

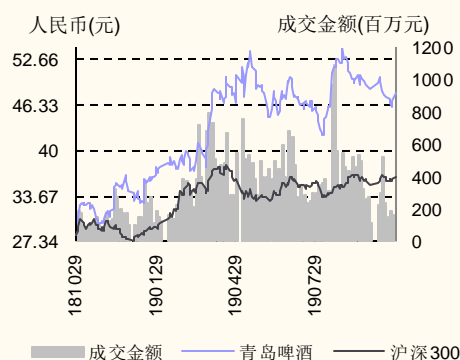
青岛啤酒 (600600.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 47.90 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.51
已上市流通 A 股(亿股)	6.96
流通港股(亿股)	6.55
总市值(亿元)	647.12
年内股价最高最低(元)	50.25/46.07
沪深 300 指数	3927
上证指数	2980



相关报告

1. 《业绩超预期, 结构升级提速-青岛啤酒中报点评》, 2019.8.16
2. 《青啤再起航, 成长价值重估-青岛啤酒深度报告》, 2019.5.15

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

结构升级趋势持续, 盈利能力不断改善

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.93	1.05	1.35	1.60	1.83
每股净资产(元)	12.69	13.30	14.16	15.25	16.55
每股经营性现金流(元)	1.81	3.15	3.26	3.34	3.45
市盈率(倍)	42	33	36	30	26
净利润增长率(%)	21.04%	12.50%	28.15%	18.75%	14.23%
净资产收益率(%)	7.37%	7.91%	9.52%	10.49%	11.05%
总股本(百万股)	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 青岛啤酒前三季度实现营业收入 248.97 亿元, 同比+5.31%; 归母净利润 25.86 亿元, 同比+23.13%; EPS 1.91 元。公司 Q3 单季度实现营业收入 83.46 亿元, 同比-1.66%; 归母净利润 9.55 亿元, 同比+19.70%。

经营分析

- **Q3 量减 5.9%, 价增 4.5%, 结构升级趋势不减:** 公司 Q3 实现啤酒销量 246.5 万千升, 同比下降 5.9%; 其中青岛主品牌销量 117.1 万千升, 同比-2.4%, 而以低端为主的其他品牌销量 129.4 万千升, 同比-8.9%; 整体销量下滑主要受天气因素和大本营山东地区销售表现不佳影响, 中高端产品较为坚挺而低端产品下滑明显。Q3 公司啤酒吨价 3386 元/升, 同比提升 4.5%; 累计前三季度吨价为 3460 元/升, 同比提升 5.2%, 结构升级趋势不减。
- **毛利率稳中有升, 提质增效逐季落地:** 公司 Q3 实现毛利率 40.34%, 同比+1.31pct, 受结构升级+成本压力趋缓+增值税调减等共同推动。公司 Q3 销售和管理费用率分别为 16.12%和 3.68%; 销售费用率同比提升 0.84pct, 预计主要受单季度规模效应下降使得物流费用率提升影响; 管理费用率同比下降 0.25pct, 提质增效仍在推进。
- **盈利能力不断提升, 净利率创新高:** 公司 Q3 未计提资产减值损失, 预计子公司整体经营向好, 优化公司整体经营状况。在毛利率提升+管理效率优化+减值亏损减少等共同推动下, 公司 Q3 实现归母净利润 9.55 亿元, 同比+19.70%, 对应净利率 11.4%, 同比+1.4pct, 环比+1.9pct, 达到历史高位, 盈利水平提升, 利润不断释放。
- **盈利改善仍未结束, 期待改革落地:** 公司销量虽短期承压, 但累计前三季度与去年同期持平, 预计全年仍将是量平价增的格局。公司作为国产中高端啤酒的领头羊, 品牌影响力不断提升, 长期来看结构升级带动吨价上行, 叠加费用投放效率提升将实质性的推动公司实现更有质量的成长。公司股权激励落地已提上日程, 预计将有效的提升管理层的积极性, 助力公司通过改革持续强化在啤酒行业的竞争力。

盈利预测

- 我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 282.3 亿元/296.3 亿元/310.0 亿元, 同比增长 6.2%/5.0%/4.6%; 归母净利润分别为 17.7 亿元/21.2 亿元/24.6 亿元, 同比增长 24.2%/20.2%/15.6%; EPS 分别为 1.31 元/1.57 元/1.82 元; 对应 PE 为 37X/30X/26X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 关厂压制利润的风险, 原材料价格上涨的风险, 行业竞争加剧的风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	26,106	26,277	26,575	28,228	29,631	31,002
增长率		0.7%	1.1%	6.2%	5.0%	4.6%
主营业务成本	-15,265	-15,622	-16,556	-17,486	-18,252	-18,914
%销售收入	58.5%	59.5%	62.3%	61.9%	61.6%	61.0%
毛利	10,841	10,655	10,019	10,742	11,379	12,088
%销售收入	41.5%	40.5%	37.7%	38.1%	38.4%	39.0%
营业税金及附加	-2,231	-2,325	-2,327	-2,258	-2,311	-2,387
%销售收入	8.5%	8.8%	8.8%	8.0%	7.8%	7.7%
营业费用	-6,029	-5,769	-4,869	-5,137	-5,334	-5,549
%销售收入	23.1%	22.0%	18.3%	18.2%	18.0%	17.9%
管理费用	-1,341	-1,244	-1,406	-1,459	-1,443	-1,479
%销售收入	5.1%	4.7%	5.3%	5.2%	4.9%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	1,240	1,317	1,418	1,887	2,291	2,673
%销售收入	4.7%	5.0%	5.3%	6.7%	7.7%	8.6%
财务费用	257	370	497	402	514	634
%销售收入	-1.0%	-1.4%	-1.9%	-1.4%	-1.7%	-2.0%
资产减值损失	-8	-11	-147	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	54	46	46	46
投资收益	151	58	21	40	50	55
%税前利润	7.1%	2.8%	0.9%	1.4%	1.5%	1.4%
营业利润	1,640	1,992	2,376	2,875	3,401	3,907
营业利润率	6.3%	7.6%	8.9%	10.2%	11.5%	12.6%
营业外收支	483	113	2	10	10	10
税前利润	2,123	2,105	2,378	2,885	3,411	3,917
利润率	8.1%	8.0%	8.9%	10.2%	11.5%	12.6%
所得税	-1,018	-723	-819	-952	-1,126	-1,312
所得税率	47.9%	34.3%	34.4%	33.0%	33.0%	33.5%
净利润	1,106	1,382	1,560	1,933	2,285	2,605
少数股东损益	62	119	139	112	123	135
归属于母公司的净利润	1,043	1,263	1,421	1,821	2,162	2,470
净利率	4.0%	4.8%	5.3%	6.5%	7.3%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,106	1,382	1,561	1,933	2,285	2,605
少数股东损益	62	119	139	112	123	135
非现金支出	1,160	1,189	1,300	524	316	314
非经营收益	-493	-531	-684	-892	-904	-709
营运资金变动	1,557	400	2,081	2,834	2,816	2,450
经营活动现金净流	3,330	2,441	4,258	4,399	4,513	4,660
资本开支	-829	-880	-703	-98	-65	-80
投资	-861	-101	-425	-54	-54	-54
其他	526	477	311	40	50	55
投资活动现金净流	-1,164	-504	-817	-112	-69	-79
股权募资	0	2	0	0	0	0
债权募资	-873	0	0	-105	175	227
其他	-580	-549	-623	-657	-695	-745
筹资活动现金净流	-1,453	-547	-624	-762	-519	-518
现金净流量	713	1,390	2,817	3,526	3,925	4,063

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,573	9,805	12,536	16,062	19,986	24,049
应收账款	385	445	462	459	465	478
存货	2,412	2,393	2,651	2,635	2,750	2,850
其他流动资产	1,240	1,429	2,111	2,260	2,417	2,573
流动资产	12,610	14,073	17,760	21,415	25,618	29,950
%总资产	41.9%	45.4%	52.1%	56.5%	60.0%	63.2%
长期投资	405	404	398	398	398	398
固定资产	11,642	11,194	10,707	10,270	10,056	9,852
%总资产	38.7%	36.1%	31.4%	27.1%	23.6%	20.8%
无形资产	4,322	4,119	3,940	3,893	3,846	3,823
非流动资产	17,468	16,902	16,314	16,491	17,051	17,448
%总资产	58.1%	54.6%	47.9%	43.5%	40.0%	36.8%
资产总计	30,077	30,975	34,075	37,906	42,670	47,398
短期借款	303	283	297	258	283	330
应付款项	8,596	8,735	9,923	12,952	15,792	18,248
其他流动负债	1,386	1,434	1,867	1,727	1,883	2,046
流动负债	10,285	10,452	12,087	14,937	17,958	20,625
长期贷款	1	1	1	1	1	1
其他长期负债	2,912	2,747	3,298	3,000	3,151	3,330
负债	13,198	13,200	15,385	17,938	21,110	23,955
普通股股东权益	16,314	17,145	17,970	19,136	20,606	22,353
少数股东权益	565	629	719	831	954	1,089
负债股东权益合计	30,077	30,975	34,075	37,906	42,670	47,398

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.772	0.935	1.052	1.348	1.601	1.828
每股净资产	12.076	12.691	13.302	14.165	15.253	16.546
每股经营现金净流	2.465	1.807	3.152	3.256	3.340	3.449
每股股利	0.330	0.480	0.610	0.500	0.520	0.550
回报率						
净资产收益率	6.40%	7.37%	7.91%	9.52%	10.49%	11.05%
总资产收益率	3.47%	4.08%	4.17%	4.80%	5.07%	5.21%
投入资本收益率	3.70%	4.73%	4.84%	6.25%	7.03%	7.48%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.53%	0.65%	1.13%	6.22%	4.97%	4.63%
EBIT增长率	13.19%	6.21%	7.69%	33.07%	21.43%	16.65%
净利润增长率	-39.09%	21.04%	12.50%	28.15%	18.75%	14.23%
总资产增长率	5.53%	2.98%	10.01%	11.24%	12.56%	11.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	54.9	56.1	55.6	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	55.5	48.3	47.7	48.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	160.1	152.7	141.8	127.2	118.0	109.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.99%	-54.30%	-71.92%	-85.66%	-97.89%	-107.58%
EBIT利息保障倍数	-4.8	-3.6	-2.9	-4.7	-4.5	-4.2
资产负债率	43.88%	42.62%	45.15%	47.32%	49.47%	50.54%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	18	39
增持	0	2	3	9	20
中性	0	0	1	5	6
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	1.67	1.63	1.67	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-05-15	买入	52.19	62.00~62.00
2	2019-08-16	买入	46.05	N/A

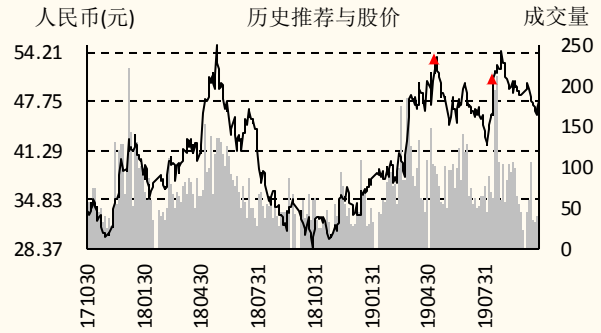
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH