



青岛啤酒 (168.HK/600600.CH): 消费分级趋势下产品结构升级阻力加大, 下调青啤 H 股至“持有”

- **下调青啤 H 股至“持有”**: 中国啤酒产量在 2023 年 11 月与 12 月分别同比大幅下滑 8.9% 与 15.3%，相较 2019 年同期连续 3 个月录得双位数下滑 (图表 3)。我们担心啤酒行业原有的消费升级趋势将进一步演变为消费分级, 即只有小部分高端消费者依然在追求更高端和高品质的啤酒产品, 而大多数大众消费者则更加关注啤酒产品的性价比。在这一趋势下, 我们认为青岛啤酒的基本面受到的负面影响将大于主要竞争对手。考虑到青啤基本面的不确定性加大、估值优势大幅减小、且流动性和数据透明度相对较弱, 我们下调青啤 H 股的评级至“持有”, 并维持 A 股“持有”评级。A 股与 H 股的目标价分别下调至人民币 71.1 元 (12x2024 EV/EBITDA) 和 46.4 港元 (6.0x 2024 EV/EBITDA)。
- **青啤可能是受啤酒行业消费分级负面影响最大的玩家之一**: 受益于啤酒消费者从大众价格带向次高端价格带的升级, 青啤的“经典”系列在 2021-2022 年经历了高速增长, 带动青啤的产品结构大幅提升。然而经济增速放缓可能导致大众消费者更关注产品的性价比, 而对升级至“经典”和“纯生”等次高端产品缺乏足够的增长动力。另外, 青啤缺少强有力的高端及超高端价格带产品, 恐无法满足少部分高端消费者持续升级至超高端产品的需求。因此, 在消费分级的大趋势下, 青啤后续的产品结构升级恐将面临较大的阻力。从 2023 年下半年开始, 青啤的销量同比出现大幅下降, 表现弱于主要竞争对手, 这也加大了市场对青啤基本面确定性的担忧。
- **青啤 H 股的估值优势在逐渐减小, 股价弹性弱于对手**: 过去几年, 青啤 H 股的估值水平远低于港股上市的其他啤酒企业 (如华润啤酒与百威亚太)。主要原因包括青啤 H 股的大股东减持预期较高, 且海外资金认为其在流动性、市场交流、数据披露等方面有待提升。然而, 随着海外资金去年开始陆续从港股回撤, 青啤 H 股与另外两家港股啤酒上市公司的估值在逐渐缩小 (图表 4)。就目前估值水平来看, 青啤 H 股相对竞争对手已不具备太大估值优势。一旦海外资金有所回流, 青啤 H 股股价的弹性远小于竞争对手。
- **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	2,674	3,720	4,302	4,818	5,339
同比变动 (%)	21.2%	39.1%	15.7%	12.0%	10.8%
PE(x)- A 股	29.9	25.4	21.9	19.6	17.6
PE(x)- H 股	17.4	14.8	12.7	11.4	10.3
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

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 1 月 24 日

青岛啤酒 (168.HK)

持有

目标价 (港币)	46.4
潜在升幅/降幅	+7.4%
目前股价 (港币)	43.2
52 周内股价区间 (港币)	42.9-86.7
总市值 (百万港币)	81,748
近 3 月日均成交额 (百万港币)	168.0

注: 截至 2024 年 1 月 23 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)	71.1
潜在升幅/降幅	+2.9%
目前股价 (人民币)	69.1
52 周内股价区间 (人民币)	67.6-125.0
总市值 (百万人民币)	74,916
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	308.7

注: 截至 2024 年 1 月 23 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
毛利润	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
少数股东净利润	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

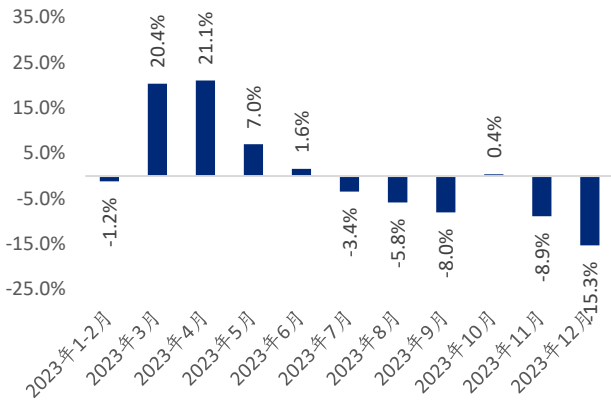
财务和估值比率

	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	29.9	25.4	21.9	19.6	17.6
市盈率 (x)-H股	17.4	14.8	12.7	11.4	10.3
企业价值 / EBITDA (x)-A股	19.9	16.1	13.1	11.6	10.3
企业价值 / EBITDA (x)-H股	10.2	7.9	6.2	5.4	4.6

E=浦银国际预测

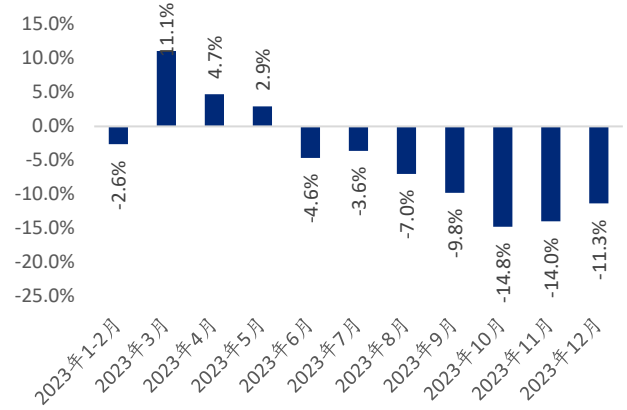
资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 2：2023 年每月中国啤酒产量同比变化



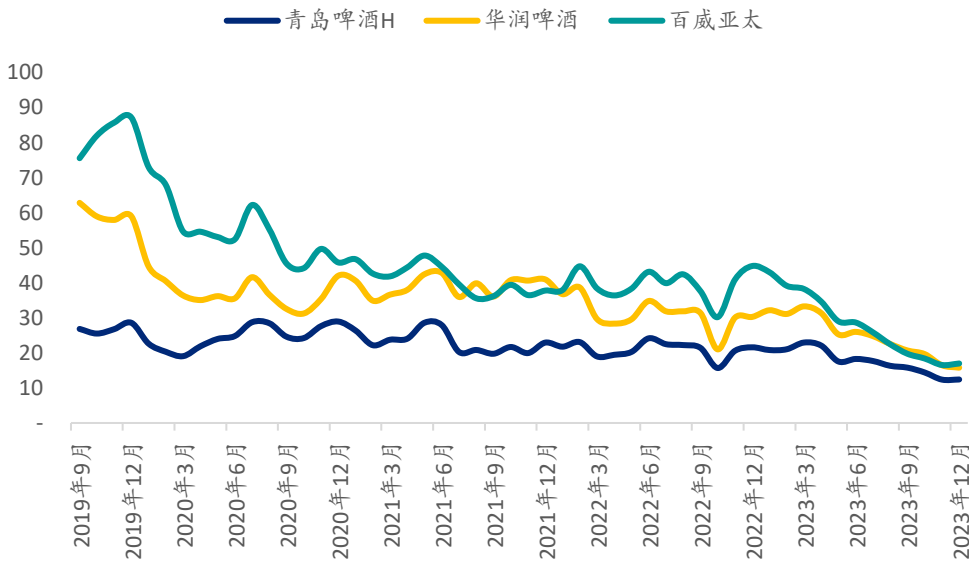
资料来源：Wind、浦银国际

图表 3：2023 年每月中国啤酒产量相较 2019 年同期的变化



资料来源：Wind、浦银国际

图表 4：青岛啤酒、华润啤酒以及百威亚太前瞻性市盈率 (forward P/E) 趋势



E=Bloomberg 预测

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 2024 年 1 月 23 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 2024 年 1 月 23 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

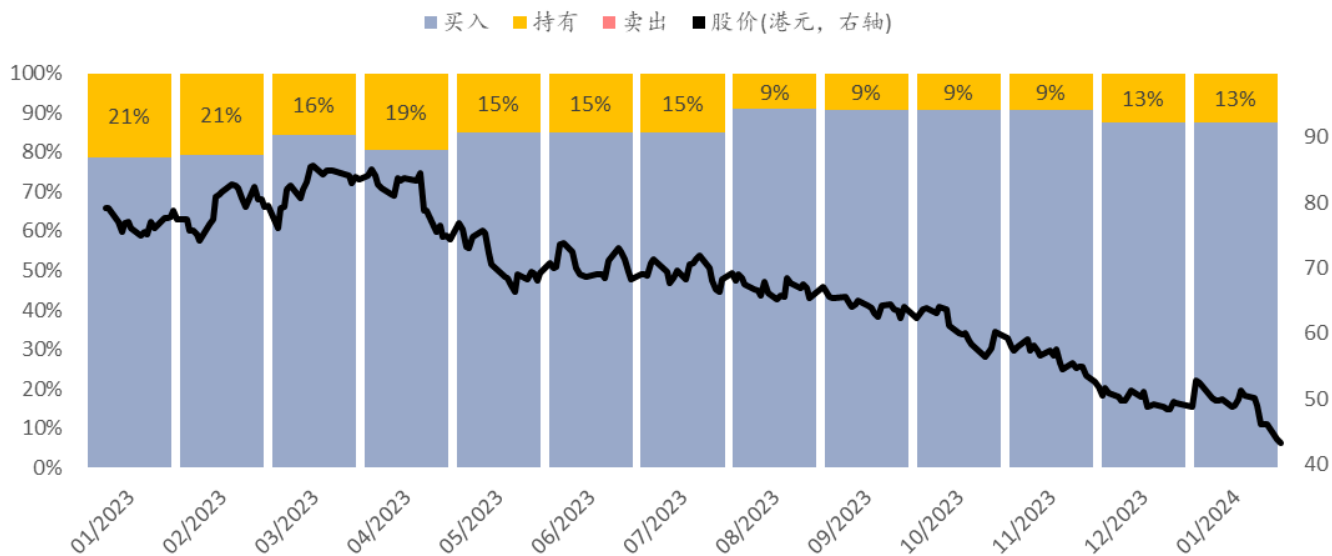
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.6	买入	19.8	2024年1月22日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	66.9	买入	85.2	2024年1月5日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.1	买入	8.4	2023年12月16日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.0	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	34.5	买入	67.7	2023年11月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	272.0	买入	528.2	2023年11月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	12.8	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	9.0	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.1	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	29.3	买入	39.4	2024年1月11日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	59.3	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	11.3	买入	17.9	2023年11月29日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	43.2	持有	46.4	2024年1月24日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.1	持有	71.1	2024年1月24日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	7.8	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.5	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.8	买入	23.9	2024年1月16日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.0	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.7	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.5	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	14.5	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.6	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	7.7	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	87.6	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	33.2	买入	43.0	2024年1月11日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	66.4	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	62.9	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注: 截至 2024 年 1 月 23 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

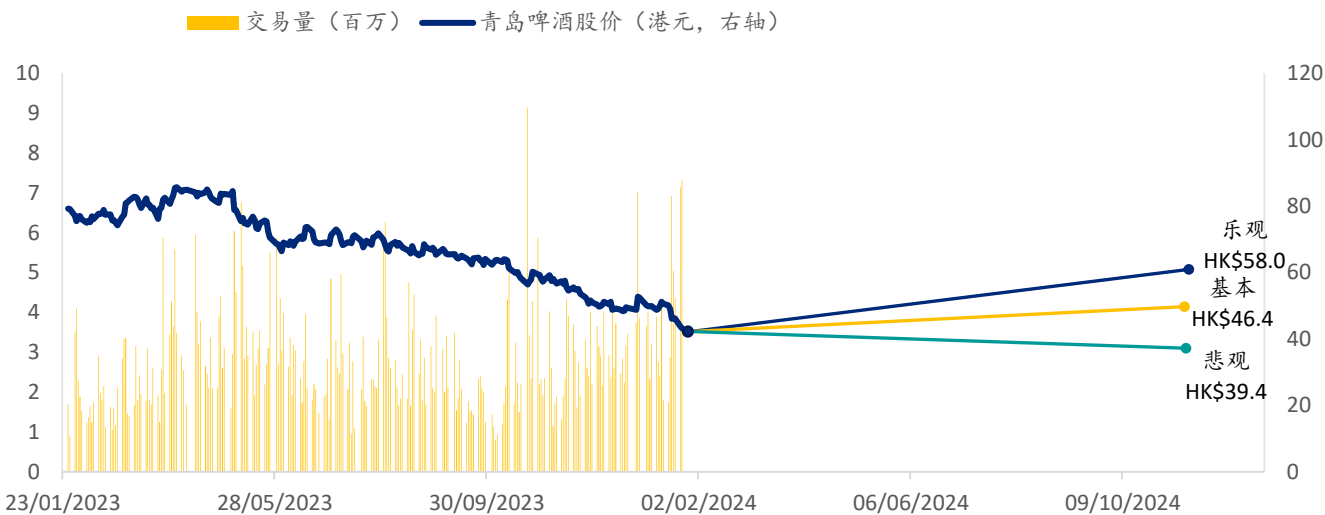
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 青岛啤酒 (168.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 青岛啤酒 (168.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 58 港元

概率: 25%

- 主要品牌产品 2024 年销售增长超 20%;
- 整体销量 2024 年增长超 10%;
- 公司 2024 年经营利润率水平同比增长 150bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

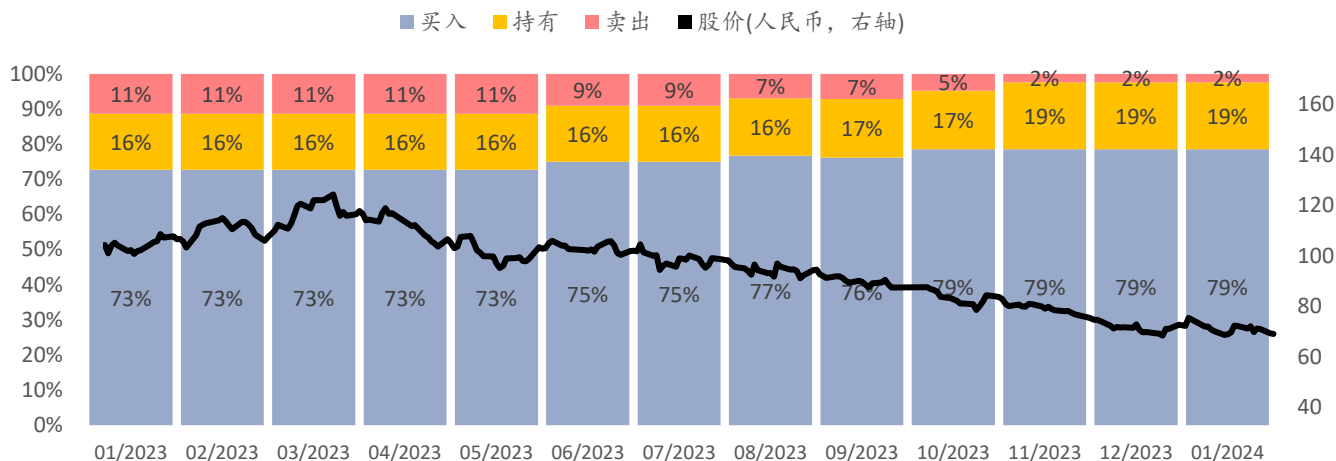
目标价: 39.4 港元

概率: 20%

- 主要品牌产品 2024 年销售同比持平;
- 整体销量 2024 年同比持平;
- 公司 2024 年整体经营利润率水平同比增长低于 30bps

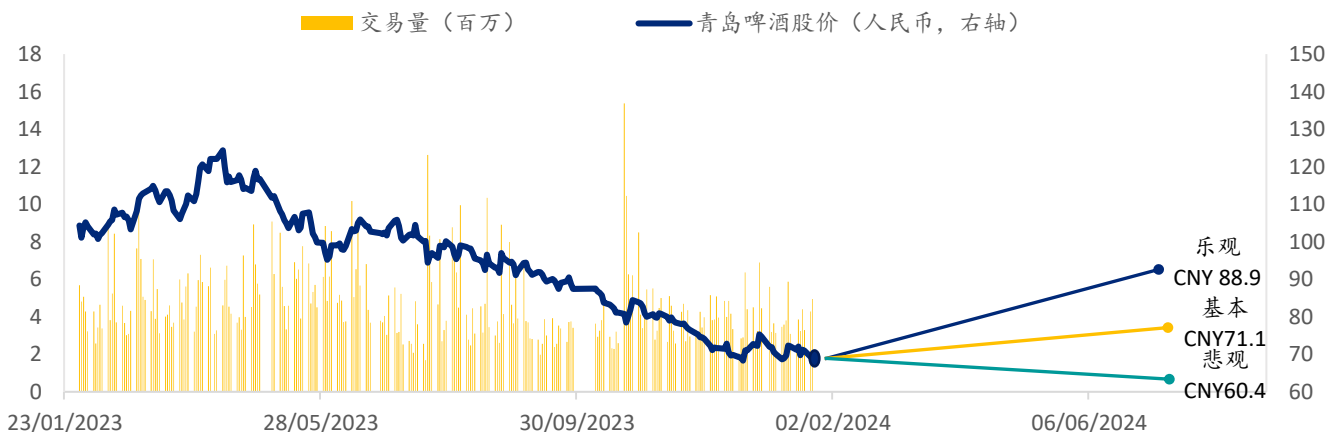
资料来源: 浦银国际预测

图表 10: 青岛啤酒 (600600.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 青岛啤酒 (600600.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 人民币 88.9 元

概率: 25%

- 主要品牌产品 2024 年销售增长超 20%;
- 整体销量 2024 年增长超 10%;
- 公司 2024 年经营利润率水平同比增长 150bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 60.4 元

概率: 20%

- 主要品牌产品 2024 年销售同比持平;
- 整体销量 2024 年同比持平;
- 公司 2024 年整体经营利润率水平同比增长低于 30bps

资料来源: 浦银国际预测

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

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

