

## 食品饮料

2019年10月29日

## 青岛啤酒 (600600)

——销量下滑拖累收入，但产品升级推升盈利能力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2019年10月28日

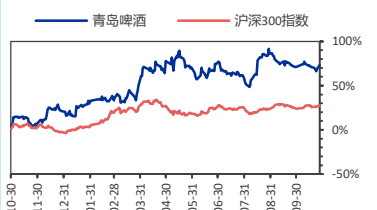
收盘价(元)	47.9
一年内最高/最低(元)	54.94/29.77
市净率	3.3
息率(分红/股价)	1.00
流通A股市值(百万元)	33334
上证指数/深证成指	2980.05/9801.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	14.73
资产负债率%	43.35
总股本/流通A股(百万)	1351/696
流通B股/H股(百万)	-/655

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《青岛啤酒(600600)点评：受益结构升级和税率下调 业绩超预期》2019/08/16  
 《青岛啤酒(600600)深度：百年青啤正青春，稳健成长待发力》2019/05/29

## 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

## 研究支持

赵玥 A0230118060003  
zhaoyue@swsresearch.com

## 联系人

赵玥  
(8621)23297818×转  
zhaoyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **事件：**青岛啤酒发布2019年三季报，19年前三季度实现营业收入248.97亿元，同比增长5.3%；实现归母净利润25.86亿元，同比增长23.2%；扣非归母净利润22.98亿元，同比增长27.6%。19Q3公司实现收入83.46亿元，同比增速-1.7%；归母净利润9.55亿元，同比增长19.8%。我们在业绩前瞻中预计公司19Q3收入增速-1%，归母净利润增速15%，基本符合预期。
- **投资评级与估值：**维持2019-2021盈利预测，预测2019-2021年EPS分别为1.30、1.49、1.69元，同比增长23.1%、15.1%、13.6%，当前股价对应2019-2021年PE分别为37x、32x、28x，维持增持评级。中长期看，公司品牌和品质具备优势，产品研发与创新能力行业领先，具备产品结构持续升级的基础。今年公司强调降本提效，产能优化有序推进，已现改善趋势。建议持续关注，验证盈利能力改善的持续性。
- **Q3销量下滑拖累收入，结构升级带动吨酒价格提升，毛利率提升。**公司19Q3实现啤酒销量约247万千升，同比下降约6%，其中青岛主品牌实现销量约117万千升，同比下降约3%，下降趋势基本与行业情况相符。啤酒行业销量下半年整体受南方天气异常以及上半年发货量增加影响，各大企业销量增长都有压力。公司19Q3销售商品收到现金同比下降4.2%，降幅明显大于收入，说明Q3消化旺季库存，渠道回款速度变慢。但另一方面，公司中高端定位的主品牌销量下滑幅度小于价格较低的副品牌，吨酒价格仍受益于结构升级持续提升，19Q3公司吨酒收入约3386元/千升，同比增长约4.5%，增速略有放缓。公司Q3吨酒成本约2020元/千升，同比增长约2.3%，增幅小于吨酒收入，原料成本上涨压力有所趋缓。19Q3公司毛利率提升加速，同比提升1.3pcts至40.34%。
- **Q3费用率延续上半年趋势，盈利能力稳步提升。**19Q3销售费用13.46亿元，同比增长3.8%，销售费用率16.1%，同比提升0.8pct，预计一方面由于结构升级，高端产能布局集中在山东，导致运费增加，一方面由于中高端产品投入增加。管理费用率(含研发费用)3.9%，同比下降0.3pct，延续上半年下降趋势，运营效率持续改善。此外，19Q3公司税金及附加收入占比下降0.5pct，预计部分增值税下调影响仍存。公司19Q3实现净利率12%，同比提升1.9pcts，主因毛利率提升驱动盈利能力稳步提升。预计公司四季度延续过去规律，将确认较多渠道费用及关厂带来的一次性费用。但目前看，公司依托其品牌优势持续提升产品结构趋势不改，关厂提效稳步推进，盈利能力长期改善可期。
- 股价表现的催化剂：行业竞争趋缓，产品结构持续升级
- 核心假设风险：中高端竞争加剧，原料成本大幅上涨

## 财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	26,575	24,897	28,501	30,121	31,889
同比增长率(%)	1.1	5.3	7.2	5.7	5.9
归母净利润(百万元)	1,422	2,586	1,750	2,014	2,287
同比增长率(%)	12.6	23.2	23.1	15.1	13.6
每股收益(元/股)	1.05	1.91	1.30	1.49	1.69
毛利率(%)	37.7	40.2	38.4	38.9	39.4
ROE(%)	7.9	13.0	9.2	9.9	10.6
市盈率	46		37	32	28

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	26,277	26,575	28,501	30,121	31,889
其中: 营业收入	26,277	26,575	28,501	30,121	31,889
减: 营业成本	15,622	16,556	17,561	18,402	19,320
减: 税金及附加	2,325	2,327	2,366	2,500	2,647
主营业务利润	8,330	7,693	8,574	9,219	9,922
减: 销售费用	5,769	4,869	5,232	5,507	5,802
减: 管理费用	1,226	1,386	1,429	1,451	1,476
减: 研发费用	19	20	20	20	20
减: 财务费用	-370	-497	-524	-642	-737
经营性利润	1,687	1,915	2,417	2,883	3,361
减: 资产减值损失	11	147	80	80	80
减: 信用减值损失	0	-1	7	3	3
加: 投资收益及其他	58	21	21	21	21
营业利润	2,115	2,378	2,891	3,354	3,808
加: 营业外净收入	-10	2	2	2	2
利润总额	2,105	2,380	2,893	3,356	3,811
减: 所得税	723	819	997	1,158	1,315
净利润	1,382	1,561	1,896	2,199	2,495
少数股东损益	119	139	146	185	208
归属于母公司所有者的净利润	1,263	1,422	1,750	2,014	2,287
全面摊薄总股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
每股收益 (元)	0.94	1.05	1.30	1.49	1.69

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。