

# 青岛啤酒（600600）：产品结构升级助力公司业绩超预期

## ——青岛啤酒 2019 年中报点评

2019 年 08 月 16 日

强烈推荐/首次

青岛啤酒 公司报告

**事件：**2019H1 公司实现营收 165.51 亿元，同比增长 9.22%，实现归母净利润 16.31 亿元，同比增长 25.21%。公司业绩超预期主因费用率改善和产品结构升级。

**产品结构改善使得行业季节因素平抑可控。**二季度以来，行业受气候等因素影响销售数据较差，板块表现较为低迷，但我们一直重申啤酒行业中报应淡化销量数据，注重产品结构改善。公司半年报验证了我们的观点：公司上半年营收同比增长 9.22%，其中销量同比 3.6%，而绝大部分增量来自公司产品结构升级。另一方面，产品结构升级也持续改善公司盈利能力，具体表现为利润端的增速高于营收端 15.99pct，其中毛利率提升 0.7 个百分点至 40.11%，净利率提升 1.22 个百分点至 10.43%。未来产品结构升级仍将是主导行业发展的最主要因素。

**持续的研发投入和品牌营销为产品结构升级提供后续增长力。**公司近年来一直致力于产品结构的改善，通过品牌力、产品力和渠道力共同协作，推动产品结构升级。新管理层上台之后，公司通过纽约时装周、音乐节、啤酒节以及足球联赛赞助等方式，不断地增强品牌的活力。此举一方面能够提升公司品牌力，另一方面能够不断的扩充消费场景，培育新生消费群体。此外，公司加大研发投入，持续推进产品结构优化和新产品布局，进一步扩充公司产品线，夯实品牌定位。

**重申 19 年是行业盈利的拐点，未来行业主导逻辑将从营收端向利润端转移。**公司半年报验证了我们此前的观点，行业今年将是盈利拐点，主因增值税率下调、期间费用率改善等影响。但产品结构升级才是推动行业盈利能力持续改善的主要驱动，且该逻辑正在不断的兑现。随着产品结构的改善，行业因销量的季节性影响将逐步平抑，盈利能力将稳步提升。

**盈利预测：**公司产品结构不断优化，叠加费用率持续改善，我们看好公司业绩增长。预计公司 2019-2021 年实现营收 285.26/307.51/332.09 亿元，同比 7.34%/7.80%/7.99%，实现净利润 18.90/22.96/27.57 亿元，同比 21.08%/21.47%/20.07%。EPS 分别为 1.32/1.61/1.95，给予 35 倍估值，12 个月目标价 56 元，空间 20%以上，给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**食品安全风险；销量不及预期等。

### 财务指标预测

| 指标       | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万） | 26,277. | 26,575. | 28,526. | 30,751. | 33,209. |
| 增长率（%）   | 0.65%   | 1.13%   | 7.34%   | 7.80%   | 7.99%   |
| 净利润（百万）  | 1,382.2 | 1,561.0 | 1,890.0 | 2,295.9 | 2,756.7 |
| 增长率（%）   | 25.01%  | 12.93%  | 21.08%  | 21.47%  | 20.07%  |
| 净资产收益率   | 7.37%   | 7.91%   | 9.39%   | 10.76%  | 12.15%  |
| 每股收益（元）  | 0.94    | 1.05    | 1.32    | 1.61    | 1.95    |
| PE       | 49.25   | 43.73   | 34.89   | 28.61   | 23.62   |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

青岛啤酒股份有限公司成立于 1995 年，主营啤酒制造、销售以及与之相关的业务。其生产的青岛啤酒为国际市场上最具知名度的中国品牌，已行销世界 100 个国家和地区。

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

暂无

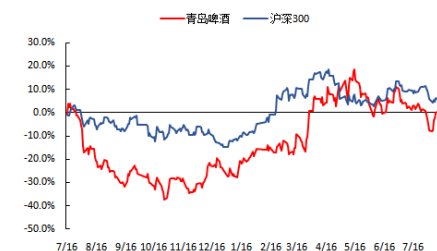
### 发债及交叉持股介绍：

暂无

### 交易数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元）    | 28.69-54.30 |
| 总市值（亿元）        | 602.38      |
| 流通市值（亿元）       | 320         |
| 总股本/流通 A 股（亿股） | 13.51/6.96  |
| 流通 B 股/H 股（万股） | /           |
| 52 周日均换手率      | 0.84        |

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

### 研究助理：吴文德

010-66554025

wuwd@dxzq.net.cn

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           |         |         |         |         |         | 利润表            |        |        |        |        |        |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元          |         |         |         |         |         | 单位：百万元         |        |        |        |        |        |
|                 | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |                | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 14073   | 17760   | 18398   | 19816   | 21595   | <b>营业收入</b>    | 26277  | 26575  | 28527  | 30752  | 33210  |
| 货币资金            | 9805    | 12536   | 14198   | 15548   | 16990   | <b>营业成本</b>    | 15622  | 16556  | 17221  | 18177  | 19261  |
| 应收账款            | 141     | 111     | 117     | 126     | 136     | 营业税金及附加        | 2325   | 2327   | 2339   | 2506   | 2697   |
| 其他应收款           | 262     | 0       | 0       | 0       | 0       | 营业费用           | 5769   | 4869   | 5163   | 5535   | 5945   |
| 预付款项            | 116     | 174     | 191     | 209     | 228     | 管理费用           | 1244   | 1386   | 1426   | 1507   | 1627   |
| 存货              | 2393    | 2651    | 2698    | 2819    | 2957    | 财务费用           | -370   | -497   | -502   | -481   | -512   |
| 其他流动资产          | 1096    | 735     | 345     | 122     | 147     | 资产减值损失         | 10.72  | 147.03 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| <b>非流动资产合计</b>  | 16902   | 16315   | 16392   | 16420   | 16395   | 公允价值变动收益       | 0.12   | 54.17  | 20.00  | 20.00  | 20.00  |
| 长期股权投资          | 376     | 370     | 370     | 370     | 370     | 投资净收益          | 57.99  | 20.52  | 39.25  | 29.89  | 34.57  |
| 固定资产            | 10991.4 | 10296.3 | 10664.4 | 10896.2 | 11035.5 | <b>营业利润</b>    | 1992   | 2378   | 2839   | 3457   | 4147   |
| 无形资产            | 2776    | 2600    | 2461    | 2329    | 2205    | 营业外收入          | 145.62 | 15.92  | 30.00  | 32.00  | 40.00  |
| 其他非流动资产         | 49      | 62      | 62      | 62      | 62      | 营业外支出          | 33.03  | 13.72  | 5.00   | 10.00  | 10.00  |
| <b>资产总计</b>     | 30975   | 34075   | 34790   | 36236   | 37990   | <b>利润总额</b>    | 2105   | 2380   | 2864   | 3479   | 4177   |
| <b>流动负债合计</b>   | 10452   | 12087   | 11752   | 11866   | 12001   | 所得税            | 723    | 819    | 974    | 1183   | 1420   |
| 短期借款            | 283     | 296     | 0       | 0       | 0       | <b>净利润</b>     | 1382   | 1561   | 1890   | 2296   | 2757   |
| 应付账款            | 2084    | 2246    | 2359    | 2490    | 2638    | 少数股东损益         | 119    | 139    | 107    | 122    | 122    |
| 预收款项            | 1178    | 0       | 0       | 0       | 0       | 归属母公司净利润       | 1263   | 1422   | 1783   | 2174   | 2634   |
| 一年内到期的非流动       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | EBITDA         | 5328   | 5387   | 3442   | 4117   | 4791   |
| <b>非流动负债合计</b>  | 2748    | 3298    | 3269    | 3261    | 3276    | <b>EPS（元）</b>  | 0.94   | 1.05   | 1.32   | 1.61   | 1.95   |
| 长期借款            | 1       | 1       | 1       | 1       | 1       | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |                | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>负债合计</b>     | 13200   | 15385   | 15021   | 15127   | 15277   | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益          | 629     | 719     | 826     | 948     | 1070    | 营业收入增长         | 0.65%  | 1.13%  | 7.34%  | 7.80%  | 7.99%  |
| 实收资本（或股本）       | 1351    | 1351    | 1351    | 1351    | 1351    | 营业利润增长         | 21.46% | 19.34% | 19.39% | 21.77% | 19.97% |
| 资本公积            | 3444    | 3444    | 3444    | 3444    | 3444    | 归属于母公司净利润      | 25.39% | 21.93% | 25.39% | 21.93% | 21.16% |
| 未分配利润           | 10803   | 11620   | 10758   | 9760    | 8519    | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益       | 17145   | 17970   | 18987   | 20206   | 21688   | 毛利率（%）         | 41.53% | 40.55% | 39.63% | 40.89% | 42.00% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 30975   | 34075   | 34790   | 36236   | 37990   | 净利率（%）         | 5.26%  | 5.87%  | 6.63%  | 7.47%  | 8.30%  |
| <b>现金流量表</b>    |         |         |         |         |         | 总资产净利润（%）      | 4.08%  | 4.17%  | 5.13%  | 6.00%  | 6.93%  |
| 单位：百万元          |         |         |         |         |         | ROE（%）         | 7.37%  | 7.91%  | 9.39%  | 10.76% | 12.15% |
|                 | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b>  | 2224    | 3992    | 2807    | 3190    | 3387    | 资产负债率（%）       | 43%    | 45%    | 43%    | 42%    | 40%    |
| 净利润             | 1382    | 1561    | 1890    | 2296    | 2757    | 资产周转率          | 1.35   | 1.47   | 1.57   | 1.67   | 1.80   |
| 折旧摊销            | 3705.36 | 3506.31 | 0.00    | 1045.25 | 1063.23 | 流动比率           | 1.12   | 1.25   | 1.34   | 1.43   | 1.55   |
| 财务费用            | -370    | -497    | -502    | -481    | -512    | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应收账款减少          | 0       | 0       | -7      | -9      | -10     | 总资产周转率         | 0.86   | 0.82   | 0.83   | 0.87   | 0.89   |
| 预收账款增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 应收账款周转率        | 198    | 211    | 250    | 252    | 253    |
| <b>投资活动现金流</b>  | -504    | -817    | 121     | -636    | -586    | 应付账款周转率        | 12.72  | 12.27  | 12.39  | 12.68  | 12.95  |
| 公允价值变动收益        | 0       | 54      | 20      | 20      | 20      | <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |        |
| 长期股权投资减少        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 每股收益（最新摊薄）     | 0.93   | 1.05   | 1.32   | 1.61   | 1.95   |
| 投资收益            | 58      | 21      | 39      | 30      | 35      | 每股净现金流（最新摊）    | 0.88   | 1.88   | 1.68   | 1.54   | 1.61   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -533    | -641    | -655    | -475    | -624    | 每股净资产（最新摊）     | 12.69  | 13.30  | 14.05  | 14.96  | 16.05  |
| 应付债券增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 长期借款增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/E            | 49.25  | 43.73  | 34.89  | 28.61  | 23.62  |
| 普通股增加           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/B            | 3.63   | 3.46   | 3.28   | 3.08   | 2.87   |
| 资本公积增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | EV/EBITDA      | 9.89   | 9.28   | 5.19   | 11.33  | 9.44   |
| <b>现金净增加额</b>   | 1187    | 2535    | 2274    | 2079    | 2177    |                |        |        |        |        |        |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型 | 标题                          | 日期         |
|------|-----------------------------|------------|
| 行业   | 《啤酒行业深度报告：结构升级，啤酒三岔路口的最佳指引》 | 2019-03-12 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

## 研究助理简介

### 吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。