

青岛啤酒(600600.SH)/青岛啤酒股份(00168.HK)

罐装产品需求旺盛，推动净利润稳健增长

核心观点：

- **罐装产品需求旺盛，推动净利润稳健增长。**公司公告 2020 年前三季度营业收入 244.22 亿元，同比增长-1.91%；单三季度收入 87.43 亿元，同比增长 4.76%，Q3 收入符合预期。单三季度公司实现啤酒销量 253.6 万千升，同比增长 2.88%；均价 3446.37 元/千升，同比增长 1.75%，量价齐升推动单三季度收入正增长。2020 前三季度归母净利润 29.78 亿元，同比增长 15.17%；单三季度归母净利润 11.23 亿元，同比增长 17.57%，业绩增速快于收入。我们预计主要是因毛利率提升及销售费用率下降。公司前三季度毛利率 41.98%，同比增加 1.71pcts，主要源自高毛利罐装品销量占比的提升。前三季度公司销售费用率 16.94%，同比减少 0.47pcts；管理费用率 3.65%，同比增加 0.06pcts；财务费用率-1.49%，同比增加 0.01pcts。
- **公司激励机制改善，长期盈利能力有望持续提升。**长期来看，我们认为公司盈利能力持续提升。(1)公司推行股权激励计划后，有望激活团队活力和经营效率。(2)受益消费升级，公司中高端产品占比和罐化率均有望提升，叠加提价因素，有望推动吨价提升。(3)随着啤酒行业竞争放缓，公司逐渐收缩促销、广告等投放，有望降低费用率。
- **盈利预测。**我们预计 20-22 年公司收入分别为 279.29/303.93/322.71 亿元，同比增长 -0.20%/8.82%/6.18%；归母净利润分别为 21.20/25.48/29.55 亿元，同比增长 14.48%/20.15%/15.98%，EPS 分别为 1.55/1.87/2.17 元/股，对应 PE 为 56/47/40 倍。参考可比公司估值，给予 21 年 55 倍估值，对应 A 股合理价值 102.85 元/股，根据 A/H 股溢价率，得出 H 股合理价值 89.25 港元/股，维持 A/H 股“买入”评级。
- **风险提示。**结构升级低于预期；销售费用超预期；疫情延续时间加长。
- **注：**本文除特别说明外，均使用人民币为货币币种。

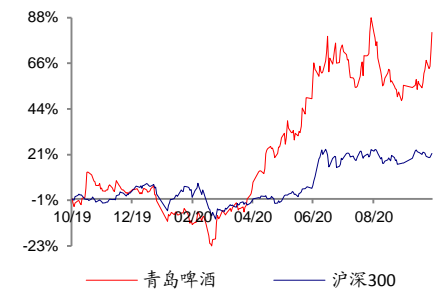
盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	27,929	30,393	32,271
增长率(%)	1.13	5.30	-0.20	8.82	6.18
EBITDA(百万元)	2,307	2,369	2,693	3,168	3,631
归母净利润(百万元)	1,422	1,852	2,120	2,548	2,955
增长率(%)	12.60	30.23	14.48	20.15	15.98
EPS(元/股)	1.05	1.37	1.55	1.87	2.17
市盈率(P/E)	33.11	37.20	56.30	46.85	40.40
ROE(%)	7.91	9.66	10.23	11.45	12.30
EV/EBITDA	15.11	22.76	38.09	31.37	26.54

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	87.5 元/69.2 港元
合理价值	102.85 元/89.25 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-10-30

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



021-38003631



wangwendan@gf.com.cn

分析师：

袁少州



SAC 执证号：S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

青岛啤酒(600600.SH)/青岛啤酒股份(00168.HK):毛利率提升推动 Q2 业绩大超预期	2020-08-31
青岛啤酒(600600.SH)/青岛啤酒股份(00168.HK):疫情不改产品结构升级趋势	2020-04-30

公司公告2020年前三季度营业收入244.22亿元，同比增长-1.91%；单三季度收入87.43亿元，同比增长4.76%。2020前三季度归母净利润29.78亿元，同比增长15.17%；单三季度归母净利润11.23亿元，同比增长17.57%。Q3收入符合预期，业绩略低于预期，点评如下：

一、罐装产品需求旺盛，推动净利润稳健增长

公司公告2020年前三季度营业收入244.22亿元，同比增长-1.91%；单三季度收入87.43亿元，同比增长4.76%，单三季度收入增速符合预期。单三季度公司实现啤酒销量253.6万千升，同比增长2.88%；均价3446.37元/千升，同比增长1.75%，量价齐升推动单三季度收入正增长。前三季度公司销售商品提供劳务收到的现金264.82亿元，同比下降2.79%；经营活动产生的净现金流为59.14亿元，同比增长33.20%，主要是现金流出减少所致。

2020前三季度归母净利润29.78亿元，同比增长15.17%；单三季度归母净利润11.23亿元，同比增长17.57%，业绩增速快于收入。我们预计主要是因毛利率提升及销售费用率下降。公司前三季度毛利率41.98%，同比增加1.71pcts，主要源自高毛利罐装品销量占比的提升。前三季度公司销售费用率16.94%，同比减少0.47pcts；管理费用率3.65%，同比增加0.06pcts；财务费用率-1.49%，同比增加0.01pcts。

二、公司激励机制改善，长期盈利能力有望持续提升

长期来看，我们认为公司盈利能力有望持续提升。（1）管理改善：公司推行股权激励计划后，有望激活团队活力和经营效率，更加注重公司盈利能力提升。（2）升级提价：受益消费升级，公司中高端产品占比和罐化率均有望提升，叠加提价因素，有望推动吨价提升。（3）关厂增效：公司目前积极关闭冗余低效产能，根据公司年报及新浪财经，公司18年已关闭杨浦、芜湖两家工厂，19年已关闭浙江台州工厂，未来公司计划通过3-5年关闭整合10家左右工厂，有望推动经营效率提升。（4）费用缩减：随着啤酒行业竞争放缓，公司逐渐收缩促销、广告等投放，有望降低费用率。

三、盈利预测和投资建议

我们认为随着公司激励机制完善，公司净利率有望持续提升，我们预计 20-22 年公司收入分别为 279.29/303.93/322.71 亿元，同比增长-0.20%/8.82%/6.18%；归母净利润分别为 21.20/25.48/29.55 亿元，同比增长 14.48%/20.15%/15.98%，EPS 分别为 1.55/1.87/2.17 元/股，对应 PE 为 56/47/40 倍。公司估值低于可比公司，参考可比公司估值，给予 21 年 55 倍估值，对应 A 股合理价值 102.85 元/股，根据 A/H

股溢价率，得出 H 股合理价值 89.25 港元/股，维持 A/H 股“买入”评级。

表 1：可比公司估值对比（截止2020年10月29日收盘价）

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
重庆啤酒	600132.SH	106.69	1.27	1.58	1.82	84	68	59
燕京啤酒	000729.SZ	8.92	0.06	0.11	0.14	143	80	64
华润啤酒	00291.HK	43.95	0.75	1.11	1.42	59	40	31
平均值	/	/	-	-	-	95	63	51

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：重庆啤酒、燕京啤酒、华润啤酒盈利预测源于 wind 一致预期。

四、风险提示

(1) 产品结构升级低于预期。公司产品结构升级是推动未来吨价和毛利率提升的重要因素，若产品结构升级低于预期，将影响公司收入和盈利情况。

(2) 行业竞争加剧，公司销售费用超预期。目前啤酒行业存在5家龙头，若龙头间再次进行恶劣价格战，将对公司盈利能力产生较大影响。

(3) 疫情延续时间加长。本次疫情影响啤酒的餐饮和夜场消费场景，若疫情影响时间加长，将对公司销量产生不利影响。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	17,760	21,002	22,317	25,796	29,045	
货币资金	12,536	15,302	16,859	20,035	23,050	
应收及预付	338	343	334	365	386	
存货	2,651	3,182	2,873	3,159	3,353	
其他流动资产	2,235	2,175	2,250	2,237	2,256	
非流动资产	16,315	16,311	15,654	14,975	14,333	
长期股权投资	370	377	377	377	377	
固定资产	10,327	10,222	9,724	9,170	8,635	
在建工程	380	179	179	179	179	
无形资产	2,600	2,559	2,407	2,289	2,190	
其他长期资产	2,638	2,974	2,967	2,960	2,952	
资产总计	34,075	37,312	37,971	40,771	43,378	
流动负债	12,087	13,354	12,372	13,538	14,249	
短期借款	296	271	0	0	0	
应付及预收	2,572	2,388	2,402	2,589	2,725	
其他流动负债	9,218	10,695	9,970	10,949	11,524	
非流动负债	3,298	4,045	4,045	4,045	4,045	
长期借款	1	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	3,298	4,045	4,045	4,045	4,045	
负债合计	15,385	17,399	16,417	17,583	18,295	
股本	1,351	1,351	1,364	1,364	1,364	
资本公积	3,444	3,444	3,711	3,711	3,711	
留存收益	13,220	14,424	15,696	17,224	18,997	
归属母公司股东权益	17,970	19,172	20,723	22,252	24,025	
少数股东权益	719	742	830	936	1,059	
负债和股东权益	34,075	37,312	37,971	40,771	43,378	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	26,575	27,984	27,929	30,393	32,271	
营业成本	16,556	17,080	16,700	18,069	19,074	
营业税金及附加	2,327	2,313	2,381	2,492	2,582	
销售费用	4,869	5,104	5,083	5,471	5,744	
管理费用	1,386	1,881	1,676	1,793	1,839	
研发费用	20	21	14	15	16	
财务费用	-497	-484	-481	-553	-646	
资产减值损失	-147	-121	-48	-44	-45	
公允价值变动收益	54	57	0	0	0	
投资净收益	21	25	30	29	32	
营业利润	2,378	2,698	3,122	3,751	4,350	
营业外收支	2	29	0	0	0	
利润总额	2,380	2,727	3,122	3,751	4,350	
所得税	819	798	913	1,097	1,273	
净利润	1,561	1,929	2,208	2,654	3,078	
少数股东损益	139	77	88	106	123	
归属母公司净利润	1,422	1,852	2,120	2,548	2,955	
EBITDA	2,307	2,369	2,693	3,168	3,631	
EPS (元)	1.05	1.37	1.55	1.87	2.17	

现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	3,992	4,017	2,353	4,110	4,144	
净利润	1,561	1,929	2,208	2,654	3,078	
折旧摊销	889	785	618	615	616	
营运资金变动	2,081	1,954	-469	863	477	
其它	-538	-652	-5	-22	-27	
投资活动现金流	-817	-348	45	86	52	
资本支出	-703	-907	15	57	21	
投资变动	-425	-198	0	0	0	
其他	311	757	30	29	32	
筹资活动现金流	-641	-769	-841	-1,019	-1,182	
银行借款	275	257	-271	0	0	
股权融资	0	0	13	0	0	
其他	-915	-1,025	-583	-1,019	-1,182	
现金净增加额	2,551	2,904	1,557	3,176	3,014	
期初现金余额	9,102	11,653	15,302	16,859	20,035	
期末现金余额	11,653	14,557	16,859	20,035	23,050	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	1.1%	5.3%	-0.2%	8.8%	6.2%
营业利润增长	12.4%	13.5%	15.7%	20.2%	16.0%
归母净利润增长	12.6%	30.2%	14.5%	20.2%	16.0%
获利能力					
毛利率	37.7%	39.0%	40.2%	40.5%	40.9%
净利率	5.9%	6.9%	7.9%	8.7%	9.5%
ROE	7.9%	9.7%	10.2%	11.4%	12.3%
ROIC	4.9%	5.5%	6.8%	7.8%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	45.2%	46.6%	43.2%	43.1%	42.2%
净负债比率	82.3%	87.4%	76.2%	75.8%	72.9%
流动比率	1.47	1.57	1.80	1.91	2.04
速动比率	1.24	1.33	1.56	1.66	1.79
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.75	0.74	0.75	0.74
应收账款周转率	240.05	185.24	185.24	185.24	185.24
存货周转率	10.02	8.80	9.72	9.62	9.62
每股指标 (元)					
每股收益	1.05	1.37	1.55	1.87	2.17
每股经营现金流	2.95	2.97	1.72	3.01	3.04
每股净资产	13.30	14.19	15.19	16.31	17.61
估值比率					
P/E	33.11	37.20	56.30	46.85	40.40
P/B	2.62	3.59	5.76	5.36	4.97
EV/EBITDA	15.11	22.76	38.09	31.37	26.54

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 王文丹：联席首席分析师，管理学硕士，6年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：伦敦国王学院硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。