

青島啤酒 – H股 (168.HK)
2023 年首季度利润率改善至 13.8%，期待旺季持续发力
投资要点：

2022 年利润增长近 17%，今年首季度利润率则改善至 13.8%：青島啤酒 2022 年收入由 2021 年约 301.7 亿元同比增长约 6.6% 至约 321.7 亿元。公司去年经营受到有关原材料成本上涨的影响基本已被产品结构升级等所消化，毛利率由 2021 年约 36.7% 略微上升 0.1 个百分点至 36.8%。利润则由 2021 年约 32.6 亿元同比增长约 16.9% 至约 38.0 亿元。2023 年首季度，公司收入同比增长约 16.3% 至约 107.1 亿元，实现连续三年创历史新高。公司同期毛利率、利润率持续提升，分别由 2022 年首季度约 37.8%、12.5% 上升约 0.5、1.3 个百分点至 38.3%、13.8%。

中高端以上啤酒销量占比进一步提升至逾 36%：青島啤酒 2022 年销量以及销售单价分别同比增长约 1.8% 和 5.0% 至约 807 万千升和 3,928 元/千升。公司去年中高端以上啤酒销量约达 293 万千升，同比增长约 5.0%，增速明显快于同期主品牌约 2.6% 以及崂山品牌约 0.8%；中高端以上啤酒销量占总销量比率也因此提升至 36.3%。受益于餐饮等消费场景持续恢复，公司 2023 年首季度销量呈现增长态势，由 2022 年首季度约 213 万千升增长约 11.0% 至约 236 万千升，创历史新高。其中，公司中高端以上产品销量增长约达 11.6%，表明其高质量发展战略在产品结构提升方面持续起到了积极的推动作用。

降本增效持续推进，运营效率不断提升：青島啤酒去年两项主要经营费用包括销售费用和行政费用分别约为 42.0 亿元和 14.7 亿元，相关费用占收入比率则分别由 2021 年约 13.6% 和 5.6% 下降至约 13.1% 和 4.6%。此外，公司去年经营利润也延续增长态势，由 2021 年约 44.6 亿元同比增长约 12.3% 至约 50.0 亿元。同期相关经营利润率则提升至约 15.5%。

二季度现饮渠道有望持续修复，利润弹性将加速释放：随着气温上升，啤酒消费逐步进入旺季，预期公司二季度现饮渠道将持续修复，促进需求进一步好转，叠加去年同期低基数，成本端压力趋缓以及控费提效，将带动利润弹性加速释放。

盈利预测与投资建议：我们对青島啤酒 – H股(168.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 43.6 亿元、49.5 亿元及 55.5 亿元，同比上升约 14.5%、13.7% 及 12.0%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 96.6 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约为 26.7 倍、23.5 倍和 20.9 倍。基于目标价较 4 月 28 日收市价 83.7 港元有约 15.4% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

财务摘要：

单位：亿元人民币	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	277.6	301.7	321.7	349.9	371.3	393.4
毛利	112.2	110.8	118.5	131.1	142.3	153.5
毛利率	40.4%	36.7%	36.8%	37.5%	38.3%	39.0%
利润	23.3	32.6	38.0	43.6	49.5	55.5
利润率	8.4%	10.8%	11.8%	12.5%	13.3%	14.1%

报告日期：2023-05-02
业绩点评
投资评级：
买入
基本数据

所属板块	食品饮料
最新价	83.7 港元
市值	1,487.8 亿港元
52 周区间	54.5-87.4 港元
3 个月日均成交量	2.57 百万股
主要股东持股比例	32.51%

 数据来源：Bloomberg、WIND、HKEX
 注：截止 2023 年 4 月 28 日

一年行情图


数据来源：Bloomberg

首次覆盖：《产品结构持续优化与成本压力趋缓推动盈利增长》-20230217
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

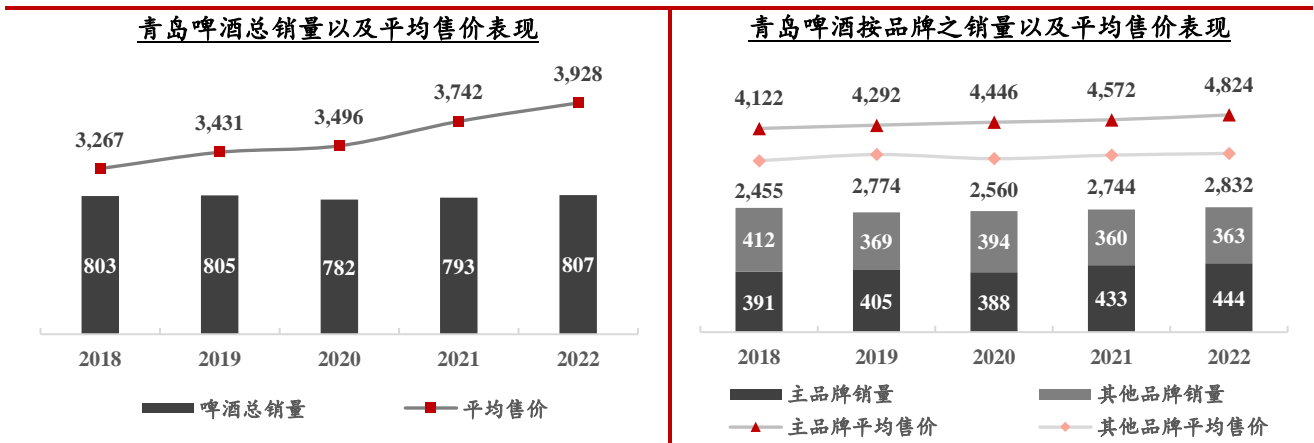
1.啤酒销售量价齐升，产品结构不断优化	3
1.1 去年在疫情扰动下仍实现量价齐升	3
1.2 中高端以上啤酒销量占比进一步提升至逾 36%	3
2.盈利能力持续提升，收入和利润创新高	4
2.1 收入同比增长逾 6%，主品牌收入占比提升至近 67%	4
2.2 成本涨价被结构升级消化，毛利率则保持在 36.8%	4
2.3 降本增效持续推进，运营效率不断提升	5
3.今年首季度经营表现靓丽，期待旺季发力	5
3.1 销量突破 230 万千升，高端销量增长逾一成	5
3.2 收入连续三年创新高，利润率则改善至 13.8%	6
4.盈利预测与投资建议	8
5.投资风险	9
6.财务报表摘要	10

1. 啤酒销售量价齐升，产品结构不断优化

1.1 去年在疫情扰动下仍实现量价齐升

青島啤酒 2022 年销量以及平均售价分别同比增长 1.8% 以及 5.0% 至约 807 万千升以及 3,928 元/千升。其中，公司旗下主品牌、崂山品牌去年销量和平均售价分别同比增长 2.5% 和 5.5%、0.8% 和 3.2% 至约 444 万千升和 4,824 元/千升、363 万千升和 2,832 元/千升。

图表 1：青島啤酒近年啤酒销量(万千升)以及平均售价(元人民币/千升)表现

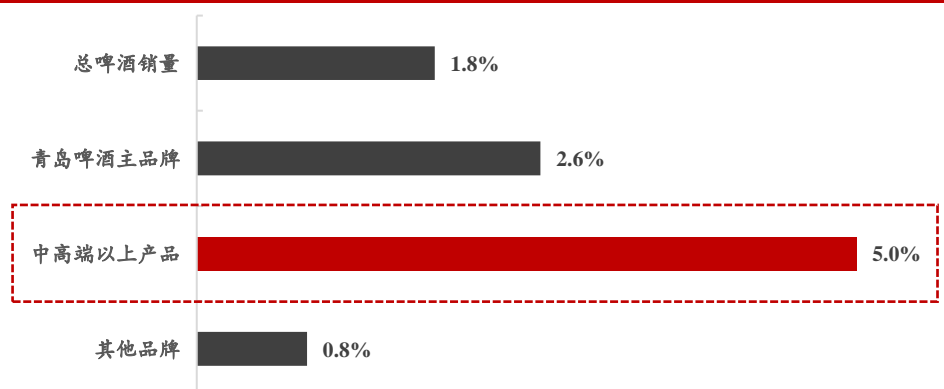


数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

1.2 中高端以上啤酒销量占比进一步提升至逾 36%

2022 年，青島啤酒产品结构不断优化，高端产品带动销量增长。公司去年中高端以上啤酒销量约达 293 万千升，同比增长约 5.0%，增速明显快于同期主品牌约 2.6% 以及崂山品牌约 0.8%。中高端以上啤酒销量占总销量比率也因此提升至 36.3%。

图表 2：青島啤酒 2022 年销量同比增长表现



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

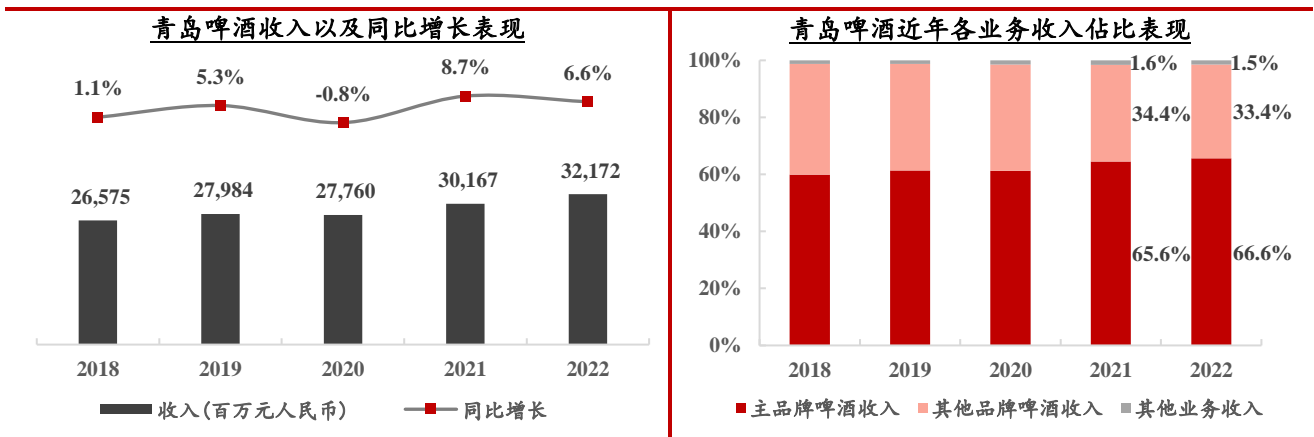
2. 盈利能力持续提升，收入和利润创新高

2.1 收入同比增长逾 6%，主品牌收入占比提升至近 67%

青島啤酒 2022 年收入由 2021 年约 301.7 亿元同比增长约 6.6% 至约 321.7 亿元，创历史新高。

其中，公司旗下主品牌去年收入受益于结构升级以及产品提价而同比增长约 8.2% 至约 214.2 亿元，收入占比则进一步提升至约 66.6%。

图表 3：青島啤酒近年总收入、同比增长以及各业务收入占比表现

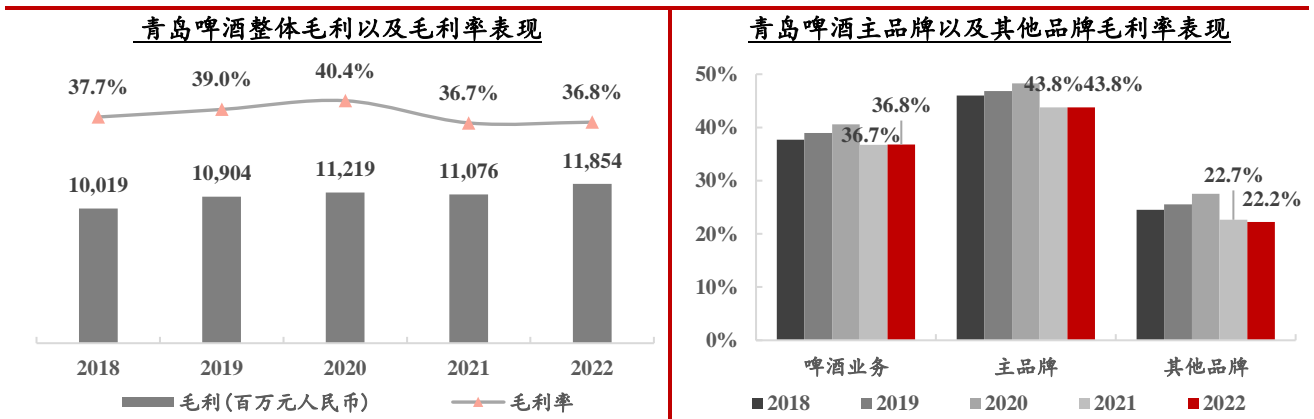


数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

2.2 成本涨价被结构升级消化，毛利率则保持在 36.8%

青島啤酒去年经营受到有关原材料成本上涨的影响基本已被产品结构升级等所消化，毛利率因此由 2021 年约 36.7% 略微上升 0.1 个百分点至 36.8%。其中，主品牌同期毛利率保持在 2021 年水平，约为 43.8%；而崂山品牌则下降 0.5 个百分点至 22.2%。

图表 4：青島啤酒近年毛利、整体、啤酒业务、主品牌以及其他品牌毛利率表现



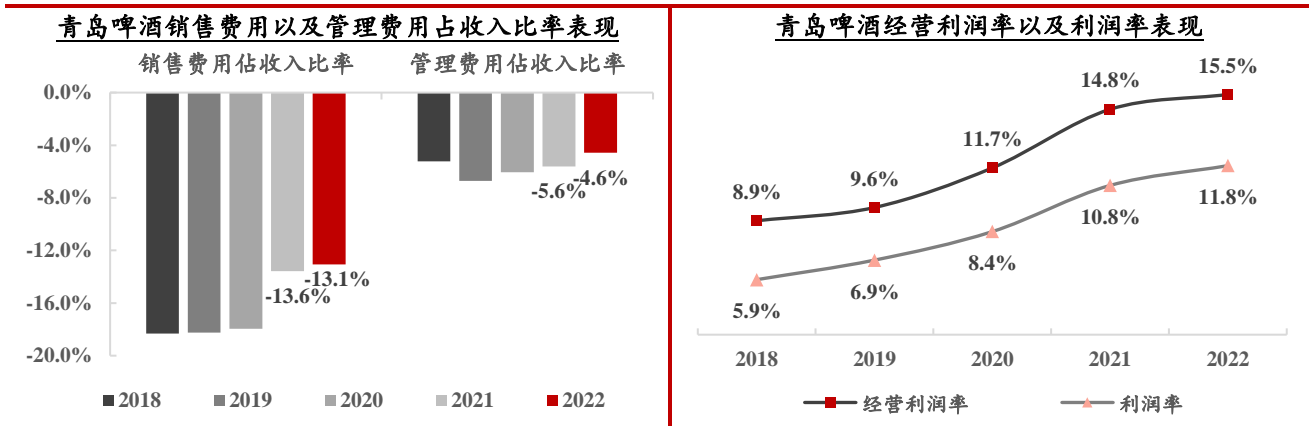
数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

2.3 降本增效持续推进，运营效率不断提升

青島啤酒去年两项主要经营费用包括销售费用和行政费用分别约为 42.0 亿元和 14.7 亿元，相关费用占收入比率则分别由 2021 年约 13.6% 和 5.6% 下降至约 13.1% 和 4.6%。

此外，公司去年经营利润也延续增长态势，由 2021 年约 44.5 亿元同比增长约 12.3% 至约 50.0 亿元。同期相关经营利润率则提升至约 15.5%。

图表 5：青島啤酒近年销售费用以及行政费用占收入比率、经营利润率、利润率表现



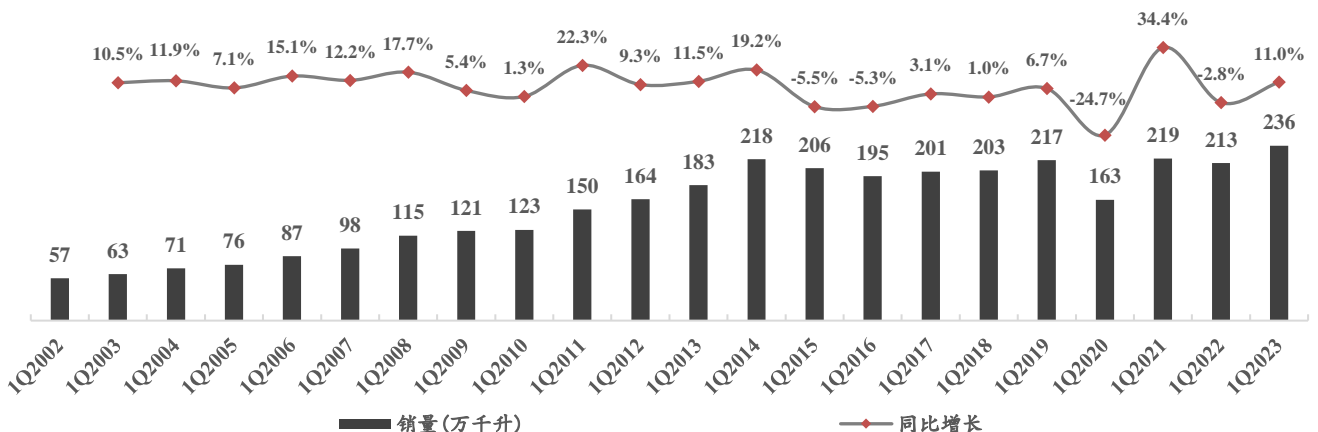
数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

3. 今年首季度经营表现靓丽，期待旺季发力

3.1 销量突破 230 万千升，高端销量增长逾一成

受益于餐饮等消费场景持续恢复，青島啤酒 2023 年首季度销量呈现增长态势，由 2022 年首季度约 213 万千升增长约 11.0% 至约 236 万千升，创历史新高。

图表 6：青島啤酒近二十年首季度销量以及同比增长表现



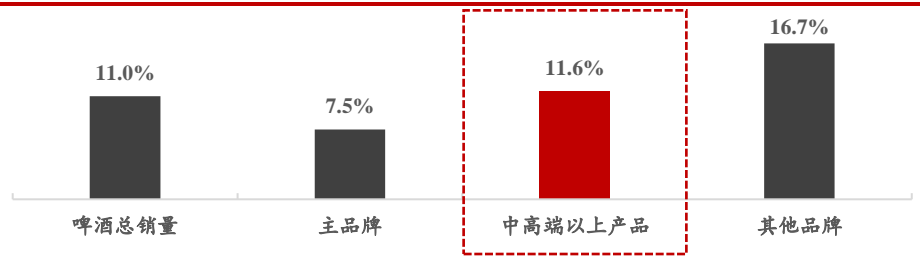
数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

公司旗下主品牌同期啤酒销量同比增长约 7.5%。其中，中高端以上产品销量则增长约达 11.6%，表明其高质量发展战略在产品结构提升方面持续起到了积极的推动作用。此外，崂山品牌同期销量同比增长则明显提速，约达 16.7%。

根据中国铁路济南局淄博车务段的数据显示，今年3月以来，在淄博烧烤火爆“出圈”的带动下，淄博已成为新晋旅游网红城市，淄博站、淄博北站、临淄北站共计到发旅客均刷新了多项历史新高。此外，淄博站预计五一假期期间发送旅客 19 万人次，日均发送 3.8 万人次，较 2019 年同期增长 23%。公司表示，淄博市是青岛啤酒的基地市场，有着良好的消费基础，并高度重视烧烤以及夜市排挡业态，和淄博烧烤店建立良好的合作关系，产品组合铺货率很高。此外，公司在全国市场也非常重视和积极拓展夜市排挡和烧烤为代表的消费场景。

估计相关因素或在 3 月已加快公司业务大本营山东地区现饮渠道的恢复，带动啤酒销量增长，尤其利好以大众市场为定位之崂山品牌销售表现。

图表 7：青島啤酒 2023 年首季度啤酒销量同比增长表现

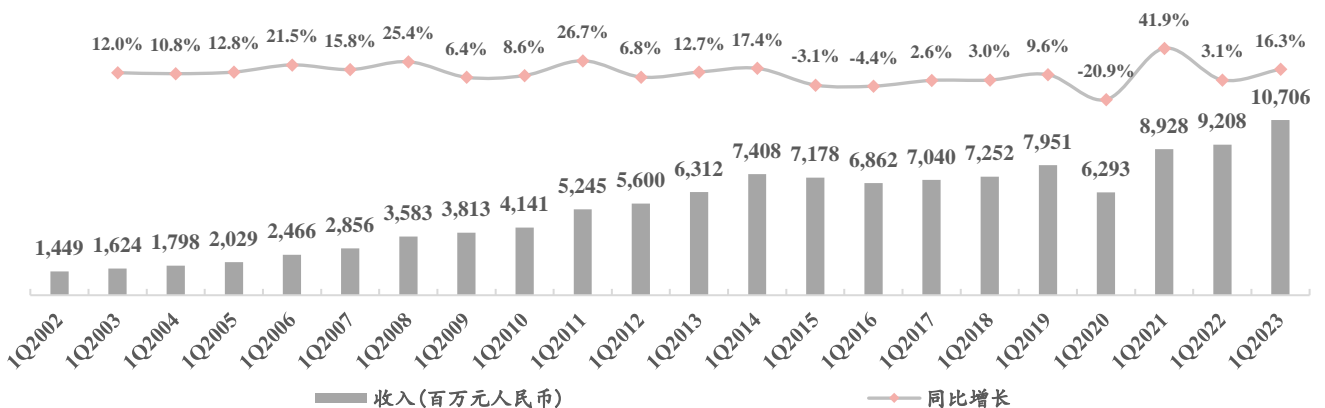


数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

3.2 收入连续三年创新高，利润率则改善至 13.8%

2023 年首季度，公司收入同比增长 16.3% 至约 107.1 亿元，实现连续三年创历史新高。

图表 8：青島啤酒近二十年首季度收入以及同比增长表现

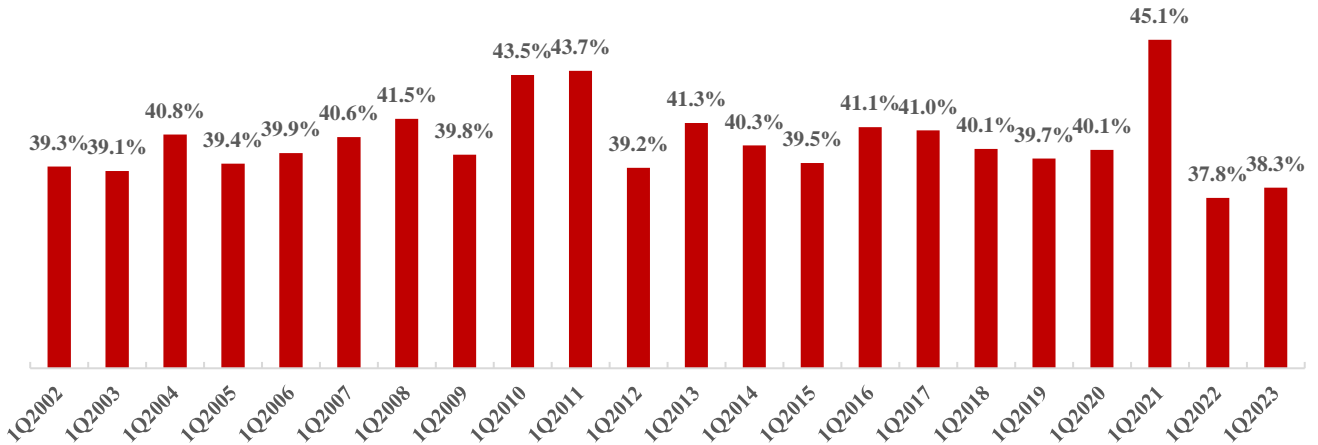


数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

公司首季度成本涨幅已低于 2022 年全年，整体毛利率同比也有所改善，由 2022 年首季度约 37.8% 上升约 0.5 个百分点至约 38.3%。

公司表示，首季度成本上涨主要还是来自产品结构和去年采购原材料的翘尾因素，今后成本上涨幅度会逐渐回落。

图表 9：青島啤酒近二十年首季度毛利率表现

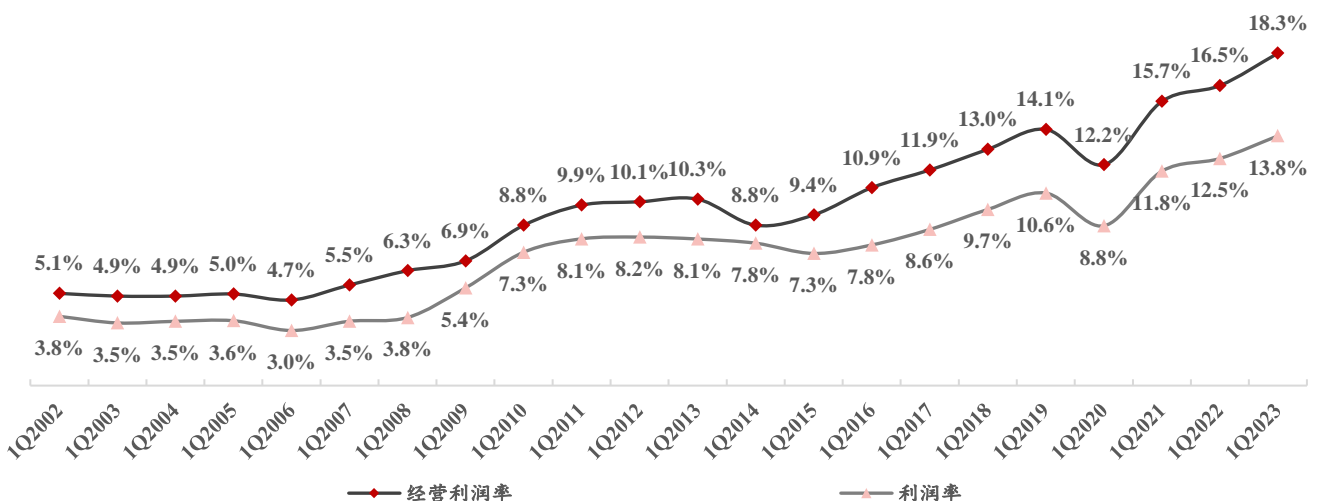


数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

此外，公司同期经营利润率、利润率持续提升，分别由 2022 年首季度约 16.5%、12.5% 上升约 1.8、1.3 个百分点至 18.3%、13.8%。

随着气温上升，啤酒消费逐步进入旺季，预期公司二季度现饮渠道将持续修复，促进需求进一步好转，叠加去年同期低基数，成本端压力趋缓以及控费提效，将带动利润弹性加速释放。

图表 10：青島啤酒近二十年首季度经营利润率以及利润率表现



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

4. 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(2023-2025年): 高速增长期; 第二阶段(2026-2030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(2023-2025年)收入预测及主要明细假设:

(1) 啤酒销量: 受益于中国内地疫情过后的餐饮消费场景复苏, 预期公司2023年销量将由2022年约807万千升增长5.3%至约850万千升, 而随后将进一步增长至2025年约865万千升。其中, 青島啤酒主品牌销量将由2022年约444万千升逐步增加至2025年约482万千升, 销量占比也由约55.0%上升至约55.7%。此外, 公司将持续落实“1+1”双品牌战略, 叠加淄博烧烤带动公司山东基地市场大众啤酒消费需求, 预期公司崂山品牌2023年销量将由2022年约363万千升增加7.5%至约390万千升, 随后逐步调整至2025年约383万千升。

(2) 收入: 受益于公司啤酒高端化持续加速, 预期公司平均每升销售单价将持续提升, 由2022年约3.93元上升至2025年约4.47元。相关因素带动2023-2025年啤酒业务收入仍将保持中至高单位数(约6-9%)增长。此外, 预期公司其他业务, 包括饮用水等产品销售收入2023-2025年将在规模提升带动下录得年复合增长率约10.8%。

图表 11: 青島啤酒主要指标表现和预测

啤酒业务	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
啤酒销量(万千升)	793	807	850	858	865
青島啤酒主品牌	433	444	460	471	482
青島啤酒主品牌占比	54.6%	55.0%	54.1%	54.9%	55.7%
崂山啤酒第二品牌	360	363	390	387	383
每升销售单价(元人民币)	3.74	3.93	4.05	4.25	4.47
收入表现(百万元人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	30,167	32,172	34,986	37,125	39,340
同比增长	8.7%	6.6%	8.7%	6.1%	6.0%
啤酒业务收入	29,673	31,697	34,436	36,488	38,665
同比增长	8.5%	6.8%	9.4%	6.0%	6.0%
其他业务收入	494	474	550	637	675
毛利率表现	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体毛利率	36.7%	36.8%	37.5%	38.3%	39.0%
啤酒业务毛利率	36.7%	36.8%	37.4%	38.3%	39.0%
其他业务毛利率	36.0%	41.1%	41.6%	42.1%	42.6%
利润表现(百万元人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总利润	3,256	3,805	4,358	4,955	5,552
同比增长	39.9%	16.9%	14.5%	13.7%	12.0%
利润率	10.8%	11.8%	12.5%	13.3%	14.1%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率：受益于啤酒产品结构持续升级，预期公司 2023 年毛利率将由 2022 年约 36.8% 上升至 37.5%，随后在 2024-2025 年分别进一步上升至约 38.3% 以及 39.0%。

(4) 利润率：预期 2023 年公司利润率将由 2022 年约 11.8% 上升至约 12.5%。随后，其利润率将在 2024-2025 年分别进一步上升至约 13.3% 和 14.1%。

第二阶段(2026-2030 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，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 2.8%；(iii) WACC：约 7.1%；(iv) 公司 A/H 股价差比例不会改变

结论：

我们对青島啤酒-H股(168.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 43.6 亿元、49.5 亿元及 55.5 亿元，同比上升约 14.5%、13.7% 及 12.0%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 96.6 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约为 26.7 倍、23.5 倍和 20.9 倍。基于目标价较 4 月 28 日收市价 83.7 港元有约 15.4% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

图表 12：同业比较

公司名称	估值表现						2022 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)	2023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)	1,487.3	27.6	3.2	32.1	3.0	23.1	6.6	36.8	11.6	11.8
百威亚太(1876.HK)	2,993.0	42.0	5.9	54.6	6.2	33.4	-4.8	50.0	17.5	14.6
华润啤酒(0291.HK)	1,957.9	40.3	4.8	64.6	4.7	31.8	5.9	38.5	12.8	11.9
重庆啤酒(600132.SH)	504.1	38.5	3.5	56.5	6.6	31.8	7.0	47.0	23.1	19.7
燕京啤酒(000729.SZ)	368.9	88.7	2.7	122.3	2.0	63.2	10.4	31.5	2.6	4.6

注：(1) 市场数据是 2023 年 4 月 28 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

数据来源：WIND、山证国际研究部整理

5. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2023E	单位: 百万元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2023E
总收入	30,167	32,172	34,986	37,125	39,340	非流动资产					
同比变化%	8.7%	6.6%	8.7%	6.1%	6.0%	固定资产	10,149	11,009	10,973	10,904	10,843
销售成本	(19,091)	(20,318)	(21,873)	(22,898)	(23,986)	其他非流动资产	7,455	7,300	7,636	7,961	8,283
毛利	11,076	11,854	13,113	14,227	15,354	流动资产	17,604	18,309	18,608	18,864	19,126
毛利率	36.7%	36.8%	37.5%	38.3%	39.0%	存货	3,493	4,152	3,758	3,520	4,128
经销开支	(4,097)	(4,200)	(4,602)	(4,865)	(5,135)	应收贸易款项及应收票据	800	807	535	686	392
行政开支	(1,693)	(1,473)	(1,420)	(1,388)	(1,361)	现金及等同现金项目	14,598	17,855	20,307	23,242	27,194
其他收入及其他收益—净额	831	1180	1292	1380	1467	其他流动资产	10,068	9,188	10,565	11,033	11,562
经营利润	4,455	5,001	5,799	6,594	7,390	总资产	46,563	50,312	53,773	57,345	62,402
经营利润率	14.8%	15.5%	16.6%	17.8%	18.8%	流动负债					
营业外收入	33	20	26	26	26	应付贸易款项及应付票据	5,642	5,967	6,857	6,693	7,633
营业外支出	(9)	(15)	(14)	(14)	(14)	其他流动负债	12,617	13,705	13,669	14,540	15,463
除税前利润	4,479	5,006	5,811	6,606	7,402	非流动负债	18,259	19,672	20,527	21,233	23,096
所得税开支	(1,223)	(1,201)	(1,453)	(1,652)	(1,851)	递延收益	3,211	3,132	3,406	3,615	3,830
利润	3,256	3,805	4,358	4,955	5,552	其他非流动负债	1,300	1,235	1,229	1,229	1,229
股东应占利润	3,155	3,711	4,255	4,842	5,431	权益	4,511	4,368	4,636	4,844	5,060
同比变化	43.3%	17.6%	14.7%	13.8%	12.2%	公司拥有人应占权益	23,002	25,495	27,764	30,343	33,233
股东应占利润率	10.5%	11.5%	12.2%	13.0%	13.8%	非控股权益	792	777	847	925	1,013
非控制股东应占利润	101	94	103	113	121	权益总额	23,794	26,272	28,610	31,268	34,247
股息	1,501	2,456	2,020	2,297	2,573	负债及权益总额	46,564	50,312	53,773	57,345	62,402
派息比率	46.1%	64.5%	46.4%	46.4%	46.4%						
现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	2023E	
除税前溢利	4,479	5,267	5,811	6,606	7,402	盈利能力					
折旧及摊销	1,147	1,175	1,190	1,221	1,236	毛利率	36.7%	36.8%	37.5%	38.3%	39.0%
其他	(1,541)	(1,169)	(476)	(166)	1,238	盈利率	10.8%	11.8%	12.5%	13.3%	14.1%
营运资本变动前的经营现金流量	4,085	5,273	6,526	7,661	9,876	ROE	14.4%	15.2%	15.9%	16.5%	16.9%
营运资本变动	3,181	923	232	77	(625)	营运表现					
已付所得税	(1,223)	(1,317)	(1,453)	(1,652)	(1,851)	经销开支/收入	-13.6%	-13.1%	-13.2%	-13.1%	-13.1%
经营活动现金流	6,043	4,879	5,304	6,087	7,400	行政开支/收入	-5.6%	-4.6%	-4.1%	-3.7%	-3.5%
购买物业及设备	(1,635)	(1,780)	(1,259)	(1,259)	(1,259)	有效税率	-27.3%	-24.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
其他投资活动现金流	(8,615)	(419)	437	415	394	存货周转天数	65	71	66	62	60
投资活动现金流	(10,250)	(2,199)	(823)	(844)	(865)	应收款项周转天数	6	5	7	6	5
银行融资所得净款	251	229	0	0	0	应付款项周转天数	108	117	107	108	109
已付股息	(1,111)	(1,831)	(2,020)	(2,297)	(2,573)	现金周转天数	-37	-41	-34	-40	-44
偿还银行及其他借贷	(702)	(271)	0	0	0	财务状况					
其他融资活动现金流	(53)	198	(10)	(10)	(10)	流动比率	159%	163%	171%	181%	187%
融资活动现金流	(1,614)	(1,676)	(2,030)	(2,307)	(2,583)	速动比率	139%	142%	153%	165%	170%
现金及现金等物净值	(5,820)	1,004	2,452	2,936	3,952	总负债/总权益	96%	92%	88%	83%	82%
期初现金及现金等物	17,643	14,598	17,855	20,307	23,242	资产周转率	69%	66%	67%	67%	66%
其他影响	2,775	2,253	0	0	0						
期末现金及现金等物	14,598	17,855	20,307	23,242	27,194						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

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。本档尚未经证监会审核。

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>