



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：86.50

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

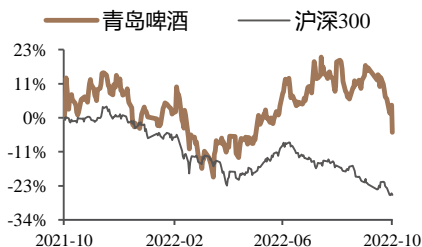
董广达

资格编号：S0120522070002

邮箱：donggd@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.71	-19.91	-13.92
相对涨幅(%)	-11.35	-8.31	0.56

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《青岛啤酒：百年历史啤酒龙头，行稳致远再扬帆》，2022.10.24

青岛啤酒三季报业绩点评：Q3 销量双位数增长，高端化趋势延续

投资要点

- **事件：**公司披露 2022 年三季报，2022 年前三季度公司实现营业收入 291.1 亿元，同比增长 8.7%；归母净利和扣非归母净利分别达到 42.7 亿元和 38.6 亿元，分别同比增长 18.2%和 20.0%。22Q3 公司实现营业收入 98.4 亿元，同比增长 16.0%；归母净利和扣非归母净利分别达到 14.2 亿元和 12.7 亿元，分别同比增长 18.4%和增长 20.1%。
- **成本压力仍在，Q3 费用投放力度有所加大。**22Q3 公司毛利率为 38.0%，同比下降 0.2pct；22Q3 净利率为 14.4%，同比上升 0.3pct。受包材、原材料、物流运输费等价格波动影响，22Q3 公司吨酒成本同比提升 4.9%，成本压力仍在。费用端，22Q3 公司销售费用率和管理费用率分别提升 1.27pct 和下降 1.1pct，我们判断销售费用率的提升主要有以下几个原因：1) 公司 Q3 旺季期间促销费用投放力度加大；2) 11 月世界杯开赛，公司相关宣传推广费用前置投放；3) 去年受疫情和天气灾害影响，部分推广活动受限，销售费用率基数较低。
- **Q3 销量双位数增长，吨酒价格持续提升。**(1) 2022 年前三季度公司实现啤酒销量 727.9 万吨，同比增长 2.8%，其中主品牌青岛啤酒实现销量 395.3 万吨，同比增长 4.5%。22Q3 单季度啤酒销量 255.9 万吨，同比增长 10.7%，增速相较于前两季度提升明显，我们判断一方面是疫情影响因素减弱带来需求回补以及 Q3 天气炎热所致，另一方面去年同期基数相对较低(21Q3 销量为 231.3 万吨，同比 20Q3 销量下降 8.8%)。(2) 产品结构持续优化，吨酒价格提升。公司高端化战略持续推行，前三季度中高端啤酒销量 249.8 万吨，同比增长 8.2%，占比 34.3%，同比上升 1.7pct。产品结构升级带动下，公司 22Q3 吨酒价格同比提升 4.8%。
- **投资建议：**Q3 成本压力仍在，但公司仍维持了不错的盈利能力。Q4 关注成本压力缓解、世界杯开赛等多重因素催化。我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现营收 328.2、351.6、376.0 亿元，同比增长 8.8%、7.1%、6.9%；实现归母净利润 33.9、40.8、48.0 亿元，同比增长 7.6%、20.1%、17.6%，EPS 分别为 2.49/2.99/3.51 元，对应 PE 分别为 34.8x/28.9x/24.6x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品结构升级不及预期；市场高端化竞争加剧；原材料成本上升；疫情扰动等。

股票数据

总股本(百万股):	1,364.35
流通 A 股(百万股):	700.27
52 周内股价区间(元):	72.82-109.50
总市值(百万元):	118,016.69
总资产(百万元):	49,318.25
每股净资产(元):	19.08

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,819	35,160	37,600
(+/-)YOY(%)	-0.8%	8.7%	8.8%	7.1%	6.9%
净利润(百万元)	2,201	3,155	3,394	4,077	4,795
(+/-)YOY(%)	18.9%	43.3%	7.6%	20.1%	17.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.61	2.31	2.49	2.99	3.51
毛利率(%)	35.3%	36.7%	36.2%	37.8%	39.2%
净资产收益率(%)	10.7%	13.7%	13.4%	14.6%	15.4%

资料来源：公司年报(2020-2021)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.33	2.49	2.99	3.51
每股净资产	16.86	18.53	20.53	22.88
每股经营现金流	4.43	6.42	3.94	4.29
每股股利	1.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	42.53	34.77	28.95	24.61
P/B	5.87	4.67	4.21	3.78
P/S	3.91	3.60	3.36	3.14
EV/EBITDA	26.14	22.04	17.94	14.68
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.7%	36.2%	37.8%	39.2%
净利润率	10.8%	10.7%	12.0%	13.1%
净资产收益率	13.7%	13.4%	14.6%	15.4%
资产回报率	6.8%	6.8%	7.6%	8.3%
投资回报率	10.5%	10.7%	11.7%	12.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.7%	8.8%	7.1%	6.9%
EBIT 增长率	22.8%	12.3%	21.3%	19.7%
净利润增长率	43.3%	7.6%	20.1%	17.6%
偿债能力指标				
资产负债率	48.9%	47.6%	46.1%	44.1%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.0	1.3	1.5	1.6
现金比率	0.8	1.1	1.2	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.5	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	63.9	63.9	63.9	63.9
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
固定资产周转率	3.0	3.2	3.5	3.7

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,155	3,394	4,077	4,795
少数股东损益	101	105	126	148
非现金支出	1,346	553	557	562
非经营收益	-1,568	-904	-874	-913
营运资金变动	3,009	5,614	1,482	1,263
经营活动现金流	6,043	8,761	5,369	5,855
资产	-1,602	-187	-163	-139
投资	-9,185	-1,190	-1,200	-1,200
其他	537	359	417	432
投资活动现金流	-10,250	-1,017	-947	-907
债权募资	-450	-10	-10	-10
股权募资	6	0	0	0
其他	-1,170	-1,130	-1,355	-1,592
融资活动现金流	-1,614	-1,140	-1,365	-1,602
现金净流量	-5,829	6,604	3,057	3,345

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30,167	32,819	35,160	37,600
营业成本	19,091	20,926	21,881	22,857
毛利率%	36.7%	36.2%	37.8%	39.2%
营业税金及附加	2,319	2,523	2,703	2,890
营业税金率%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
营业费用	4,097	4,209	4,477	4,720
营业费用率%	13.6%	12.8%	12.7%	12.6%
管理费用	1,693	1,825	1,972	2,114
管理费用率%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用	31	34	36	39
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	3,480	3,908	4,740	5,672
财务费用	-243	-209	-308	-354
财务费用率%	-0.8%	-0.6%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-189	-50	-50	-50
投资收益	186	202	217	232
营业利润	4,455	4,798	5,766	6,784
营业外收支	24	15	15	15
利润总额	4,479	4,813	5,781	6,799
EBITDA	4,624	4,411	5,247	6,184
所得税	1,223	1,314	1,578	1,856
有效所得税率%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%
少数股东损益	101	105	126	148
归属母公司所有者净利润	3,155	3,394	4,077	4,795

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,598	21,201	24,259	27,604
应收账款及应收票据	125	141	144	161
存货	3,493	3,882	3,782	4,229
其它流动资产	10,743	6,930	7,735	7,914
流动资产合计	28,959	32,154	35,919	39,907
长期股权投资	366	356	356	356
固定资产	10,149	10,116	10,078	10,037
在建工程	762	812	862	912
无形资产	2,481	2,481	2,481	2,481
非流动资产合计	17,604	17,833	17,956	18,074
资产总计	46,563	49,987	53,875	57,981
短期借款	246	246	246	246
应付票据及应付账款	3,298	3,294	3,599	3,602
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	14,715	15,775	16,509	17,262
流动负债合计	18,259	19,314	20,354	21,109
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	4,511	4,501	4,491	4,481
非流动负债合计	4,511	4,501	4,491	4,481
负债总计	22,769	23,815	24,844	25,590
实收资本	1,364	1,364	1,364	1,364
普通股股东权益	23,002	25,276	28,007	31,220
少数股东权益	792	897	1,023	1,171
负债和所有者权益合计	46,563	49,987	53,875	57,981

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

董广达，德邦证券食品饮料行业分析师。毕业于伦敦政治经济学院，拥有零售咨询经验，曾任职于中银国际证券，2 年食品饮料行业卖方研究经验，主要覆盖啤酒、休闲食品、肉制品等板块。2021 年卖方分析师水晶球奖入围团队成员。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。