

# 青岛啤酒 (600600)

证券研究报告

2020 年 06 月 30 日

## 线上平台助推渠道升级，百年青啤焕发新生机

**事件：**6月2日，青岛啤酒与美团点评宣布，将围绕品牌营销、交易通路和数据赋能几个层面达成战略合作。双方将依托各自资源优势，发挥协同效应，拓展构建更丰富的消费场景，进行全渠道品牌渗透。

**战略合作完善渠道布局，加速转型步伐。**近年来，公司在分区域深度分销模式的基础上，不断拓展线上线下立体化多链路业务，力争覆盖多渠道，满足消费者的多样化需求。公司注重创新营销模式，一方面着力搭建电商渠道专业组织，另一方面积极与第三方平台展开合作。本次合作中，公司可运用美团点评丰富的消费场景助力自身产品的多维渗透，打通餐饮渠道和新零售业务以寻求新的增长点，并可借助美团点评的数据挖掘和分析优势，加速数字化转型升级。

今年以来新冠肺炎疫情对啤酒消费市场形成了严重冲击，餐饮、夜场等销售渠道一度陷入停滞，公司在困境中推进“社区营销推广和无接触配送”等营销举措，同时加强线上渠道建设，减轻疫情的冲击。与美团点评的战略合作是新形势下渠道布局中的重要一环，有望助推短期业绩恢复，为公司的长远战略发展进一步奠定基础。

**契合消费升级趋势，中高端产品版图不断扩张。**在产品结构升级背景下，公司始终致力于产品结构改善。2019年公司千升酒价由2018年3267元提升至3431元，涨幅达5%，2020年Q1，疫情下依旧实现了同比5%的提升，达3861元。2002-2019年，公司主品牌销量占比从31%提升至50%，2019年奥古特、鸿运当头等高端产品共实现销量185.6万千升，同比增长7.08%，保持了在国内啤酒中高端产品市场的竞争优势。公司主品牌始终定位中高端市场，近年来加快产品结构升级，稳步提升盈利能力。

**结合数字化转型，产能持续优化升级。**公司计划于3-5年内逐步关闭整合约10家亏损工厂，逐步整合产能，提升产能利用率，股权激励计划落地后有利于进一步释放企业活力，提高公司效率。公司在稳定当期经营的同时布局长期发展，启动了包含智能制造示范工厂等10个投资项目。其中，3月，青啤平度百万千升啤酒扩建项目开工，新增一条5万瓶生产线和21座酿酒发酵罐，产能预计达100万千升，将于6月投产。5月，德州平原年产四十万千升升级改造项目的启动，6月正式投产，在产能提高3倍的同时，较大的提升产品品质和口感，持续推动产能优化升级。

**盈利预测：**由于行业恢复较快，上调20-22年盈利预测，预计公司20-22年实现营收286.60/310.27/349.16亿元，同比增长2.42%/8.26%/12.54%，20-22年净利润由19.82/24.77/31.44亿元上调至20.42/26.78/31.45亿元，同比增长10.25%/31.15%/17.42%，EPS分别为1.51/1.98/2.33元，给予公司2021年45倍PE，目标价格89.1元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**疫情持续风险；政策风险；食品安全风险；销量不及预期。

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	71.94元
目标价格	89.1元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	695.91
流通A股股本(百万股)	695.91
A股总市值(百万元)	50,064.03
流通A股市值(百万元)	50,064.03
每股净资产(元)	14.46
资产负债率(%)	45.24
一年内最高/最低(元)	73.56/36.40

### 作者

**刘畅** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《青岛啤酒-季报点评:短期承压不改长期趋势，二季度有望加速回暖》  
2020-05-01
- 2 《青岛啤酒-年报点评报告:产品结构持续优化，新青啤将迎新发展》  
2020-03-30
- 3 《青岛啤酒-公司点评:股权激励彰显长期信心，百年青啤再启航》  
2020-03-24

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575.26	27,983.76	28,659.70	31,026.54	34,916.40
增长率(%)	1.13	5.30	2.42	8.26	12.54
EBITDA(百万元)	2,503.80	2,909.77	3,341.35	4,327.93	4,969.05
净利润(百万元)	1,422.20	1,852.10	2,041.97	2,678.05	3,144.61
增长率(%)	12.60	30.23	10.25	31.15	17.42
EPS(元/股)	1.05	1.37	1.51	1.98	2.33
市盈率(P/E)	68.34	52.48	47.60	36.29	30.91
市净率(P/B)	5.41	5.07	4.83	4.49	4.14
市销率(P/S)	3.66	3.47	3.39	3.13	2.78
EV/EBITDA	13.20	17.68	22.69	17.35	14.50

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,535.74	15,301.98	20,192.45	20,899.90	23,967.63
应收票据及应收账款	164.51	226.17	154.01	263.04	210.29
预付账款	173.56	117.16	139.46	153.58	167.58
存货	2,651.22	3,181.77	2,220.96	3,470.84	3,001.49
其他	2,235.27	2,174.74	2,265.54	2,021.05	2,458.87
<b>流动资产合计</b>	<b>17,760.31</b>	<b>21,001.82</b>	<b>24,972.42</b>	<b>26,808.41</b>	<b>29,805.85</b>
长期股权投资	370.49	376.64	376.64	376.64	376.64
固定资产	10,326.69	10,222.03	9,796.52	9,360.29	8,904.65
在建工程	379.89	178.99	143.40	134.04	110.42
无形资产	2,599.69	2,558.57	2,353.42	2,148.26	1,943.10
其他	2,638.20	2,974.32	2,715.78	2,757.74	2,793.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,314.96</b>	<b>16,310.57</b>	<b>15,385.75</b>	<b>14,776.97</b>	<b>14,128.66</b>
<b>资产总计</b>	<b>34,075.27</b>	<b>37,312.38</b>	<b>40,358.17</b>	<b>41,585.38</b>	<b>43,934.51</b>
短期借款	296.16	270.91	287.00	385.00	269.00
应付票据及应付账款	2,572.42	2,388.00	2,664.31	2,569.03	3,259.28
其他	9,218.29	10,694.87	13,006.62	12,309.17	11,978.36
<b>流动负债合计</b>	<b>12,086.87</b>	<b>13,353.78</b>	<b>15,957.93</b>	<b>15,263.20</b>	<b>15,506.64</b>
长期借款	0.63	0.21	0.50	1.00	1.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,297.81	4,045.02	3,363.25	3,568.70	3,658.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,298.44</b>	<b>4,045.23</b>	<b>3,363.75</b>	<b>3,569.70</b>	<b>3,660.49</b>
<b>负债合计</b>	<b>15,385.31</b>	<b>17,399.01</b>	<b>19,321.68</b>	<b>18,832.90</b>	<b>19,167.13</b>
少数股东权益	719.48	741.79	899.51	1,091.36	1,290.27
股本	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98
资本公积	3,444.19	3,444.32	3,444.32	3,444.32	3,444.32
留存收益	16,464.67	17,633.23	18,785.99	20,310.14	22,126.12
其他	(3,289.37)	(3,256.95)	(3,444.32)	(3,444.32)	(3,444.32)
<b>股东权益合计</b>	<b>18,689.95</b>	<b>19,913.37</b>	<b>21,036.48</b>	<b>22,752.49</b>	<b>24,767.38</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>34,075.27</b>	<b>37,312.38</b>	<b>40,358.17</b>	<b>41,585.38</b>	<b>43,934.51</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,561.01	1,929.12	2,041.97	2,678.05	3,144.61
折旧摊销	1,153.43	1,114.78	726.27	730.74	734.42
财务费用	(512.57)	(355.96)	(502.34)	(480.67)	(511.83)
投资损失	(20.52)	(24.51)	(22.51)	(23.51)	(23.01)
营运资金变动	8,578.30	3,689.43	2,527.58	(1,486.20)	488.56
其它	(6,767.64)	(2,336.30)	177.72	211.85	218.91
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,992.01</b>	<b>4,016.55</b>	<b>4,948.69</b>	<b>1,630.26</b>	<b>4,051.65</b>
资本支出	(81.74)	14.30	741.77	(125.44)	(40.29)
长期投资	(5.41)	6.16	0.00	0.00	0.00
其他	(729.59)	(368.22)	(227.61)	(225.06)	(14.57)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(816.74)</b>	<b>(347.77)</b>	<b>514.16</b>	<b>(350.50)</b>	<b>(54.86)</b>
债权融资	297.21	293.32	295.18	396.10	283.83
股权融资	505.48	516.86	314.97	480.67	511.83
其他	(1,443.42)	(1,578.90)	(1,182.53)	(1,449.08)	(1,724.73)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(640.73)</b>	<b>(768.72)</b>	<b>(572.38)</b>	<b>(572.31)</b>	<b>(929.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,534.53</b>	<b>2,900.07</b>	<b>4,890.46</b>	<b>707.46</b>	<b>3,067.72</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>26,575.26</b>	<b>27,983.76</b>	<b>28,659.70</b>	<b>31,026.54</b>	<b>34,916.40</b>
营业成本	16,555.77	17,080.44	16,993.72	17,711.20	19,797.21
营业税金及附加	2,326.54	2,313.32	2,350.10	2,528.66	2,835.21
营业费用	4,868.83	5,103.51	5,187.41	5,584.78	6,250.04
管理费用	1,386.38	1,881.05	1,432.98	1,520.30	1,710.90
研发费用	19.76	21.09	22.93	27.92	31.42
财务费用	(497.12)	(484.17)	(502.34)	(480.67)	(511.83)
资产减值损失	147.03	(121.05)	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	54.17	56.75	20.00	20.00	20.00
投资净收益	20.52	24.51	22.51	23.51	23.01
其他	(684.20)	(589.58)	(85.03)	(87.02)	(86.02)
<b>营业利润</b>	<b>2,377.56</b>	<b>2,697.89</b>	<b>3,117.42</b>	<b>4,077.86</b>	<b>4,746.46</b>
营业外收入	15.92	34.66	30.00	32.00	40.00
营业外支出	13.72	5.64	5.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>2,379.77</b>	<b>2,726.91</b>	<b>3,142.42</b>	<b>4,099.86</b>	<b>4,776.46</b>
所得税	818.76	797.79	942.73	1,229.96	1,432.94
<b>净利润</b>	<b>1,561.01</b>	<b>1,929.12</b>	<b>2,199.69</b>	<b>2,869.90</b>	<b>3,343.52</b>
少数股东损益	138.81	77.01	157.72	191.85	198.91
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,422.20</b>	<b>1,852.10</b>	<b>2,041.97</b>	<b>2,678.05</b>	<b>3,144.61</b>
每股收益（元）	1.05	1.37	1.51	1.98	2.33

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.13%	5.30%	2.42%	8.26%	12.54%
营业利润	19.34%	13.47%	15.55%	30.81%	16.40%
归属于母公司净利润	12.60%	30.23%	10.25%	31.15%	17.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.70%	38.96%	40.71%	42.92%	43.30%
净利率	5.35%	6.62%	7.12%	8.63%	9.01%
ROE	7.91%	9.66%	10.14%	12.36%	13.39%
ROIC	17.94%	39.97%	106.82%	-206.13%	-692.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.15%	46.63%	47.88%	45.29%	43.63%
净负债率	-65.48%	-75.37%	-94.58%	-90.12%	-95.62%
流动比率	1.47	1.57	1.56	1.76	1.92
速动比率	1.25	1.33	1.43	1.53	1.73
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	152.68	143.26	150.77	148.79	147.54
存货周转率	10.54	9.59	10.61	10.90	10.79
总资产周转率	0.82	0.78	0.74	0.76	0.82
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	1.05	1.37	1.51	1.98	2.33
每股经营现金流	2.95	2.97	3.66	1.21	3.00
每股净资产	13.30	14.19	14.91	16.03	17.38
<b>估值比率</b>					
市盈率	68.34	52.48	47.60	36.29	30.91
市净率	5.41	5.07	4.83	4.49	4.14
EV/EBITDA	13.20	17.68	22.69	17.35	14.50
EV/EBIT	24.20	28.46	29.00	20.88	17.02

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com