青岛啤酒（600600）2019 年三季报点评

# Q3 销量下滑，盈利稳步向好

**推荐**（维持）

目标价：55 元

当前价：47.9 元

- **事件：**公司发布 2019 年三季报，19 年前三季度公司实现收入 249.0 亿元，同增 5.3%，归母净利润 25.9 亿元，同增 23.1%。单 Q3 看，公司实现收入 83.5 亿元，同降 1.7%，归母净利润 9.6 亿元，同增 19.8%。2019 年前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 272.4 亿元，同增 0.4%。
- **受气温等因素影响，Q3 公司啤酒销量有所下滑，收入同比略有下降。**19Q3 公司实现收入 83.5 亿元，同降 1.7%，主要系三季度啤酒销量下滑导致。公司前三季度啤酒销量 719.5 万千升，同比基本持平，其中主品牌“青岛啤酒”销量 353.1 万千升，同增 3.1%；单三季度看，Q3 销量为 246.5 万千升，同降 5.9%，主品牌“青岛啤酒”销量 117.1 万千升，同降 2.4%，三季度销量下滑主要系部分地区气温相对不高影响啤酒销售导致，Q3 行业整体产量亦同比下降 4.4%。
- **产品结构升级及增值税下调持续提升盈利能力。**19Q3 公司归母净利润 9.6 亿元，同增 19.8%。受产品结构持续升级、原材料成本下降及增值税下调影响，公司前三季度及 Q3 毛利率分别同增 0.9pct、1.3pcts 至 40.2%、40.3%，单三季度整体吨价同比提升约 4.5%。费用方面，公司前三季度销售费用率 17.4%，同增 0.5pct，单 Q3 为 16.1%，同增 0.8pct；管理费用率同比基本持平。得益于产品高端化、良好的成本费用控制及降税政策，公司前三季度归母净利率同增 1.5pcts 至 10.4%，单 Q3 归母净利率同增 2.0pcts 至 11.4%。
- **18 年关厂影响逐渐减小，降本提效持续进行。**公司 2018 年关闭杨浦和芜湖公司，关厂等因素导致资产减值损失为 1.47 亿元，员工安置成本约 4759 万元，实际产能利用率提升 6.3pcts 至 77.7%。19H1 公司职工安置支出约为 4193.3 万元，19Q3 该支出项降低至 457.1 万元，前三季度资产减值损失约 126 万，去年关厂造成的影响已逐渐减小，未来降本提效或持续进行，叠加公司高端化策略稳步推进业绩改善，公司盈利能力有望进一步提升。
- **盈利预测、估值及投资评级：**我们认为，受气温及二季度压货影响，三季度啤酒行业销量有所下滑，各酒厂收入亦受到影响，但在消费升级下啤酒行业高端化趋势不改，盈利有望持续改善。公司高端化策略稳步推进，产品结构提升有望带来公司吨价稳步提升，在啤酒行业竞争格局改善背景之下，公司业绩有望持续向好。综上，我们下调公司 2019-2021 年 EPS 为 1.32/1.56/1.82 元(原预测 1.37/1.67/2.01 元)，目前股价对应 PE 为 36/31/26 倍，给予 2020 年 35 倍估值，下调目标价为 55 元，维持“推荐”评级。
- **风险因素：**中高端市场竞争加剧；促销力度加大；原材料成本上行。

**主要财务指标**

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入(百万) | 26,575 | 27,963 | 29,302 | 30,594 |
| 同比增速(%) | 1.1% | 5.2% | 4.8% | 4.4% |
| 归母净利润(百万) | 1,422 | 1,780 | 2,113 | 2,460 |
| 同比增速(%) | 12.6% | 25.2% | 18.7% | 16.4% |
| 每股盈利(元) | 1.05 | 1.32 | 1.56 | 1.82 |
| 市盈率(倍) | 46 | 36 | 31 | 26 |
| 市净率(倍) | 4 | 3 | 3 | 3 |

*资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2019 年 10 月 28 日收盘价*

**华创证券研究所**

**证券分析师：方振**
邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

**证券分析师：董广阳**
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

**证券分析师：程航**
电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

**公司基本数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(万股) | 135,098 |
| 已上市流通股(万股) | 135,098 |
| 总市值(亿元) | 647.12 |
| 流通市值(亿元) | 333.34 |
| 资产负债率(%) | |
| 每股净资产(元) | 14.7 |
| 12 个月内最高/最低价 | 54.54/28.09 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**

**相关研究报告**

《青岛啤酒一季报点评：结构持续优化，期待改革添活力》 2018-04-28

《青岛啤酒（600600）2018 年报点评：关厂优化产能，吨价有所提升》 2019-04-01

《青岛啤酒（600600）2019 年中报点评：高端化叠加减税，盈利能力稳步改善》 2019-08-16


未经许可，禁止转载

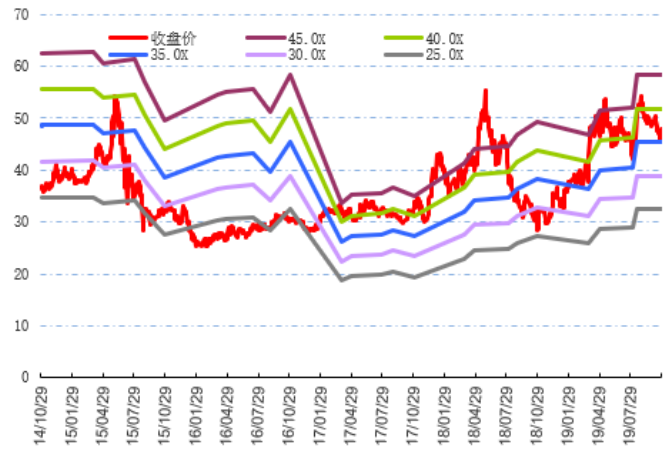
## 图表 1 公司分季度报表（百万元）

| 单位：百万元 | 2018/3/31 | 2018/6/30 | 2018/9/30 | 2018/12/31 | 2019/3/31 | 2019/6/30 | 2019/9/30 | 2018/9/30 | 2019/9/30 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2018Q1-3 | 2019Q1-3 |
| **营业总收入** | **7,252** | **7,902** | **8,487** | **2,934** | **7,951** | **8,599** | **8,346** | **23,641** | **24,897** |
| **营业总成本** | **6,420** | **7,120** | **7,451** | **3,814** | **6,968** | **7,617** | **7,170** | **20,991** | **21,755** |
| *其中：营业成本* | *4,344* | *4,843* | *5,175* | *2,194* | *4,798* | *5,114* | *4,979* | *14,362* | *14,891* |
| *营业税金及附加* | *586* | *722* | *735* | *283* | *601* | *720* | *681* | *2,043* | *2,002* |
| *销售费用* | *1,307* | *1,390* | *1,297* | *876* | *1,391* | *1,598* | *1,346* | *3,993* | *4,335* |
| *管理费用* | *279* | *306* | *334* | *487* | *282* | *317* | *307* | *919* | *906* |
| *财务费用* | *-97* | *-144* | *-142* | *-114* | *-105* | *-131* | *-140* | *-383* | *-375* |
| *资产减值损失* | *2* | *5* | *52* | *89* | *0* | *-1* | *-* | *59* | *-1* |
| *其他收益* | *100* | *80* | *75* | *268* | *140* | *174* | *131* | *255* | *445* |
| **营业利润** | **944** | **885** | **1,174** | **-625** | **1,123** | **1,186** | **1,327** | **3,003** | **3,635** |
| *加：营业外收入* | *27* | *42* | *42* | *-96* | *1* | *14* | *8* | *112* | *23* |
| *减：营业外支出* | *1* | *2* | *1* | *10* | *1* | *1* | *1* | *4* | *3* |
| **利润总额** | **971** | **925** | **1,215** | **-731** | **1,123** | **1,199** | **1,334** | **3,110** | **3,656** |
| *减：所得税* | *267* | *233* | *360* | *-41* | *280* | *317* | *332* | *859* | *929* |
| **净利润** | **704** | **692** | **855** | **-690** | **844** | **882** | **1,002** | **2,251** | **2,727** |
| *减少数股东损益* | *37* | *57* | *57* | *-12* | *36* | *59* | *46* | *151* | *141* |
| **归母净利润** | **667** | **635** | **798** | **-678** | **808** | **823** | **955** | **2,100** | **2,586** |
| EPS | 0.49 | 0.47 | 0.59 | -0.50 | 0.60 | 0.61 | 0.71 | 1.55 | 1.91 |
| | | | | | | | | | |
| **主要比率** | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 40.1% | 38.7% | 39.0% | 25.2% | 39.7% | 40.5% | 40.3% | 39.2% | 40.2% |
| 营业税金率 | 8.1% | 9.1% | 8.7% | 9.7% | 7.6% | 8.4% | 8.2% | 8.6% | 8.0% |
| 销售费用率 | 18.0% | 17.6% | 15.3% | 29.8% | 17.5% | 18.6% | 16.1% | 16.9% | 17.4% |
| 管理费用率 | 3.8% | 3.9% | 3.9% | 16.6% | 3.5% | 3.7% | 3.7% | 3.9% | 3.6% |
| 营业利润率 | 13.0% | 11.2% | 13.8% | -21.3% | 14.1% | 13.8% | 15.9% | 12.7% | 14.6% |
| 实际税率 | 27.5% | 25.2% | 29.6% | 5.6% | 24.9% | 26.4% | 24.9% | 27.6% | 25.4% |
| 净利率 | 9.2% | 8.0% | 9.4% | -23.1% | 10.2% | 9.6% | 11.4% | 8.9% | 10.4% |
| 收入季度占比 | 27.3% | 29.7% | 31.9% | 11.0% | | | | | |
| **YoY** | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | **3.0%** | **-1.5%** | **2.0%** | **1.5%** | **9.6%** | **8.8%** | **-1.7%** | **1.1%** | **5.3%** |
| 营业利润增长率 | **12.9%** | **5.2%** | **12.5%** | **-14.2%** | **18.9%** | **34.0%** | **13.0%** | **10.4%** | **21.1%** |
| 归母净利润增长率 | **15.2%** | **11.6%** | **10.6%** | **11.7%** | **21.0%** | **29.6%** | **19.8%** | **12.3%** | **23.1%** |

注：2019年管理费用包含研发费用

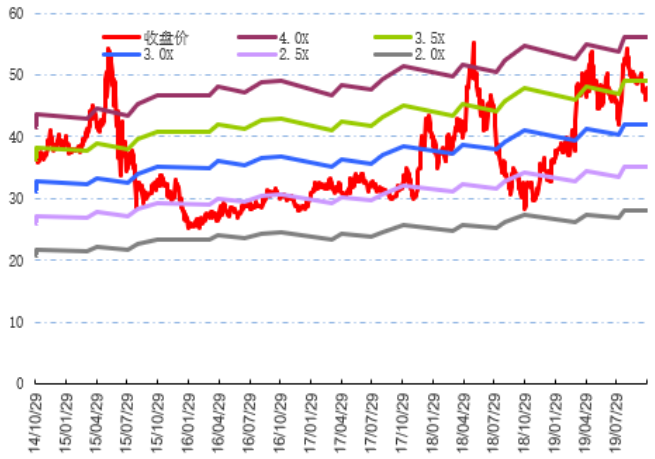
*资料来源：wind，华创证券*

## 图表 2 P/E Band




*资料来源：wind,华创证券*

## 图表 3 P/B Band




*资料来源：wind,华创证券*

# 附录：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 12,536 | 14,322 | 17,141 | 19,887 |
| 应收票据 | 26 | 28 | 29 | 30 |
| 应收账款 | 125 | 52 | 54 | 57 |
| 预付账款 | 174 | 180 | 185 | 191 |
| 存货 | 2,651 | 2,743 | 2,830 | 2,919 |
| 其他流动资产 | 2,248 | 2,302 | 2,356 | 2,407 |
| 流动资产合计 | 17,760 | 19,627 | 22,595 | 25,491 |
| 其他长期投资 | 28 | 38 | 30 | 31 |
| 长期股权投资 | 370 | 381 | 377 | 376 |
| 固定资产 | 10,296 | 9,691 | 9,029 | 8,365 |
| 在建工程 | 193 | 273 | 253 | 243 |
| 无形资产 | 2,600 | 2,340 | 2,106 | 1,895 |
| 其他非流动资产 | 2,828 | 2,432 | 2,499 | 2,513 |
| 非流动资产合计 | 16,315 | 15,155 | 14,294 | 13,423 |
| **资产合计** | **34,075** | **34,782** | **36,889** | **38,914** |
| 短期借款 | 296 | 472 | 372 | 342 |
| 应付票据 | 326 | 337 | 348 | 359 |
| 应付账款 | 2,246 | 2,324 | 2,397 | 2,473 |
| 预收款项 | 1,938 | 2,039 | 2,137 | 2,231 |
| 其他应付款 | 5,413 | 4,894 | 5,103 | 5,148 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1,868 | 2,029 | 2,133 | 2,238 |
| 流动负债合计 | 12,087 | 12,095 | 12,490 | 12,791 |
| 长期借款 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 3,297 | 2,884 | 2,960 | 2,972 |
| 非流动负债合计 | 3,298 | 2,885 | 2,961 | 2,973 |
| **负债合计** | **15,385** | **14,980** | **15,451** | **15,764** |
| 归属母公司所有者权益 | 17,970 | 18,948 | 20,413 | 21,915 |
| 少数股东权益 | 719 | 854 | 1,025 | 1,235 |
| **所有者权益合计** | **18,690** | **19,802** | **21,438** | **23,150** |
| **负债和股东权益** | **34,075** | **34,782** | **36,889** | **38,914** |

## 现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **3,992** | **3,144** | **3,844** | **3,902** |
| 现金收益 | 2,217 | 2,656 | 2,881 | 3,068 |
| 存货影响 | -258 | -92 | -87 | -89 |
| 经营性应收影响 | -172 | 63 | -9 | -10 |
| 经营性应付影响 | 1,189 | -329 | 390 | 227 |
| 其他影响 | 1,016 | 844 | 669 | 706 |
| **投资活动现金流** | **-817** | **-318** | **-113** | **-72** |
| 资本支出 | -275 | -362 | -153 | -102 |
| 股权投资 | 55 | 11 | -4 | -1 |
| 其他长期资产变化 | -597 | 33 | 44 | 31 |
| **融资活动现金流** | **-641** | **-1,040** | **-912** | **-1,084** |
| 借款增加 | 13 | 176 | -100 | -30 |
| 股利及利息支付 | -639 | -900 | -1,061 | -1,235 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -15 | -316 | 249 | 181 |

## 利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **26,575** | **27,963** | **29,302** | **30,594** |
| 营业成本 | 16,556 | 17,128 | 17,669 | 18,228 |
| 税金及附加 | 2,327 | 2,377 | 2,403 | 2,447 |
| 销售费用 | 4,869 | 5,005 | 5,128 | 5,232 |
| 管理费用 | 1,386 | 1,459 | 1,465 | 1,468 |
| 财务费用 | -497 | -465 | -529 | -646 |
| 资产减值损失 | 147 | 2 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 54 | 53 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 21 | 28 | 36 | 28 |
| 其他收益 | 524 | 440 | 200 | 50 |
| **营业利润** | 2,378 | 2,927 | 3,400 | 3,929 |
| 营业外收入 | **16** | **24** | **62** | **34** |
| 营业外支出 | 14 | 6 | 18 | 12 |
| **利润总额** | 2,380 | 2,945 | 3,444 | 3,951 |
| 所得税 | 819 | 972 | 1,102 | 1,225 |
| **净利润** | **1,561** | **1,973** | **2,342** | **2,726** |
| 少数股东损益 | 139 | 193 | 229 | 266 |
| **归属母公司净利润** | **1,422** | **1,780** | **2,113** | **2,460** |
| NOPLAT | 1,235 | 1,662 | 1,982 | 2,280 |
| EPS(摊薄)（元） | 1.05 | 1.32 | 1.56 | 1.82 |

## 主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 1.1% | 5.2% | 4.8% | 4.4% |
| EBIT 增长率 | 8.5% | 31.8% | 17.5% | 13.4% |
| 归母净利润增长率 | 12.6% | 25.2% | 18.7% | 16.4% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 37.7% | 38.7% | 39.7% | 40.4% |
| 净利率 | 5.9% | 7.1% | 8.0% | 8.9% |
| ROE | 7.6% | 9.0% | 9.9% | 10.6% |
| ROIC | 9.7% | 11.8% | 12.7% | 13.4% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 45.2% | 43.1% | 41.9% | 40.5% |
| 债务权益比 | 19.2% | 17.0% | 15.5% | 14.3% |
| 流动比率 | 146.9% | 162.3% | 180.9% | 199.3% |
| 速动比率 | 125.0% | 139.6% | 158.2% | 176.5% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 应收帐款周转天数 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 应付帐款周转天数 | 47 | 48 | 48 | 48 |
| 存货周转天数 | 55 | 57 | 57 | 57 |
| **每股指标(元)** | | | | |
| 每股收益 | 1.05 | 1.32 | 1.56 | 1.82 |
| 每股经营现金流 | 2.95 | 2.33 | 2.85 | 2.89 |
| 每股净资产 | 13.30 | 14.03 | 15.11 | 16.22 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 46 | 36 | 31 | 26 |
| P/B | 4 | 3 | 3 | 3 |
| EV/EBITDA | 19.6 | 16.4 | 14.9 | 13.9 |

*资料来源：公司公告，华创证券预测*

## 华创证券团队介绍

**组长、高级分析师：方振**

CFA，复旦大学经济学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：于芝欢**

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

**分析师：程航**

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：杨传忻**

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：沈昊**

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

**研究所所长、首席分析师：董广阳**

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

# 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职　务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---|---|---|---|---|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 王栋 | 高级销售经理 | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-82871425 | huajie@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenying@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

**公司投资评级说明:**

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

**行业投资评级说明:**

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所



| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
| --- | --- | --- |
| 地址：北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址：深圳市福田区香梅路 1061 号<br>中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址：上海浦东银城中路 200 号<br>中银大厦 3402 室 |
| 邮编：100033 | 邮编：518034 | 邮编：200120 |
| 传真：010-66500801 | 传真：0755-82027731 | 传真：021-50581170 |
| 会议室：010-66500900 | 会议室：0755-82828562 | 会议室：021-20572500 |