

青岛啤酒 (600600) / 饮料制造

罐装酒表现突出, 二季度利润超预期

评级: 买入(维持)

市场价格: 91.00

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰
执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

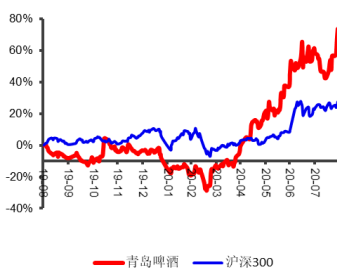
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,364.18
流通股本(百万股)	695.91
市价(元)	91.00
市值(百万元)	124,141
流通市值(百万元)	63,328

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 青岛啤酒 (600600.SH) _点评报告: 毛利率逆势提升, 激励落地加速经营活力释放

2 青岛啤酒 (600600.SH) _点评报告: 利润如期释放, 激励落地有望更上一层楼

3 青岛啤酒 (600600.SH) _点评报告: 股权激励有望落地, 内部机制持续改善

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	27,592	29,885	31,393
增长率 yoy%	1.13%	5.30%	-1.40%	8.31%	5.04%
净利润	1,422	1,852	2,468	3,041	3,668
增长率 yoy%	12.60%	30.23%	33.23%	23.24%	20.61%
每股收益(元)	1.04	1.36	1.83	2.25	2.71
每股现金流量	2.93	2.94	2.72	3.21	4.03
净资产收益率	7.91%	9.66%	11.99%	13.48%	14.70%
P/E	87.29	67.03	49.82	40.43	33.52
PEG	3.28	2.62	2.17	1.52	1.31
P/B	6.91	6.48	5.97	5.45	4.93

备注: 股价选取自 2020 年 8 月 28 日收盘价

投资要点

- **事件:** 公司 2020H1 实现收入 156.79 亿元, 同比下滑 5.27%; 实现归母净利润 18.55 亿元, 同比增长 13.77%; 实现扣非后归母净利润 16.23 亿元, 同比增长 12.30%。其中 2020Q2 实现收入 93.86 亿元, 同比增长 9.15%; 实现归母净利润 13.18 亿元, 同比增长 60.12%; 实现扣非后归母净利润 11.61 亿元, 同比增长 59.69%, 二季度利润超预期。
- **Q2 销量增长强劲, 疫情下罐化率提升明显。** 2020H1 公司实现销量 440.6 万千升, 同比下降 6.9%。其中青岛主品牌销量下降 11.4%, 高端产品销量下降 7.5%。高端产品及主品牌表现落后于整体, 主要系疫情后大众餐饮率先复苏, 但夜场及高端餐饮等高档酒主要消费渠道仍受到抑制。由于疫情下居家消费场景增加, 罐装酒表现良好, 上半年销量仅下滑 1% 左右, 推动均价及毛利率提升。单二季度看, 整体销量为 278 万千升, 同比增长 8.3%, 主要受益于 Q2 天气利好+低基数+地摊经济催化。二季度主品牌销量增速明显落后于整体 (一季度主品牌销量增速略快于整体), 主要系大众餐饮率先复苏但高端现饮渠道恢复较慢, 崂山等中低档酒增长迅速。
- **销量增长+原材料价格下降, 推动 Q2 毛利率提升。** 2020H1 公司均价增长 1.7%, 均成本下降 1.1%, 毛利率提升 1.65 个 pct。其中 2020Q2 均价增长 0.8% 至 3381 元/千升, 环比 Q1 放缓主要系大众餐饮表现强劲低档酒销量表现良好, 但罐化率上升推升了均价, 综合下来略有增长。2020Q2 均成本下降 3.2% 至 1931 元/千升, 主要系: (1) Q2 销量增长强劲摊薄固定成本, 根据我们测算销量增长约 8% 可带来毛利率提升超过 1 个 pct; (2) 原材料价格下降, 玻璃瓶、易拉罐、大麦价格同比下降, 其中玻璃瓶价格小个位数下降, 铝价和进口大麦价格下降幅度均超过 10%, 预计对毛利率的提升也超过 1 个 pct。综合来看, 2020Q2 毛利率提升 2.37 个 pct。
- **Q2 销售费用率下降明显, 净利率大幅提升。** 2020Q2 销售、管理、研发、财务费用率同比分别 -2.34、-0.82、-0.01、+0.23 个 pct 至 16.24%、2.81%、0.04%、-1.29%。销售费用率大幅下降, 主要系: (1) 政府减免社保使员工薪酬下降; (2) 体育赛事取消后, 广告宣传费减少; (3) 现饮渠道买店后的达量支付没有兑现。管理费用率下降, 主要系社保减免带来职工薪酬支出大幅减少。综合来看, 2020Q2 销售净利率大幅提升 4.51 个 pct。
- **结构升级+产能优化成效显, 华东和华南盈利能力大幅改善。** 2020H1 山东、华南、华北、华东、东南、海外收入分别增长 -3.4%、-4.8%、-7.5%、-9.7%、-6.3%、-22.8%, 均不同程度受到疫情影响。但各地区的净利率分别提升

0.52、6.22、1.63、6.62、3.01、-0.77 个 pct，华南和华东盈利能力提升显著。华南主要受益于销量回暖及结构升级，华东则显著受益于关厂提效及产品结构改善。

- **投资建议：**公司股权激励落地，内部机制将持续改善。我们认为青岛啤酒将延续利润释放逻辑，继续看好结构升级带动 ASP 提升、关厂提效和费效比提升。近期青啤集团收购雀巢中国的水业务，未来有望启动第二赛道。根据半年报，我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年收入分别为 275.92、298.85、313.93 亿元，归母净利润分别为 24.68、30.41、36.68 亿元（调整前为 19.04、26.81、31.81 亿元），还原关厂影响后归母净利润预计为 24.68、32.66、38.93 亿元，EPS 分别为 1.83、2.25、2.71 元，对应 PE 为 50 倍、40 倍、34 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**不可抗要素带来销量下滑；市场竞争恶化带来超预期的促销活动；新冠疫情扩散风险

图表 1: 青岛啤酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	26,575	27,984	27,592	29,885	31,393
增长率	1.1%	5.3%	-1.4%	8.3%	5.0%
营业成本	-16,556	-17,080	-16,297	-17,220	-17,542
% 销售收入	62.3%	61.0%	59.1%	57.6%	55.9%
毛利	10,019	10,903	11,295	12,665	13,850
% 销售收入	37.7%	39.0%	40.9%	42.4%	44.1%
营业税金及附加	-2,327	-2,313	-2,232	-2,309	-2,362
% 销售收入	8.8%	8.3%	8.1%	7.7%	7.5%
营业费用	-4,869	-5,104	-5,105	-5,439	-5,651
% 销售收入	18.3%	18.2%	18.5%	18.2%	18.0%
管理费用	-1,386	-1,881	-1,545	-1,554	-1,601
% 销售收入	5.2%	6.7%	5.6%	5.2%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	1,438	1,605	2,413	3,363	4,236
% 销售收入	5.4%	5.7%	8.7%	11.3%	13.5%
财务费用	497	484	500	550	600
% 销售收入	-1.9%	-1.7%	-1.8%	-1.8%	-1.9%
资产减值损失	147	-121	10	190	190
公允价值变动收益	54	57	50	50	50
投资收益	21	25	25	25	25
% 税前利润	1.0%	1.2%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	2,157	2,050	2,998	4,178	5,101
营业利润率	8.1%	7.3%	10.9%	14.0%	16.2%
营业外收支	2	29	655	679	679
税前利润	2,159	2,079	3,653	4,857	5,780
利润率	8.1%	7.4%	13.2%	16.3%	18.4%
所得税	-819	-798	-1,063	-1,310	-1,580
所得税率	37.9%	38.4%	29.1%	27.0%	27.3%
净利润	1,561	1,929	2,570	3,167	3,820
少数股东损益	139	77	103	126	153
归属于母公司的净利润	1,422	1,852	2,468	3,041	3,668
净利率	5.4%	6.6%	8.9%	10.2%	11.7%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,536	15,302	17,803	21,297	25,757
应收款项	165	226	180	260	202
存货	2,651	3,182	3,156	3,349	3,180
其他流动资产	2,409	2,292	2,570	2,503	2,628
流动资产	17,760	21,002	23,709	27,409	31,768
% 总资产	52.1%	56.3%	61.0%	65.8%	70.7%
长期投资	398	413	417	421	427
固定资产	10,327	10,222	9,465	8,685	7,880
% 总资产	30.3%	27.4%	24.3%	20.8%	17.5%
无形资产	2,600	2,559	2,316	2,069	1,823
非流动资产	16,315	16,311	15,169	14,245	13,170
% 总资产	47.9%	43.7%	39.0%	34.2%	29.3%
资产总计	34,075	37,312	38,878	41,653	44,937
短期借款	296	271	0	0	0
应付款项	2,572	2,388	11,574	11,860	12,602
其他流动负债	9,218	10,695	2,200	2,400	2,500
流动负债	12,087	13,354	13,774	14,260	15,102
长期贷款	1	0	0	0	0
其他长期负债	3,298	4,045	3,671	3,858	3,765
负债	15,385	17,399	17,446	18,118	18,866
普通股股东权益	17,970	19,172	20,588	22,564	24,947
少数股东权益	719	742	844	971	1,123
负债股东权益合计	34,075	37,312	38,878	41,653	44,937

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	1.04	1.36	1.83	2.25	2.71
每股净资产 (元)	13.17	14.05	15.24	16.70	18.47
每股经营现金净流 (元)	2.93	2.94	2.72	3.21	4.03
每股股利 (元)	0.48	0.48	0.64	0.79	0.95
回报率					
净资产收益率	7.91%	9.66%	11.99%	13.48%	14.70%
总资产收益率	4.58%	5.17%	6.61%	7.60%	8.50%
投入资本收益率	17.94%	39.97%	102.30%	410.05%	-305.74%
增长率					
营业总收入增长率	1.13%	5.30%	-1.40%	8.31%	5.04%
EBIT增长率	0.10%	32.40%	37.08%	31.08%	26.86%
净利润增长率	12.60%	30.23%	33.23%	23.24%	20.61%
总资产增长率	10.01%	9.50%	4.20%	7.14%	7.88%
资产管理能力					
应收账款周转天数	3.5	1.7	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	34.2	37.5	41.3	39.2	37.4
应付账款周转天数	47.1	46.5	46.8	46.7	46.7
固定资产周转天数	144.4	132.2	128.4	109.3	95.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-80.28%	-87.93%	-99.37%	-109.44%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-2.7	-3.7	-5.0	-5.9	-6.9
资产负债率	45.15%	46.63%	44.87%	43.50%	41.98%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,561	1,929	2,570	3,167	3,820
加: 折旧和摊销	1,153	1,115	1,259	1,286	1,310
资产减值准备	147	121	0	0	0
公允价值变动损失	-54	-57	50	50	50
财务费用	-513	-356	-500	-550	-600
投资收益	-21	-25	-25	-25	-25
少数股东损益	139	77	103	126	153
营运资金的变动	10,480	4,212	360	449	949
经营活动现金净流	3,992	4,017	3,713	4,377	5,504
固定资本投资	487	306	-330	-330	-320
投资活动现金净流	-817	-348	-368	-368	-359
股利分配	-648	-648	-864	-1,065	-1,284
其他	8	-120	19	550	600
筹资活动现金净流	-641	-769	-845	-515	-684
现金净流量	2,535	2,900	2,501	3,494	4,460

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。