

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

青岛啤酒(600600)

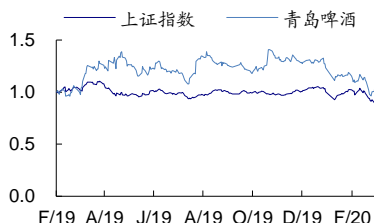
买入

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,351/290
总市值/流通(百万元)	55,331/12,925
上证综指/深圳成指	2,772/10,110
12 个月最高/最低(元)	55.19/37.51

相关研究报告:

《青岛啤酒-600600-2019 年中报点评: 业绩超预期, 均价持续提升》——2019-08-16
 《青岛啤酒-600600-2018 年中报点评: 业绩符合预期, 提价见效旺季增量》——2018-08-29
 《青岛啤酒-600600-2017 年年报点评: 业绩符合预期, 提价升级具备改善弹性》——2018-04-27
 《青岛啤酒-600600-2017 年年报点评: 业绩符合预期, 提价升级具备改善弹性》——2018-03-29
 《青岛啤酒-600600-2018 年中报点评: 业绩符合预期, 提价见效旺季增量》——2018-08-29

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234
 E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

结构升级卓有成效, 多举措促经营恢复

● 业绩略超预期, 盈利能力稳步提升

公司 2019 年实现营收 279.84 亿元同增 5.3%, 归母净利润 18.52 亿元同增 30.23%, 扣非利润 13.5 亿元同增 27.8%, 业绩略超预期, 其中单 Q4 收入 30.87 亿元同增 5.2%, 净亏 7.34 亿。全年毛利率 38.96%同增 1.26pct, 主因产品结构优化及部分产品提价所致, 销售费用率 18.24%持平, 管理费用率 6.8%同增 1.5pct, 综合影响下, EBITDA 利润率 11.95%同增 0.6pcts, 盈利能力稳步提升。

● 高端产品领衔增长, 均价持续提升

2019 年公司啤酒销量 805 万千升同增 0.26%, 吨均价 3430 元同增 5.01%, 其中主品牌“青岛啤酒”实现销量 405 万千升同增 3.49%, 吨价 4292 元同增 4.2%, “奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品销量 185.6 万千升同增 7.08%, 保持了在国内啤酒中高端产品市场的竞争优势。公司推进青岛+崂山双品牌战略, 聚焦主力中高端产品市场, 在保证市场占有率稳定基础上, 积极调整结构提升价格, 获高质量发展。

● 受疫情影响明显, 多渠道发展力争早日恢复

山东/华北/华南/华东/东南销售增速分别为 8.1%/5.8%/8.4%/-5.2%/6.1%, 即饮/非即饮市场销售占比分别为 60%/40%, 公司持续发挥覆盖全国市场的网络布局优势, 不断强化市场推广力度和渠道开发力度, 近期受疫情影响, 餐饮、夜场消费渠道基本停滞, 公司初测 1-2 月收入同降 20%, 利润同降 40%, 3-4 月份海外订单也出现大幅下滑。面对困难的市场环境, 公司实施“社区营销推广和无接触配送”等新的营销举措, 加强线上销售体系的建设, 多渠道满足消费需求, 力争早日实现公司市场销售的恢复及增长。

盈利预测及评级: 公司中高端产品表现积极, 均价上行仍有空间, 近期激励计划落地绑定管理层利益, 大幅鼓舞团队士气, 顺应了市场对于公司持续完善内部机制的期待, 近期受疫情影响销售走低, 但多渠道发展有望加快恢复。维持 2020-2022 年 EPS 为 1.54/1.80/2.09 元, 对应 PE 为 29/25/21 倍, 维持一年期目标估值 53.9-58.5 元, 维持“买入”评级。

风险因素: 产品升级不达预期; 成本波动加大; 疫情影响加剧。

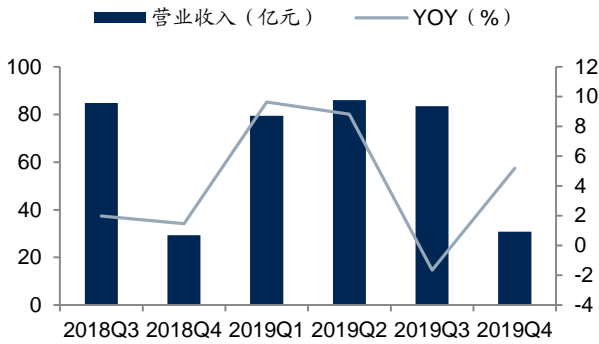
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,984	28,580	30,746	32,729
(+/-%)	5.3%	2.1%	7.6%	6.5%
净利润(百万元)	1852	2075	2437	2824
(+/-%)	30.2%	12.0%	17.4%	15.9%
摊薄每股收益(元)	1.37	1.54	1.80	2.09
EBIT Margin	5.7%	9.2%	10.3%	11.3%
净资产收益率(ROE)	9.7%	10.2%	11.2%	12.1%
市盈率(PE)	32.42	28.94	24.64	21.27
EV/EBITDA	28.6	20.2	17.9	16.0
市净率(PB)	3.13	2.95	2.76	2.56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

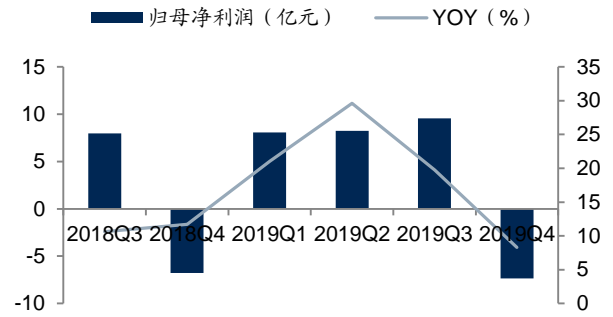
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 青岛啤酒分季度营业收入及同比增速



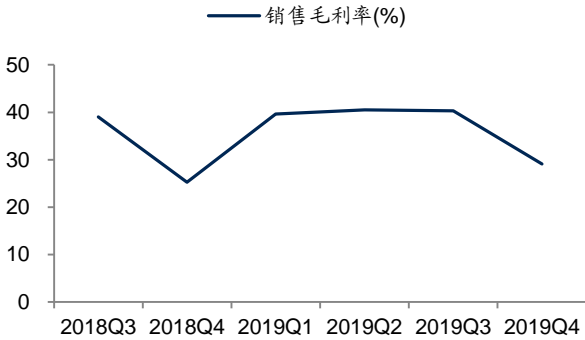
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 青岛啤酒分季度归母净利润及同比增速



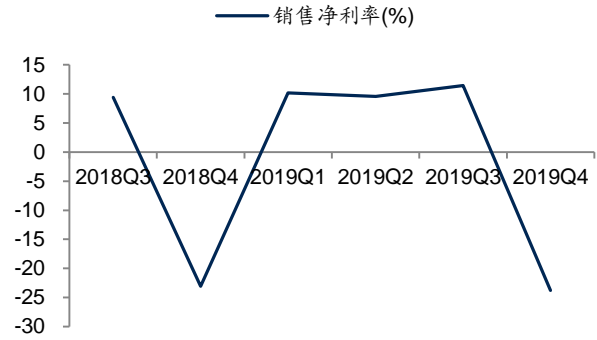
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 青岛啤酒分季度毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 青岛啤酒分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2020-3-27	EPS		PE	
				2019E	2020E	2019E	2020E
重庆啤酒	买入	220	45.40	1.29	1.18	35.2	38.5
燕京啤酒	增持	170	6.04	0.08	0.09	75.5	67.1
华润啤酒	增持	1163	36.85	0.65	1.05	56.7	35.1
平均						55.7	46.9
青岛啤酒	买入	601	44.45	1.37	1.54	32.4	28.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测, 蒙牛乳业单位为港元

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	15302	15976	18435	21100	营业收入	27984	28580	30746	32729
应收款项	226	235	253	269	营业成本	17080	17148	18294	19310
存货净额	3182	2644	2828	2990	营业税金及附加	2313	2115	2275	2422
其他流动资产	768	1286	1384	1473	销售费用	5104	5144	5381	5564
流动资产合计	21002	21665	24422	27356	管理费用	1881	1531	1640	1739
固定资产	10401	10349	10256	10120	财务费用	(484)	(222)	(245)	(283)
无形资产及其他	2559	2456	2354	2252	投资收益	25	20	20	20
投资性房地产	2974	2974	2974	2974	资产减值及公允价值变动	178	200	200	200
长期股权投资	377	377	377	377	其他收入	406	0	0	0
资产总计	37312	37821	40383	43078	营业利润	2698	3083	3622	4198
短期借款及交易性金融负债	293	300	300	300	营业外净收支	29	6	6	6
应付款项	2388	2594	2774	2934	利润总额	2727	3089	3628	4204
其他流动负债	10673	9417	10029	10561	所得税费用	798	927	1088	1261
流动负债合计	13354	12311	13103	13795	少数股东损益	77	87	102	119
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1852	2075	2437	2824
其他长期负债	4045	4345	4645	4945					
长期负债合计	4045	4345	4645	4945					
负债合计	17399	16656	17748	18740					
少数股东权益	742	790	846	911					
股东权益	19172	20375	21789	23426					
负债和股东权益总计	37312	37821	40383	43078					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1852	2075	2437	2824
资产减值准备	(26)	(3)	(3)	(3)
折旧摊销	1102	1157	1198	1242
公允价值变动损失	(178)	(200)	(200)	(200)
财务费用	(484)	(222)	(245)	(283)
营运资本变动	1531	(741)	790	721
其它	73	51	59	69
经营活动现金流	4355	2339	4282	4652
资本开支	(771)	(800)	(800)	(800)
其它投资现金流	(321)	0	0	0
投资活动现金流	(1099)	(800)	(800)	(800)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(0)	0	0	0
支付股利、利息	(711)	(872)	(1024)	(1186)
其它融资现金流	933	7	0	0
融资活动现金流	(490)	(865)	(1024)	(1186)
现金净变动	2766	675	2458	2666
货币资金的期初余额	12536	15302	15976	18435
货币资金的期末余额	15302	15976	18435	21100
企业自由现金流	2998	1465	3398	3749
权益自由现金流	3930	1627	3569	3947

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.37	1.54	1.80	2.09
每股红利	0.53	0.65	0.76	0.88
每股净资产	14.19	15.08	16.13	17.34
ROIC	7%	11%	15%	19%
ROE	10%	10%	11%	12%
毛利率	39%	40%	41%	41%
EBIT Margin	6%	9%	10%	11%
EBITDA Margin	10%	13%	14%	15%
收入增长	5%	2%	8%	6%
净利润增长率	30%	12%	17%	16%
资产负债率	49%	46%	46%	46%
息率	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%
P/E	32.4	28.9	24.6	21.3
P/B	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	28.6	20.2	17.9	16.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032