

嘉士伯赋能，全国化、高端化、多品牌全面推进

增持(首次)

——重庆啤酒(600132)首次覆盖

2026年05月29日

投资要点:

全国性多品牌啤酒龙头，嘉士伯独家平台。重庆啤酒是嘉士伯在华唯一运营平台、国内啤酒行业前五龙头，1958年创立、1997年上市，2020年完成嘉士伯大陆啤酒资产整体注入，形成国际高端品牌+本土强势品牌双矩阵全国化布局。

足球基因浓厚，世界杯受益标的之一。需求端餐饮复苏、即时零售扩容、2026年世界杯、厄尔尼诺高温等多重催化叠加利好啤酒消费，嘉士伯品牌拥有近40年足球基因，2026年美加墨世界杯期间有望借助居家观赛趋势，拉动即时零售与高端产品销量增长。此外，以“苏超”“湘超”“渝超”为代表的地方性足球赛事快速崛起，赛事周期长、民众参与度高、消费场景丰富，对啤酒营销的效益显著，成为公司区域深耕的重要营销触点。

高端化+高盈利+高分红优势明显。手握嘉士伯/1664/乐堡等国际高端+乌苏/重庆/风花雪月等本土强势牌，精准覆盖体育、音乐、商务、文旅、餐饮全场景；高档/主流产品基本完成经济型替代，吨价与毛利率行业领先。高档产品占比超60%，毛利率超50%，ROE96%，股息率近5%，均为行业领先，盈利质量与股东回报双优。经营性现金流状况优良，费用管控能力突出，确保业绩韧性。公司2025年重点在非现饮渠道推出1升装罐装新品作为核心升级方向，较当前平均出厂吨价提升显著，基数较低但增速较快，未来有望成为拉动ASP和毛利率增长的重要抓手。

成本端安全边际充足。供给端大麦/纸箱/玻璃成本低位、核心原材料国产替代稳步推进，公司已对主要原材料、包材进行锁价，预计2026年整体采购成本相比2025年约有1个百分点的节约，成本端安全边际充足。

乌苏大单品引领爆发，矩阵复制空间广阔。乌苏凭“高麦汁、高酒精度、硬核社交”破圈，成为百万吨级全国大单品；乐堡、风花雪月有望复刻增长逻辑，推动多品牌协同放量。

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 总股本(百万股) | 483.97 |
| 流通A股(百万股) | 483.97 |
| 收盘价(元) | 50.01 |
| 总市值(亿元) | 242.03 |
| 流通A股市值(亿元) | 242.03 |

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 14721.87 | 14940.53 | 15184.63 | 15386.47 |
| 增长比率(%) | 0.53 | 1.49 | 1.63 | 1.33 |
| 归母净利润(百万元) | 1230.90 | 1284.38 | 1350.20 | 1403.96 |
| 增长比率(%) | 10.43 | 4.35 | 5.12 | 3.98 |
| 每股收益(元) | 2.54 | 2.65 | 2.79 | 2.90 |
| 市盈率(倍) | 20.06 | 19.22 | 18.29 | 17.59 |
| 市净率(倍) | 17.93 | 14.01 | 11.39 | 9.54 |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

第二曲线启航，饮料打开增长空间。年轻消费群体消费习惯向“自主选择、微醺”转变，酒精、饮料边界模糊成为行业新趋势。公司2024年起布局汽水、能量饮料、发酵风味饮料，2025年推出多款茶啤、果啤等创新产品，且通过即时零售渠道以缩短价值链和压缩中间加价环节，让新品以更具价格优势触达消费者。这些新品充分满足消费者对产品个性化、性价比的要求，中长期有望贡献增量，成为公司的第二增长曲线。

渠道创新及产能强化支撑增长。“大城市计划”已覆盖105城，即时零售深度合作京东、美团、淘宝等平台，公司前瞻布局有望持续享受渠道变革红利；餐饮端打造乌苏+烧烤、重啤+火锅强场景绑定，精准渗透高消费频次领域，线上引流+线下沉浸闭环成型，渠道掌控力持续提升。落后产能出清彻底，产能利用率行业领先，佛山等新产能陆续投产；原材料成本低位叠加智能工厂降本，盈利稳定性突出。

盈利预测与投资建议：公司盈利与股息率行业领先，乌苏全国扩张+世界杯营销有望进一步提份额，新品推广+即时零售打开增长空间。预计2026-2028年营收149.41/151.85/153.86亿元，同比+1.49%/+1.63%/+1.33%；归母净利润12.84/13.50/14.04亿元，同比+4.35%/+5.12%/+3.98%；2026年5月27日股价对应PE为19.22/18.29/17.59x。建议重点跟踪体育赛事、高温天气、新品推广节奏。

风险因素：市场竞争加剧；铝价等原材料成本上升；新产品推广不及预期。

投资核心观点

重庆啤酒是国内少有的“高端化+全国化+高分红”兼具的啤酒龙头。依托嘉士伯全球赋能与本土强势品牌矩阵,公司成功打造出乌苏、乐堡、风花雪月等差异化大单品,深度绑定烧烤、火锅、音乐、足球等高频消费场景。2026年世界杯、国内足球赛事、厄尔尼诺高温、1L装新品推广等多重催化叠加,当前估值处于合理区间,高分红属性突出,具备较高的安全边际与向上弹性。

● 公司整体判断

重庆啤酒是中国五大啤酒企业之一,具备“国际品牌+本土品牌”双轮驱动的独特优势。公司在高端化、全国化、场景化三大战略方向上均处于行业领先地位,盈利能力(2025年毛利率50.9%、净利率16.8%)、ROE(2025年96.1%)、股息率(近5%)等核心指标均位居行业前列。公司已从区域性品牌成功转型为全国高端啤酒龙头,具备穿越周期的经营韧性与持续成长性。

● 差异化观点

市场普遍认为啤酒行业增速放缓、高端化见顶,但我们认为:

①**通过渠道+产品创新进行高端化升级:**市场普遍认为啤酒行业高端化见顶,但重庆啤酒的高端化路径具有独特性,通过1升装产品升级、即时零售渠道压缩加价环节、以及柔性供应链支撑的多SKU创新,实现了“结构性高端化”而非简单的“价格提升型高端化”,既能满足消费者对产品个性化、性价比的要求,又能提升公司毛利率水平。

②**大包装创新+非啤饮料打开第二增长曲线:**市场普遍认为啤酒行业消费量见顶,但酒精、饮料边界模糊成为行业新趋势,公司2025年率先推出1L装、8.88L装大包装创新产品,且进行风味创新,契合居家、分享消费场景,同时乌苏“电持”能量饮料、卡瓦斯等非啤产品正逐步放量,有望形成增量收入。

③**2026年世界杯是结构性的催化剂:**市场普遍认为本次世界杯对啤酒行业影响较小,但我们认为比赛时间集中在北京时间清晨至上午,居家观赛成为主流,即时零售渠道将借助世界杯的催化剂迎来显著增长,重庆啤酒在即时零售渠道前瞻布局,且旗下嘉士伯品牌与足球深度绑定,有望成为世界杯期间啤酒行业最大赢家。

● 估值和评级

我们预测2026-2028年公司归母净利润分别为12.84/13.50/14.04亿元,对应EPS为2.65/2.79/2.90元。以2026年5月27日收盘价计算,PE分别为19.22/18.29/17.59倍,2026年PE估值低于行业可比公司平均PE(20.73倍)。考虑到公司盈利能力、分红水平及世界杯催化,首次覆盖给予“**增持**”评级。

● 股价触发因素

事件催化:2026世界杯带动夏季餐饮/即时零售销量超预期,体育营销助力份额提升。

经营催化:乌苏全国化提速、乐堡/风花雪月加速放量;非啤酒饮料新品动销超预期。

数据催化:季度销量/吨价/毛利率持续改善;费用率优化超预期。

政策与天气催化:扩内需提振餐饮;夏季高温推动消费旺季超预期。

● 风险提示

市场竞争加剧;铝价等原材料成本上升;新产品推广不及预期。

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 1 嘉士伯赋能，打造全国性啤酒龙头 | 7 |
| 1.1 深耕啤酒行业六十载，全国化布局持续完善..... | 7 |
| 1.2 嘉士伯绝对控股，管理层战略适配..... | 8 |
| 1.3 营收状况稳健，盈利能力居于行业前列..... | 9 |
| 1.4 国际+本地品牌双轮驱动，南区持续发力..... | 11 |
| 1.5 高分红政策延续，股息率稳健提升..... | 12 |
| 2 啤酒行业成本低位+需求上行，国产替代加速 | 12 |
| 2.1 原材料价格总体利好啤酒企业，核心原材料国产化稳步推进..... | 12 |
| 2.1.1 原材料价格总体利好啤酒企业..... | 12 |
| 2.1.2 啤酒核心原材料国产替代稳步推进..... | 14 |
| 2.2 啤酒消费场景多元，世界杯点燃市场新活力..... | 16 |
| 2.2.1 餐饮渠道结构优化+场景多元化，啤酒消费有望提振..... | 16 |
| 2.2.2 足球市场快速增长，世界杯有望提振啤酒需求..... | 17 |
| 2.2.3 厄尔尼诺导致夏季高温加剧，有望提振啤酒需求..... | 18 |
| 2.3 啤酒行业量稳价升，本土品牌崛起..... | 18 |
| 2.3.1 产量趋于稳定，主要啤酒企业兼顾优化产能与产能扩张..... | 18 |
| 2.3.2 工业啤酒高端化进程放缓，精酿大众化与品类边界模糊开辟新赛道..... | 19 |
| 2.3.3 本土企业崛起，国产替代持续推进..... | 21 |
| 3 聚焦啤酒主业，高端化+差异化打开成长空间 | 22 |
| 3.1 聚焦啤酒主业，分阶段战略规划清晰..... | 22 |
| 3.2 品牌矩阵持续完善，差异化定位满足多元需求..... | 23 |
| 3.3 乌苏大单品突围，成功经验有望复制..... | 26 |
| 3.3.1 精准打造品牌调性，乌苏大单品策略成效显著..... | 26 |
| 3.3.2 品牌矩阵差异互补，核心品牌有望复制乌苏经验..... | 28 |
| 3.4 产品结构持续优化，1升装产品成为ASP提升核心抓手..... | 30 |
| 4 精细化运营支撑公司渠道与产能扩张 | 32 |
| 4.1 大城市计划持续推进，即时零售强化非即饮渠道..... | 32 |
| 4.2 公司产能利用情况良好，新建产能陆续投产..... | 34 |
| 5 盈利预测、投资建议及风险提示 | 35 |
| 5.1 核心假设及盈利预测..... | 35 |
| 5.2 估值分析与投资建议..... | 36 |
| 5.3 风险提示..... | 37 |
| | |
| 图表 1: 公司发展历程一览..... | 7 |
| 图表 2: 公司由嘉士伯绝对控股（截至 2026.3.31）..... | 8 |
| 图表 3: 公司管理层经验丰富、战略适配..... | 8 |
| 图表 4: 公司营收状况稳健..... | 9 |
| 图表 5: 公司归母净利润总体呈增长态势..... | 9 |
| 图表 6: 2025 年公司毛利率达 50.9%，同比+2.3pct..... | 9 |
| 图表 7: 2025 年公司净利率达 16.8%，同比+1.5pct..... | 9 |
| 图表 8: 公司经营性现金流表现良好..... | 10 |
| 图表 9: 公司销售费用率总体较为稳健..... | 10 |
| 图表 10: 公司管理费用管控总体较好..... | 10 |
| 图表 11: 公司归母 ROE 处于行业高位..... | 11 |

| | |
|--|----|
| 图表 12: 公司具有较强议价能力..... | 11 |
| 图表 13: 2020-2025 年公司国际品牌营收 CAGR 为 8.2%..... | 11 |
| 图表 14: 公司国际品牌营收占比持续提升..... | 11 |
| 图表 15: 2020-2025 年公司南区营收 CAGR 为 11.0%..... | 12 |
| 图表 16: 公司南区营收占比持续提升..... | 12 |
| 图表 17: 公司股利支付率维持行业高位..... | 12 |
| 图表 18: 公司股息率稳健提升（对应 2026 年 5 月 7 日股价）..... | 12 |
| 图表 19: 2024 年重庆啤酒成本构成..... | 13 |
| 图表 20: 2025 年重庆啤酒成本构成..... | 13 |
| 图表 21: 2025 年青岛啤酒成本构成..... | 13 |
| 图表 22: 2025 年珠江啤酒成本构成..... | 13 |
| 图表 23: 瓦楞纸出厂价处于历史低位..... | 14 |
| 图表 24: 我国玻璃价格位于历史低位..... | 14 |
| 图表 25: 易拉罐价格位于周期高点..... | 14 |
| 图表 26: 现货铝价格位于周期高点..... | 14 |
| 图表 27: 我国大麦进口价格处于低位..... | 14 |
| 图表 28: 我国大麦进口数量总体呈波动上升趋势..... | 15 |
| 图表 29: 2025 年公司啤酒花本地化采购比例同比+5.0pct..... | 16 |
| 图表 30: 2025 年公司麦芽本地化采购比例同比+5.0pct..... | 16 |
| 图表 31: 我国餐饮行业规模增速放缓..... | 16 |
| 图表 32: 2022 年世界杯 VS2026 年世界杯..... | 17 |
| 图表 33: 历届世界杯对中国啤酒行业的影响..... | 17 |
| 图表 34: 厄尔尼诺可能导致 2026-2027 年夏季高温加剧..... | 18 |
| 图表 35: 我国啤酒产量趋于稳定..... | 18 |
| 图表 36: 主要啤酒企业近期主要新增产能..... | 19 |
| 图表 37: 消费者啤酒消费的关注因素趋向多元化..... | 19 |
| 图表 38: 我国啤酒行业平均吨价增速放缓..... | 20 |
| 图表 39: 精酿啤酒与工业啤酒的区别..... | 20 |
| 图表 40: 精酿啤酒产品大众化后已成为啤酒行业的全新增长极..... | 21 |
| 图表 41: 我国啤酒行业六大龙头格局保持基本稳定..... | 22 |
| 图表 42: 2024 年中国啤酒行业市场份额分布..... | 22 |
| 图表 43: 公司分阶段战略规划清晰..... | 23 |
| 图表 44: 公司拥有多元化品牌矩阵..... | 24 |
| 图表 45: 公司品牌定调清晰, 差异化定位满足客户多元化需求..... | 24 |
| 图表 46: 嘉士伯品牌具备纯粹的足球基因..... | 26 |
| 图表 47: 乌苏以极致差异化切入市场..... | 26 |
| 图表 48: 乌苏以异域风情迎合消费者猎奇心理..... | 27 |
| 图表 49: 乌苏通过范丞丞、付航双代言诠释“浓人喝乌苏”理念..... | 27 |
| 图表 50: 乌苏借助天马旅游节进行文化赋能..... | 27 |
| 图表 51: 乌苏产品矩阵持续丰富, 受众有望扩张..... | 28 |
| 图表 52: 乐堡完成从音乐赞助到文化共建的升级..... | 29 |
| 图表 53: 乐堡构建“吉时行乐”传播体系..... | 29 |
| 图表 54: 风花雪月与国家级非遗白族扎染技艺传承人张翰敏跨界合作..... | 29 |
| 图表 55: 公司吨价总体稳健上升, 位于行业高位..... | 30 |
| 图表 56: 公司 2025 年高端啤酒营收 87.8 亿元, 同比+2.2%..... | 30 |
| 图表 57: 公司高端啤酒占比呈上升趋势..... | 30 |
| 图表 58: 公司高端啤酒吨价有所恢复..... | 31 |

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 59: 公司高端啤酒具备高毛利属性 | 31 |
| 图表 60: 公司 2025 年推出乌苏“电持”能量饮料 | 32 |
| 图表 61: 重庆啤酒深耕西部地区 | 32 |
| 图表 62: 大城市计划覆盖城市数持续上升 | 33 |
| 图表 63: 公司餐饮渠道深化“场景绑定” | 33 |
| 图表 64: 公司积极试水大包装新产品 | 33 |
| 图表 65: 公司啤酒产销量及增速 | 34 |
| 图表 66: 主要啤酒企业产能利用率 | 34 |
| 图表 67: 公司新建、扩建产能陆续落地投产 | 34 |
| 图表 68: 收入（百万元）及毛利率假设 | 35 |
| 图表 69: 期间费用（百万元）及费用率假设 | 36 |
| 图表 70: 盈利预测 | 36 |
| 图表 71: 可比公司分析 | 36 |

1 嘉士伯赋能，打造全国性啤酒龙头

1.1 深耕啤酒行业六十载，全国化布局持续完善

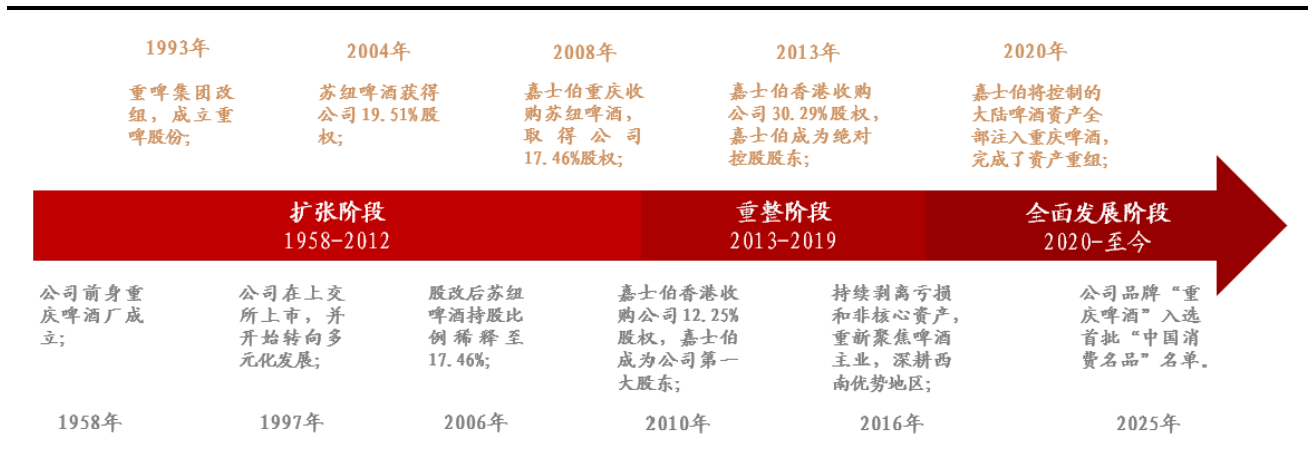
深耕啤酒行业六十载，为嘉士伯国内经营唯一平台。公司前身重庆啤酒厂成立于1958年；1993年，公司完成改组，并于1997年在上交所成功上市；此后，经过多轮股权收购，嘉士伯于2013年实现了对公司的绝对控股；2020年，嘉士伯将控制的大陆啤酒资产全部注入公司，完成资产重组。当前，公司已成为我国五大啤酒企业之一，旗下拥有嘉士伯、乐堡、1664、布鲁克林、夏日纷等国际品牌，以及乌苏、重庆、山城、风花雪月、西夏、大理、京A等本土品牌，实现了以重庆、新疆、宁夏、云南和国际品牌五大业务单元为基础的全国布局。总体来看，公司发展历程可分为三个阶段：

(1) 扩张阶段 (1958-2012): 扎根西南市场，业务多元化发展。 1958年公司成立，凭借“重庆”和“山城”两大品牌稳居川渝市场；20世纪90年代，随着我国啤酒行业竞争加剧，公司凭借产品的高竞争力突出重围，成为西南地区龙头啤酒企业；1997年，公司成功上市，将业务转向多元化发展，涉足养殖、金融、饮料及生物医药等领域，错失了啤酒行业全国化扩张的良机，主业面临较大竞争压力；2004年，公司将19.51%股权转让给苏纽啤酒；2008年，嘉士伯收购苏纽，并持续增持公司股份，公司逐步由国资控股转为外资控股。

(2) 重整阶段 (2013-2019): 嘉士伯入驻，重新聚焦啤酒主业。 2013年，嘉士伯香港收购公司30.29%股权，嘉士伯成为公司绝对控股股东，并开始对公司进行改革。在嘉士伯主导下，公司确立了聚焦啤酒主业的战略方向，开始系统性地清理非啤酒业务和低效资产。2015年，公司出售佳辰生物，并关停綦江、柳州、九华山、永川、黔江和六盘水等多家低效、亏损的啤酒工厂。通过重新布局产能，公司有效提升生产效率与资金利用率，巩固品牌优势并加强对渠道的掌控力，建立起在西南地区的绝对优势，为后续的高端化、全国化战略打下坚实基础。

(3) 全面发展阶段 (2020年至今): 嘉士伯优质资产注入，大单品+多元化产品矩阵助力全国化进程。 2020年，公司通过资产重组获得嘉士伯在我国的所有优质核心啤酒资产，包括新疆乌苏、昆明华狮啤酒、天目湖啤酒、大理啤酒、西夏嘉酿等，成为嘉士伯在国内经营的唯一平台，并形成了本土品牌+国际品牌“6+6”的产品矩阵。此后，公司在巩固西南市场的同时，制定大城市计划向全国扩张，实现了以重庆、新疆、宁夏、云南和国际品牌五大业务单元为基础的全国布局，全国化进程持续加速。

图表1:公司发展历程一览

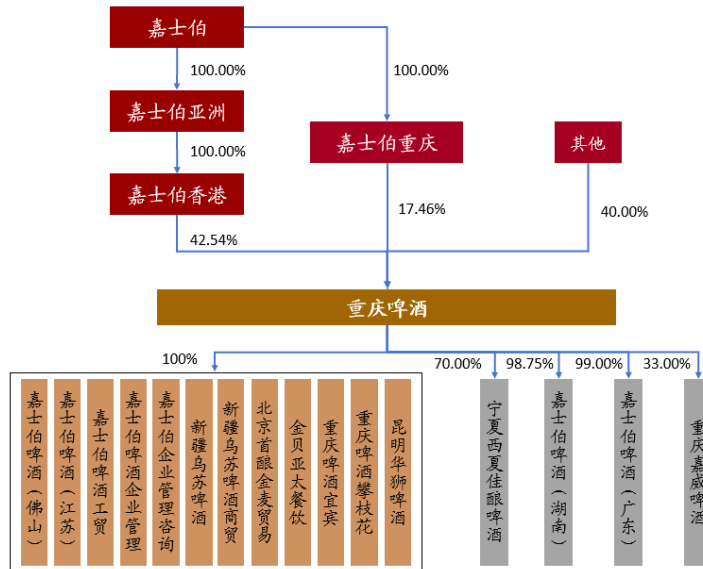


资料来源：公司公告、公司官网、万联证券研究所

1.2 嘉士伯绝对控股，管理层战略适配

嘉士伯绝对控股，股权结构稳定。截至2026.3.31，公司实际控制人为嘉士伯，其通过子公司嘉士伯香港以及嘉士伯重庆控制公司60.00%股权，实现绝对控股。其中，嘉士伯香港拥有公司42.54%股权，为公司第一大股东；嘉士伯重庆拥有公司17.46%股权。嘉士伯的绝对控股给予公司清晰的战略方向和持续的资源支持，为公司稳步推进高端化与全国化奠定了坚实基础。

图表2:公司由嘉士伯绝对控股（截至 2026.3.31）



资料来源: ifind、万联证券研究所

嘉士伯派驻董监高，管理层战略适配。嘉士伯完成控股后向公司派驻具有丰富经验的管理层，协助公司提升营运效率，实现高质量发展。公司董事长 João Miguel Ventura Rego Abecasis 曾任职于 SuperBock、挑战者、Kronenbourg、联合利华等公司，并曾担任嘉士伯集团亚洲区执行副总裁，管理经验丰富；总裁 LEE Chee Kong 历任希丁安、亨氏、高露洁高管，熟悉中西文化，具有丰富的管理经验和独特的行业理解；其余董监高也均具备丰富的管理经验，且工作经历集中在中国区，熟悉国内市场。公司管理团队经验丰富且战略适配，有望推动公司高质量发展。

图表3:公司管理层经验丰富、战略适配

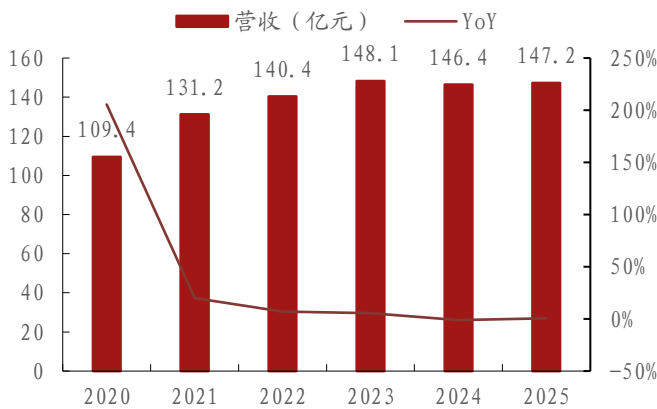
| 姓名 | 职位 | 出生年份 | 履历 |
|-----------------------------------|-----------|------|--|
| João Miguel Ventura Rego Abecasis | 董事长、董事 | 1972 | 历任 SuperBock 首席商务官及首席执行官、挑战者市场副总裁、Kronenbourg 总经理、Kronenbourg 首席商务官、嘉士伯集团亚洲区执行副总裁，且曾在联合利华担任销售和营销方面的职务。 |
| 李志刚 | 总裁 | 1972 | 历任希丁安亚洲区总裁、希丁安中国区董事总经理、亨氏中国总经理，并且曾在高露洁棕榄中国及亚太地区从事管理工作。 |
| 陈伟豪 | 财务负责人、副总裁 | 1971 | 历任阿尔斯通电力亚太财务总监、武汉锅炉股份财务总监、通电能互联业务亚洲财务总监。 |
| 邓炜 | 董事会秘书 | 1973 | 2000 年 10 月加入重庆啤酒，在资产管理部与团队一起负责对兼并并购企业的整合工作；2006 年至今担任重庆啤酒股份有限公司董事会秘书。 |

资料来源: ifind、公司公告，万联证券研究所

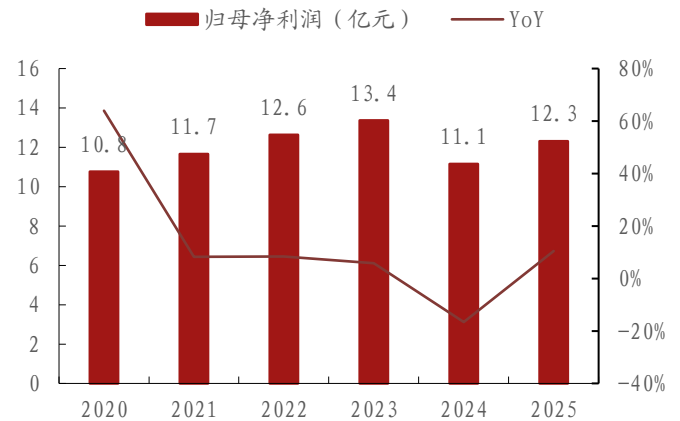
1.3 营收状况稳健，盈利能力居于行业前列

公司营收状况稳健，归母净利润总体呈增长态势。2020年，公司与嘉士伯完成重大资产重组，嘉士伯向公司注入众多优质啤酒资产，公司营收/归母净利润大幅增长至109.4亿元/10.8亿元，同比分别+205.5%/+63.9%。此后，2020-2023年公司业绩开始稳健增长，2023年公司营收/归母净利润增至148.1亿元/13.4亿元，期间CAGR为10.6%/7.5%。2024年，由于国内消费市场整体低迷，叠加即饮渠道增速放缓，公司业绩出现首次出现下降，营收/归母净利润降至146.4亿元/11.1亿元，同比分别-1.1%/-16.6%。2025年公司业绩有所恢复，营收/归母净利润分别达147.2亿元/12.3亿元，同比+0.5%/+10.4%。

图表4:公司营收状况稳健



图表5:公司归母净利润总体呈增长态势

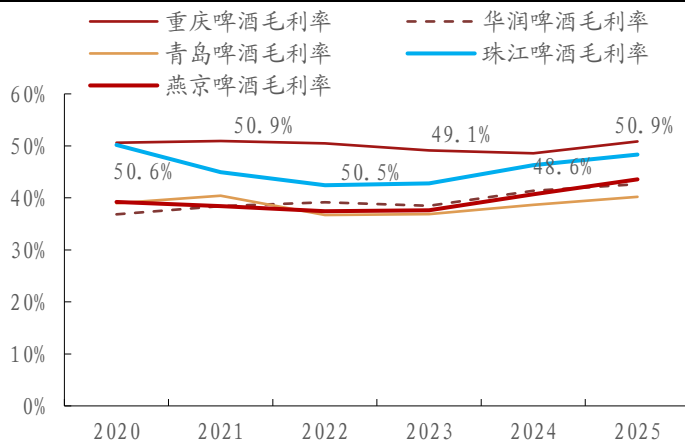


资料来源: ifind、万联证券研究所

资料来源: ifind、万联证券研究所

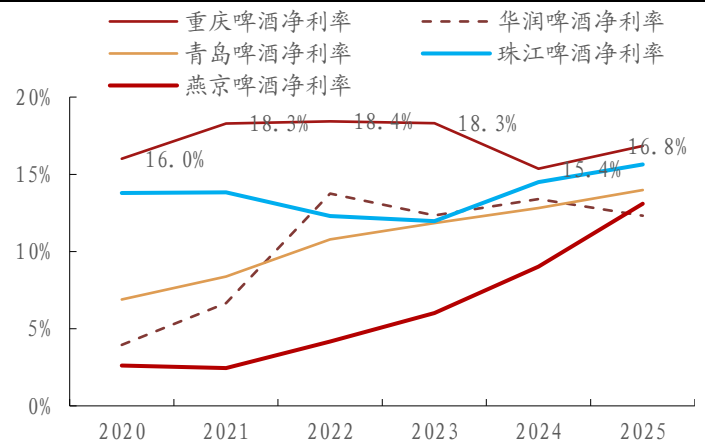
公司盈利能力较强，毛净利率均维持行业高位。2025年公司毛利率达50.9%，较华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒分别+8.2pct/+10.6pct/+2.5pct/+7.3pct；公司净利率达16.8%，较华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒分别+4.5pct/+2.9pct/+1.2pct/+3.7pct，维持行业高位，主要原因为：1) 公司高端化进程持续推进，产品结构持续优化，带动公司盈利能力提升；2) 受益于大麦等原材料采购成本下降，以及佛山与盐城智能工厂降本增效，公司实现了较好的成本控制。2020-2025年，公司毛利率基本维持在50.0%左右，净利率基本维持在17.0%左右，盈利能力稳定。

图表6:2025年公司毛利率达50.9%，同比+2.3pct



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表7:2025年公司净利率达16.8%，同比+1.5pct

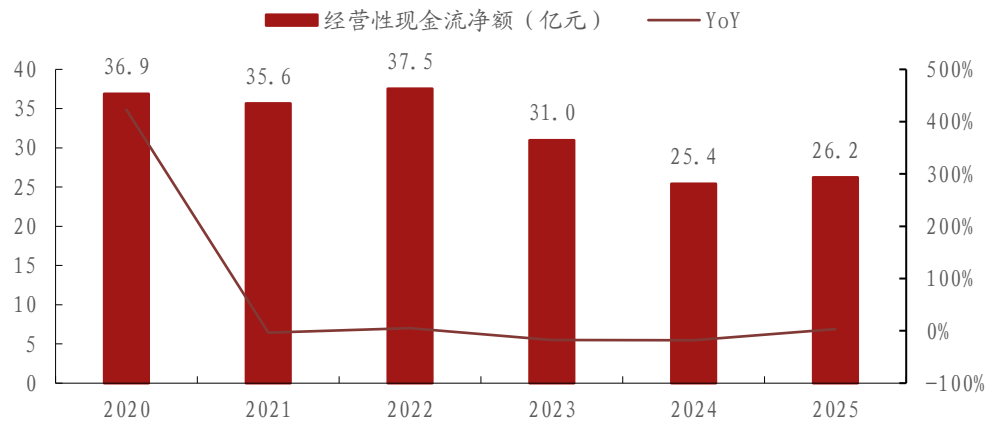


资料来源: ifind、万联证券研究所

公司经营性现金流表现良好，费用控制能力较强。现金流方面，2020年公司完成重大

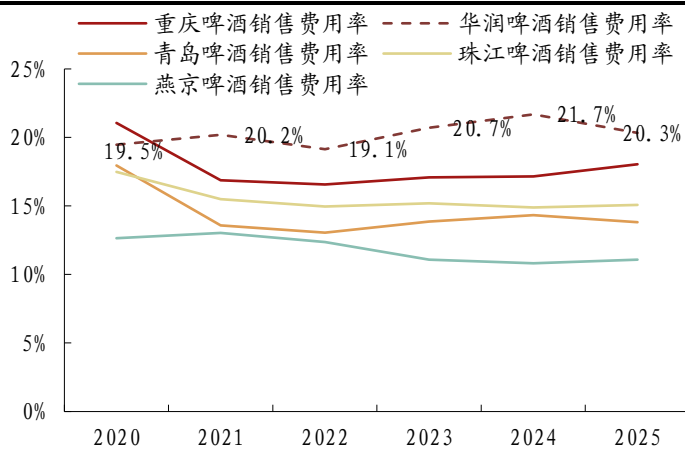
资产重组，在吸收合并嘉士伯在国内的优质啤酒资产后，公司经营性现金流净额跃升至36.9亿元，同比+422.8%；2023年开始，由于税费、广告费用以及职工薪酬的增加，公司经营性现金流净额有所下降，截至2024年，公司经营性现金流净额为25.4亿元，较2022年-32.3%；2025年，公司经营性现金流净额有所恢复，达26.2亿元，同比+3.2%，公司经营性现金流总体表现良好。费用端，公司2025年期间费用率为22.1%，同比+1.5pct，但较2020年-6.0pct，总体呈下降趋势。其中，销售费用率方面，2020年公司资产重组后销售费用率增幅明显，达21.06%，此后降至17.0%左右小幅波动，2025年为18.0%，较华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒分别-2.3pct/+4.2pct/+3.0pct/+6.9pct，总体较为稳健；管理费用率方面，2013年嘉士伯成为公司绝对控股股东，着手清理落后产能、关闭低效工厂、精简人员，不断提升生产运营效率，管理费用率大幅降低；2020年，受资产重组项目相关费用以及员工成本增加影响，公司管理费用率有所提升，为6.3%；资产重组完成后，公司管理费用率开始下降，2025年为4.1%，较华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒分别-4.3pct/-0.4pct/-3.8pct/-5.7pct，处于行业低位，费用管控总体较好。

图表8:公司经营性现金流表现良好



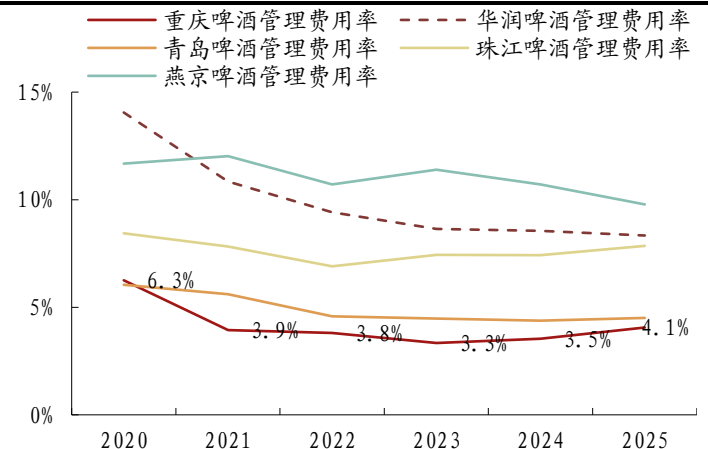
资料来源: ifind、万联证券研究所

图表9:公司销售费用率总体较为稳健



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表10:公司管理费用管控总体较好

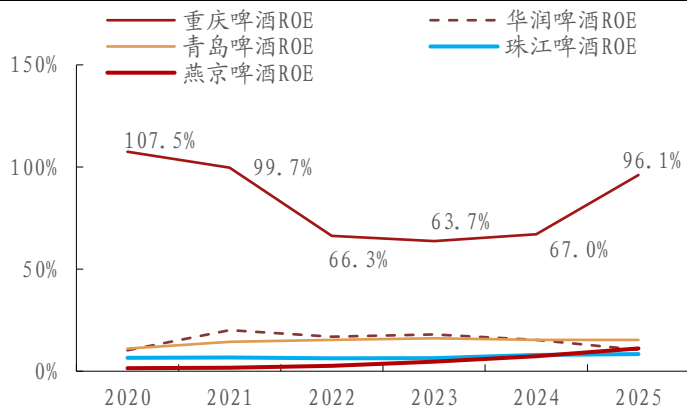


资料来源: ifind、万联证券研究所

ROE处于行业高位，具有较强议价能力。公司归母ROE达96.1%，较华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒分别+85.5pct/+80.7pct/+87.7pct/+84.9pct，处于行业绝对高位，主要原因为：1）公司持续清理落后产能、关闭低效工厂、精简人员，生产运营效率不断提升，降本增效成果显著，2025年公司资产周转率为1.4次，远高于华润

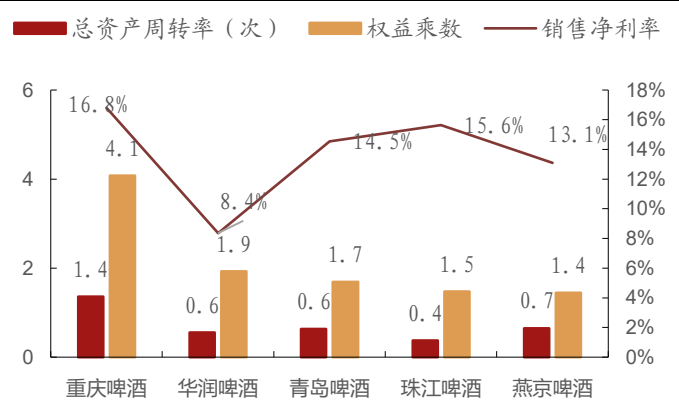
啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒的0.6次/0.6次/0.4次/0.7次；2) 公司高端化进程领先，2025年销售净利率达16.8%，较华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒分别+4.5pct/+2.9pct/+1.2pct/+3.7pct；3) 公司具备较强议价能力，拥有大量无需支付利息的上游供应商占款，2025年权益乘数达4.1，大幅高于华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒的1.9/1.7/1.5/1.4。

图表11:公司归母 ROE 处于行业高位



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表12:公司具有较强议价能力



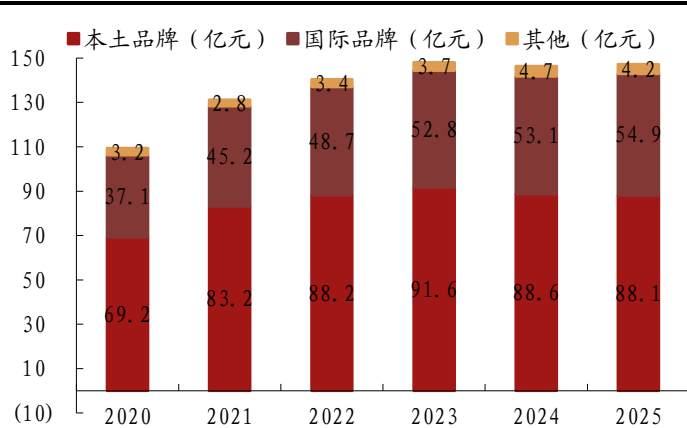
资料来源: ifind、万联证券研究所

注: 采用广义ROE口径, 权益乘数为平均总资产/平均所有者权益

1.4 国际+本地品牌双轮驱动，南区持续发力

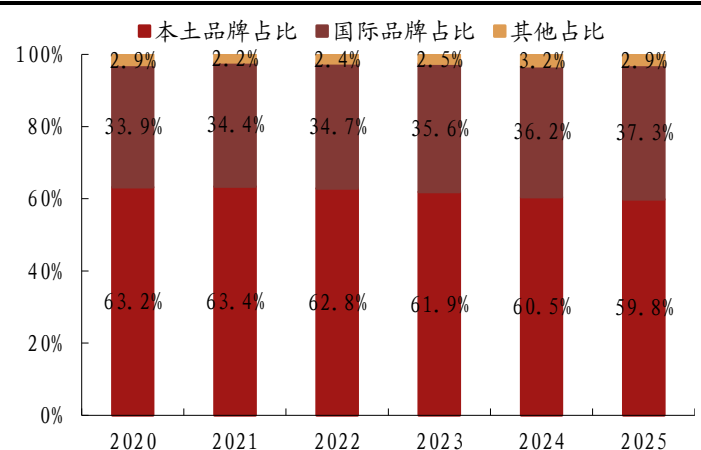
国际+本地品牌双轮驱动，业务结构均衡。2025年公司本土品牌/国际品牌营收分别达88.1亿元/54.9亿元，同比-0.6%/+3.5%，占总营收比重为59.8%/37.3%，业务结构均衡。其中，公司国际品牌营收增速较高，且占总营收比重稳步提升。2020-2025年，公司国际品牌营收CAGR达8.2%，较本土品牌+3.2pct；占总营收比重由33.9%稳步上升至37.3%，增加3.4pct，主要原因为国际品牌在高端化进程与全国化扩张中更具先发优势，且产品矩阵更契合当前消费升级趋势。

图表13:2020-2025 年公司国际品牌营收 CAGR 为 8.2%



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表14:公司国际品牌营收占比持续提升

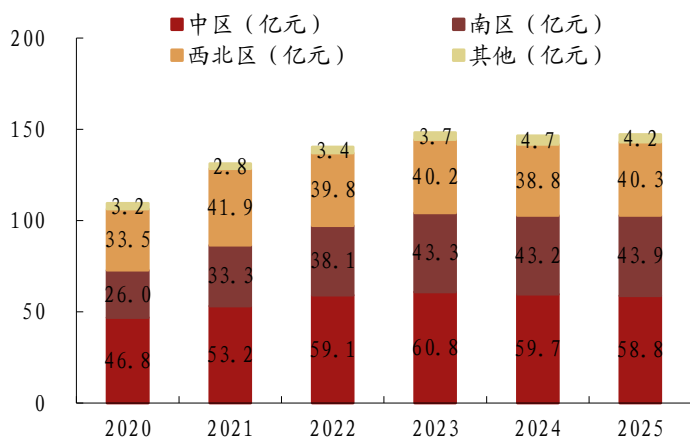


资料来源: ifind、万联证券研究所

南区占比快速提升，有望构成公司业绩新增量。公司将市场总体划分为中区、南区和西北区三大区域，其中，中区主要覆盖华中、华东市场，包含重庆、四川、贵州及东部部分省市；南区覆盖华南、西南市场，包含云南、湖南、广东、广西等省份；西北区则主要聚焦新疆、宁夏、甘肃等省份，公司中区/南区/西北区分别实现营收58.8亿元/43.9亿元/40.3亿元，同比-1.4%/+1.7%/+3.6%，占总营收比重分别为40.0%/29.8%/27.3%。其中，公司在南区市场持续发力，2020-2025年公司南区营收CAGR达11.0%，较中区/西北区+6.4pct/+7.3pct，且于2023年超过西北区，成为公司第

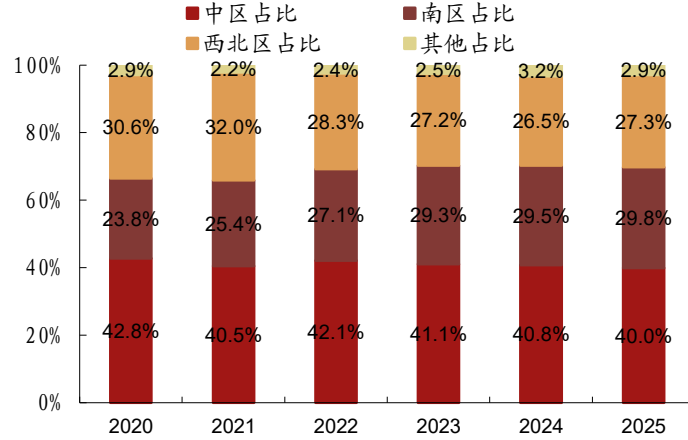
二大市场。此外，公司中区/南区/西北区毛利率分别为46.7%/59.1%/52.1%，南区由于产品结构以中高端为主，毛利率显著高于其余地区，未来有望持续受益于我国啤酒产业高端化趋势，推动公司业绩持续稳健增长。

图表15:2020-2025年公司南区营收CAGR为11.0%



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表16:公司南区营收占比持续提升

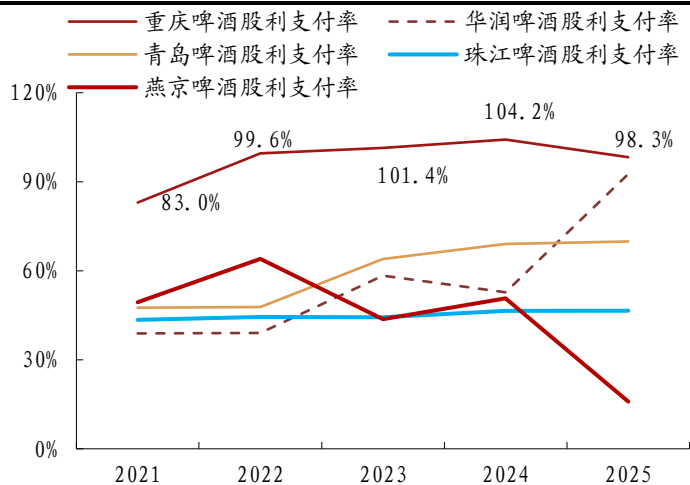


资料来源: ifind、万联证券研究所

1.5 高分红政策延续，股息率稳健提升

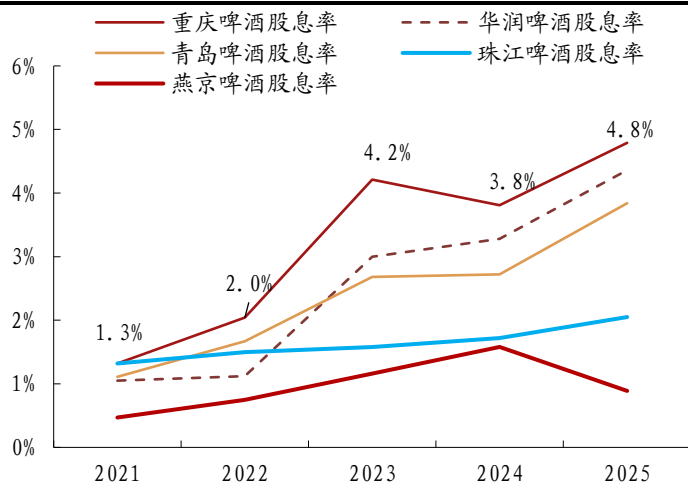
股利支付率维持行业高位，股息率稳健提升。2025年公司股利支付率为98.3%，较华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒+5.7pct/+28.4pct/+51.8pct/+82.4pct，位于行业高位，展现了公司突出且稳定的高分红特征，也反映出公司现金流充裕、资本开支压力较小。2021-2025年，在高额利润分配的驱动下，公司股息率由1.3%增至4.8%，总体呈现稳健上升的趋势，彰显了管理层对股东回报的高度重视。

图表17:公司股利支付率维持行业高位



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表18:公司股息率稳健提升(对应2026年5月7日股价)



资料来源: ifind、万联证券研究所

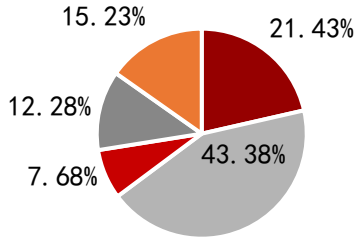
2 啤酒行业成本低位+需求上行，国产替代加速

2.1 原材料价格总体利好啤酒企业，核心原材料国产化稳步推进

2.1.1 原材料价格总体利好啤酒企业

包装材料和酿酒原材料构成啤酒企业主要成本。根据主要啤酒上市公司的年报数据，成本端，包装材料及酿酒原材料占总成本中的60%-70%，是最主要的生产成本。2025年重庆啤酒的包装材料成本和酿酒原材料成本占比分别为38.9%和26.5%，较2024年变动-4.5pct/5.1pct。原材料成本构成的变动主要反映了各类原材料成本的波动。

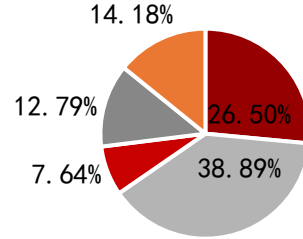
图表19:2024年重庆啤酒成本构成



■ 酿酒原材料 ■ 包装材料 ■ 人工 ■ 制造费用 ■ 其他

资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表20:2025年重庆啤酒成本构成

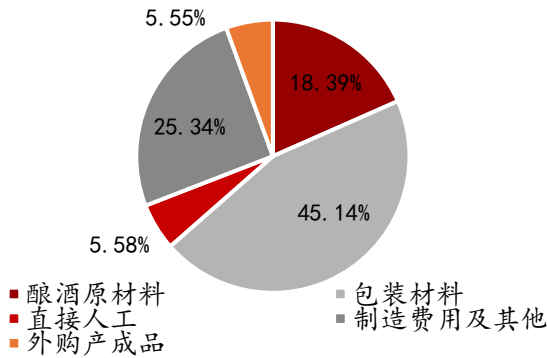


■ 酿酒原材料 ■ 包装材料 ■ 人工 ■ 制造费用 ■ 其他

资料来源:公司公告、万联证券研究所

我国啤酒企业成本结构差异较小。啤酒主要酿酒原料大麦的采购来源以进口为主，包装物料一般由国内采购。啤酒企业一般实行多数物料年度竞价、部分物料季度竞价，同时紧盯行业、判断行情适时调整的策略。其他啤酒企业如青岛啤酒、珠江啤酒的成本结构与重庆啤酒接近。

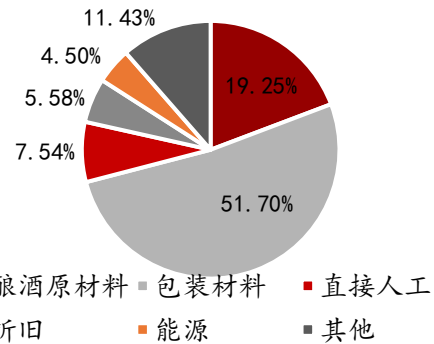
图表21:2025年青岛啤酒成本构成



■ 酿酒原材料 ■ 直接人工 ■ 外购产成品 ■ 包装材料 ■ 制造费用及其他

资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表22:2025年珠江啤酒成本构成

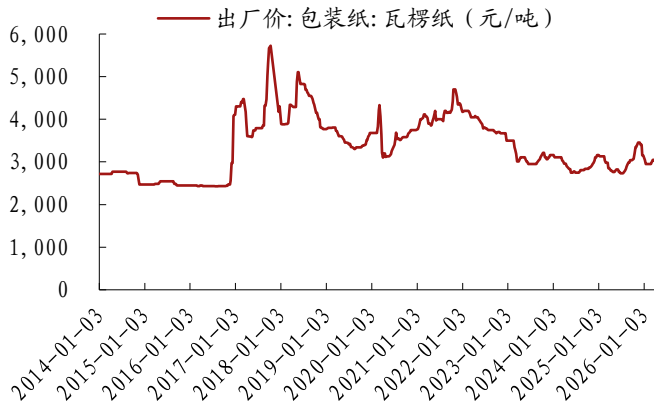


■ 酿酒原材料 ■ 包装材料 ■ 直接人工 ■ 折旧 ■ 能源 ■ 其他

资料来源:公司公告、万联证券研究所

纸箱、玻璃价格目前处于低位，易拉罐、现货铝价格位于周期高点，2026年啤酒企业包装材料成本预计总体稳定。2022年以来瓦楞纸价格下行，目前仍处低位；2023年下半年以来我国玻璃价格总体下行，目前仍处于历史低位。易拉罐价格和现货铝价格自2025年以来持续上升，目前位于周期高点，长期看易拉罐和现货铝价格有望回落。啤酒企业一般采取季度、半年或一年滚动的方式和上游企业签订协议锁定成本。如重庆啤酒已对主要原材料、包材进行锁价，预计2026年整体采购成本相比去年约有1个百分点的节约。

图表23:瓦楞纸出厂价处于历史低位



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表24:我国玻璃价格位于历史低位



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表25:易拉罐价格位于周期高点



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表26:现货铝价格位于周期高点



资料来源: ifind、万联证券研究所

大麦进口价格处于低位, 预计啤酒企业2026年酿酒原材料成本压力较小。国内大麦进口价格自2023年开始下降, 2026年2月进口均价为258.6美元/吨, 较2022年12月的高点下降37.5%。我们估计中国大麦进口价格预计可以维持较低水平, 啤酒企业的成本压力预计较小。

图表27:我国大麦进口价格处于低位

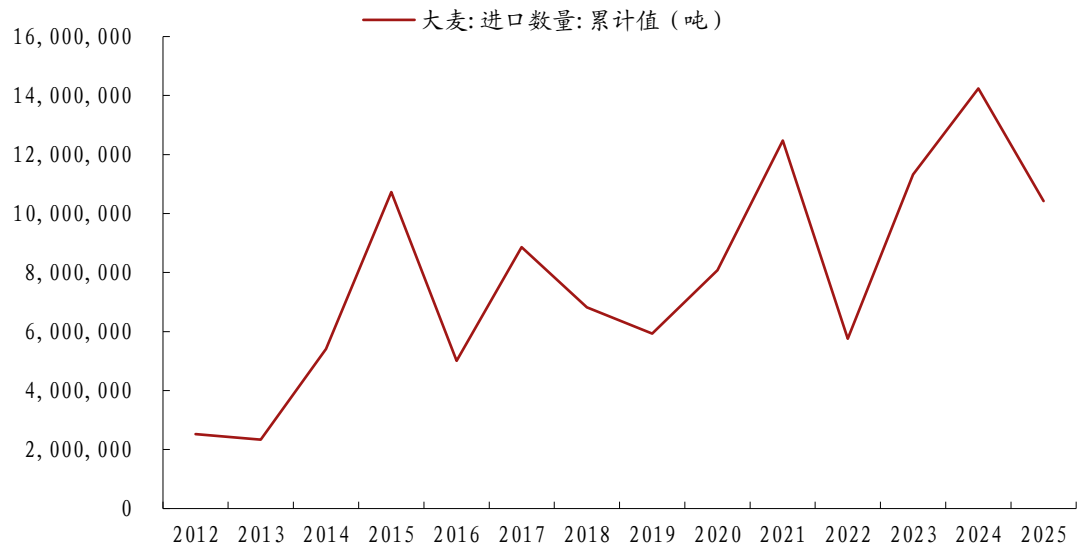


资料来源: ifind、万联证券研究所

2.1.2 啤酒核心原材料国产替代稳步推进

大麦种植亟需规范化,大麦、啤酒花、麦芽高度依赖进口。大麦品质决定了麦芽品质,麦芽品质决定了啤酒品质,啤酒企业对大麦质量要求较高。然而,大麦不属于基础粮食作物,大麦品质参差不齐,主要原因包括:1)受进口大麦价格较低影响,国内大麦种植户倾向于使用成本更低的自留种,但自留种存在品种退化或品种混杂等问题;2)国内大麦种植户往往为追求高产过量使用化肥,降低了大麦品质。国产大麦的萎缩严重冲击了国内麦芽制造企业,因此啤酒企业的核心原材料均高度依赖进口。2024年之前,中国大麦进口数量总体呈上升趋势,2022年大麦进口数量较少主要系俄乌冲突导致全球大麦价格上涨。

图表28:我国大麦进口数量总体呈波动上升趋势



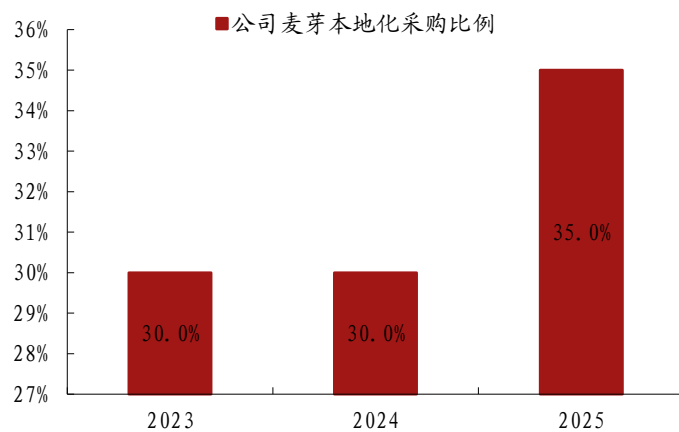
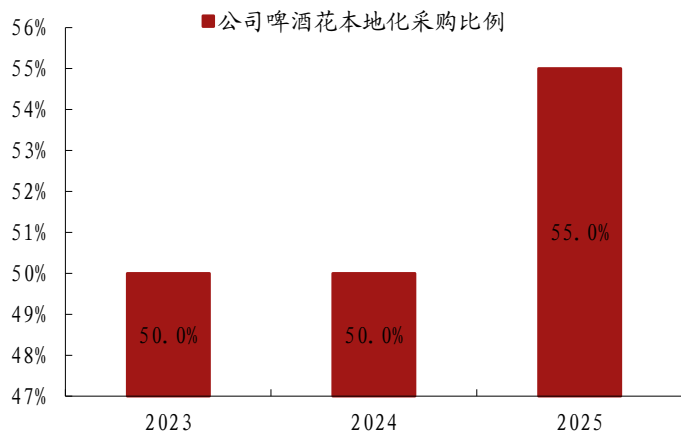
资料来源: ifind、万联证券研究所

大麦国产替代有利于抵御原材料风险。推动国产大麦有三个重要意义:1)减轻地缘政治事件对啤酒企业成本的影响。近期伊朗局势紧张,虽然澳大利亚/加拿大等大麦主要出口国至中国的航线无需通过波斯湾,但霍尔木兹海峡停运预计导致海运的燃油/保险费用上升,中国啤酒企业面临进口大麦价格上升的风险;2)原料就近供应降低运输成本,同时啤酒企业可以第一时间了解大麦的实时长势、产量和品质,从而做出原材料采购选择;3)国产大麦有利于提振国内麦芽厂,重塑啤酒产业链。

国内啤酒企业积极推动核心原材料国产替代。近年来,国内企业积极推动大麦国产替代。华润啤酒自2023年开始实施“国麦振兴”,截至2025年5月已在内蒙、西北和江苏产区累计完成24,000亩国产大麦标准化种植工作,并于2024年12月发布100%应用国产麦芽酿造的啤酒产品“垦十四”。百威中国自2016年开始与江苏农垦就大麦育种展开合作,并于2018年引进94个国际优质大麦品系开展杂交育种研发,目前已推出适应当地种植的优质大麦品系Y131和Y148,截至2025年5月百威中国已向江苏农垦累计采购大麦23万吨。此外,百威中国还与江苏农垦合作打造了2200平方米的现代化室内酒花种植基地实现啤酒花的本地化生产。其他啤酒企业也在稳步推进核心原材料国产替代进程,根据公司公告,重庆啤酒啤酒花/麦芽本地化采购比例已从2024年的50.0%/30.0%上升至2025年的55.0%/35.0%。

图表29:2025年公司啤酒花本地化采购比例同比+5.0pct

图表30:2025年公司麦芽本地化采购比例同比+5.0pct



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

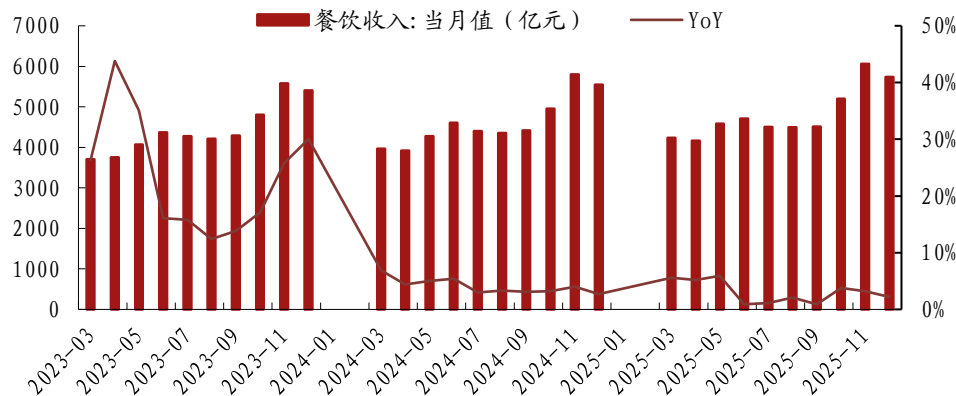
2.2 啤酒消费场景多元，世界杯点燃市场新活力

2.2.1 餐饮渠道结构优化+场景多元化，啤酒消费有望提振

啤酒的销售渠道包括即饮渠道和非即饮渠道，国内即饮渠道占比约40%。即饮渠道主要包括餐饮、酒吧、夜场等，这些场所通常提供即食或即饮的服务；非即饮渠道包括便利店、超市等实体店铺销售和线上渠道等非实体店铺销售，这些渠道允许消费者购买后带走或在家庭环境中饮用。根据21世纪经济网对百威亚太和华润啤酒的采访，中国啤酒行业在非即饮渠道的占比平均为60%。虽然以零售为代表的非即饮渠道占比呈上升趋势，但是以餐饮为代表的即饮渠道仍对啤酒销售具有重要意义。

餐饮行业规模增速放缓，餐饮企业主动创新求变。根据国家统计局的统计数据，2025年全国餐饮收入达57,982亿元，同比+3.2%，增速较2024年的5.3%进一步放缓。中国烹饪协会指出，限额以上餐饮企业受部分地区政策执行差异、平台补贴导致的竞争加剧等因素影响，增长压力较为明显，反映行业内部结构正在动态调整中优化。面对市场需求变化，餐饮企业主动创新求变，拓展消费场景。非遗美食、地域节庆等活动也为行业注入文化内涵，提升消费体验与品牌价值。

图表31:我国餐饮行业规模增速放缓



资料来源：国家统计局、ifind、万联证券研究所

扩内需政策持续加码，城乡居民增收计划有望根本提升消费能力。政府工作报告提出，着力建设强大国内市场，坚持内需主导，统筹促消费和扩投资，拓展内需增长新空间。这也是扩大内需、大力提振消费连续第二年成为政府工作的首要任务。其中，2026年政府工作报告第一次提出实施城乡居民增收计划，要在促进低收入群体增收、增加居民财产性收入、完善薪酬和社保制度等方面推出一批政策措施，从根本上

提升消费能力。

2.2.2 足球市场快速增长，世界杯有望提振啤酒需求

规模最大的夏季世界杯即将开赛。虽然啤酒企业的体育营销呈多元化趋势，但足球仍是啤酒企业最重要的体育营销渠道，此外，球场外的足球市集及遍布城市、商圈的“第二现场”观赛点，为啤酒消费提供了大量场景。2026年美加墨世界杯是史上规模最大的一届世界杯，扩军至48支球队，赛事总数达到104场，举办时间为6月11日至7月19日，恰好覆盖国内啤酒夏季消费旺季。受时差影响，本届世界杯赛事的比赛时间从国内晚间/凌晨时段变为凌晨/早上/上午时段，其中重要比赛集中于早上/上午。

图表32:2022 年世界杯 VS2026 年世界杯

| 维度 | 2022 年卡塔尔 | 2026 年美加墨 | 变化 |
|-------|-----------|-----------|----------------|
| 参赛队伍 | 32 支 | 48 支 | 0.5 |
| 比赛场次 | 64 场 | 104 场 | 0.625 |
| 举办国数量 | 1 国 | 3 国 | 首次三国联办 |
| 赛事时长 | 28 天 | 39 天 | 0.39 |
| 时区特征 | 单一时区 | 北美/拉美为主 | 与中国时差 12-14 小时 |

资料来源：FIFA官网、万联证券研究所

世界杯预计为国内啤酒复苏创造良好的外部环境，即时零售等渠道可能迎来高增。回顾过往，世界杯的啤酒消费拉力向来存在，但是考虑到本次世界杯的重要比赛大多位于北京时间早上/上午，而凌晨等传统夜宵观赛场景大幅减少，我们认为可能不会大幅增加国内啤酒销量，但会为啤酒行业复苏创造良好的外部环境，尤其在2025年二季度因“禁酒令”的实施而导致的啤酒消费低基数效应下，反弹会更加明显。此外，针对2026年世界杯北京时间清晨至上午的比赛时段，外出酒吧或大排档不便，预计居家观赛成为主流，即时零售完美匹配了新场景，预计世界杯期间即时零售等渠道可能迎来高点。

图表33:历届世界杯对中国啤酒行业的影响

| 年份 | 比赛地点 | 比赛时间 | 对啤酒产销量的影响 |
|------|------|---------|--|
| 2014 | 巴西 | 6-7 月 | 2014 年 1-7 月产量同比增速超 5%，世界杯后产量增速急速下降，8-9 月行业销量同比-15%； |
| 2018 | 俄罗斯 | 6-7 月 | 赛事前各电商平台积极备货，赛事期间各电商平台动销增长明显； |
| 2022 | 卡塔尔 | 11-12 月 | 啤酒外卖订单环比增长超 10%，线下终端借助即时零售提升销量 |

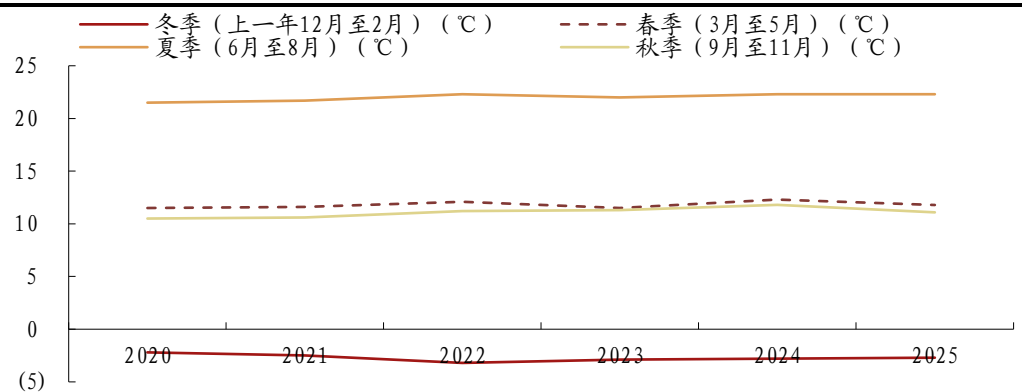
资料来源：北京商报网、凤凰网、人民网、万联证券研究所

国内地方性足球赛事崛起，成为啤酒营销效益更优的新触点。除世界杯等国际顶级赛事外，以“苏超”“湘超”“渝超”等为代表的地方性足球赛事正快速崛起，对啤酒消费的拉动及营销效益甚至优于世界杯。与世界杯相比，地方性赛事具有周期长（如苏超持续5-6个月）、城市主客场制、民众参与度高、央视参与转播等优势，能够形成持续的话题热度与消费场景。以苏超为例，赛事基础条件优越，单场观赛规模可达数万人，超过国内职业联赛平均水平，且能有效拉动周边餐饮、住宿、旅游等消费，为啤酒品牌提供了深度绑定地方消费场景的绝佳触点。但需要注意的是，地方性赛事对全国啤酒整体销量的增量拉动相对有限，更多是作为品牌与消费者拉近距离、强化渠道粘性的营销契机。重庆啤酒已前瞻性地布局地方性赛事营销，目前赞助了粤超、渝超、湘超等多项赛事，是公司“大城市计划”在区域市场深耕的重要补充。

2.2.3厄尔尼诺导致夏季高温加剧，有望提振啤酒需求

厄尔尼诺可能导致2026-2027年夏季高温加剧，有望提振啤酒需求。厄尔尼诺是指热带中东太平洋海域海表温度持续异常偏高的现象，这种周期性振荡是气候系统最强烈的年际变化信号。中国科学院大气物理研究所的预测结果显示，2026年发生一次中等强度厄尔尼诺的可能性最大，概率超过70%，而发展为超强厄尔尼诺的概率仅在一成左右。考虑到2015、2023年厄尔尼诺事件的增暖效应往往具有滞后性，通常在次年达到顶峰，如果2026年发生厄尔尼诺，预计2027年夏天我国夏季平均气温将突破2022、2024和2025年同期历史峰值。我们预计厄尔尼诺对2026-2027年啤酒消费有一定的促进作用。

图表34:厄尔尼诺可能导致 2026-2027 年夏季高温加剧



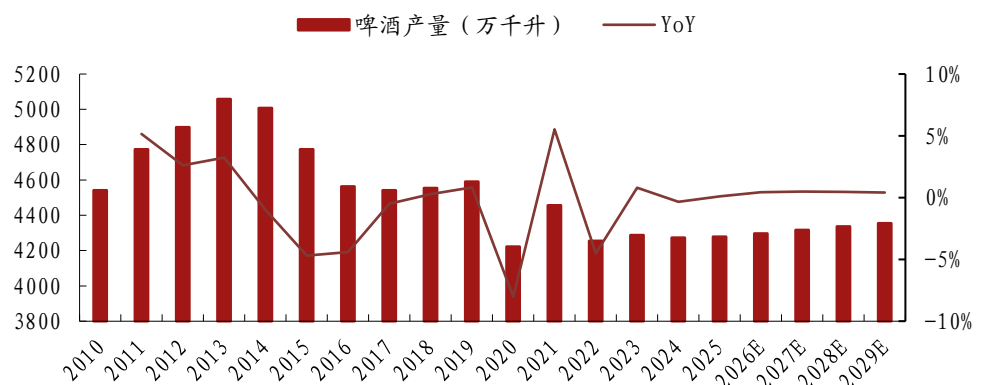
资料来源：中国气候公报、万联证券研究所

2.3 啤酒行业量稳价升，本土品牌崛起

2.3.1产量趋于稳定，主要啤酒企业兼顾优化产能与产能扩张

啤酒产量趋于稳定，行业进入存量竞争时代。我国啤酒产量在2013-2022年之间持续下滑，2023年开始中国啤酒产量趋于稳定，行业进入存量竞争时代。根据萝卜投资数据，2020年以来我国啤酒产量稳定在4000-4500万千升之间，2025年我国啤酒产量4278万千升，同比微增0.1%，较2013年减少15.4%。

图表35:我国啤酒产量趋于稳定



资料来源：萝卜投资、万联证券研究所

主要啤酒企业兼顾优化产能与产能扩张，产能稳中有升。2013年以来中国啤酒产量持续下滑，倒逼各啤酒企业淘汰落后产能。2023年开始，中国啤酒产量趋于稳定，啤酒企业在淘汰落后产能的同时开始寻求新建/扩建产能，以生产符合消费者需求的高端

化或差异化产品。以华润啤酒为例，2021-2024年公司累计关停了9家啤酒厂，但公司同期新建蚌埠工厂并扩建济南、厦门工厂，啤酒产能不降反升。其他啤酒企业如青岛啤酒、重庆啤酒等也有若干新建/扩建项目投产，使得产能保持稳定或小幅上升。

图表36:主要啤酒企业近期主要新增产能

| 企业 | 项目 | 规模 | 投产时间 |
|------|--------------|--------------------|---------|
| 华润啤酒 | 蚌埠工厂新建项目 | 80万千升 | 2023年 |
| 华润啤酒 | 济南工厂扩建项目 | 70万千升 | 2024年 |
| 华润啤酒 | 厦门工厂扩建项目 | 40万千升 | 2024年 |
| 重庆啤酒 | 佛山工厂扩建项目 | 36万千升 | 2024年 |
| 青岛啤酒 | 青啤二厂纯生基地项目扩建 | 30万千升 | 2025年 |
| 青岛啤酒 | 潍坊公司搬迁新建项目 | 60万千升 | 2025年 |
| 燕京啤酒 | (丹江口)生产基地项目 | 一期30万千升 二期20万千升 | 一期2026年 |
| 珠江啤酒 | 中山产能扩建升级项目 | 30万千升 | 2025年 |

资料来源：各公司公告、湖北日报、各地政府网站、万联证券研究所

2.3.2工业啤酒高端化进程放缓，精酿大众化与品类边界模糊开辟新赛道

消费习惯由“豪饮”转向“微醺”，啤酒有望从中获益。随着消费者健康意识的提升，买醉的行为逐渐减少，因此低度酒较高度白酒更适合亲朋聚会、独饮等场景，更符合年轻消费者的需求。根据CBNDATA《2024年轻人酒水消费趋势报告》，18-35岁消费者中，63%更倾向于选择低度微醺酒和天然酿造的酒饮，而高度白酒的消费占比同比下降12%。我们认为啤酒作为低度酒的重要组成部分有望在低度酒趋势中获益。

消费者啤酒消费的关注因素趋向多元化。根据艾媒咨询《2024年中国低度酒消费行为调查数据》，中国低度酒消费者购买低度酒产品主要关注因素包括酒的种类（占比52.9%）、酒精度数（占比40.1%）、品牌形象（占比37.4%），价格（占比35.6%），味道口感（占比34.8%），包装外观（占比32.2%）等。

图表37:消费者啤酒消费的关注因素趋向多元化

2024年中国低度酒消费者购买低度酒产品关注因素

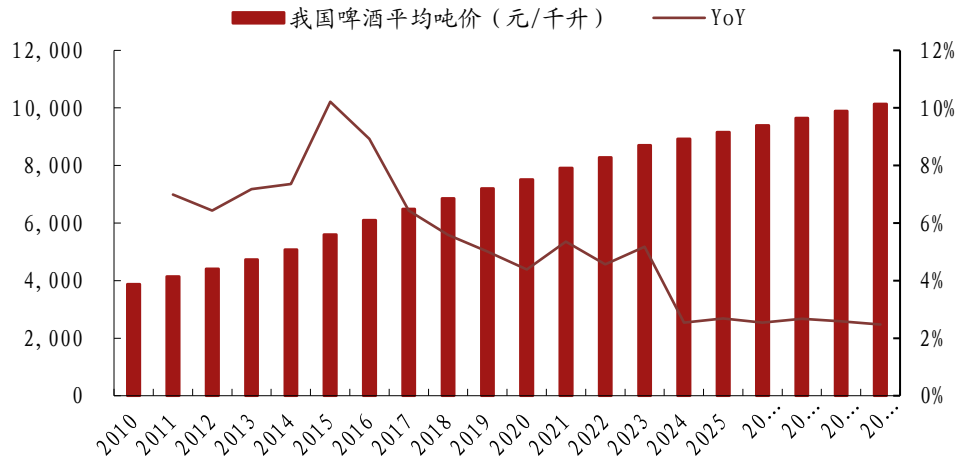


资料来源：艾媒咨询、万联证券研究所

工业啤酒高端化面临天花板。受消费者结构变化等因素的影响，一部分消费者愿意为更好的口感和品质体验支付更高的价格，啤酒企业选择顺应消费趋势变化增加高端化产品，行业平均吨价一度快速上升，并抵消啤酒产量下滑对行业的负面影响：根据

萝卜投资数据，2011-2023年之间的绝大多数年份啤酒行业平均吨价同比增速超过5%。然而，性价比当前是很多消费者关注的重要因素，同时进口大麦等原材料价格处于低位，啤酒提价的原因仅为主动提升品质，被动跟随成本端涨价的情况预计短期内不会发生，因此当价格提升到一定程度时吨价的增速将放缓。此外，2023年以来吨价的增速从5%以上下降至2-3%，我们认为啤酒平均吨价增速将在一段时间内保持现有水平。

图表38:我国啤酒行业平均吨价增速放缓



资料来源：萝卜投资、万联证券研究所

精酿啤酒与工业啤酒产品差异较大，早期精酿啤酒受众有限。精酿啤酒虽然具有无额外添加剂等优势，但因酿造工艺和原材料较为独特而存在口味小众、价格较高的缺陷。早期精酿啤酒的生产者多为小酒厂或海外企业，受众以资深酒类爱好者为主。

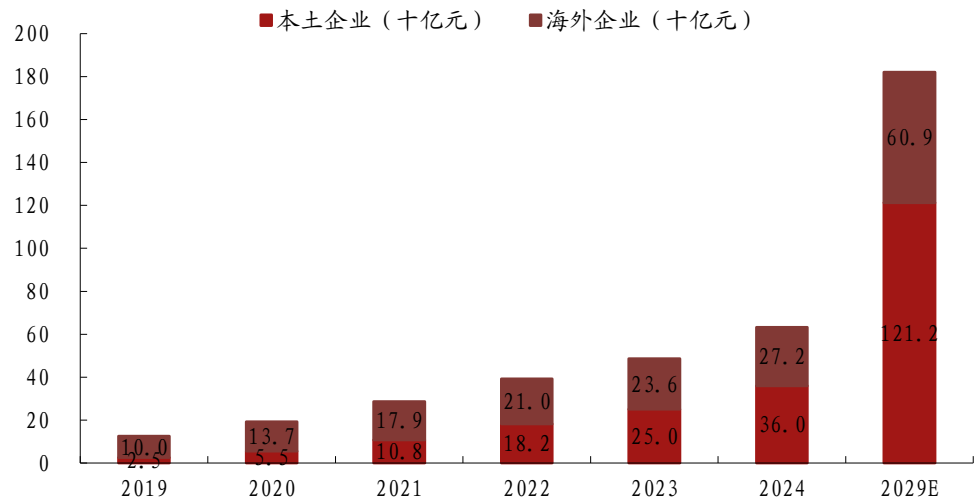
图表39:精酿啤酒与工业啤酒的区别

| 区别 | 精酿啤酒 | 工业啤酒 |
|------|---|-------------------------|
| 添加剂 | 不使用额外的添加剂，如大米、淀粉、糖、色素等 | 低成本、高辅料 |
| 配方 | 为了保证啤酒的颜色、口感、香气等，精酿啤酒的配方以突出原材料本身的特点和酿酒师对啤酒的理解为主 | 在配方的设计上与追求最长保存期限和最大饮用数量 |
| 特殊原料 | 精酿啤酒可以在啤酒中加入很多不同的原料，让啤酒的口味出现无限多的可能性 | 标准化，口味一致性 |
| 产量 | 产量小 | 大规模 |
| 竞争结构 | 独立、不被大酒厂控制、区域品牌 | 垄断、著名品牌、大范围销售 |

资料来源：乐惠国际招股说明书、万联证券研究所

精酿啤酒产品大众化后已成为啤酒行业的全新增长极。为扩大受众，精酿啤酒品牌选择对产品进行大众化改造，精酿啤酒的消费动因也从圈层和身份的象征转向情绪价值和悦己消费。随着精酿啤酒生产技术的成熟，各啤酒企业纷纷布局精酿啤酒，并通过生产规模的扩大将部分精酿啤酒产品价格降低至8-15元区间，质价比突出的优势加速了精酿啤酒市场规模的扩大。2024年中国精酿啤酒市场规模约632亿元，2019-2024年CAGR为38.4%，远高于啤酒行业市场规模增速，其中本土企业精酿啤酒产品市场规模约360亿元，预计2029年本土企业精酿啤酒产品市场规模约700亿元。

图表40:精酿啤酒产品大众化后已成为啤酒行业的全新增长极



资料来源:金星啤酒招股说明书、万联证券研究所

酒精、饮料边界模糊成为未来核心趋势。在工业啤酒高端化放缓、精酿啤酒大众化的背景下，行业正在经历更深层的品类融合变革。随着消费习惯向“自主选择、微醺”转变，年轻消费群体不再将饮酒视为必备社交技能，对产品个性化、性价比的要求显著提升。在此背景下，茶啤、果啤等风味啤酒，以及含酒精的饮料产品快速发展，传统啤酒与软饮料的品类边界逐渐模糊。行业呈现出“啤酒饮料化、饮料酒精化”的双向融合趋势，企业纷纷同时布局含酒精和无酒精的饮料产品，并清晰标注酒精含量，以满足多元化消费需求。

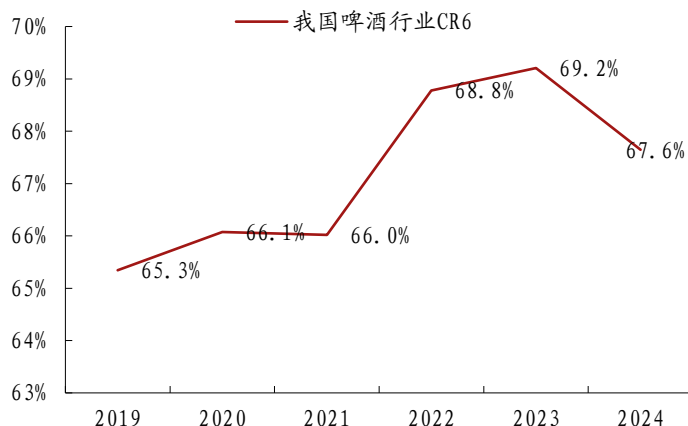
人口结构与消费观念变化加速品类融合。20岁到40岁年龄段是饮酒的主力军，国内90后出生人口已经出现断崖式减少，同时55岁以上群体健康保养意识提升，饮酒需求会明显下降，人口结构的变化对传统啤酒整体消费需求形成压制。与此同时，05后群体受政策引导的社会氛围影响，不再将喝酒视为社交必需的技能，十年后当10后、05后成为消费主力时，饮酒仅会作为个人自愿的休闲选择，不会再和工作要求绑定。这一消费观念的转变加速了啤酒向低度化、饮料化方向的演进。

品类融合为啤酒企业开辟新的增长空间。一方面，啤酒企业可通过风味创新、低度化产品拓展女性消费群体及年轻消费群体；另一方面，跨界布局普通饮料业务（如碳酸汽水、能量饮料等）能够实现品类协同，利用现有渠道资源创造增量收入。未来，行业跨界现象将增多，既会有啤酒企业跨界做普通饮料，也会有饮料企业跨界做含酒精饮料，竞争格局将从单一品类转向多品类、全场景的综合饮品解决方案竞争。

2.3.3本土企业崛起，国产替代持续推进

啤酒行业六大龙头格局保持基本稳定。近年来，我国啤酒行业集中度总体稳定，根据萝卜投资终端销售额统计，六大啤酒龙头市场份额接近70%，2024年百威英博/华润啤酒/青岛啤酒/嘉士伯/燕京啤酒/珠江啤酒/喜力啤酒市占率分别为17.3%/17.2%/14.4%/8.1%/7.4%/3.3%/2.7%。啤酒龙头具备品牌、产品、规模、渠道、技术等优势，中小酒厂或者聚焦中式精酿等差异化赛道以规避与龙头企业的竞争，或者逐渐被淘汰。

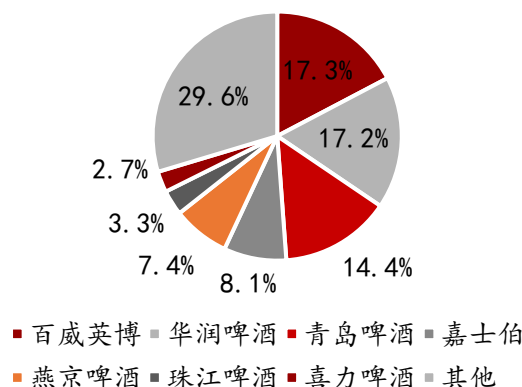
图表41:我国啤酒行业六大龙头格局保持基本稳定



资料来源: 萝卜投资、万联证券研究所

注: 啤酒企业市占率按终端销售额计算

图表42:2024年中国啤酒行业市场份额分布



资料来源: 萝卜投资、万联证券研究所

注: 啤酒企业市占率按终端销售额计算

本土啤酒企业积极布局高端化产品、抢占非即饮渠道，逐渐蚕食海外品牌市场份额。

长期以来，以百威英博为代表的海外啤酒企业占据了超高端啤酒市场，同时深耕餐饮、夜店等即饮渠道，保证了较高的市场份额。然而，近年来以电商为代表的非即饮渠道快速发展，本土啤酒企业如华润啤酒、青島啤酒等营收结构已基本符合行业规律，非即饮渠道营收占比均在60%左右，而百威亚太仅约50%，过度依赖即饮渠道导致海外啤酒企业因餐饮增长放缓等因素出现营收下滑。2025年，华润啤酒营收首次超越百威亚太，同时成为销售量和销售额冠军。

3 聚焦啤酒主业，高端化+差异化打开成长空间

3.1 聚焦啤酒主业，分阶段战略规划清晰

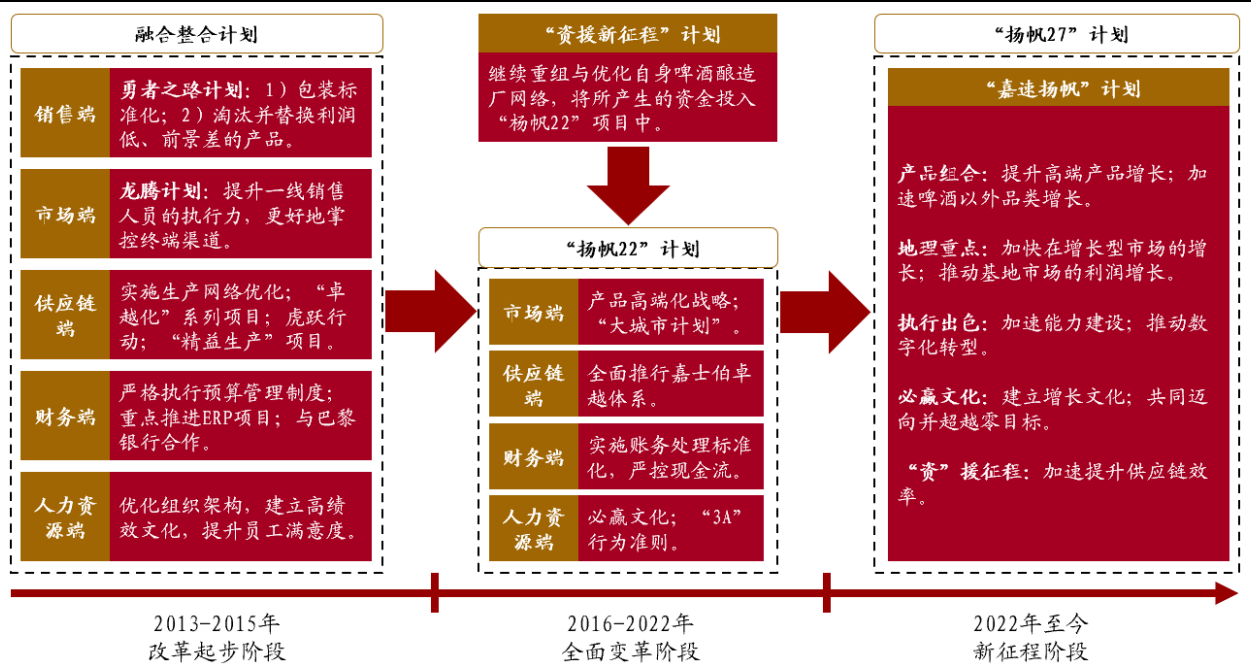
公司具备清晰的战略规划，分阶段目标切实有效。嘉士伯2013年入主后，将其成熟的经营管理体系导入公司，开启系统性变革。在品牌端，公司依托“国际高端品牌+本地强势品牌”的组合策略，持续优化产品结构，推动高端化转型；在产能端，公司率先跳出行业无序扩张的困局，2015年起陆续淘汰低效产能，持续完善供应链管理体系，并通过柔性生产线建设提升制造效率；在市场端，公司自2017年启动“大城市计划”并持续深化，至2025年已覆盖105个城市，成为渠道拓展与场景渗透的核心载体。同时，公司积极拥抱渠道变革，敏锐捕捉非现饮渠道增量机会，罐化率从2019年的18%提升至2024年的26%。嘉士伯以其深厚的经营管理底蕴，合理规划公司战略节奏，并分阶段制定切实可行的目标，推动公司盈利能力稳步提升。总体来看，公司改革之路可分为三大阶段：

(1) 改革起步阶段（2013-2015年）：聚焦啤酒主业，完成全业务链的基础整合与管理导入。2013年，公司推出“融合整合计划”，将嘉士伯的先进管理经验全面嵌入企业运营。**销售端**，公司实施“勇者之路”计划，通过包装标准化、淘汰低利润产品、升级“重庆国宾”等中高端产品并引入嘉士伯国际品牌，优化产品结构，实现品牌升级。**市场端**，公司启动“龙腾计划”，统一前线销售团队架构，提升执行力与终端渠道掌控力。供应链端则多措并举，包括优化生产网络，关闭低效工厂，化解过剩产能；推进“卓越化”系列项目优化生产与物流环节；“虎跃行动”强化基层管理能力；“精益生产”项目减少浪费、提升质量；全面执行嘉士伯的安全与环保**财务端**，公司严格执行预算管理，上线Navision系统，并与巴黎银行合作以降低财务成本。**人力资源端**，公司导入新管理模式，优化组织架构，突出总部职能并建立高绩效文化。这一阶段为后续的全面变革奠定了扎实的管理与运营基础。

(2) 全面变革阶段 (2016-2022年): 依托品牌组合优势, 全面推进产品高端化与运营效率提升。2016年, 公司在前期整合的基础上启动了“资援新征程”计划, 聚焦啤酒业务, 进一步重组优化酿造厂网络, 并将释放的资金投入到“扬帆22”项目中。“扬帆22”则以国际高端品牌+本地强势品牌的6+6品牌矩阵为依托, 持续推进产品高端化与销售模式创新。市场端, 公司启动“大城市计划”, 从最初的9个城市拓展至76个城市, 深耕现饮渠道的同时聚焦非现饮渠道的听装产品; 供应链端, 公司全面推行嘉士伯卓越体系与LeanTPM管理, 构建以客户为导向的组织架构; 财务端实施账务处理标准化, 强化现金流与资金使用效率; 人力资源端则推动“必赢文化”及“3A”行为准则落地, 提升员工敬业度。至2022年收官, 中国市场已成为嘉士伯全球最大市场, 公司营收及归母净利润亦迎来快速提升, 2016-2022CAGR分别达28.0%/38.2%。

(3) 新征程阶段 (2022年至今): 持续发力高端化与全国化, 新品布局加速。2022年, 嘉士伯发布全新公司战略“扬帆27”, 将“继续在中国取得成功”成为战略重点, 公司以此为基础制定“嘉速扬帆”计划, 继续深化变革。产品端, 公司持续优化产品结构, 推出乌苏楼兰秘酿、乌苏绝世楼兰、重庆精酿白啤等高端新品, 并积极拓展非现饮渠道以及啤酒以外品类的增长; 市场端, 公司持续深化“大城市计划”, 针对不同市场分类施策, 加快增长型市场扩张的同时推动基地市场利润增长, 至2025年已覆盖全国105个城市; 供应链端, 公司启动“资援征程”计划, 于2024年建成投产佛山旗舰工厂, 年产能达50万千升; 人力资源端, 公司将增长文化融入绩效管理与人才选拔, 并通过“猛虎计划”分层储备关键岗位人才。公司在高端化运营的基础上加速多元化发展, 为长期稳健增长注入新动能。

图表43:公司分阶段战略规划清晰



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

3.2 品牌矩阵持续完善, 差异化定位满足多元需求

公司拥有多元化品牌矩阵, 产品覆盖全价格带。2020年, 公司吸收合并嘉士伯在国内的优质啤酒资产, 建立起涵盖本土强势品牌+国际高端品牌的产品矩阵, 旗下拥有布鲁克林、夏日纷、凯旋1664、嘉士伯、乐堡等国际品牌, 以及风花雪月、乌苏、重庆、西夏、大理、山城、天目湖等本土品牌。其中, 国际品牌布鲁克林、夏日纷、凯旋1664和本土品牌京A主要定位超高端市场, 产品价格多在20元/升以上; 嘉士伯、乐堡及风花雪月则占据高端价格带, 产品多为15-20元/升; 主流价格带则以本地强势

| | | | | | |
|----|---------|------|---|---------------------------------|-----------|
| | 凯旋 1664 | 国际品牌 | 白啤酒、桃红啤酒、百香果啤酒、法蓝啤酒。 | 具备优雅的法式风情，聚焦娱乐、音乐餐吧等场景。 | 19.4-30.0 |
| | 京 A | 本土品牌 | 小麦白啤、飞拳 IPA、淡色艾尔、香草世涛、比尔森啤酒、轻盈浑浊 IPA。 | 主要聚焦酒馆及中式餐饮。 | 25.0-26.2 |
| 高档 | 嘉士伯 | 国际品牌 | 绿嘉、嘉士伯皮尔森、嘉士伯醇滑扎啤、嘉士伯特制烈性啤酒、12° P 醇滑系列、特醇系列。 | 具备运动属性，聚焦聚会、足球等场景。 | 16.4-20.8 |
| | 乐堡 | 国际品牌 | 8° P 乐堡、8° P 乐堡纯生、乐堡白。 | 品牌定位年轻、音乐、时尚，适合用于派对、聚会、音乐节、KTV。 | 14.8-26.6 |
| | 风花雪月 | 本土品牌 | 经典啤酒、柠檬味-低醇啤酒、桃花味-低醇啤酒、玫瑰海盐风味精酿啤酒、茉莉花特酿、月色啤酒、诗悦啤酒。 | 聚焦民族风情、浪漫诗意，适用于旅游、恋爱等场景。 | 14.2-22.4 |
| | 乌苏 | 本土品牌 | 8° P 乌苏、9° P 乌苏、9° P 乌苏纯生、9° P 乌苏 1986、9.5° P 乌苏啤酒、9.8° P 乌苏天山、10.5° P 乌苏啤酒、11° P 乌苏啤酒、乌苏天山原酿、9.8° P 乌苏小麦白。 | 产品富含异域风情，适用于烧烤、火锅、聚会等场景。 | 14.3-17.8 |
| 主流 | 重庆 | 本土品牌 | 经典系列、鲜醇系列、V8 系列、精制系列、88 系列、金樽系列、99 系列、国宾系列。 | 产品富含川渝特色，适用于火锅等场景。 | 10.6-19.0 |
| | 大理 | 本土品牌 | V8 啤酒、V8 醇麦啤酒、V6 啤酒、12° P 大理啤酒、大理 V 醇。 | 品牌定位休闲，适用于家庭聚会、派对。 | 9.0-16.2 |
| | 西夏 | 本土品牌 | 小麦白啤、X5 啤酒、X3 啤酒、X2 啤酒、全麦精酿。 | 品牌主打西北风味，适用于聚会、度假。 | 10.1-14.8 |
| 经济 | 山城 | 本土品牌 | 8° P 老山城、8° P 山城、8° P 山城印象、8° P 山城清爽、9° P 老山城、9° P 金山城、9° P 新金山城、10° P 山城秘酿。 | 主攻大众市场，聚焦日常餐饮。 | 6.5-10.0 |
| | 天目湖 | 本土品牌 | 6° P 天目湖、8° P 天目湖、9° P 天目湖白。 | 具备文化属性，适用于江南旅游、聚会等场景。 | 6.3-8.0 |

资料来源：公司官网、京东、淘宝、万联证券研究所

嘉士伯品牌深耕足球领域近40年，有望为公司注入赛事红利。国内市场，重庆啤酒（嘉士伯）、华润啤酒（喜力中国）、百威啤酒、青岛啤酒与足球的关联性较强。**从足球基因看**，嘉士伯品牌自1988年起连续赞助多届欧洲杯，与利物浦足球俱乐部的合作自1992年延续至今已超30年，2023年双方再度续约10年，创下英超历史上最长赞助纪录，在球迷心中建立了“足球啤酒”的强心智关联。与之相比，喜力虽在1994-2027年长期赞助欧冠联赛，但其全球营销重心已向F1赛车转移，2025年开展“将上海变成一座F1之城”的营销，足球属性相对弱化；百威是世界杯官方赞助商，但其采用全覆盖策略，足球仅是其众多体育IP之一，品牌关联不如嘉士伯纯粹；青岛啤酒的体育营销则以中超、区域联赛及线下观赛派对为主，侧重本土化场景，国际足球IP积累相对薄弱。**从品牌调性看**，嘉士伯以“懂追求，就喝嘉士伯”为品牌主张，与足球运动中“追求卓越”的精神内核高度契合。2025年，嘉士伯推出利物浦30周年限定罐，由利物浦队史六大传奇球星“罐”名，持续通过整合营销加强品牌与足球场景的关联。2026年世界杯期间，嘉士伯品牌有望凭借纯粹的足球基因以及与球迷群体的深度绑定，持续为公司的高端化战略注入赛事红利，预计成为世界杯营销的最大受益者。

图表46:嘉士伯品牌具备纯粹的足球基因



资料来源：嘉士伯、万联证券研究所

3.3 乌苏大单品突围，成功经验有望复制

3.3.1 精准打造品牌调性，乌苏大单品策略成效显著

乌苏以极致差异化切入市场，大单品策略成效显著。乌苏啤酒1986年诞生于新疆乌苏县，早期仅为疆内区域性品牌，2016年嘉士伯完成全资收购后，开启了从边陲小厂向全国性现象级大单品的蜕变之路。在产品端，乌苏于2006年推出“红乌苏”系列，其使用620ml“大绿瓶”，并拥有11°P的高麦芽浓度、4.0%Vol高酒精度，在淡啤为主的啤酒市场凭借“一瓶顶两瓶”的浓醇口感与消费认知独树一帜。在消费场景上，乌苏在全国核心城市大规模布局烧烤终端，形成了“吃烧烤必喝乌苏”的强关联记忆。凭借极致差异化的产品与形象，乌苏快速突破围堵实现横向扩张，2020年销量达62万吨、年销售额突破50亿元，2023年已发展为超百万吨体量的大单品，成为公司本土品牌矩阵中最具爆发力的增长极。

图表47:乌苏以极致差异化切入市场

| 品牌 | 代表产品 | 麦芽度(°P) | 酒精度(%Vol) | 容量(ml) | 产品图例 |
|------|---------|---------|-----------|--------|------|
| 乌苏啤酒 | 红乌苏 | 11 | 4 | 620 | |
| 华润啤酒 | Super x | 8 | 3.3 | 500 | |
| 青岛啤酒 | 青岛经典 | 10 | 4 | 500 | |
| 百威亚太 | 经典醇正 | 9.7 | 3.6 | 450 | |

资料来源：淘宝、万联证券研究所

精准打造品牌调性，硬核产品+社交属性助力乌苏爆火出圈。乌苏啤酒的包装源自1986年新疆乌苏市的建厂历史，瓶身采用艾德莱斯绸纹样，保留维吾尔语“WUSU”商标设计，其瓶标倒置后形成网络梗“nsm”，在抖音、B站迅速发酵，“夺命大乌苏”话题播放量破10亿，衍生出的乌苏挑战赛以及新疆说唱歌手艾热的歌曲《兄弟》，共同将乌苏与“硬核”、“兄弟情义”深度绑定。在消费体验上，乌苏620ml的大绿瓶自带“豪横”属性，也让“你能喝几瓶乌苏”成为朋友聚会中酒量的试金石，这种挑战欲满足了年轻人的社交仪式感。同时，天山雪水、新疆麦芽与异域风情的叙事也为乌

苏赋予了“来自远方的豪爽”标签，年轻人喝的不仅是啤酒，更是一种“逃离日常”的体验。此外，面对996、内卷的压力，乌苏两瓶下肚即达微醺的状态恰到好处。《2023年轻人喝酒习惯调查报告》显示，18-30岁年轻人中61%明确拒绝“醉酒体验”，而乌苏的微醺属性契合了这一需求，也因此成为年轻人的解压神器。伴随着“硬核产品+社交裂变+情绪价值”的复合驱动，乌苏从一瓶啤酒升级为年轻人表达自我、连接同好的社交符号，也成为公司推进全国化战略、撬动年轻消费群体的核心引擎。

图表48:乌苏以异域风情迎合消费者猎奇心理



资料来源：乌苏啤酒京东自营旗舰店、万联证券研究所

注重产品营销，乌苏品牌价值持续提升。乌苏重视线上营销，截至2025年，抖音“乌苏敬兄弟”话题播放量突破18亿次，瓶盖挑战赛参与用户超1200万人次，实现现象级破圈。此外，乌苏先后邀请UFC世界冠军张伟丽、演员吴京等具有硬汉形象的代言人强化品牌硬核认知。2025年，乌苏签约范丞丞、付航，诠释“浓人喝乌苏”的品牌理念，并通过《奔跑吧》、《出发吧浓人》等综艺合作传递“在偏淡的时代敬浓烈生活”的品牌主张，精准对话Z世代。同时，乌苏积极借助新疆旅游热潮进行文化赋能，于2025年赞助新疆伊犁天马文化旅游节，以“马上喝乌苏”为核心创意打造品牌体验区，通过真马互动、篝火晚会等沉浸式活动强化“硬核”品牌调性，全域触达7.5亿人次，品牌价值持续提升。

图表49:乌苏通过范丞丞、付航双代言诠释“浓人喝乌苏”理念



资料来源：GOODZILLA意类、万联证券研究所

图表50:乌苏借助天马旅游节进行文化赋能



资料来源：新华网、万联证券研究所

产品矩阵持续丰富，受众有望持续深化大容量与特色风味布局。2025年，乌苏推出6种1L装精酿产品布局非现饮渠道，加速推广乌苏秘酿系列产品，并推出新疆酒花精酿、大红袍精酿、原浆及精酿系列等新品，持续完善高端产品矩阵；2026年春节，乌苏推出8.88L新春限定产品，并凭借话题性与分享属性迅速售罄。产能端，

乌苏首条1L罐装柔性生产线已于2026年3月投产，设计产能达每小时8000罐，可适配多种罐型与规格，实现“一线多能”，为大容量产品持续放量提供支撑。此外，乌苏积极跨界饮料赛道，2025年推出低糖型能量饮料“电持”和果汁汽水系列“天山鲜果庄园”；2026年3月上新乌苏卡瓦斯，填补了饮料矩阵中发酵风味饮品的空白。随着产品矩阵的持续拓展，乌苏有望实现由“啤酒品牌”向“全场景饮品品牌”的跨越，为品牌打开全新增长空间。

图表51:乌苏产品矩阵持续丰富，受众有望扩张

| 产品类型 | 产品名称 | 产品介绍 | 发布时间 | 产品图例 |
|--------|--------|---|--------|---|
| 啤酒 | 新疆酒花精酿 | 采用新疆优质酒花以及独特的酿造工艺，原麦汁浓度11°P，麦香浓郁，口感纯粹，适合各种场合。 | 2025 |  |
| | 乌苏秘酿 | 纯麦芽酿造，不过滤不稀释，麦香浓郁，口感纯粹，使用新疆啤酒花，具备清爽啤酒香气。 | 2025Q2 |  |
| | 大红袍精酿 | 大红袍的醇厚与啤酒的清爽相结合，浓郁的麦香中夹杂着淡淡的茶香，带来一种前所未有的口感体验。 | 2025 |  |
| | 金骏眉精酿 | 不过滤真茶叶萃取，入口为金骏眉的兰香回甘，中段裹着大小麦芽的醇厚麦香，尾调带着淡淡酒润。 | 2025 |  |
| | 琥珀拉格精酿 | 低温慢酿，拉格精酿，采用特种麦芽、新疆酒花，纯麦芽酿造，不过滤不稀释。 | 2025 |  |
| 能量饮料 | 电持 | 乌苏首款低糖型能量，添加天山雪莲提取物，而包装则融入“电池”元素，视觉上更具“充电感”。 | 2025.5 |  |
| 果汁汽水 | 天山鲜果庄园 | 主打“鲜果”概念，已推出橙味、苹果味、白桃味等口味。苹果味选用新疆阿克苏优质苹果萃取自然果味。 | 2025.8 |  |
| 发酵风味饮品 | 乌苏卡瓦斯 | 新疆传统谷物发酵饮料，以蜂蜜、谷物及啤酒花为原料，甄选新疆伊犁尼勒克黑蜂蜜，主打蜂蜜与麦芽香，聚焦佐餐、夜市烧烤、家庭聚会等场景。 | 2026.3 |  |

资料来源：公司公告、淘宝、天猫、万联证券研究所

高利润空间增强渠道推力，全国化布局持续完善。乌苏长期深耕新疆市场，2019年社交网络走红后开始向疆外快速扩张，截至2025年已在全国30多个省份建立起销售网络。乌苏给予经销商和终端较丰厚的渠道利润，高利润空间有效驱动了渠道快速扩张，助推销量的高速增长。2021-2022年提价后，乌苏渠道利润有所压缩，但品牌发展势能较强，已形成较高的消费者自点率。在场景选择上，乌苏以烧烤店为突破口，持续提高终端渗透率，并逐步向川湘菜、火锅等餐饮场景延伸；在渠道覆盖上，乌苏逐步向商超等非即饮渠道及线上渠道拓展，未来将实现线上+线下、即饮+非即饮的全场景全渠道覆盖。目前，乌苏现已成为公司推进全国化战略，带动其他产品提高渗透的关键产品，有望持续释放增长潜力。

3.3.2 品牌矩阵差异互补，核心品牌有望复制乌苏经验

公司品牌矩阵差异互补，有望实现从单点突破到多点开花的战略升级。公司“6+6”品牌矩阵完善，产品互补协同，其中乐堡与风花雪月分别聚焦年轻潮流以及文艺轻饮，与强本地化属性的重庆啤酒、大理啤酒形成互补。随着公司大城市计划持续推进，乐堡与风花雪月有望复制乌苏的成功经验，推动公司向多品牌协同增长战略升级。

乐堡品牌深度绑定音乐场景，聚焦年轻消费群体。乐堡自2012年进入中国市场以来，始终以音乐为核心沟通载体，并通过举办音乐节、联名潮流IP等营销方式，打造年轻时尚、高端潮流的品牌调性，已成为派对、轰趴等娱乐场景的标志性品牌。

2020年，乐堡开始深耕说唱领域，从赞助音综到支持说唱比赛，逐步构建起“说唱宇宙唯一的啤酒品牌”认知。2023年，乐堡进一步深化说唱音乐布局，突破性地构建了“三位一体”的营销生态，包括成立“乐堡WHYNOT说唱联盟”；联合88rising等顶级

厂牌开展巡演；深度绑定《中国说唱巅峰对决》IP，完成了从音乐赞助到文化共建的升级。2025年春节，乐堡创新构建“吉时行乐”传播体系，推出贺岁说唱单曲、综艺节目等多元内容，全网总曝光量突破42.4亿，成功将品牌“放开玩WHYNOT”精神与传统文化相结合。未来，乐堡有望依托其独特的音乐基因，在娱乐场景中实现更深度的渗透，成为继乌苏之后公司全国化扩张的又一重要引擎。

图表52:乐堡完成从音乐赞助到文化共建的升级



资料来源：广告门、万联证券研究所

图表53:乐堡构建“吉时行乐”传播体系



资料来源：广告门、万联证券研究所

风花雪月立足文旅场景，持续拓展低度果饮赛道。风花雪月取自云南大理“下关风、上关花、苍山雪、洱海月”四大自然奇观，具备独特的文化内涵和浪漫气息。品牌倡导“微微醺轻轻闲”的生活态度，主打低酒精度的茶啤、果啤、米酒，精准聚焦女性消费群体，迎合啤酒行业“她经济”。产品端，2025年风花雪月推出低醇青提口味新品，并依托代言人杨超越拓展年轻消费群体；打造民谣场景专属产品“月色”；推出龙井绿茶、滇红茶啤等1L装创新产品，持续拓展低度果饮与茶啤赛道。风花雪月围绕文旅融合与东方美学持续深耕，泼水节、“出逃去草原”等主题活动相继落地，并与国家级非遗白族扎染技艺传承人张翰敏跨界合作，推出云南风景限定罐，将扎染冰纹与苍山洱海、香格里拉等旅游IP融入罐身设计，成为游客“可带走的云南印象”。此外，风花雪月聚焦民谣消费场景，推出自有IP，并通过AIGC应用推动东方美学的年轻化表达，持续提升在年轻消费群体及文旅消费场景中的影响力。未来，风花雪月有望复制乌苏的成功经验，凭借地域文化+低度轻饮的差异化定位，实现从区域品牌向全国性品牌的跨越。

图表54:风花雪月与国家级非遗白族扎染技艺传承人张翰敏跨界合作

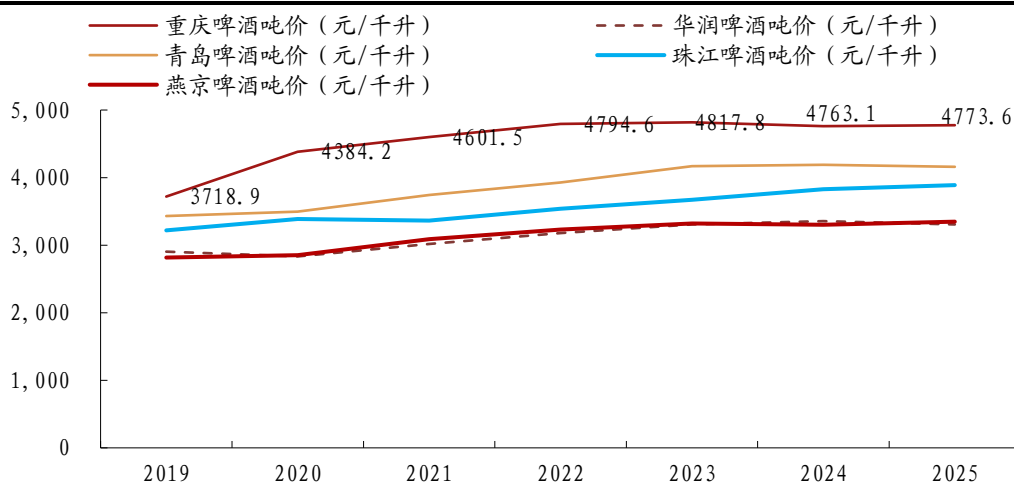


资料来源：人民网、万联证券研究所

3.4 产品结构持续优化，1升装产品成为 ASP 提升核心抓手

公司吨价总体稳健上升，高端化进程领先。2019-2025年公司啤酒吨价由3718.9元/千升增至4773.6元/千升，期间CAGR为4.2%，总体稳健上升；2025年，公司吨价同比+0.2%，较华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒分别+44.3%/+14.7%/+22.8%/+42.6%，维持行业高位，主要原因为：1) 公司依托“国际高端品牌+本地强势品牌”的6+6矩阵，高端化进程领先；2) 乌苏、重庆等本土品牌通过场景绑定与全国化扩张实现价值升级，带动整体吨价上行；3) 公司将高端化纳入业绩考核指标中，建立“黄金三角”(EBIT、毛利率、销量)考核体系，进一步调动经销商及销售推广高端产品的积极性。

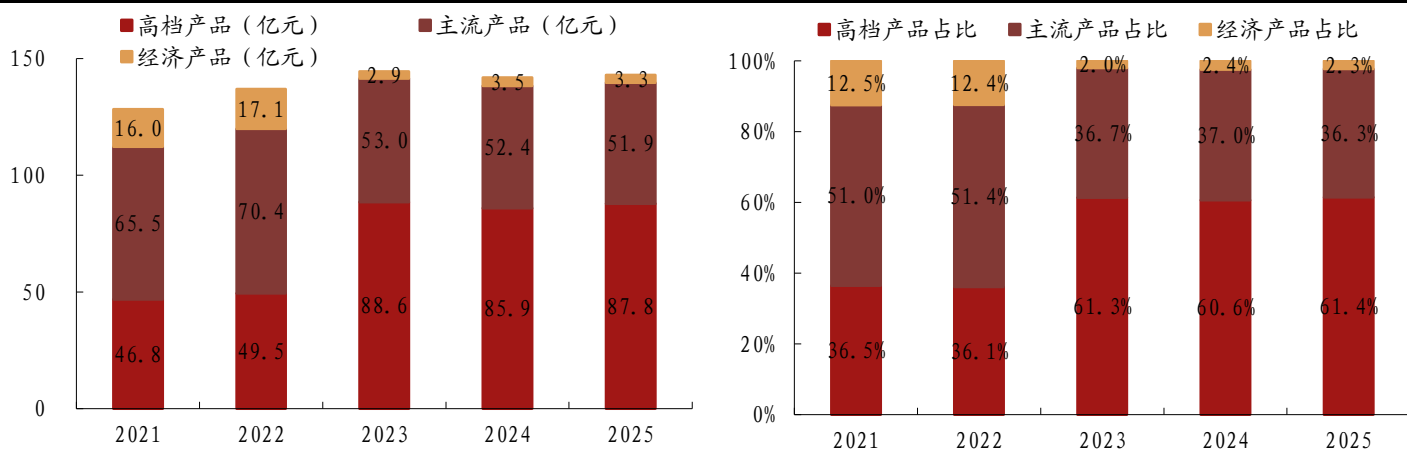
图表55:公司吨价总体稳健上升，位于行业高位



资料来源：公司公告、万联证券研究所

产品结构持续优化，高端啤酒占比呈上升趋势。2025年公司高档产品营收达87.8亿元，同比+2.2%，2021-2025期间CAGR达17.0%；占总营收比重达61.4%，同比+0.8pct，高档产品持续发力，已成为公司第一大营收来源。与此同时，2025年公司经济产品营收降至3.3亿元，同比-5.3%；占总营收比重降至2.3%，同比-0.1pct，公司产品结构持续优化，高档/主流产品已基本完成对经济型产品的替代。

图表56:公司 2025 年高端啤酒营收 87.8 亿元，同比+2.2% 图表57:公司高端啤酒占比呈上升趋势



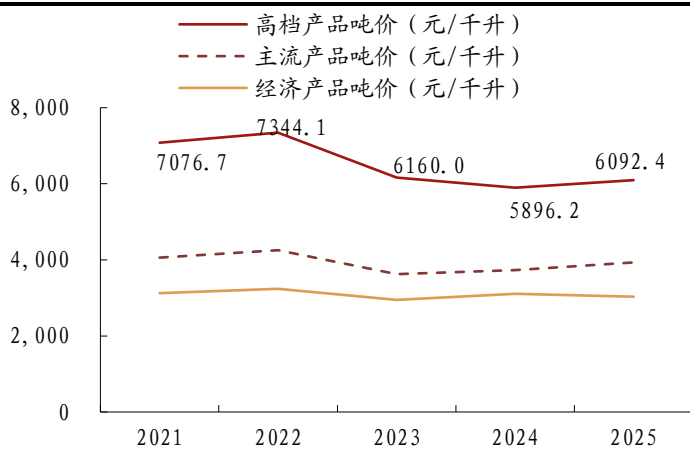
资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

2025年高端啤酒吨价有所恢复，高毛利属性打开盈利天花板。2025年公司高档产品/主流产品/经济产品吨价分别为6092.4/3934.5/3033.9元/千升，同比+3.3%/+5.5%/-2.3%，高档及主流产品吨价均有所回复。从毛利率来看，2025年公司高档产品/主流产品/经

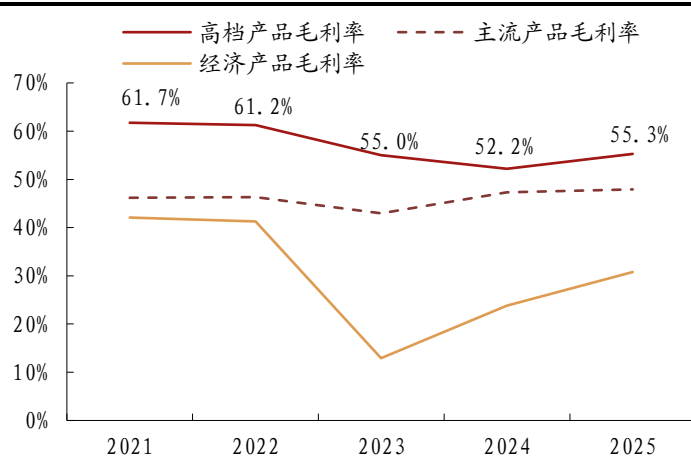
济产品毛利率分别为55.3%/47.9%/30.8%，高档产品毛利率较主流产品/经济产品+7.3pct/+24.5pct，具备高毛利属性。未来，随着吨价的逐步恢复以及高端产品占比的持续提升，公司盈利能力有望升级。

图表58:公司高端啤酒吨价有所恢复



资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表59:公司高端啤酒具备高毛利属性



资料来源:公司公告、万联证券研究所

1升装罐装产品为当前公司高端化与渠道变革的核心抓手。2025年重庆啤酒推出1升装罐装产品，并将1升装罐装产品作为当前核心升级方向。1升装产品的推出是消费需求变化、渠道改革与场景重塑共同作用的结果：**消费端**，当前消费者购买力虽受抑制，但仍希望以更低成本获得更好品质，消费决策已从B端主导转向C端需求主导；**渠道端**，公司持续缩短价值链，同时积极拥抱O2O、即时零售、零食量贩等新零售渠道，压缩中间加价环节，使1升装产品能以更具竞争力的价格触达消费者，同时渠道仍能保有可观的加价率；**场景端**，餐饮行业景气度较弱，且法规明确支持消费者自带酒水、禁止收取开瓶费，同时即时物流已实现核心城市15分钟冰冻产品配送，家庭、餐饮自带等场景的消费需求可以被满足，为1升装产品创造了新的消费场景。**对公司而言**，该产品出厂吨价较公司当前平均出厂吨价有明显提升，能有效拉动ASP和毛利率增长，公司将优先推广该类高利润产品，引导消费者向更高价格带升级。

产品创新体系完善，柔性供应链支撑多SKU快速迭代。产品布局上，1升装以创新类产品为主，包含中式啤酒、特色风味啤酒等品类，结合地域特色开发差异化口味，如新疆阿克苏苹果风味、云南荞麦/咖啡风味、重庆酸梅汤风味、荔枝海盐玫瑰等复合型口味，部分地域特色产品会面向全国销售而非仅在产地售卖。公司在佛山设有嘉士伯亚洲研发中心，已建立200多个未上市新品的产品库，并将新品从开发到上市的周期缩短至1个月，可快速响应大数据捕捉的消费热点。产能端，公司采用柔性供应链模式，生产线可快速切换不同产品，多品类生产对生产线本身影响不大，仅对运营管理能力有一定要求。

积极布局非啤酒饮料，产品矩阵持续丰富。非啤酒品类是啤酒企业拓展产品矩阵的重要方向。在啤酒市场进入存量竞争阶段后，啤酒企业先后尝试了布局非啤酒饮料，如燕京啤酒推出了全新汽水品牌倍斯特，青岛啤酒通过与青岛饮料集团整合获得了崂山矿泉水、青岛葡萄酒等产品。重庆啤酒从2024年开始布局非啤酒饮料，主要方向包括汽水、能量饮料、发酵风味饮料等，2024年公司在云南市场推出大理苍洱汽水，2025年公司推出天山鲜果庄园汽水、电持能量饮料等产品，2026年公司推出新疆传统发酵饮品乌苏卡瓦斯，寻求将乌苏从“啤酒品牌”扩展为“全场景饮品品牌”。

图表60:公司 2025 年推出乌苏“电持”能量饮料



资料来源：新华网，万联证券研究所

4 精细化运营支撑公司渠道与产能扩张

4.1 大城市计划持续推进，即时零售强化非即饮渠道

公司深耕西部地区，奠定了区域啤酒龙头地位。公司核心市场主要包括重庆、四川、贵州、新疆、宁夏、甘肃等，区域霸主地位较为稳固。随着乌苏在全国区域内爆红。公司有望凭借完善的产品矩阵以及乌苏大单品打开市场，将地方性强势品牌推广全国，助力全国化发展。

图表61:重庆啤酒深耕西部地区

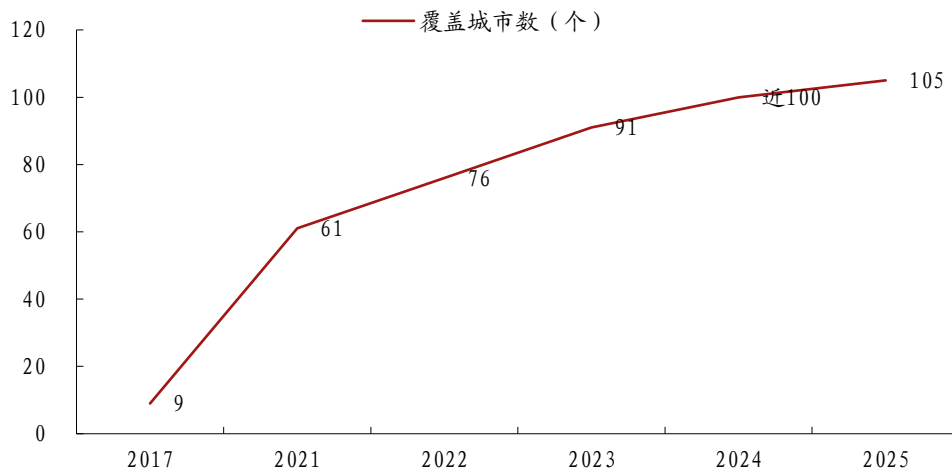
| 公司 | 优势区域 |
|------|---|
| 重庆啤酒 | 重庆、四川、贵州、新疆、宁夏、甘肃等 |
| 华润啤酒 | 东部、华南以及中部地区 贵州、四川、安徽、辽宁、江苏、吉林、黑龙江、青海、天津、浙江 |
| 青岛啤酒 | 山东、华北、华南地区 陕西、山东、上海、山西、海南、河北、甘肃、广东 |
| 百威亚太 | 江西、福建、湖北、浙江 |
| 燕京啤酒 | 华北及华南地区 广西、北京、内蒙古、湖南 |
| 珠江啤酒 | 华南地区 广东 |

资料来源：酒业家，万联证券研究所

持续推进大城市计划，向全国市场进军。大城市计划瞄准经济发达、消费场景丰富，且啤酒格局尚未实现绝对垄断的城市，如旅游城市、工业城市等。2017年-2021年，公司大城市计划覆盖城市的数量增至41个，在此期间，随着旗下“乌苏”品牌在全国范围的现象级爆发，公司借势专门为乌苏筛选了20个具备潜力的新空白大城市进行独立攻坚，大城市计划覆盖总数达到61个；2022年大城市计划再新增15个城市至76个，不再区分是否专属乌苏或是其他品牌；2025年大城市计划覆盖城市进一步

增加至105个，助力公司进一步强化渠道掌控能力与网络布局，优化资源配置效率。

图表62:大城市计划覆盖城市数持续上升



资料来源：公司公告，界面新闻，21世纪经济报道，证券时报网，万联证券研究所

积极加码即时零售，餐饮渠道深化“场景绑定”。非即饮渠道方面，公司在即时零售渠道布局较早，表现优于行业平均，合作平台既包括歪马、酒小二这类垂类酒类平台，也包括美团闪购、京东闪购、淘宝闪购等综合类即时零售平台；公司积极扩大对即时零售的投资，2025年嘉士伯中国与京东超市达成三年战略合作，平台方整合了旗下线下平台、线上门店及秒送等平台资源，以及前置仓等服务，即时零售满足了消费者“当日达”的需求，而且缩短加价环节后产品更具性价比，符合行业发展趋势。传统餐饮渠道方面，公司对餐饮端持续深化场景绑定，推进“乌苏+烧烤”、“重庆啤酒+火锅”等消费场景落地，乌苏烧烤店全国拓展进度超预期，实现“线上引流+线下沉浸”的渠道融合。

公司积极试水大包装新产品，市场反馈良好。产品方面，面对传统餐饮渠道的疲软，公司捕捉到居家消费的增量机会，将产品创新的重心放在了“场景重塑”上：2025年重庆啤酒推出30余款新品，涵盖精酿、茶啤等产品，并重点推出了“1L装”产品矩阵。2026年公司“1L装”产品矩阵主要围绕品牌调性侧重“分享”的乌苏产品展开，目前已覆盖“乌苏金骏眉精酿”“乌苏琥珀拉格”等产品，2026年春节期间公司推出乌苏新春限定8.88L等产品，取得了市场高度认可。

图表63:公司餐饮渠道深化“场景绑定”



资料来源：证券时报网、万联证券研究所

图表64:公司积极试水大包装新产品

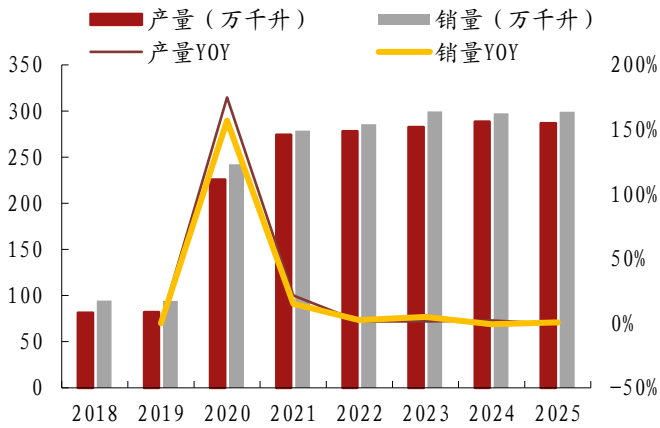


资料来源：证券时报网、万联证券研究所

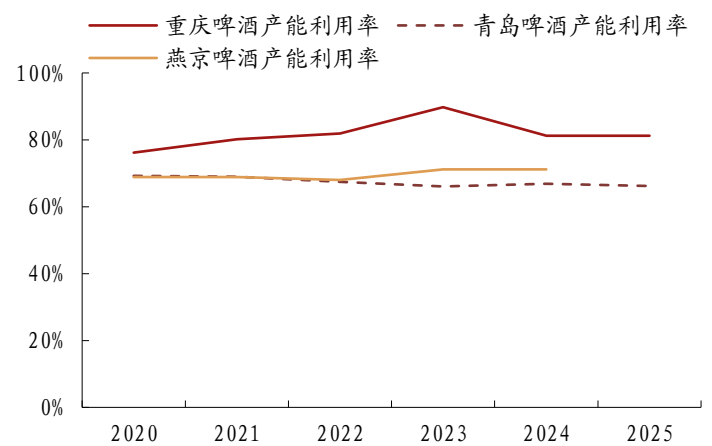
4.2 公司产能利用情况良好，新建产能陆续投产

公司产销量总体保持增长趋势，产能利用率在行业内处于较高水平。2020年公司资产重组后，吸纳了嘉士伯注入的优质资产，产销量实现迅猛增长，2025年公司产量/销量分别为286.8万千升/299.3万千升，2019-2025年年平均复合增长率分别为23.2%/21.2%。2025年重庆啤酒产能利用率为81.3%，较其他啤酒企业更高。

图表65:公司啤酒产销量及增速



图表66:主要啤酒企业产能利用率



资料来源:公司公告、万联证券研究所

资料来源:各公司公告、万联证券研究所

公司新建、扩建产能陆续落地投产。由于啤酒产品重量大单价低的特性，啤酒长途运输经济效益较差，因此啤酒企业大多采取销地生产的模式进行经营运作。合理的产能布局能更好地支撑生产运营与市场销售，并有效节约运输成本，实现降本增效。2013年后行业产能大量过剩，公司自2015年起着手清理落后产能，产能利用率稳步攀升。2021年以来公司启动了佛山工厂等新建、扩建产能项目，其中多数项目于2024年完工投产。新建、扩建产能项目主要补充乌苏核心大单品及大包装啤酒等新增产品的产能，为后续的扩张做好准备。目前嘉士伯(中国)啤酒工贸有限公司和嘉士伯啤酒佛山有限公司设计产能较为充足，产能利用率仍有一定上升空间。

图表67:公司新建、扩建产能陆续落地投产

| 工厂 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 嘉士伯(中国)啤酒工贸有限公司 | 64.0% | 64.0% | 64.0% | 86.0% | 66.2% | 66.2% |
| 重庆嘉酿啤酒有限公司 | 87.5% | 87.5% | 87.5% | 90.0% | 90.0% | 90.0% |
| 宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司 | 90.0% | 90.0% | 90.0% | 90.0% | 90.0% | 90.0% |
| 重庆嘉酿啤酒有限公司九龙坡分公司 | 64.3% | 64.3% | 64.3% | 75.0% | 75.0% | 75.0% |
| 新疆乌苏啤酒有限责任公司 | 92.0% | 92.0% | 92.0% | 96.0% | 82.1% | 82.1% |
| 昆明华狮啤酒有限公司 | 96.0% | 96.0% | 96.0% | 96.0% | 96.0% | 96.0% |
| 嘉士伯天目湖啤酒(江苏)有限公司 | 76.9% | 76.9% | 88.5% | 88.5% | 88.5% | 88.5% |
| 重庆啤酒宜宾有限责任公司 | 55.0% | 91.4% | 91.4% | 91.4% | 91.4% | 91.4% |
| 重庆嘉酿啤酒有限公司合川分公司 | 55.6% | 55.6% | 61.1% | 94.4% | / | / |
| 嘉士伯啤酒(安徽)有限公司 | 73.3% | 86.7% | 93.8% | 100.0% | / | / |
| 新疆乌苏啤酒(乌苏)有限公司 | / | / | / | / | 84.0% | 84.0% |
| 嘉士伯啤酒佛山有限公司 | / | / | / | / | 72.0% | 72.0% |

资料来源:公司公告、万联证券研究所

5 盈利预测、投资建议及风险提示

5.1 核心假设及盈利预测

基于对公司的分析，我们对公司2026-2028年业绩做以下假设：

(1) 营业收入：公司主营业务为啤酒业务。啤酒业务可分为国际品牌和本土品牌，其中国际品牌如嘉士伯、乐堡、凯旋1664等多位于高档产品；本土品牌中雪花、燕京A等位于高档产品，重庆、乌苏、大理等品牌位于主流产品，山城等少数本土品牌侧重于经济产品。近年来公司高档产品销售额占比持续上升，经济产品收入持续萎缩，同时本土品牌较依赖的中部市场可能面临竞争加剧的风险，因此我们认为国际品牌营收增速高于本土品牌的情况将得到延续。假设2026-2028年高档营收增速为3.02%/2.51%/2.01%，主流产品营收增速为-1.06%/-0.04%/-0.01%，经济产品营收增速为-3.93%/-1.14%/-2.30%。

(2) 毛利率：2025年公司毛利率明显改善，主要系部分原材料成本下降。目前大麦、纸箱、玻璃价格均处历史低位，虽然铝价可能继续上升从而提高易拉罐成本，但公司已经提前对2026年大部分原材料进行锁价，因此预计2026年毛利率大概率提升。虽然主要原材料价格处于底部，下行空间有限，但考虑到公司通过1L装新品推广和即时零售渠道布局提升毛利率水平，我们认为毛利率在未来几年仍可以保持小幅增长。假设2026-2028年高档产品毛利率为56.00%/56.20%/56.40%，同比+0.74/+0.20/+0.20pcts；主流产品毛利率为48.20%/48.25%/48.30%，同比+0.28/+0.05/+0.05pcts；经济产品毛利率为30.28%/30.30%/30.30%，同比-0.48/+0.02/+0.02pcts。

图表68:收入（百万元）及毛利率假设

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 高档产品 | | | | |
| 营业收入 | 8779.94 | 9045.31 | 9272.80 | 9458.95 |
| 同比增长 | 2.19% | 3.02% | 2.51% | 2.01% |
| 毛利率 | 55.26% | 56.00% | 56.20% | 56.40% |
| 主流产品 | | | | |
| 营业收入 | 5189.23 | 5134.23 | 5132.17 | 5131.66 |
| 同比增长 | -1.03% | -1.06% | -0.04% | -0.01% |
| 毛利率 | 47.92% | 48.20% | 48.25% | 48.30% |
| 经济产品 | | | | |
| 营业收入 | 328.64 | 315.73 | 312.13 | 304.95 |
| 同比增长 | -5.29% | -3.93% | -1.14% | -2.30% |
| 毛利率 | 30.8% | 30.28% | 30.30% | 30.30% |
| 其他 | | | | |
| 营业收入 | 424.06 | 445.26 | 467.53 | 490.90 |
| 同比增长 | -10.69% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 11.87% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

资料来源：万联证券研究所

(3) 费用率：公司于2025-2026年推出多款新品，叠加世界杯赛事期间公司可能借助足球赛事营销扩大市场份额，我2026年为销售费用率和管理费用率将小幅上升，2027年开始销售费用率和管理费用率小幅下降。假设2026-2028年销售费用率为18.30%/18.10%/17.90%，管理费用率为4.20%/4.10%/4.05%。考虑到产品迭代及非啤酒饮料产品的开发，我们预计公司将保持现有规模的研发费用，假设2026-2028年研发

费用率为0.12%/0.11%/0.10%。

图表69:期间费用（百万元）及费用率假设

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 销售费用 | 2654.82 | 2734.12 | 2748.42 | 2754.18 |
| 销售费用率 | 18.03% | 18.30% | 18.10% | 17.90% |
| 管理费用 | 598.47 | 627.50 | 622.57 | 623.15 |
| 管理费用率 | 4.07% | 4.20% | 4.10% | 4.05% |
| 研发费用 | 15.88 | 17.93 | 16.70 | 15.39 |
| 研发费用率 | 0.11% | 0.12% | 0.11% | 0.10% |

资料来源：万联证券研究所

基于以上假设，我们预测2026-2028年公司营业收入149.41/151.85/153.86亿元，同比+1.49%/+1.63%/+1.33%；归母净利润12.84/13.50/14.04亿元，同比+4.35%/+5.12%/+3.98%，以2026年5月27日市值计算PE为19.22/18.29/17.59x。

图表70:盈利预测

| 项目/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位：百万元 | 实际 | 本次 | 本次 | 本次 |
| 营业收入 | 14721.87 | 14940.53 | 15184.63 | 15386.47 |
| 增长率 (%) | 0.53 | 1.49 | 1.63 | 1.33 |
| 归母净利润 | 1230.90 | 1284.38 | 1350.20 | 1403.96 |
| 增长率 (%) | 10.43 | 4.35 | 5.12 | 3.98 |
| EPS (元/股) | 2.54 | 2.65 | 2.79 | 2.90 |
| 市盈率 (P/E) | 20.06 | 19.22 | 18.29 | 17.59 |
| 市净率 (P/B) | 17.93 | 14.01 | 11.39 | 9.54 |

资料来源：万联证券研究所

5.2 估值分析与投资建议

我们选取青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒四家啤酒企业作为可比公司进行对比分析，公司PE水平高于青岛啤酒和燕京啤酒，低于珠江啤酒和惠泉啤酒。我们认为，重庆啤酒是中国五大啤酒企业之一，盈利能力和股息率均位于行业前列，未来有望借助乌苏品牌的进一步扩张和世界杯营销进一步扩大市场份额，新品推广+即时零售打开增长空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表71:可比公司分析

| | | EPS (元/股) | | | | 市盈率 (P/E) | | | | 评级 |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-----|
| | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 600060.SH | 青岛啤酒 | 3.36 | 3.61 | 3.77 | 3.90 | 7.23 | 7.32 | 7.01 | 6.78 | 增持 |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 0.60 | 0.71 | 0.84 | 0.98 | 18.72 | 17.39 | 14.70 | 12.60 | 未评级 |
| 002461.SZ | 珠江啤酒 | 0.41 | 0.44 | 0.45 | 0.47 | 22.66 | 21.70 | 21.22 | 20.32 | 增持 |
| 600753.SH | 惠泉啤酒 | 0.32 | 0.35 | 0.43 | 0.48 | 26.53 | 36.51 | 29.72 | 26.63 | 未评级 |
| | 平均值 | | | | | 18.78 | 20.73 | 18.16 | 16.58 | |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 2.54 | 2.65 | 2.79 | 2.90 | 20.06 | 19.22 | 18.29 | 17.59 | 增持 |

资料来源：同花顺、万联证券研究所

注：未评级公司使用iFind预测值，PE计算使用2026年5月27日市值

5.3 风险提示

市场竞争加剧: 啤酒行业目前处于存量竞争阶段, 如果其他啤酒企业选择扩大营销投入等手段抢占市场, 可能导致公司业绩不及预期。

原材料成本波动: 啤酒企业的主要原材料包括大麦、铝(易拉罐)、玻璃、纸箱等, 目前铝价处于高位。如果原材料成本上升, 可能导致公司利润不及预期。

新产品推广不及预期: 2025-2026年公司已推出多款新产品, 其中大包装产品等已建设多条生产线。如果新产品推广不及预期, 可能导致公司新建产能利用率不足, 从而影响业绩。

利润表 (百万元)

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 14722 | 14941 | 15185 | 15386 |
| 同比增速 (%) | 0.53 | 1.49 | 1.63 | 1.33 |
| 营业成本 | 7232 | 7260 | 7356 | 7432 |
| 毛利 | 7490 | 7680 | 7829 | 7955 |
| 营业收入 (%) | 50.88 | 51.41 | 51.56 | 51.70 |
| 税金及附加 | 971 | 986 | 993 | 1005 |
| 营业收入 (%) | 6.60 | 6.60 | 6.54 | 6.53 |
| 销售费用 | 2655 | 2734 | 2748 | 2754 |
| 营业收入 (%) | 18.03 | 18.30 | 18.10 | 17.90 |
| 管理费用 | 598 | 628 | 623 | 623 |
| 营业收入 (%) | 4.07 | 4.20 | 4.10 | 4.05 |
| 研发费用 | 16 | 18 | 17 | 15 |
| 营业收入 (%) | 0.11 | 0.12 | 0.11 | 0.10 |
| 财务费用 | -15 | -6 | -38 | -73 |
| 营业收入 (%) | -0.10 | -0.04 | -0.25 | -0.48 |
| 资产减值损失 | -104 | -12 | -9 | -8 |
| 信用减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 65 | 60 | 67 | 66 |
| 投资收益 | -24 | 30 | 27 | 26 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 6 | 5 | 5 | 4 |
| 营业利润 | 3206 | 3404 | 3576 | 3719 |
| 营业收入 (%) | 21.77 | 22.78 | 23.55 | 24.17 |
| 营业外收支 | 36 | 10 | 8 | 7 |
| 利润总额 | 3242 | 3414 | 3584 | 3726 |
| 营业收入 (%) | 22.02 | 22.85 | 23.60 | 24.21 |
| 所得税费用 | 764 | 819 | 860 | 894 |
| 净利润 | 2478 | 2594 | 2724 | 2832 |
| 营业收入 (%) | 16.83 | 17.37 | 17.94 | 18.40 |
| 归属于母公司的净利润 | 1231 | 1284 | 1350 | 1404 |
| 同比增速 (%) | 10.43 | 4.35 | 5.12 | 3.98 |
| 少数股东损益 | 1247 | 1310 | 1373 | 1428 |
| EPS (元/股) | 2.54 | 2.65 | 2.79 | 2.90 |

基本指标

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 2.54 | 2.65 | 2.79 | 2.90 |
| BVPS | 2.85 | 3.64 | 4.48 | 5.35 |
| PE | 20.06 | 19.22 | 18.29 | 17.59 |
| PEG | 1.92 | 4.42 | 3.57 | 4.42 |
| PB | 17.93 | 14.01 | 11.39 | 9.54 |
| EV/EBITDA | 6.39 | 5.58 | 4.81 | 4.14 |
| ROE | 89.39% | 72.88% | 62.30% | 54.24% |
| ROIC | 83.06% | 54.90% | 41.42% | 33.19% |

资产负债表 (百万元)

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 753 | 2905 | 5254 | 7515 |
| 交易性金融资产 | 380 | 230 | 130 | 80 |
| 应收票据及应收账款 | 87 | 79 | 82 | 76 |
| 存货 | 2045 | 2170 | 2079 | 2194 |
| 预付款项 | 39 | 38 | 38 | 36 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 244 | 185 | 137 | 119 |
| 流动资产合计 | 3548 | 5608 | 7720 | 10020 |
| 长期股权投资 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 固定资产 | 4448 | 4144 | 3819 | 3463 |
| 在建工程 | 181 | 121 | 81 | 55 |
| 无形资产 | 695 | 718 | 728 | 731 |
| 商誉 | 699 | 699 | 699 | 699 |
| 递延所得税资产 | 857 | 857 | 857 | 857 |
| 其他非流动资产 | 121 | 91 | 86 | 88 |
| 资产总计 | 10691 | 12378 | 14133 | 16054 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 2387 | 2470 | 2442 | 2516 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 1716 | 1724 | 1746 | 1761 |
| 应付职工薪酬 | 458 | 436 | 427 | 424 |
| 应交税费 | 92 | 87 | 85 | 85 |
| 其他流动负债 | 2597 | 2525 | 2517 | 2503 |
| 流动负债合计 | 7249 | 7241 | 7217 | 7289 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 其他非流动负债 | 576 | 576 | 576 | 576 |
| 负债合计 | 7830 | 7822 | 7798 | 7871 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 1377 | 1762 | 2167 | 2589 |
| 少数股东权益 | 1483 | 2794 | 4167 | 5595 |
| 股东权益 | 2860 | 4556 | 6334 | 8183 |
| 负债及股东权益 | 10691 | 12378 | 14133 | 16054 |

现金流量表 (百万元)

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | 2624 | 3036 | 3350 | 3341 |
| 投资 | -375 | 165 | 110 | 55 |
| 资本性支出 | -413 | -175 | -187 | -174 |
| 其他 | 0 | 30 | 27 | 26 |
| 投资活动现金流净额 | -787 | 20 | -50 | -93 |
| 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加 (减少) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资成本 | -2111 | -904 | -951 | -988 |
| 其他 | -61 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | -2172 | -904 | -951 | -988 |
| 现金净流量 | -335 | 2152 | 2350 | 2260 |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场