

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**啤酒总量偏弱，高端化支撑结构性修复****核心观点：**

- 从行业数据上看，啤酒行业总量端仍然偏弱，行业景气尚未进入全面复苏阶段。2025年国内规模以上企业啤酒产量3,536.0万千升，同比下降1.1%，行业销量基础仍处于低速波动区间。成熟龙头收入端也没有出现明显加速，青岛啤酒2025年实现产品销量764.8万千升，同比增长1.5%，营业收入324.7亿元，同比增长1.04%；进入2026Q1，公司收入同比下降1.54%。华润啤酒2025年啤酒销量约1,103.0万千升，同比增长1.4%；啤酒业务收入364.89亿元，同比基本持平。成熟龙头销量和收入均未体现明显加速，行业增长更多来自高端产品占比提升、吨价改善、成本回落和经营效率优化。
- 下游酒企高端产品增长进一步验证行业结构性修复。燕京啤酒是成长型龙头，2025年公司啤酒销量405.30万千升，同比增长1.21%，其中U8销量90万千升，同比增长29.31%，明显快于行业和公司整体销量；2026Q1公司收入同比增长7.06%，归母净利润同比增长60.19%，U8继续保持近30%高增速，高端全麦新品A10上市。青岛啤酒和华润啤酒是成熟龙头，2025年青岛啤酒中高端以上产品销量同比增长5.2%，高于公司整体销量1.5%的增速；华润啤酒普高档及以上啤酒销量同比接近10%，高于公司整体销量1.4%的增速。三家公司共同说明高端产品仍在贡献主要增量，啤酒主业结构升级仍在延续。
- 上游麦芽龙头扩建高端产能，验证下游高端化需求仍有支撑。永顺泰在基础麦芽之外，已布局定制化高端基础麦芽、结晶麦芽、焦香麦芽、黑麦芽等特种麦芽产品。公司2025年底在建工程中，宝麦5万吨特制麦芽生产线账面余额已达1.20亿元；2026年5月调研纪要显示该项目已完成建设，正在进行试生产和收尾、确权工作。上游高端麦芽产能扩张说明啤酒高端化已从品牌端传导至原料端，产业链对高端化需求仍在投入和验证。
- 综合上下游数据，啤酒行业仍处于结构性修复阶段。行业总量需求偏弱，难以支撑全面景气上行；但上游高端麦芽扩产和下游高端产品放量共同指向高端化需求仍在，行业利润端仍具结构性修复基础。

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、总量端难以支撑全面景气

啤酒行业总量端仍处于低速波动阶段。2024 年国内规模以上啤酒产量为 3,521.3 万千升，同比下降 0.6%；2025 年国内规模以上企业啤酒产量为 3,536.0 万千升，同比下降 1.1%。连续两年行业产量未能形成明显增长，说明啤酒消费总量仍处于存量竞争环境，行业景气尚未进入全面上行阶段。

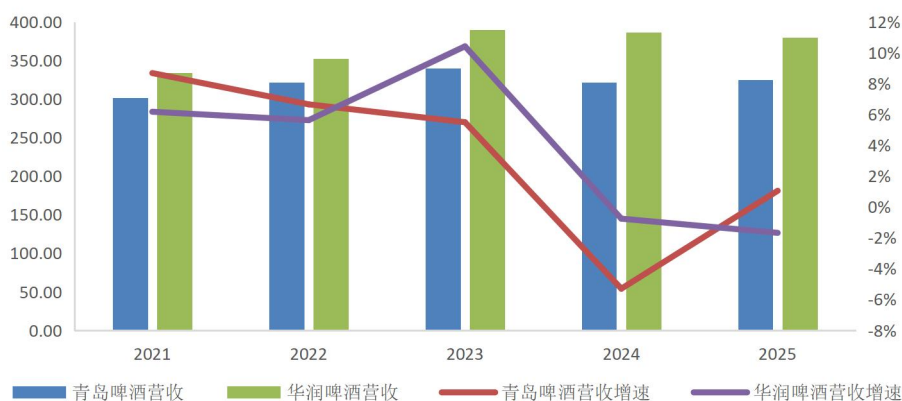
图 1 国内规模以上啤酒产量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：iFind、第一创业研究所整理

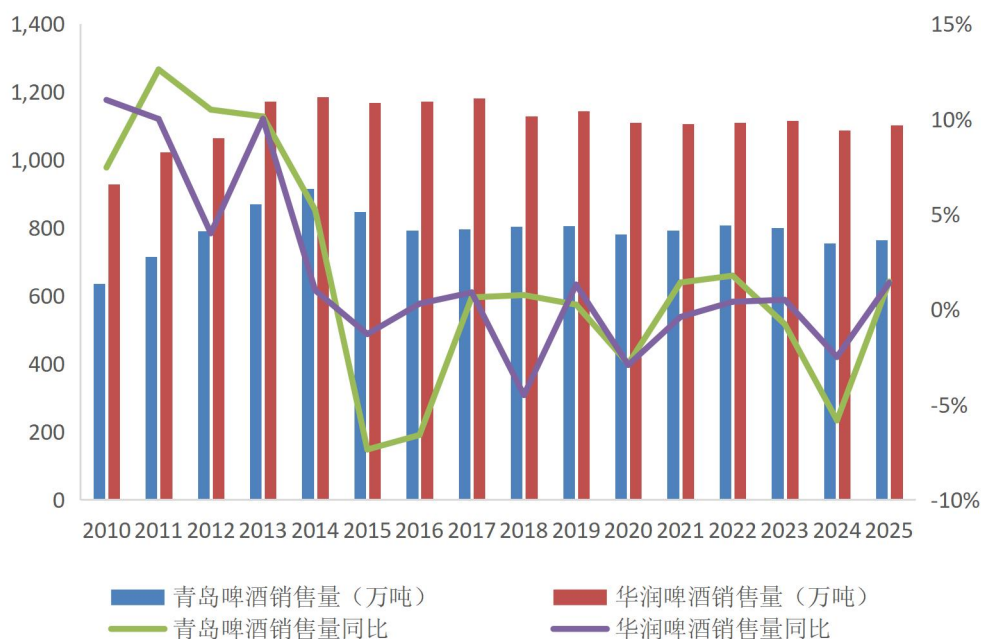
成熟龙头的全年经营数据同样显示行业总量压力仍在。青岛啤酒 2025 年实现产品销量 764.8 万千升，同比增长 1.5%，营业收入 324.7 亿元，同比增长 1.04%，收入和销量均处于低个位数增长；进入 2026Q1，公司收入 102.85 亿元，同比下降 1.54%，淡季单季收入仍有压力。华润啤酒的啤酒业务收入 364.89 亿元，基本持平，整体销量和收入同样没有形成明显加速。

图 2 成熟啤酒龙头收入增速近 2 年持续低迷（单位：亿元，%）



资料来源：iFind、第一创业证券研究所整理

图3 成熟啤酒龙头销量及增速仍处低位（单位：万吨，%）



资料来源：iFind、第一创业证券研究所整理

二、下游验证：成长型与成熟龙头高端产品均在增长

燕京啤酒在过去几年持续推进大单品战略，核心产品 U8 已成为收入增长和利润弹性的重要来源。2025 年，国内规模以上啤酒产量同比下降 1.1%，燕京啤酒实现啤酒销量 405.30 万千升，同比增长 1.21%，快于行业增速；其中 U8 销量 90 万千升，同比增长 29.31%，在公司整体销量中的占比持续提升。U8 的放量推动了公司利润弹性释放，2025 年燕京啤酒实现营业收入 153.33 亿元，同比增长 4.54%；归母净利润 16.79 亿元，同比增长 59.06%；扣非归母净利润 15.22 亿元，同比增长 46.30%。收入个位数增长、利润高双位数增长，反映出高端大单品、产品结构提升和经营效率改善的共同作用。2026Q1，燕京高端化趋势继续延续。公司披露，核心大单品 U8 继续保持近 30%高增速。

青岛啤酒 2025 年实现产品销量 764.8 万千升，同比增长 1.5%；营业收入 324.7 亿元，同比增长 1.04%；归母净利润 45.9 亿元，同比增长 5.60%。产品结构方面，青岛啤酒 2025 年主品牌销量 449.4 万千升，同比增长 3.5%；中高端以上产品销量 331.8 万千升，同比增长 5.2%，明显高于整体销量增速及行业增速。经典系、白啤、超高端系列等产品销量持续创历史新高，其中白啤销量快速增长，位居行业白啤品类第一。公司收入端增长较慢，但利润增速继续高于收入增速，主要受中高端产品销量增长、原料成本下降、费用控制和产品结构改善共同推动。2026Q1，公司实现销量 220.2 万千升，主品牌青岛啤酒销量 138.1 万千升，同比增长 0.4%；中高端以上产

品销量 104.2 万千升，同比增长 3.1%。结合 2025 年全年表现看，青岛的高端化和盈利修复仍在延续。

华润啤酒 2025 年啤酒销量约 1,103.0 万千升，同比增长 1.4%；啤酒业务收入 364.89 亿元，同比基本持平，总量和收入端均未体现强复苏。但结构端表现明显更强，2025 年次高档及以上啤酒销量同比实现中至高单位数增长，占整体销量接近 25%；普高档及以上啤酒销量同比接近 10%，显著快于整体销量增速。

表 1 成长型龙头/成熟龙头高端产品销量增速明显高于其他价位产品

销量	2024			2025		
华润啤酒	公司整体	次高档及以上	高档及以上	公司整体	次高档及以上	普高档及以上
	公司销量 1087.4 万吨，同比-2.50%	销量同比单位数增长	销量同比增长超过 9%	公司销量 1103 万吨，同比+1.4%	销量同比中高单位数增长	销量同比接近 +10%
青岛啤酒	公司整体	青岛品牌	中高端以上品牌	公司整体	青岛品牌	中高端以上品牌
	753.8 万吨，同比-5.85%	销量 434 万千升，同比-4.84%	销量 315.4 万千升	764.8 万吨，同比增长 1.50%	销量 449 万千升，同比+3.54%	销量 331.8 万千升，同比+5.2%
燕京啤酒	公司整体	普通产品	U8 销量	公司整体	普通产品	U8 销量
	400.44 万吨，同比+1.57%	-	U8 销量 69.60 万千升，同比+31.40%	405.30 万吨，同比+1.21%	-	U8 销量 90 万千升，同比+29.31%

资料来源：iFind、第一创业研究所整理

三、上游高端麦芽扩产同样说明下游高端需求仍在

麦芽是啤酒酿造的核心原材料，普通啤酒、高端啤酒、精酿啤酒和特色啤酒对麦芽品质和配方的要求不同。永顺泰是国内产销规模最大的麦芽制造企业，产能规模位居亚洲第一、世界第四。公司在基础麦芽产品之外，已通过特殊工艺为啤酒厂商提供定制化高端基础麦芽，同时推出结晶麦芽、焦香麦芽、黑麦芽等特种麦芽产品。公司在 2025 年报中明确提到，随着啤酒行业逐步进入成熟期，行业经营策略已由销量驱动转向品牌驱动，中高端啤酒产品销量占比提升将带动麦芽行业高端领域市场增速快于行业整体。

永顺泰高端麦芽产能扩张具备明确的产业含义，2025 年底公司在建工程中宝麦 5 万吨特制麦芽生产线账面余额为 1.20 亿元，较期初 289.18 万元明显增加；2026 年 5 月调研纪要显示，该项目已经完成建设，正在进行试生产和收尾、确权工作。公司同时表示，后续将结合客户需求继续优化产能布局，并适时寻求行业内收并购机会。

表 2 永顺泰麦芽产能变化及宝麦 5 万吨特制麦芽项目进度

报告期	公司总设计产能（万吨/年）	产量（万吨）	销量（万吨）	产能利用/经营状态	宝麦 5 万吨特制麦芽项目进展	说明
2024H1	108	52.57	52.50	半年产销基本匹配，销量同比+1.04%	2024H1 立项实施宝麦新建 5 万吨/年特制麦芽生产线，目标是提升高端生产能力、优化产品结构	公司开始加码特制麦芽产能，反映对高端/精酿麦芽需求的中长期判断
2024	108	106.81	104.66	产量同比+0.13%，销量同比+4.45%，接近满负荷运行	项目进入建设推进阶段	主业产能利用率较高，新建特制麦芽产线有助于打开高端产品增量
2025H1	108	56.92	62.48	销量同比+19.00%，库存下降至 9.97 万吨，同比-27.12%	项目建设继续推进	出货明显快于产量，库存消化较快，显示麦芽需求端仍有支撑
2025	113	110.44	110.34	产量同比+3.40%，销量同比+5.43%，产能规模升至 113 万吨/年	宝麦 5 万吨/年特制麦芽生产线已计入设计产能，处于试生产和收尾、确权阶段	特制麦芽产能落地，公司高端麦芽供给能力提升
2026M5	113	未披露	未披露	公司表示将继续结合客户需求优化产能布局	宝麦 5 万吨/年特制麦芽生产线已完成建设，正在进行试生产和收尾、确权工作	上游高端麦芽产能已进入落地阶段，验证下游高端化、精酿化、特色化需求仍在

资料来源：iFind、第一创业研究所整理

综合上下游数据，啤酒行业当前仍处于结构性修复阶段。行业量端没有出现明显扩张，规模以上啤酒产量仍低速波动，成熟龙头收入增速也偏弱；但上游麦芽龙头持续扩建特制麦芽产能，下游成长型酒企和成熟龙头的高端产品仍在增长，说明高端化需求仍然具备产业链支撑和消费承接。

短期看，行业景气主要集中在高端产品、优质单品和头部酒企利润端。燕京的 U8 和 A10 验证成长型酒企高端化仍在放量；青岛的中高端产品和白啤验证成熟龙头结构升级仍在延续；华润啤酒主业的普高档及以上销量增长验证高端化仍是头部酒企的共同方向；永顺泰特制麦芽扩产则从上游原料端验证这一趋势。因此，高端化仍是行业景气的主要支撑，利润端表现将继续强于收入端，头部酒企表现将继续强于行业总量。啤酒行业呈现总量偏弱、结构改善的景气特征。

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。

本报告可能在今后的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