

## 食品饮料行业深度报告

# 啤酒 2025 年中报总结：量价节奏相对平稳，关注场景修复节奏

增持（维持）

2025 年 09 月 04 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **25H1 收入表现稳健，利润双位数增长。**2025 年上半年啤酒行业收入延续稳健增长，同时升级韧性、成本红利兑现带动利润双位数增长。剔除基数影响来看，一季度虽吨价仍表现偏弱，但销量呈现恢复性增长，二季度受政策阶段性冲击，销量表现环比走弱。具体来看，25H1 啤酒板块营收 415.34 亿元，同比+2.75%，归母净利润 65.12 亿元，同比+11.81%。分季度来看，25Q1/25Q2 啤酒板块营收分别为 200.43/214.91 亿元，同比+3.68%/+1.90%，归母净利润分别为 25.19/39.93 亿元，同比+10.62%/+12.57%。

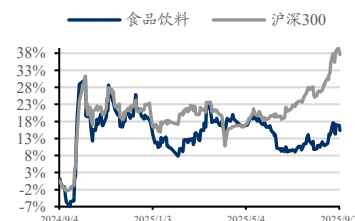
■ **量价有所分化、成本弹性延续，毛利率仍有抬升。**2025 年以来啤酒龙头的销量、吨价表现仍然偏弱，一方面来自于消费力恢复节奏偏慢，另一方面阶段性政策对现饮消费场景亦有影响。但在啤酒 β 偏弱的背景下，成长期的燕啤、珠啤量价表现突出。同时成本弹性持续兑现、吨成本持续下降，整体毛利率水平维持抬升态势。毛利率稳步抬升、费用投放相对平稳，整体毛销差持续改善，盈利能力仍在提升。

■ **下半年预计保持稳健经营态势，关注场景修复节奏。**1) 大众需求韧性、产品保持优化，量价具备较强支撑。一是宏观层面，中等收入人群可支配收入增速明显更快，核心省区社零及餐饮表现明显好于上海、北京等高线地区，均表明大众消费力具备较强韧性，对卡位主流大众价位的啤酒需求形成更好支撑。二是产业层面，一方面 2025 年以来啤酒产量整体呈现恢复性增长，下半年销量预计将保持稳健节奏；另一方面 2025 年以来啤酒龙头中高端相比整体增速更快，如青岛白啤、青岛经典、喜力、U8、97 纯生等大单品仍延续较好表现。2) 防御层面而言，当前中国啤酒龙头的自由现金流有望维持高质高位水平，分红率、股息率稳步提升值得期待。2018 年以来的本轮啤酒产业升级，华润、青啤等龙头净利率得到了实质性大幅提升，这是自由现金流大幅改善的最核心原因；同时聚焦中高端啤酒品类而投建的智能化大厂建设支出已从阶段性高位逐步回落，后续资本开支有望回落到稳态水平，这是自由现金流持续稳健的逻辑支撑。

■ **投资建议：**基本面来看当前餐饮表现偏弱、流通相对稳健，整体啤酒量价有所承压、但韧性仍在；资金面来看，二季度末以来主动权益基金持仓处于相对低位。在重视 α 更为突出的区域龙头外，关注消费 β 后续恢复节奏。短期维度来看，关注消费 β 后续恢复节奏，消费政策若能边际向好，预计将带动餐饮、流通场景逐步底部向上修复，啤酒板块有望迎来 β 配置机会。中期维度来看，优选延续高增的燕京啤酒(U8 高增仍将延续)，攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、股息率 3%+)，高端表现突出的华润啤酒(喜力、老雪增势延续)，同时关注珠江啤酒、重庆啤酒。

■ **风险提示：**宏观经济不及预期；食品安全问题；中高档啤酒竞争加剧。

### 行业走势



### 相关研究

《白酒 2025 年中报总结：释放压力，见底可期》

2025-09-03

《食品综合 2025 年中报总结：头部零食抢眼，连锁企业触底向上》

2025-09-03

## 内容目录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>1. 上半年量价表现平淡，成本弹性持续兑现 .....</b> | <b>4</b>  |
| 1.1. 25H1 收入表现稳健，利润双位数增长 .....     | 4         |
| 1.2. 量价有所分化、成本弹性延续，毛利率仍有抬升 .....   | 5         |
| 1.3. 费用投放平稳、毛销差改善，盈利能力仍在提升 .....   | 6         |
| 1.4. 重点公司一览：业绩符合预期，中高档表现更优 .....   | 8         |
| <b>2. 下半年预计保持稳健，关注场景修复节奏 .....</b> | <b>11</b> |
| 2.1. 大众需求韧性、产品保持优化，量价具备较强支撑 .....  | 11        |
| 2.2. 现金流持续改善、资本开支回落，分红率稳步提升 .....  | 13        |
| <b>3. 投资建议 .....</b>               | <b>14</b> |
| <b>4. 风险提示 .....</b>               | <b>14</b> |

## 图表目录

|       |                                    |    |
|-------|------------------------------------|----|
| 图 1:  | 啤酒板块 2019-2025H1 营收及同比增速 .....     | 4  |
| 图 2:  | 啤酒板块 2019-2025H1 归母净利润及同比增速 .....  | 4  |
| 图 3:  | 啤酒板块 19Q1-25Q2 营收及同比增速 .....       | 4  |
| 图 4:  | 啤酒板块 19Q1-25Q2 归母净利润及同比增速 .....    | 4  |
| 图 5:  | 18H1-25H1 啤酒龙头销售费用率 .....          | 6  |
| 图 6:  | 18H1-25H1 啤酒龙头管理费用率 .....          | 6  |
| 图 7:  | 18H1-25H1 啤酒龙头毛销差一览 .....          | 7  |
| 图 8:  | 18Q2-25Q2 啤酒龙头毛销差一览 .....          | 7  |
| 图 9:  | 25H1 啤酒龙头归母净利润及同比增速 .....          | 7  |
| 图 10: | 25Q2 啤酒龙头归母净利润及同比增速 .....          | 7  |
| 图 11: | 18H1-25H1 啤酒龙头归母净利率 .....          | 7  |
| 图 12: | 18Q2-25Q2 啤酒龙头归母净利率 .....          | 7  |
| 图 13: | 2021-2024 年中等收入人群可支配收入增速明显更快 ..... | 11 |
| 图 14: | 核心省区社零及餐饮表现明显好于上海、北京等高线地区 .....    | 12 |
| 图 15: | 2025 年啤酒产量整体呈现恢复性增长 .....          | 12 |
| 图 16: | 2025 年中高端品类仍然维持较好增速 .....          | 12 |
| 图 17: | 啤酒龙头自由现金流呈现大幅改善节奏 .....            | 13 |
| 表 1:  | 啤酒龙头 25H1 及分季度量价拆分一览 .....         | 5  |
| 表 2:  | 啤酒龙头 25H1 及分季度吨价、吨成本、毛利率拆分一览 ..... | 6  |
| 表 3:  | 2025 年啤酒原材料成本弹性仍将持续兑现 .....        | 13 |
| 表 4:  | 啤酒板块可比公司估值一览 .....                 | 14 |

## 1. 上半年量价表现平淡，成本弹性持续兑现

### 1.1. 25H1 收入表现稳健，利润双位数增长

2025 年上半年啤酒行业收入延续稳健增长，同时升级韧性、成本红利兑现带动利润双位数增长。剔除基数影响来看，一季度虽吨价仍表现偏弱，但销量呈现恢复性增长，二季度受政策阶段性冲击，销量表现环比走弱。具体来看，25H1 啤酒板块营收 415.34 亿元，同比+2.75%，归母净利润 65.12 亿元，同比+11.81%。分季度来看，25Q1/25Q2 啤酒板块营收分别为 200.43/214.91 亿元，同比+3.68%/+1.90%，归母净利润分别为 25.19/39.93 亿元，同比+10.62%/+12.57%。

图1：啤酒板块 2019-2025H1 营收及同比增速

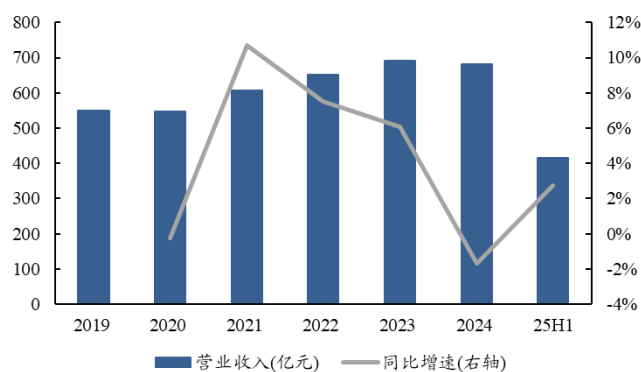
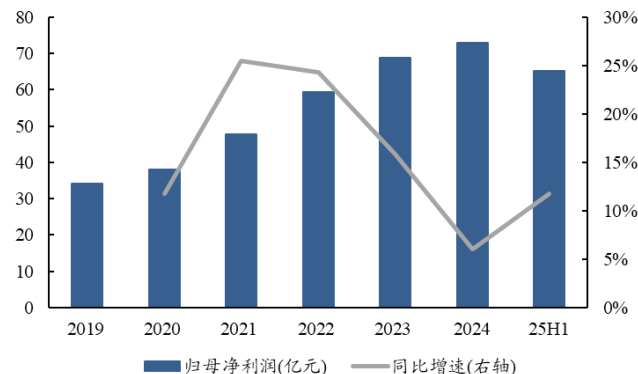


图2：啤酒板块 2019-2025H1 归母净利润及同比增速

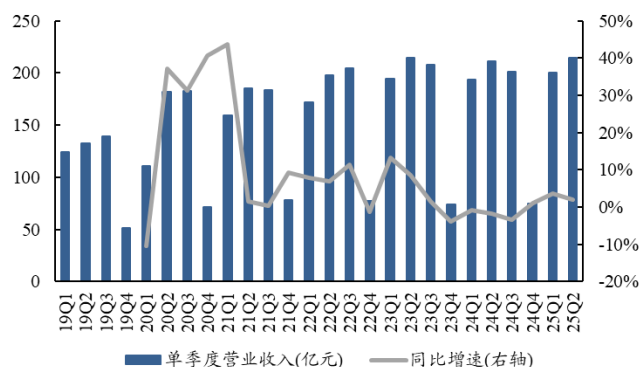


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：A 股啤酒板块重点公司涵盖青啤、重啤、燕啤、珠江、惠泉、兰州黄河，下同

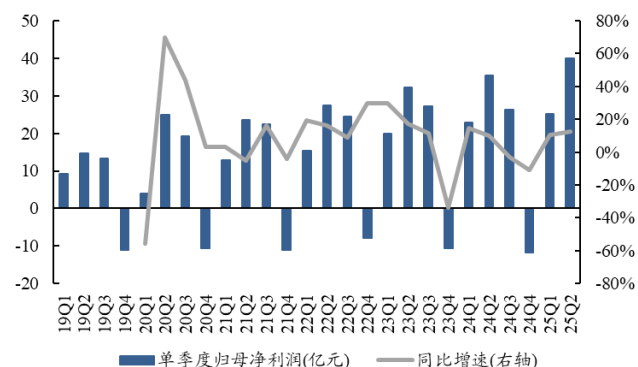
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：啤酒板块 19Q1-25Q2 营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：啤酒板块 19Q1-25Q2 归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 量价有所分化、成本弹性延续，毛利率仍有抬升

2025 年以来啤酒龙头的销量、吨价表现仍然偏弱，一方面来自于消费力恢复节奏偏慢，另一方面阶段性政策对现饮消费场景亦有影响。但在啤酒  $\beta$  偏弱的背景下，成长期的燕啤、珠啤量价表现突出。

- 25Q1 销量表现较好，25Q2 有所走弱。整体来看，25H1 青啤、重啤、燕啤、珠啤销量分别同比+2.20%、+0.95%、+2.03%、+5.10%，其中 25Q1 销量分别同比+3.53%、+1.93%、+3.11%、+11.66%，而 25Q2 销量分别同比+1.02%、+0.03%、+1.25%、+1.10%，一季度消费场景相对稳健，而二季度后半段逐步受到阶段性政策对餐饮渠道影响，销量增速边际走弱。
- 25H1 吨价表现有所分化，仍有承压。25H1 青啤、重啤、燕啤、珠啤吨价分别同比-0.09%、-1.18%、+4.25%、+1.89%，青啤、重啤吨价表现有所承压，而燕啤受 U8 大单品带动、珠啤受到 97 纯生大单品带动，吨价表现亮眼。

表1: 啤酒龙头 25H1 及分季度量价拆分一览

|      |         | 25H1   | 同比增速   | 25Q1   | 同比增速   | 25Q2   | 同比增速   |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 青岛啤酒 | 营收(亿元)  | 204.91 | 2.11%  | 104.46 | 2.91%  | 100.46 | 1.28%  |
|      | 销量(万吨)  | 473.20 | 2.20%  | 226.10 | 3.53%  | 247.10 | 1.02%  |
|      | 吨价(元/吨) | 4330   | -0.09% | 4620   | -0.59% | 4065   | 0.26%  |
| 重庆啤酒 | 营收(亿元)  | 88.39  | -0.24% | 43.55  | 1.46%  | 44.84  | -1.84% |
|      | 销量(万吨)  | 180.08 | 0.95%  | 88.35  | 1.93%  | 91.73  | 0.03%  |
|      | 吨价(元/吨) | 4908   | -1.18% | 4930   | -0.46% | 4888   | -1.88% |
| 燕京啤酒 | 营收(亿元)  | 85.58  | 6.37%  | 38.27  | 6.69%  | 47.31  | 6.11%  |
|      | 销量(万吨)  | 235.17 | 2.03%  | 99.50  | 3.11%  | 135.67 | 1.25%  |
|      | 吨价(元/吨) | 3639   | 4.25%  | 3846   | 3.47%  | 3487   | 4.80%  |
| 珠江啤酒 | 营收(亿元)  | 31.98  | 7.09%  | 12.27  | 10.69% | 19.71  | 4.96%  |
|      | 销量(万吨)  | 73.41  | 5.10%  | 29.46  | 11.66% | 43.95  | 1.10%  |
|      | 吨价(元/吨) | 4356   | 1.89%  | 4164   | -0.88% | 4484   | 3.81%  |
| 华润啤酒 | 营收(亿元)  | 231.61 | 2.64%  | /      | /      | /      | /      |
|      | 销量(万吨)  | 648.70 | 2.19%  | /      | /      | /      | /      |
|      | 吨价(元/吨) | 3570   | 0.44%  | /      | /      | /      | /      |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2025 年以来虽然吨价表现延续偏弱节奏，但成本弹性持续兑现、吨成本持续下降，整体毛利率水平维持抬升态势。25H1 青啤毛利率同比提升 2.09pct 至 43.70%，重啤毛利率同比提升 0.83pct 至 51.32%，燕啤毛利率同比提升 1.01pct 至 45.66%，珠啤毛利率同比提升 2.81pct 至 51.85%。

表2: 啤酒龙头 25H1 及分季度吨价、吨成本、毛利率拆分一览

|      |          | 25H1   | 同比增速/<br>同比变动 | 25Q1   | 同比增速/<br>同比变动 | 25Q2   | 同比增速/<br>同比变动 |
|------|----------|--------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|
| 青岛啤酒 | 吨价(元/吨)  | 4330   | -0.09%        | 4620   | -0.59%        | 4065   | 0.26%         |
|      | 吨成本(元/吨) | 2438   | -3.68%        | 2696   | -2.59%        | 2202   | -5.08%        |
|      | 毛利率      | 43.70% | 2.09pct       | 41.64% | 1.2pct        | 45.84% | 3.05pct       |
| 重庆啤酒 | 吨价(元/吨)  | 4908   | -1.18%        | 4930   | -0.46%        | 4888   | -1.88%        |
|      | 吨成本(元/吨) | 2463   | -2.38%        | 2543   | -1.45%        | 2385   | -3.37%        |
|      | 毛利率      | 51.32% | 0.83pct       | 48.42% | 0.52pct       | 51.21% | 0.75pct       |
| 燕京啤酒 | 吨价(元/吨)  | 3639   | 4.25%         | 3846   | 3.47%         | 3487   | 4.80%         |
|      | 吨成本(元/吨) | 1983   | 0.31%         | 2200   | -5.77%        | 1824   | 6.09%         |
|      | 毛利率      | 45.66% | 1.01pct       | 42.79% | 5.61pct       | 47.70% | -0.63pct      |
| 珠江啤酒 | 吨价(元/吨)  | 4356   | 1.89%         | 4164   | -0.88%        | 4484   | 3.81%         |
|      | 吨成本(元/吨) | 2097   | -3.73%        | 2290   | -5.80%        | 1968   | -2.83%        |
|      | 毛利率      | 51.85% | 2.81pct       | 45.00% | 2.87pct       | 56.11% | 3pct          |
| 华润啤酒 | 吨价(元/吨)  | 3570   | 0.44%         | /      | /             | /      | /             |
|      | 吨成本(元/吨) | 1847   | -4.06%        | /      | /             | /      | /             |
|      | 毛利率      | 48.26% | 2.43pct       | /      | /             | /      | /             |

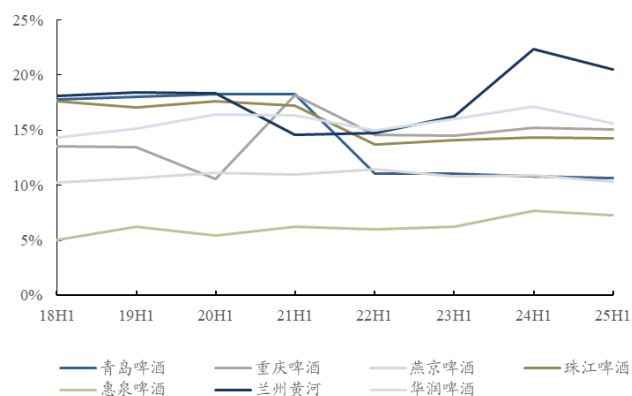
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 费用投放平稳、毛销差改善, 盈利能力仍在提升

毛利率稳步抬升、费用投放相对平稳, 整体毛销差持续改善, 盈利能力仍在提升。

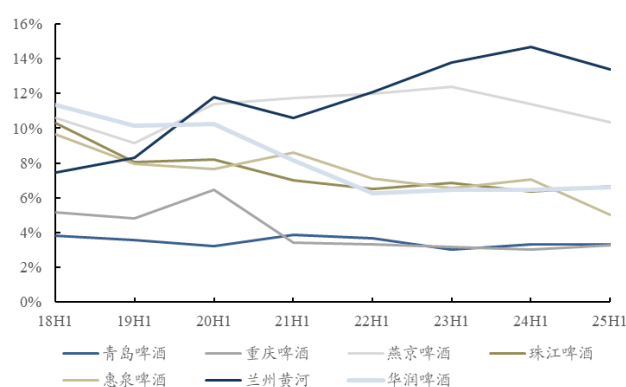
具体来看, 25H1 青啤、重啤、燕啤、珠啤毛销差分别为 33.02%、34.75%、35.18%、37.56%, 分别同比+2.23pct、+0.76pct、+2.68pct、+2.91pct, 归母净利润分别为 39.04、8.65、11.03、6.12 亿元, 分别同比+7.21%、-4.03%、+45.45%、+22.51%; 25Q2 青啤、重啤、燕啤、珠啤毛销差分别同比+3.05pct、+0.60pct、+3.36pct、+2.70pct, 归母净利润分别同比+7.32%、-12.70%、+43.00%、+20.17%。

图5: 18H1-25H1 啤酒龙头销售费用率



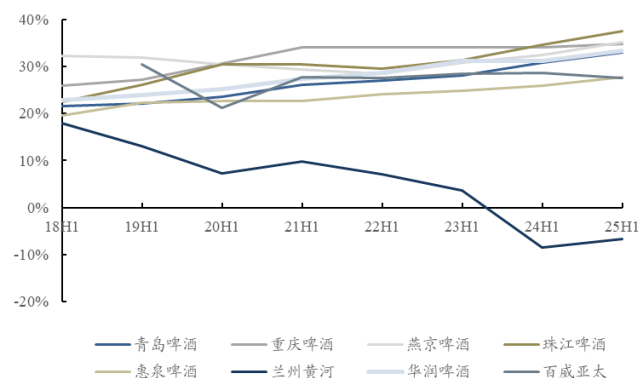
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 18H1-25H1 啤酒龙头管理费用率



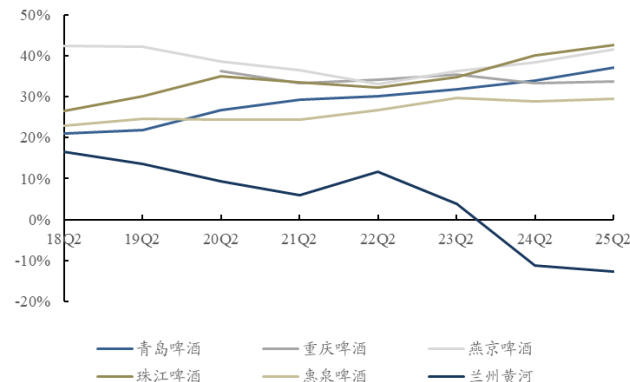
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 18H1-25H1 啤酒龙头毛销差一览



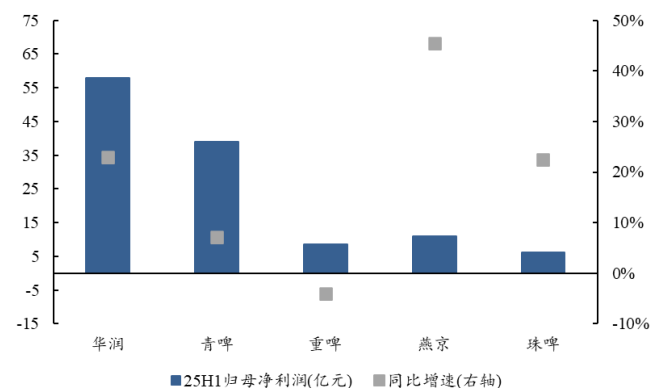
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 18Q2-25Q2 啤酒龙头毛销差一览



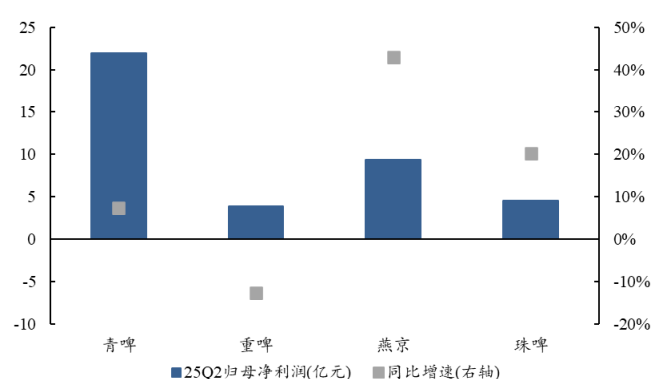
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 25H1 啤酒龙头归母净利润及同比增速



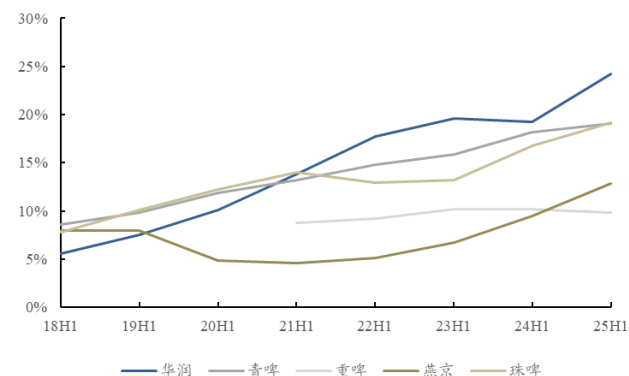
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 25Q2 啤酒龙头归母净利润及同比增速



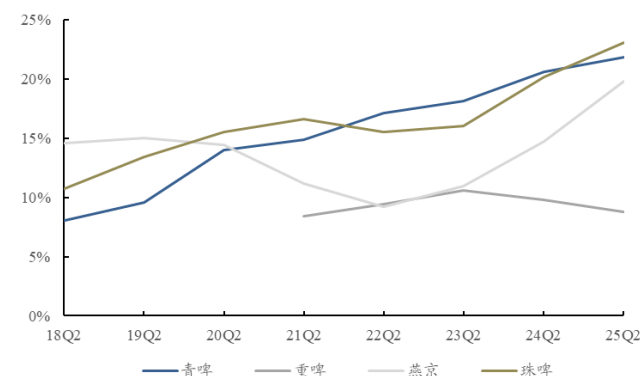
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 18H1-25H1 啤酒龙头归母净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 18Q2-25Q2 啤酒龙头归母净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 1.4. 重点公司一览：业绩符合预期，中高档表现更优

##### 青岛啤酒：全渠道协同发力，持续高质量增长

- 升级韧性兑现，白啤、经典维持较好增势。25H1 总销量/主品牌/中高端以上销量分别同比+2.3%/+3.9%/+5.1%(白啤双位数增长、经典稳健增长、纯生主动调整)，其中 25Q1 销量分别同比+3.5%/+4.0%/+5.3%、25Q2 销量分别同比+1.0%/+3.9%/+4.8%。一季度销量恢复到历年较好水平，二季度餐饮受冲击下仍实现小幅增长。需要关注的是青啤新兴渠道保持领先，即时零售业务强化闪电仓、酒专营等新业态开发，连续 5 年高速增长，这个应该对中高档品类有带动，升级韧性兑现。25H1 吨酒营收为 4330 元/吨，同比-0.09%，其中 25Q1 吨酒营收同比-0.59%、25Q2 吨酒营收同比+0.26%，二季度价格转正实属不易。
- 成本弹性延续、费用率相对平稳，净利率持续抬升。25Q2 销售净利率同比+1.11pct 至 22.26%。其中销售毛利率同比+3.05pct 至 45.84%(吨酒营收同比+0.26%、吨酒成本同比-5.08%)，销售费用率为 8.74%相对平稳，管理费用率同比+0.23pct 至 3.48%，非经项目主要受其他收益、公允价值变动、资产处置收益波动影响，其中 25Q2 其他收益同比减少 0.83 亿元(政府补助减少)、公允价值变动净收益同比减少 0.33 亿元(持有债券收益减少)、而资产处置收益同比增加 0.80 亿元(处置土地获得收益)。
- 啤酒是攻守兼备的优质主线，重点关注青啤 $\alpha$ 兑现度。短期来看，关注外在 $\beta$ 变化和自身基本面 $\alpha$ 节奏，外在政策冲击下餐饮链相关受影响明显，当前餐饮端对啤酒销量贡献已至历史低位，关注政策端边际变化带来的 $\beta$ 修复机会。而青啤新董事长上任以来对部分弱势省区进行主动变革、对纯生进行新的规划，关注后续弱势省区的量价节奏、纯生能否重回增长轨道等。中期来看，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑；防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段，未来股息率的明显提升值得期待。

##### 燕京啤酒：U8 势能延续，扣非业绩超预期

- 成长期的 U8 对冲消费弱 $\beta$ ，量价表现强劲。2025 年上半年行业整体消费 $\beta$ 偏弱，燕啤销量仍同比+2.03%至 235.17 万吨，吨价同比+4.75%至 3357.50 元/吨，其中一季度 U8 保持 30%以上高增、预计二季度延续较好增势。区域层面来看，深挖河北、北京、内蒙古优势市场终端单点效率，进一步提升 U8 在终端销量占比；加大东三省、山东、四川、湖南、湖北等弱势市场建设力度，选择“高容量、高结构、高成长性”城市市场作为重点目标，以期获取更多增长空间。渠道层面来看，线上线下聚焦进一步提升 U8 美誉度、知名度，积极与新零售

业态合作更好触达消费者，持续推进“百县工程”、“百城工程”。

- 毛销差维持改善，Q2 净利率水平突破 20%+。25Q2 净利率同比+5.37pct 至 22.03%。其中毛利率同比-0.63pct 至 47.70%(吨酒营收同比+4.80%、吨酒成本同比+6.08%)，销售费用率同比-3.99pct 至 6.02%，毛利率、销售费用率波动预计与市场促销投放方式相关，25Q1 毛销差同比提升 1.88pct 至 27.14%、25Q2 毛销差同比提升 3.36pct 至 41.68%。管理费用率同比-1.92pct 至 9.21%，持续兑现效率提升。非经科目除资产处置收益 0.64 亿元外，其他科目变动不大。综合来看，此前 21、22、23、24 年销售净利率为 2.45%、4.16%、6.01%、9.03%，25 年销售净利率提升仍处于较好上升通道，改革成效持续兑现。
- 燕啤 α 优势突出，中期是攻守兼备的优质主线。回顾过去，耿总自 2022 年担任燕啤董事长以来，战略层面提出“二次创业、复兴燕京”，并推动“九大变革”重构企业竞争力，带领燕啤 2022 年以来业绩高速增长，十四五期间高质量发展的 α 优势突出。展望未来，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑；防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段，未来股息率的明显提升值得期待。

#### 华润啤酒：喜力、老雪增势延续，盈利能力持续提升

- 啤酒韧性升级，白酒主动调整。啤酒业务方面，25H1 啤酒收入 231.61 亿元，同比+2.6%，量价拆分来看，25H1 销量 648.7 万吨，同比+2.2%，吨价 3570 元/吨，同比+0.4%。上半年面临消费弱 β，公司积极拥抱新消费趋势，一方面传统大单品仍韧性增长，次高档及以上销量增速中高单位数，其中喜力销量增长超 20%，老雪销量增长超 70%，红爵销量增长超 100%；另一方面，开发德式小麦啤酒、茶啤、果啤、青稞啤酒等特色产品，满足个性化和差异化消费需求，亦推出高端产品垦十四，发展中国种植大麦的新品类，此外积极推动定制、代加工业务快速发展。白酒业务方面，25H1 白酒收入 7.81 亿元，同比-33.7%，其中大单品摘要占白酒收入接近 80%，政策趋严使得商务、高端宴席等明显受损，对销售拖累明显。
- 高端化、成本红利、三精策略驱动盈利提升。25H1 整体销售毛利率同比+2.0pct 至 48.9%，其中啤酒业务销售毛利率同比+2.4pct 至 48.3%(吨价同比+0.4%、吨成本同比-4.1%)，大麦、包材成本下降兑现成本红利。25H1 销售费用率同比-2.0pct 至 15.6%，管理费用率同比+1.3pct 至 7.6%，精简、精益、精细三精策略成效显著。剔除资产减值、一次性员工确认补偿及安置费用、深圳总部相关收益等特别项目后，不计特别项目的 EBITDA 率同比+3.1pct 至 34.8%，其中啤酒业务 EBITDA 率同比+3.4pct 至 35.1%，白酒业务 EBITDA 率同比-7.2pct 至 27.9%。

### 重庆啤酒：乐堡、乌苏韧性增长，税率提升拖累盈利

- 乐堡、乌苏韧性增长，量价表现平稳。25H1 公司总销量仍同比+0.95%至 180.08 万吨，其中 25Q1 同比+1.93%至 88.35 万吨、25Q2 同比+0.03%至 91.73 万吨；25H1 吨价同比-1.14%至 4779.26 元/吨，其中 25Q1 同比-0.33%至 4804.10 元/吨、25Q2 同比-1.92%至 4755.34 元/吨。上半年面临消费弱  $\beta$ ，同时啤酒市场竞争更为激烈，公司积极拥抱变化、强化执行，量价表现相对稳健。乐堡、乌苏、嘉士伯、风花雪月品牌均有所增长，重庆、大理品牌小幅下滑。
- 毛销差维持改善，税率提升拖累盈利。25Q2 净利率同比-2.17pct 至 17.54%。其中毛利率同比+0.75pct 至 51.21%(吨酒营收同比-1.88%、吨酒成本同比-3.37%)，销售费用率同比+0.15pct 至 17.35%，管理费用率同比+0.19pct 至 3.14%，25Q2 毛销差提升 0.60pct 至 33.85%、此前 25Q1 毛销差提升 0.91pct 至 35.68%，毛销差维持改善节奏。非经科目变动不大，25Q2 利润总额同比-3.75%，但受税率提升影响(部分区域税收优惠政策收缩，所得税率从 24Q2 的 20%阶段性抬升至 25Q2 的 27%)，25Q2 归母净利润同比-12.70%，阶段性拖累盈利。
- 基本面、资金面均处于低位，关注后续经营节奏。短期来看，当前餐饮表现偏弱、流通相对稳健，整体啤酒量价有所承压、但韧性仍在；二季度末以来主动权益基金持仓处于相对低位，关注消费  $\beta$  后续修复及重啤经营节奏。中长期来看，公司将继续推进“扬帆 27”和“嘉速扬帆”战略重点项目，以“6+6”品牌组合为依托，加快渠道精耕细作，进一步强化产品高端化动能。

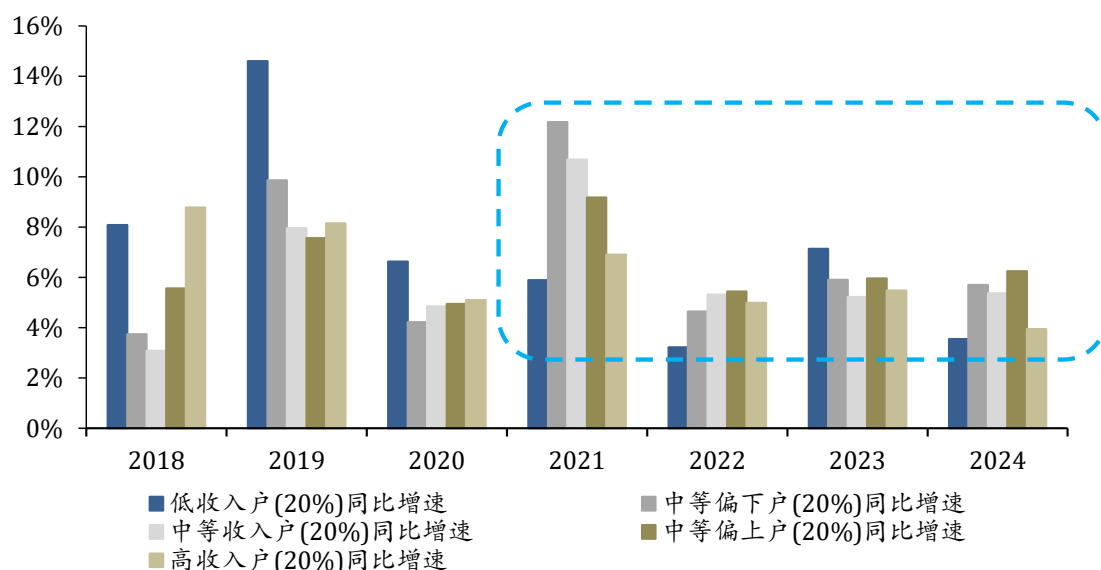
## 2. 下半年预计保持稳健，关注场景修复节奏

### 2.1. 大众需求韧性、产品保持优化，量价具备较强支撑

一是宏观层面，中等收入人群可支配收入增速明显更快，核心省区社零及餐饮表现明显好于上海、北京等高线地区，均表明大众消费力具备较强韧性，对卡位主流大众价位的啤酒需求形成更好支撑。

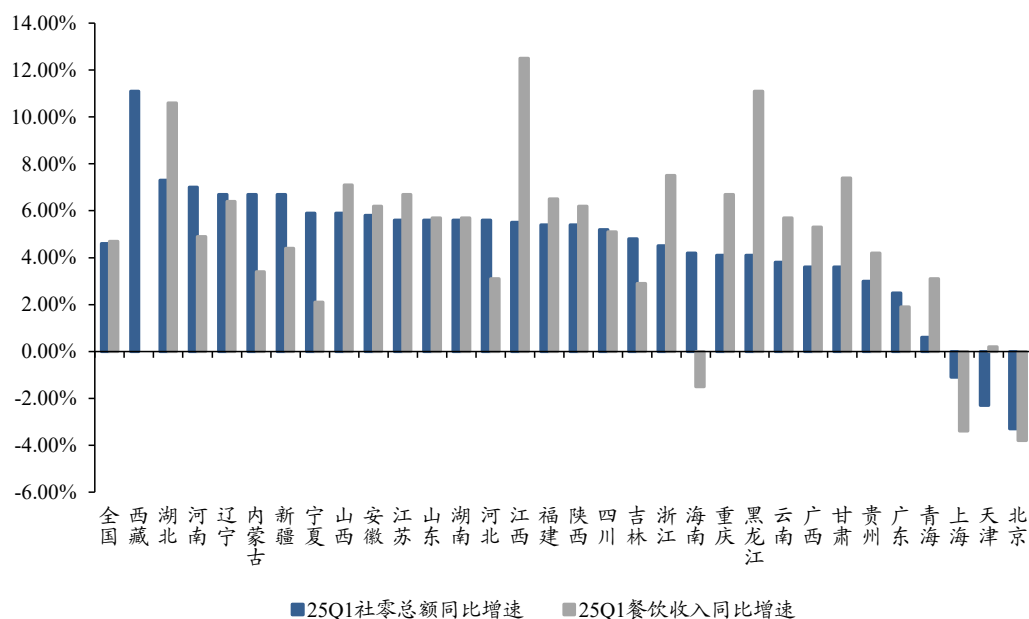
- 参考按全国居民五等份收入分组数据来看，中等收入人群可支配收入增速明显更快，表明大众消费力具备较强韧性，对卡位主流大众价位的啤酒需求形成更好支撑。具体来看，2021-2024 年高收入户、中等偏上收入户、中等收入户、中等偏下收入户、低收入户人均可支配收入 CAGR 分别为 5.3%、6.7%、6.6%、7.1%、4.9%。
- 参考分省份社零及餐饮数据来看，虽上海、北京等高线地区社零及餐饮呈现负增长，但中西部地区、华东的江苏、浙江、安徽社零及餐饮表现相对突出，预计餐饮场景的恢复在低线城市更佳，也对啤酒的量价表现形成正向支撑。全国层面来看，2025Q1 中国整体社零同比增长 4.6%，其中餐饮收入同比增长 4.7%，对比 2019-2024 年社零年均复合增速的 3.5%有所提速；分省份层面来看，中西部地区社零增速排名相对靠前，反而上海、北京等高线地区消费区域相对保守。

图13：2021-2024 年中等收入人群可支配收入增速明显更快



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

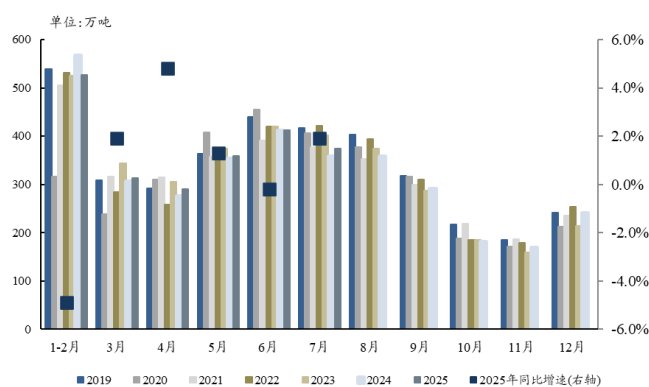
图14: 核心省区社零及餐饮表现明显好于上海、北京等高线地区



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

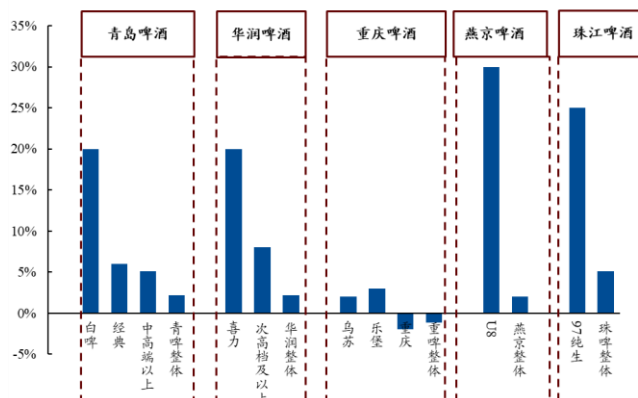
二是产业层面，一方面 2025 年以来啤酒产量整体呈现恢复性增长，下半年销量预计将保持稳健节奏；另一方面 2025 年以来啤酒龙头中高端相比整体增速更快，如青岛白啤、青岛经典、喜力、U8、97 纯生等大单品仍延续较好表现。

图15: 2025 年啤酒产量整体呈现恢复性增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2025年中高端品类仍然维持较好增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从成本角度来看，结合原材料价格走势、采购周期、基数效应等，预计 2025 年成本弹性仍将延续。其中酿酒原材料大麦成本预计下降 10%左右，包材中玻璃成本预计仍有下降，铝罐、纸箱成本预计保持相对平稳。

表3：2025 年啤酒原材料成本弹性仍将持续兑现

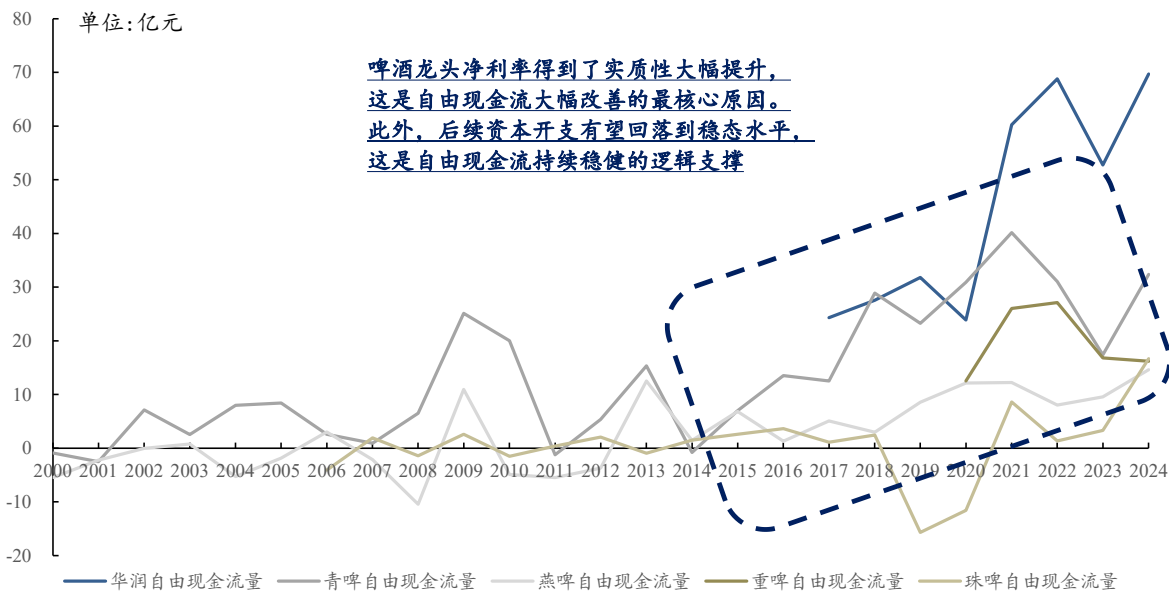
|            | 22Q1<br>均价 | 22Q2<br>均价 | 22Q3<br>均价 | 22Q4<br>均价 | 23Q1<br>均价 | 23Q2<br>均价 | 23Q3<br>均价 | 23Q4<br>均价 | 24Q1<br>均价 | 24Q2<br>均价 | 24Q3<br>均价 | 24Q4<br>均价 | 25Q1<br>均价 | 环比  | 同比   | 25Q2<br>均价 | 环比   | 同比   | 25Q3<br>均价 | 环比  | 同比   |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----|------|------------|------|------|------------|-----|------|
| 玻璃价格指数     | 2025       | 1834       | 1507       | 1459       | 1600       | 1620       | 1687       | 1747       | 1709       | 1590       | 1299       | 1298       | 1278       | -2% | -25% | 1062       | -17% | -33% | 1133       | 7%  | -13% |
| 铝锭(元/吨)    | 22160      | 20676      | 18411      | 18756      | 18416      | 18513      | 18840      | 19005      | 19055      | 20510      | 19546      | 20540      | 20433      | -1% | 7%   | 20165      | -1%  | -2%  | 20661      | 2%  | 6%   |
| 瓦楞纸(元/吨)   | 4258       | 4180       | 3878       | 3741       | 3611       | 3361       | 3152       | 3091       | 3029       | 3047       | 3100       | 3218       | 3438       | 7%  | 14%  | 3180       | -7%  | 4%   | 3162       | -1% | 2%   |
| 进口大麦(美元/吨) | 320        | 353        | 376        | 395        | 402        | 360        | 318        | 292        | 280        | 268        | 255        | 254        | 251        | -1% | -10% | 257        | 2%   | -4%  | 266        | 4%  | 4%   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 现金流持续改善、资本开支回落，分红率稳步提升

防御层面而言，当前中国啤酒龙头的自由现金流有望维持高质高位水平，分红率、股息率稳步提升值得期待。2018 年以来的本轮啤酒产业升级，华润、青啤等龙头净利率得到了实质性大幅提升，这是自由现金流大幅改善的最核心原因；同时聚焦中高端啤酒品类而投建的智能化大厂建设支出已从阶段性高位逐步回落，后续资本开支有望回落到稳态水平，这是自由现金流持续稳健的逻辑支撑。

图17：啤酒龙头自由现金流呈现大幅改善节奏



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 投资建议

基本面来看当前餐饮表现偏弱、流通相对稳健，整体啤酒量价有所承压、但韧性仍在；资金面来看，二季度末以来主动权益基金持仓处于相对低位。在重视 $\alpha$ 更为突出的区域龙头外，关注消费 $\beta$ 后续恢复节奏。

- 短期维度来看，关注消费 $\beta$ 后续恢复节奏。消费政策若能推出，预计将带动餐饮、流通场景修复向好，啤酒板块有望迎来 $\beta$ 配置机会。
- 中期维度来看，优选延续高增的燕京啤酒(U8 高增仍将延续)，攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、股息率 3%+)，高端表现突出的华润啤酒(喜力、老雪增势延续)，同时关注珠江啤酒、重庆啤酒。

表4：啤酒板块可比公司估值一览

| 日期<br>证券代码 | 2025/9/3<br>证券简称 | 股价(元) | 总市值(亿元) | EPS(元) |      | EV/EBITDA |      | PE   |      |
|------------|------------------|-------|---------|--------|------|-----------|------|------|------|
|            |                  |       |         | 25E    | 26E  | 25E       | 26E  | 25E  | 26E  |
| 600600.SH  | 青岛啤酒             | 68.1  | 928.6   | 3.48   | 3.88 | 12.8      | 11.9 | 19.6 | 17.5 |
| 000729.SZ  | 燕京啤酒             | 12.3  | 346.7   | 0.57   | 0.68 | 13.1      | 11.5 | 21.6 | 18.1 |
| 600132.SH  | 重庆啤酒             | 54.7  | 264.5   | 2.28   | 2.48 | 14.0      | 13.4 | 24.0 | 22.0 |
| 002461.SZ  | 珠江啤酒             | 10.7  | 236.6   | 0.44   | 0.50 | 17.4      | 15.1 | 24.2 | 21.2 |
| 1876.HK    | 百威亚太             | 8.6   | 1141.6  | 0.43   | 0.48 | 8.2       | 7.7  | 20.2 | 18.1 |
| 0291.HK    | 华润啤酒             | 26.9  | 872.0   | 1.92   | 2.01 | 7.8       | 7.5  | 14.0 | 13.4 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：青岛啤酒，燕京啤酒，重庆啤酒均为自有预测，其余均为 Wind 一致预测，其中青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒币种为人民币，百威亚太、华润啤酒币种为港币，港元汇率为 2025 年 9 月 3 日的 0.911

### 4. 风险提示

**宏观经济不及预期。**若经济增速不及预期，或将影响居民可支配收入水平，导致消费增长韧性不及预期。

**食品安全问题。**食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

**中高档啤酒竞争加剧。**在国内消费市场对高品质产品需求不断增长的背景下，企业不断加大中高档产品投入，竞品不断增加，将使国内中高档产品市场竞争进一步加剧，导致广告、促销等市场费用持续增长。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>