

2020年03月29日

青岛啤酒 (600600.SH)

公司快报

食品饮料 | 啤酒 III

投资评级

买入-A(维持)

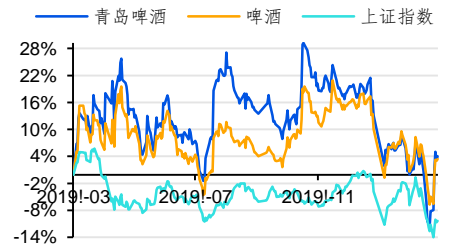
股价(2020-03-27)

44.45 元

交易数据

总市值(百万元)	60,051.19
流通市值(百万元)	30,933.36
总股本(百万股)	1,350.98
流通股本(百万股)	695.91
12个月价格区间	36.40/56.40 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.08	-4.14	25.03
绝对收益	3.32	-11.89	17.6

分析师

 陈振志
 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

报告联系人

 王颖洁
 wangyingjie@huajinsec.cn
 021-20377191

相关报告

 青岛啤酒: 业绩略超预期, 高端产品量价齐升
 2019-06-10

产品结构继续升级, 股权激励彰显信心

事件: 公司发布 2019 年年报, 实现营收 279.84 亿元, 同比增长 5.30%; 归属于上市公司股东的净利润 18.52 亿元, 同比增长 30.23%; 基本每股收益 1.371 元; 拟每股派发现金股利人民币 0.55 元(含税), 现金分红比例 40.12%。

投资要点

- 收入稳健增长, 产品结构进一步升级:** 公司全年实现营收 279.84 亿元(同比+5.30%), 啤酒业务受益于增值税率的下调和产品结构提升, 实现稳健增长。2019 年公司总销量 805 万千升(+0.25%), 其中主品牌青岛啤酒实现销量 405.1 万千升(同比+3.49%), 其中“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等高端产品实现销量 185.6 万千升(同比+7.08%), 中高端产品增速加快, 占比提升至 50.3%, 提升 1.63 个 pct, 推动全年啤酒整体均价在 3431 元/千升, 同比+5.0%(以 2018 年调整新收入准则后的口径)。分区域看, 山东和华北地区继续高个位数增长, 华南地区同比+8.44%, 实现恢复性增长, 三个主要大区收入占比 96%左右。
- 盈利能力逐步提升, 产能优化提升效率:** 公司 2019 年实现毛利率 38.96%, 同比提升 1.26 个 pct; 全年积极强化终端运营, 提高费效比的投入, 销售费用率同比 4.82%, 主要系职工薪酬有 8.14% 的增幅, 管理费用同比增加 35.68% 主要系产能整合优化等相关员工费用同比增加所致, 营业利润率同比+13.46%, 增长稳健。考虑到部分子公司确认了处置土地使用权以及确认的营业外收入, 全年归母净利润同比+30.24%, 归母净利润率 6.62%, 同比提升 1.27 个 pct。此外, 公司还在积极优化产能, 2019 年综合产能利用率同比增长 3.82 个 pct, 此外公司计划未来 3-5 年内计划整合 10 家工厂, 产能利用效率将进一步提高。
- 股权激励彰显信心, 考核目标强调利润:** 公司 23 日晚发布股权激励方案, 拟授予不超过 660 人(占公司员工总数 1.68%) 1350 万股限制性股票, 占公司总股份的 0.9993%, 其中首次授予 1320 万股, 预留 30 万股, 股票授予价格为 21.73 元。解锁条件强调对利润的考核, 主要包括三个方面: 1) 2020-2022 年公司净资产收益率分别不低于 8.1%、8.3%、8.5%; 2) 以 2016-2018 年净利润均值为基数, 2020-2022 年净利润增长率分别不低于 50%、70%、90%, 且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和; 3) 2020-2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。考虑到公司产能将继续优化, 在计提固定资产减值损失及员工安置费用后, 考核目标整体合理但不轻松。我们认为, 此次股权激励彰显公司对未来发展的信心, 范围广的激励措施也将有利于增强管理层及相关核心人员与公司的利益相关, 充分激发业绩增长的动力。
- 短期疫情影响较大, 中长期继续看好公司效率提升:** 短期来看, 公司的餐饮、夜场等即饮市场渠道销量占比超过 60%, 因此对一季度的啤酒销售影响或较大, 根据统计局 1-2 月的数据显示规模以上的啤酒企业产量下降 40%。随着后续疫情的逐步缓解, 各省市也在积极分发消费券鼓励消费, 餐饮等消费有望逐步恢复, 从而带动啤酒销量的增长。中长期来看, 行业继续向中高端化发展, 产品结构的提升+产能优

化+有效的激励都将推动公司效率的进一步提升。

◆ **投资建议：**青啤作为百年啤酒企业，具备较强的品牌实力，公司将适应行业发展趋势，继续推进自身的产能优化和产品结构提升，盈利能力有望继续提升。我们预计公司 2020-2021 年的 EPS 分别为 1.39 元/1.57 元，净资产收益率为 9.2%/9.7%，维持评级。

◆ **风险提示：**原材料成本上升、中高端啤酒市场竞争加剧，关厂不及预期

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	28,260	29,854	31,479
YoY(%)	1.1	5.3	1.0	5.6	5.4
净利润(百万元)	1,422	1,852	1,872	2,102	2,400
YoY(%)	12.6	30.2	1.1	12.3	14.2
毛利率(%)	37.7	39.0	37.8	39.3	40.7
EPS(摊薄/元)	1.05	1.37	1.39	1.56	1.78
ROE(%)	8.4	9.7	9.2	9.7	10.3
P/E(倍)	42.2	32.4	32.1	28.6	25.0
P/B(倍)	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5
净利率(%)	5.4	6.6	6.6	7.0	7.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17760	21002	24097	26359	28880	营业收入	26575	27984	28260	29854	31479
现金	12536	15302	18125	20149	22256	营业成本	16556	17080	17586	18107	18682
应收票据及应收账款	165	226	168	248	191	营业税金及附加	2327	2313	1978	2388	2520
预付账款	174	117	176	134	193	营业费用	4869	5104	5087	5433	5726
存货	2651	3182	3140	3712	3730	管理费用	1386	1881	1939	2090	2298
其他流动资产	2235	2175	2487	2116	2510	研发费用	20	21	17	18	20
非流动资产	16315	16311	15378	14910	14360	财务费用	-497	-484	-562	-627	-697
长期投资	370	377	402	429	455	资产减值损失	147	-121	-29	-64	-56
固定资产	10327	10222	9564	9352	9100	公允价值变动收益	54	57	56	56	56
无形资产	2600	2559	2308	2064	1758	投资净收益	21	25	23	24	23
其他非流动资产	3018	3153	3104	3066	3047	营业利润	2378	2698	2887	3170	3639
资产总计	34075	37312	39475	41269	43240	营业外收入	16	35	28	30	30
流动负债	12087	13354	13508	13789	14133	营业外支出	14	6	8	7	8
短期借款	296	271	271	271	271	利润总额	2380	2727	2907	3193	3661
应付票据及应付账款	2572	2388	2719	2539	2886	所得税	819	798	898	931	1088
其他流动负债	9218	10695	10517	10979	10976	税后利润	1561	1929	2009	2262	2572
非流动负债	3298	4045	4045	4045	4045	少数股东损益	139	77	136	160	172
长期借款	1	0	0	0	-0	归属母公司净利润	1422	1852	1872	2102	2400
其他非流动负债	3298	4045	4045	4045	4045	EBITDA	3175	3399	3439	3681	4119
负债合计	15385	17399	17553	17834	18178						
少数股东权益	719	742	878	1038	1210	主要财务比率					
股本	1351	1351	1351	1351	1351	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	3444	3444	3444	3444	3444	成长能力					
留存收益	13020	14189	15394	16638	18053	营业收入(%)	1.1	5.3	1.0	5.6	5.4
归属母公司股东权益	17970	19172	21044	22397	23852	营业利润(%)	19.3	13.5	7.0	9.8	14.8
负债和股东权益	34075	37312	39475	41269	43240	归属于母公司净利润(%)	12.6	30.2	1.1	12.3	14.2
						获利能力					
						毛利率(%)	37.7	39.0	37.8	39.3	40.7
						净利率(%)	5.4	6.6	6.6	7.0	7.6
						ROE(%)	8.4	9.7	9.2	9.7	10.3
						ROIC(%)	6.2	6.9	6.6	7.0	7.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	45.2	46.6	44.5	43.2	42.0
						流动比率	1.5	1.6	1.8	1.9	2.0
						速动比率	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	152.7	143.3	143.3	143.3	143.3
						应付账款周转率	6.7	6.9	6.9	6.9	6.9
						估值比率					
						P/E	42.2	32.4	32.1	28.6	25.0
						P/B	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5
						EV/EBITDA	15.9	14.2	13.2	11.8	10.1

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3992	4017	2288	2644	2804
净利润	1561	1929	2009	2262	2572
折旧摊销	1153	1115	1017	1046	1078
财务费用	-497	-484	-562	-627	-697
投资损失	-21	-25	-23	-24	-23
营运资金变动	2081	1954	-96	43	-70
其他经营现金流	-286	-473	-56	-56	-56
投资活动现金流	-817	-348	-5	-498	-448
筹资活动现金流	-641	-769	540	-122	-249
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.37	1.39	1.56	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	2.95	2.97	1.69	1.96	2.08
每股净资产(最新摊薄)	13.30	14.19	15.58	16.58	17.65

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn