<b>利润总额</b>	<b>2,379.8</b>	<b>2,726.9</b>	<b>3,306.4</b>	<b>3,703.3</b>	<b>4,046.7</b>	营业利润率	8.9%	9.6%	11.1%	11.5%	11.6%
减: 所得税	818.8	797.8	925.8	962.9	1,052.1	净利润率	5.4%	6.6%	7.3%	7.7%	7.7%
<b>净利润</b>	<b>1422.2</b>	<b>1852.1</b>	<b>2166.4</b>	<b>2466.4</b>	<b>2695.1</b>	EBITDA/营业收入	9.4%	10.4%	13.2%	13.4%	13.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	5.1%	6.5%	9.3%	9.7%	9.7%
货币资金	12,535.7	15,302.0	17,491.1	12,830.0	23,135.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	1,202.5	1,523.8	1,450.0	1,600.0	1,800.0	固定资产周转天数	144	132	121	104	88
应收帐款	-	151.1	112.7	172.4	137.2	<b>流动营业资本周转天数</b>	-93	-107	-123	-57	-58
应收票据	-	75.1	24.7	28.7	29.3	流动资产周转天数	216	249	264	236	251
预付帐款	173.6	117.2	80.1	133.3	98.7	应收帐款周转天数	3	1	2	2	2
存货	2,651.2	3,181.8	2,241.9	3,625.3	2,753.8	存货周转天数	34	38	33	33	33
其他流动资产	1,197.2	650.9	1,110.0	1,110.0	1,200.0	总资产周转天数	441	459	447	386	381
可供出售金融资产	-	-	0.6	0.6	0.6	投资资本周转天数	73	36	24	92	70
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	370.5	376.6	444.6	524.6	604.6	ROE	7.9%	9.7%	10.7%	11.5%	11.8%
投资性房地产	27.9	36.5	36.5	36.5	36.5	ROA	4.6%	5.2%	6.5%	8.4%	7.3%
固定资产	10,326.7	10,222.0	9,652.0	8,876.9	8,075.9	ROIC	17.9%	40.0%	116.5%	100.6%	17.7%
在建工程	379.9	179.0	-	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	2,599.7	2,558.6	2,353.4	2,148.3	1,943.1	销售费用率	18.3%	18.2%	18.5%	18.2%	18.1%
其他非流动资产	2,610.3	2,937.8	1,389.2	1,376.0	1,367.1	管理费用率	5.2%	6.7%	6.7%	6.6%	6.5%
<b>资产总额</b>	<b>34,075.3</b>	<b>37,312.4</b>	<b>36,386.8</b>	<b>32,462.7</b>	<b>41,182.8</b>	财务费用率	-1.9%	-1.7%	-1.8%	-1.9%	-1.9%
短期债务	296.2	270.9	200.0	5,998.7	200.0	三费/营业收入	21.7%	23.2%	23.4%	23.0%	22.7%
应付帐款	2,246.3	2,167.2	12,131.5	3,336.5	13,481.1	<b>偿债能力</b>					
应付票据	326.1	220.8	272.2	261.1	318.8	资产负债率	45.2%	46.6%	41.9%	30.2%	41.0%
其他流动负债	9,218.3	10,694.9	2,637.5	213.6	2,883.1	负债权益比	82.3%	87.4%	72.1%	43.3%	69.5%
长期借款	0.6	0.2	-	-	-	流动比率	1.47	1.57	1.48	1.99	1.73
其他非流动负债	3,297.8	4,045.0	-	-	-	速动比率	1.25	1.33	1.33	1.62	1.56
<b>负债总额</b>	<b>15,385.3</b>	<b>17,399.0</b>	<b>15,241.3</b>	<b>9,809.9</b>	<b>16,883.0</b>	利息保障倍数	-2.75	-3.73	-5.19	-5.21	-5.11
<b>少数股东权益</b>	<b>719.5</b>	<b>741.8</b>	<b>956.0</b>	<b>1,230.1</b>	<b>1,529.5</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,351.0	1,351.0	1,364.2	1,364.2	1,364.2	DPS(元)	0.48	0.54	0.71	0.90	0.99
留存收益	16,464.7	17,633.2	18,825.3	20,058.5	21,406.1	分红比率	45.6%	40.1%	45.0%	50.0%	50.0%
<b>股东权益</b>	<b>18,690.0</b>	<b>19,913.4</b>	<b>21,145.6</b>	<b>22,652.8</b>	<b>24,299.8</b>	股息收益率	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	1,561.0	1,929.1	2,166.4	2,466.4	2,695.1	EPS(元)	1.04	1.36	1.59	1.81	1.98
加: 折旧和摊销	1,153.4	1,114.8	1,154.2	1,180.2	1,206.2	BVPS(元)	13.17	14.05	14.80	15.70	16.69
资产减值准备	147.0	121.1	-	-	-	PE(X)	72.2	55.4	31.8	27.9	25.6
公允价值变动损失	-54.2	-56.8	58.0	50.0	50.0	PB(X)	5.7	5.4	5.1	4.8	4.5
财务费用	-512.6	-356.0	-534.1	-596.6	-661.9	P/FCF	23.4	25.3	68.4	-28.8	8.9
投资收益	-20.5	-24.5	-623.0	-645.0	-658.0	P/S	3.9	3.7	3.5	3.2	2.9
少数股东损益	138.8	77.0	214.3	274.0	299.5	EV/EBITDA	35.0	28.9	21.6	22.2	17.3
营运资金的变动	10,317.6	4,376.8	90.9	-12,717.3	13,731.4	CAGR(%)	20.6%	15.8%	17.0%	13.8%	9.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3,992.0</b>	<b>4,016.6</b>	<b>2,526.6</b>	<b>-9,988.2</b>	<b>16,662.3</b>	PEG	3.5	3.5	2.4	2.0	2.4
投资活动产生现金流量	-816.7	-347.8	370.2	165.0	128.0	ROIC/WACC	1.7	3.8	11.1	9.6	1.7
融资活动产生现金流量	-640.7	-768.7	-707.7	5,162.1	-6,484.4	REP	13.1	12.9	3.3	0.7	-87.9

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。