

青島啤酒 - H 股(168.HK)

产品结构持续优化与成本压力趋缓推动盈利增长

投资要点:

百年品牌优势: 青島啤酒具有逾百年历史, 品牌积淀深厚。根据世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》排行榜显示, 公司品牌价值已连续 19 年蝉联中国啤酒行业首位, 青島啤酒品牌价值已由 2012 年约 632 亿元上升 245.3% 至 2022 年约 2,182 亿元。公司强大的品牌优势是其坚固的“护城河”。

高端化进程持续加速, 盈利能力有望进一步提升: 随着高端化战略持续推进以及产销体系优化, 定位为中高端的青島啤酒主品牌销量占比已由 2017 年约 47% 上升至 2021 年约 55%。2022 年首 3 季度, 公司中高档及以上产品销量同比增长约 8.2%, 明显高于总销量增长约 2.8% 和青島啤酒主品牌增长约 4.5%。与此同时, 公司利润率近年也得到较明显改善, 由 2017 年约 5.3% 上升至 2021 年约 10.8%。随着高端化进程持续加速, 公司未来啤酒产品结构将有望继续优化, 有利于其啤酒业务盈利能力进一步提升。

受益旅游及餐饮复苏, 即饮渠道销售有望恢复: 后疫情时代, 居民出行、线下消费以及运输物流等经济活动呈现出加快复苏态势。在多重利好下, 消费市场也加速回暖。随着餐饮、夜场等渠道的逐步恢复, 预期青島啤酒将受益于本轮消费复苏行情, 相关即饮渠道的需求有望在今年得到较显著改善。

成本进入下行周期, 预期利润率提升: 青島啤酒近年啤酒原材料成本占收入比率呈下降趋势, 相关比率由 2018 年约 44.7% 至 2021 年约 42.7%。此外, 公司折旧及摊销费用占收入比率整体上也呈下降趋势, 由 2017 年约 4.5% 下降至 2021 年约 3.8%。随着主要原材料成本压力在 2022 年下半年有所减缓以及公司持续加强费用管控, 预期公司啤酒业务利润率将持续提升。

盈利预测与投资建议: 我们首次覆盖青島啤酒 - H 股(168.HK), 预期公司于 2022 财年、2023 财年和 2024 财年的利润分别约为 35.8 亿元、42.7 亿元和 51.6 亿元, 同比增长约 10.0%、19.3% 和 20.8%。根据现金流折现估值模型之测算, 我们给予公司 H 股 91.6 港元的目标价, 对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 30.5 倍、25.6 倍和 21.2 倍。基于目标价较 2 月 16 日收市价 78.8 港元有约 16.3% 的上涨空间, 因而给予公司“买入”评级。

财务摘要:

单位: 亿元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	279.8	277.6	301.7	320.2	344.1	372.8
毛利	109.0	112.2	110.8	120.9	136.0	155.0
毛利率	39.0%	40.4%	36.7%	37.8%	39.5%	41.6%
利润	19.3	23.3	32.6	35.8	42.7	51.6
利润率	6.9%	8.4%	10.8%	11.2%	12.4%	13.8%

报告日期: 2023-2-17

首次覆盖

投资评级:

买入

基本数据

所属板块	食品饮料
最新价	78.8 港元
市值	1,397.5 亿港元
52 周区间	54.5-83.8 港元
3 个月日均成交量	2.65 百万股
主要股东持股比例	32.5%

数据来源: Bloomberg, WIND

注: 截止 2023 年 2 月 16 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

电邮: tony.ko@ssif.com.hk

目录

1.公司概况	3
1.1 公司简介	3
1.2 发展沿革	3
1.3 股权结构	4
2.竞争优势与投资亮点	5
2.1 百年品牌优势	5
2.2“高端化、产能优化”驱动高质量发展	6
2.3 高端化进程持续加速，盈利能力有望进一步提升	7
2.4 受益旅游及餐饮复苏，即饮渠道动销有望恢复	16
2.5 成本进入下行周期，预期利润率提升	18
3.盈利预测与投资建议	20
4.风险因素	21
5.财务报表摘要	22

1. 公司概况

1.1 公司简介

青島啤酒股份有限公司（以下简称“青島啤酒”）系青島市国资委出资设立的国有独资公司---青島啤酒集团之子公司。青島啤酒主业包括啤酒、包装水等饮品制造与销售。

除“青島啤酒”主品牌外，公司旗下拥有的品牌也包括崂山啤酒、汉斯啤酒、王子等。

图表 1：青島啤酒旗下品牌以及部分核心产品矩阵展示图



数据来源：公司官网、淘宝网、京东网、山证国际研究部整理

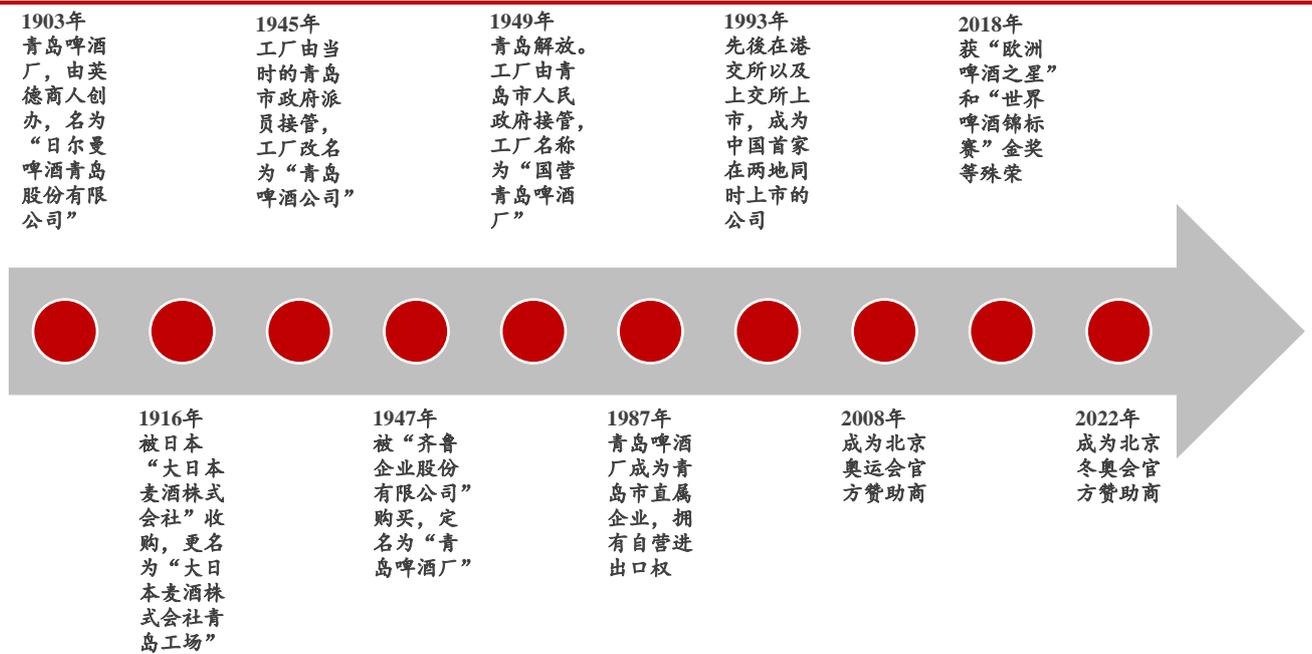
1.2 发展沿革

青島啤酒发展大致上可以分为三个阶段。阶段一：1903 年，青島啤酒厂由英德商人创办，名为“日尔曼啤酒青島股份有限公司”。1916 年，公司被日本“大日本麦酒株式会社”收购，更名为“大日本麦酒株式会社青島工场”。1945 年，青島市政府接管工厂并改名为“青島啤酒公司”，1947 年被齐鲁企业股份有限公司购买，定名为“青島啤酒厂”。1949 年，随着青島解放，工厂由青島市人民政府接管，工厂名称为“国营青島啤酒厂”。1987 年，青島啤酒厂成为青島市直属企业，拥有自营进出口权。

阶段二：1993 年，青島啤酒先后在港交所和上交所上市，是中国内地第一家在境外上市的公司，也是中国首家在两地同时上市的公司。上市后，公司通过一系列厂房扩建、产能并购以及整合，经营规模显著扩张。

阶段三：2014年起，国内啤酒行业正式进入存量竞争时代，公司也开始着力产能优化，加速产品结构升级，并以创新营销模式助力啤酒业务高质量发展。2017年，公司强化“1+1”双品牌战略，叠加2018年开始实施“两横一纵”市场战略等，推动青島啤酒主品牌高端化进一步发展。

图表 2：青島啤酒发展沿革

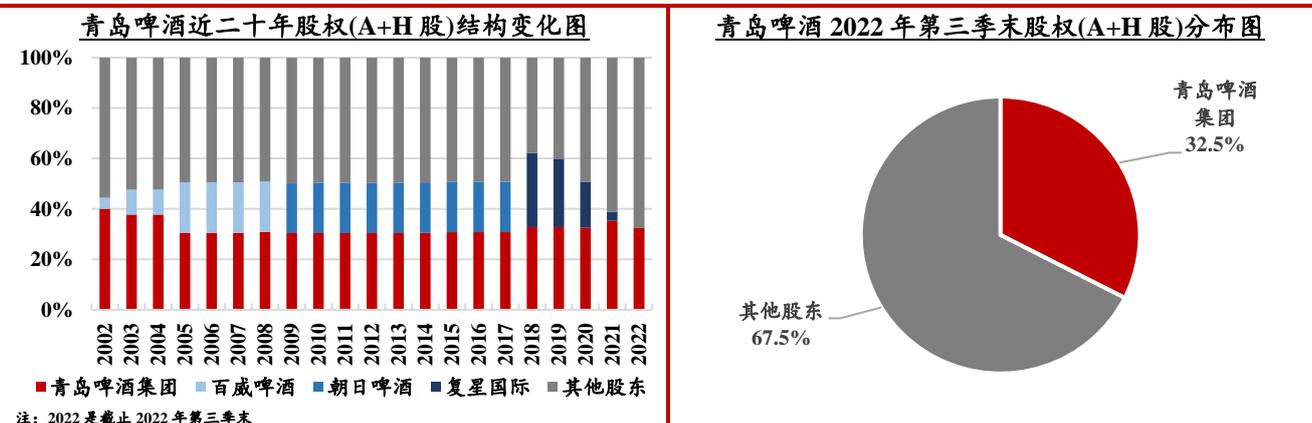


数据来源：公司公告、公司招股说明书、山证国际研究部整理

1.3 股权结构

青島啤酒集团目前持 A+H 股合共约 32.5%。此外，复星国际等近二十年曾先后成为公司第二大股东。复星国际则在 2021 年已经出售全部 H 股。

图表 3：青島啤酒近二十年股权结构变化以及最新股权(A+H 股)分布图



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

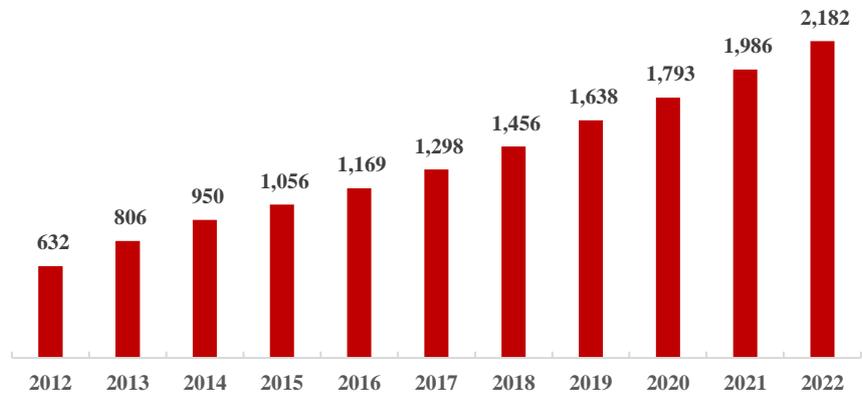
2. 竞争优势与投资亮点

2.1 百年品牌优势

青島啤酒具有逾百年历史，品牌积淀深厚，早在上世纪二三十年代就已经出口东南亚各国，被当时的华人誉为“国货精品”，青島啤酒也被认为是第一个走出国门的品牌。

根据世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》排行榜显示，公司品牌价值已连续 19 年蝉联中国啤酒行业首位，青島啤酒品牌价值已由 2012 年约 632 亿元(人民币·下同)上升 245.3% 至 2022 年约 2,182 亿元。

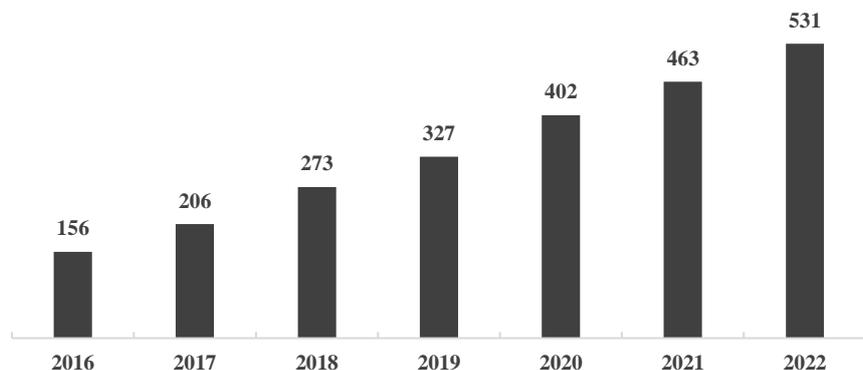
图表 4: 青島啤酒品牌价值(亿元人民币)近十年表现



数据来源: 世界品牌实验室、山证国际研究部整理

此外，公司旗下崂山啤酒品牌价值近年也持续提升，由 2016 年约 156 亿元上升 240.8% 至 2022 年约 531 亿元。公司强大的品牌优势已成为其坚固的“护城河”。

图表 5: 青島啤酒旗下的崂山啤酒品牌价值(亿元人民币)近年表现



数据来源: 世界品牌实验室、人民网、中国产业经济信息网、山证国际研究部整理

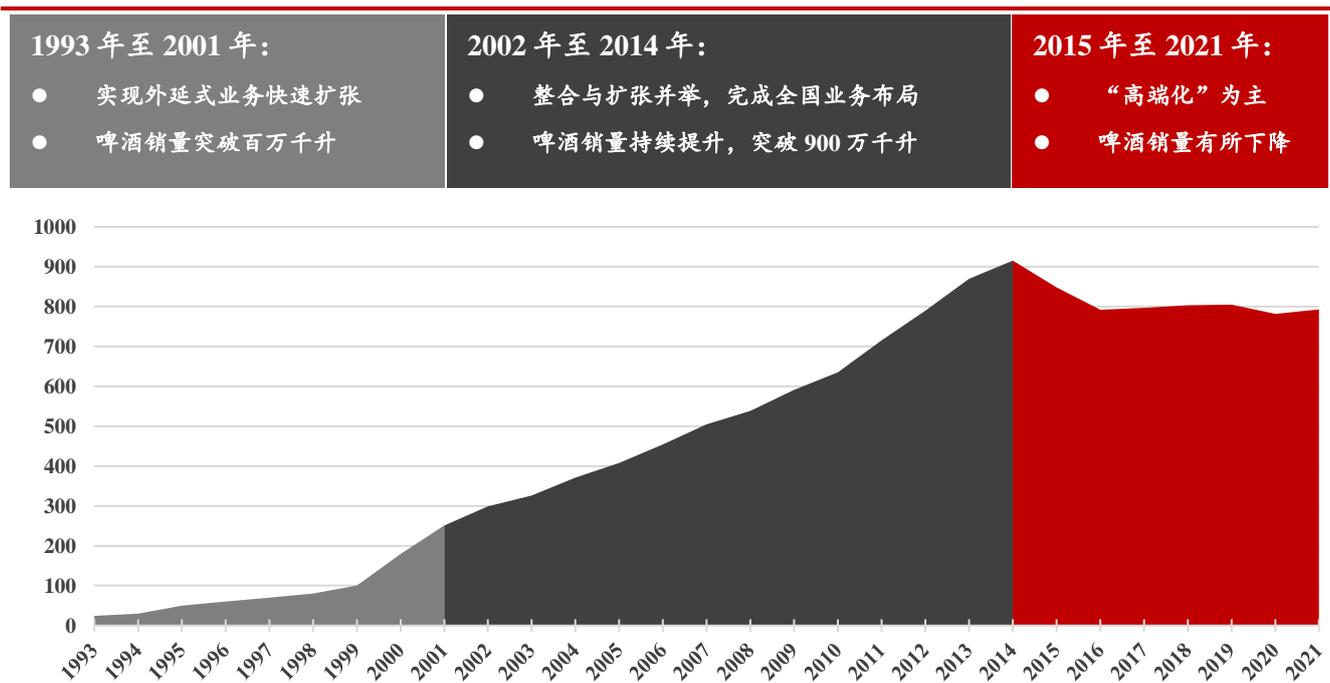
2.2 “高端化、产能优化”驱动高质量发展

1993 年上市后，青島啤酒在企业治理架构上开始建立现代企业制度，为公司后续发展奠定了制度基础。公司其后凭借资本实力，通过并购、合资、合作等多种形式，实现外延式业务快速扩张。公司啤酒销量分别在 1999 年和 2001 年接连突破百万和两百万千升。与此同时，体量迅速膨胀也对公司带来“消化不良”，呈现“量大利薄、大而不强”的病态，其利润率由 1993 年约 21.5% 反复下降至 2001 年约 2.3%。

2002 年，公司由“做大做强”向“做强做大”转变，由“外延式”向“内涵式”发展转变。同年，公司与百威公司结成战略性联盟，通过资本的纽带，实现管理、技术、人才等方面资源的共享，从而提升其管理、盈利水平以及核心竞争力。整合积聚力量之后，公司将战略调整为“整合与扩张并举”，开启新一段成长期。公司啤酒销量由 2002 年约 299 万千升上升至 2014 年约 915 万千升。同期，公司利润率则显著改善，由 2002 年约 3.9% 上升至 2010 年约 8.0%，其后再放缓至 2014 年约 7.0%。

随着我国消费者的健康意识、消费能力以及消费理念的提升，对啤酒消费观念转以“喝少些、喝好些”为主，啤酒整体市场竞争开始加剧，公司啤酒销量也在 2015 年触顶回落。2017 年，公司强化“1+1”双品牌战略，叠加 2018 年开始实施“两横一纵”市场战略等，推动青島啤酒主品牌高端化进一步发展，经营方向也转以“高端化、产能优化”为主，并陆续关停低效酒厂，并通过酒厂升级改造，以提高营运效率和产能利用率。2020 年以来，公司持续发力高端化，推出多个高端以及超高端产品，业务重点也从“量”到“质”进一步强化。公司啤酒销量因此由 2015 年约 848 万千升下降至 2021 年约 793 万千升，期间年复合增长率约为-1.1%。

图表 6：青島啤酒上市后年度销量(万千升)表现



注：1994 年-1998 年啤酒销量是根据公司收购规模估计，与实际值有偏差

数据来源：公司招股说明书、公司公告、WIND、山证国际研究部整理

在高端化持续发力下，青島啤酒近年平均每升售价呈上升态势，由 2017 年约 3.26 元上升至 2022 上半年约 4.04 元。此外，公司利润率也由 2016 年近年低位约 4.2% 逐步回升至 2021 年约 10.8%。

图表 7：青島啤酒上市以来利润率和近年平均每升售价(元人民币)以及同比表现



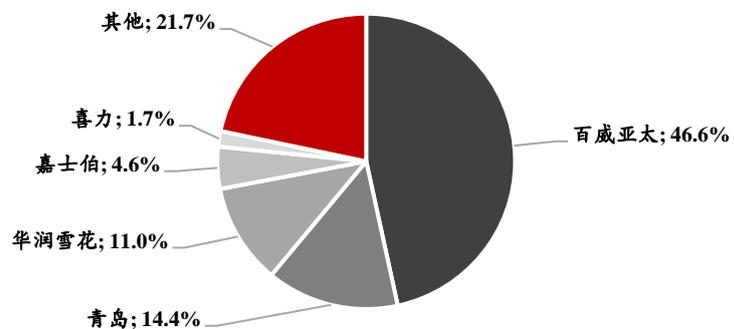
数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

2.3 高端化进程持续加速，盈利能力有望进一步提升

2.3.1 聚焦“1+1”品牌，引领产品结构升级

在我国高端及超高端啤酒市场中，百威过去一直以其国际品牌定位和较早高端业务布局，2018 年以逾 46% 市场份额领先于其他啤酒企业。而青島啤酒则是国产啤酒品牌中较早布局高端啤酒市场的酒企，同年以 14.4% 高端及超高端市场份额排名第二。

图表 8：中国高端及超高端啤酒 2018 年按消费量市场分布图



数据来源：百威亚太招股书、GlobalData、山证国际研究部整理

青島啤酒近二十年共经历了 3 轮品牌战略的调整。2003 年，公司开始对旗下品牌整合以及升级，并提出“1+3”品牌战略，以青島啤酒品牌为主，崂山、汉斯、山水品牌为辅；2014 年，公司明确将品牌战略调整为

“1+1+N”，即青島啤酒主品牌+全國性第二品牌崂山啤酒+漢斯、山水、銀麥等區域品牌，將原本分散在多個區域性品牌的資源集中，著力打造崂山啤酒成為旗下第二品牌。為了面對啤酒市場消費結構升級的新趨勢，公司2015年以來持續推進實施“1(青島啤酒主品牌)”+“1(崂山啤酒第二品牌)”的品牌戰略。青島啤酒主品牌產品主要面對中高端啤酒消費市場進行推廣和銷售；並以崂山啤酒第二品牌產品主推大眾消費市場銷售。

不斷清晰的品牌架構更凸顯青島啤酒主品牌的高端定位，為公司持續推進品牌高端化發展奠定良好基礎。

圖表 9：青島啤酒近二十年品牌戰略演變過程展示圖



數據來源：公司公告、山證國際研究部整理

青島啤酒近年持續推進產品結構升級和營銷體系優化，不但使其品牌形象更具國際化、高端化、時尚化、個性化、年輕化和潮流化的不同元素，而且也有效推動其高端銷售持續增長。

圖表 10：青島啤酒近年產品升級以及傳播升級展示圖



數據來源：公司演示材料、公司官網、山證國際研究部整理

青島啤酒產品結構主要由品牌戰略引領，產品線基本上以“青島啤酒主品牌”+“崂山啤酒第二品牌”對高中低不同價格帶實現全覆蓋。

其中，青島主品牌聚焦中高端消费市场，并已形成“一体两翼”核心中高端产品架构，以不同的价格带定位，布局中高端细分市场。“一体”是以分别定位在 6-8 元、9-10 元的“青島经典+青島纯生”为中高端主力销售单品，布局中高端主流价位带市场；“一翼”则是指公司顺应消费新趋势推出青島原浆、青島白啤、皮尔森、IPA 等为代表的特色产品。此外，公司近年也布局另外“一翼”如百年之旅等超高端产品，拉升品牌势能。

图表 11：青島啤酒按档次类别划分之产品简介图

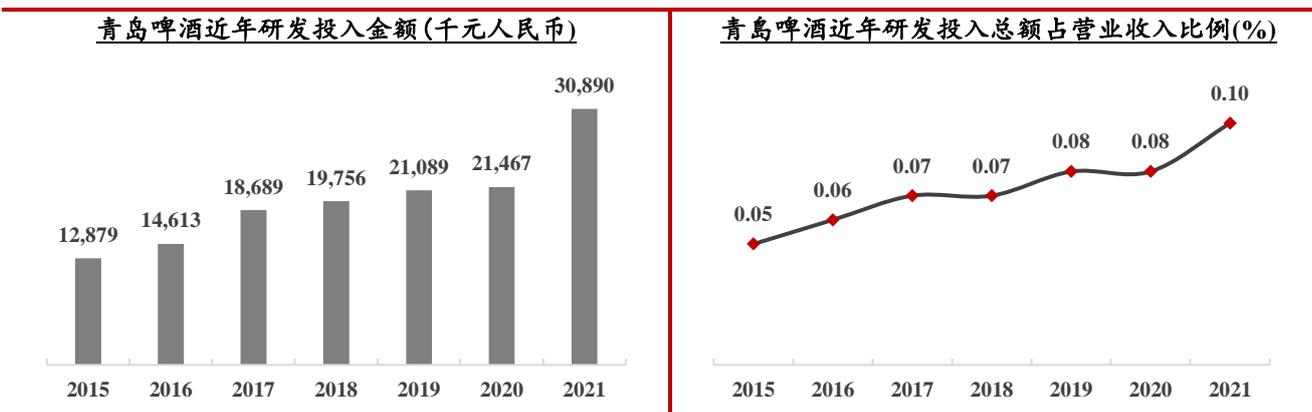
市场定位	产品名称	推出时间 (年份)	产品规格		价格/500ML (元人民币)	酒精度 (%Vol)	麦精浓度 (°P)
			容器	容量			
超高端 (100元以上)	一世传奇	2022	瓶装	1500ML	433.0	10.5	23.9
	百年鸿运	2022	瓶装	815ML	410.4	8.5	19.8
	百年之旅	2020	瓶装	815ML	226.4	6.0	15.0
高端 (8至100元)	青島啤酒原浆	2014	瓶装	1000ML	32.9	5.4	13.0
	琥珀拉格	2020	瓶装	380ML	30.0	5.5	13.8
	IPA	2017	瓶装	330ML	24.6	5.2	14.0
	鸿运当头	2012	瓶装	355ML	17.5	4.3	11.0
	黑啤	2012	罐装	500ML	11.6	4.5	12.0
	皮尔森	2016	罐装	500ML	10.7	4.0	10.5
	奥古特	2010	罐装	330ML	10.0	4.7	12.0
	国潮	2020	罐装	500ML	9.9	4.0	10.0
	纯生	2010或以前	罐装	330ML	9.6	4.0	10.0
	经典1903	2014	罐装	500ML	9.2	4.0	10.0
	白啤	2015	罐装	500ML	8.0	4.1	11.0
中端 (5至8元)	小棕金	无资料	瓶装	296ML	7.4	4.3	11.0
	经典	2010或以前	罐装	330ML	6.9	4.3	11.0

注：价格为线上实际零售价以 500ML 调整；信息收集时间：2023 年 2 月 7 日

数据来源：公司官网、阿里网站、京东网站、公开讯息、山证国际研究部整理

此外，公司近年持续加大研发投入，不断增强其产品竞争优势。

图表 12：青島啤酒近年研发投入金额以及占营业收入比例表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

公司旗下部分产品近年屡获国内以及国际大奖，包括在 2018 年以及 2021 年两度获得被誉为“啤酒界的奥斯卡”---“欧洲啤酒之星”奖。

图表 13：青島啤酒部分产品屡获国内以及国际大奖

2018	2019	2020	2021
<ul style="list-style-type: none"> • 欧洲啤酒之星奖：皮尔森 • 世界啤酒锦标赛金奖：黑啤 • “青酌奖”酒类新品：王子白啤 	<ul style="list-style-type: none"> • “青酌奖”酒类新品：琥珀拉格 • 世界啤酒锦标赛大奖：奥古特、青島白啤 	<ul style="list-style-type: none"> • 2020年度德国红点设计奖：青島白啤 	<ul style="list-style-type: none"> • 欧洲啤酒之星奖：0.0%无醇啤酒

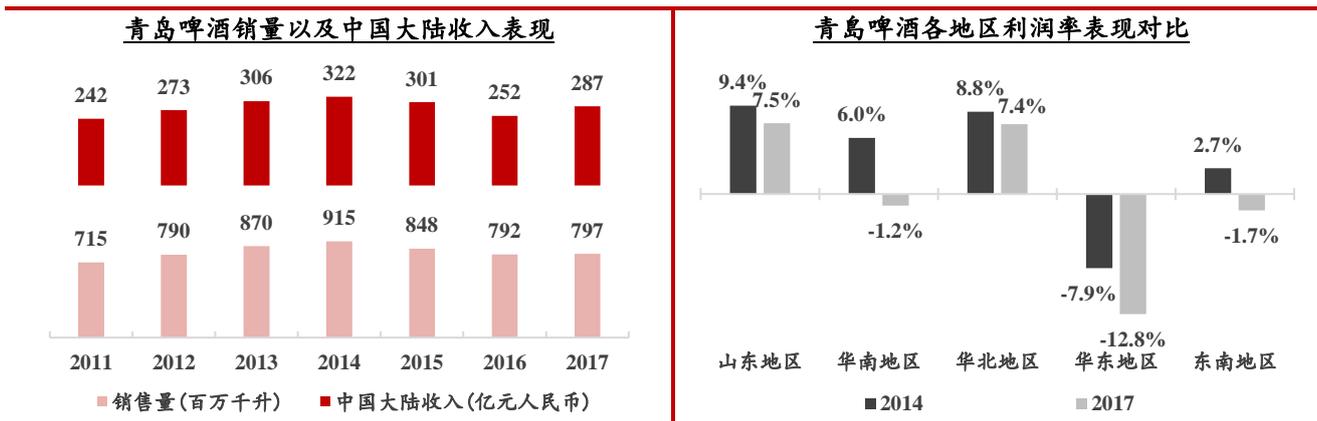
数据来源：公司演示材料、中国新闻网、山证国际研究部整理

2.3.2 多维优势构建核心竞争力，推动利润率显著回升

随着我国消费者的健康意识、消费能力以及消费理念的提升，对啤酒消费观念转以“喝少些、喝好些”为主，啤酒市场竞争 2014 年开始加剧。

在激烈竞争下，青島啤酒销量和收入也在 2015 年触顶回落。公司整体利润率由 2014 年约 7.0% 明显下降至 2016 年约 4.2%，2017 年则回升至 5.3%。其中，公司市场份额较高的优势地区如山东地区和华北地区利润率分别由 2014 年约 9.4% 和 8.8% 下降至 2017 年约 7.5% 和 7.4%。其他地区则由盈转亏。

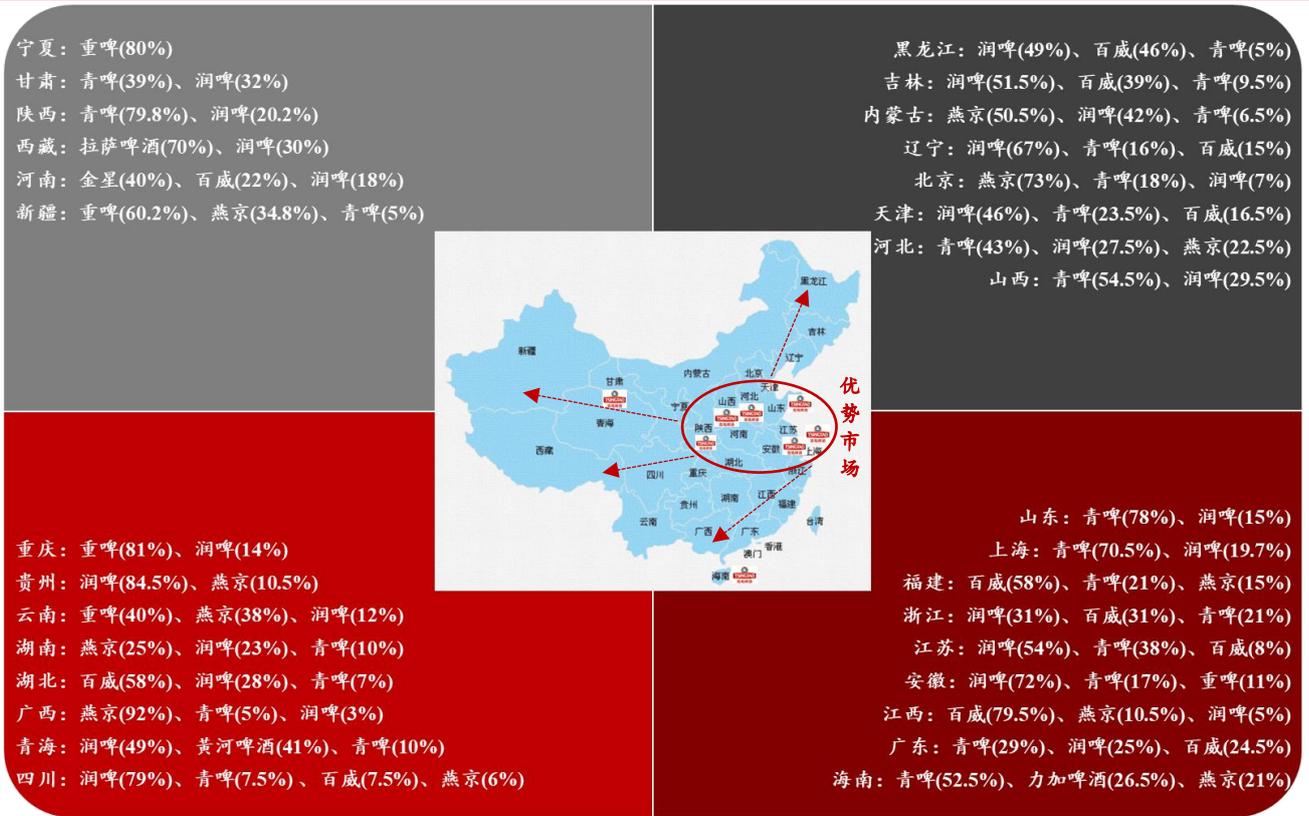
图表 14：青島啤酒 2011 至 2017 年销量、中国大陆收入以及 2014 年与 2017 年各地区利润率对比



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

在此经营背景下，公司 2018 年提出“做大山东，振兴沿海、提速沿黄、解放沿江”（以下简称“两横一纵”）的市场战略，充分发挥产销协同效应，以优势市场为中心，依托已有的生产基地，以点带面进一步打造战略带市场和城市基地市场圈，根据市场布局聚焦资源投入，借助品牌和产品的组合优势不断提升产品的市场竞争力，实现区域市场的突破，辐射带动周边市场的增长。

图表 15: 中国 31 省市 2018 年啤酒市场份额统计以及青島啤酒以优势市场辐射带动周边市场战略图



: 表示青島啤酒在相关省市的市场份额达到 30%或以上

数据来源: 快消家、搜狗、山证国际研究部整理

同时, 公司在保持市场份额的前提下, 紧盯市场调结构、调价格, 提升企业盈利能力。

图表 16: 青島啤酒“两横一纵”战略带市场发展示意图



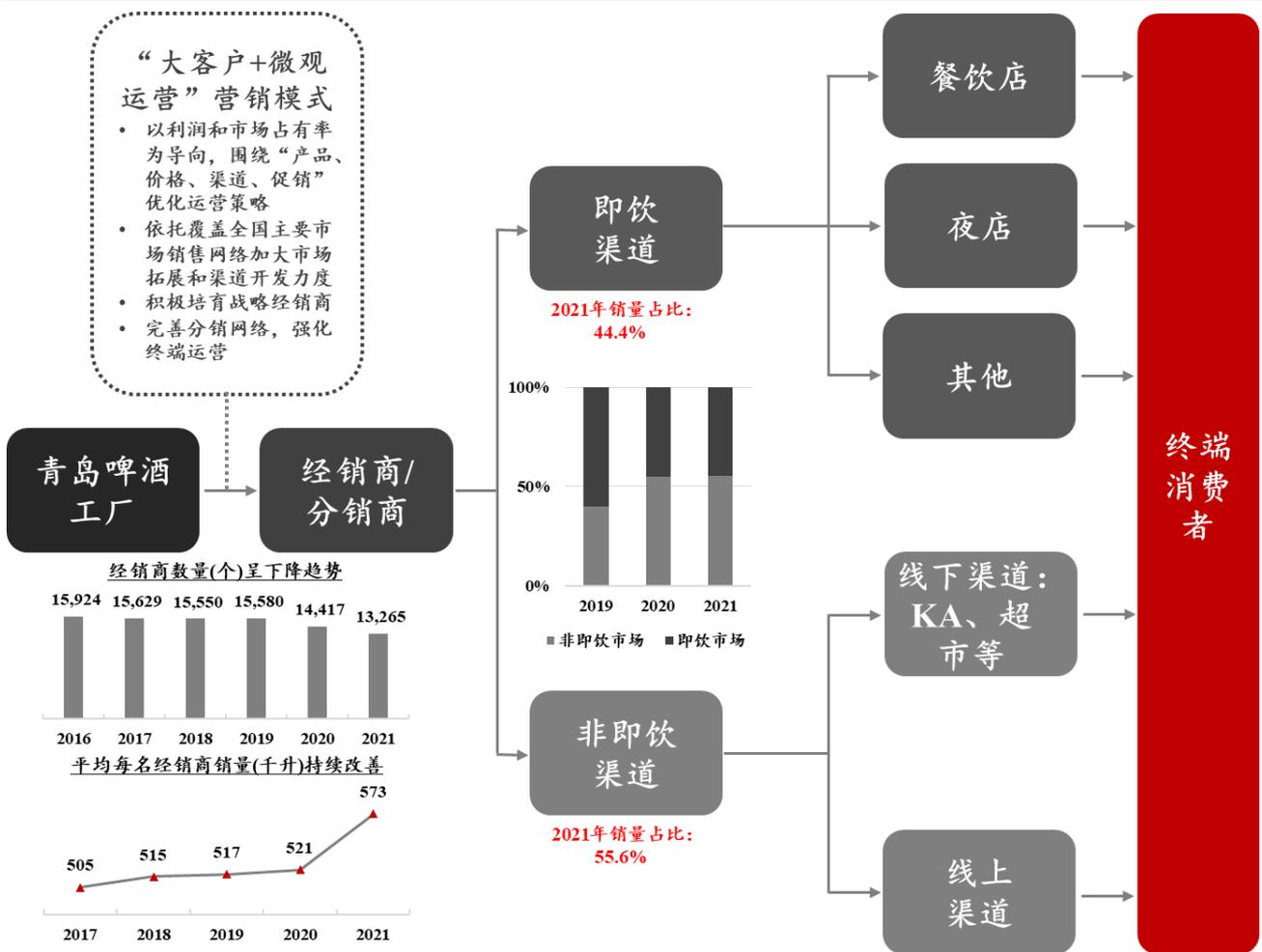
数据来源: 公司演示材料、山证国际研究部整理

渠道运营方面，公司多年来不断推进完善“大客户+微观运营”的渠道运营模式。

针对市场成熟度以及利润水平的差异，灵活使用不同层次的分销运营模式，充分发挥好自身厂家管理优势以及经销商渠道资源，不断优化分销网络，提升经销商之经营效率，强化渠道以及终端的掌控能力，同时开辟新的增量、增利空间。

公司经销商数量由2016年15,924个持续下降至2021年13,265个，每名经销商销量则由2017年约505千升提升至2021年约573千升。

图表 17：青島啤酒渠道结构展示图

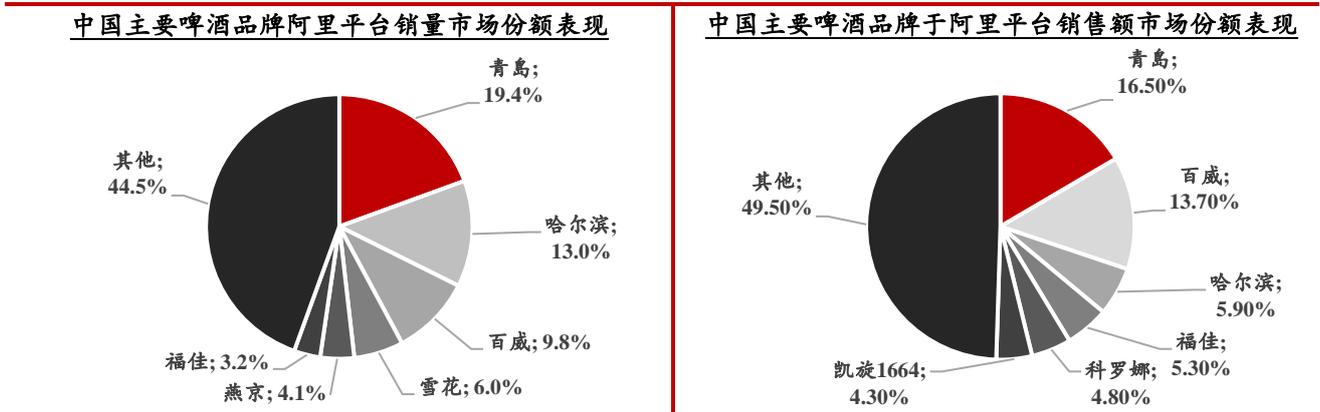


数据来源：公司公告、WIND、公开讯息、山证国际研究部整理

此外，公司近年在疫情的特殊时期快速创新营销模式，构建并不断拓展“互联网+”渠道体系。

通过搭建电商渠道专业组织，不断放大“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化电子商务渠道领先优势，并积极与第三方平台展开合作，大力推进O2O、B2B、社区团购等业务，多渠道满足互联网时代消费者的购买需求和消费体验。

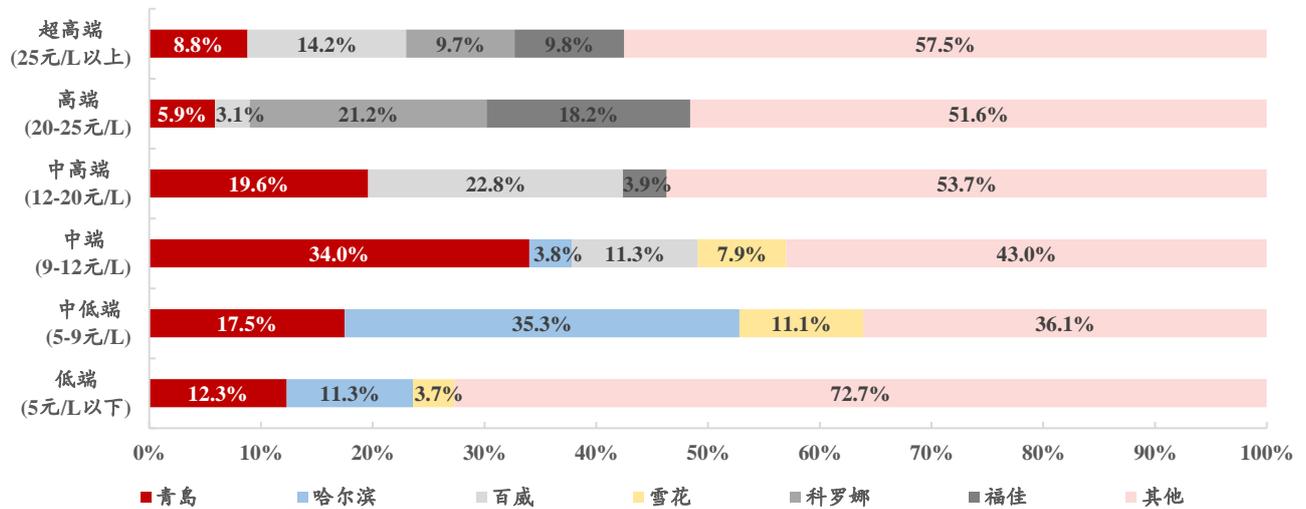
图表 18: 中国主要啤酒品牌阿里平台销量以及销售额市场份额(2020年6月 - 2021年5月)表现



数据来源: 蓝色光标数据商业部、博晓通科技、山证国际研究部整理

根据蓝色光标数据商业部、博晓通科技发布报告显示, 青島啤酒在阿里平台 2020年6月 - 2021年5月线上销量以及销售额市场份额均排名第一; 其中, 在 9-20元价位带中市场份额最为突出。

图表 19: 中国啤酒品牌线上销量按价位带划分之竞争格局(2020年6月 - 2021年5月)

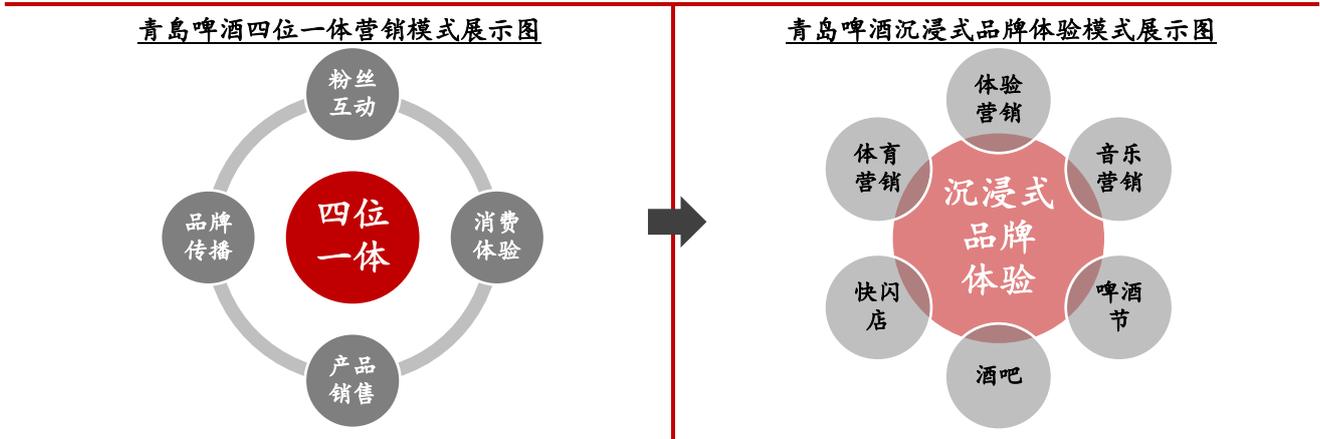


数据来源: 蓝色光标数据商业部、博晓通科技、山证国际研究部整理

青島啤酒近年也对品牌传播模式持续升级, 由“四位一体”营销模式升级至“沉浸式品牌体验模式”。

公司发挥覆盖全国主要市场的生产和销售网络布局优势, 构建以消费者为中心的营销管理体系。以体育营销、音乐营销和体验营销为主线, 通过沉浸式品牌体验持续提升品牌影响力和青島啤酒品牌的国际化、年轻化、时尚化水平, 并推动高质量发展。

图表 20：青島啤酒四位一体营销模式以及沉浸式品牌体验模式展示图



数据来源：公司演示材料、山证国际研究部整理

公司已在全国布局逾 200 家“TSINGTAO1903 青岛啤酒体验馆”，覆盖 20 个省份 62 座城市。以高端化、个性化、时尚化的产品与消费者互动交流，不断满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化等多层次需求。

图表 21：青島啤酒旗下的 TSINGTAO1903 青岛啤酒吧网络分布图



数据来源：公司官网、山证国际研究部整理

公司作为北京 2022 年冬奥会官方赞助商，围绕该国际体育盛会推出了“青岛啤酒冬奥冰雪罐”等系列产品，在传播冰雪文化和奥运精神的同时广受消费者好评；通过打造推出冰雪主题 TSINGTAO1903 酒吧和冰雪国潮欢聚吧等活动，完美融合啤酒激情与体育激情，创新消费者沉浸式品牌体验新模式，实现了线上线下多点触达和消费场景多元化的新突破。

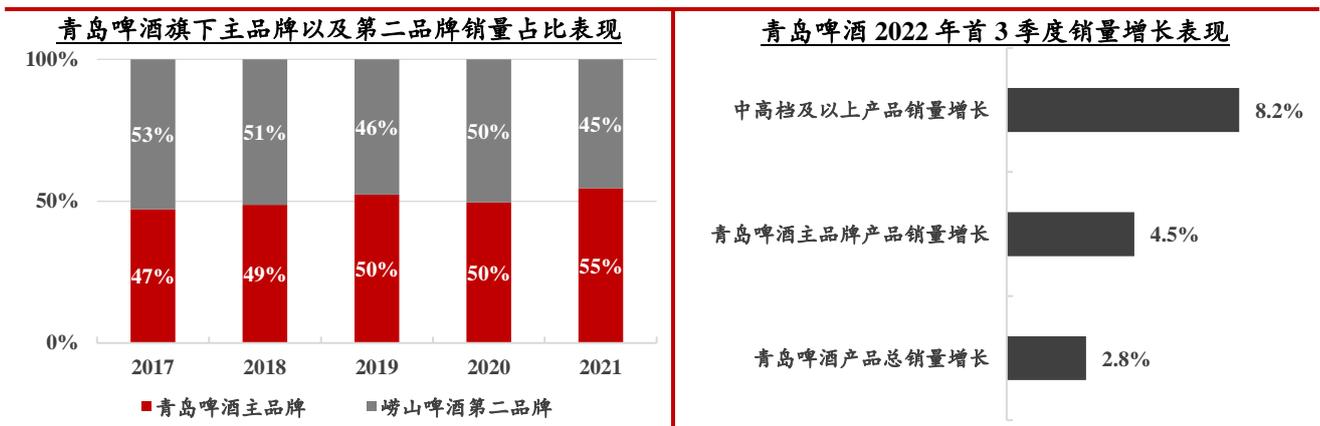
在国际市场，公司也着力强化更具国际化、互动化的品牌传播、推广与渠道创新，通过丰富产品线及一系列内容新颖、形式多样的品牌推广活

动，巩固提升海外传统优势市场，拓展全球市场分销覆盖，2021 年在全球疫情对消费市场形成严重影响的背景下，公司实现海外市场销量同比增长 11.2%。

随着高端化战略持续推进以及产销体系优化，定位为中高端的青島啤酒主品牌销量占比已由 2017 年约 47% 上升至 2021 年约 55%。

2022 年首 3 季度，公司中高档及以上产品销量同比增长约 8.2%，明显高于总销量增长约 2.8% 和青島啤酒主品牌增长约 4.5%。

图表 22：青島啤酒旗下主品牌以及第二品牌销量占比和 2022 年首 3 季度销量增长表现

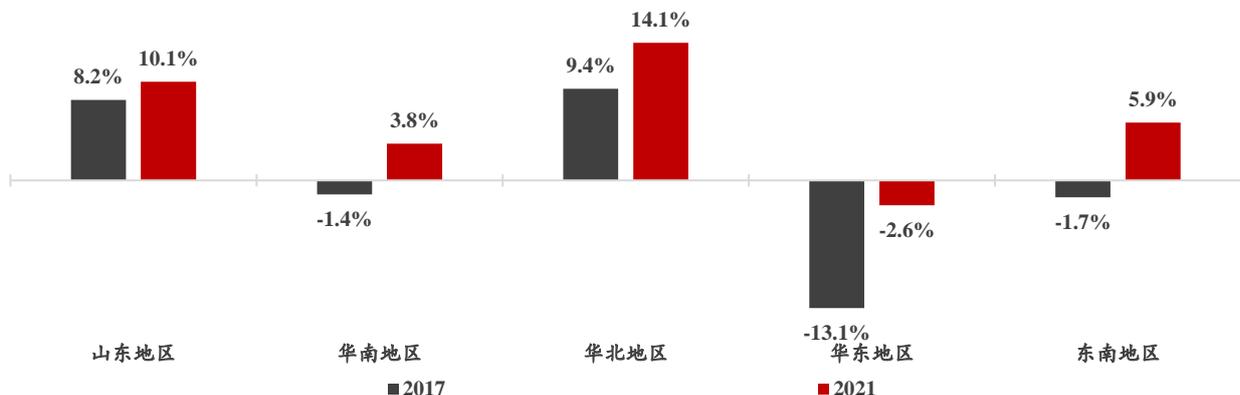


数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

与此同时，公司利润率近年也得到较明显改善，由 2017 年约 5.3% 上升至 2021 年约 10.8%。

其中，公司优势地区如山东地区和华北地区利润率分别由 2017 年约 8.2% 和 9.4% 上升至约 10.1% 和 14.1%。华南地区和东南地区则实现亏转盈，利润率分别由 2017 年约 -1.4% 和 -1.7% 改善至 2021 年约 3.8% 和 5.9%。此外，华东地区亏损也明显由 2017 年约 -13.1% 收窄至 2021 年约 -2.6%。

图表 23：青島啤酒 2017 年与 2021 年按地区划分之利润率表现对比



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

2.3.3 高端化趨勢將持續，利潤率有望繼續提升

根據中國酒業協會發布的《中國酒業“十四五”發展指導意見》的規劃，預計到 2025 年，我國啤酒行業的發展將達到幾個具體目標，如規模以上啤酒企業總產量在 2025 年將達到 3,800 萬千升，較“十三五”末上升約 11.4%，年均增長 2.3%。

同時，總收入和總利潤將分別較“十三五”末上升約 63.4% 和 124.0%，年均增長約達 12.7% 和 24.8%。利潤率也將較“十三五”末約 9.1% 進一步改善 3.4 個百分點至 12.5%。預期我國啤酒行業在“十四五”期間高端化趨勢或將持續。

隨著高端化進程持續加速，青島啤酒未來產品結構將有望繼續優化，有利於其啤酒業務盈利能力進一步提升。

圖表 24：中國啤酒行業重點數據 2020 年實際值與“十四五”發展目標之對比

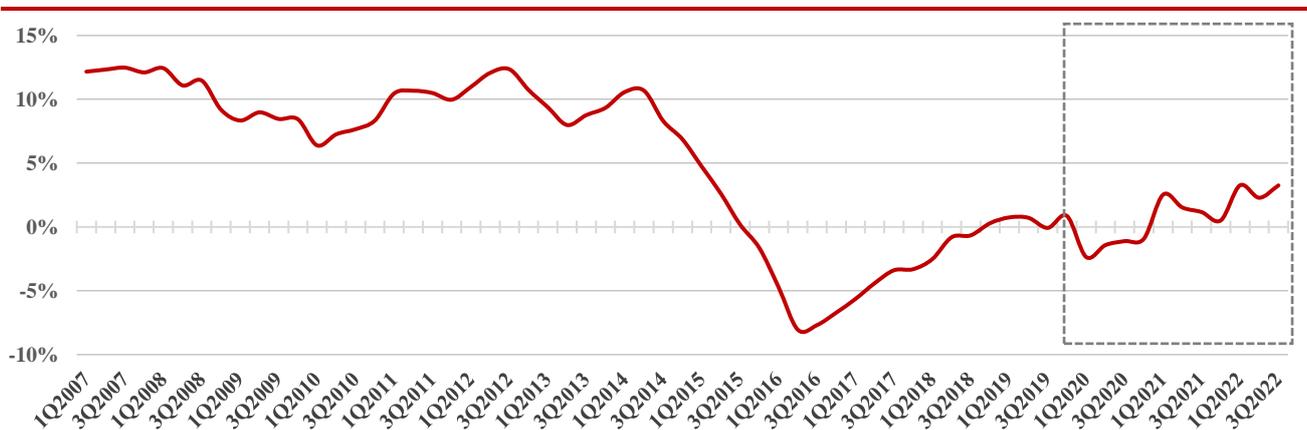
規模以上啤酒企業 主要指標	2020年實際值	2025年目標值	相對“十三五”末之增長	年均增長
產量(萬千升)	3,411	3,800	11.4%	2.3%
收入(億元人民幣)	1,469	2,400	63.4%	12.7%
利潤(億元人民幣)	134	300	124.0%	24.8%
利潤率	9.1%	12.5%	3.4%	0.7%

數據來源：中國酒業協會、中華網、山證國際研究部整理

2.4 受益旅遊及餐飲復蘇，即飲渠道銷售有望恢復

在疫情反復下，啤酒企業近年銷量基本上承壓，即飲渠道受到防疫措施的影響衝擊較大。以青島啤酒 8 個季度銷量同比增長移動平均走勢而言，公司銷量增長勢能已在 2020 年首季度開始觸底回升，在 2021 年首季度至 2022 年第三季度則一直保持正增長態勢。

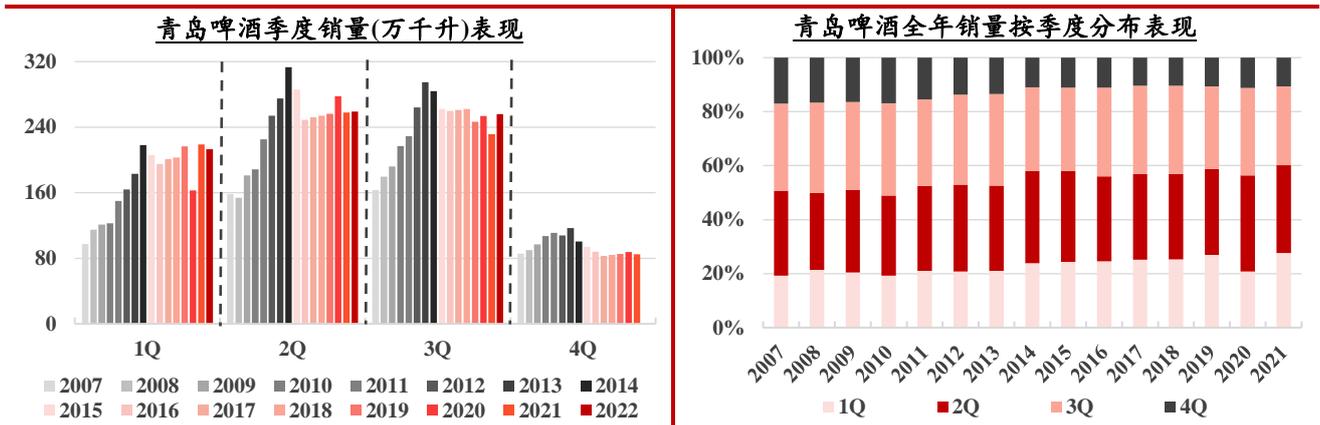
圖表 25：青島啤酒 8 個季度銷量同比增長移動平均走勢圖



數據來源：公司公告、WIND、山證國際研究部整理

2022年第四季度，公司啤酒销量和业绩或将受到疫情多点散发的打击相对较大，但考虑到第四季度属于啤酒行业传统销售淡季，而公司2021年四季度销量占全年比率也仅约10.7%，预计疫情扰动不会对其2022年全年业绩表现构成重大负面影响。

图表 26：青島啤酒季度销量以及全年销量按季度分布表现

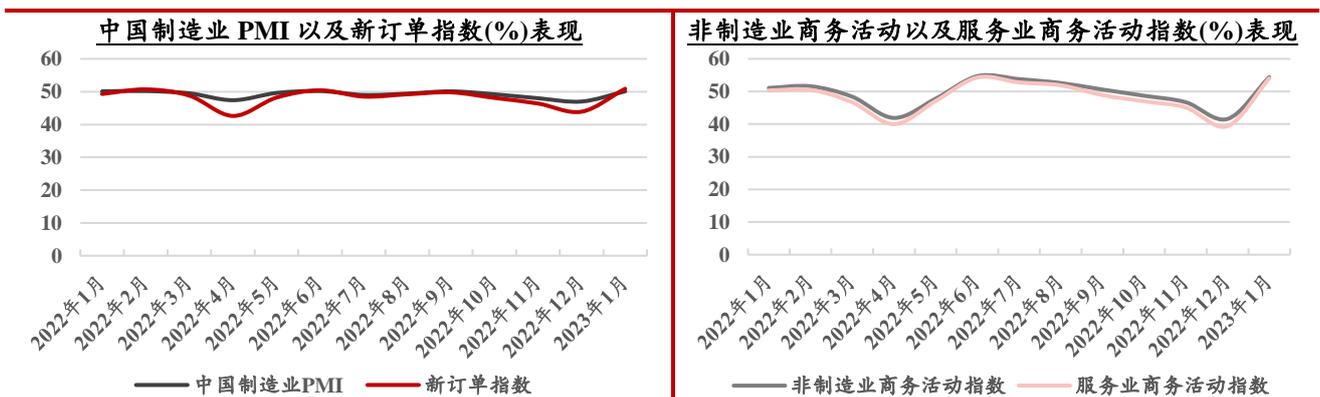


数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

自2022年11月国家出台一系列防疫优化政策以来，全国新冠感染人数快速上升，并于2023年1月上旬达到峰值，居民出行、线下消费以及运输物流等经济活动呈现出加快复苏态势。2023年1月，制造业PMI和非制造业商务活动指数均出现明显回升。

在多重利好下，消费市场也加速回暖。据商务部统计，今年春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额与2022年春节相比增长6.8%。经文化和旅游部数据中心测算，今年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%。根据美团发布的2023年春节消费数据显示，假期前6天，日均消费规模同比2019年春节增长66%；全国多人堂食套餐订单量同比2022年增长53%。随着餐饮、夜场等渠道的逐步恢复，预期青島啤酒将受益于本轮消费复苏行情，相关即饮渠道的需求有望在今年得到较显著改善。

图表 27：中国制造业 PMI、新订单、非制造业商务活动以及服务业商务活动指数近期表现



数据来源：国家统计局、山证国际研究部整理

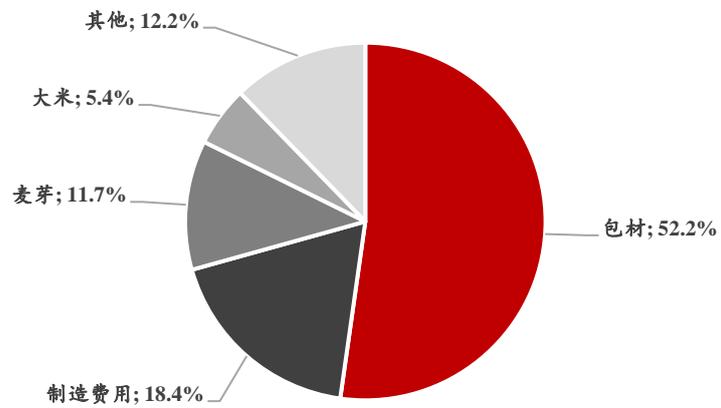
2.5 成本进入下行周期，预期利润率提升

2.5.1 啤酒企业原材料成本压力缓解趋势持续

啤酒企业的原材料成本主要来自麦芽、大米、酵母、啤酒花等原料和玻璃瓶、铝罐、纸箱等包材。其中，包材一般占原材料成本逾半。

青島啤酒 2021 年主要制造成本中，包材、制造费用、麦芽、大米成本占比分别约达 52.2%、18.4%、11.7% 以及 5.4%。

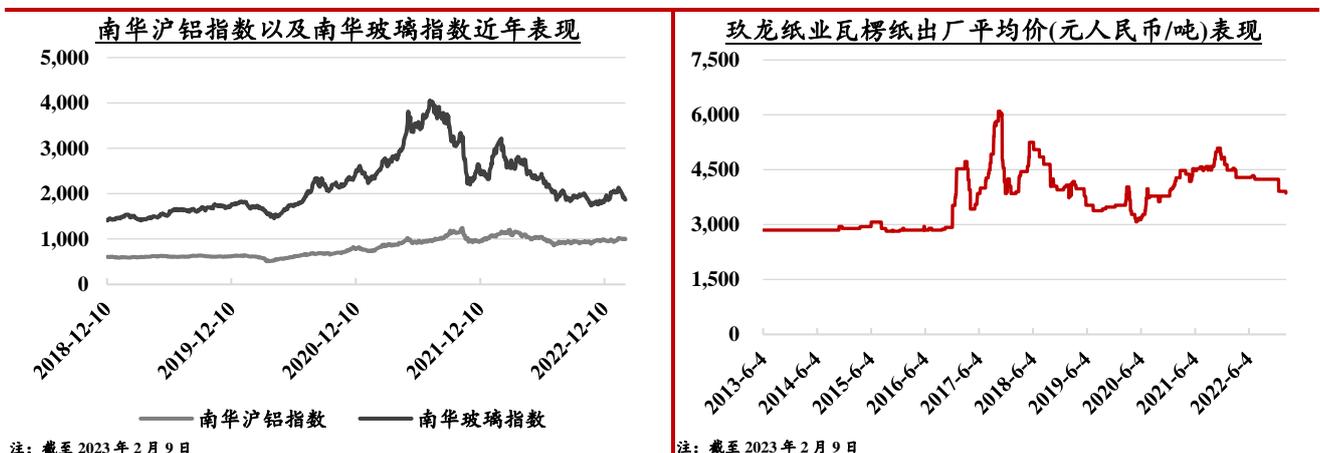
图表 28：青島啤酒 2021 年制造成本结构图



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

此外，南华沪铝指数、南华玻璃指数和玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价的平均同比表现已分别由去年上半年约+23.2%、-11.8%和+0.1%下降至下半年约-8.4%、-38.9%和-10.2%，表示啤酒企业原材料成本压力逐渐缓解。

图表 29：南华沪铝指数、南华玻璃指数以及玖龙纸业瓦楞纸出厂均价表现



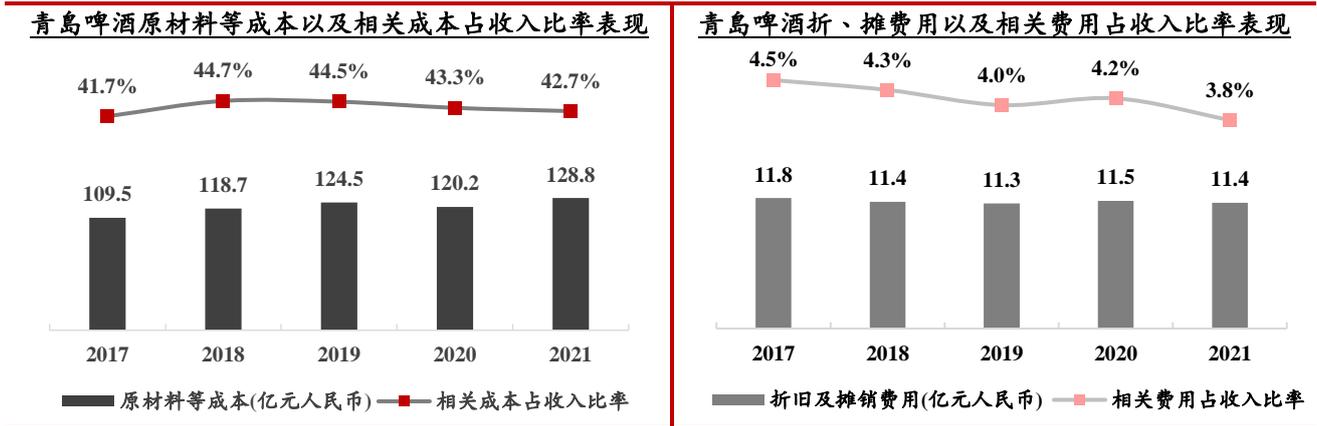
数据来源：WIND、山证国际研究部整理

2.5.2 青島啤酒原材料成本以及折旧占收入比率呈下降趋势

青島啤酒近年原材料成本占收入比率呈下降趋势。公司透过加强成本管控等方式降低相关比率由 2018 年约 44.7% 至 2021 年约 42.7%。

此外，公司折旧及摊销费用占收入比率整体上也呈下降趋势，由 2017 年约 4.5% 下降至 2021 年约 3.8%。

图表 30：青島啤酒原材料成本以及相关成本和折旧及摊销费用以及相关费用占收入比率表现



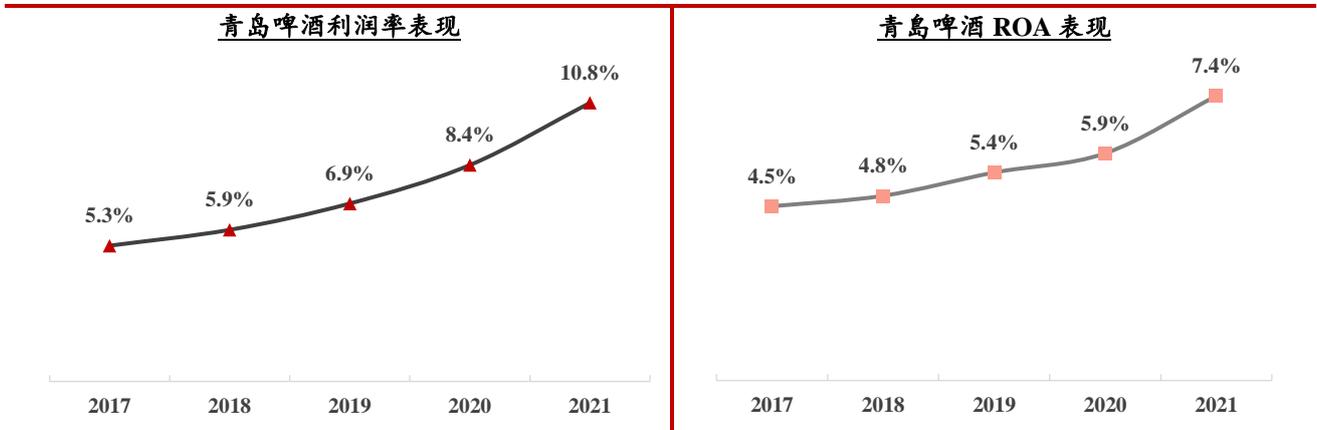
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2.5.3 利润率有望持续提升

青島啤酒近年利润率和 ROA 表现持续改善，分别由 2017 年约 5.3% 和 4.5% 上升至 2021 年约 10.8% 和 7.4%。

随着主要原材料成本压力在去年下半年有所减缓以及公司加强费用管控，预期公司啤酒业务未来利润率或将持续提升。

图表 31：青島啤酒近年利润率和 ROA 表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

3. 盈利预测与投资建议

青島啤酒现金流折现估值财务模型:

财务模型构架简介: 我们利用现金流折现估值财务模型为青島啤酒-H股进行估值, 并将财务模型预测分为三个阶段, 分别是第一阶段(2022-2024年): 高速增长期; 第二阶段(2025-2030年): 中等增长期; 以及第三阶段(2030年以后): 平稳增长期。

第一阶段(2022-2024年)收入预测及主要明细假设:

(1) 啤酒销量: 青島啤酒主品牌销量方面, 公司2022年销量将受疫情影响基本与2021年销量持平, 随后受益于高端化持续推进以及即饮渠道销售恢复, 2023-2024年销量将录得小幅增长。预期青島啤酒主品牌销量将由2021年约433万千升逐步增长至2024年约452万千升, 销量占比也由约54.6%上升至约56.6%。此外, 公司将继续落实“1+1”双品牌战略, 资源将向中高端产品线相对集中, 预期公司崂山啤酒第二品牌销量同期将出现小幅下降, 由2021年约360万千升下降至2024年约347万千升。

(2) 收入: 受益于公司啤酒高端化持续加速, 主要体现在产品结构升级以及提价效应, 公司平均每升销售单价将持续提升, 由2021年约3.74元上升至2024年约4.57元。相关因素带动未来啤酒业务收入将保持中至高单位数(约6-8%)增长。此外, 预期公司其他业务, 包括饮用水等产品销售收入2022-2024年将在规模提升带动下录得年复合增长率约15.4%。

图表 32: 主要指标表现和预测

啤酒业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
啤酒销量(万千升)	782	793	787	791	799
青島啤酒主品牌	388	433	434	440	452
青島啤酒主品牌占比	49.6%	54.6%	55.1%	55.6%	56.6%
崂山啤酒第二品牌	394	360	354	352	347
每升销售单价(元人民币)	3.50	3.74	4.00	4.27	4.57
收入表现(百万元人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	27,760	30,167	32,015	34,406	37,277
同比增长	-0.8%	8.7%	6.1%	7.5%	8.3%
啤酒业务收入	27,338	29,673	31,475	33,792	36,558
同比增长	-1.0%	8.5%	6.1%	7.4%	8.2%
其他业务收入	422	494	540	614	719
毛利率表现	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	40.4%	36.7%	37.8%	39.5%	41.6%
啤酒业务毛利率	40.6%	36.7%	37.8%	39.6%	41.7%
其他业务毛利率	27.9%	36.0%	33.2%	34.2%	35.7%
利润表现(百万元人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总利润	2,327	3,256	3,580	4,272	5,159
同比增长	20.6%	39.9%	10.0%	19.3%	20.8%
利润率	8.4%	10.8%	11.2%	12.4%	13.8%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理以及预测

(3) 毛利率: 受益于啤酒产品结构持续升级, 预期公司2022年毛利率将由2021年约36.7%上升至37.8%, 随后在2023-2024年分别进一步上升至约39.5%以及41.6%。

(4) 利润率：预期公司 2022 年利润率将由 2021 年约 10.8% 上升至约 11.2%。随后，其利润率将在 2023-2024 年分别进一步上升至约 12.4% 和 13.8%。

第二阶段(2025-2030 年)自由现金流增长率：基于啤酒高端销售占比持续提升至接近发达国家水平和其他业务持续发展的考虑，预期青島啤酒自由现金流在期间年复合增长率将达约 5%。

第三阶段(2030 年后)自由现金流增长率：公司在 2030 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以约 3% 增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i)公司融资结构不会出现明显改变；(ii)无风险利率：约 2.9%；(iii)WACC：约 7.6%；(iv)公司 A/H 股价差比例不会改变。

结论：

我们首次覆盖青島啤酒 - H股(168.HK)，预期公司于 2022 财年、2023 财年和 2024 财年的利润分别约为 35.8 亿元、42.7 亿元和 51.6 亿元，同比增长约 10.0%、19.3% 和 20.8%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们给予公司 H 股 91.6 港元的目标价，对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 30.5 倍、25.6 倍和 21.2 倍。基于目标价较 2 月 16 日收市价 78.8 港元有约 16.3% 的上涨空间，因而给予公司“买入”评级。

图表 33：同业比较

公司名称	估值表现						2022上半年业绩表现			
	总市值 (亿港元/ 人民币)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	2022年 预测PE (倍)	收入同比 增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	利润率 (%)
青島啤酒股份(0168.HK)	1,397.8	25.7	2.9	32.1	2.9	26.2	5.6	38.1	16.8	15.0
百威亚太(1876.HK)	3,118.8	38.8	5.9	54.5	6.2	40.4	-1.0	50.7	21.1	18.5
华润啤酒(0291.HK)	1,931.9	40.3	4.6	67.1	4.5	40.4	6.8	42.3	22.3	17.7
重庆啤酒(600132.SH)	664.4	52.6	4.7	56.0	6.8	/	11.2	48.7	24.4	18.6
燕京啤酒(000729.SZ)	377.1	111.9	2.9	120.1	1.9	109.0	9.3	39.9	7.3	6.0

*①市场数据是 2023 年 2 月 16 日收市价；②青島啤酒预测数据由山证国际预测；③其他公司预测是由 WIND 统计一致预期

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

4. 风险因素

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慤道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>