青岛啤酒（600600）重大事项点评

# 股权激励落地，释放积极信号

**强推**（上调）

目标价：55 元

当前价：39.34 元

- **事项：**公司发布股权激励计划草案，拟向激励对象授予 1,350 万股限制性股票，占公司总股本约 1%，授予价格为前 30 个交易日内的公司 A 股标的股票平均收盘价的 50%，即每股 21.73 元，激励对象包括董事、高管、中层管理人员和核心骨干人员。
- **激励力度较大，覆盖范围较广，可较好调动员工积极性。**此次激励对象包括董高 8 人及其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员不超过 652 人，其中董高 8 人平均每人授予 11.5 万股，按公告当日收盘价每股 39.34 元计算对应平均每人约 452 万元，大幅高于 2018 年年报披露的部分高管薪酬（董事长黄克兴约 64 万元，时任总裁樊伟约 59 万元，财务总监于竹明约 54 万元，副总裁王瑞永约 53 万元）；其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员不超过 652 人平均每人授予 11.9 万股，按公告当日收盘价每股 39.34 元计算对应平均每人约 74 万元。此次激励力度较大，覆盖范围较广，可较好调动员工积极性。
- **考核目标锁定利润增长下限，释放机制改革积极信号。**此次股权激励主要解锁条件包括：1）以 16-18 年净利润均值 12.4 亿元为基数，2020-2022 年业绩增长不低于 50%、70%、90%。若 2019 净利润为 17.5 亿，则 2020-2022 年业绩同比增长分别为 6.5%、13.3%、11.8%，锁定公司中期增长下限；2）ROE 分别不低于 8.1%、8.3%和 8.5%（2018 年为 7.9%）且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值；3）净利润较 16-18 净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。此次考核目标设定合理，在此前引入复星作为战略投资者之后，此次股权激励落地，再次释放国企改革积极信号。
- **短期疫情冲击销售承压，中长期业绩稳步向好。**受疫情影响，2020 年 1-2 月规模以上啤酒企业产量 316 万千升，同比下降 40%，渠道调研反馈，预计公司 Q1 销量同比下滑约 30%，短期有所承压，预计提价节奏亦有所推迟。虽然公司销售受疫情影响较大，但展望明年：1）作为啤酒行业龙头，公司明年销量恢复相对较易；2）受疫情影响，上半年提价可能性降低，但后续仍有提价概率，我们预计结构提升及提价仍将对来年吨价带来一定提升。中长期来看，公司稳步推进产品结构优化，持续关厂提效提升经营效率，积极改善激励机制，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。
- **投资建议：**公司股权激励方案落地，释放积极发展信号，短期疫情对啤酒行业及公司销售带来冲击，但中长期来看，公司稳步推进产品结构优化，持续关厂提效提升经营效率，积极改善激励机制，在啤酒行业竞争格局改善背景之下，公司有望逐步释放业绩弹性。基于疫情影响，我们小幅调整公司 2019-2021 年 EPS 为 1.32/1.41/1.70 元(原预测 1.32/1.56/1.82 元)，目前股价对应 PE 为 30/28/23 倍，暂维持目标价为 55 元，对应 2021 年 32 倍估值，上调至“强推”评级。
- **风险提示：**中高端市场竞争加剧；促销力度加大；疫情加重。

**主要财务指标**

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入(百万) | 26,575 | 28,017 | 26,883 | 29,260 |
| 同比增速(%) | 1.1% | 5.4% | -4.1% | 8.8% |
| 归母净利润(百万) | 1,422 | 1,777 | 1,900 | 2,293 |
| 同比增速(%) | 12.6% | 25.0% | 6.9% | 20.7% |
| 每股盈利(元) | 1.05 | 1.32 | 1.41 | 1.70 |
| 市盈率(倍) | 37 | 30 | 28 | 23 |
| 市净率(倍) | 3 | 3 | 3 | 2 |

*资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 03 月 23 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

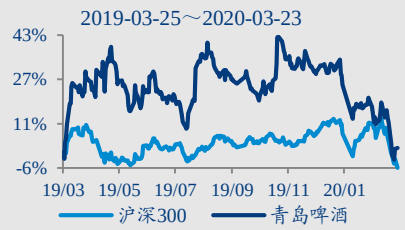
**证券分析师：程航**
电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

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

**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) | 531.48 |
| 流通市值(亿元) | 273.77 |
| 资产负债率(%) | 43.3 |
| 每股净资产(元) | 14.7 |
| 12 个月内最高/最低价 | 56.4/36.4 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**




**相关研究报告**

《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

《青岛啤酒（600600）2019 年三季报点评：Q3 销量下滑，盈利稳步向好》 2019-10-29


未经许可，禁止转载

**图表 1　股权激励授予情况**

| 序号 | 姓名 | 职务 | 授予额度（万股） | 获授权益占授予总量比例 | 标的股票占总股本的比例 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 黄克兴 | 董事长、党委书记 | 15 | 1.11% | 0.01% |
| 2 | 于竹明 | 执行董事、财务总监 | 11 | 0.81% | 0.01% |
| 3 | 王瑞永 | 执行董事、副总裁 | 11 | 0.81% | 0.01% |
| 4 | 蔡志伟 | 营销总裁 | 13 | 0.96% | 0.01% |
| 5 | 姜宗祥 | 副总裁、供应链总裁 | 11 | 0.81% | 0.01% |
| 6 | 徐楠 | 副总裁、制造总裁、总酿酒师 | 11 | 0.81% | 0.01% |
| 7 | 王少波 | 副总裁 | 11 | 0.81% | 0.01% |
| 8 | 张瑞祥 | 董事会秘书 | 9 | 0.67% | 0.01% |
| 其他公司核心管理人员、中层管理人员、 核心骨干人员（不超过 652 人） | | | 1,228.00 | 90.96% | 0.91% |
| 预留部分 | | | 30 | 2.22% | 0.02% |
| 合计 | | | 1,350.00 | 100.00% | 1.00% |

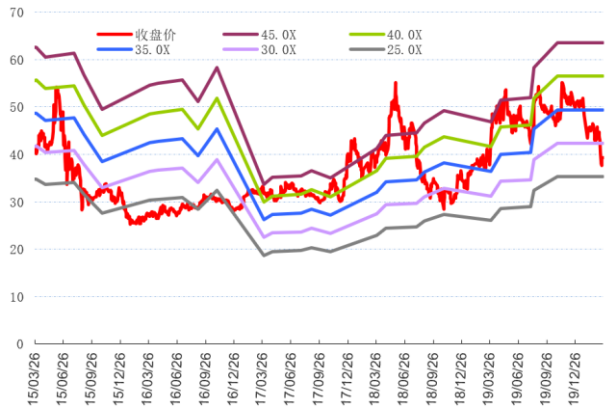
*资料来源：公司公告，华创证券*

**图表 2　各年度考核目标**

| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|---|---|
| 第一个解除限售期 | ① 2020 年公司净资产收益率不低于 8.1%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 ② 以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2020 年净利润增长率不低于 50%，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 ③ 2020 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。 |
| 第二个解除限售期 | ① 2021 年公司净资产收益率不低于 8.3%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 ② 以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2021 年净利润增长率不低于 70%，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 ③ 2021 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。 |
| 第三个解除限售期 | ① 2022 年公司净资产收益率不低于 8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 ② 以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2022 年净利润增长率不低于 90%，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 ③ 2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。 |

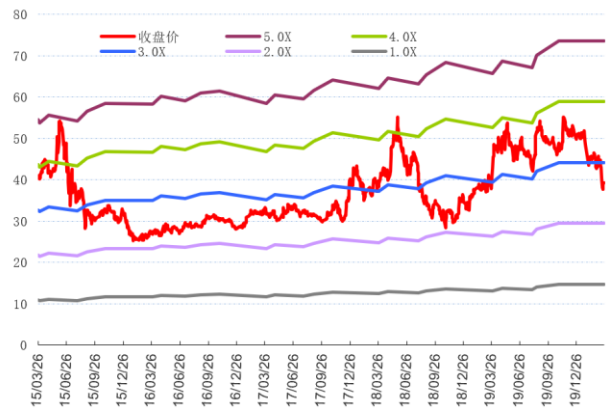
*资料来源：公司公告，华创证券*

**图表 3　公司 P/E Band**




*资料来源：wind，华创证券*

**图表 4　公司 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 | 14,730 | 16,457 | 18,844 |
| 应收票据 | 26 | 28 | 27 | 29 |
| 应收账款 | 125 | 131 | 126 | 137 |
| 预付账款 | 174 | 128 | 121 | 129 |
| 存货 | 2,651 | 2,564 | 2,528 | 2,675 |
| 其他流动资产 | 2,248 | 2,516 | 2,462 | 2,575 |
| 流动资产合计 | 17,760 | 20,097 | 21,721 | 24,389 |
| 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 | 10,055 | 9,729 | 9,457 |
| 在建工程 | 193 | 393 | 593 | 793 |
| 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 | 2,514 |
| 非流动资产合计 | 16,315 | 15,639 | 15,334 | 15,066 |
| **资产合计** | **34,075** | **35,736** | **37,055** | **39,455** |
| 短期借款 | 296 | 472 | 372 | 342 |
| 应付票据 | 326 | 338 | 321 | 341 |
| 应付账款 | 2,246 | 2,486 | 2,313 | 2,493 |
| 预收款项 | 1,938 | 2,043 | 1,961 | 2,134 |
| 其他应付款 | 5,413 | 5,684 | 5,968 | 6,266 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1,868 | 2,030 | 1,961 | 2,084 |
| 流动负债合计 | 12,087 | 13,053 | 12,896 | 13,660 |
| 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** | **15,938** | **15,857** | **16,633** |
| 归属母公司所有者权益 | 17,970 | 18,944 | 20,196 | 21,628 |
| 少数股东权益 | 719 | 854 | 1,002 | 1,194 |
| **所有者权益合计** | **18,690** | **19,798** | **21,198** | **22,822** |
| **负债和股东权益** | **34,075** | **35,736** | **37,055** | **39,455** |

### 现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **3,992** | **4,150** | **3,606** | **4,231** |
| 现金收益 | 2,217 | 2,653 | 2,660 | 2,971 |
| 存货影响 | -258 | 87 | 36 | -147 |
| 经营性应收影响 | -172 | 36 | -1 | -41 |
| 经营性应付影响 | 1,189 | 627 | 11 | 672 |
| 其他影响 | 1,016 | 748 | 900 | 776 |
| **投资活动现金流** | **-817** | **-818** | **-713** | **-752** |
| 资本支出 | -275 | -847 | -739 | -766 |
| 股权投资 | 55 | 11 | -4 | -1 |
| 其他长期资产变化 | -597 | 18 | 30 | 15 |
| **融资活动现金流** | **-641** | **-1,138** | **-1,166** | **-1,092** |
| 借款增加 | 13 | 176 | -100 | -30 |
| 股利及利息支付 | -639 | -898 | -954 | -1,151 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -15 | -416 | -112 | 89 |

### 利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **26,575** | **28,017** | **26,883** | **29,260** |
| 营业成本 | 16,556 | 17,143 | 16,286 | 17,309 |
| 税金及附加 | 2,327 | 2,381 | 2,204 | 2,399 |
| 销售费用 | 4,869 | 5,043 | 4,844 | 5,267 |
| 管理费用 | 1,386 | 1,462 | 1,263 | 1,287 |
| 财务费用 | -497 | -465 | -545 | -618 |
| 资产减值损失 | 147 | 2 | 14 | 20 |
| 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 | 2,921 | 3,052 | 3,662 |
| 营业外收入 | **16** | **24** | **62** | **33** |
| 营业外支出 | 14 | 6 | 18 | 12 |
| **利润总额** | 2,380 | 2,939 | 3,096 | 3,683 |
| 所得税 | 819 | 970 | 991 | 1,142 |
| **净利润** | **1,561** | **1,969** | **2,105** | **2,541** |
| 少数股东损益 | 139 | 192 | 205 | 248 |
| **归属母公司净利润** | **1,422** | **1,777** | **1,900** | **2,293** |
| NOPLAT | 1,235 | 1,658 | 1,735 | 2,115 |
| EPS(摊薄)（元） | 1.05 | 1.32 | 1.41 | 1.70 |

### 主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 1.1% | 5.4% | -4.1% | 8.8% |
| EBIT 增长率 | 8.5% | 31.4% | 3.1% | 20.2% |
| 归母净利润增长率 | 12.6% | 25.0% | 6.9% | 20.7% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 37.7% | 38.8% | 39.4% | 40.8% |
| 净利率 | 5.9% | 7.0% | 7.8% | 8.7% |
| ROE | 7.6% | 9.0% | 9.0% | 10.0% |
| ROIC | 9.7% | 11.9% | 11.4% | 12.8% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 45.2% | 44.6% | 42.8% | 42.2% |
| 债务权益比 | 19.2% | 17.0% | 15.7% | 14.5% |
| 流动比率 | 146.9% | 154.0% | 168.4% | 178.5% |
| 速动比率 | 125.0% | 134.3% | 148.8% | 159.0% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 应收帐款周转天数 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付帐款周转天数 | 47 | 50 | 53 | 50 |
| 存货周转天数 | 55 | 55 | 56 | 54 |
| **每股指标(元)** | | | | |
| 每股收益 | 1.05 | 1.32 | 1.41 | 1.70 |
| 每股经营现金流 | 2.95 | 3.07 | 2.67 | 3.13 |
| 每股净资产 | 13.30 | 14.02 | 14.95 | 16.01 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 37 | 30 | 28 | 23 |
| P/B | 3 | 3 | 3 | 2 |
| EV/EBITDA | 24.8 | 20.8 | 20.6 | 18.3 |

*资料来源：公司公告，华创证券预测*

## 华创证券团队介绍

**组长、首席分析师：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，2019 年加入华创证券研究所。

**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**

英国帝国理工学院硕士，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、大消费组组长：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一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

# 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 |
| | 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 | 高级销售经理 | 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 |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenying@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售经理 | 021-20572548 | shijiawei@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 |