

青岛啤酒 (600600.SH) 买入 (维持评级)

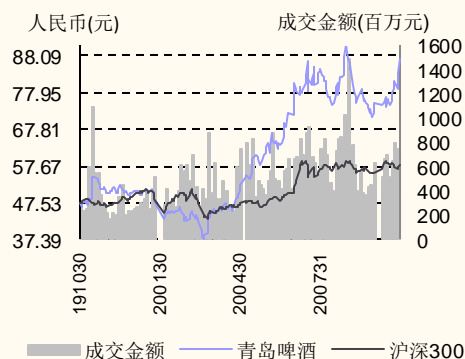
公司点评

市场价格 (人民币): 87.50 元

Q3 业绩符合预期, 边际利润加速改善

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.64
已上市流通 A 股(亿股)	6.96
流通港股(亿股)	6.55
总市值(亿元)	1,193.66
年内股价最高最低(元)	91.00/37.39
沪深 300 指数	4773
上证指数	3273



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.053	1.371	1.636	1.932	2.221
每股净资产(元)	13.302	14.191	15.035	16.194	17.527
每股经营性现金流(元)	3.152	3.222	2.692	2.957	3.243
市盈率(倍)	33.11	37.20	53.48	45.29	39.39
净利润增长率(%)	12.6%	30.2%	20.5%	18.1%	15.0%
净资产收益率(%)	7.91%	9.66%	10.88%	11.93%	12.67%
总股本(百万股)	1,350.98	1,350.98	1,364.18	1,364.18	1,364.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布三季报, 20Q1-Q3 收入 244.22 亿元, 同比-1.91%; 归母净利润 29.78 亿元, 同比+15.17%。其中 20Q3 收入 87.43 亿元, 同比+4.76%; 归母净利润 11.23 亿元, 同比+17.57%, 业绩符合预期。

经营分析

- **20Q3 量增 2.9%, 价增 1.8%, 产品结构持续上行。**20Q1-Q3 公司啤酒销量 694.2 万千升, 同比-3.5%; 吨价同比+1.7%。20Q3 受暴雨天气影响, 啤酒需求受限, 且山东大本营市场疫情有所反复, 公司单季度销量同比+2.9%, 略超预期, 中高端啤酒领头羊的地位维持。20Q3 吨价同比+1.8%, 主要系 5 月青啤在重点市场的提价政策落地, 叠加高端产品占比和罐化率的提升。
- **毛利率改善+费用率控制, 盈利能力提升。**20Q3 毛利率同比+2.02pcts, 主要系高端化进程加速; 净利率同比+1.40pcts, 生产效率和盈利质量持续上行。其中 20Q3 销售费用率同降 1.59pcts, 预计系疫情、洪涝天气影响市场费用投放; 管理费用率同增 0.80pct, 税金及附加占营收比重同降 0.11pct。
- **高端需求加速恢复, 经营效率提升逻辑强化。**渠道调研反馈, 夜场及商务需求加速恢复, 中高端纯生及 1903 等产品放量, 当前库存半个月到一个月。预计明年大麦、包材等价格上涨将使成本端承压, 但青啤可通过直接、间接提价方式缓解, 无需过分担忧。中长期看, 20 年以股权激励为标志的国企改革落地, 公司管理水平精进, 内部销售费用和人员投放有望优化。未来产能整合升级, 3-5 年内计划关闭 10 家左右低效厂, 助推公司实现更有质量的成长。

盈利预测

- 预计公司 20-22 年归母净利润同比增速分别为+20.5%/+18.1%/+15.0%, EPS 分别为 1.64/1.93/2.22 元; 当前股价对应 PE 分别为 53/45/39 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行; 行业竞争加剧; 原材料成本上升超预期。

相关报告

1. 《Q2 业绩超预期, 经营效率加速改善-青岛啤酒中报点评》, 2020.8.31
2. 《业绩超预期, 盈利能力加速提升-青岛啤酒年报点评》, 2020.3.30
3. 《股权激励落地, 彰显长远发展信心-青岛啤酒点评报告》, 2020.3.24

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	26,277	26,575	27,984	28,543	29,971	30,870
增长率		1.1%	5.3%	2.0%	5.0%	3.0%
主营业务成本	-15,622	-16,556	-17,080	-17,183	-17,862	-18,182
%销售收入	59.5%	62.3%	61.0%	60.2%	59.6%	58.9%
毛利	10,655	10,019	10,903	11,360	12,108	12,687
%销售收入	40.5%	37.7%	39.0%	39.8%	40.4%	41.1%
营业税金及附加	-2,325	-2,327	-2,313	-2,255	-2,338	-2,377
%销售收入	8.8%	8.8%	8.3%	7.9%	7.8%	7.7%
销售费用	-5,769	-4,869	-5,104	-5,166	-5,395	-5,495
%销售收入	22.0%	18.3%	18.2%	18.1%	18.0%	17.8%
管理费用	-1,244	-1,386	-1,881	-1,855	-1,888	-1,914
%销售收入	4.7%	5.2%	6.7%	6.5%	6.3%	6.2%
研发费用	0	-20	-21	-23	-24	-25
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,317	1,418	1,584	2,061	2,464	2,877
%销售收入	5.0%	5.3%	5.7%	7.2%	8.2%	9.3%
财务费用	370	497	484	293	330	378
%销售收入	-1.4%	-1.9%	-1.7%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	-11	-146	-114	-101	-91	-81
公允价值变动收益	0	54	57	56	65	70
投资收益	58	21	25	40	45	50
%税前利润	2.8%	0.9%	0.9%	1.3%	1.2%	1.2%
营业利润	1,992	2,378	2,698	3,068	3,613	4,144
营业利润率	7.6%	8.9%	9.6%	10.8%	12.1%	13.4%
营业外收支	113	2	29	10	10	10
税前利润	2,105	2,380	2,727	3,078	3,623	4,154
利润率	8.0%	9.0%	9.7%	10.8%	12.1%	13.5%
所得税	-723	-819	-798	-767	-902	-1,034
所得税率	34.3%	34.4%	29.3%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	1,382	1,561	1,929	2,312	2,721	3,120
少数股东损益	119	139	77	80	85	90
归属于母公司的净利润	1,263	1,422	1,852	2,232	2,636	3,030
净利率	4.8%	5.4%	6.6%	7.8%	8.8%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,382	1,561	1,929	2,312	2,721	3,120
少数股东损益	119	139	77	80	85	90
非现金支出	1,189	1,300	1,236	1,070	1,137	1,204
非经营收益	-531	-684	-766	-313	-166	-192
营运资金变动	400	2,081	1,954	568	303	250
经营活动现金净流	2,441	4,258	4,353	3,637	3,994	4,382
资本开支	-880	-703	-907	-1,237	-1,100	-1,030
投资	-101	-425	-198	-99	-95	-95
其他	477	311	757	40	45	50
投资活动现金净流	-504	-817	-348	-1,296	-1,150	-1,075
股权募资	2	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	-33	90	97	-125
其他	-549	-623	-732	-912	-1,072	-1,222
筹资活动现金净流	-547	-624	-765	-822	-975	-1,346
现金净流量	1,390	2,817	3,241	1,519	1,870	1,960

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,805	12,536	15,302	16,821	18,691	20,651
应收账款	532	462	312	336	344	351
存货	2,393	2,651	3,182	3,295	3,426	3,487
其他流动资产	1,343	2,111	2,206	2,256	2,377	2,501
流动资产	14,073	17,760	21,002	22,708	24,838	26,989
%总资产	45.4%	52.1%	56.3%	57.5%	59.5%	61.5%
长期投资	404	399	414	509	604	699
固定资产	11,194	10,707	10,401	10,643	10,716	10,658
%总资产	36.1%	31.4%	27.9%	26.9%	25.7%	24.3%
无形资产	4,119	3,940	3,901	3,842	3,787	3,734
非流动资产	16,902	16,315	16,311	16,798	16,926	16,928
%总资产	54.6%	47.9%	43.7%	42.5%	40.5%	38.5%
资产总计	30,975	34,075	37,312	39,506	41,765	43,917
短期借款	283	297	293	276	273	48
应付款项	7,558	4,686	4,813	5,120	5,174	5,266
其他流动负债	2,611	7,104	8,248	8,677	9,161	9,490
流动负债	10,452	12,087	13,354	14,073	14,608	14,804
长期贷款	1	1	0	0	0	0
其他长期负债	2,747	3,298	4,045	4,100	4,157	4,205
负债	13,200	15,385	17,399	18,173	18,766	19,010
普通股股东权益	17,145	17,970	19,172	20,511	22,092	23,910
其中：股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
未分配利润	10,803	11,620	12,788	14,127	15,709	17,527
少数股东权益	629	719	742	822	907	997
负债股东权益合计	30,975	34,075	37,312	39,506	41,765	43,917

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.935	1.053	1.371	1.636	1.932	2.221
每股净资产	12.691	13.302	14.191	15.035	16.194	17.527
每股经营现金净流	1.807	3.152	3.222	2.692	2.957	3.243
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.661	0.780	0.897
回报率						
净资产收益率	7.37%	7.91%	9.66%	10.88%	11.93%	12.67%
总资产收益率	4.08%	4.17%	4.96%	5.65%	6.31%	6.90%
投入资本收益率	4.73%	4.85%	5.50%	7.11%	7.89%	8.60%
增长率						
主营业务收入增长率	0.65%	1.13%	5.30%	2.00%	5.00%	3.00%
EBIT 增长率	6.21%	7.69%	11.73%	30.07%	19.54%	16.78%
净利润增长率	21.04%	12.60%	30.23%	20.51%	18.09%	14.96%
总资产增长率	2.98%	10.01%	9.50%	5.88%	5.72%	5.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
存货周转天数	56.1	55.6	62.3	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	48.3	47.7	47.2	50.0	47.0	47.0
固定资产周转天数	152.7	141.8	133.3	132.5	127.0	123.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.30%	-71.92%	-83.02%	-84.98%	-87.25%	-89.62%
EBIT 利息保障倍数	-3.6	-2.9	-3.3	-7.0	-7.5	-7.6
资产负债率	42.62%	45.15%	46.63%	46.00%	44.93%	43.29%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH