



青岛啤酒 (168.HK/600600.CH): 气候对销量负面影响已消化, 但结构升级超市场预期

我们判断, 青啤 3Q23 较弱的销量表现已在业绩前被市场消化, 但公司单价同比提升与毛利率同比扩张的幅度大于市场预期。这表示青啤产品结构升级的大趋势并未受不利天气与经济环境的影响而有所放缓。这也有助于改善市场对整体啤酒行业的投资情绪。

- **青啤 3Q23 整体业绩质量高于预期:** 青啤 3Q23 归母净利润同比增长 4.7%, 基本符合我们的预期。收入同比下滑 4.6%, 略好于我们的预期, 主要得益于 ASP 同比有较大幅度的上升。ASP 的提升同时也助力 3Q23 毛利率与核心经营利润率得到较大幅度的扩张。尽管现饮渠道在 3Q23 受到恶劣天气影响, 但青啤 3Q23 的产品结构依然有较大幅度的改善。这归功于公司主动对不同渠道的产品结构做出有效的调整。
- **3Q23 产品结构升级好于市场预期:** 在销量同比下滑 11.3% 的情况下, ASP 大幅上涨了 7.5% (高于 1Q23 的 4.8% 与 2Q23 的 5.4%), 大幅抵消了销量下降的影响。3Q23 单吨价格的大幅上涨主要得益于产品结构的优化: (1) 主品牌销量同比仅下滑 5.5%, 远好于其他品牌 18% 的销量下滑, (2) 在主品牌中, 中高端以上产品销量维持 3% 的同比增长, 远好于主品牌整体的表现。在现饮渠道受天气影响的情况下, 我们认为家庭消费的结构升级对整体产品结构提升起到很大的作用。
- **3Q23 利润率维持大幅扩张趋势:** 3Q23 平均单吨成本同比上升 2.5%, 略高于市场预期, 但基本维持 2Q23 的趋势。在结构升级和 ASP 同比提升的帮助下, 3Q23 毛利率 (扣税前) 同比扩张 2.9ppt。尽管销售费用率同比扩张了 0.5ppt, 但在毛利率扩张的帮助下, 核心经营利润率同比大幅扩张 2.8ppt, 核心经营利润同比增长 13%。然而, 财务收入与政府补贴的下降, 抵消了部分核心经营利润的增长。
- **下调盈利预测, 维持目标价:** 我们基本保持 2023-2025 年的收入预测不变。同时, 我们小幅下调了对净利润的预测来反映未来三年政府补贴力度的下降。我们依然认为, 青啤港股相对 A 股有更强的性价比。维持港股“买入”评级及 A 股“持有”评级。
- **投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 中高端啤酒的增速慢于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,167	32,172	34,452	36,350	38,260
同比变动 (%)	8.7%	6.6%	7.1%	5.5%	5.3%
股东应占净利	3,155	3,711	4,302	4,818	5,339
同比变动 (%)	43.3%	17.6%	15.9%	12.0%	10.8%
核心股东应占净利	3,155	3,711	4,302	4,818	5,339
同比变动 (%)	21.2%	21.2%	39.1%	15.7%	12.0%
PE(x)- A 股	36.2	30.8	26.6	23.7	21.4
PE(x)- H 股	23.9	20.3	17.5	15.7	14.1
ROE (%)	14.5%	15.3%	16.4%	17.4%	18.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2023 年 10 月 30 日

青岛啤酒 (168.HK)

买入

目标价 (港币)	81.7
潜在升幅/降幅	+37.3%
目前股价 (港币)	59.5
52 周内股价区间 (港币)	54.1-86.7
总市值 (百万港币)	102,361
近 3 月日均成交额 (百万港币)	169.0

注: 截至 2023 年 10 月 30 日收盘价

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)	98.2
潜在升幅/降幅	+17.2%
目前股价 (人民币)	83.8
52 周内股价区间 (人民币)	75.0-125.0
总市值 (百万人民币)	95,774
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	408.4

注: 截至 2023 年 10 月 30 日收盘价

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,167	32,172	34,452	36,350	38,260
同比	8.7%	6.6%	7.1%	5.5%	5.3%
营业成本	21,410	22,709	23,680	24,764	25,846
毛利	8,757	9,463	10,772	11,587	12,413
毛利率	29.0%	29.4%	31.3%	31.9%	32.4%
销售及管理费用	5,820	5,736	6,125	6,331	6,539
其他经营收入及收益 (损失)	0	0	0	0	0
经营溢利	2,937	3,727	4,646	5,256	5,874
经营利润率	9.7%	11.6%	13.5%	14.5%	15.4%
净融资成本	252	409	465	523	580
其他收入或支出	1,291	870	710	740	770
税前溢利	4,479	5,006	5,822	6,519	7,224
所得税	1,223	1,201	1,409	1,577	1,748
所得税率	27.3%	24.0%	24.2%	24.2%	24.2%
净利润	3,256	3,805	4,413	4,941	5,476
少数股东利润	101	94	110	124	137
归母净利润	3,155	3,711	4,302	4,818	5,339
归母净利润率	10.5%	11.5%	12.5%	13.3%	14.0%
同比	43.3%	17.6%	15.9%	12.0%	10.8%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及等价物	14,598	17,855	20,109	22,123	24,319
应收账款	125	120	131	138	145
应收票据及其他	903	969	969	969	969
存货	3,493	4,152	3,763	3,935	4,107
短期投资	2,778	2,684	2,684	2,684	2,684
其他流动资产	7,062	6,223	6,223	6,223	6,223
流动资产合计	28,959	32,002	33,878	36,072	38,447
物业、机器及设备	10,149	11,009	10,917	10,834	10,758
长期投资	392	397	397	397	397
其他	7,064	6,903	6,703	6,503	6,303
非流动资产合计	17,604	18,309	18,017	17,734	17,458
短期借款	246	225	225	225	225
应付账款	3,128	3,464	3,437	3,594	3,751
其他应付账款	14,390	15,455	15,500	15,500	15,500
其他	495	528	528	528	528
流动负债合计	18,259	19,672	19,690	19,848	20,005
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,511	4,368	4,368	4,368	4,368
非流动负债合计	4,511	4,368	4,368	4,368	4,368
股本及储备	23,002	25,495	26,950	28,579	30,385
非控制性权益	792	777	888	1,011	1,148
权益	23,794	26,272	27,838	29,591	31,534

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润	3,155	3,711	4,302	4,818	5,339
折旧	1,110	1,084	1,092	1,083	1,076
存货减少 / (增加)	-212	-659	389	-172	-172
应收贸易款项 (增加) / 减少	-5	5	-11	-7	-7
应付贸易款项 (减少) / 增加	905	336	-27	157	157
其他	1,090	402	45	0	0
经营活动所得 (所用) 现金净额	6,043	4,879	5,791	5,879	6,393
出售 / (购入) 物业、机器及设备	-1,635	-1,780	-1,000	-1,000	-1,000
短期投资	0	0	0	0	0
长期投资	-22,990	-17,259	-2,500	-2,500	-2,500
收购附属公司	0	0	0	0	0
其他	14,376	16,840	2,700	2,700	2,700
投资活动所用现金净额	-10,250	-2,199	-800	-800	-800
已付股利	-1,111	-1,576	-2,847	-3,188	-3,533
已付股利-非控制股东	-67	0	0	0	0
短期融资	0	0	0	0	0
长期融资	0	0	0	0	0
其他	-435	-99	110	124	137
融资活动 (所用) 所得现金净额	-1,614	-1,676	-2,737	-3,065	-3,396
现金及现金等价物变动	-5,820	1,004	2,254	2,014	2,196
于年初的现金及现金等价物	18,467	14,598	17,855	20,109	22,123
现金及现金等价物汇兑差额	1,951	2,253	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	14,598	17,855	20,109	22,123	24,319

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	2.31	2.72	3.15	3.53	3.91
每股销售额	22.11	23.58	25.25	26.65	28.05
每股股息	0.86	1.16	2.09	2.34	2.59
同比变动					
收入	8.7%	6.6%	7.1%	5.5%	5.3%
经营溢利	26.8%	26.9%	24.7%	13.1%	11.8%
归母净利润	43.3%	17.6%	15.9%	12.0%	10.8%
费用与利润率					
毛利率	29.0%	29.4%	31.3%	31.9%	32.4%
经营利润率	9.7%	11.6%	13.5%	14.5%	15.4%
归母净利润率	10.5%	11.5%	12.5%	13.3%	14.0%
回报率					
平均股本回报率	14.5%	15.3%	16.4%	17.4%	18.1%
平均资产回报率	7.2%	7.7%	8.4%	9.1%	9.7%
资产效率					
应收账款周转天数	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
库存周转天数	57.7	61.4	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	45.6	53.0	53.0	53.0	53.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率 (x)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
现金比率 (x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
负债 / 权益	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
估值					
市盈率 (x)-A股	36.2	30.8	26.6	23.7	21.4
市盈率 (x)-H股	23.9	20.3	17.5	15.7	14.1
企业价值 / EBITDA (x)-A股	24.9	20.3	16.6	14.7	13.1
企业价值 / EBITDA (x)-H股	15.3	12.2	9.8	8.6	7.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：青岛啤酒 2023 年 1-3 季度经营表现

百万人民币	1Q22	1Q23	YoY	2Q22	2Q23	YoY	3Q22	3Q23	YoY
营业收入	9,208	10,706	16%	10,065	10,886	8%	9,837	9,386	-5%
销量 (万千升)	213	236	11%	259	266	3%	256	227	-11%
平均销售价格(元/公升)	4.3	4.5	4.8%	3.9	4.1	5.4%	3.8	4.1	8%
营业成本及税金									
毛利润	2,919	3,475	19%	3,102	3,568	15%	2,992	3,162	6%
GPM	31.7%	32.5%		30.8%	32.8%		30.4%	33.7%	
核心经营利润率	1,251	1,663	33%	1,921	2,315	21%	1,498	1,685	13%
核心经营利润率	13.6%	15.5%		19.1%	21.3%		15.2%	18.0%	
财务费用	62	102	65%	124	121	-2%	134	113	-15%
资产减值损失	0	0	-112%	0	0	-213%	-3	-1	-76%
投资净收益	58	41	-29%	53	52	-3%	31	41	30%
公允价值变动净收益	55	62	13%	56	65	17%	50	37	-26%
营业利润	1,427	1,869	31%	2,153	2,553	19%	1,710	1,876	10%
营业利润率	15.5%	17.5%		21.4%	23.4%		17.4%	20.0%	
资产处置收益	10	10	1%	11	1	-89%	-33	9	n.m
其他收益	85	82	-4%	159	88	-45%	195	102	-48%
营业外收入	1	4	269%	3	4	24%	25	5	-82%
营业外支出	-2	-1	-57%	-2	-5	135%	-4	-1	-87%
利润总额	1,521	1,964	29%	2,324	2,640	14%	1,893	1,991	5%
所得税	-369	-490	33%	-568	-632	11%	-435	-474	9%
净利润	1,152	1,473	28%	1,756	2,008	14%	1,458	1,518	4%
净利率	12.5%	13.8%		17.4%	18.4%		14.8%	16.2%	
减：少数股东损益	26	22	-16%	30	34	12%	43	36	-17%
归母净利润	1,126	1,451	29%	1,726	1,974	14%	1,415	1,482	5%
归母净利率	12.2%	13.6%		17.1%	18.1%		14.4%	15.8%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	34,586	36,480	38,385
新预测	34,452	36,350	38,260
变动	-0.4%	-0.4%	-0.3%
归母核心净利润			
旧预测	4,395	4,885	5,380
新预测	4,302	4,818	5,339
变动	-2.1%	-1.4%	-0.8%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

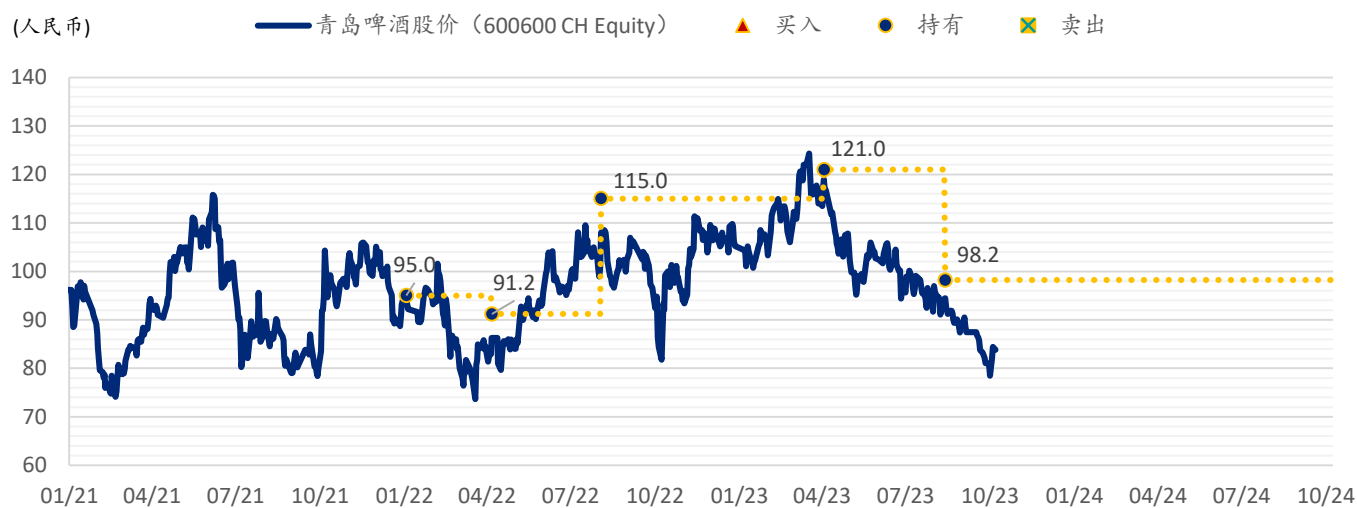
图表 4: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (168.HK)



注: 截至 2023 年 10 月 30 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (600600.CH)



注: 截至 2023 年 10 月 30 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	24.5	买入	34.8	2023年10月26日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	90.7	买入	110.5	2023年10月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.6	买入	8.4	2023年10月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.0	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	52.5	买入	77.2	2023年8月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	416.4	买入	601.8	2023年8月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	20.1	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.4	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	8.6	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	43.1	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	83.0	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	15.4	持有	19.9	2023年8月3日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	59.5	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	83.8	持有	98.2	2023年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.4	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.7	买入	32.6	2023年8月29日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	26.1	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.8	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.7	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	17.2	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.5	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.7	买入	7.8	2023年9月13日	新零售

注: 截至 2023 年 10 月 30 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

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国-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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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

