

# 青岛啤酒 (600600)

证券研究报告

2020年08月13日

## 服务意识领跑行业，品牌价值持续绽放

年初以来，青岛啤酒在扩品类、推新品等方面动作频繁，加速产品结构升级与品牌建设，并不断拓宽消费群体、完善渠道布局，实现加速发展。2020年，青啤以1792.85亿元的品牌价值连续17年蝉联中国啤酒行业首位。

**加码布局苏打水新赛道，持续推出中高端新品。**2019年，青岛啤酒推出王子海藻苏打水，聚焦海洋大健康苏打水领域，填补了国内市场空白。今年3月，公司宣布推出新品果味苏打气泡水“轻零”，进一步完善在苏打水领域的布局。5月，青岛白啤宣布更换全新包装，上线后接受度高，线上渠道销量可观。6月，青啤在韩国推出不含酒精的青啤品牌“青岛无酒精”，在全球无酒精饮料市场增速较快的趋势下，加码无酒精啤酒的海外布局。7月，青啤推出了“百年之旅”、“琥珀拉格”等系列艺术酿造新品，率先加码超高端啤酒市场，引领行业加速升级。

**私人定制拓宽消费群，战略合作完善渠道布局。**2019年，公司上线国内首创的定制业务，通过将啤酒包装和用户专属元素相结合，满足用户在不同场景下的个性化需求。今年以来，公司与海尔卡奥斯、威马汽车等分别就建设啤酒互联网平台、推出联名产品等达成战略合作，深化产业协同。同时与美团点评达成战略合作，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，并可借助数据挖掘和分析优势加速数字化转型升级。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，为公司的长远战略发展进一步奠定基础。

**自建酒吧助力盈利模式多样化转型。**近日，TSINGTAO1903青岛啤酒吧首家店上线。目前在全国开业门店数超过百家，覆盖全国52个城市。自建酒吧为公司开拓了全新的盈利模式，酒吧消费场景和品牌效力相辅相成。青啤的品牌为酒吧运营提供保障，带来具有粘性的客源；自建酒吧进一步拓展了青岛啤酒的消费群体，丰富了品牌价值，将青岛啤酒的品牌力进一步渗透，同时也拓展了产品的销售渠道，形成了线上线下业务的一体化闭环。

**结合数字化转型，产能持续优化升级。**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：**预计公司2020-2022年实现营收286.60/311.23/350.27亿元，同比增长2.42%/8.59%/12.55%，2020-2022年实现净利润20.42/26.96/31.66亿元，同比增长10.25%/32.04%/17.41%，EPS分别为1.50/1.98/2.32元，给予公司2021年50倍PE，目标价格99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。

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	31,122.63	35,027.39
增长率(%)	1.13	5.30	2.42	8.59	12.55
EBITDA(百万元)	2,503.80	2,909.77	3,341.35	4,355.85	5,000.96
净利润(百万元)	1,422.20	1,852.10	2,041.97	2,696.29	3,165.62
增长率(%)	12.60	30.23	10.25	32.04	17.41
EPS(元/股)	1.04	1.36	1.50	1.98	2.32
市盈率(P/E)	71.65	55.02	49.91	37.79	32.19
市净率(P/B)	5.67	5.32	5.06	4.70	4.33
市销率(P/S)	3.83	3.64	3.56	3.27	2.91
EV/EBITDA	13.20	17.68	24.10	18.31	15.35

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	74.7元
目标价格	99元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	709.11
流通A股股本(百万股)	695.91
A股总市值(百万元)	52,970.79
流通A股市值(百万元)	51,984.75
每股净资产(元)	14.46
资产负债率(%)	45.24
一年内最高/最低(元)	89.37/36.40

### 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

- 《青岛啤酒-公司研究简报:线上平台助推渠道升级，百年青啤焕发新生机》2020-06-30
- 《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
- 《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



## 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	20,205.65	20,949.88	23,999.91
应收票据及应收账款	164.51	226.17	154.01	264.33	210.50
预付账款	173.56	117.16	139.46	154.21	167.67
存货	2,651.22	3,181.77	2,220.96	3,483.13	3,003.80
其他	2,235.27	2,174.74	2,265.54	2,022.94	2,458.99
<b>流动资产合计</b>	<b>17,760.31</b>	<b>21,001.82</b>	<b>24,985.62</b>	<b>26,874.49</b>	<b>29,840.87</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>40,371.37</b>	<b>41,651.46</b>	<b>43,969.54</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	2,580.33	3,261.13
其他	9,218.29	10,694.87	13,006.62	12,339.06	11,973.19
<b>流动负债合计</b>	<b>12,086.87</b>	<b>13,353.78</b>	<b>15,957.93</b>	<b>15,304.39</b>	<b>15,503.32</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>18,874.09</b>	<b>19,163.81</b>
少数股东权益	719.48	741.79	899.51	1,092.67	1,292.91
股本	1,350.98	1,350.98	1,364.18	1,364.18	1,364.18
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	20,320.52	22,148.63
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>21,049.68</b>	<b>22,777.37</b>	<b>24,805.73</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>34,075.27</b>	<b>37,312.38</b>	<b>40,371.37</b>	<b>41,651.46</b>	<b>43,969.54</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	2,696.29	3,165.62
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	(1,461.11)	457.41
其它	(6,767.64)	(2,336.30)	177.72	213.16	220.24
<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>1,674.90</b>	<b>4,042.84</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	328.17	480.67	511.83
其他	(1,443.42)	(1,578.90)	(1,182.53)	(1,456.94)	(1,733.61)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(640.73)</b>	<b>(768.72)</b>	<b>(559.18)</b>	<b>(580.17)</b>	<b>(937.95)</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>4,903.66</b>	<b>744.23</b>	<b>3,050.04</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>31,122.63</b>	<b>35,027.39</b>
营业成本	16,555.77	17,080.44	16,993.72	17,749.44	19,841.87
营业税金及附加	2,326.54	2,313.32	2,350.10	2,536.49	2,844.22
营业费用	4,868.83	5,103.51	5,187.41	5,602.07	6,269.90
管理费用	1,386.38	1,881.05	1,432.98	1,525.01	1,716.34
研发费用	19.76	21.09	22.93	28.01	31.52
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>4,105.78</b>	<b>4,778.37</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>4,127.78</b>	<b>4,808.37</b>
所得税	818.76	797.79	942.73	1,238.34	1,442.51
<b>净利润</b>	<b>1,561.01</b>	<b>1,929.12</b>	<b>2,199.69</b>	<b>2,889.45</b>	<b>3,365.86</b>
少数股东损益	138.81	77.01	157.72	193.16	200.24
<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>2,696.29</b>	<b>3,165.62</b>
每股收益(元)	1.04	1.36	1.50	1.98	2.32

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%	8.59%	12.55%
营业利润	19.34%	13.47%	15.55%	31.70%	16.38%
归属于母公司净利润	12.60%	30.23%	10.25%	32.04%	17.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.70%	38.96%	40.71%	42.97%	43.35%
净利率	5.35%	6.62%	7.12%	8.66%	9.04%
ROE	7.91%	9.66%	10.13%	12.43%	13.46%
ROIC	17.94%	39.97%	106.82%	-207.73%	-659.00%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.15%	46.63%	47.86%	45.31%	43.58%
净负债率	-65.48%	-75.37%	-94.59%	-90.24%	-95.61%
流动比率	1.47	1.57	1.57	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	10.91	10.80
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	1.04	1.36	1.50	1.98	2.32
每股经营现金流	2.93	2.94	3.63	1.23	2.96
每股净资产	13.17	14.05	14.77	15.90	17.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	71.65	55.02	49.91	37.79	32.19
市净率	5.67	5.32	5.06	4.70	4.33
EV/EBITDA	13.20	17.68	24.10	18.31	15.35
EV/EBIT	24.20	28.46	30.80	22.00	17.99

### 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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