

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

啤酒行业景气度观察

核心观点：

- 啤酒行业已经从前些年的高端化驱动高景气进入总量低位徘徊+结构托底的成熟期：规上产量在2013年见顶后持续回落，近两年基本稳定在3,500万千升附近，根据第三方预测，2025-2029年销量年均增速接近于零，更多是在平台上小幅波动。在此背景下，青啤、华润等全国化龙头2024年啤酒销量小幅下滑或持平，收入从此前中高个位数增速明显回落，景气水平整体偏弱，更多的体现为量弱价稳+盈利韧性，而不是新一轮行业景气上行。
- 过去十余年，行业通过高端化与提价，使得零售均价复合增速超过6%，高端与中高档销量占比显著上移，因此高端化是上一轮景气的核心驱动力。当前人均消费已处中高水平，20-49岁主力人群边际收缩，三四线城市消费承压，叠加头部公司对库存和渠道健康愈加谨慎，高端化从高斜率扩张的状态进入了中低斜率深化，企业经营目标从追求规模和收入增速，转向稳利润和现金流，在这种组合下，行业整体景气大致在温和区间。
- 这里面仍然有结构性的景气，因消费者偏好正在从多喝便宜酒转向少喝一点、喝好一点的观念，然而在收入和就业预期压力下，对10元以上超高端的敏感度明显提高，8-10元价带成为兼顾理性价格与可感知品质的中枢档位，是目前扩容最快的次高端区间。五家上市啤酒企业中，中高端产品收入占比普遍在高位，说明真正体现出景气的，是中高端+头部品牌；进一步叠加区域维度，燕京在华北核心区域依托8-10元价带的U8快速放量，构成价格带+品牌+区域的局部高景气，而不少中西部和低线市场仍明显偏弱。
- 结合第三方机构对2025-2029年销量基本持平的预测，行业整体更大概率维持量端零附近波动、收入低个位数增速、利润率维持高位但边际改善有限的温和景气状态，高端化继续推进但斜率放缓，景气更多体现在价格带和公司之间的剪刀差上。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

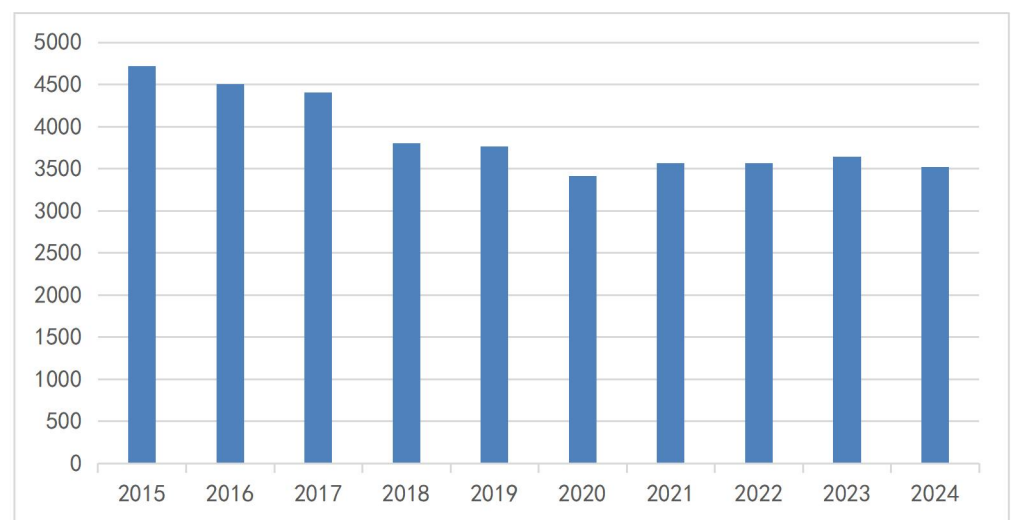
一、当前景气度量弱价稳，高端化惯性延续但已从高景气回落到低位结构性景气

从总量上看，行业已经确认处在需求低位的平台期。国家统计局口径下，2024年规模以上啤酒产量约3,521万千升，同比略降0.6%，整体仍在2015年以来的轻微下行的区间徘徊，并没有出现新一轮放量。过去几年高端化确实显著抬升了吨价和终端零售均价，但在宏观环境偏弱、餐饮场景修复不及预期的约束下，这种结构拉动更多是在对冲量的疲弱，而不是驱动行业进入新一轮高景气周期。

上市龙头最近一个完整年度和2025年上半年的表现，也基本刻画了当前景气区间：全国化的两家龙头青啤和华润在2024年的销量都是小幅下滑或持平，收入增速围绕低个位数上下波动，利润依靠提价、高端化和成本、费用控制维持了尚可的表现，但已经很难看到前几年那种收入+利润双位数齐升的状态。进入2025年上半年，两家在收入端大致恢复到低个位数正增长，更多是前期去库存和高基数消化后的温和修复，并不构成对景气度明显上行的证据。

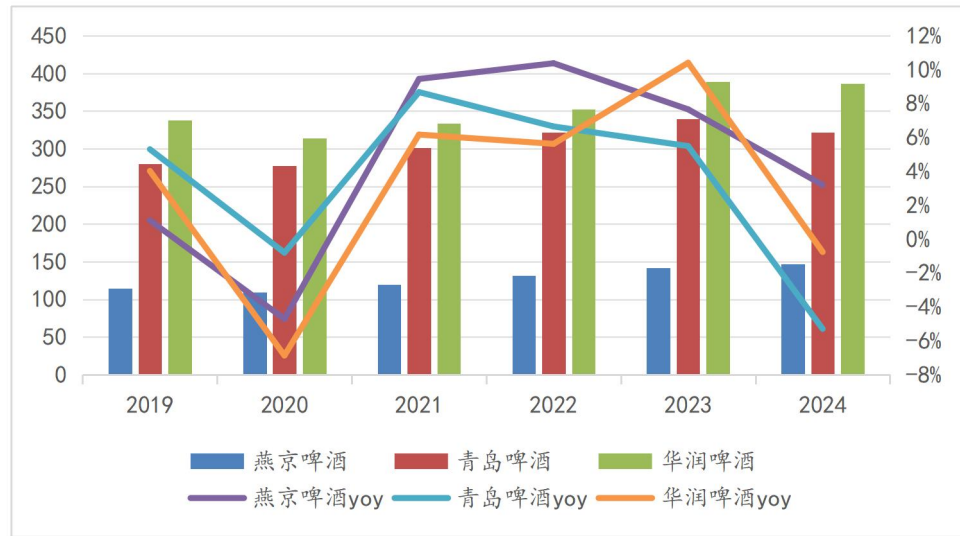
在同一环境下，燕京啤酒表现的相对好看，2020-2024年收入保持中高个位数增长，2024年仍然实现了量小幅正增长+收入正增长+利润高增，2025年中报延续了这一趋势。但从区域收入的数据上看可知这是公司自身结构和策略的结果，而不是行业全面转暖。燕京啤酒在2020-2024年间，华北地区收入从约50亿元提升到接近80亿元，增量主要来自一线及周边经济相对更稳、消费能力更强的区域；同一时期，华南、华中基本是低速增长，华东增速虽快但基数小，对总盘拉动有限。在全国大多数地区啤酒需求恢复一般的背景下，燕京依托华北大本营和U8等中高端单品放量，跑出了高于行业平均的曲线。

图1 2015 - 2024年中国啤酒产量及同比增速（万吨）



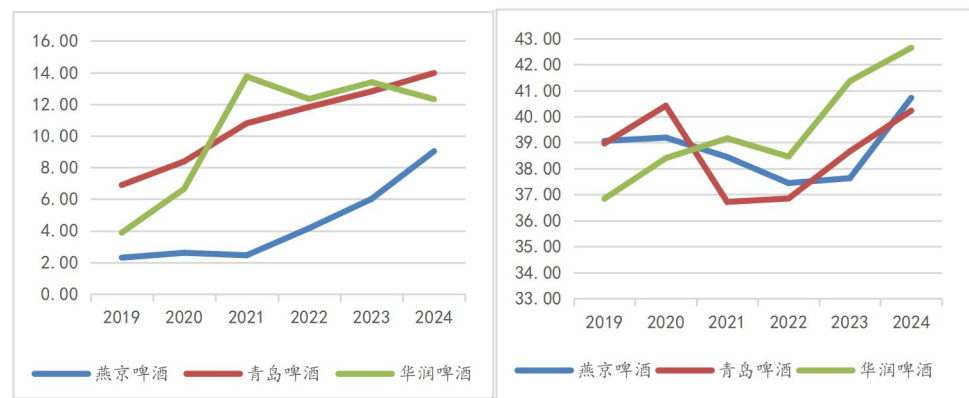
资料来源：wind、第一创业研究所整理

图 2 青啤/华润/燕京啤酒 2019 - 2024 年啤酒业务营业收入及增速



资料来源: wind、第一创业研究所整理

图 3 燕京/青啤/华润的净利率与毛利率对比 (单位: %)



资料来源: wind、第一创业研究所整理

目前啤酒行业的景气度，总量上仍处历史偏低区间，高端化趋势尚在但斜率明显放缓，全国化龙头更多在做盈利质量和现金流的精细化经营，少数在区域+价格带+公司阶段高度匹配的组合体现出结构性高景气。整体来看，行业已经从前一阶段的高端化驱动高景气转入需求低位、结构托底的成熟期。

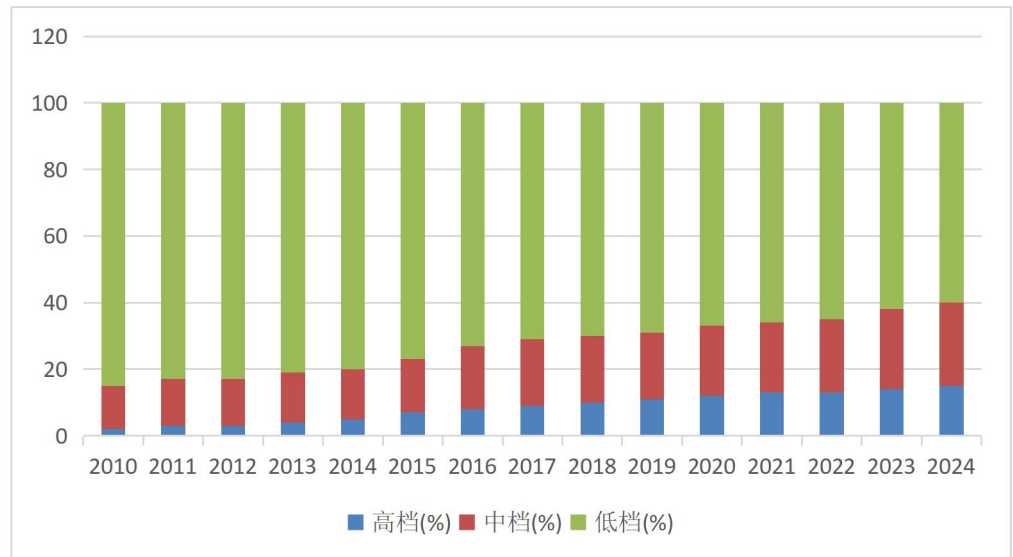
二、景气度背后的逻辑——高端化的下半场

从行业整体看，当前啤酒景气更接近于量基本见顶但价结构性上行的状态：总体销量在 2013 年见顶回落后，近两年大致稳定在 3,500 万千升附近，2024 年规模以上

企业产量同比已接近持平，CR5集中度抬升至九成左右，边际上很难再通过简单扩量来驱动行业高增，增长更多依赖于价格和结构升级。

价格端，高端化仍是长期主线，但边际斜率在放缓。一方面，2018年以来中高档啤酒销量占比持续提升，高档与中档合计占比明显上移，8元以上价格带的零售均价和销量贡献成为推动行业收入增长的核心来源；另一方面，8-10元价位已经被行业共识为扩容速度最快的主流价格带，叠加大麦、包材两轮成本上行带来的提价，头部啤酒企业吨价在2018-2023年维持中个位数的复合增长。结合人均消费量已接近部分成熟市场、20-49岁主力消费人群边际收缩的情况，可以大致判断：未来一段时间行业整体更可能维持量小幅波动+结构和吨价慢推收入的格局，而不是重回高景气上行周期。

图4 中高档啤酒占比持续提升（单位：%）



资料来源：wind、第一创业研究所整理

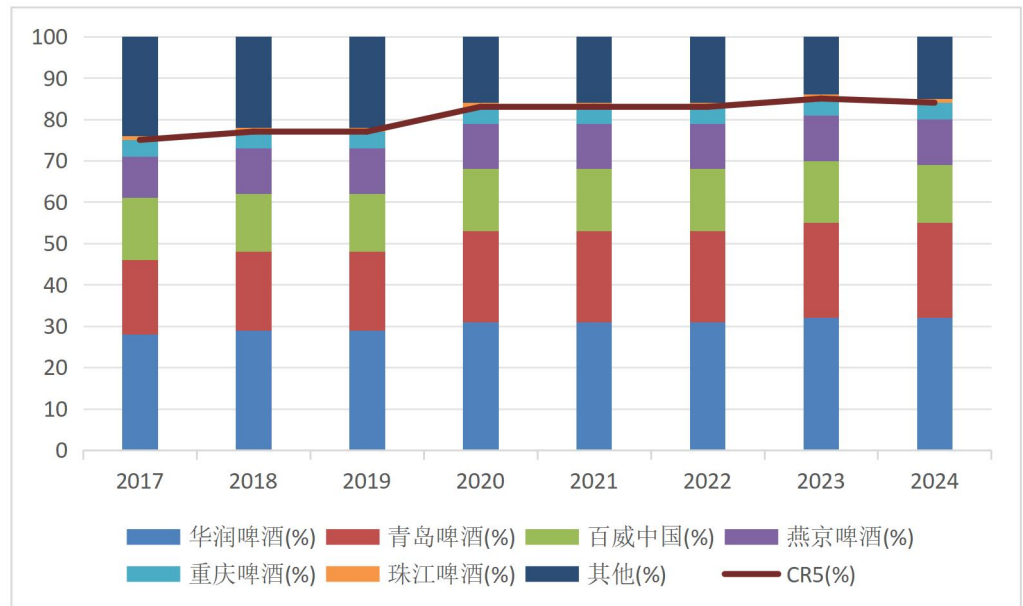
当前景气感偏弱，很大程度来自全国化龙头与宏观环境之间的错配。一是宏观和餐饮修复偏慢，尤其是三、四线和低线城市消费承压，导致全国化企业在多数区域的销量恢复乏力，即便一线城市相对稳健，也难以完全对冲；二是2023-2025年头部公司主动压缩渠道库存、控制出货节奏，更强调渠道健康和现金流安全，在这一前提下，8-10元价格带上的主力单品更多的是在承担稳住盘子+抬吨价的角色，而不是追求极致的放量增长；三是在高端化进入中局之后，华润、青啤等更倾向于通过10元以上超高端与进口品牌提升品牌形象和利润率，对8-10元价格带的增速容忍度有限。综合结果就是：行业在账面上显示为结构升级仍在持续，但景气斜率明显低于高端化初期。

在相同的行业环境下，燕京这类后发高端化+区域集中的公司表现出更强的景气弹性。

一方面，燕京过去几年收入增速和净利率改善显著快于行业平均，2021 - 2024 年净利润从约 2 亿元出头提升至 10 亿元以上，净利率由不足 2% 提升至约 7%，同时在 2025 年前三季度仍保持收入高于行业、利润高增的态势，体现出在相对低基数上通过产品结构优化和效率改善释放的业绩弹性。另一方面，中高端产品的收入占比自 2019 年以来持续抬升，2024 年已接近七成，且 2025 年中报显示中高端收入同比增速仍接近双位数，在全国景气感偏弱的背景下形成相对亮点。

支撑这一分化逻辑的是多方面的结构性差异。第一，全国化龙头的业务广泛覆盖景气一般甚至偏弱的低线城市，整体收入弹性被广覆盖+弱区域拖累所摊薄；而燕京在收入结构上更加集中于华北等相对经济韧性更强的区域，边际上受宏观压力的约束较小。第二，前者在 8 - 10 元价格带上往往采用多单品矩阵并行的策略，要兼顾经典、纯生、白啤、SuperX 等多个产品，同时还要为 10 元以上高端留出空间，盈亏和库存考核约束较多，难以在某一单品上全力压注，而燕京则在 U8 上集中资源，将其视为全国化大单品和改革抓手，在渠道利润、费用投放和组织考核上高度倾斜，使得该价格带的量价弹性得以充分释放。第三，燕京自身通过产能优化、供应链和费用效率提升，释放出足够的盈利空间来支持中高端产品投入，使得高端化带来的吨价提升更快转化为利润率改善，而头部企业在更高的基数和既有盈利目标下，对进一步压缩成本、换取增速的动力相对有限。

图 5 啤酒市场份额集中度逐步提高 (%)



资料来源：公司公告、百威亚太官网、wind、第一创业研究所整理

三、U8 价格带的结构性高景气

在整体需求偏弱的背景下，增量主要来自中高端产品，尤其是 8 - 10 元这一主流次

高端价格带。2024年五家上市啤酒企业中，中高端产品收入占比普遍在高位：重庆啤酒中高端收入占比接近98%，珠江啤酒约71%，燕京啤酒约67%，青啤、华润的中高端销量占比也在50%-70%区间，高景气更多体现在被龙头重点运营的中高端产品而不是整个啤酒品类。

从增长来源看，结构性高景气又可以分为两类形态。一类是全国化平台型公司，在10元以上价格带稳步扩容，中高端销量占比已高，增速相对温和，更接近高位扩容+利润率平滑抬升；另一类是处于追赶阶段的区域龙头，以燕京为代表，在8-10元价格带依托U8等大单品快速放量，中高端收入占比在60%以上的基础上仍在提升。2024年燕京中高档产品收入约55亿元，同比增长9.32%，占主营收入比重从68.54%提升至70.11%，2025年上半年中高端收入增速仍明显高于公司整体。

区域分布进一步放大了这种差异。燕京收入长期高度集中在华北，华北收入占比在2020-2024年间由约四成提升至超过五成，其间华北收入从50亿元左右增至78亿元左右，而华南大致稳定在收入的四分之一，华东、华中、西北合计占比不足两成。数据显示，公司整体增长主要由华北中高端化驱动，燕京呈现出明显高于行业平均的景气水平；相对而言，全国化平台要对冲更多中西部和低线城市的疲弱需求，单一价格带和区域很难体现出类似的高增斜率。

综合以上判断，全国化平台型公司在整体景气偏低的环境中，主要是通过高端化和成本下行，把有限的结构性景气沉淀为稳定的高毛利和强现金流；处于追赶阶段的燕京，则在8-10元价格带和华北核心区域的高景气基础上，叠加内部改革和成本优化，呈现出收入温和、利润高弹的组合，利润端景气显著高于收入端。我们认为啤酒行业大概率会继续通过结构+成本+组织的共同作用推进利润修复，而不是简单的量价齐升。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140