

青岛啤酒 (600600) \ 食品饮料

——可比口径收入增长明显，销售产品结构优化

事件：

公司发布2018年半年报，公司2018H1实现营业收入151.54亿元，同比增长0.60%；归母净利润13.02亿元，同比增长13.39%。

投资要点：

➤ 可比口径下2018Q2收入增长6.6%，配合世界杯的营销费用率提高

报告期内公司执行了新收入准则，将原计入销售费用的市场助销投入调整冲减营业收入，新准则下公司实现营业收入151.54亿元，若按可比口径计算，2018H1营业收入为158.06亿元，同比增长4.93%，2018Q2营业收入为85.54亿元，同比增长6.61%。报表中2018H1公司的毛利率为39.4%，其中2018Q2毛利率为38.71%，可比口径还原后2018H1的毛利率水平为41.9%，同比提高了2.5pct，2018Q2的毛利率水平为43.38%。报表中2018H1公司的销售费用率为17.79%，同比下降2.62pct，可比口径还原后，公司的销售费用率为21.2%，同比提高0.8pct，由于世界杯期间营销费用投放力度的加大，2018Q2的销售费用率为23.8%。

➤ 啤酒总销量稳定，销售结构不断优化

2018H1公司实现啤酒销量457万千升，同比增长0.9%，其中公司主品牌青岛啤酒共实现销量222万千升，同比增长4.9%，主品牌中“奥古特、鸿运当头、经典1903、纯生啤酒”等高端产品共实现销量96万千升，同比增长6.8%。2018Q2公司实现啤酒销量254万千升，同比增长0.6%，青岛主品牌实现销量114万千升，同比增长7.4%，其中高端产品2018Q2实现销量43万千升，同比增长6.7%。公司啤酒销量总体保持稳定，但销售结构不断优化，高端产品占比提高，崂山等低端产品销量下滑，占比降低。

➤ 啤酒行业边际改善明显，整体利润诉求加强

啤酒行业当下从原先的“求份额”向“求利润”转变，行业内不再进行无序的扩产和低价竞争，产能优化推动产品结构高端化是未来的发展方向，也是啤酒企业利润率提升的主要途径，青岛啤酒高端啤酒产品增速明显，在原材料上涨背景下毛利率明显改善，复星入股后有望在营销等层面推进公司的改革。

➤ 盈利预测与估值

预计公司2018-2020年实现营业收入268/276/287亿元，归母净利润16.08/17.60/20.55亿元，EPS为1.19/1.30/1.52亿元，对应当前PE为29/27/23倍，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

产能优化不及预期、区域市场竞争加剧、成本上行压力

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：36.31元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	696/696
流通A股市值 (百万元)	25,401
每股净资产 (元)	13.19
资产负债率 (%)	43.47
一年内最高/最低 (元)	56.98/30.37

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

王映雪研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：wangyingxue@glsc.com.cn

相关报告

- 《青岛啤酒 (600600) \ 食品饮料行业》
《朝日青啤股份花落复星，本土品牌高端化推进》

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,572.69	9,805.49	11,626.4	13,012.6	16,143.6	营业收入	26,106.3	26,277.0	26,799.6	27,600.7	28,701.7
应收账款+票据	456.45	532.02	446.69	561.27	486.90	营业成本	15,265.2	15,622.1	15,835.4	16,305.4	16,668.7
预付账款	51.81	116.39	30.05	120.74	33.41	营业税金及附加	2,231.36	2,325.03	2,371.27	2,442.15	2,539.57
存货	2,412.44	2,392.91	2,239.49	2,530.42	2,345.75	营业费用	6,029.44	5,768.94	5,091.94	5,106.13	5,252.42
其他	1,116.18	1,096.06	1,096.06	1,096.06	1,096.06	管理费用	1,340.54	1,244.26	1,071.99	1,104.03	1,148.07
流动资产合计	12,609.5	14,072.9	15,568.8	17,451.2	20,235.9	财务费用	-257.41	-370.02	-280.47	-333.17	-399.48
长期股权投资	379.53	375.90	375.90	375.90	375.90	资产减值损失	7.84	10.72	6.87	6.87	6.87
固定资产	11,448.7	10,993.7	10,986.9	11,160.1	11,133.2	公允价值变动	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
在建工程	193.45	200.14	200.14	0.00	0.00	投资净收益	-5.21	20.46	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,974.75	2,776.22	2,689.01	2,601.80	2,514.59	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2,471.10	2,555.70	2,545.26	2,534.82	2,524.38	营业利润	1,484.07	1,696.57	2,702.68	2,969.23	3,485.60
非流动资产合计	17,467.5	16,901.7	16,797.2	16,672.6	16,548.1	营业外净收益	639.37	150.12	112.59	112.59	112.59
资产总计	30,077.1	30,974.7	32,366.0	34,123.9	36,784.0	利润总额	2,123.44	1,846.69	2,815.27	3,081.82	3,598.19
短期借款	302.34	282.53	0.00	0.00	0.00	所得税	1,017.74	545.34	1,045.34	1,144.32	1,336.05
应付账款+票据	2,356.75	2,373.21	2,583.20	2,520.34	2,696.88	净利润	1,105.70	1,301.35	1,769.93	1,937.51	2,262.14
其他	7,625.70	7,796.49	7,989.44	7,872.66	8,094.13	少数股东损益	62.21	119.24	162.17	177.53	207.27
流动负债合计	10,284.7	10,452.2	10,572.6	10,393.0	10,791.0	归属于母公司	1,043.49	1,182.11	1,607.76	1,759.98	2,054.87
长期带息负债	1.38	1.05	1.05	1.05	1.05						
长期应付款	538.96	499.01	0.00	0.00	0.00						
其他	2,372.90	2,247.92	2,247.92	2,247.92	2,247.92						
非流动负债合计	2,913.24	2,747.98	2,248.97	2,248.97	2,248.97						
负债合计	13,198.0	13,200.2	12,821.6	12,641.9	13,039.9						
少数股东权益	565.19	629.28	791.45	968.98	1,176.25						
股本	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98						
资本公积	3,444.19	3,444.18	3,444.18	3,444.18	3,444.18						
留存收益	11,518.7	12,350.0	13,957.8	15,717.8	17,772.6						
股东权益合计	16,879.1	17,774.5	19,544.4	21,481.9	23,744.0						
负债和股东权益总	30,077.1	30,974.7	32,366.0	34,123.9	36,784.0						

主要财务比					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-5.53%	0.65%	1.99%	2.99%	3.99%
EBIT	-4.78%	-22.23%	73.33%	8.51%	16.54%
EBITDA	3.21%	-12.82%	-0.90%	8.96%	15.85%
归属于母公司	-13.92%	13.29%	36.01%	9.47%	16.76%
获利能力					
毛利率	41.53%	40.55%	40.91%	40.92%	41.92%
净利率	4.24%	4.95%	6.60%	7.02%	7.88%
ROE	6.40%	6.89%	8.57%	8.58%	9.11%
ROIC	6.30%	8.57%	13.96%	15.61%	17.27%
偿债能力					
资产负债	43.88%	42.62%	39.61%	37.05%	35.45%
流动比率	1.23	1.35	1.47	1.68	1.88
速动比率	0.88	1.01	1.16	1.33	1.56
营运能力					
应收账款周转	172.84	143.11	208.90	143.05	203.41
存货周转率	6.33	6.53	7.07	6.44	7.11
总资产周转率	0.87	0.85	0.83	0.81	0.78
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	0.88	1.19	1.30	1.52
每股经营现金	2.21	1.67	1.64	0.70	1.94
每股净资产	12.08	12.69	13.88	15.18	16.70
估值比率					
市盈率	45.30	39.99	29.40	26.86	23.00
市净率	2.90	2.76	2.52	2.30	2.09
EV/EBITDA	14.03	15.60	15.01	13.38	10.69
EV/EBIT	22.75	28.34	15.60	13.96	11.09

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,178.27	1,370.44	1,699.14	1,866.72	2,191.36
折旧摊销	1,152.03	1,178.62	97.65	117.66	117.66
财务费用	-273.37	-395.01	-315.76	-369.52	-437.28
存货减少	149.86	15.15	153.42	-290.93	184.68
营运资金变动	1,407.17	385.32	574.60	-384.91	559.71
其它	-631.21	-296.38	6.87	6.87	6.87
经营活动现金流	2,982.75	2,258.14	2,215.92	945.90	2,623.00
资本支出	855.87	888.19	0.00	0.00	0.00
长期投资	3,957.98	2,126.56	0.00	0.00	0.00
其他	3,649.84	2,511.08	70.79	70.79	70.79
投资活动现金流	-1,164.0	-503.67	70.79	70.79	70.79
债权融资	-872.54	-0.39	-282.53	0.00	0.00
股权融资	0.00	2.40	0.00	0.00	0.00
其他	-597.88	-535.18	-183.25	369.52	437.28
筹资活动现金流	-1,470.4	-533.17	-465.78	369.52	437.28
现金净增加额	365.96	1,207.04	1,820.93	1,386.21	3,131.07

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810