



联讯证券

2018年03月30日

## 增持(首次评级)

当前价: 39.99 元  
目标价: 47 元

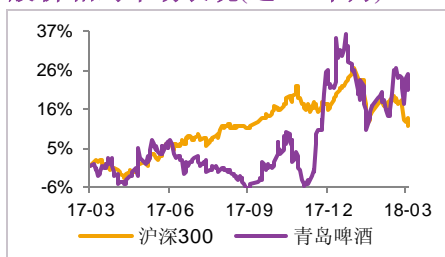
分析师: 石山虎

执业编号: S0300517060001  
电话: 021-51782237  
邮箱: shishanhu@lxsec.com

研究助理: 刘宸倩

电话: 021-51782335  
邮箱: liuchengqian@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	26,277	27,465	28,764	30,208
(+/-)	0.7%	4.5%	4.7%	5.0%
归母净利润	1,263	1,439	1,655	1,912
(+/-)	21.0%	13.9%	15.0%	15.5%
EPS(元)	0.93	1.07	1.23	1.42
P/E	42	37	32	28

资料来源: 联讯证券研究院

## 青岛啤酒(600600.SH)

# 【联讯食品饮料公司深度】青岛啤酒(600600.SH): 啤酒行业格局优化, 期待龙头新发展

### 投资要点

#### ◇ 中国啤酒行业集中度有望提升, 竞争格局持续优化

中国啤酒行业 CR5 由 2012 年的 63.5% 提升到 2016 年的 73.3%, 集中度不断提升。然而对标海外市场, 行业格局仍然不稳固, 集中度提升空间较大。此外, 消费升级带动产品结构的走高, 2017 年行业总体吨酒价格提升近 3%。2017 年 12 月至今, 燕京、青岛、华润、百威、重庆啤酒等龙头公司均有不同的提价动作, 竞争格局有望向好。

#### ◇ 历史悠久的啤酒行业龙头, 品牌力领先

公司始建于 1903 年, 是中国历史最为悠久的啤酒生产厂。作为我国啤酒行业第二大龙头公司, 2016 年市场份额为 17.2%, 仅次于华润啤酒。在国内啤酒行业整体下行的背景下, 公司市占率保持稳定。2017 年公司以 1298 亿元的品牌价值位居行业首位。

#### ◇ 产品力持续优化, 复星入股推进机制改革

公司以消费者为中心, 随着消费升级而不断推出新产品, 拉动消费者需求。2014 年 8 月, 公司将“1+X”转变成“1+1+N”, 即“青岛啤酒主品牌+全国性第二品牌崂山啤酒+汉斯、山水、银麦等区域品牌”。此外, 2017 年 12 月, 复星集团与朝日签订协议受让 17.99% 公司股权。复星坚定不移地支持青岛啤酒的品质战略, 并且作为战略投资者愿意加强与青啤之间的业务协作, 在营销领域加强复星体育、娱乐资源的嫁接, 推动青岛啤酒在高端市场的知名度和占有率。

#### ◇ 盈利预测与估值: 目标价“47 元/股”, 投资评级“增持”

1) 收入: 消费升级带动中高端产品消费, 未来中高端产品量价空间较大, 我们预计 2018-2020 年中高端产品销量增速分别为 6%、5%、4%; 吨价增速 2%、3%、3%。低端产品 2018-2020 年销量增速分别为 3%、2%、2%; 吨价增速 1%、1%、1%。

2) 毛利率: 随着公司产品结构升级以及销售规模提升带来的经营效率提升, 我们预计未来 3 年毛利率将稳步上行, 2018-2020 年毛利率分别为 40.9%、41.4% 和 41.7%。

3) 销售费用率: 行业竞争格局优化背景下, 龙头公司的费用投放有望下降。我们预计 2018-2020 年销售费用率分别为 22.6%、22.3% 和 21.9%。

我们认为公司高端产品销售占比将不断提升, 费用下降空间大。结合 2018 年经营计划, 公司力争实现高于行业平均增长率 2% 的目标。我们预测 2018-2020 年营收分别为 275、288、302 亿元; 归母净利润为 14、17、19 亿元; EPS 为 1.07、1.23、1.42 元。参照行业估值水平和公司品牌溢价, 给



予 2019 年 38 倍 PE,目标价为“47 元/股”,首次覆盖给予“增持”评级。

◇ 风险提示

食品安全问题,产品消化风险



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测 2018-2020 年营收分别为 275、288、302 亿元；归母净利润为 14、17、19 亿元；EPS 为 1.07、1.23、1.42 元。参照行业估值水平和公司品牌溢价，给予 2019 年 38 倍 PE,目标价为“47 元/股”，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设点

1) 收入：消费升级带动中高端产品消费，未来中高端产品量价空间较大，我们预计 2018-2020 年中高端产品销量增速分别为 6%、5%、4%；吨价增速 2%、3%、3%。低端产品 2018-2020 年销量增速分别为 3%、2%、2%；吨价增速 1%、1%、1%。

2) 毛利率：随着公司产品结构升级以及销售规模提升带来的经营效率提升，我们预计未来 3 年毛利率将稳步上行，2018-2020 年毛利率分别为 40.9%、41.4%和 41.7%。

3) 销售费用率：行业竞争格局优化背景下，龙头公司的费用投放有望下降。我们预计 2018-2020 年销售费用率分别为 22.6%、22.3%和 21.9%。

### 有别于大众认识

市场可能认为啤酒行业竞争激烈，中长期格局不稳定，有一定风险。我们认为：

居民收入增加将直接带动啤酒产品价格带的升级，受益于品牌和产品优势，龙头公司有望不断提升自身市占率。未来啤酒价格战趋势将减缓，啤酒企业更多关注利润。

### 股市表现的催化剂

1) 产品升级超预期；2) 提价超预期

### 核心假设风险

- (1) 食品安全问题
- (2) 产品消化风险



## 目 录

一、公司简介：历史悠久的国内啤酒行业龙头 .....	6
(一) 啤酒龙头历史悠久，市占率领先 .....	6
(二) 2017 年前三季度营收同增 1.51%，净利润同增 1.60% .....	7
(三) 股权结构相对集中 .....	7
二、行业分析：啤酒行业拐点出现，竞争格局优化 .....	8
(一) 中国是啤酒消费大国，行业集中度仍有较大提升空间 .....	8
(二) “高端化” + “提价” 改善行业格局 .....	10
(三) 行业销售费用有望下降 .....	11
(四) 人均啤酒销量上升空间仍存 .....	11
三、公司分析：品牌力提升，产品结构优化 .....	12
(一) “1+1+N” 战略加速产品整合 .....	12
(二) 发挥品牌优势，创新营销模式 .....	12
(三) 实现中高端转型，复星入股推进机制改革 .....	13
(四) 费用率下降空间大，盈利能力提升可期 .....	13
四、盈利预测与估值 .....	14
五、风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1：近年来青岛啤酒国内主要收购案例 .....	6
图表 2：国内啤酒市占率的变化 .....	6
图表 3：2008-2017Q3 营业收入及增速 .....	7
图表 4：2008-2017Q3 归母净利润及净利率 .....	7
图表 5：2008-2017Q3 毛利率及净利率情况 .....	7
图表 6：2008-2017Q3 ROE 及 ROIC 情况 .....	7
图表 7：2017 年三季报青岛啤酒股权结构 .....	8
图表 8：我国啤酒发展历史 .....	8
图表 9：中国啤酒产量 .....	9
图表 10：2014 世界十大啤酒生产国 .....	9
图表 11：2016 年世界各国啤酒行业 CR4 .....	9
图表 12：我国啤酒行业竞争格局 .....	10
图表 13：主要啤酒企业吨酒价格复合增速 .....	10
图表 14：我国啤酒企业吨酒价格提升 .....	10
图表 15：中国啤酒企业销售费用率 .....	11
图表 16：中国啤酒企业管理费用率 .....	11
图表 17：我国人均饮酒量及增速 .....	11
图表 18：各国人均啤酒消费量 .....	12
图表 19：青岛啤酒纯生系列 .....	12



图表 20: 青岛啤酒奥古特系列.....	12
图表 21: 青岛啤酒营销事件.....	13
图表 22: 啤酒龙头公司毛利率情况.....	14
图表 23: 啤酒龙头公司净利率情况.....	14
图表 24: 啤酒龙头公司销售费用率.....	14
图表 25: 啤酒龙头公司管理费用率.....	14
图表 26: 可比公司估值(截止 2018 年 3 月 30 日).....	14
图表 27: 青岛啤酒 PEBand.....	15
图表 28: 青岛啤酒 PB-Band.....	15
附录: 公司财务预测表(百万元).....	16



## 一、公司简介：历史悠久的国内啤酒行业龙头

### （一）啤酒龙头历史悠久，市占率领先

青岛啤酒是我国啤酒行业第二大龙头公司，2016 年市场份额为 17.2%。始建于 1903 年，青岛啤酒是中国历史最为悠久的啤酒生产厂。1993 年 7 月 15 日，青岛啤酒股份(0168) 在香港交易所上市，是中国内地第一家在港股上市的企业。同年 8 月 27 日，青岛啤酒（600600）在上交所上市，成为了中国首家在两地同时上市的公司。

公司在国内拥有 54 家全资和控股的啤酒生产企业，及 12 家联营及合营啤酒生产企业，分布于全国 20 个省、直辖市、自治区。从上个世纪 90 年代开始，公司不断通过并购扩大规模提升市占率。近年来，随着我国啤酒行业格局的改变，市场竞争由前期产能、规模的扩张，转成质量和差异化的竞争，公司逐步放缓了对外扩张步伐。

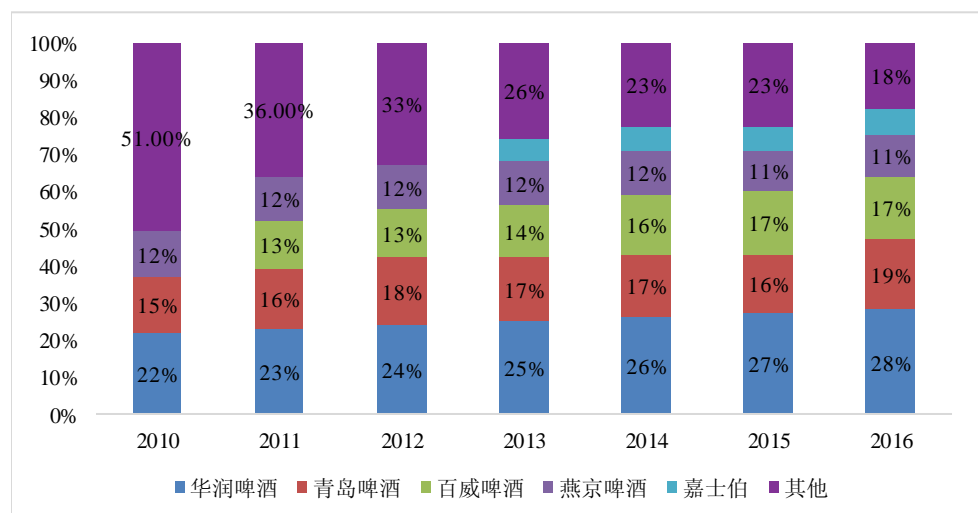
图表1：近年来青岛啤酒国内主要收购案例

时间	公司	事件
2010	嘉禾啤酒（太原）	投入 2 亿元，收购嘉禾太原啤酒厂 100% 股权
2010	新银麦啤酒	联合香港子公司，斥资 18.73 亿元收购山东新银麦啤酒有限公司 100% 股权
2011	紫金滩酒业	投入 8000 万元收购杭州紫金滩酒业公司
2011	活力啤酒	公司通过竞拍成功获得广东活力啤酒资产
2013	嘉禾啤酒（石家庄）	收购石家庄嘉禾啤酒 50% 的股份并整合嘉禾啤酒市场网络
2013	新钟楼啤酒	与河北张家口市的新钟楼合作新建 20 万千升啤酒项目
2014	绿兰莎啤酒	投入 3.8 亿元收购绿兰莎啤酒 55% 股权
2015	与三得利集团合资子公司	投入 8.23 亿元收购三得利青岛啤酒（上海）有限公司和青岛啤酒三得利（上海）销售有限公司各 50% 股份后全资持有以上两个公司

资料来源：公司财报，互联网新闻，联讯证券

截至 2016 年，青岛啤酒市占率为 17.2%，仅次于华润啤酒。在国内啤酒行业较为低迷及外来进口啤酒的冲击下，公司龙头地位稳固，市占率保持稳定。

图表2：国内啤酒市占率的变化



资料来源：Euromonitor，联讯证券

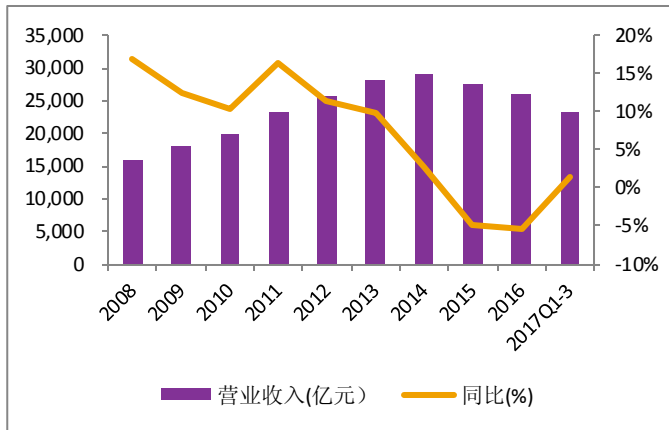


### (二) 2017 年前三季度营收同增 1.51%，净利润同增 1.60%

17Q1-3，公司营业收入 233.84 亿元，同比增长 1.51%；归母净利润 18.69 亿元，同比增长 1.60%；扣非后净利润 16.89 亿元，同比增长 21.83%。

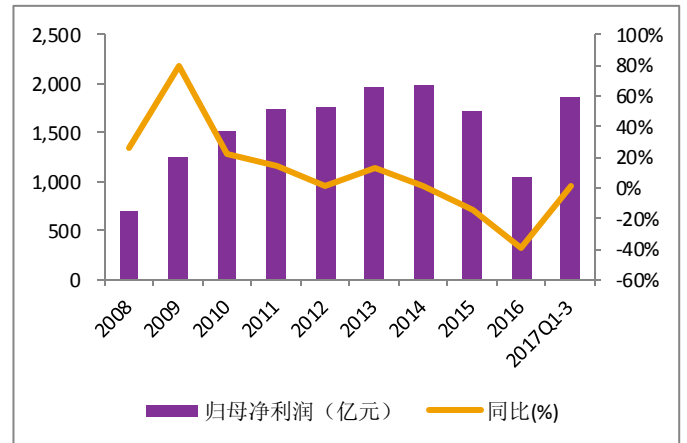
2012-2016 年，公司营业总收入从 257.82 亿元增长到 261.06 亿元，CAGR0.90%；归母净利润从 17.59 亿元降至 10.43 亿元，CAGR-12.25%；毛利率从 40.14%增长至 41.53%；净利率从 7.16%降至 4.24%。

图表3： 2008-2017Q3 营业收入及增速



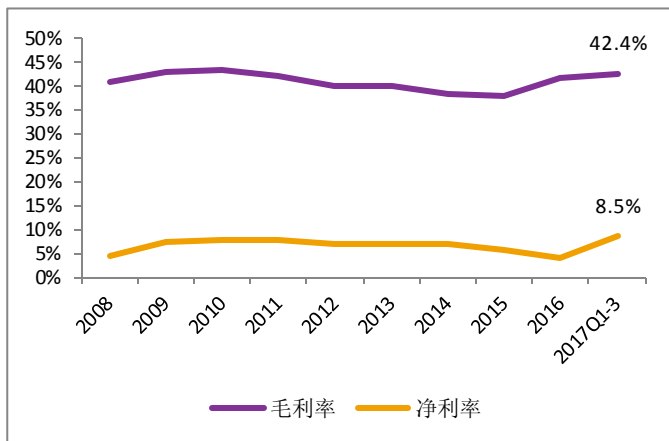
资料来源: Wind, 联讯证券

图表4： 2008-2017Q3 归母净利润及净利率



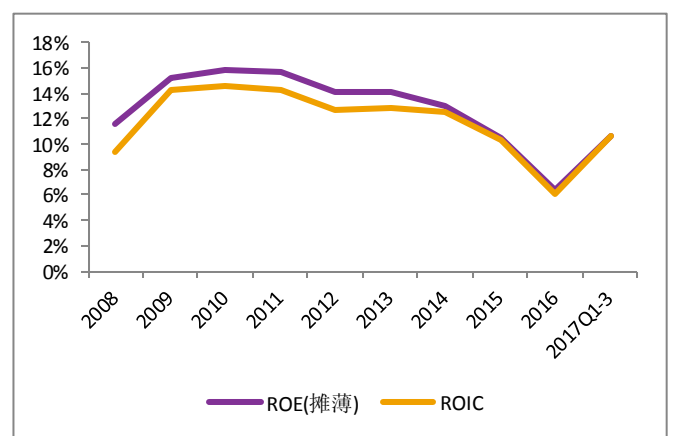
资料来源: Wind, 联讯证券

图表5： 2008-2017Q3 毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 联讯证券

图表6： 2008-2017Q3ROE 及 ROIC 情况



资料来源: Wind, 联讯证券

### (三) 股权结构相对集中

公司大股东为青岛啤酒集团有限公司，持股比例约 31%。前三大股东合计持股占比约 78%，股权结构相对集中。2017 年 12 月 20 日，青岛啤酒公告朝日集团拟将其持有的青岛啤酒 19.99% 的股权转让给复兴国际旗下五家实体，总作价 66.17 亿港元，将 1.99% 的股权转让给青啤集团子公司鑫海盛，总作价 7.35 亿元。转让完成后，朝日集团不再持有青啤股份。





图表7： 2017 年三季报青岛啤酒股权结构

排名	股东名称	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
1	青岛啤酒集团有限公司	416,448,055	0	30.83	0
2	香港中央结算(代理人)有限公司	370,469,437	5,989	27.42	0
3	朝日集团控股株式会社	270,127,836	0	19.99	0
4	中国证券金融股份有限公司	40,395,979	0	2.99	0
5	中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	23,701,200	-298,800	1.75	-0.03
6	中国建银投资有限责任公司	17,574,505	0	1.3	0
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	13,295,368	2,100,105	0.98	0.15
8	中央汇金资产管理有限责任公司	10,517,500	0	0.78	0
9	香港金融管理局-自有资金	6,242,783	383,916	0.46	0.03
10	中国工商银行股份有限公司-南方消费活力灵活配置混合型发起式证券投资基金	5,672,782		0.42	
	合计	1,174,445,445		86.92	

资料来源: Wind, 联讯证券

## 二、行业分析：啤酒行业拐点出现，竞争格局优化

### (一) 中国是啤酒消费大国，行业集中度仍有较大提升空间

从 19 世纪末到 1979 年，我国各地的啤酒厂数量达到 90 多家，年产量 37.3 万吨。之后 30 年里，随着国民消费水平的快速提升、外部资本投入带来的产能增加，各地的啤酒厂如雨后春笋般不断涌现。然而随着行业竞争的加剧，21 世纪后行业的兼并重组也越演越烈，尤其是百威英博、嘉士伯等跨国公司的介入，我国的啤酒行业规模化不断发展。

图表8： 我国啤酒发展历史

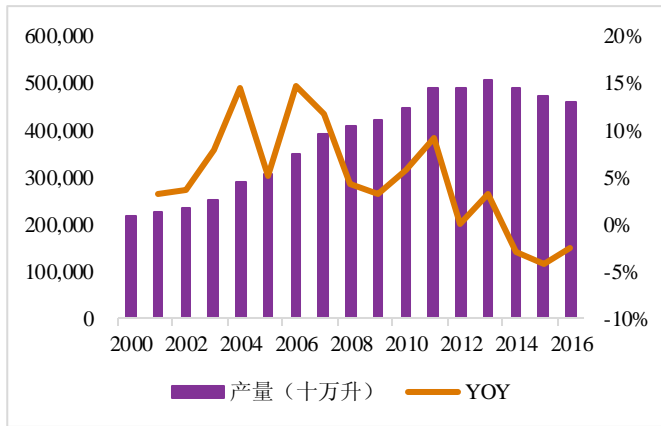
发展阶段	行业情况
一	19 世纪末啤酒传入中国
二	1958 年国家在天津、杭州、武汉等大城市建设年产 2000 吨的啤酒厂
三	1979 年全国啤酒厂 90 余家，年产量达到 37.3 万吨，是建国初的 50 倍
四	1979-1989 年行业复合增速 30%，啤酒厂数量增至 800 家
五	年产量超过 4000 万吨达世界第一，CR5 升至 74%

资料来源:《啤酒江湖》，联讯证券



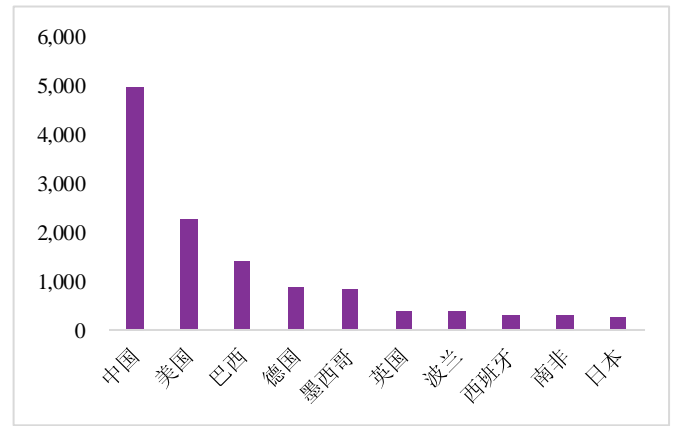


图表9: 中国啤酒产量



资料来源: Wind, 联讯证券

图表10: 2014 世界十大啤酒生产国

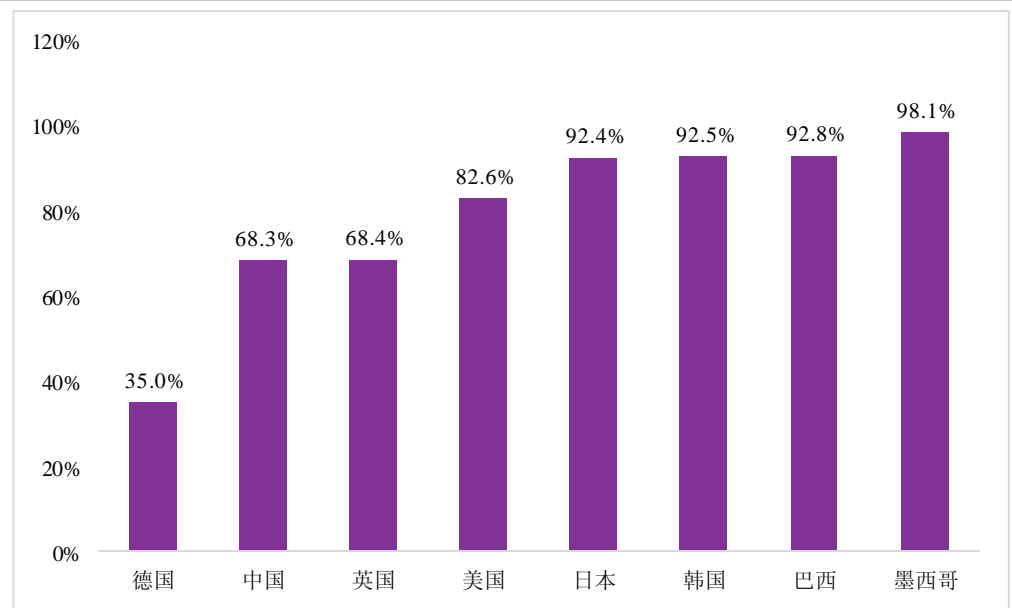


资料来源: FAO, 联讯证券

我国啤酒行业集中度不断提升,CR5 由 2012 年的 63.5%提升到 2016 年的 73.3%。虽然已达到较高水平,但对标海外市场,行业格局仍然不稳固,提升空间较大。

国内前三企业市占率分别是华润 25.6%、青啤 17.2%、百威 16.2%,差距不超过 10%。美国:第一是百威英博 44.1%,第二摩森康胜 25.8%,第三星座集团 8.5%,市占率差距近 20%。日本前两名分别是朝日和麒麟,市占率分别为 36.1%和 30.0%,比第三名三得利的 15.5%高出 20%以上和 15%。

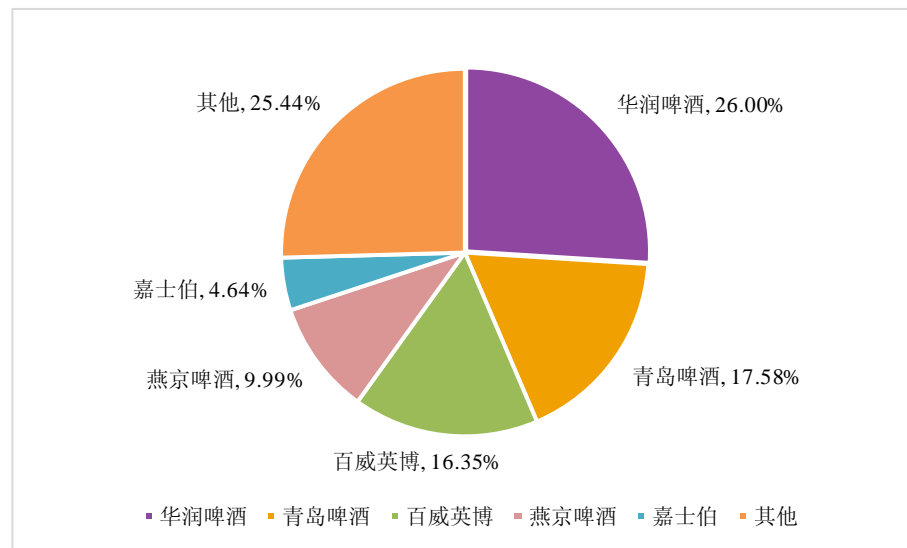
图表11: 2016 年世界各国啤酒行业 CR4



资料来源: Euromonitor, 联讯证券



图表12: 我国啤酒行业竞争格局



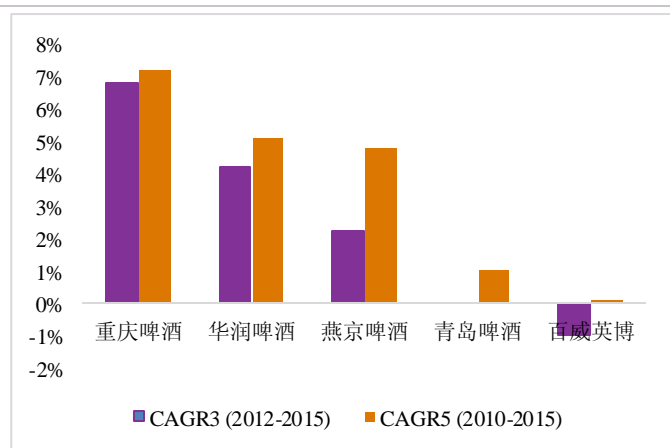
资料来源: Euromonitor, 联讯证券

## (二) “高端化” + “提价” 改善行业格局

啤酒行业的吨价目前处于很低水平，当前行业吨价的提升主要面临两方面的机遇：一是行业高端化推动产品结构升级；二是企业的主动提价。目前高档、中档和经济型啤酒销售规模分别为 1406 亿元,1447 亿元和 2312 亿元,占比 27.23%、28.01%和 44.76%。凭借远超中档和经济型的单价，高档啤酒仅用行业 7%的销量创造了 27%的行业销售额。随着消费升级的大潮，2011-2016 年期间，高档啤酒销售额整体 CAGR 为 28.27%，而中档啤酒销售额仅有小个位数增长，经济型啤酒出现小幅下滑。

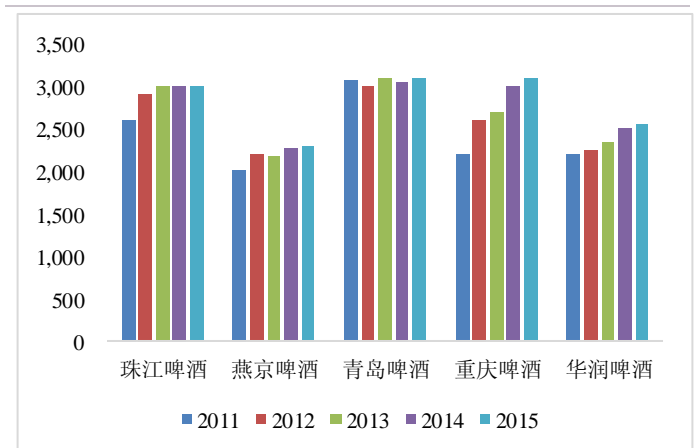
在中高端啤酒推动下，行业吨酒价格稳步上升，盈利空间改善。2012-2016 年期间，华润啤酒吨酒价从 2139 元/吨提升至 2448 元/吨，累计提升 14%；重庆啤酒由 2643 元/吨提升至 3270 元/吨，累计提升 24%；燕京啤酒由 2365 元/吨提升至 2570 元/吨，累计提升 9%；青岛啤酒吨酒提升相对较少，2012 年为 3243 元/吨，2016 年为 3296 元/吨，累计提升 2%。

图表13: 主要啤酒企业吨酒价格复合增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表14: 我国啤酒企业吨酒价格提升



资料来源: Wind, 联讯证券

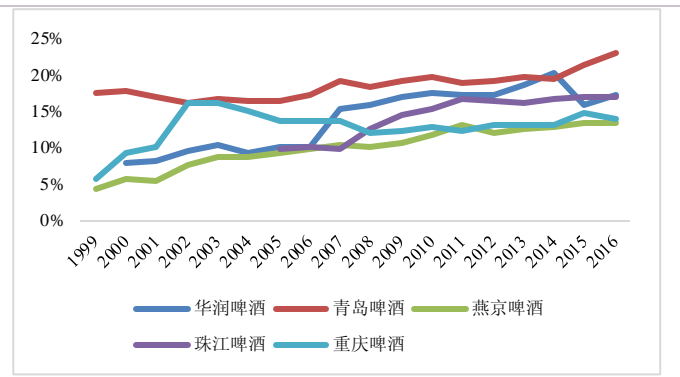


2017 年内啤酒企业提价，明年可能发酵为全国范围内的广泛提价，目前单款提价幅度一般在 7%-15%之间，对各企业综合均价的提升略小一些，但不排除后续其他产品陆续提价的可能。

### （三）行业销售费用有望下降

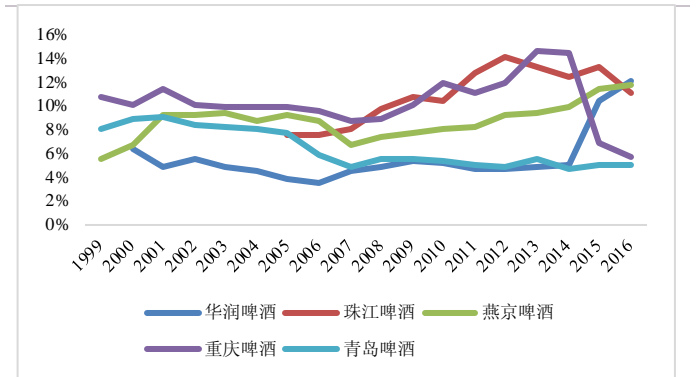
过去十几年中，华润、青啤、燕京和百威等酒企业互相比拼高费用率，来抢占和维持销量、市场份额。目前华润的渠道已经进行到一定阶段，形成较稳固的龙头地位，部分地区已接近垄断。在此条件下，华润转而谋求利润率提升，内部考核由销量导向逐渐向利润导向过度。先从华润放慢，厂商和经销商对利润率的重视度加强，费用投放可能不那么猛烈。进而其他啤酒厂商大概率采取跟随策略。

图表15： 中国啤酒企业销售费用率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表16： 中国啤酒企业管理费用率

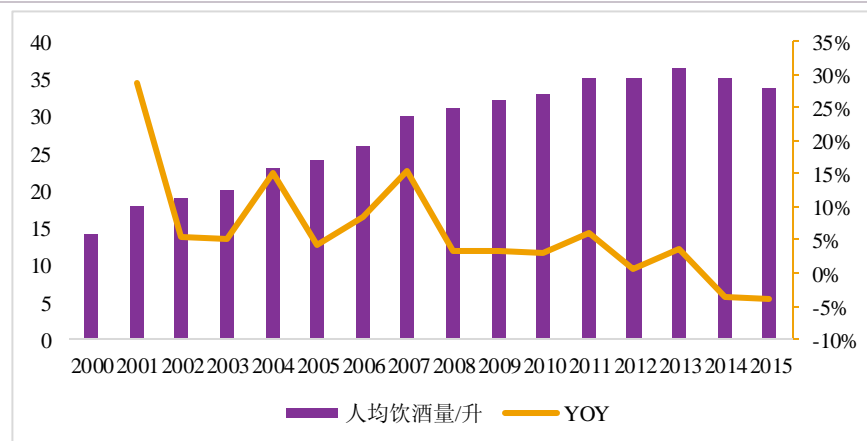


资料来源: Wind, 联讯证券

### （四）人均啤酒销量上升空间仍存

我国人均啤酒产量从 2009 年的 31.75 升/人上升至 2015 年 34.31 升/人，高于 2015 年全球人均啤酒产量 26.31 升/人，CAGR 为 1.11%，但低于消费习惯相当的日本与韩国的人均产量，分别为 42.38 升/人与 40.08 升/人。我国啤酒行业产销率近 10 年平均为 99.47%，随着我国居民收入的增长，啤酒行业产销量仍有进一步上升空间，预计我国啤酒行业产量将进入平稳增长期。

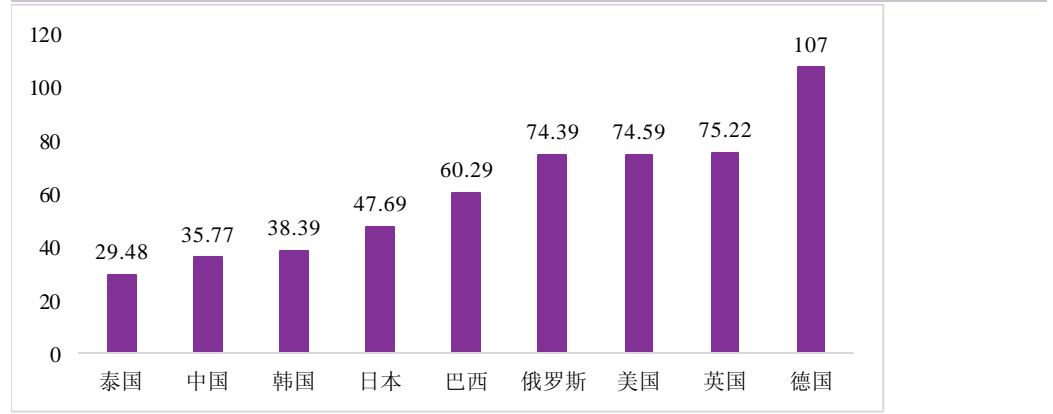
图表17： 我国人均饮酒量及增速



资料来源: Euromonitor, 联讯证券



图表18: 各国人均啤酒消费量



资料来源: Euromonitor, 联讯证券

### 三、公司分析：品牌力提升，产品结构优化

#### (一) “1+1+N” 战略加速产品整合

公司以消费者为中心，随着消费升级而不断推出新产品，拉动消费者需求。2014年8月，公司将“1+X”转变成“1+1+N”，即“青岛啤酒主品牌+全国性第二品牌崂山啤酒+汉斯、山水、银麦等区域品牌”。一方面，这是适应市场竞争的必然选择，有助于公司从高、低端实现上下突破。另一方面，清晰的品牌发展战略给并购企业留下足够空间适应调整。公司在2016年上半年先后开发上市了精酿IPA、原浆桶啤、经典1903魔兽电影特别纪念版产品，公司的产品顺应了消费新趋势，为消费者提供了更丰富、更多元的产品体验。

图表19: 青岛啤酒纯生系列



资料来源: 京东商城, 联讯证券

图表20: 青岛啤酒奥古特系列



资料来源: 京东商城, 联讯证券

#### (二) 发挥品牌优势，创新营销模式

“青岛啤酒”品牌是我国首批十大驰名商标之一，公司的吨酒价格在国内同行中位居前列，表明了消费者对“青岛啤酒”品牌的认可。公司产品远销美、加、英、法、德等90多个国家和区域。此外，公司还拥有啤酒行业唯一的国家重点实验室，拥有国内一流的研发平台和团队，以及国内领先的基础研究能力，并形成多项自主知识产权的核心技术。



公司积极探索应用移动互联网时代营销新模式，构建“互联网+”渠道体系、创新营销模式，不仅建立了官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店的立体化电子商务渠道体系，还搭建了自有电商渠道，包括移动端的“青岛啤酒微信商城”、“APP 青啤快购”，以专业网络建设和优质终端产品组合多渠道满足了消费者的购买需求和消费体验，对公司特色新商业模式的打造和区域市场产品结构升级、新产品起到推动作用。

此外，公司借助足球赛和奥运会等重大赛事的举办，加大了品牌推广和投入力度。结合近年来互联网的消费特点，公司在原有品牌传播、产品销售、消费体验的基础上，增加与消费者的互动。

图表21： 青岛啤酒营销事件

时间	事件
2012	在全国 60 多个城市开展了“炫舞激情啦啦队”的选拔赛活动，在全国举办各种特色的啤酒节 50 场次
2013	2013 年是青岛啤酒建厂 110 周年，公司以“110 年只为酿造好啤酒”主题，加大产品市场宣传
2014	2014 年公司结合世界杯的举办，研发并推出青岛啤酒足球罐及足球几年铝瓶套装等产品。
2015	年内公司上线的“青啤快购”APP，实现了“动动手指、啤酒送到家”的啤酒产品网络消费新体验，成为啤酒行业首家 O2O 平台。
2016	赞助亚洲足球俱乐部冠军联赛，中国 CBA 篮球联赛等年轻人喜爱的体育和音乐活动

资料来源：公司公告，联讯证券

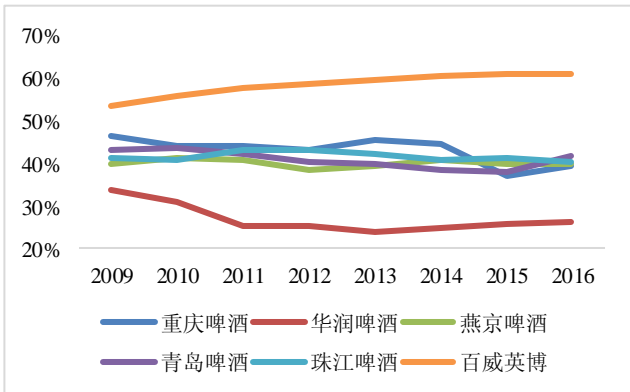
### （三）实现中高端转型，复星入股推进机制改革

国内啤酒业近几年持续低迷，销量同比下滑。自 2011 年起全国啤酒销量进入了持续的下行阶段，2014 年首次出现负增长，2016 年 8 月才出现回暖。在这一段低迷期，中国啤酒市场迎来了消费升级。进口啤酒过去三年复合增长率超过 45%，而中国本土啤酒品牌也开始向中高端市场转型。青岛啤酒推出了奥古特 1903、皮尔森全麦精酿、全麦白啤等高端新品，完成了纯生啤酒的包装升级，2017 年前三季度实现营业收入 233.85 亿元，同比增长 1.51%，而净利润增速为 3.80%，高于收入增速。2017 年上半年公司的啤酒总销量为 453 万千升，其中主品牌销量 212 万千升，以“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”为代表的高端产品销量实现 90 万千升。

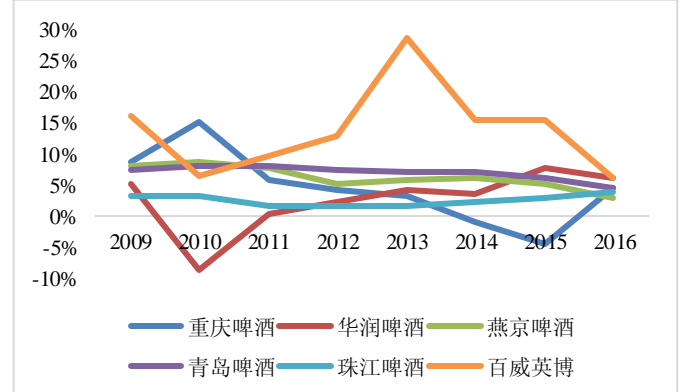
公司第二大股东日本朝日集团控股株式会社与复星国际有限公司旗下五家实体分别签署股份购买协议，拟将其所持青岛啤酒 2.43 亿股 H 股(约占本公司总股本的 17.99%)转让给复星集团，总作价约为 66.17 亿港元。在青岛啤酒进行高端化转型之前，朝日啤酒与青岛啤酒产品之间形成了高低搭配，并且借助青啤的渠道销售朝日高端啤酒。相较于与朝日啤酒之间的关系，复星坚定不移的支持青岛啤酒的品质战略，并且作为战略投资者愿意加强与青啤之间的业务协作，在营销领域加强复星体育、娱乐资源的嫁接，推动青岛啤酒在高端市场的知名度和占有率。

### （四）费用率下降空间大，盈利能力提升可期

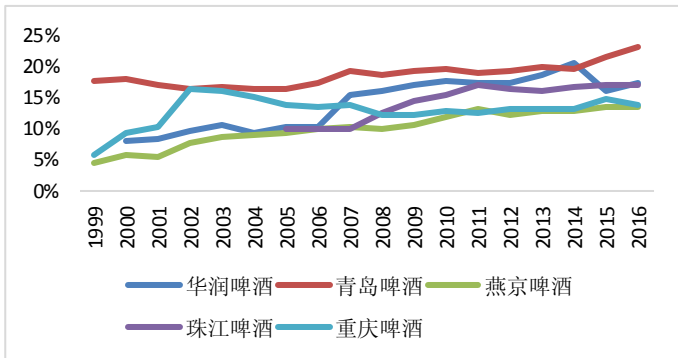
公司啤酒销售毛利率在行业内上市公司中处于较高水平，但是销售净利率较低，主要是因为公司期间费用率较高。其中，公司的销售费用率显著高于行业平均水平，压缩了利润空间。未来，随着公司营运能力提升，成本和费用控制加强，未来盈利能力提升可期。


**图表22: 啤酒龙头公司毛利率情况**


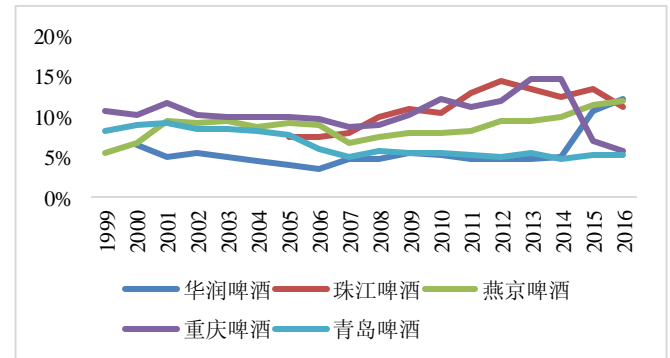
资料来源: 京东商城, 联讯证券

**图表23: 啤酒龙头公司净利率情况**


资料来源: 京东商城, 联讯证券

**图表24: 啤酒龙头公司销售费用率**


资料来源: 京东商城, 联讯证券

**图表25: 啤酒龙头公司管理费用率**


资料来源: 京东商城, 联讯证券

#### 四、盈利预测与估值

我们认为公司高端产品销售占比将不断提升, 费用下降空间大。结合 2018 年经营计划, 公司力争实现高于行业平均增长率 2% 的目标。我们预测 2018-2020 年营收分别为 275、288、302 亿元; 归母净利润为 14、17、19 亿元; EPS 为 1.07、1.23、1.42 元。参照行业估值水平和公司品牌溢价, 给予 2019 年 38 倍 PE, 目标价为“47 元/股”, 首次覆盖给予“增持”评级。

**图表26: 可比公司估值 (截止 2018 年 3 月 30 日)**

证券代码	证券简称	收盘价 (2018-3-29)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600132.SH	重庆啤酒	21.21	0.87	1.04	1.25	24	20	17
000729.SZ	燕京啤酒	7.47	0.18	0.22	0.25	41	34	29
002461.SZ	珠江啤酒	10.40	0.15	0.17	0.20	68	60	52
可比公司平均						44	38	33
600600.SH	青岛啤酒	39.99	1.07	1.23	1.42	37	32	28

资料来源: Wind, 联讯证券

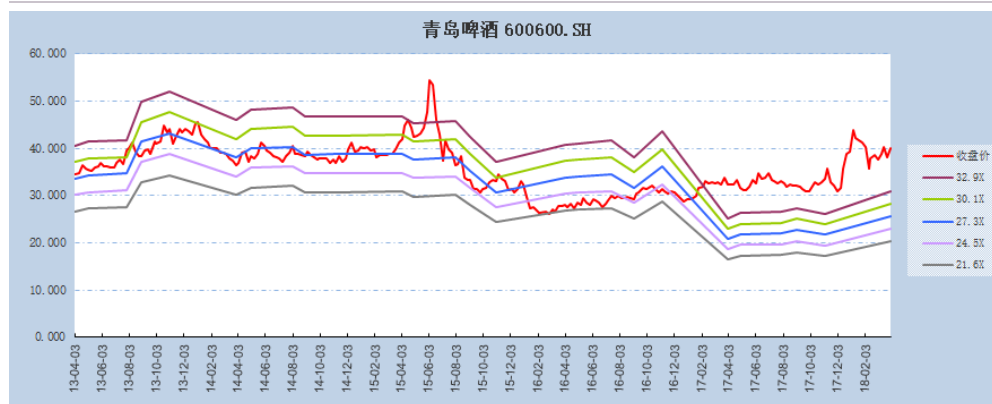




## 五、风险提示

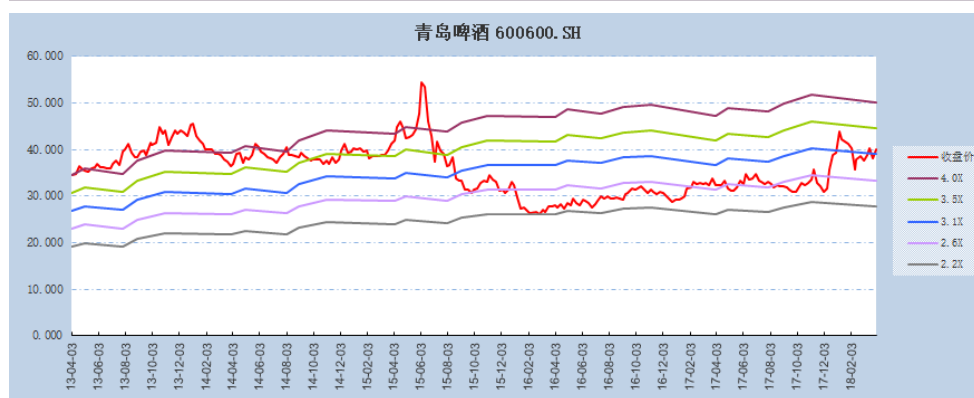
食品安全问题，产品消化风险

图表27: 青岛啤酒 PEBand



资料来源:Wind, 联讯证券

图表28: 青岛啤酒 PB-Band



资料来源:Wind, 联讯证券





附录：公司财务预测表（百万元）

利润表（百万元）					现金流量表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26,277	27,465	28,764	30,208	净利润	1,263	1,439	1,655	1,912
营业成本	15,622	16,226	16,870	17,623	折旧摊销	1,179	38	38	20
营业税金及附加	2,325	2,265	2,372	2,491	财务费用	-370	-174	-205	-235
销售费用	5,769	6,211	6,427	6,636	经营性应收项目变动	385	327	-66	367
管理费用	1,244	1,294	1,340	1,359	经营活动净现金流	2,258	1,462	1,009	1,909
财务费用	-370	-174	-205	-235	投资活动净现金流	-504	343	343	343
资产减值损失	11	0	0	0	筹资活动净现金流	1,207	1,157	936	1,771
营业利润	1,676	1,643	1,958	2,332	现金净增加额	1,263	1,439	1,655	1,912
营业外收入	429	457	457	457	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
营业外支出	0	0	0	0	成长能力				
利润总额	2,105	2,100	2,415	2,789	营业收入增长率	0.65%	4.52%	4.73%	5.02%
所得税	723	525	604	697	营业利润增长率	12.54%	-1.97%	19.17%	19.10%
净利润	1,382	1,575	1,811	2,092	归属母公司净利润增	21.04%	13.94%	15.01%	15.53%
少数股东损益	119	136	156	180	获利能力				
归属母公司净利润	1,263	1,439	1,655	1,912	毛利率	40.55%	40.92%	41.35%	41.66%
EPS（元）	0.93	1.07	1.23	1.42	净利率	5.26%	5.24%	5.75%	6.33%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	总资产净利率	4.61%	5.07%	5.58%	6.11%
货币资金	7,469	8,626	9,563	11,334	ROE	7.37%	7.37%	7.97%	8.68%
应收账款	184	136	199	153	偿债能力				
存货	2,393	2,354	2,581	2,574	资产负债率	35.17%	35.17%	33.67%	32.58%
流动资产合计	11,650	12,632	13,978	15,611	流动比率	129.19%	141.52%	154.59%	168.26%
固定资产	10,994	11,174	11,154	11,134	营运能力				
无形资产	2,776	2,776	2,776	2,776	总资产周转率	0.96	0.97	0.97	0.97
资产总计	27,416	28,360	29,667	31,281	应收账款周转率	142.81	201.95	144.54	197.44
应付账款	2,373	2,706	2,575	2,941	每股指标(元)				
短期借款	283	0	0	0	每股收益	0.93	1.07	1.23	1.42
流动负债合计	9,018	8,926	9,042	9,278	每股经营现金	0.02	0.01	0.01	0.01
长期借款	1	1	1	1	每股净资产	12.89	12.89	12.89	12.89
负债合计	9,641	9,550	9,665	9,902	估值比率				
所有者权益	17,775	18,811	20,002	21,379	P/E	42.26	36.73	31.95	27.68
负债和所有者权益合	27,416	28,360	29,667	31,281	P/B	3.40	3.20	3.00	2.90

资料来源：Wind，联讯证券



## 分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)