

青岛啤酒 (600600) / 饮料制造

无惧短期销量波动, 持续看好利润释放

评级: 买入(维持)

市场价格: 47.90

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰
执业证书编号: S0740519080002

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)	47.90
市值(百万元)	64,712
流通市值(百万元)	33,334

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: 利润超预期, 华东减亏显著

2 青岛啤酒 (600600.SH) _点评报告: 二季度结构升级加速, 公司组织变革深化

3 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

4 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

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	28,087	29,645	31,209
增长率 yoy%	0.65%	1.13%	5.69%	5.55%	5.28%
净利润	1,263	1,422	1,799	2,250	2,778
增长率 yoy%	21.04%	12.60%	26.49%	25.09%	23.47%
每股收益(元)	0.93	1.05	1.33	1.67	2.06
每股现金流量	1.65	2.95	1.68	2.47	2.73
净资产收益率	7.37%	7.91%	9.52%	11.11%	12.67%
P/E	51.24	45.50	35.97	28.76	23.29
PEG	2.40	1.82	1.69	1.35	0.93
P/B	3.77	3.60	3.42	3.20	2.95

备注:

投资要点

- 事件:** 2019Q1-3 公司实现营业收入 248.97 亿元, 同比增长 5.31%; 实现归母净利润 25.86 亿元, 同比增长 23.15%; 实现扣非后归母净利润 22.98 亿元, 同比增长 27.55%。其中 2019Q3 实现营业收入 83.46 亿元, 同比增长 -1.66%; 实现归母净利润 9.55 亿元, 同比增长 19.77%; 实现扣非后归母净利润 8.53 亿元, 同比增长 22.70%, 三季度利润增长超预期。
- 前三季度销量持平, 理性看待季度间波动。** 2019Q1-3 公司实现销量 719.5 万千升, 同比基本持平; 其中 2019Q3 销量为 246.5 万千升, 同比下降 6.1%。2019Q3 销量下滑主要系: (1) 2019Q2 末旺季备货, 三季度消化渠道库存; (2) 2019Q3 旺季气温较低, 影响啤酒终端消费; (3) 公司三季度费用控制较严, 影响销量增长。公司前三季度累计销量同比持平, 我们继续强调行业及龙头未来产销量预计持平, 行业增长主要来自价格提升, 应理性看待短期销量波动。
- 结构持续升级+成本涨幅收窄, Q3 毛利率提升显著。** 2019Q3 公司吨酒价格提升 4.7%, 主要受益于结构升级+增值税下调红利。分品牌看, 2019Q3 主品牌销量为 117 万千升, 同比下滑 2.8%; 其他品牌销量为 129 万千升, 同比下滑 8.9%。2019Q3 主品牌销量增速领先其他品牌 6.1 个 pct, 环比上半年的 5.3 个 pct 更快, 主品牌占比加速提升。三季度吨价提升环比上半年放缓, 我们认为主要系 2018Q2 公司在山东基地市场对主力产品进行提价, 2019Q3 该次提价的同比贡献消失。2019Q3 吨酒成本增长 2.4%, 环比上半年的 4.1% 明显收窄, 我们认为主要系 (1) 2019Q3 玻璃瓶及大麦环比 2019Q2 企稳, 由于 2018Q3 玻璃瓶大幅上涨吨酒成本上升明显, 导致 2019Q3 吨酒成本基数较高; (2) 公司继续加大回瓶率, 节约玻璃瓶成本。综合来看, 2019Q3 毛利率提升 1.31 个 pct 至 40.34%。
- 税金及附加率持续下降, 三季度销售费用率小幅承压。** 在吨价持续提升的背景下, 公司消费税税率呈下降趋势, 2019Q3 同比下降 0.50 个 pct。单三季度销售、管理、研发、财务费用率同比 +0.84、-0.24、-0.01、0 个 pct, 销售费用率上升主要系外调酒增加导致运费增长, 其他费用控制良好。综合来看, 2019Q3 公司净利率提升 1.93 个 pct 至 12.00%。考虑到 (1) 去年三季度关厂导致的资产减值损失和资产处置收益合计为 -926 万元; (2) 2019Q3 营业外收入比去年同期增加 1026 万元。还原以上影响后, 2019Q3 归母净利润同比增长约 18%。
- 盈利预测:** 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。由于 2019Q3 销量下滑较多，全年销量预计略有增长，我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年收入分别为 280.87、296.45、312.09 亿元，归母净利润分别为 17.99、22.50、27.78 亿元（调整前归母净利润分别为 18.53、23.79、28.53 亿元），还原关厂影响后归母净利润预计为 19.49、24.00、29.28 亿元，EPS 分别为 1.33、1.67、2.06 元，对应 PE 为 36 倍、29 倍、23 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	28,087	29,645	31,209
增长率	0.7%	1.1%	5.7%	5.5%	5.3%
营业成本	-15,622	-16,556	-17,149	-17,391	-17,671
%销售收入	59.5%	62.3%	61.1%	58.7%	56.6%
毛利	10,655	10,019	10,937	12,254	13,539
%销售收入	40.5%	37.7%	38.9%	41.3%	43.4%
营业税金及附加	-2,325	-2,327	-2,290	-2,314	-2,336
%销售收入	8.8%	8.8%	8.2%	7.8%	7.5%
营业费用	-5,769	-4,869	-5,224	-5,633	-5,930
%销售收入	22.0%	18.3%	18.6%	19.0%	19.0%
管理费用	-1,244	-1,386	-1,404	-1,482	-1,560
%销售收入	4.7%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	1,317	1,438	2,019	2,825	3,713
%销售收入	5.0%	5.4%	7.2%	9.5%	11.9%
财务费用	370	497	500	500	500
%销售收入	-1.4%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.6%
资产减值损失	11	147	150	150	150
公允价值变动收益	0	54	47	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	2,736	3,495	4,383
营业利润率	6.7%	8.1%	9.7%	11.8%	14.0%
营业外收支	113	2	574	570	566
税前利润	1,868	2,159	3,310	4,065	4,949
利润率	7.1%	8.1%	11.8%	13.7%	15.9%
所得税	-723	-819	-1,036	-1,295	-1,599
所得税率	38.7%	37.9%	31.3%	31.9%	32.3%
净利润	1,382	1,561	1,974	2,470	3,049
少数股东损益	119	139	176	220	271
归属于母公司的净利润	1,263	1,422	1,799	2,250	2,778
净利率	4.8%	5.4%	6.4%	7.6%	8.9%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,805	12,536	13,763	16,008	18,882
应收款项	445	165	171	183	190
存货	2,393	2,651	2,398	2,336	2,376
其他流动资产	1,429	2,409	2,470	2,369	2,389
流动资产	14,073	17,760	18,802	20,896	23,836
%总资产	45.4%	52.1%	54.7%	58.4%	62.8%
长期投资	404	398	399	400	401
固定资产	10,994	10,327	9,760	9,161	8,530
%总资产	35.5%	30.3%	28.4%	25.6%	22.5%
无形资产	2,776	2,600	2,467	2,325	2,175
非流动资产	16,902	16,315	15,589	14,887	14,112
%总资产	54.6%	47.9%	45.3%	41.6%	37.2%
资产总计	30,975	34,075	34,391	35,783	37,948
短期借款	283	296	230	44	340
应付款项	8,735	9,923	9,118	9,315	9,298
其他流动负债	1,435	1,867	1,651	1,759	1,705
流动负债	10,452	12,087	10,999	11,119	11,343
长期贷款	1	1	0	0	0
其他长期负债	2,747	3,298	3,600	3,300	3,300
负债	13,200	15,385	14,599	14,419	14,643
普通股股东权益	17,145	17,970	18,897	20,249	21,919
少数股东权益	629	719	895	1,115	1,386
负债股东权益合计	30,975	34,075	34,391	35,783	37,948

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.93	1.05	1.33	1.67	2.06
每股净资产 (元)	12.69	13.30	13.99	14.99	16.22
每股经营现金净流 (元)	1.65	2.95	1.68	2.47	2.73
每股股利 (元)	0.42	0.42	0.53	0.66	0.82
回报率					
净资产收益率	7.37%	7.91%	9.52%	11.11%	12.67%
总资产收益率	4.46%	4.58%	5.74%	6.90%	8.04%
投入资本收益率	14.31%	17.94%	32.42%	47.34%	81.97%
增长率					
营业总收入增长率	0.65%	1.13%	5.69%	5.55%	5.28%
EBIT增长率	-1.36%	0.10%	41.80%	39.21%	32.93%
净利润增长率	21.04%	12.60%	26.49%	25.09%	23.47%
总资产增长率	2.98%	10.01%	0.93%	4.05%	6.05%
资产管理能力					
应收账款周转天数	5.2	3.5	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	32.9	34.2	32.4	28.7	27.2
应付账款周转天数	47.6	47.1	47.3	47.0	46.0
固定资产周转天数	153.7	144.4	128.7	114.9	102.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-68.93%	-72.05%	-79.72%	-88.17%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-3.7	-2.7	-3.9	-5.4	-7.2
资产负债率	42.62%	45.15%	42.45%	40.30%	38.59%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,382	1,561	1,974	2,470	3,049
加: 折旧和摊销	1,179	1,153	1,200	1,240	1,281
资产减值准备	11	147	0	0	0
公允价值变动损失	0	-54	47	0	0
财务费用	-395	-513	-500	-500	-500
投资收益	-58	-21	-20	-20	-20
少数股东损益	119	139	176	220	271
营运资金的变动	203	3,129	-430	150	-124
经营活动现金净流	2,224	3,992	2,272	3,341	3,687
固定资本投资	448	487	-430	-430	-420
投资活动现金净流	-504	-817	-606	-511	-501
股利分配	-567	-567	-718	-898	-1,108
其他	34	-73	278	314	796
筹资活动现金净流	-533	-641	-439	-584	-312
现金净流量	1,187	2,535	1,227	2,246	2,873

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。