

青岛啤酒 (600600)

证券研究报告

2020年03月01日

创新能力持续强化，新青啤的新未来

公告：2月28日，因生产苏打水等饮料和威士忌、蒸馏酒的需要，公司相应增加经营范围，并对现行公司章程进行修订。修订前，公司的经营范围是啤酒、碳酸饮料制造以及与之相关业务。修订后，公司的主营范围包括生产啤酒；预包装食品销售；公司的兼营范围包括生产饮料、威士忌、蒸馏酒。

经营范围扩张，公司提前布局苏打水领域。2019年，青岛啤酒王子海藻苏打水上市，聚焦海洋战略和健康战略，以“抗氧化、强免疫”的药食同源功效，填补了国内市场空白，完成了在苏打水领域的布局。目前，青啤的设备可以生产白酒、伏特加、白兰地等蒸馏酒，同时，考虑到威士忌市场潜力大，且国内并无相关龙头企业，公司可以通过收购的方式完成产业布局。此外，公司同样有意进军黄酒领域。此次公司向蒸馏酒和威士忌领域跨界，传递出了公司想要打破现有产业格局的意图。在国内啤酒市场竞争形势加剧的条件下，青岛啤酒或将开辟出一个全新的赛道。

复星全球合伙人进入青啤董事会，经营效率有望提升。2月27日，公司选举石琨为非执行董事，石琨现任复星全球合伙人，历任复星集团品牌市场部副总经理，复星地产控股总裁办公室总经理等。复星全球合伙人进入青啤董事会，体现了复星将密切参与青岛啤酒的未来发展，为青岛啤酒注入新的活力，有助于推进公司机制改革。同时，复星也将积极推动旗下各类酒店、餐饮业务与公司的全面对接，提高公司的渠道渗透力度，采用多种形式加快提升公司的市场拓展和业务发展。

股权激励计划提上日程，彰显长期信心。根据公司控股股东承诺，2020年6月底前将推进包括股权激励在内的长期激励计划，经相关部门批准后，提交公司股东大会审议后实施。管理层长期激励计划能够充分调动公司董事及核心骨干的积极性，更好的加强公司管理层、股东和公司之间的利益结合，提高公司的生产经营业绩。

疫情下有序复工复产，打通社交电商之路。公司于2月10日正式复工，全国各地的制造工厂及销售公司也陆续有序地复工复产，为疫情防控提供充足的物资保障。疫情下，公司快速转换思路，积极维护销售终端，创新市场营销方式，开启了社区团购和无接触配送服务。同时，公司启动分销员计划，通过线上线下联动保障生产与销售，同时，缓解经销商库存压力，增强经销商信心。

盈利预测：预计公司2019-2021年实现营收285.27/307.52/332.10亿元，同比增长7.34%/7.80%/7.99%，实现净利润17.27/21.16/26.38亿元，同比增长21.42%/22.52%/24.68%，EPS分别为1.28/1.57/1.95元，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；政策风险；食品安全风险；销量不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,277.05	26,575.26	28,526.69	30,751.51	33,209.78
增长率(%)	0.65	1.13	7.34	7.80	7.99
EBITDA(百万元)	2,543.30	2,503.80	3,090.50	3,786.86	4,613.25
净利润(百万元)	1,263.02	1,422.20	1,726.84	2,115.69	2,637.87
增长率(%)	21.04	12.60	21.42	22.52	24.68
EPS(元/股)	0.93	1.05	1.28	1.57	1.95
市盈率(P/E)	45.67	40.56	33.41	27.27	21.87
市净率(P/B)	3.36	3.21	3.07	2.90	2.70
市销率(P/S)	2.20	2.17	2.02	1.88	1.74
EV/EBITDA	16.85	13.20	12.83	11.10	7.60

资料来源：wind，天风证券研究所

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	42.7元
目标价格	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)	29,715.51
流通A股市值(百万元)	29,715.51
每股净资产(元)	14.73
资产负债率(%)	43.35
一年内最高/最低(元)	56.40/37.40

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-首次覆盖报告:迎合行业发展顶层逻辑,重振纯正国货往日荣光》
2020-01-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,805.49	12,535.74	17,520.85	15,277.65	22,187.32
应收票据及应收账款	183.62	164.51	187.45	203.85	218.60
预付账款	116.39	173.56	24.95	215.56	53.03
存货	2,392.91	2,651.22	2,591.20	2,947.19	2,859.15
其他	1,574.58	2,235.27	1,835.08	1,879.69	2,097.92
流动资产合计	14,072.98	17,760.31	22,159.54	20,523.94	27,416.03
长期股权投资	375.90	370.49	370.49	370.49	370.49
固定资产	10,993.77	10,326.69	9,944.16	9,516.37	9,048.42
在建工程	200.14	379.89	263.93	206.36	153.82
无形资产	2,776.22	2,599.69	2,375.50	2,151.32	1,927.13
其他	2,555.70	2,638.20	2,538.20	2,552.46	2,557.55
非流动资产合计	16,901.73	16,314.96	15,492.28	14,796.99	14,057.41
资产总计	30,974.71	34,075.27	37,651.82	35,320.93	41,473.44
短期借款	282.53	296.16	287.00	385.00	269.00
应付票据及应付账款	2,373.21	2,572.42	2,778.49	2,732.86	3,066.23
其他	7,796.49	9,218.29	11,975.84	8,215.24	12,381.36
流动负债合计	10,452.23	12,086.87	15,041.33	11,333.10	15,716.59
长期借款	1.05	0.63	0.50	1.00	1.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,746.93	3,297.81	2,985.53	3,010.09	3,097.81
非流动负债合计	2,747.97	3,298.44	2,986.03	3,011.09	3,099.31
负债合计	13,200.21	15,385.31	18,027.36	14,344.19	18,815.90
少数股东权益	629.28	719.48	863.85	1,058.15	1,298.15
股本	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98
资本公积	3,444.18	3,444.19	3,444.19	3,444.19	3,444.19
留存收益	15,647.79	16,464.67	17,409.63	18,567.61	20,008.40
其他	(3,297.72)	(3,289.37)	(3,444.19)	(3,444.19)	(3,444.19)
股东权益合计	17,774.50	18,689.95	19,624.46	20,976.74	22,657.53
负债和股东权益总	30,974.71	34,075.27	37,651.82	35,320.93	41,473.44

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,382.26	1,561.01	1,726.84	2,115.69	2,637.87
折旧摊销	1,178.62	1,153.43	782.67	789.55	794.68
财务费用	(395.01)	(512.57)	(502.34)	(480.67)	(511.83)
投资损失	(57.99)	(20.52)	(39.25)	(29.89)	(34.57)
营运资金变动	218.18	8,578.30	2,578.92	(4,255.47)	4,753.76
其它	(102.52)	(6,767.64)	164.37	214.30	260.00
经营活动现金流	2,223.54	3,992.01	4,711.20	(1,646.49)	7,899.91
资本支出	675.00	(81.74)	372.28	55.44	(37.72)
长期投资	(3.63)	(5.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,175.04)	(729.59)	345.30	(273.63)	(151.77)
投资活动现金流	(503.67)	(816.74)	717.58	(218.19)	(189.49)
债权融资	284.00	297.21	287.91	386.41	270.91
股权融资	424.12	505.48	347.52	480.67	511.83
其他	(1,241.30)	(1,443.42)	(1,079.09)	(1,245.61)	(1,583.49)
筹资活动现金流	(533.17)	(640.73)	(443.67)	(378.52)	(800.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,186.69	2,534.53	4,985.12	(2,243.20)	6,909.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,277.05	26,575.26	28,526.69	30,751.51	33,209.78
营业成本	15,622.13	16,555.77	17,220.74	18,124.99	19,044.10
营业税金及附加	2,325.03	2,326.54	2,339.19	2,506.25	2,696.63
营业费用	5,768.94	4,868.83	5,163.33	5,535.27	5,944.55
管理费用	1,225.57	1,386.38	1,426.33	1,506.82	1,627.28
研发费用	18.69	19.76	28.53	30.75	33.21
财务费用	(370.02)	(497.12)	(502.34)	(480.67)	(511.83)
资产减值损失	10.72	147.03	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	0.12	54.17	20.00	20.00	20.00
投资净收益	57.99	20.52	39.25	29.89	34.57
其他	(374.34)	(684.20)	(118.51)	(99.77)	(109.14)
营业利润	1,992.23	2,377.56	2,810.17	3,477.98	4,330.41
营业外收入	145.62	15.92	30.00	32.00	40.00
营业外支出	33.03	13.72	5.00	10.00	10.00
利润总额	2,104.82	2,379.77	2,835.17	3,499.98	4,360.41
所得税	722.56	818.76	963.96	1,189.99	1,482.54
净利润	1,382.26	1,561.01	1,871.21	2,309.99	2,877.87
少数股东损益	119.24	138.81	144.37	194.30	240.00
归属于母公司净利润	1,263.02	1,422.20	1,726.84	2,115.69	2,637.87
每股收益(元)	0.93	1.05	1.28	1.57	1.95

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	0.65%	1.13%	7.34%	7.80%	7.99%
营业利润	21.46%	19.34%	18.20%	23.76%	24.51%
归属于母公司净利润	21.04%	12.60%	21.42%	22.52%	24.68%
获利能力					
毛利率	40.55%	37.70%	39.63%	41.06%	42.66%
净利率	4.81%	5.35%	6.05%	6.88%	7.94%
ROE	7.37%	7.91%	9.20%	10.62%	12.35%
ROIC	14.31%	17.94%	38.88%	276.21%	59.33%
偿债能力					
资产负债率	42.62%	45.15%	47.88%	40.61%	45.37%
净负债率	-53.57%	-65.48%	-87.81%	-70.99%	-96.73%
流动比率	1.35	1.47	1.47	1.81	1.74
速动比率	1.12	1.25	1.30	1.55	1.56
营运能力					
应收账款周转率	157.04	152.68	162.10	157.18	157.23
存货周转率	10.94	10.54	10.88	11.10	11.44
总资产周转率	0.86	0.82	0.80	0.84	0.86
每股指标(元)					
每股收益	0.93	1.05	1.28	1.57	1.95
每股经营现金流	1.65	2.95	3.49	-1.22	5.85
每股净资产	12.69	13.30	13.89	14.74	15.81
估值比率					
市盈率	45.67	40.56	33.41	27.27	21.87
市净率	3.36	3.21	3.07	2.90	2.70
EV/EBITDA	16.85	13.20	12.83	11.10	7.60
EV/EBIT	31.00	24.20	17.18	14.02	9.18

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