



青岛啤酒 (168.HK/600600.CH): 销售费用大幅反弹导致 3Q24 净利润不及预期, 产品结构面临压力

• **盈利趋势逐渐走弱, 维持青啤“持有”评级:** 我们认为青啤短期业绩面临以下挑战: (1) 整体销量持续疲弱, 销量同比下滑幅度大于主要竞对, (2) 中高端以上价格带产品增长乏力导致产品结构提升受阻, (3) 销售费用后置短期令利润率承压。基于 3Q24 的业绩表现, 我们对青啤高端化的前景更为谨慎, 并适当下调了 2024-2026 年的收入与盈利预测。基于 12.0x 2025 年 EV/EBITDA 的估值 (与华润啤酒目标估值一致), 我们下调青啤 A 股目标价至人民币 70.6 元。基于 8.0x 2025 年 EV/EBITDA 的估值 (华润啤酒目标估值 20% 的折扣), 我们下调青啤 H 股目标价至 58.4 港元。维持青岛啤酒 A 股与港股“持有”评级不变。

• **3Q24 业绩不及预期:** 青啤 3Q24 归母净利润同比下滑 9.0%, 而收入同比下降 5.3%, 利润下滑幅度大于收入下滑幅度, 主要是由于公司 3Q24 销售费用率同比大幅反弹所致。我们早前曾指出, 在啤酒市场消费力下降且行业竞争加剧的情况下, 青啤 1H24 销售费用的缩减是不可持续的, 而 3Q24 的销售费用反弹验证了我们的判断。值得庆幸的是, 3Q24 经营性现金流同比增长 6.8%, 净现金同比增长 25% (较年初增长 10%), 显示公司的基本面依然稳健。

• **主品牌的产品结构面临挑战:** 青啤 3Q24 整体销量同比下降 5.1%, 符合我们的预期。继 2Q24 之后, 平均销售单价再次录得同比小幅下滑 (微降 0.2%), 体现公司产品结构方面面临一定的压力。青岛啤酒主品牌 3Q24 销量同比下降 4.1%, 小于崂山啤酒 6.3% 的下降幅度。然而, 主品牌中的 中高端以上产品 销量同比下滑 4.7%, 大于主品牌整体销量下滑幅度, 这意味着主品牌首次出现产品结构同比变差的迹象。

• **3Q24 核心经营利润率承压:** 3Q24 单吨成本同比下降 2.2%, 下降幅度相较 2Q24 大幅减小。叠加产品结构承压导致平均销售单价小幅下降的影响, 3Q24 毛利率同比仅扩张 1.2ppt, 扩张幅度相较前两个季度有显著的收窄。青啤 3Q24 销售费用同比大增 14%, 销售费用率同比上升 2.4ppt, 主要是公司销售费用时点后移所致。尽管管理及研发费用同比大幅下降 21.6%, 部分抵消了销售费用上升的影响, 但 3Q24 核心经营利润还是同比下滑 9%, 核心经营利润率同比收窄 70bps。

• **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 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 32,172 | 33,937 | 31,839 | 32,971 | 34,082 |
| 同比变动 (%) | 6.6% | 5.5% | -6.2% | 3.6% | 3.4% |
| 股东应占净利 | 3,711 | 4,268 | 4,352 | 4,822 | 5,269 |
| 同比变动 (%) | 17.6% | 15.0% | 2.0% | 10.8% | 9.3% |
| 核心股东应占净利 | 3,720 | 4,089 | 4,352 | 4,822 | 5,269 |
| 同比变动 (%) | 39.1% | 9.9% | 6.4% | 10.8% | 9.3% |
| PE(x)-A 股 | 25.2 | 21.9 | 21.5 | 19.4 | 17.7 |
| PE(x)-H 股 | 17.5 | 15.2 | 14.9 | 13.4 | 12.3 |
| ROE (%) | 15.3% | 16.1% | 15.4% | 16.1% | 16.6% |

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

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

柔若楠, CFA

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

2024 年 10 月 30 日

青岛啤酒 (168.HK)

持有

| | |
|-------------------|-----------|
| 目标价 (港元) | 58.4 |
| 潜在升幅/降幅 | +10.6% |
| 目前股价 (港元) | 52.8 |
| 52 周内股价区间 (港元) | 40.0-67.0 |
| 总市值 (百万港元) | 85,369 |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 313.8 |

注: 截至 2024 年 10 月 29 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

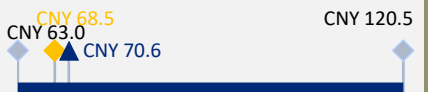
青岛啤酒 (600600.CH)

持有

| | |
|--------------------|------------|
| 目标价 (人民币) | 70.6 |
| 潜在升幅/降幅 | +3.1% |
| 目前股价 (人民币) | 68.5 |
| 52 周内股价区间 (人民币) | 67.6-108.9 |
| 总市值 (百万人民币) | 100,224 |
| 近 3 月日均成交额 (百万人民币) | 447.2 |

注: 截至 2024 年 10 月 29 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 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) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 32,172 | 33,937 | 31,839 | 32,971 | 34,082 |
| 同比 | 6.6% | 5.5% | -6.2% | 3.6% | 3.4% |
| 营业成本 | 22,709 | 23,204 | 21,214 | 21,653 | 22,073 |
| 毛利润 | 9,463 | 10,733 | 10,625 | 11,318 | 12,009 |
| 毛利率 | 29.4% | 31.6% | 33.4% | 34.3% | 35.2% |
| 销售及管理费用 | 5,736 | 6,328 | 6,140 | 6,256 | 6,403 |
| 其他经营收入及收益 (损失) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营溢利 | 3,727 | 4,405 | 4,485 | 5,062 | 5,606 |
| 经营利润率 | 11.6% | 13.0% | 14.1% | 15.4% | 16.4% |
| 净融资成本 | 409 | 457 | 497 | 550 | 607 |
| 其他收入或支出 | 870 | 884 | 865 | 865 | 865 |
| 税前溢利 | 5,006 | 5,746 | 5,847 | 6,478 | 7,078 |
| 所得税 | 1,201 | 1,398 | 1,415 | 1,568 | 1,713 |
| 所得税率 | 24.0% | 24.3% | 24.2% | 24.2% | 24.2% |
| 净利润 | 3,805 | 4,348 | 4,432 | 4,910 | 5,365 |
| 少数股东利润 | 94 | 80 | 80 | 88 | 97 |
| 归母净利润 | 3,711 | 4,268 | 4,352 | 4,822 | 5,269 |
| 归母净利润率 | 11.5% | 12.6% | 13.7% | 14.6% | 15.5% |
| 同比 | 17.6% | 15.0% | 2.0% | 10.8% | 9.3% |

资产负债表

| (百万人民币) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及等价物 | 17,855 | 19,282 | 21,266 | 23,373 | 25,646 |
| 应收账款 | 120 | 100 | 103 | 107 | 110 |
| 应收票据及其他 | 969 | 395 | 395 | 395 | 395 |
| 存货 | 4,152 | 3,540 | 3,487 | 3,559 | 3,628 |
| 短期投资 | 2,684 | 1,924 | 1,924 | 1,924 | 1,925 |
| 其他流动资产 | 6,223 | 4,370 | 4,370 | 4,370 | 4,370 |
| 流动资产合计 | 32,002 | 29,612 | 31,546 | 33,729 | 36,076 |
| 物业、机器及设备 | 11,009 | 11,146 | 11,042 | 10,947 | 10,860 |
| 长期投资 | 397 | 409 | 409 | 409 | 409 |
| 其他 | 6,903 | 8,089 | 7,889 | 7,689 | 7,487 |
| 非流动资产合计 | 18,309 | 19,644 | 19,340 | 19,045 | 18,756 |
| 短期借款 | 225 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 应付账款 | 3,464 | 2,953 | 2,933 | 2,994 | 3,052 |
| 其他应付账款 | 15,455 | 13,556 | 13,556 | 13,556 | 13,556 |
| 其他 | 528 | 410 | 410 | 410 | 410 |
| 流动负债合计 | 19,672 | 16,918 | 16,899 | 16,960 | 17,019 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他 | 4,368 | 4,083 | 4,083 | 4,083 | 4,083 |
| 非流动负债合计 | 4,368 | 4,083 | 4,083 | 4,083 | 4,084 |
| 股本及储备 | 25,495 | 27,449 | 29,019 | 30,758 | 32,660 |
| 非控制性权益 | 777 | 805 | 885 | 973 | 1,070 |
| 权益 | 26,272 | 28,255 | 29,904 | 31,732 | 33,730 |

现金流量表

| (百万人民币) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 归母净利润 | 3,711 | 4,268 | 4,352 | 4,822 | 5,269 |
| 折旧 | 1,084 | 1,140 | 1,104 | 1,095 | 1,086 |
| 存货减少 / (增加) | -659 | 612 | 53 | -72 | -69 |
| 应收贸易款项 (增加) / 减少 | 5 | 19 | -3 | -4 | -4 |
| 应付贸易款项 (减少) / 增加 | 336 | -511 | -20 | 61 | 58 |
| 其他 | 402 | -2,751 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动所得 (所用) 现金净额 | 4,879 | 2,778 | 5,486 | 5,901 | 6,340 |
| 出售 / (购入) 物业、机器及设备 | -1,780 | -1,618 | -1,000 | -1,000 | -999 |
| 短期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 长期投资 | -17,259 | -19,863 | -2,500 | -2,500 | -2,499 |
| 收购附属公司 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 16,840 | 18,018 | 2,700 | 2,700 | 2,701 |
| 投资活动所用现金净额 | -2,199 | -3,463 | -800 | -800 | -796 |
| 已付股利 | -1,576 | -2,534 | -2,782 | -3,083 | -3,368 |
| 已付股利-非控制股东 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 长期融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他 | -99 | -334 | 80 | 88 | 98 |
| 融资活动 (所用) 所得现金净额 | -1,676 | -2,868 | -2,702 | -2,994 | -3,269 |
| 现金及现金等价物变动 | 1,004 | -3,553 | 1,984 | 2,107 | 2,275 |
| 于年初的现金及现金等价物 | 14,598 | 17,855 | 19,282 | 21,266 | 23,373 |
| 现金及现金等价物汇兑差额 | 2,253 | 4,981 | 0 | 0 | 1 |
| 于年末的现金及现金等价物 | 17,855 | 19,282 | 21,266 | 23,373 | 25,649 |

财务和估值比率

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股数据 (人民币) | | | | | |
| 摊薄每股收益 | 2.72 | 3.13 | 3.19 | 3.53 | 3.86 |
| 每股销售额 | 23.58 | 24.88 | 23.34 | 24.17 | 24.98 |
| 每股股息 | 1.16 | 1.86 | 2.04 | 2.26 | 2.47 |
| 同比变动 | | | | | |
| 收入 | 6.6% | 5.5% | -6.2% | 3.6% | 3.4% |
| 经营溢利 | 26.9% | 18.2% | 1.8% | 12.9% | 10.7% |
| 归母净利润 | 17.6% | 15.0% | 2.0% | 10.8% | 9.3% |
| 费用与利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 29.4% | 31.6% | 33.4% | 34.3% | 35.2% |
| 经营利润率 | 11.6% | 13.0% | 14.1% | 15.4% | 16.4% |
| 归母净利润率 | 11.5% | 12.6% | 13.7% | 14.6% | 15.5% |
| 回报率 | | | | | |
| 平均股本回报率 | 15.3% | 16.1% | 15.4% | 16.1% | 16.6% |
| 平均资产回报率 | 7.7% | 8.6% | 8.7% | 9.3% | 9.8% |
| 资产效率 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 库存周转天数 | 61.4 | 60.5 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 应付账款周转天数 | 53.0 | 50.5 | 50.5 | 50.5 | 50.5 |
| 财务杠杆 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 1.6 | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 速动比率 (x) | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 现金比率 (x) | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| 负债 / 权益 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率 (x)-A股 | 25.2 | 21.9 | 21.5 | 19.4 | 17.7 |
| 市盈率 (x)-H股 | 17.5 | 15.2 | 14.9 | 13.4 | 12.3 |
| 企业价值 / EBITDA (x)-A股 | 15.9 | 13.5 | 13.1 | 11.5 | 10.3 |
| 企业价值 / EBITDA (x)-H股 | 10.0 | 8.4 | 8.0 | 6.9 | 6.0 |

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 1Q24-3Q24 经营情况

| 百万人民币 | 1Q23 | 1Q24 | YoY | 2Q23 | 2Q24 | YoY | 3Q23 | 3Q24 | YoY |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10,706 | 10,150 | -5.2% | 10,886 | 9,918 | -8.9% | 9,386 | 8,891 | -5.3% |
| 销量 (万千升) | 236 | 218 | -7.6% | 266 | 245 | -8.0% | 227 | 216 | -5.1% |
| 平均销售价格(元/公升) | 4.5 | 4.6 | 2.6% | 4.1 | 4.1 | -0.9% | 4.1 | 4.1 | -0.2% |
| 营业成本 | -6,604 | -6,045 | -8.5% | -6,522 | -5,674 | -13.0% | -5,545 | -5,146 | -7.2% |
| 毛利润 (不含税金) | 4,102 | 4,105 | 0.1% | 4,363 | 4,244 | -2.7% | 3,841 | 3,745 | -2.5% |
| 毛利率 (不含税金) | 38.3% | 40.4% | | 40.1% | 42.8% | | 40.9% | 42.1% | |
| 税金及附加 | -627 | -609 | -2.8% | -795 | -735 | -7.5% | -679 | -658 | -3.1% |
| 毛利润 (含税金) | 3,475 | 3,495 | 0.6% | 3,568 | 3,509 | -1.7% | 3,162 | 3,087 | -2.4% |
| 毛利率 (含税金) | 32.5% | 34.4% | | 32.8% | 35.4% | | 33.7% | 34.7% | |
| 销售费用 | -1,482 | -1,302 | -12.2% | -906 | -868 | -4.3% | -1,095 | -1,251 | 14.3% |
| 销售费用率 | 13.8% | 12.8% | | 8.3% | 8.7% | | 11.7% | 14.1% | |
| 管理及研发费用 | -330 | -363 | 9.8% | -347 | -333 | -3.9% | -382 | -300 | -21.6% |
| 管理及研发费用率 | 3.1% | 3.6% | | 3.2% | 3.4% | | 4.1% | 3.4% | |
| 核心经营利润 | 1,663 | 1,831 | 10.1% | 2,315 | 2,308 | -0.3% | 1,685 | 1,536 | -8.9% |
| 核心经营利润率 | 15.5% | 18.0% | | 21.3% | 23.3% | | 18.0% | 17.3% | |
| 财务费用 | 102 | 141 | 38.1% | 121 | 150 | 23.9% | 113 | 143 | 26.1% |
| 资产减值损失 | 0 | -1 | n.m. | 0 | -2 | 424.7% | -1 | -1 | -6.3% |
| 投资净收益 | 41 | 35 | -15.8% | 52 | 27 | -48.6% | 41 | 22 | -45.1% |
| 公允价值变动净收益 | 62 | 55 | -12.0% | 65 | 82 | 26.5% | 37 | 11 | -69.9% |
| 营业利润 | 1,869 | 2,061 | 10.3% | 2,553 | 2,565 | 0.5% | 1,876 | 1,712 | -8.7% |
| 营业利润率 | 17.5% | 20.3% | | 23.4% | 25.9% | | 20.0% | 19.3% | |
| 资产处置收益 | 10 | 0 | n.m. | 1 | 0 | n.m. | 9 | 11 | 24.6% |
| 其他收益 | 82 | 95 | 15.5% | 88 | 191 | 118.3% | 102 | 92 | -10.3% |
| 营业外收入 | 4 | 1 | -66.4% | 4 | 3 | -27.6% | 5 | 9 | 102.6% |
| 营业外支出 | -1 | 0 | -77.2% | -5 | -6 | 27.1% | -1 | -3 | 445.6% |
| 利润总额 | 1,964 | 2,157 | 9.9% | 2,640 | 2,752 | 4.2% | 1,991 | 1,821 | -8.5% |
| 所得税 | -490 | -534 | 8.8% | -632 | -655 | 3.5% | -474 | -412 | -12.9% |
| 净利润 | 1,473 | 1,623 | 10.2% | 2,008 | 2,098 | 4.5% | 1,518 | 1,409 | -7.2% |
| 净利率 | 13.8% | 16.0% | | 18.4% | 21.1% | | 16.2% | 15.8% | |
| 减：少数股东损益 | 22 | 26 | 18.8% | 34 | 53 | 58.7% | 36 | 61 | 71.0% |
| 归母净利润 | 1,451 | 1,597 | 10.1% | 1,974 | 2,044 | 3.5% | 1,482 | 1,348 | -9.0% |
| 归母净利率 | 13.6% | 15.7% | | 18.1% | 20.6% | | 15.8% | 15.2% | |

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 - 青岛啤酒

| (百万人民币) | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | | | |
| 旧预测 | 34,756 | 35,997 | 37,215 |
| 新预测 | 31,839 | 32,971 | 34,082 |
| 变动 | -8.4% | -8.4% | -8.4% |
| 归母净利润 | | | |
| 旧预测 | 5,006 | 5,526 | 6,022 |
| 新预测 | 4,352 | 4,822 | 5,269 |
| 变动 | -13.1% | -12.7% | -12.5% |

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 2024 年 10 月 29 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 2024 年 10 月 29 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

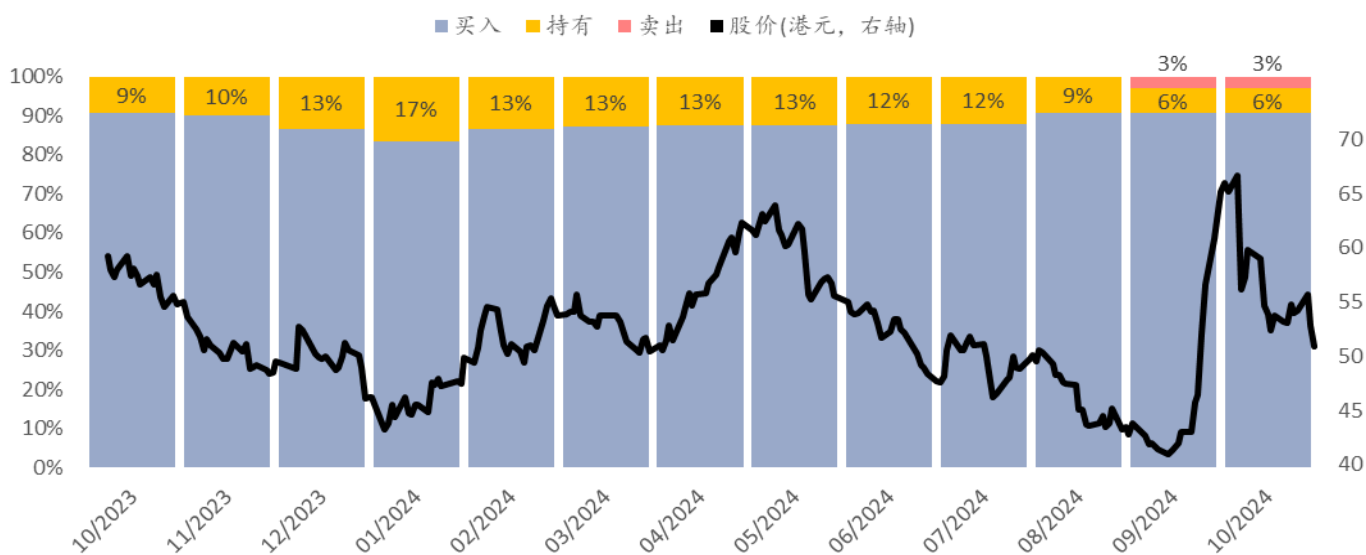
| 股票代码 | 公司 | 现价 (LC) | 评级 | 目标价 (LC) | 评级及目标价 发布日期 | 行业 |
|------------------|------|---------|----|----------|----------------|--------|
| 2331 HK Equity | 李宁 | 16.1 | 持有 | 15.94 | 2024年10月23日 | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity | 安踏体育 | 86.7 | 买入 | 119.8 | 2024年10月11日 | 运动服饰品牌 |
| 3813 HK Equity | 宝胜国际 | 0.6 | 买入 | 0.73 | 2024年8月13日 | 运动服饰零售 |
| 6110 HK Equity | 滔搏 | 2.7 | 买入 | 3.07 | 2024年10月24日 | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity | 奈雪的茶 | 1.5 | 买入 | 10.0 | 2023年4月3日 | 零售餐饮 |
| YUMC.US Equity | 百胜中国 | 44.5 | 买入 | 38.8 | 2024年8月6日 | 零售餐饮 |
| 9987.HK Equity | 百胜中国 | 347.8 | 买入 | 302.5 | 2024年8月6日 | 零售餐饮 |
| 6862.HK Equity | 海底捞 | 15.9 | 买入 | 19.5 | 2024年10月14日 | 零售餐饮 |
| 9658.HK Equity | 特海国际 | 13.2 | 买入 | 16.6 | 2024年9月2日 | 零售餐饮 |
| HDL.US Equity | 特海国际 | 16.9 | 买入 | 21.3 | 2024年9月2日 | 零售餐饮 |
| 9922.HK Equity | 九毛九 | 3.5 | 持有 | 2.81 | 2024年8月26日 | 零售餐饮 |
| LKNCY.US Equity | 瑞幸咖啡 | 24.0 | 买入 | 26.3 | 2024年8月5日 | 零售餐饮 |
| 291.HK Equity | 华润啤酒 | 30.0 | 买入 | 29.7 | 2024年8月20日 | 啤酒 |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 59.3 | 买入 | 87.3 | 2024年5月6日 | 啤酒 |
| 1876.HK Equity | 百威亚太 | 8.4 | 买入 | 11.2 | 2024年8月1日 | 啤酒 |
| 0168.HK Equity | 青岛啤酒 | 52.8 | 持有 | 58.4 | 2024年10月30日 | 啤酒 |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 68.5 | 持有 | 70.6 | 2024年10月30日 | 啤酒 |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 10.1 | 卖出 | 7.6 | 2022年1月26日 | 啤酒 |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 26.5 | 持有 | 24.5 | 2024年8月30日 | 乳制品 |
| 2319.HK Equity | 蒙牛乳业 | 16.9 | 买入 | 16.2 | 2024年8月29日 | 乳制品 |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 8.7 | 持有 | 12.6 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6186.HK Equity | 中国飞鹤 | 6.1 | 买入 | 5.21 | 2024年9月3日 | 乳制品 |
| 1717.HK Equity | 澳优 | 2.0 | 持有 | 4.3 | 2023年5月2日 | 乳制品 |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 16.2 | 买入 | 19.8 | 2023年10月30日 | 乳制品 |
| 9858.HK Equity | 优然牧业 | 1.3 | 买入 | 3.7 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 1117.HK Equity | 现代牧业 | 0.9 | 买入 | 1.3 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6683.HK Equity | 巨星传奇 | 5.0 | 买入 | 13.9 | 2024年6月13日 | 新零售 |
| 9992.HK Equity | 泡泡玛特 | 72.6 | 买入 | 78.9 | 2024年10月23日 | 新零售 |
| 603605.CH Equity | 珀莱雅 | 96.4 | 买入 | 115.0 | 2024年10月25日 | 化妆品 |
| 2367.HK Equity | 巨子生物 | 54.3 | 买入 | 52.0 | 2024年7月2日 | 化妆品 |
| 688363.CH Equity | 华熙生物 | 59.2 | 持有 | 48.9 | 2024年8月25日 | 化妆品 |
| 300957.CH Equity | 贝泰妮 | 52.8 | 持有 | 55.5 | 2024年10月25日 | 化妆品 |
| ATAT.US Equity | 亚朵集团 | 27.5 | 买入 | 24.0 | 2024年8月30日 | 酒店 |
| 1179.HK Equity | 华住集团 | 30.1 | 买入 | 28.0 | 2024年8月21日 | 酒店 |
| HTHT.US Equity | 华住集团 | 38.8 | 买入 | 35.4 | 2024年8月21日 | 酒店 |
| 600754.CH Equity | 锦江酒店 | 29.2 | 持有 | 26.8 | 2024年7月8日 | 酒店 |
| 600258.CH Equity | 首旅酒店 | 14.2 | 持有 | 12.8 | 2024年9月4日 | 酒店 |

注: 美股截至2024年10月29日收盘价, 港股及A股截至2024年10月29日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

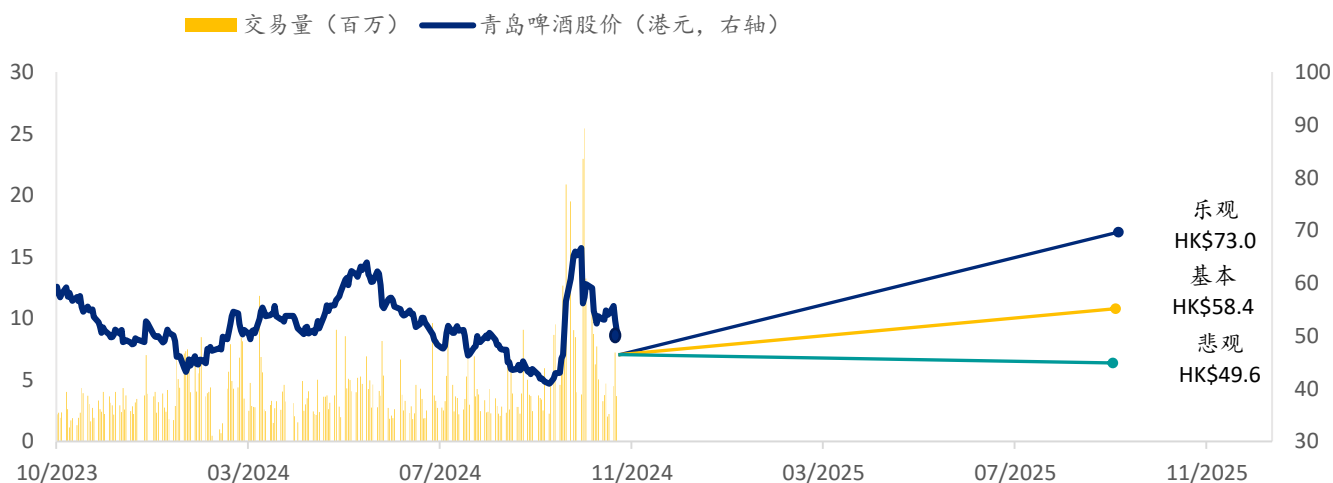
SPDBI 乐观与悲观情景假设 - (168.HK)

图表 7: 青岛啤酒 (168.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 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: 73.0 港元

概率: 25%

- 主要品牌产品 2025 年销售增长超 10%;
- 整体销量 2025 年增长超 5%;
- 公司 2025 年经营利润率水平同比增长 170bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 49.6 港元

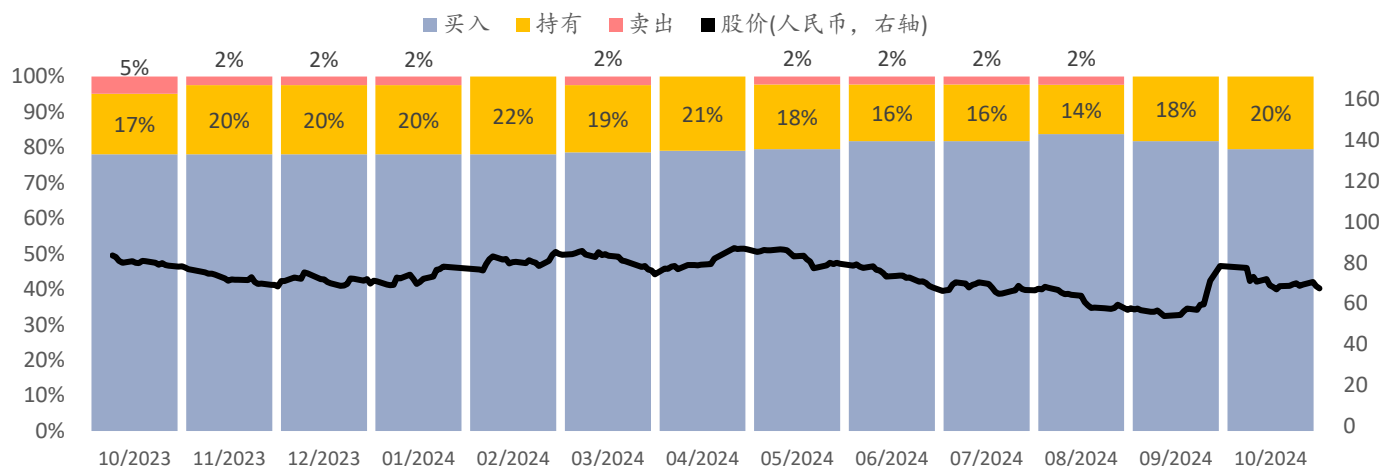
概率: 20%

- 主要品牌产品 2025 年销售同比持平;
- 整体销量 2025 年同比持平;
- 公司 2025 年整体经营利润率水平同比增长低于 100bps。

资料来源: 浦银国际预测

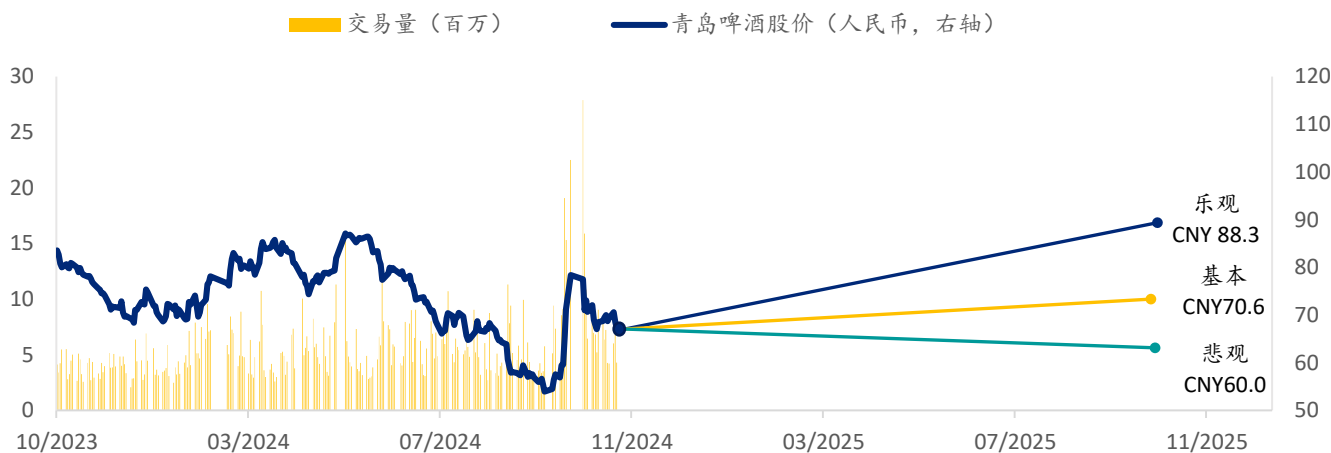
SPDBI 乐观与悲观情景假设 - (600600.CH)

图表 9: 青岛啤酒 (600600.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 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 88.3 元

概率: 25%

- 主要品牌产品 2025 年销售增长超 10%;
- 整体销量 2025 年增长超 5%;
- 公司 2025 年经营利润率水平同比增长 170bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 60.0 元

概率: 20%

- 主要品牌产品 2025 年销售同比持平;
- 整体销量 2025 年同比持平;
- 公司 2025 年整体经营利润率水平同比增长低于 100bps

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经授权的行为。

任何人不得将本报告期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

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

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

