



Research and
Development Center

激励顺利推进，助力高端转型

— 青岛啤酒（600600.SH）公司点评报告

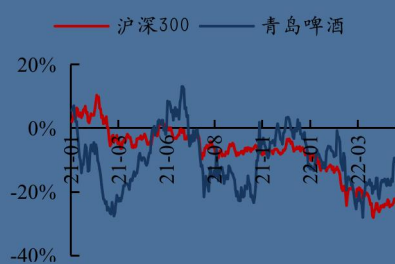
2022年7月21日

马铮 食品饮料首席分析师

S1500520110001

mazheng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
点评报告
青岛啤酒(600600.SH)
投资评级 买入

上次评级 买入


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	95.56
52周内股价	73-108.5
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	5.57
总股本(亿股)	13.64
流通A股比例(%)	51.02%
总市值(亿元)	1097.50

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

激励顺利推进, 助力高端转型

2022年07月21日

本期内容提要:

◆**事件简述:** 公司A股限制性股票激励计划首次授予限制性股票第一个解除限售期将于2022年7月25日届满, 本次共有619名激励对象符合解除限售条件, 可解锁限售的限制性股票数量4,359,428股, 占解除前公司总股本0.32%, 本次变动后有限售条件的流通A股减少至9,012,570股, 占公司总股本48.37%。

◆**我们认为, 公司股权激励计划有以下两个亮点:**

◆**对业绩要求较为宽松。** 从公司股权激励计划的三个核心解除限售条件来看, 以2020年为例, 公司实际ROE为11.59%、超过考核值8.1%, 而公司2019年ROE(摊薄)已经为9.66%; 2020年净利润较2016-2018年净利润均值增长84.86%, 超过了增长率考核目标(50%); 2020年净利润较2016-2018年均值增加10.55亿元, 高于对标企业净利润增长量之和。

◆**更多是绑定核心管理人员、分享业绩增长。** 从股权计划的激励对象结构来看, 共有619名激励对象符合解除限售条件, 除了9名高管人员, 剩下的610名激励对象为公司的核心管理人员、中层管理人员和核心骨干人员, 已获授予限制性股票数量为1209.8万股, 占总授予股票数量90.47%, 可见股权激励计划是希望稳定核心管理人员、保证产品结构升级公司战略落地实施。从授予价格来看, 2022年7月20日收盘价95.56元是授予价格21.18元的4.5倍, 激励对象成功分享了公司业绩的增长过程。

◆**投资建议: 高端化势头正盛, 利润弹性加速释放。** 公司是首家出台股权激励计划的啤酒企业, 股权激励的落地不仅锁定高层、同时保证中层管理人员的稳定性, 确保“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”六大战略指引落地。在稳定的管理层下, 六大战略指引将会落实到山东和华北市场产品结构升级加速+费效比降低, 由此释放的利润弹性有望超出市场预期。我们预计2022-2024年营收CAGR为6.4%, 归母净利润CAGR为20.8%, EPS分别为2.41/2.85/3.49元, 对应2022年7月20日收盘价(95.56元/股)PE40/34/27倍, 维持“买入”评级。

◆**股价催化剂:** 复工复产后现饮渠道动销恢复进度、消费旺季主品牌销量增速超出预期、区域市场提价、沿黄市场成长性超出预期

◆**风险因素:** 疫情反复、高端啤酒竞争加剧、原材料价格上涨

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27,760	30,167	32,524	34,645	36,836
同比(%)	-0.8%	8.7%	7.8%	6.5%	6.3%
归属母公司净利润	2,201	3,155	3,292	3,889	4,765
同比(%)	18.9%	43.3%	4.3%	18.1%	22.6%
毛利率(%)	35.3%	36.7%	36.6%	38.1%	40.2%
ROE(%)	10.7%	13.7%	13.3%	13.6%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.61	2.31	2.41	2.85	3.49
P/E	59.23	41.32	39.60	33.53	27.36
P/B	6.32	5.67	5.26	4.55	3.90
EV/EBITDA	29.52	26.14	23.98	19.94	15.85

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年7月20日收盘价

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24,628	28,959	30,402	36,318	41,738
货币资金	18,467	14,598	16,123	20,483	26,059
应收票据	6	0	6	1	7
应收账款	120	125	170	144	190
预付账款	240	228	221	230	236
存货	3,281	3,493	3,612	3,659	3,690
其他	2,515	10,515	10,269	11,801	11,556
非流动资产	16,886	17,604	17,026	16,477	15,938
长期股权投资	374	366	365	363	362
固定资产(合计)	10,303	10,149	10,289	9,695	9,112
无形资产	2,504	2,481	2,481	2,481	2,481
其他	3,705	4,609	3,892	3,938	3,984
资产总计	41,514	46,563	47,428	52,794	57,676
流动负债	15,510	18,259	17,230	18,586	18,553
短期借款	703	246	123	184	277
应付票据	149	170	307	189	321
应付账款	2,566	3,128	2,513	3,354	2,674
其他	12,091	14,715	14,287	14,859	15,281
非流动负债	4,636	4,511	4,508	4,505	4,501
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,636	4,511	4,508	4,505	4,501
负债合计	20,146	22,769	21,738	23,091	23,055
少数股东权益	746	792	897	1,022	1,174
归属母公司股东权益	20,622	23,002	24,793	28,682	33,447
负债和股东权益	41,514	46,563	47,428	52,794	57,676

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27,760	30,167	32,524	34,645	36,836
同比(%)	-0.8%	8.7%	7.8%	6.5%	6.3%
归属母公司净利润	2,201	3,155	3,292	3,889	4,765
同比(%)	18.9%	43.3%	4.3%	18.1%	22.6%
毛利率(%)	35.3%	36.7%	36.6%	38.1%	40.2%
ROE(%)	10.7%	13.7%	13.3%	13.6%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.61	2.31	2.41	2.85	3.49
P/E	59.23	41.32	39.60	33.53	27.36
P/B	6.32	5.67	5.26	4.55	3.90
EV/EBITDA	29.52	26.14	23.98	19.94	15.85

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27,760	30,167	32,524	34,645	36,836
营业成本	17,952	19,091	20,628	21,456	22,046
营业税金及附加	2,219	2,319	2,602	2,772	2,947
销售费用	3,573	4,097	4,391	4,677	4,973
管理费用	1,678	1,693	1,821	1,940	2,063
研发费用	21	31	33	35	37
财务费用	-471	-243	-576	-638	-809
减值损失合计	-131	-189	-51	-55	-60
投资净收益	25	186	163	173	184
其他	569	1,278	911	970	1,031
营业利润	3,250	4,455	4,647	5,492	6,735
营业外收支	-11	24	26	28	29
利润总额	3,240	4,479	4,673	5,520	6,765
所得税	913	1,223	1,276	1,507	1,847
净利润	2,327	3,256	3,398	4,013	4,918
少数股东损益	126	101	105	124	152
归母净利润	2,201	3,155	3,292	3,889	4,765
EBITDA	3,997	4,624	4,777	5,528	6,607
EPS(当年)	1.63	2.33	2.41	2.85	3.49

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	4,953	6,043	3,889	5,033	6,237
净利润	2,327	3,256	3,398	4,013	4,918
折旧摊销	1,163	1,144	1,141	1,138	1,173
财务费用	-288	-270	8	7	10
投资损失	-25	-186	-163	-173	-184
营运资金变动	1,977	3,009	-196	366	658
其它	-201	-910	-300	-319	-338
投资活动现金	-1,488	-10,25	-728	-724	-740
资本支出	-1,275	-1,602	-219	-226	-252
长期投资	-470	-9,185	-626	-626	-626
其他	257	537	117	127	138
筹资活动现金	-356	-1,614	-1,635	51	79
吸收投资	282	6	0	0	0
借款	720	251	-123	61	92
支付利息或股	-793	-1,111	-1,509	-7	-10
现金净增加额	3,086	-5,829	1,526	4,360	5,576

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com

华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。