



## 青岛啤酒 (168.HK/600600.CH)：高端化进程局限性较大，但港股估值吸引

青岛啤酒的产品结构升级仍主要由次高端产品驱动，令未来高端化空间受到一定程度的限制。相较而言，华润啤酒在喜力等高端产品的加持下更胜一筹。但随着外资回归有望带动港股逐步回暖，青啤港股有望逐步缩小与A股的估值差距。我们基本维持2022-24E收入预测，维持公司港股/A股目标价及评级。

**产品矩阵或限制未来高端化空间：**青啤主品牌销量主要来自于6-8元的次高端产品（包括“纯生”与“1903”）以及5-6元中端产品（“经典”和其他），而8元以上的高端及以上产品的贡献相对较小。同时，在高端及以上价格带，青啤除了白啤以外，缺乏增长势头强劲的爆款产品以及海外高端品牌的加持。在我们看来，以上两点决定了青啤在疫情后的产品结构升级仍主要由次高端产品驱动。这也很大程度上限制了青啤未来高端化的空间。

**2023年收入增长具有一定不确定性：**疫情影响下，中国啤酒行业2022年次高端产品的增速大幅放缓，且明显弱于高端产品。这一趋势下，青啤的“纯生”及“1903”2022年增速不及“经典”，拖累了青啤整体收入表现。进入2023年，消费意愿虽有所改善，但中低线城市消费力仍待恢复。在这一背景下，青啤次高端产品的销售趋势在2023年能否完全恢复依然存在变数。相较而言，我们认为在喜力等高端产品的加持下，华润啤酒2023年的收入有更好的增长前景和确定性。

**青啤港股与A股的估值差有望缩小：**2020年疫情以来，港股相对A股持续走弱，导致青啤A股与港股间的估值差距不断拉大。目前，青啤A股与港股分别交易在23x2023年EV/EBITDA与12x2023年EV/EBITDA（行业最低）。随着外资逐渐回归，港股在2023年有望逐渐反弹，我们预期青啤港股与A股间的估值差有望逐步缩小。

**维持港股“买入”评级及A股“持有”评级：**我们维持2022-2024年收入预测基本不变。但基于对公司费用管控更乐观的预期，我们小幅上调了2022-2024年归母净利润预测。基于25x2023年EV/EBITDA的估值（与华润目标估值水平一致），我们维持青啤A股115人民币目标价与“持有”评级。基于17x2023年EV/EBITDA的估值（华润目标估值30%的折扣），我们维持青啤港股96港币目标价与“买入”评级。华润(291.HK)与重啤(600132.CH)仍是我们在啤酒行业的首选标的。

图表 1：盈利预测变动

	2022E			2023E			2024E			
	人民币百万	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	32,327	32,522	-0.6%	33,939	34,149	-0.6%	35,544	35,766	-0.6%	
毛利润	9,546	9,557	-0.1%	10,331	10,379	-0.5%	11,138	11,202	-0.6%	
毛利率	29.5%	29.4%	0.1 pct	30.4%	30.4%	0.0 pct	31.3%	31.3%	0.0 pct	
归母净利润	3,327	3,261	2.0%	3,780	3,687	2.5%	4,253	4,118	3.3%	
归母净利率	10.3%	10.0%	0.3 pct	11.1%	10.8%	0.3 pct	12.0%	11.5%	0.5 pct	

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6439

桑若楠, CFA

助理分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2023年2月23日

### 青岛啤酒 (168.HK)

买入

目标价 (港元)	96.0
潜在升幅/降幅	26.7%
目前股价 (港元)	75.8
52周内股价区间 (港元)	54.5-83.8
总市值 (港元)	135,728
近3月日均成交额 (百万港元)	193.2

注：截至2023年2月22日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 青岛啤酒 (600600.CH)

持有

目标价 (人民币)	115.0
潜在升幅/降幅	+7.7%
目前股价 (人民币)	106.7
52周内股价区间 (人民币)	73.0-112.6
总市值 (百万人民币)	119,307
近3月日均成交额 (百万人民币)	473.2

注：截至2023年2月22日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 青岛啤酒

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	27,760	30,167	32,327	33,939	35,544
同比	-0.8%	8.7%	7.2%	5.0%	4.7%
营业成本	20,171	21,410	22,781	23,609	24,407
毛利润	7,589	8,757	9,546	10,331	11,138
毛利率	27.3%	29.0%	29.5%	30.4%	31.3%
销售及管理费用	5,273	5,820	5,954	6,212	6,409
其他经营收入及收益 (损失)	0	0	0	0	0
经营溢利	2,316	2,937	3,592	4,119	4,729
经营利润率	8.3%	9.7%	11.1%	12.1%	13.3%
净融资成本	483	252	343	463	529
其他收入或支出	441	1,291	820	820	820
税前溢利	3,240	4,479	4,754	5,402	6,078
所得税	913	1,223	1,331	1,512	1,702
所得税率	28.2%	27.3%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	2,327	3,256	3,423	3,889	4,376
少数股东利润	126	101	96	109	123
归母净利润	2,201	3,155	3,327	3,780	4,253
归母净利率	7.9%	10.5%	10.3%	11.1%	12.0%
同比	18.9%	43.3%	5.4%	13.6%	12.5%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	18,467	14,598	22,966	26,628	29,555
应收账款	120	125	131	137	144
应收票据及其他	319	903	903	903	903
存货	3,281	3,493	3,620	3,752	3,878
短期投资	1,889	2,778	2,778	2,778	2,778
其他流动资产	552	7,062	552	552	552
流动资产合计	24,628	28,959	30,951	34,750	37,811
物业、机器及设备	10,303	10,149	10,079	9,954	9,861
长期投资	402	392	392	392	392
其他	6,182	7,064	6,864	6,664	6,464
非流动资产合计	16,886	17,604	17,334	17,009	16,717
短期借款	703	246	246	246	246
应付账款	2,223	3,128	2,809	2,911	3,009
其他应付账款	12,246	14,390	14,500	15,500	15,500
其他	338	495	338	338	338
流动负债合计	15,510	18,259	17,893	18,995	19,093
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,636	4,511	4,511	4,511	4,511
非流动负债合计	4,636	4,511	4,511	4,511	4,511
股本及储备	20,622	23,002	24,994	27,258	29,805
非控制性权益	746	792	888	997	1,119
权益	21,368	23,794	25,882	28,254	30,924

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润	2,201	3,155	3,327	3,780	4,253
折旧	1,145	1,110	1,170	1,125	1,093
存货减少 / (增加)	-99	-212	-127	-132	-127
应收贸易款项 (增加) / 减少	32	-5	-6	-7	-6
应付贸易款项 (减少) / 增加	55	905	-319	102	98
其他	1,619	1,090	110	1,000	0
经营活动所得 (所用) 现金净额	4,953	6,043	4,155	5,869	5,311
出售 / (购入) 物业、机器及设备	-1,295	-1,635	-1,100	-1,000	-1,000
短期投资	0	0	0	0	0
长期投资	-3,000	-22,990	-2,500	-2,500	-2,500
收购附属公司	0	0	0	0	0
其他	2,808	14,376	2,700	2,700	2,700
投资活动所用现金净额	-1,488	-10,250	-900	-800	-800
已付股利	-793	-1,111	-1,335	-1,517	-1,706
已付股利-非控制股东	-48	-67	0	0	0
短期融资	0	0	0	0	0
长期融资	0	0	0	0	0
其他	485	-435	96	109	123
融资活动 (所用) 所得现金净额	-356	-1,614	-1,239	-1,408	-1,584
现金及现金等价物变动	3,110	-5,820	2,016	3,662	2,927
于年初的现金及现金等价物	15,302	18,467	14,598	22,966	26,628
现金及现金等价物汇兑差额	55	1,951	6,352	0	0
于年末的现金及现金等价物	18,467	14,598	22,966	26,628	29,555

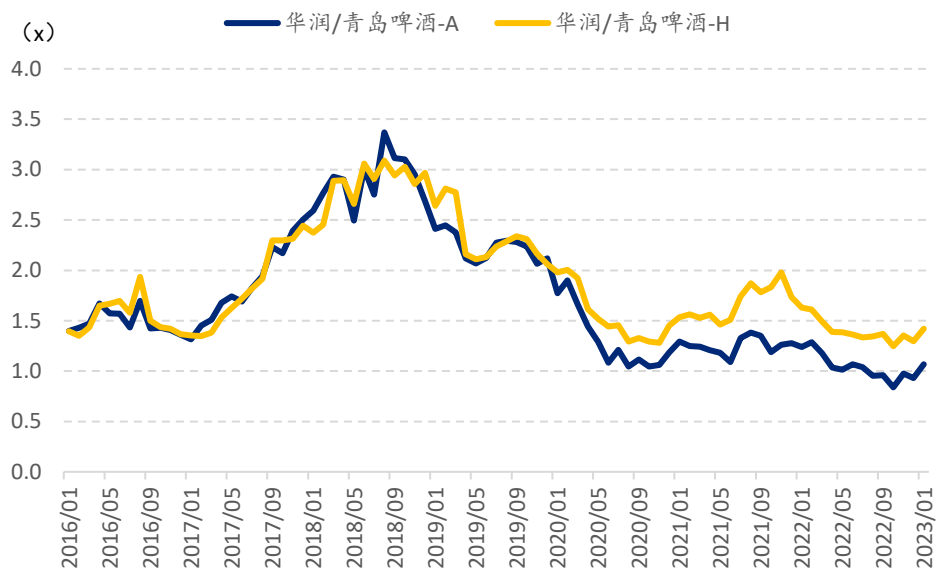
财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	1.63	2.34	2.46	2.80	3.15
每股销售额	20.55	22.33	23.93	25.12	26.31
每股股息	0.62	0.87	0.99	1.12	1.26
<b>同比变动</b>					
收入	-0.8%	8.7%	7.2%	5.0%	4.7%
经营溢利	46.2%	26.8%	22.3%	14.7%	14.8%
归母净利润	18.9%	43.3%	5.4%	13.6%	12.5%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	27.3%	29.0%	29.5%	30.4%	31.3%
经营利润率	8.3%	9.7%	11.1%	12.1%	13.3%
归母净利率	7.9%	10.5%	10.3%	11.1%	12.0%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	11.1%	14.5%	13.9%	14.5%	14.9%
平均资产回报率	5.6%	7.2%	7.0%	7.6%	8.0%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5
库存周转天数	58.5	57.7	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	39.7	45.6	45.0	45.0	45.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
现金比率 (x)	1.2	0.8	1.3	1.4	1.5
负债 / 权益	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
<b>估值</b>					
市盈率 (x)-A股	65.5	45.7	43.8	38.5	34.2
市盈率 (x)-H股	40.0	27.9	26.8	23.6	20.9
企业价值 / EBITDA (x)-A股	37.1	32.6	26.3	23.2	20.4
企业价值 / EBITDA (x)-H股	20.8	18.6	14.3	12.3	10.6

E=浦银国际预测

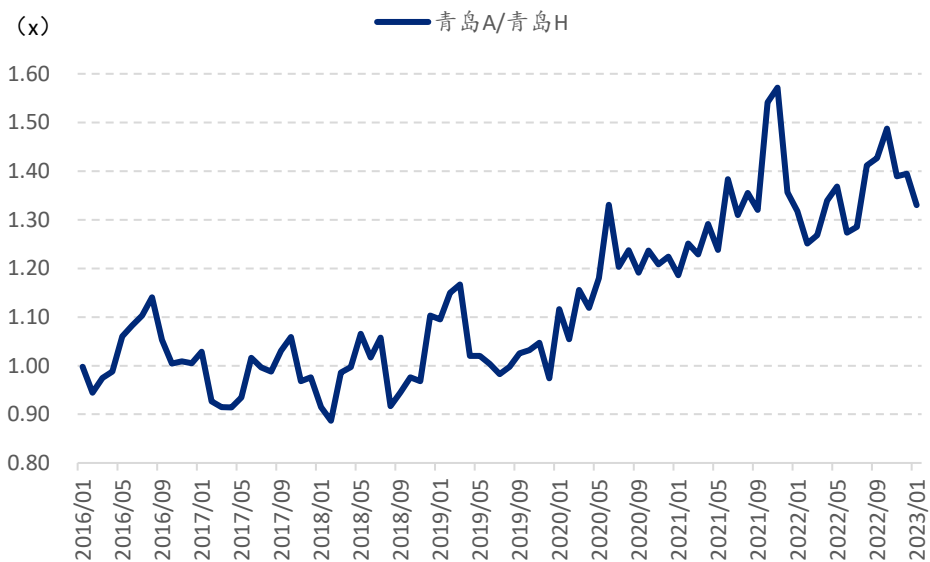
资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 2：华润啤酒与青岛啤酒 A、H 股前瞻市盈率相对比值变化趋势



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 3：青岛啤酒 A 股与 H 股前瞻市盈率相对比值变化趋势



资料来源：Bloomberg，浦银国际

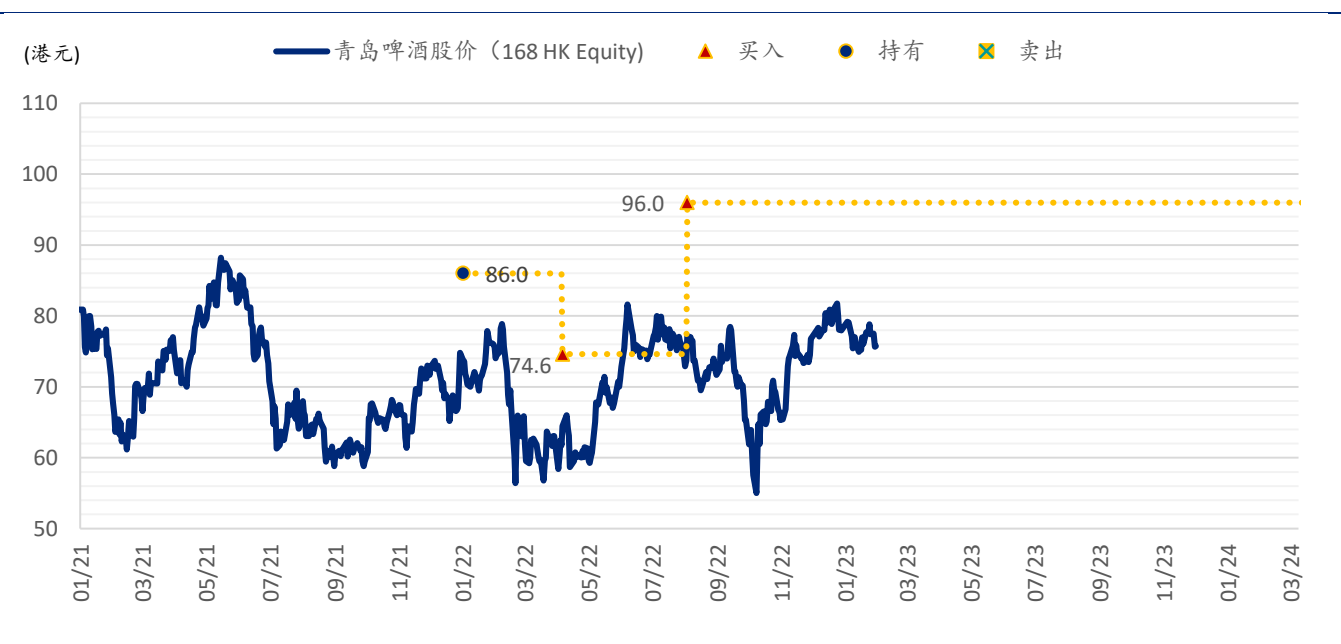
图表 4：中国啤酒公司估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%) 增速			EV/EBITDA (x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
291.HK Equity	华润啤酒	57.1	23,612	38.5	30.9	25.4	-7.7	24.9	21.7	23.2	18.5	16.1
600600.CH Equity	青岛啤酒	106.7	17,300	42.8	35.8	30.1	-3.9	19.8	18.9	26.3	23.2	20.4
168.HK Equity	青岛啤酒	75.8	17,300	27.1	23.6	20.7	-5.4	14.9	14.1	14.3	12.3	10.6
600132.CH Equity	重庆啤酒	135.9	9,540	51.0	41.0	34.7	10.6	24.3	18.3	17.5	15.3	13.7
000729.CH Equity	燕京啤酒	13.4	5,469	106.2	73.9	53.5	55.6	43.7	38.1	30.8	29.5	26.9
1876.HK Equity	百威亚太	23.1	38,910	39.2	33.0	28.3	1.2	18.7	16.9	16.6	14.3	12.5
<b>中国啤酒企业</b>				<b>42.0</b>	<b>34.2</b>	<b>28.5</b>				<b>19.9</b>	<b>17.1</b>	<b>15.0</b>

注：5 间啤酒公司的 EV/EBITDA，E=浦银国际预测；其余 E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2023 年 2 月 22 日收盘价。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

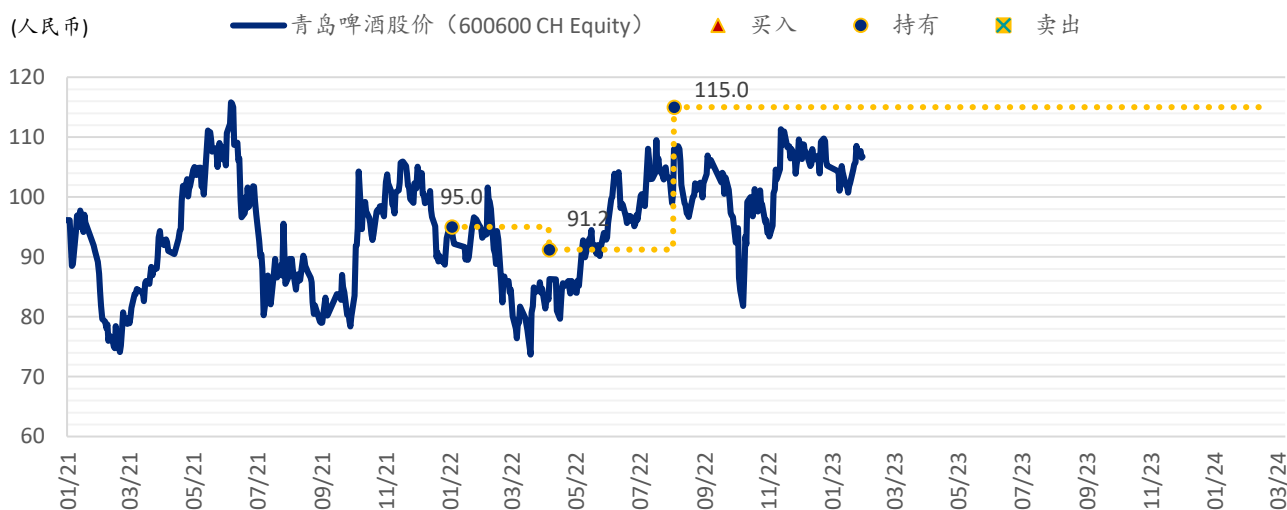
图表 5：SPDBI 目标价：青岛啤酒（168.HK）



注：截至 2023 年 2 月 22 日收盘价

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (600600.CH)



注: 截至 2023 年 2 月 22 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	68.2	买入	87.6	2023 年 1 月 9 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	104.3	买入	131	2023 年 1 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2023 年 2 月 15 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.8	买入	9.5	2023 年 2 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.5	持有	6.6	2023 年 2 月 7 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	57.1	买入	75.6	2023 年 2 月 8 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	135.9	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.1	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	75.8	买入	96.0	2023 年 2 月 23 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	106.7	持有	115.0	2023 年 2 月 23 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	13.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.1	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	35.9	买入	45.6	2023 年 1 月 12 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.6	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.6	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	36.9	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.0	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.2	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 22 日收盘价。



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义：

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

