

食品饮料行业深度报告

啤酒 2024 年报及 2025 年一季报总结：25Q1 恢复性增长，期待旺季量价提速

增持（维持）

2025 年 05 月 06 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

■ **2024 年阶段性承压，25Q1 恢复性增长。**2024 年整体消费疲软，啤酒消费场景缺失、频次下降，进而使得啤酒龙头销量有所下滑、升级边际放缓，收入阶段性承压，但有赖于成本弹性持续兑现，利润仍实现稳健增长；经历 2024 年下半年主动去库，25Q1 收入、利润均呈现恢复性增长。具体来看，2024 年啤酒板块营收 680.38 亿元，同比-1.67%，归母净利润 72.90 亿元，同比+6.05%。25Q1 年啤酒板块营收 200.43 亿元，同比+3.68%，归母净利润 25.19 亿元，同比+10.62%，2025 年一季度呈现恢复性增长。

■ **量价阶段性承压、成本弹性延续，利润持续增长。**1) 纵向时间维度来看，2024 年啤酒龙头相比之前几年销量、吨价表现均明显承压，一方面来自于国内啤酒市场消费复苏乏力，另一方面龙头公司亦主动去库确保渠道良性。从 2025 年一季度来看，尽管吨价表现仍偏弱，但销量已呈现恢复性增长。2) 2024 年以来成本弹性稳步兑现，同时升级韧性延续，2024 全年毛利率水平稳步抬升。25Q1 吨价虽有所下滑，但成本弹性延续，毛利率仍持续提升。3) 毛利率稳步抬升、费用投放相对克制，整体毛销差持续改善，带动利润持续增长。

■ **跨过一季度压力位，后续量价有望提速。**进攻层面而言，一方面经营节奏支撑量价表现回暖，25Q1 销量表现稳健，25Q2、25Q3 进入低基数阶段，销量节奏有望边际向好，同时中高档品类升级的大逻辑仍将持续兑现，经营层面量价边际提速可期；另一方面，当前餐饮修复节奏仍相对缓慢，期待政策加力支持餐饮渠道更快修复，对啤酒量价形成正向支撑。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，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。成本节奏来看，25Q1 大麦成本相比 24Q1 下降 10%左右，玻璃成本环比仍有下降、相比 24Q1 处于低位水平，铝罐成本环比相对平稳、相比 24Q1 小幅提升，考虑到大麦、玻璃仍处于低位水平，预计 2025 年成本弹性仍将延续。

■ **投资建议：当前时点青啤、燕啤等优质龙头已进入击球区，建议加大重视和适度增强配置。**短期维度来看，当前渠道库存处于相对低位，叠加逐步进入啤酒消费旺季，优选攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、股息率 3%+)，延续高增的燕京啤酒(U8 高增仍将延续)。中期维度来看，若消费刺激政策能加速落地，预计餐饮、流通消费场景将修复向好，啤酒板块有望迎来 β 配置机会，关注华润啤酒、珠江啤酒、百威亚太、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

《食品综合 2024 年报及 2025 年一季度报总结：零食继续领跑，餐饮链有望企稳》

2025-05-05

《2025Q1 基金食品饮料持仓分析：持仓趋稳，白酒回升》

2025-04-23

内容目录

1. Q1 量增为主，成本弹性持续兑现	4
1.1. 2024 年阶段性承压，25Q1 恢复性增长	4
1.2. 量价表现分化、成本弹性延续，毛利率稳步抬升	5
1.3. 费用投放相对克制、毛销差改善，利润持续增长	6
1.4. 重点公司一览：销量恢复性增长，盈利能力持续提升	8
2. 跨过一季度压力位，后续量价有望提速	10
3. 投资建议	13
4. 风险提示	14

图表目录

图 1:	啤酒板块 2019-2024 年营收及同比增速	4
图 2:	啤酒板块 2019-2024 年归母净利润及同比增速	4
图 3:	啤酒板块 19Q1-25Q1 营收及同比增速	4
图 4:	啤酒板块 19Q1-25Q1 归母净利润及同比增速	4
图 5:	2018-2024 年啤酒龙头销售费用率	6
图 6:	2018-2024 年啤酒龙头管理费用率	6
图 7:	2018-2024 年啤酒龙头毛销差一览	7
图 8:	18Q1-25Q1 年啤酒龙头毛销差一览	7
图 9:	2024 年啤酒龙头归母净利润及同比增速	7
图 10:	25Q1 啤酒龙头归母净利润及同比增速	7
图 11:	2018-2024 年啤酒龙头归母净利率	7
图 12:	18Q1-25Q1 啤酒龙头归母净利率	7
图 13:	餐饮消费场景呈现缓慢修复节奏	10
图 14:	2025 年 3 月啤酒产量呈现恢复性增长	10
图 15:	2024 年啤酒龙头中高档品类表现仍更优	11
图 16:	啤酒成本构成一览 (以青岛啤酒分项拆分为例)	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 2024 年及 24Q1-25Q1 量价拆分一览	5
表 2:	啤酒龙头 2024 年及 24Q1-25Q1 吨价、吨成本、毛利率拆分一览	6
表 3:	啤酒龙头积极布局中高档品类, 产品矩阵持续优化	11
表 4:	啤酒原材料整体呈现下行趋势, 成本弹性有望释放	12
表 5:	啤酒板块可比公司估值一览	13

1. Q1 量增为主，成本弹性持续兑现

1.1. 2024 年阶段性承压，25Q1 恢复性增长

2024 年整体消费疲软，啤酒消费场景缺失、频次下降，进而使得啤酒龙头销量有所下滑、升级边际放缓，收入阶段性承压，但有赖于成本弹性持续兑现，利润仍实现稳健增长；经历 2024 年下半年主动去库，25Q1 收入、利润均呈现恢复性增长。具体来看，2024 年啤酒板块营收 680.38 亿元，同比-1.67%，归母净利润 72.90 亿元，同比+6.05%。25Q1 年啤酒板块营收 200.43 亿元，同比+3.68%，归母净利润 25.19 亿元，同比+10.62%，2025 年一季度呈现恢复性增长。

图1：啤酒板块 2019-2024 年营收及同比增速

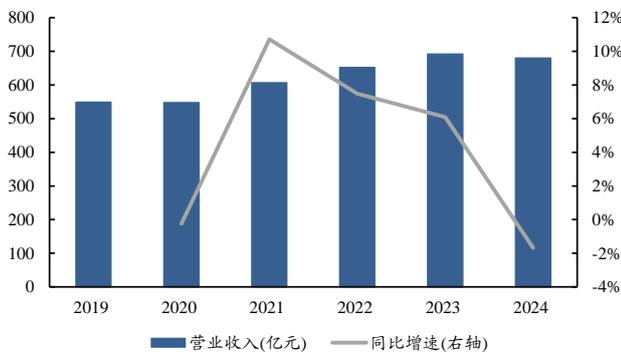
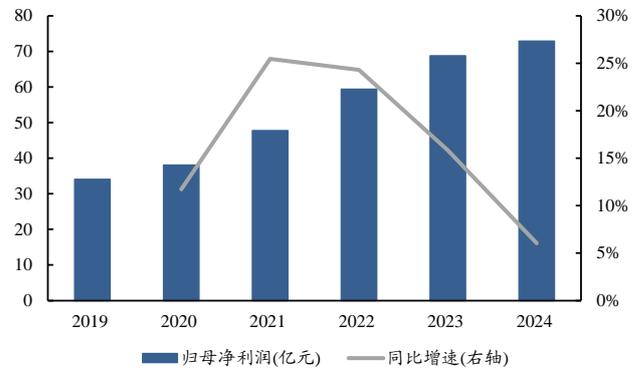


图2：啤酒板块 2019-2024 年归母净利润及同比增速



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 19Q1-25Q1 营收及同比增速

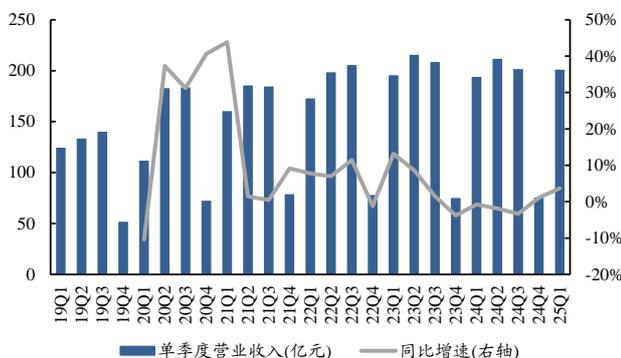
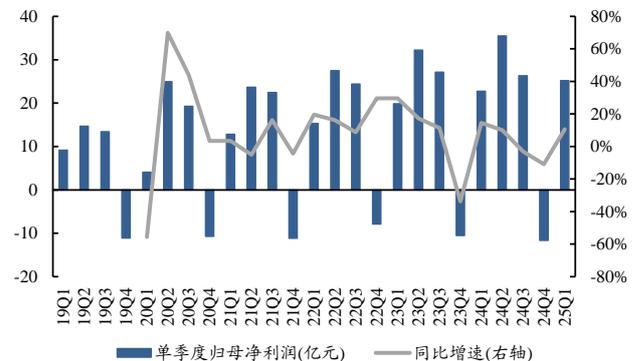


图4：啤酒板块 19Q1-25Q1 归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 量价表现分化、成本弹性延续，毛利率稳步抬升

纵向时间维度来看，2024 年啤酒龙头相比之前几年销量、吨价表现均明显承压，一方面来自于国内啤酒市场消费复苏乏力，另一方面龙头公司亦主动去库确保渠道良性。从 2025 年一季度来看，尽管吨价表现仍偏弱，但销量已呈现恢复性增长。

- 2024 年销量普遍承压，25Q1 恢复性增长。2024 年青啤、重啤、燕啤、珠啤销量分别为 754.00、297.49、400.44、143.96 万吨，分别同比-5.83%、-0.75%、+1.57%、+2.62%，消费复苏乏力背景下青啤、重啤销量下滑，燕啤销量增长主要受 U8 大单品高增带动，而珠啤受益于省内份额提升。25Q1 青啤、重啤、燕啤、珠啤销量分别为 226.10、88.35、99.50、29.46 万吨，分别同比+3.53%、+1.93%、+3.11%、+11.68%，整体呈现恢复性增长。
- 2024 年吨价韧性延续，25Q1 阶段性承压。2024 年青啤、重啤、燕啤、珠啤吨价分别为 4188、4763、3304、3828 元/吨，分别同比+0.39%、-1.14%、-0.56%、+4.31%，青啤经典、白啤仍保持相对韧性，燕啤 U8 同比+31.40%，珠啤高档同比+13.96%。25Q1 青啤、重啤、燕啤、珠啤吨价分别同比-0.59%、-0.46%、+3.47%、-0.88%，阶段性受货折加大扰动。

表1: 啤酒龙头 2024 年及 24Q1-25Q1 量价拆分一览

	2024	同比增速	24Q1	同比增速	24Q2	同比增速	24Q3	同比增速	24Q4	同比增速	25Q1	同比增速	
青岛啤酒	营收(亿元)	321.38	-5.30%	101.50	-5.19%	99.18	-8.89%	88.91	-5.28%	0.00	7.44%	104.46	2.91%
	销量(万吨)	754.00	-5.83%	218.40	-7.58%	244.60	-8.05%	215.50	-5.11%	75.50	5.89%	226.10	3.53%
	吨价(元/吨)	4188	0.39%	4647	2.58%	4055	-0.91%	4126	-0.18%	4210	1.46%	4620	-0.59%
重庆啤酒	营收(亿元)	146.45	-1.15%	42.93	7.16%	45.68	1.54%	42.02	-7.11%	15.82	-11.45%	43.55	1.46%
	销量(万吨)	297.49	-0.75%	86.68	5.25%	91.70	1.53%	87.32	-5.59%	31.79	-8.07%	88.35	1.93%
	吨价(元/吨)	4763	-1.14%	4952	1.82%	4982	0.01%	4813	-1.61%	4975	-3.68%	4930	-0.46%
燕京啤酒	营收(亿元)	146.67	3.20%	35.87	1.72%	44.59	8.79%	48.00	0.19%	18.21	1.32%	38.27	6.69%
	销量(万吨)	400.44	1.57%	96.50	0.20%	133.99	0.95%	114.24	0.17%	55.71	8.91%	99.50	3.11%
	吨价(元/吨)	3304	-0.56%	3717	1.52%	3328	7.77%	4202	0.03%	3268	-6.97%	3846	3.47%
珠江啤酒	营收(亿元)	57.31	6.56%	11.08	7.05%	18.78	8.07%	19.01	6.89%	8.44	2.11%	12.27	10.69%
	销量(万吨)	143.96	2.62%	26.38	0.76%	43.47	1.80%	48.34	4.75%	25.77	2.06%	29.46	11.68%
	吨价(元/吨)	3828	4.31%	4201	6.24%	4319	6.15%	3932	2.04%	3276	0.05%	4164	-0.88%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2024 年以来成本弹性稳步兑现，24Q1 成本红利开始体现，24Q2、24Q3 成本红利进一步释放，同时升级韧性延续，2024 全年毛利率水平稳步抬升。25Q1 吨价虽有所下滑，但成本弹性延续，毛利率仍持续提升。

表2: 啤酒龙头 2024 年及 24Q1-25Q1 吨价、吨成本、毛利率拆分一览

	2024	同比增速/ 同比变动	24Q1	同比增速/ 同比变动	24Q2	同比增速/ 同比变动	24Q3	同比增速/ 同比变动	24Q4	同比增速/ 同比变动	25Q1	同比增速/ 同比变动	
青岛啤酒	吨价(元/吨)	0	0.39%	4647	2.58%	4055	-0.91%	4126	-0.18%	4210	1.46%	4620	-0.59%
	吨成本(元/吨)	2508	-2.23%	2768	-0.96%	2320	-5.40%	2388	-2.20%	3105	3.18%	2696	-2.59%
	毛利率	40.11%	1.60pct	40.44%	2.12pct	42.79%	2.71pct	42.12%	1.19pct	26.24%	-1.23pct	41.64%	1.20pct
重庆啤酒	吨价(元/吨)	4763	-1.14%	4952	1.82%	4982	0.01%	4813	-1.61%	4975	-3.68%	4930	-0.46%
	吨成本(元/吨)	2396	-1.06%	2580	-3.27%	2468	2.06%	2446	1.09%	2817	6.51%	2543	-1.45%
	毛利率	49.71%	-0.04pct	47.90%	2.74pct	50.45%	-1.00pct	49.17%	-1.35pct	43.38%	-5.42pct	48.42%	0.52pct
燕京啤酒	吨价(元/吨)	3304	-0.56%	3717	1.52%	3328	7.77%	4202	0.03%	3268	-6.97%	3846	3.47%
	吨成本(元/吨)	1896	-6.61%	2335	0.87%	1719	2.48%	2185	-0.04%	2946	-21.31%	2200	-5.77%
	毛利率	42.61%	3.72pct	37.18%	0.40pct	48.33%	2.67pct	47.99%	0.04pct	9.86%	16.43pct	42.79%	5.61pct
珠江啤酒	吨价(元/吨)	3828	4.31%	4201	6.24%	4319	6.15%	3932	2.04%	3276	0.05%	4164	-0.88%
	吨成本(元/吨)	2136	-2.56%	2431	3.82%	2025	-3.84%	1975	-5.54%	2323	-1.88%	2290	-5.80%
	毛利率	45.06%	3.78pct	42.13%	1.35pct	53.11%	4.87pct	49.77%	4.03pct	29.10%	1.40pct	45.00%	2.87pct

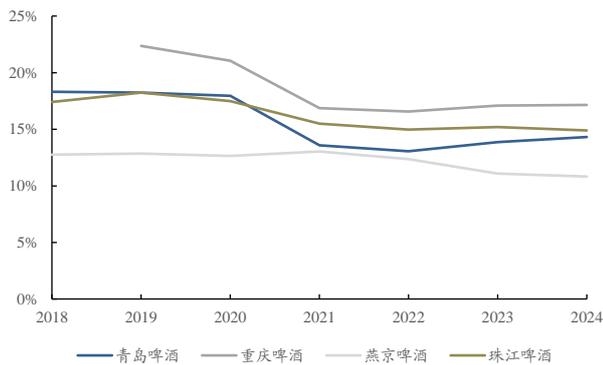
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 费用投放相对克制、毛销差改善, 利润持续增长

毛利率稳步抬升、费用投放相对克制, 整体毛销差持续改善, 带动利润持续增长。

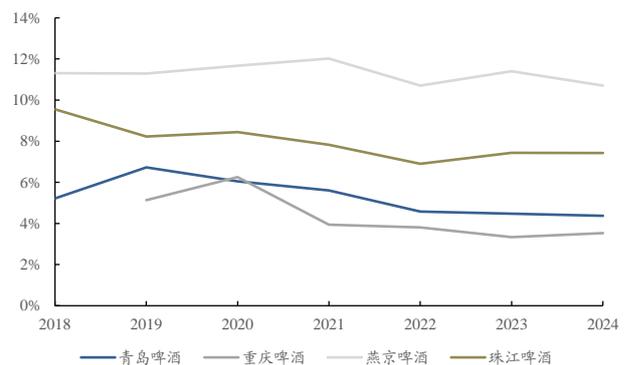
具体来看, 2024 年青啤、重啤、燕啤、珠啤毛销差分别为 25.91%、31.41%、29.90%、31.41%, 分别同比+1.12pct、-0.64pct、+3.35pct、+3.79pct, 归母净利润分别为 43.45、11.15、10.56、8.10 亿元, 分别同比+1.81%、-16.61%、+63.74%、+29.95%; 25Q1 青啤、重啤、燕啤、珠啤毛销差分别同比+1.49pct、+0.91pct、+1.88pct、+3.71pct, 归母净利润分别同比+7.08%、+4.59%、+61.10%、+29.83%。

图5: 2018-2024 年啤酒龙头销售费用率



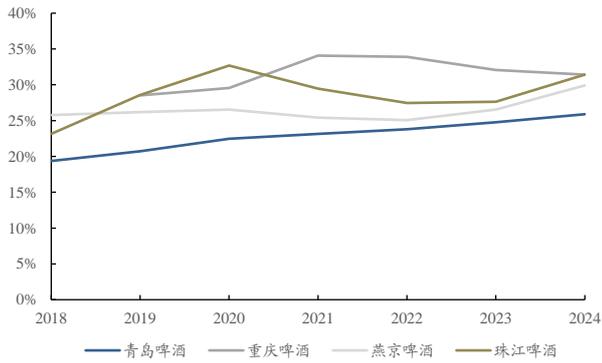
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2018-2024 年啤酒龙头管理费用率



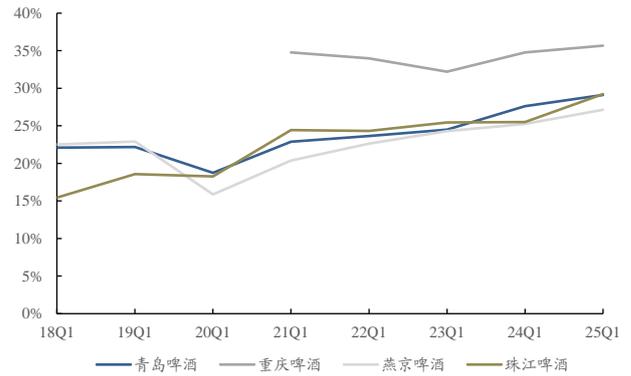
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2018-2024 年啤酒龙头毛销差一览



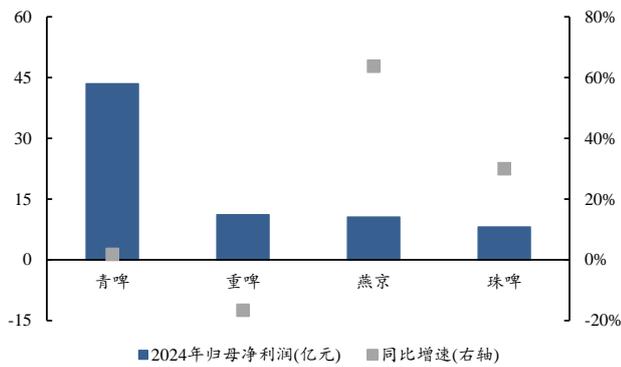
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：18Q1-25Q1 年啤酒龙头毛销差一览



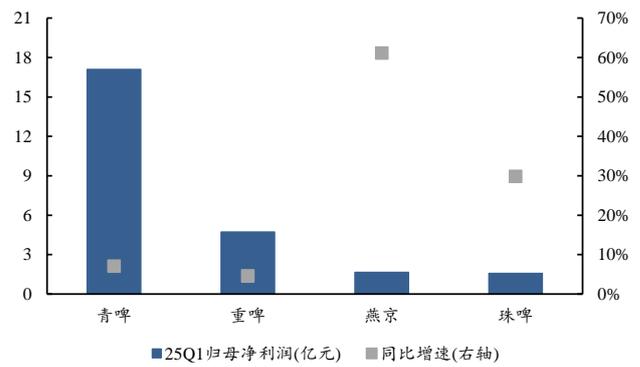
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2024 年啤酒龙头归母净利润及同比增速



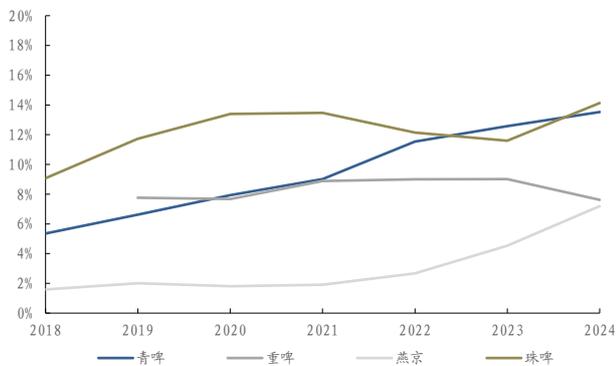
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：25Q1 啤酒龙头归母净利润及同比增速



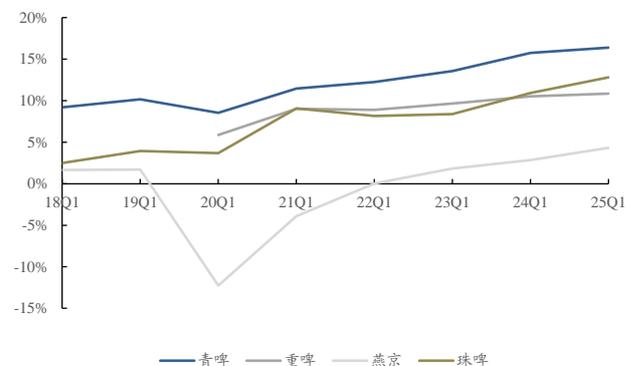
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2018-2024 年啤酒龙头归母净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：18Q1-25Q1 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：销量恢复性增长，盈利能力持续提升

青岛啤酒：跨过一季度压力位，后续量价有望提速

- 一季度销量稳健增长，白啤、经典维持较好增势。销量角度来看，全年压力位在 25Q1，25Q2、25Q3 均为低基数，一季度销量同比+3.53%至 226.1 万吨，韧性兑现开门红，后续二季度、三季度判断大方向是销量增速有望边际加快，但斜率有赖于餐饮政策力度、高温天气等。品牌角度来看，整体/青岛主品牌/中高端以上销量分别同比+3.5%/+4.1%/+5.3%，中高端占比持续提升，而吨酒营收同比-0.59%至 4619.88 元/吨，推测主要系抢占份额下低端价盘扰动/货折力度小幅加大所致，属正常经营节奏，预计经典中个位数增长，白啤增速更快，结构升级仍延续。
- 毛利率提升、费用率有所优化，净利率持续抬升。25Q1 净利率同比+0.65pct 至 16.64%。其中毛利率同比+1.20pct 至 41.64%(吨酒营收-0.59%、吨酒成本-2.59%)，销售费用率同比-0.29pct 至 12.53%，管理费用率同比-0.20pct 至 3.20%，此外投资净收益、公允价值变动净收益小幅下滑。综合来看，毛销差明显改善带动净利率持续抬升。
- 啤酒是攻守兼备的优质主线，重点关注青啤 α 兑现度。短期来看，库存低位轻装上阵，同时内部提拔新任董事长姜总，未来将保持中长期战略延续性，营销节奏将积极有力，受益于餐饮修复 β +换届落地管理强化 α 的青啤具备较强的弹性空间。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：大单品势能依旧，改革逻辑持续兑现

- U8 大单品增势依旧强劲，2024 年啤酒业务量价齐升。拆分量价：(1) 2024 年/2024Q4 啤酒销量分别为 400.44/55.7 万千升，同比分别+1.57%/8.91%。2024 年市场精耕细作与战略性扩张并行推进，同步完成销售渠道结构升级，其中 U8 实现销量 70 万千升，同比增长 31%，销量占比同比增长 3.95pct 至 17.38%，实现全国化布局与销量双突破，势能依旧。(2) 2024 年/2024Q4 千升营收分别为 3662.73/3268.49 元/千升，同比分别+1.60%/-8.0%，我们认为 2024Q4 千升营收或受非啤酒业务与货折扰动。2024 年公司在行业整体承压的背景下，实现了业绩的强势突破。
- 利润表现超出我们此前预期。2024 年/2024Q4 公司归母净利率分别同比+2.7/4.6pct，我们认为业绩超预期或归因于：(1) 成本红利释放；(2) U8 带动

产品结构升级、量价齐升；(3)深化内部改革：运营效率提高、资源配置优化、运营成本降低驱动费率优化、盈利提升。

- 2025Q1 开门红表现亮眼，2025 年看好改革与大单品逻辑持续兑现。(1)大单品 U8 势能仍强劲(据业绩预告，2025Q1U8 延续 30%+高增速)；(2)改革逻辑预计持续兑现，2024 年燕京/青啤/华润归母净利率分别为 7.20%/13.52%/12.27%，优化提效空间仍足。

重庆啤酒：销量恢复增长，盈利保持稳健

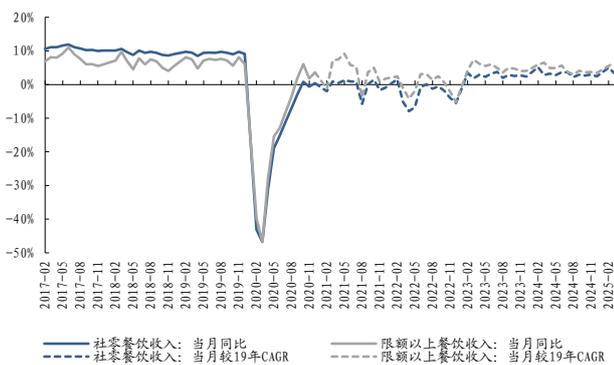
- 一季度销量恢复增长，核心单品保持稳健。销量角度来看，24 年分季度销量同比+5.25%、+1.53%、-5.59%、-8.07%，25Q1 在高基数下销量同比+1.93%至 88.35 万吨，后续基数压力走低、销量有望维持稳健节奏。品牌角度来看，高档、主流、经济产品收入分别同比+1.21%、+1.99%、+6.09%，而吨酒营收同比-0.46%至 4929.61 元/吨，主要系阶段性结构下移所致，我们预计乐堡、重庆略有增长，嘉士伯、大理、风花雪月增速更快，红乌苏降幅收窄。区域角度来看，西北区、中区、南区收入分别同比+1.57%、+1.45%、+1.83%，区域间节奏相对均衡。
- 毛销差小幅改善，盈利能力阶段性有所抬升。25Q1 销售净利率同比+0.67pct 至 21.61%。其中毛利率同比+0.52pct 至 48.42%(吨酒营收同比-0.46%、吨酒成本同比-1.45%)，虽价格端小幅承压，但受益大麦、包材等原材料价格下降，成本端兑现弹性；销售费用率同比-0.39pct 至 12.74%，管理费用率同比+0.28pct 至 3.41%，非经常性损益科目相对稳健。综合来看，毛销差小幅改善带动净利率有所抬升。
- 开局稳健，期待扬帆 27 强化高端化增长动能。短期来看，一季度销量恢复增长，后续销量基数走低，但旺季表现需关注餐饮恢复节奏，期待全年量价节奏保持稳健。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. 跨过一季度压力位，后续量价有望提速

进攻层面而言，一方面经营节奏支撑量价表现回暖，25Q1 销量表现稳健，25Q2、25Q3 进入低基数阶段，销量节奏有望边际向好，同时中高档品类升级的大逻辑仍将持续兑现，经营层面量价边际提速可期；另一方面，当前餐饮修复节奏仍相对缓慢，期待政策加力支持餐饮渠道更快修复，对啤酒量价形成正向支撑。

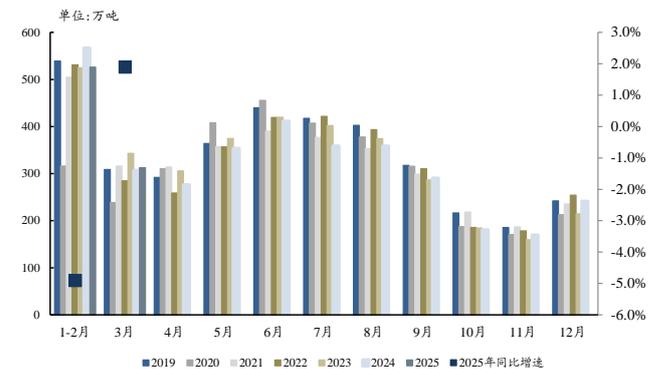
- 从餐饮消费修复节奏来看，2024 年餐饮收入、限额以上餐饮收入分别同比 +5.3%、+3.0%，2025 年 1-2 月/3 月餐饮收入、限额以上餐饮收入分别同比 +4.3%/+5.6%、+3.6%/+6.8%，整体节奏仍相对缓慢。
- 从啤酒行业产量节奏来看，2024 年中国规模以上企业啤酒产量 3521.3 万吨，同比-0.6%，其中 24Q1、24Q2、24Q3、24Q4 产量分别同比+0.6%、-5.4%、-5.3%、+5.7%。当前 2025 年 1-2 月产量同比-4.9%，3 月产量同比+1.9%，销量已呈现恢复性增长，后续二、三季度进入低基数阶段，销量节奏有望边际提速。
- 从啤酒品类升级节奏来看，2024 年中高档品类增速虽边际收窄，但仍好于总量表现，占比仍在提升。如青岛白啤、燕京 U8、华润喜力、珠啤 97 纯生等，均实现较好增长。展望 2025 年来看，中高档品类升级的大逻辑仍将持续兑现，但增速表现有赖于餐饮消费场景恢复力度、旺季高温天气节奏等。

图13: 餐饮消费场景呈现缓慢修复节奏



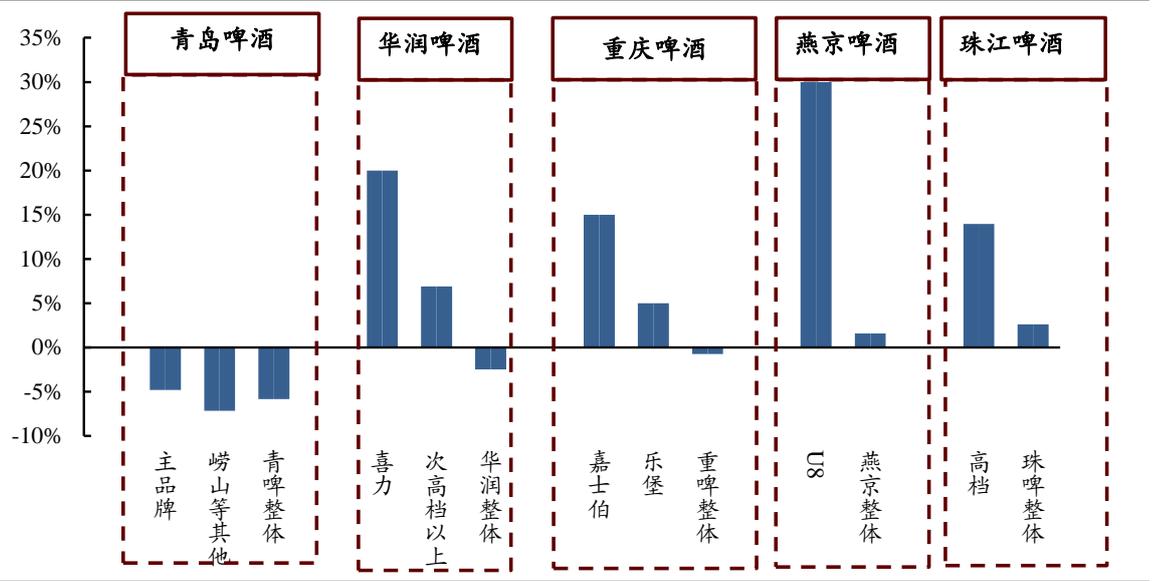
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14: 2025年3月啤酒产量呈现恢复性增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15: 2024年啤酒龙头中高档品类表现仍更优



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

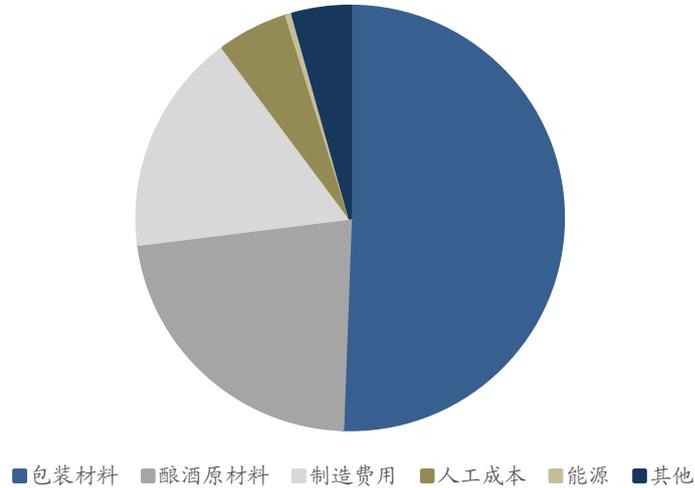
表3: 啤酒龙头积极布局中高档品类, 产品矩阵持续优化

	青岛啤酒	华润啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒
战略占位(百元以上)	一世传奇 (2022年推出) 百年之旅 (2020年推出)	醴 (2021年推出)	1664巴黎之滨(2022年推出)	狮王世涛 (2021年推出)
超高档(12元以上)	琥珀拉格 (2020年推出) 全麦白啤 (2019年升级) IPA (2018年推出) 鸿运当头/奥古特/逸品纯生/皮尔森	悠世 (2021年引进) 匠心营造 (2018年推出) 脸谱等	凯被1664/风花雪月/格林堡/布鲁克林/夏日纷/京A	燕京八景 (2019年推出)
高档(10-12元)	青岛纯生	红爵 (2021年引进) 喜力经典/星银(2019年收购) 马尔斯绿 (2019年推出) 雪花纯生	嘉士伯/红乌苏/重庆纯生	燕京V10 (2021年推出) 无醇白啤 (2021年推出) 燕京纯生
次高档(8-10元)	经典1903 (2020年推广) 青岛经典	超级勇闯 (2018年推出)	醇麦系列 (2019年推出) 乐堡系列	燕京U8 (2019年推出) 燕京鲜啤
主流(6-8元)		勇闯天涯	重庆国宾/大理/西夏等	
低档(5元及以下)	崂山/汉斯/银麦/山水等	雪花清爽/金威等	山城/天目湖等	燕京清爽

数据来源: Wind, 各公司官网, 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。25Q1 酿酒原材料大麦成本相比 24Q1 前后下降 10%左右，玻璃成本环比仍有下降、相比 24Q1 处于低位水平，铝罐成本环比相对平稳、相比 24Q1 小幅提升，考虑到大麦、玻璃成本弹性持续兑现，预计 2025 年成本弹性仍将延续。

图16: 啤酒成本构成一览（以青岛啤酒分项拆分为例）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

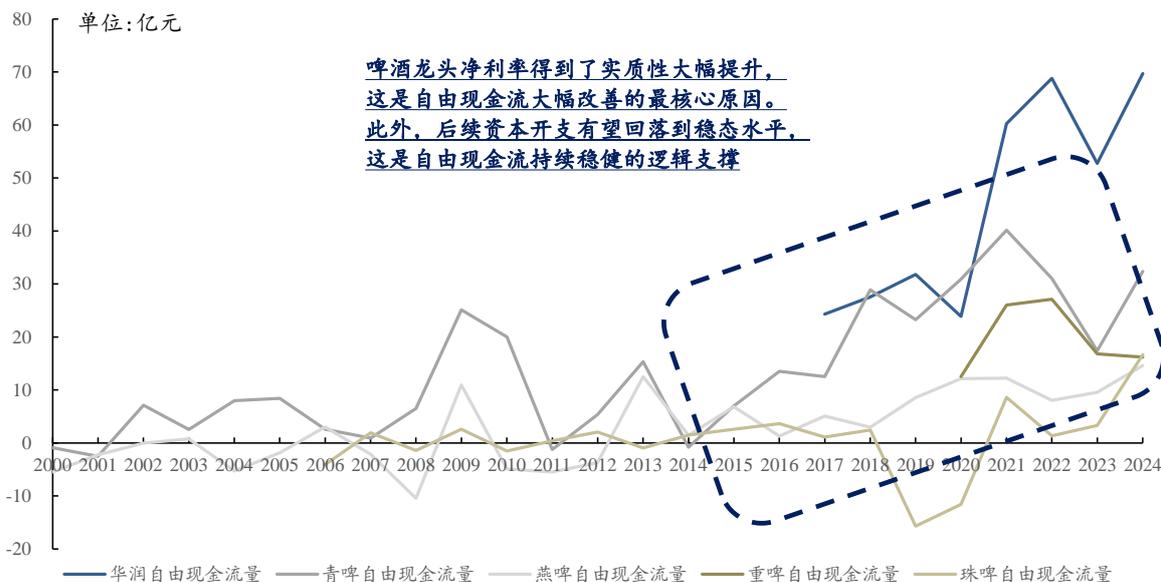
表4: 啤酒原材料整体呈现下行趋势，成本弹性有望释放

	22Q1 均价	22Q2 均价	22Q3 均价	22Q4 均价	23Q1 均价	23Q2 均价	23Q3 均价	23Q4 均价	24Q1 均价	环比	同比	24Q2 均价	环比	同比	24Q3 均价	环比	同比	24Q4 均价	环比	同比	25Q1 均价	环比	同比
玻璃价格指数	2025	1834	1507	1459	1600	1620	1687	1747	1709	-2%	7%	1590	-7%	-2%	1299	-18%	-23%	1298	0%	-26%	1251	-4%	-27%
铝锭(元/吨)	22160	20676	18411	18756	18416	18513	18840	19005	19055	0%	3%	20510	8%	11%	19546	-5%	4%	20540	5%	8%	20331	-1%	7%
瓦楞纸(元/吨)	4258	4180	3878	3741	3611	3361	3152	3091	3029	-2%	-16%	3047	1%	-9%	3100	2%	-2%	3218	4%	4%	3386	5%	12%
进口大麦(美元/吨)	320	353	376	395	402	360	318	292	280	-4%	-30%	268	-4%	-26%	255	-5%	-20%	254	0%	-13%	251	-1%	-10%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

当前外部环境更趋复杂严峻下, 经济增长重心将从外需切换至内需, 后续随着服务性消费支持政策逐步落地, 餐饮等大众化消费场景有望更快修复, 支撑啤酒销量表现, 当前时点青啤、燕啤等优质龙头已进入击球区, 建议重视并适度增加配置。

- 短期维度来看, 当前渠道库存处于相对低位, 叠加逐步进入啤酒消费旺季, 优选攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、股息率 3%+), 延续高增的燕京啤酒(U8 高增仍将延续)。
- 中期维度来看, 若消费刺激政策能加速落地, 预计餐饮、流通消费场景将修复向好, 啤酒板块有望迎来β配置机会, 关注华润啤酒、珠江啤酒、百威亚太、重庆啤酒。

表5: 啤酒板块可比公司估值一览

日期	2025/4/30	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	74.4	1015.0	3.54	3.84	14.8	13.8	21.0	19.4
000729.SZ	燕京啤酒	13.0	366.1	0.51	0.61	14.3	12.5	25.6	21.3
600132.SH	重庆啤酒	57.8	279.6	2.63	2.75	14.7	14.1	21.9	21.0
002461.SZ	珠江啤酒	10.6	234.2	0.44	0.49	20.0	17.6	24.3	21.6
1876.HK	百威亚太	8.2	1088.6	0.47	0.52	7.8	7.3	17.4	16.0
0291.HK	华润啤酒	27.4	888.9	1.77	1.93	8.8	8.2	15.5	14.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 可比公司盈利预测为 Wind 一致预测, 收盘价截至 2025 年 4 月 30 日, 其中百威亚太、华润啤酒币种为港币, 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒币种为人民币

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。

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>