

青岛啤酒(600600)/饮料制造

二季度结构升级加速, 公司组织变革深化

评级: 买入(维持)

市场价格: 44.61

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 熊欣慰

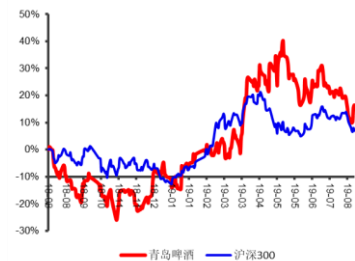
Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,350.98
流通股本(百万股)	695.91
市价(元)	44.61
市值(百万元)	60,267
流通市值(百万元)	31,044

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告: 量价齐升推动收入超预期, 利润进入快速释放期
- 2 青岛啤酒(600600.SH)_深度报告: 降本增效红利渐显, 结构升级推动业绩释放
- 3 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告: 结构升级和提价推升均价, 优化产能影响短期利润

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,277	26,575	27,923	29,106	30,222
增长率 yoy%	0.65%	1.13%	5.07%	4.24%	3.84%
净利润	1,263	1,422	1,853	2,379	2,853
增长率 yoy%	21.04%	12.60%	30.27%	28.40%	19.94%
每股收益(元)	0.93	1.05	1.37	1.76	2.11
每股现金流量	1.65	2.95	1.27	1.68	1.93
净资产收益率	7.37%	7.91%	9.69%	11.45%	12.47%
P/E	47.72	42.38	32.53	25.33	21.12
PEG	2.02	1.62	1.44	1.07	0.81
P/B	3.52	3.35	3.15	2.90	2.63

备注:

投资要点

- **二季度结构升级加速叠加增值税税率下调, 利润有望维持快速释放趋势。**根据青岛市工业和信息化局公布的数据, 2019H1 青岛啤酒销量增长 3.6%, 增速高于行业整体 2.8 个 pct。其中高端产品共实现销量 105 万千升, 同比增长 10%。公司整体呈现利润增长高于收入增长、收入增长高于销量增长的趋势, ASP 与盈利能力继续提升。2019Q2 公司整体销量增长约 1%, 在一季度末高库存情况下实现正增长实属难得, 但更重要的是高端产品销量增长接近 10%。对比 2019Q1 高端产品销量增速快于整体 3.9 个 pct, 单二季度这一增速差距扩大到 8-9 个 pct, 结构升级明显加速。叠加 2019 年 4 月开始增值税税率从 16% 下调到 13%, 我们判断单二季度吨酒收入将有明显的加速趋势, ASP 增速有望提升至 5-10% 的区间(一季度 4.5%)。2019Q2 大麦及玻瓶(主要为旧瓶)成本压力增加, 费效比不断提升。受益 ASP 的强劲增长, 综合来看我们预计二季度利润将延续快速释放趋势。
- **公司组织变革深化, 运行效率有望提升。**近期公司公告聘任姜宗祥(47 岁)为公司副总裁兼供应链总裁, 徐楠(51 岁)为公司副总裁兼制造总裁、总酿酒师, 王少波(51 岁)为公司副总裁, 管理团队进一步壮大且年轻化。同时公司对组织架构进行调整, 新设供应链中心, 由原营销中心物流管理总部及原制造中心采购管理总部组成, 有望全面提升供应链运行效率。此外成立了健康饮品事业总部, 于 7 月底推出王子海藻苏打水, 有望享受苏打水行业快速增长红利。
- **理性看待短期销量波动, 坚定中长期盈利能力改善逻辑。**由于考核周期、涨价预期、旺季备货等因素, 啤酒库存变化导致短期发货量出现波动。而我们认为中国啤酒人均消费量已趋于饱和, 行业销量持平微增, 龙头青岛啤酒增长有望略快于行业, 应理性看待短期销量波动。2018 年黄董事长上任后, 青岛啤酒提价常态化、销售人员激励加强、1903 大单品推广等动作稳步推进。我们认为下半年青岛啤酒将延续利润释放逻辑, 继续看好结构升级带动 ASP 提升、关厂提效和费效比提升。近期公司股价回调, 估值回归 3 年历史中枢水平, 二季度在夜场渠道受政策冲击的情况下结构升级加速, 建议积极关注。
- **盈利预测:** 青岛啤酒作为我国啤酒行业龙头, 有望受益格局改变后的集中度提升。公司持续推进关厂, 提升产能利用率以实现降本增效。同时, 2019 年 4 月 1 日起增值税率从 16% 下降到 13%, 公司利润将加速释放。复星作为财务投资者入主青岛啤酒, 有望推进公司内部机制改革, 大股东青啤集

团承诺于 2020 年 6 月底前推进上市公司提出管理层长期激励计划，企业经营活力有望充分释放。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 279.23、291.06、302.22 亿元，归母净利润分别为 18.53、23.79、28.53 亿元，EPS 分别为 1.37、1.76、2.11 元，对应 PE 为 33 倍、25 倍、21 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 不可抗要素带来销量下滑；市场竞争恶化带来超预期的促销活动

图表 1: 青岛啤酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	26,277	26,575	27,923	29,106	30,222
增长率	0.7%	1.1%	5.1%	4.2%	3.8%
营业成本	-15,622	-16,556	-16,894	-16,895	-16,940
%销售收入	59.5%	62.3%	60.5%	58.0%	56.1%
毛利	10,655	10,019	11,029	12,210	13,282
%销售收入	40.5%	37.7%	39.5%	42.0%	43.9%
营业税金及附加	-2,325	-2,327	-2,444	-2,548	-2,646
%销售收入	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
营业费用	-5,769	-4,869	-5,082	-5,268	-5,440
%销售收入	22.0%	18.3%	18.2%	18.1%	18.0%
管理费用	-1,244	-1,386	-1,452	-1,513	-1,572
%销售收入	4.7%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	1,317	1,438	2,050	2,881	3,624
%销售收入	5.0%	5.4%	7.3%	9.9%	12.0%
财务费用	370	497	600	650	700
%销售收入	-1.4%	-1.9%	-2.1%	-2.2%	-2.3%
资产减值损失	11	147	150	150	150
公允价值变动收益	0	54	0	0	0
投资收益	58	21	20	20	20
%税前利润	3.1%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	1,756	2,157	2,820	3,701	4,494
营业利润率	6.7%	8.1%	10.1%	12.7%	14.9%
营业外收支	113	2	580	580	580
税前利润	1,868	2,159	3,400	4,281	5,074
利润率	7.1%	8.1%	12.2%	14.7%	16.8%
所得税	-723	-819	-1,067	-1,369	-1,643
所得税率	38.7%	37.9%	31.4%	32.0%	32.4%
净利润	1,382	1,561	2,034	2,611	3,132
少数股东损益	119	139	181	232	278
归属于母公司的净利润	1,263	1,422	1,853	2,379	2,853
净利率	4.8%	5.4%	6.6%	8.2%	9.4%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,805	12,536	13,980	16,328	19,191
应收款项	445	165	597	134	658
存货	2,393	2,651	2,521	2,639	2,541
其他流动资产	1,429	2,409	2,376	2,475	2,343
流动资产	14,073	17,760	19,473	21,576	24,732
%总资产	45.4%	52.1%	56.5%	61.1%	66.6%
长期投资	404	398	399	400	401
固定资产	10,994	10,327	9,419	8,510	7,597
%总资产	35.5%	30.3%	27.3%	24.1%	20.5%
无形资产	2,776	2,600	2,214	1,813	1,413
非流动资产	16,902	16,315	14,996	13,724	12,417
%总资产	54.6%	47.9%	43.5%	38.9%	33.4%
资产总计	30,975	34,075	34,469	35,300	37,149
短期借款	283	296	0	0	156
应付款项	8,735	9,923	9,783	8,470	7,900
其他流动负债	1,435	1,867	1,651	1,759	1,705
流动负债	10,452	12,087	11,434	10,229	9,761
长期贷款	1	1	0	0	0
其他长期负债	2,747	3,298	3,022	3,160	3,091
负债	13,200	15,385	14,456	13,389	12,852
普通股股东权益	17,145	17,970	19,113	20,778	22,886
少数股东权益	629	719	900	1,132	1,411
负债股东权益合计	30,975	34,075	34,469	35,300	37,149

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.93	1.05	1.37	1.76	2.11
每股净资产 (元)	12.69	13.30	14.15	15.38	16.94
每股经营现金净流 (元)	1.65	2.95	1.27	1.68	1.93
每股股利 (元)	0.42	0.42	0.41	0.53	0.63
回报率					
净资产收益率	7.37%	7.91%	9.69%	11.45%	12.47%
总资产收益率	4.46%	4.58%	5.90%	7.40%	8.43%
投入资本收益率	14.31%	17.94%	32.15%	50.74%	74.01%
增长率					
营业总收入增长率	0.65%	1.13%	5.07%	4.24%	3.84%
EBIT增长率	-1.36%	0.10%	40.63%	43.24%	27.04%
净利润增长率	21.04%	12.60%	30.27%	28.40%	19.94%
总资产增长率	2.98%	10.01%	1.16%	2.41%	5.24%
资产管理能力					
应收账款周转天数	5.2	3.5	4.3	3.9	4.1
存货周转天数	32.9	34.2	33.3	31.9	30.9
应付账款周转天数	47.6	47.1	47.3	47.2	47.3
固定资产周转天数	153.7	144.4	127.3	110.9	95.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-68.93%	-73.21%	-81.59%	-87.59%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-3.7	-2.7	-3.2	-4.2	-5.0
资产负债率	42.62%	45.15%	41.94%	37.93%	34.60%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,382	1,561	2,034	2,611	3,132
加: 折旧和摊销	1,179	1,153	1,146	1,164	1,166
资产减值准备	11	147	0	0	0
公允价值变动损失	0	-54	0	0	0
财务费用	-395	-513	-600	-650	-700
投资收益	-58	-21	-20	-20	-20
少数股东损益	119	139	181	232	278
营运资金的变动	203	3,129	-844	-829	-971
经营活动现金净流	2,224	3,992	1,716	2,276	2,607
固定资本投资	448	487	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-504	-817	136	135	146
股利分配	-567	-567	-556	-714	-856
其他	34	-73	148	650	967
筹资活动现金净流	-533	-641	-407	-64	111
现金净流量	1,187	2,535	1,444	2,348	2,863

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。