

2020年3月31日

青岛啤酒 (600600): 收入增长稳定, 业绩略超预期

食品饮料

推荐(首次)

当前股价: 46.1元

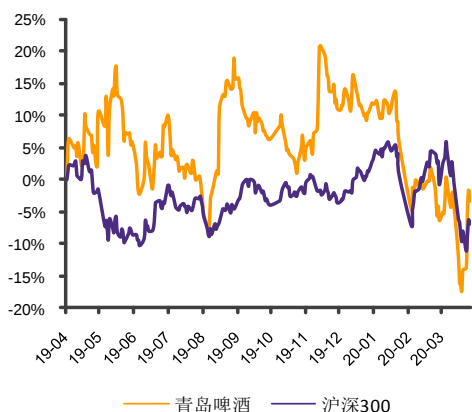
主要财务指标(单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27,984	28,020	29,441	30,356
(+/-)	5.3%	0.1%	5.1%	3.1%
营业利润	2,698	2,885	3,413	4,178
(+/-)	13.5%	6.9%	18.3%	22.4%
归属母公司净利润	1,852	1,943	2,312	2,848
(+/-)	30.2%	4.9%	19.0%	23.2%
EPS(元)	1.37	1.44	1.71	2.11
市盈率	33.6	32.1	26.9	21.9

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	13.51/6.96
流通市值(亿元)	321.0
每股净资产(元)	14.19
资产负债率(%)	46.63

股价表现(最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

投资要点:

● **业绩略超预期。**报告期内, 公司实现营业收入 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, 同比增长 30.23%; 扣非后净利润 13.47 亿元, 同比增长 27.83%。其中 2019Q4 单季实现营业收入 30.87 亿元, 同比增长 5.20%; 归母净利润-7.34 亿元, 同比降低 8.28%。

● **全年收入稳定增长, 产品结构优化。**2019 全年公司实现啤酒销售量 805 万千升, 同比增长 0.26%, 主要是本年度公司产品结构优化以及部分产品提价, 吨价提升 5.03%所致。分产品来看, 以青岛为代表的中高端品牌销量 405 万吨, 同比增长 3.49%, 收入 173.81 亿元, 同比增长 7.83%, 毛利率 46.84%, 同比增加 0.85pct; 以崂山为代表的大众品牌销量 400 万吨, 同比下降 2.82%, 收入 102.38 亿元, 同比增长 1.21%, 毛利率 25.54%, 同比增加 1.04pct。分地区来看, 山东、华南、华东及东南地区盈利能力有所改善, 港澳及其他海外地区毛利率最高, 为 36.62%, 其次是华北地区的 33.54%, 东南地区最低, 24.71%。

● **毛利率提升, 管理费用上涨。**报告期内, 产品毛利率较上年同期增加 1.24 pct 至 38.94%, 主要是吨价提升 5.03%, 而成本提升 2.90%, 小于价格涨幅所致。期间费用率提升 1.56pct 至 23.23%, 主要是产能整合优化相关员工费用增加, 同时加大对一线业务团队激励, 致管理费用大幅增长 35.68%, 管理费用率上升 1.51pct 至 6.72%; 销售费用率 18.24%, 同比微降 0.08pct, 主要是本年度职工薪酬同比增加所致; 财务费用率同比减少 2.60%, 主要是本年度利息收入同比减少所致。

● **疫情对今年全年影响有限。**(1) 今年 1-2 月, 中国规模以上啤酒企业实现产量 315.9 万千升, 同比下降 40.0%, 公司 1-2 月收入同比下降约 20%, 利润同比下降约 40%, 3-4 月海外订单和出口量受全球疫情影响也出现大幅下滑。面对困

难的市场环境，公司积极应对，推进实施了“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，不断完善“网上超市+官方旗舰店+授权分销专营店+微信商城”的立体式电商渠道体系，实现线上、线下资源共享和优势互补，有望早日实现公司市场销售的恢复及增长。（2）3月23日，公司发布A股限制性股票激励计划（草案），股权激励计划将充分调动公司董事及核心骨干的积极性，提高公司的生产经营业绩，公司活力有望逐步释放，助力公司长期发展。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入 280.20、294.41 和 303.56 亿元，归属于母公司净利润分别为 19.43、23.12 和 28.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.44 元、1.71 元和 2.11 元，当前股价对应 PE 分别为 32.1、26.9 和 21.9 倍，估值相对行业平均有一定优势，首次给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动的风险；食品安全问题。

图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产:					营业收入	27,984	28,020	29,441	30,356
货币资金	15,302	17,988	20,993	24,519	营业成本	17,080	17,373	18,100	18,204
应收款	312	313	329	339	营业税金及附加	2,313	2,313	2,313	2,313
存货	3,182	3,236	3,372	3,391	销售费用	5,104	5,184	5,358	5,464
待摊费用和其他流动资产	68,183	68,183	68,183	68,183	管理费用	1,881	1,541	1,560	1,518
流动资产合计	21,002	23,061	26,217	29,773	财务费用	-484	-441	-464	-479
非流动资产:					费用合计	6,500	6,284	6,455	6,503
可供出售金融资产	-	-	-	-	资产减值损失	-114	-114	-120	-124
固定资产+在建工程	10,401	9,899	9,041	8,182	公允价值变动	57	57	57	57
无形资产+商誉	386,568	222,243	216,141	210,446	投资收益	25	25	25	25
其他非流动资产	1,564	1,564	1,564	1,564	营业利润	2,698	2,885	3,413	4,178
非流动资产合计	16,311	14,099	13,180	12,263	加: 营业外收入	35	-	-	-
资产总计	37,312	37,159	39,398	42,036	减: 营业外支出	6	-	-	-
流动负债:					利润总额	2,727	2,885	3,413	4,178
短期借款	271	271	271	271	所得税费用	798	866	1,024	1,253
应付账款、票据	2,388	2,429	2,531	2,545	净利润	1,929	2,020	2,389	2,925
其他流动负债	10,695	10,695	10,695	10,695	少数股东损益	77	77	77	77
流动负债合计	13,354	11,459	11,561	11,576	归母净利润	1,852	1,943	2,312	2,848
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2019E	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	4,008	4,008	4,008	4,008	成长性				
非流动负债合计	4,045	4,008	4,008	4,008	营业收入增长率	5.3%	0.1%	5.1%	3.1%
负债合计	17,399	15,467	15,569	15,583	营业利润增长率	13.5%	6.9%	18.3%	22.4%
所有者权益					归母净利润增长率	30.2%	4.9%	19.0%	23.2%
股本	1,351	1,351	1,351	1,351	总资产增长率	9.5%	-0.4%	6.0%	6.7%
资本公积金	3,444	3,444	3,444	3,444	盈利能力				
未分配利润	12,788	14,365	16,263	18,594	毛利率	39.0%	38.0%	38.5%	40.0%
少数股东权益	742	742	742	742	营业利润率	9.6%	10.3%	11.6%	13.8%
所有者权益合计	19,913	21,692	23,829	26,453	三项费用/营收	23.2%	22.4%	21.9%	21.4%
负债和所有者权益	37,312	37,159	39,398	42,036	EBIT/销售收入	5.7%	5.7%	7.1%	9.3%
现金流量表(百万元)	2019E	2020E	2021E	2022E	净利润率	6.9%	7.2%	8.1%	9.6%
净利润	1,929	2,020	2,389	2,925	ROE	9.7%	9.3%	10.0%	11.1%
折旧与摊销	1,102	963	960	958	营运能力				
财务费用	-356	-441	-464	-479	总资产周转率	75.0%	75.4%	74.7%	72.2%
存货的减少	-527	-54	-135	-19	资产结构				
营运资本变化	2,481	40	86	4	资产负债率	46.6%	41.6%	39.5%	37.1%
其他非现金部分	-641	-	-	-	现金流质量				
经营活动现金净流量	4,017	2,528	2,836	3,389	经营净现金流/净利	2.08	1.25	1.19	1.16
投资活动现金净流量	-348	-42	-42	-42	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-769	200	211	178	每股收益	1.37	1.44	1.71	2.11
现金流量净额	2,904	2,686	3,005	3,526	每股净资产	14.74	16.06	17.64	19.58

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007 年 7 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>