

食品饮料行业深度报告

啤酒 2025 年报及 2026 一季报总结：需求韧性仍在，期待旺季恢复向好

增持（维持）

2026 年 05 月 08 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

■ **2025 年分季度边际走弱，2026Q1 延续韧性增长。**2025 年分季度收入增速边际走弱，2026 年一季度收入呈现恢复性增长，同时得益于毛销差持续改善，利润表现好于收入。具体来看，2025 年啤酒板块营收 694.15 亿元，同比+2.02%，归母净利润 83.91 亿元，同比+15.09%。分季度来看，25Q1/25Q2/25Q3/25Q4 啤酒板块营收分别为 200.43/214.91/201.92/76.89 亿元，同比 +3.68%/+1.90%/+0.45%/+2.33%，归母净利润分别为 25.19/39.93/28.27/-9.48 亿元，同比+10.62%/+12.57%/+7.37%/+18.74%。26Q1 啤酒板块营收 202.50 亿元，同比+1.03%，归母净利润 26.73 亿元，同比+6.12%。

■ **量价表现分化、成本弹性延续，毛利率持续抬升。**1) 纵向复盘 2025 年啤酒龙头量价表现，一季度彰显经营韧性，二、三季度量价边际走弱，一方面来自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。2026Q1 销量有所分化、吨价边际向好，其中燕啤、珠啤量价表现明显更优。2) 2025 年啤酒龙头吨成本均明显下降，季度间成本节奏亦相对平稳，成本红利进一步释放，同时升级韧性延续，2025 年毛利率水平平均明显抬升。2026Q1 吨价边际向好，同时吨成本仍有所下降，带动毛利率持续提升。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，带动利润稳健增长。

■ **2025 年需求韧性仍在，2026 年期待旺季恢复向好。**宏观层面来看，中等收入人群可支配收入增速较快，中部、华东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。产业层面来看，一方面 2025 年 5-8 月受阶段性政策影响销量表现偏弱，低基数下 2026 年旺季有望恢复性增长；另一方面 2025 年以来中高档销量增速延续更快节奏，如青岛白啤、青岛经典、喜力、燕京 U8、97 纯生等大单品均延续较好表现。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 2026 全年成本节奏仍可控。其中玻瓶成本持续低位下探、同期铝罐成本边际有所上涨，但是包材内部预计玻瓶与铝罐会有所对冲，而大麦价格基本处于低位区间。2026Q1 成本端兑现一定弹性，预计全年亦将在可控范围内。

■ **投资建议：**从 2025 年节奏来看，啤酒龙头均实现销量增长、吨价边际承压；对 2026 年节奏预判，分季度持续边际修复，量价亦企稳向好。从报表基数节奏来看，Q1 啤酒板块受高基数、消费 β 仍处于弱修复等影响，表观销量延续偏弱表现。Q2、Q3 逐步进入低基数阶段，叠加参考餐饮恢复的 β 改善和旺季催化等，整体报表有望先抑后扬，大单品势能企业仍是重点。重点推荐燕京啤酒、青岛啤酒、华润啤酒，关注珠江啤酒、重庆啤酒等旺季量价表现。

■ **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

《26Q1 业绩前瞻：白酒延续筑底，大众品开局有亮点》

2026-04-16

《从“历史经典产业”到“传统优势民生产业”，新五年酿酒产业提质发展》

2026-02-22

内容目录

1. 量价有所分化、成本压力可控，业绩稳健兑现	4
1.1. 2025 年分季度边际走弱，2026Q1 延续韧性增长	4
1.2. 量价表现分化、成本弹性延续，毛利率持续抬升	5
1.3. 费用投放相对克制、毛销差改善，利润稳健增长	6
1.4. 重点公司一览：中高档增势延续，业绩兑现韧性强	8
2. 2025 年需求韧性仍在，2026 年期待旺季恢复向好	10
3. 投资建议	13
4. 风险提示	13

图表目录

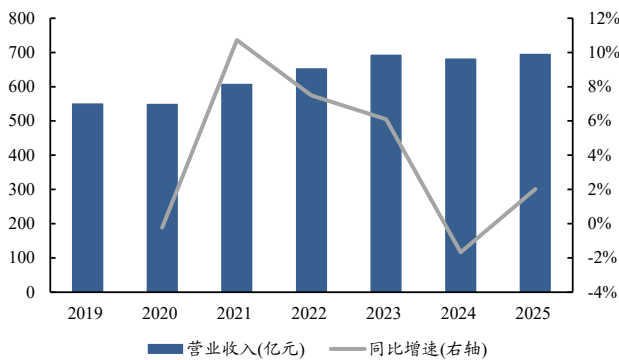
图 1:	啤酒板块 2019-2025 年营收及同比增速	4
图 2:	啤酒板块 2019-2025 年归母净利润及同比增速	4
图 3:	啤酒板块 19Q1-26Q1 营收及同比增速	4
图 4:	啤酒板块 19Q1-26Q1 归母净利润及同比增速	4
图 5:	2018-2025 年啤酒龙头销售费用率	6
图 6:	2018-2025 年啤酒龙头管理费用率	6
图 7:	2018-2025 年啤酒龙头毛销差一览	7
图 8:	18Q1-26Q1 年啤酒龙头毛销差一览	7
图 9:	2025 年啤酒龙头归母净利润及同比增速	7
图 10:	26Q1 啤酒龙头归母净利润及同比增速	7
图 11:	2018-2025 年啤酒龙头归母净利率	7
图 12:	18Q1-26Q1 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较快	10
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	11
图 15:	2025 年啤酒行业产量及同比增速一览	11
图 16:	2025 年啤酒龙头中高档销量同比增速一览	11
图 17:	啤酒成本构成一览 (以青岛啤酒分项拆分为例)	12
表 1:	啤酒龙头 2025 年及 25Q1-26Q1 量价拆分一览	5
表 2:	啤酒龙头 2025 年及 25Q1-26Q1 吨价、吨成本、毛利率拆分一览	6
表 3:	啤酒原材料整体呈现下行趋势, 成本弹性有望释放	12
表 4:	啤酒板块可比公司估值一览	13

1. 量价有所分化、成本压力可控，业绩稳健兑现

1.1. 2025 年分季度边际走弱，2026Q1 延续韧性增长

2025 年分季度收入增速边际走弱，26Q1 收入呈现恢复性增长，同时得益于毛销差持续改善，利润表现好于收入。具体来看，2025 年啤酒板块营收 694.15 亿元，同比+2.02%，归母净利润 83.91 亿元，同比+15.09%。分季度来看，25Q1/25Q2/25Q3/25Q4 啤酒板块营收分别为 200.43/214.91/201.92/76.89 亿元，同比+3.68%/+1.90%/+0.45%/+2.33%，归母净利润分别为 25.19/39.93/28.27/-9.48 亿元，同比+10.62%/+12.57%/+7.37%/+18.74%。26Q1 啤酒板块营收 202.50 亿元，同比+1.03%，归母净利润 26.73 亿元，同比+6.12%。

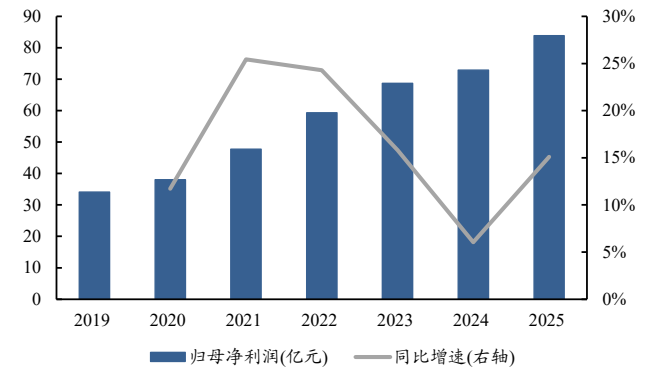
图1：啤酒板块 2019-2025 年营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

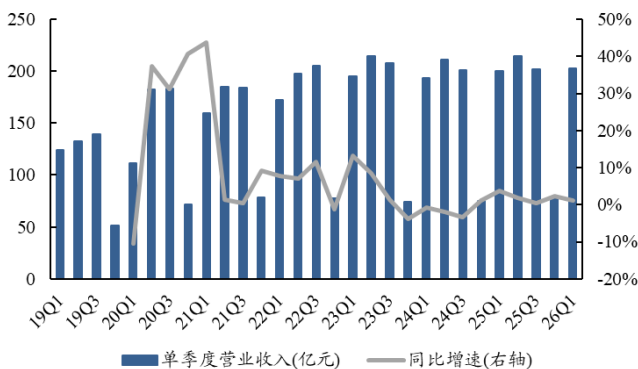
注：A 股啤酒板块重点公司涵盖青啤、重啤、燕啤、珠江、惠泉、兰州黄河，下同

图2：啤酒板块 2019-2025 年归母净利润及同比增速



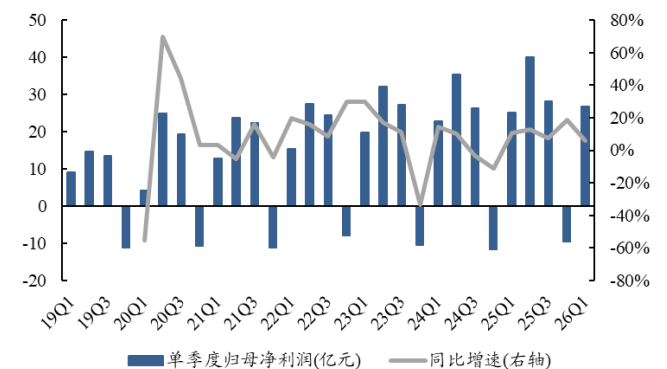
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：啤酒板块 19Q1-26Q1 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 19Q1-26Q1 归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 量价表现分化、成本弹性延续，毛利率持续抬升

纵向复盘 2025 年啤酒龙头量价表现，一季度彰显经营韧性，二、三季度量价边际走弱，一方面来自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。2026 年一季度以来，销量有所分化、吨价边际向好，其中燕啤、珠啤量价表现明显更优。

- 2025 年低基数下销量恢复增长，26Q1 有所分化。2025 年青啤、重啤、燕啤、珠啤销量分别为 764.80、299.52、405.30、146.24 万吨，分别同比+1.50%、+0.68%、+1.21%、+1.58%，低基数下青啤、重啤销量恢复增长，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。26Q1 青啤、重啤、燕啤、珠啤销量分别为 220.20、88.65、103.99、29.75 万吨，分别同比-2.61%、+0.34%、+4.51%、+0.98%，表现有所分化，燕啤、珠啤明显更优。
- 2025 年吨价表现有所分化，26Q1 逐步边际向好。2025 年青啤、重啤、燕啤、珠啤吨价分别为 4162、4774、3348、3889 元/吨，分别同比-0.63%、+0.22%、+1.32%、+1.57%，预计青啤、重啤阶段性货折有所加大，燕啤 U8、珠啤高档增势延续。26Q1 青啤、重啤、燕啤、珠啤吨价分别同比+1.10%、-0.15%、+2.44%、+4.83%，表现延续分化，燕啤、珠啤明显更优。

表1: 啤酒龙头 2025 年及 25Q1-26Q1 量价拆分一览

	2025	同比增速	25Q1	同比增速	25Q2	同比增速	25Q3	同比增速	25Q4	同比增速	26Q1	同比增速	
青岛啤酒	营收(亿元)	324.73	1.04%	104.46	2.91%	100.46	1.28%	88.76	-0.17%	31.07	-2.26%	102.85	-1.54%
	销量(万吨)	764.80	1.50%	226.10	3.53%	247.10	1.02%	216.20	0.32%	75.40	-0.13%	220.20	-2.61%
	吨价(元/吨)	4162	-0.63%	4620	-0.59%	4065	0.26%	4105	-0.50%	4120	-2.13%	4671	1.10%
重庆啤酒	营收(亿元)	147.22	0.53%	43.55	1.46%	44.84	-1.84%	42.20	0.41%	16.63	5.15%	43.50	-0.12%
	销量(万吨)	299.52	0.68%	88.35	1.93%	91.73	0.03%	86.73	-0.68%	32.71	2.89%	88.65	0.34%
	吨价(元/吨)	4774	0.22%	4804	-0.33%	4755	-1.92%	4737	1.28%	4840	5.23%	4797	-0.15%
燕京啤酒	营收(亿元)	153.33	4.54%	38.27	6.69%	47.31	6.11%	48.75	1.55%	19.00	4.35%	40.97	7.06%
	销量(万吨)	405.30	1.21%	99.50	3.11%	135.67	1.26%	114.35	0.10%	55.78	0.13%	103.99	4.51%
	吨价(元/吨)	3348	1.32%	3846	3.47%	3487	4.80%	4263	1.45%	3407	4.22%	3940	2.44%
珠江啤酒	营收(亿元)	58.78	2.56%	12.27	10.69%	19.71	4.96%	18.75	-1.34%	8.05	-4.69%	12.99	5.86%
	销量(万吨)	146.24	1.58%	29.46	11.68%	43.95	1.10%	46.94	-2.90%	25.89	0.47%	29.75	0.98%
	吨价(元/吨)	3889	1.57%	4164	-0.88%	4484	3.81%	3995	1.60%	3108	-5.14%	4365	4.83%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2025 年啤酒龙头吨成本均明显下降，季度间成本节奏亦相对平稳，成本红利进一步释放，同时升级韧性延续，2025 年毛利率水平平均明显抬升。26Q1 吨价边际向好，同时吨成本仍有所下滑，整体毛利率持续提升。

表2: 啤酒龙头 2025 年及 25Q1-26Q1 吨价、吨成本、毛利率拆分一览

	2025	同比增速/ 同比变动	25Q1	同比增速/ 同比变动	25Q2	同比增速/ 同比变动	25Q3	同比增速/ 同比变动	25Q4	同比增速/ 同比变动	26Q1	同比增速/ 同比变动
青岛啤酒												
吨价(元/吨)	4162	-0.63%	4620	-0.59%	4065	0.26%	4105	-0.50%	4120	-2.13%	4671	1.10%
吨成本(元/吨)	2426	-3.29%	2696	-2.59%	2202	-5.08%	2317	-2.97%	3102	-0.12%	2674	-0.81%
毛利率	41.84%	1.62pct	41.64%	1.20pct	45.84%	3.05pct	43.56%	1.44pct	24.72%	-1.51pct	42.74%	1.11pct
重庆啤酒												
吨价(元/吨)	4774	0.22%	4930	-0.46%	4888	-1.88%	4865	1.09%	5084	2.20%	4907	-0.46%
吨成本(元/吨)	2290	-4.42%	2543	-1.45%	2385	-3.37%	2390	-2.29%	2216	-21.36%	2470	-2.86%
毛利率	50.88%	2.30pct	48.42%	0.52pct	51.21%	1.70pct	50.87%	1.70pct	56.43%	1.70pct	49.66%	1.24pct
燕京啤酒												
吨价(元/吨)	3348	1.32%	3846	3.47%	3487	4.80%	4263	1.45%	3407	4.22%	3940	2.44%
吨成本(元/吨)	1803	-4.89%	2200	-5.76%	1824	6.08%	2125	-2.76%	2797	-5.08%	2115	-3.88%
毛利率	43.56%	2.84pct	42.79%	5.61pct	47.70%	-0.63pct	50.15%	2.16pct	17.90%	8.04pct	46.32%	3.53pct
珠江啤酒												
吨价(元/吨)	3889	1.57%	4164	-0.88%	4484	3.81%	3995	1.60%	3108	-5.14%	4365	4.83%
吨成本(元/吨)	2040	-2.98%	2290	-5.80%	1968	-2.83%	1961	-0.75%	2228	-4.42%	2198	-4.02%
毛利率	48.33%	2.03pct	45.00%	2.87pct	56.11%	3.00pct	50.93%	1.16pct	28.30%	-0.53pct	49.64%	4.64pct

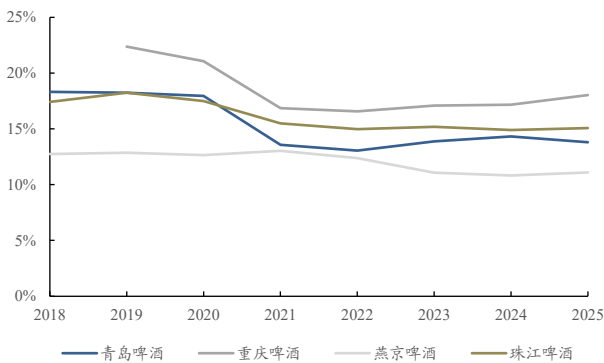
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 费用投放相对克制、毛销差改善, 利润稳健增长

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

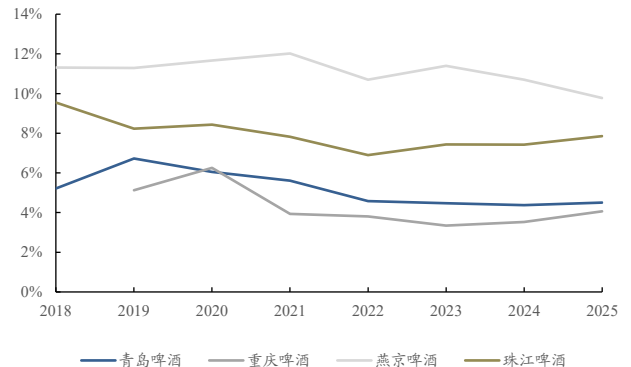
具体来看, 2025 年青啤、重啤、燕啤、珠啤毛销差分别为 28.04%、32.84%、32.47%、33.25%, 分别同比+2.13pct、+1.43pct、+2.57pct、+1.84pct, 归母净利润分别为 45.88、12.31、16.79、9.04 亿元, 分别同比+6%、+10%、+59%、+12%; 26Q1 青啤、重啤、燕啤、珠啤毛销差分别同比+2.13pct、+0.64pct、+3.58pct、+3.92pct, 归母净利润分别同比+5%、-7%、+60%、+14%。

图5: 2018-2025 年啤酒龙头销售费用率



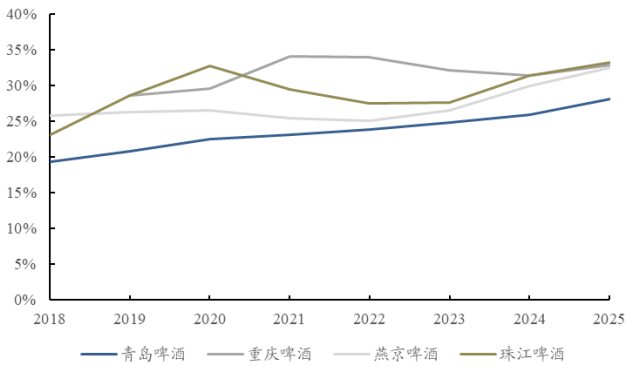
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2018-2025 年啤酒龙头管理费用率



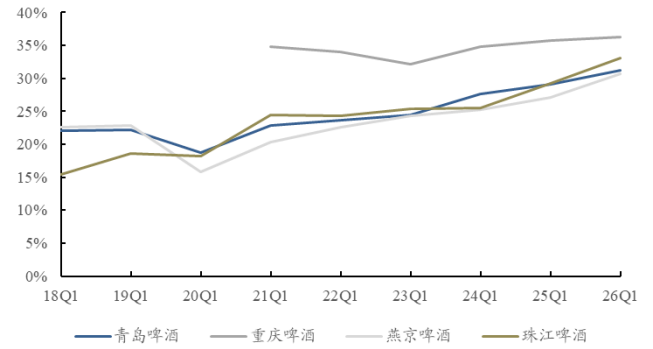
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2018-2025年啤酒龙头毛销差一览



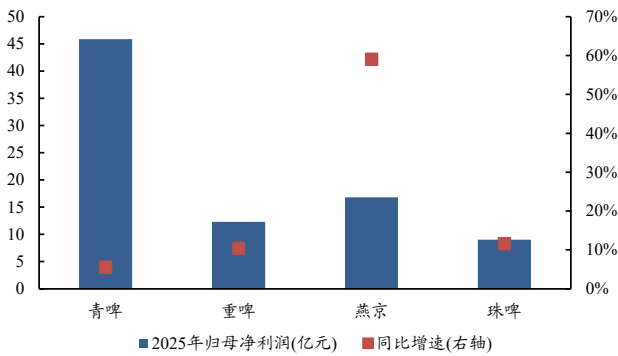
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：18Q1-26Q1年啤酒龙头毛销差一览



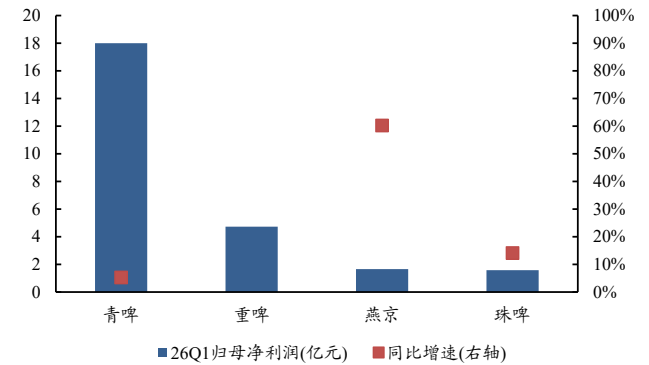
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2025年啤酒龙头归母净利润及同比增速



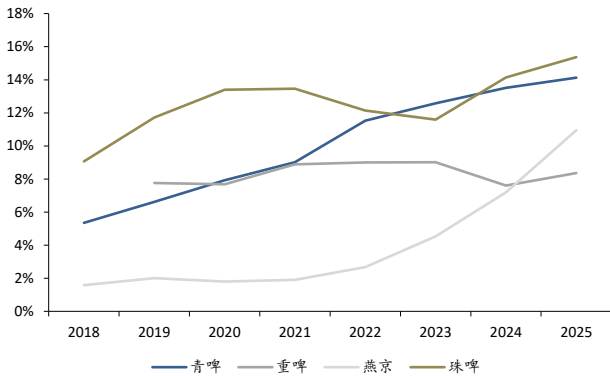
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：26Q1啤酒龙头归母净利润及同比增速



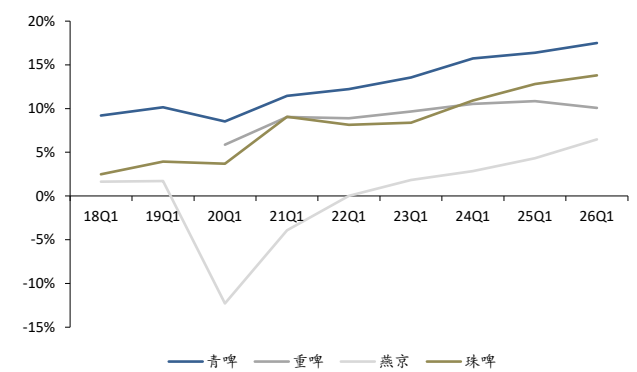
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2018-2025年啤酒龙头归母净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：18Q1-26Q1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：中高档增势延续，业绩兑现韧性强

青岛啤酒：跨过一季度压力位，旺季量价有望提速

- 一季度销量阶段性承压，吨价恢复较好增势。一季度公司聚焦市场区域消费特点精准发力，以差异化策略推动区域市场协同发展；同时积极开源节流、提费效控成本，实现了经营发展提质增效。销量角度来看，26Q1 销量同比-2.6%至 220.2 万吨，其中青岛主品牌同比+0.4%至 138.1 万吨、其他区域品牌同比-7.3%至 82.1 万吨。考虑到 25 年一季度销量表现稳健、二三季度旺季现饮场景受冲击明显，对应 26 年压力位在一季度，后续低基数下销量有望恢复正增。吨价角度来看，26Q1 吨酒营收同比+1.1%至 4671 元/吨，价格边际企稳验证消费场景逐步修复。公司以经典、白啤等核心大单品为引领，加大经典及以上中高端产品培育与推广力度，加快培育全麦、精酿以及 0 糖轻卡、无醇低醇等新品类、新赛道，产品结构及盈利能力稳步提升。
- 毛利率提升、费用率优化，净利率持续抬升。26Q1 销售净利率同比+1.2pct 至 17.8%。其中销售毛利率同比+1.1pct 至 42.7%(吨酒营收同比+1.1%、吨酒成本同比-0.8%)，销售费用率同比-1.0pct 至 11.5%，毛销差同比+2.1pct 至 31.2%维持改善。同时 26Q1 虽利息收入下降、但公允价值变动净收益提升，综合对盈利形成正向贡献，主要系使用自有资金开展结构性存款、固定收益类投资业务。此外面对复杂多变的外部环境，公司分红率稳步提升，2023-2025 分红率分别为 64%/69%/70%。
- 关注外在消费 β 修复和青啤自身 α 节奏。短期来看，CPI 自 25Q4 以来同比转正、餐饮消费场景亦逐步向好，对旺季量价均有正向支撑，同时青啤新董事长上任以来对部分弱势省区进行主动变革，关注后续弱势省区的量价节奏等。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：强势开门红，成长性依旧突出

- 一季度顺利实现“开门红”，量价表现强势。燕啤 26Q1 销量同比+4.5%至 103.99 万吨，吨酒营收同比+2.4%至 3940 元/吨。一季度公司持续推进产品高端化进程，核心大单品 U8 销量保持同比接近 30%的高增长，同时 3 月底高端全麦新品燕京 A10 上市，高端产品矩阵进一步夯实。关于 U8 大单品的天花板，2 年左右维度具备高确定性，一是 U8 销量阶段性占比达到 30%以上；二是除三大优势区域外，弱势区域仍处于势能上升期，餐饮、流通渗透率均有提升空间。

- 毛利率提升、费用率平稳，盈利能力持续抬升。26Q1 销售净利率同比+2.95pct 至 8.89%，主要系毛销差维持改善所致。其中销售毛利率同比+3.53pct 至 46.32%(吨酒营收+2.44%、吨酒成本-3.88%)，U8 大单品占比提升带动价格端延续较好表现、同时一季度成本端原材料仍处于年内低位。销售费用率为 15.60% 相对平稳，管理费用率同比-0.32pct 至 11.43%，此外其他收益、资产处置收益小幅下滑，其他非经科目相对平稳。燕啤 21-25 年销售净利率分别为 2.45%、4.16%、6.01%、9.03%、13.09%，26Q1 销售净利率持续抬升，改革成效兑现。
- 燕啤成长性依旧突出，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，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，防御层面来自未来股息率的明显提升值得期待。燕啤最新“十五五”战略规划指出，公司将着力构建“一核两翼”业务布局，形成“啤酒+饮料+健康食品”协同增长的发展生态，多元化潜力值得期待。

重庆啤酒：量价表现平稳，税率提升拖累盈利

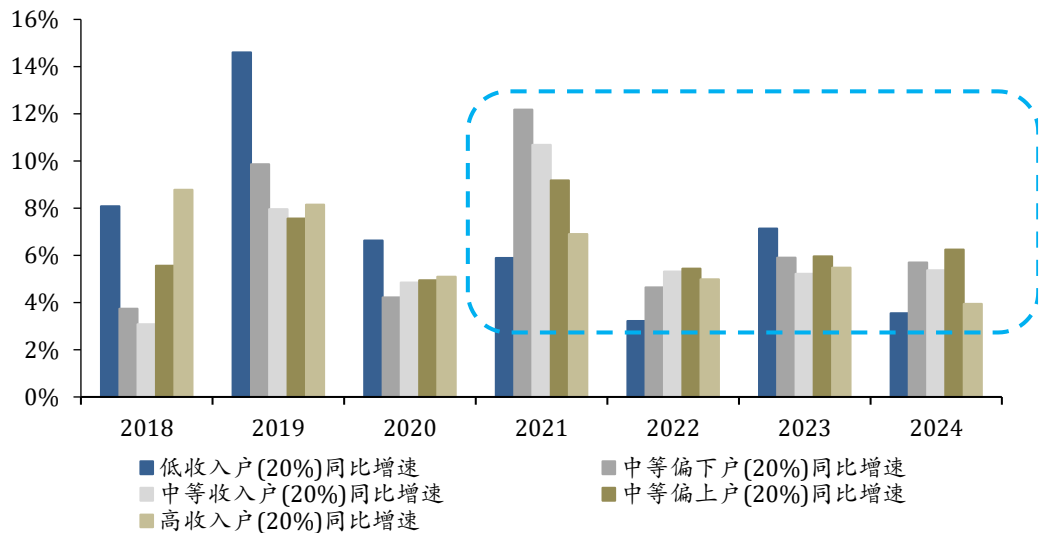
- 量价表现平稳，乐堡、乌苏稳健增长。26Q1 啤酒业务收入同比+0.19%，其中销量同比+0.34%至 88.65 万吨，吨价同比-0.15%至 4797 元/吨。考虑到 25 年分季度销量分别同比+1.93%、+0.03%、-0.68%、+2.89%，对应二、三季度基数不高，我们预计 26 年旺季销量有望逐步向好。分档次来看，26Q1 高档、主流、经济收入增速分别为+2.42%、-3.75%、+3.62%，预计乐堡、乌苏、嘉士伯品牌延续稳健增长，重庆品牌仍有下滑。分地区来看，26Q1 西北区、中区、南区收入增速分别为+4.05%、-3.08%、+1.37%，西北区高市占率市场更为稳固。
- 毛销差稳健，所得税率抬升拖累盈利。26Q1 销售净利率同比-1.6pct 至 20.1%。其中销售毛利率同比+1.2pct 至 49.7%(吨酒营收同比-0.5%、吨酒成本同比-2.9%)，销售费用率同比+0.6pct 至 13.3%，毛销差同比+0.6pct 维持改善。非经科目表现平稳，但 26Q1 所得税率仍同比提升 6pct 至 24%，对利润端有所拖累。面对复杂多变的外部环境，公司维持高分红政策，2025 年分红率高达 98.3%。
- 消费 β 修复逐步兑现，关注重啤自身经营节奏。短期来看，一方面主动权益基金持仓处于相对低位，同时 CPI 自 25Q4 以来同比转正、餐饮表现亦逐步修复，消费 β 修复已在逐步兑现，关注后续重啤自身经营节奏。中长期来看，公司将推进“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. 2025 年需求韧性仍在，2026 年期待旺季恢复向好

一是宏观层面，中等收入人群可支配收入增速较快，中部、华东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。

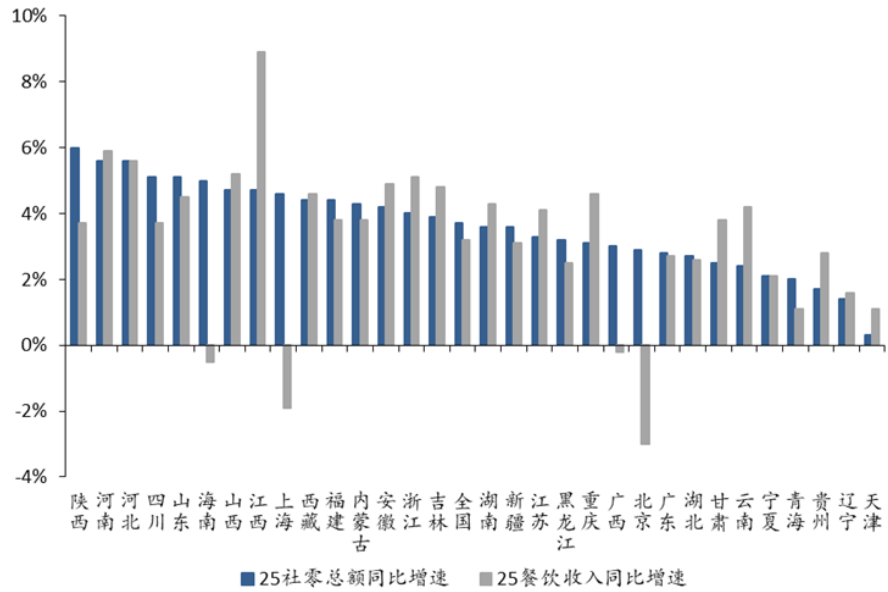
- 参考按全国居民五等份收入分组数据来看，中等收入人群可支配收入增速较快，表明大众消费力具备较强韧性，对卡位主流大众价位的啤酒需求形成更好支撑。具体来看，2021-2024 年高收入户、中等偏上收入户、中等收入户、中等偏下收入户、低收入户人均可支配收入 CAGR 分别为 5.3%、6.7%、6.6%、7.1%、4.9%。
- 参考分省份社零及餐饮数据来看，虽上海、北京等高线地区餐饮呈现负增长，但中部地区、华东地区社零及餐饮表现相对突出，预计餐饮场景的恢复在低线城市更佳，也对啤酒的量价表现形成正向支撑。全国层面来看，2025 年中国整体社零同比增长 3.7%，其中餐饮收入同比增长 3.3%；分省份层面来看，中部地区、华东地区餐饮增速排名相对靠前，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较快



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

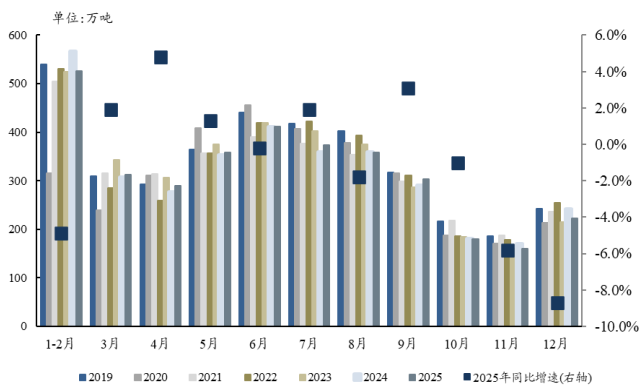
图14: 核心省区社零及餐饮表现明显好于上海、北京等高线地区



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

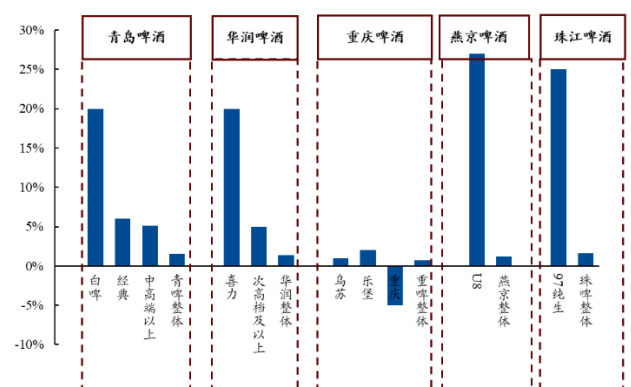
二是产业层面，一方面 2025 年 5-8 月受阶段性政策影响销量表现偏弱，低基数下 2026 年旺季有望恢复性增长；另一方面 2025 年以来中高档销量增速延续更快节奏，如青岛白啤、青岛经典、喜力、燕京 U8、97 纯生等大单品均延续较好表现。

图15: 2025 年啤酒行业产量及同比增速一览



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

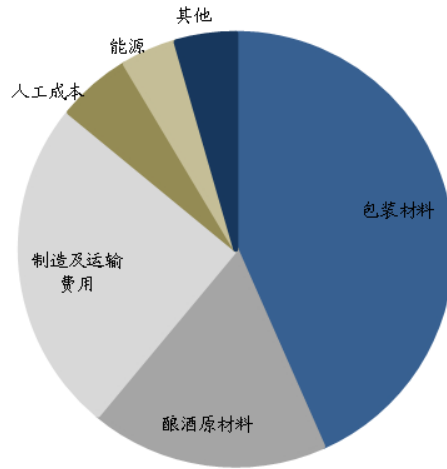
图16: 2025 年啤酒龙头中高档销量同比增速一览



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 2026 年全年成本节奏仍可控。其中玻瓶成本 25 年以来持续低位下探、同期铝罐成本边际有所上涨，但是包材内部预计玻瓶与铝罐会有所对冲，而大麦价格基本处于低位区间。26Q1 成本端兑现一定弹性，预计全年亦将在可控范围内。

图17: 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3: 啤酒原材料整体呈现下行趋势, 成本弹性有望释放

	24Q1 均价	24Q2 均价	24Q3 均价	24Q4 均价	25Q1 均价	环比	同比	25Q2 均价	环比	同比	25Q3 均价	环比	同比	25Q4 均价	环比	同比	26Q1 均价	环比	同比
玻璃价格指数	1709	1590	1299	1298	1278	-2%	-25%	1062	-17%	-33%	1154	9%	-13%	1061	-8%	-18%	1078	2%	-16%
铝锭(元/吨)	19055	20510	19546	20540	20433	-1%	7%	20165	-1%	-2%	20705	3%	6%	21525	4%	5%	24004	12%	17%
瓦楞纸(元/吨)	3029	3047	3100	3218	3438	7%	14%	3180	-7%	4%	3208	1%	3%	3556	11%	11%	3779	6%	10%
进口大麦(美元/吨)	280	268	255	254	251	-1%	-10%	257	2%	-4%	265	3%	4%	257	-3%	1%	257	0%	2%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 投资建议

从 2025 年节奏来看，啤酒龙头均实现销量增长、吨价边际承压；对 2026 年节奏预判，分季度持续边际修复，量价亦企稳向好。从报表基数节奏来看，Q1 啤酒板块受高基数、消费 β 仍处于弱修复等影响，表观销量延续偏弱表现，其中燕京啤酒业绩弹性大。Q2、Q3 逐步进入低基数阶段，叠加参考餐饮恢复的 β 改善和旺季催化等，整体报表有望先抑后扬，大单品势能企业仍是重点。重点推荐燕京啤酒、青岛啤酒、华润啤酒，关注珠江啤酒、重庆啤酒等旺季量价表现。

表4：啤酒板块可比公司估值一览

日期	2026/5/8	股价(元)	总市值(亿元)	EPS(元)		EV/EBITDA		PE	
				26E	27E	26E	27E	26E	27E
600600.SH	青岛啤酒	62.5	852.1	3.59	3.87	11.6	11.1	17.4	16.1
000729.SZ	燕京啤酒	12.9	364.2	0.73	0.84	10.6	9.5	17.7	15.4
002461.SZ	珠江啤酒	10.3	227.5	0.45	0.48	15.9	14.5	23.0	21.3
600132.SH	重庆啤酒	53.8	260.3	2.68	2.87	13.4	12.9	20.1	18.7
0291.HK	华润啤酒	26.6	861.7	2.18	2.36	7.5	7.1	12.2	11.3

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、华润啤酒均为自有预测，珠江啤酒为 2026 年 5 月 8 日 Wind 一致预。此外青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒币种为人民币，华润啤酒币种为港币，港元汇率为 2026 年 5 月 8 日的 0.875

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>