食品饮料

报告日期：2026 年 07 月 03 日

高端化进程进入下半场，渠道变革正当时

——啤酒行业深度报告

投资要点

- **一句话逻辑：啤酒行业进入量稳价升阶段，高端化和非即饮渠道扩容共同促进行业发展，短期看厄尔尼诺+美加墨世界杯作为催化剂叠加成本优势，板块进入配置区间。**
- **啤酒行业规模大集中度高，行业进入高端化/多样化阶段**

中国啤酒行业市场规模从 2019 年 6043 亿元增至 2024 年 7347 亿元，CAGR 为 4.0%，预计未来五年复合增速为 4.8%。从增速看，2020 年以来行业增速降至个位数。**量：**中国啤酒产量经过 20 多年增长，2013 年达高峰 5061.54 万千升，随后进入调整阶段，2020 年后趋于平稳在 3500 万千升左右，2026 年 1-4 月产量为 1195.7 万千升，同比+2.90%。**价：**行业吨价从 2019 年 16049 元/千升增至 2024 年 20864 元/千升，CAGR 为 5.39%，预计 2025 年同比增长 4.72%至 21850 元/千升。随着高端化推进不断提升，预计价升是未来 3-5 年主旋律。行业集中度高，2025 年 CR3/CR5/CR10 为 49.4%/65.5%/79.4%，啤酒企业各自具备优势市场。

- **即饮修复+非即饮增长，即时零售等新兴渠道快速发展**

消费量看，即饮渠道与非即饮渠道消费占比大致各半；零售额看，即饮渠道仍占大头，2025 年占比为 63%。随着促消费政策落地以及政策边际变化，啤酒销量有望进一步修复。渠道重心向非即饮渠道转移，25 年非即饮渠道消费量占比达 53%。非即饮渠道中即时零售渠道快速增长，25 年酒类即时零售市场规模突破 500 亿元，预计未来几年将以 50%复合增速持续扩容。各大即时零售平台和酒企均持续加码酒水板块，成为啤酒增长重要引擎。

- **高端化进程进入下半场，成本仍处于较低位置**

主流价格带上移至 6-8 元，次档+高档占比从 19 年 18%提升至 23 年 34%，预计 28 年达到 47%，展望未来五年 8-10 元价格带的中档酒将逐步取代现有的 6 元价格带，高端化发展趋势具有较高的确定性。啤酒高端化进程已经进入下半场，行业收入和净利率逐步提升。精酿啤酒的快速发展成为新增长极，多元化发展为行业必经之路。成本看，2026 年主要原材料均在低位，利润弹性有望持续释放。

- **厄尔尼诺+体育赛事有望拉动旺季动销，估值相对底部区间**

2026 年厄尔尼诺正在形成，全国大部地区气温较常年同期偏高，根据历史经验啤酒具备较强季节性，气温抬升有助于增加啤酒消费，我们预计需求积极，同时关注旺季天气结构。2026 年夏季美加墨世界杯已经开幕，有望放大消费强度，啤酒企业积极进行营销布局，有望迎来边际利好。估值看，板块处于相对底部区间，分红比例维持相对高位，股息率较为可观。

- **投资建议**

短期看，厄尔尼诺+世界杯催化+成本优势+估值底部，行业配置属性拉升。中长期看，啤酒行业进入量稳价升阶段，高端化和非即饮渠道扩容是主要趋势和竞争关键，第二曲线打造也有望打开增长空间。随着后续促消费政策落地以及政策边际变化，预计 Q2 低基数下或迎量/价双超预期。推荐青岛啤酒/燕京啤酒，建议关注华润啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒。

- **风险提示**

经济复苏不及预期、产业政策风险、终端需求恢复不及预期、消费升级不及预期、市场需求变化风险、行业竞争加剧、消费税或生产风险、食品安全风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：张潇倩
执业证书号：S1230526010001
zhangxiaoqian01@stocke.com.cn

分析师：何宇航
执业证书号：S1230526050002
heyuhang@stocke.com.cn

相关报告

1 《食品饮料周报：白酒淡季去库为主，关注大众品业绩预期催化》 2026.06.28

2 《食品饮料周报：端午白酒动销平稳，Q2 业绩预期催化持续》 2026.06.21

3 《食品饮料周报：关注“低位龙头”+“潜在业绩超预期”两大主线》 2026.06.14

正文目录

1 啤酒行业规模大集中度高，行业进入高端化/多样化阶段 6
1.1 啤酒行业源远流长，已经进入高端化/多样化阶段 6
1.2 行业规模超 7000 亿，行业增速放缓至个位数 8
1.3 啤酒行业集中度高，各自具备优势市场 11
2 即饮修复+非即饮增长，即时零售等新兴渠道快速发展 12
2.1 即饮渠道量稳&消费额稳健微增，渠道有望修复 12
2.2 非即饮渠道快速发展，即时零售渠道成为增长引擎 13
2.3 主要啤酒企业渠道布局分析 17
3 高端化进程进入下半场，成本仍处于较低位置 19
3.1 高端化进程进入下半场，吨价增长带动利润率提升 19
3.2 精酿啤酒快速增长，成为啤酒新增长极 24
3.3 复盘海外酒企发展路径，多元化发展为必经之路 28
3.4 产能去化接近尾声，产能利用率稳健 31
3.5 成本处于低位，利润弹性有望持续释放 31
4 厄尔尼诺+体育赛事有望拉动旺季动销，估值相对底部区间 33
4.1 厄尔尼诺或将拉长旺季消费，增长确定性较强 33
4.1.1 2026 年厄尔尼诺带来高温，或将拉长啤酒旺季消费 33
4.1.2 复盘历史上厄尔尼诺啤酒板块表现：量减价增，板块收益率优秀 34
4.1.3 2026 年厄尔尼诺对啤酒板块影响：需求预计积极，关注旺季天气结构 35
4.2 美加墨世界杯开赛，有望加快啤酒动销 37
4.3 估值相对底部区间，分红比例维持相对高位 39
5 投资建议 40
6 风险提示 42

图表目录

图 1: 啤酒行业主要发展阶段情况 7
图 2: 中国啤酒行业产业链 8
图 3: 24 年酒精饮料市场规模达 22522 亿元（亿元） 8
图 4: 24 年啤酒市场规模 7347 亿元 8
图 5: 中国啤酒行业产量趋于稳健 9
图 6: 中国啤酒行业吨价稳定增长 9
图 7: 中国人均啤酒饮用量较欧美等国仍有差距（升/人） 9
图 8: 海外多数啤酒大国总量见顶后进入长周期回落（各国啤酒产量：万千升） 9
图 9: 世界主要国家/地区劳动力人口比例 10
图 10: 中国人口总量和劳动力人口趋势 10
图 11: 工业啤酒增速相对平稳 10
图 12: 工业啤酒仍为主要消费品类 10
图 13: 按企业总部拆分啤酒市场规模 11
图 14: 本土企业竞争力不断增强 11
图 15: 啤酒行业市占率情况 11
图 16: 按消费量看，即饮渠道基本稳健 12
图 17: 按零售额看，即饮渠道仍有所增长 12
图 18: 2026 年 1-4 月餐饮收入增速 3.8% 13
图 19: 我国餐饮收入整体保持向上趋势 13
图 20: 按消费量看，非即饮渠道占比超过即饮渠道 13
图 21: 按零售额看，非即饮渠道占比有所提升 13
图 22: 华润啤酒与歪马送酒推出定制产品“雪花全麦白啤” 14
图 23: 歪马送酒积极拥抱各品牌并推出自营品牌 14
图 24: 山姆/盒马/胖东来等渠道啤酒销量榜更多差异化单品 15
图 25: 18-35 岁年轻消费者选择的购酒渠道 15
图 26: 年轻消费者选购酒饮产品的核心决策因素 15
图 27: 即时零售市场规模快速增长 16
图 28: 酒类即时零售 2025 年市场规模约 500 亿 16
图 29: 价格带显著上移 19
图 30: 华润啤酒推出千元啤酒产品 19
图 31: 主要啤酒企业吨价显著提升（元/千升） 20
图 32: 主要啤酒企业销量提升较为稳健（万千升） 20
图 33: 主要啤酒企业啤酒业务毛利率持续提升 21
图 34: 主要啤酒企业净利率水平趋势向上 21
图 35: 中国与欧美日韩啤酒吨价情况（元/千升） 22
图 36: 2025 年中国啤酒吨价低于欧美日韩（元/千升） 22
图 37: 青岛啤酒不同价位产品占比情况 22
图 38: 重庆啤酒不同价位产品占比情况 22
图 39: 燕京啤酒不同价位产品占比情况 23
图 40: 燕京啤酒 U8 持续高增 23
图 41: 珠江啤酒不同价位产品占比情况 23
图 42: 惠泉啤酒不同价位产品占比情况 23

图 43: 精酿啤酒与工业啤酒区别 24
图 44: 我国精酿啤酒快速增长 25
图 45: 2025 年前三季度我国精酿啤酒市占率情况 25
图 46: 精酿啤酒消费量快速增长（万千升） 26
图 47: 中国精酿啤酒零售量占比和人均零售量情况 26
图 48: 我国风味精酿啤酒快速发展 26
图 49: 我国风味精酿啤酒市占率情况 26
图 50: 精酿啤酒产品持续更新 28
图 51: 25 年嘉士伯啤酒销量占比为 67% 29
图 52: 朝日啤酒主要品类和占比情况 29
图 53: 三得利主要品类和占比情况 30
图 54: 麒麟主要品类和占比情况 30
图 55: 啤酒成本构成 32
图 56: 2019 年以来吨价涨幅高于吨成本涨幅 32
图 57: 主要啤酒企业毛利率水平趋势向上 32
图 58: 进口大麦价位维持在稳定低位（美元/吨） 33
图 59: 中国大米价格基本稳定(元/公斤) 33
图 60: 我国玻璃价格处于下行趋势（元/吨） 33
图 61: 瓦楞纸价格低位，铝锭价格有所提升（元/吨） 33
图 62: 厄尔尼诺现象改变了全球不同地区的降雨模式 34
图 63: 啤酒夏季产量占全年比重超过 40% 34
图 64: 啤酒月度产量与气温具有高度拟合性 34
图 65: 23 年 Q1/Q2 销量同比增速高于 Q3/Q4 37
图 66: 23 年 Q3 以来大部分城市降水量增加显著 37
图 67: 25 年以来啤酒板块估值经历上行和下行阶段 39
图 68: 盈利预测一览表（WIND 一致预期） 41

表 1: 啤酒企业业务布局情况 12
表 2: 美团闪购年度榜单中啤酒类还是以知名品牌为主 14
表 3: 啤酒企业即时零售布局 16
表 4: 主要啤酒企业 2025 年渠道建设情况 18
表 5: 啤酒企业渠道情况梳理 18
表 6: 中国啤酒行业高端化阶段情况 20
表 7: 2025 年主要啤酒企业量价情况 21
表 8: 啤酒企业高端化战略情况 24
表 9: 精酿啤酒参与者情况一览 27
表 10: 啤酒企业多业务布局情况 30
表 11: 主要啤酒企业去产能情况 31
表 12: 2025 年主要啤酒企业产能情况 31
表 13: 近 10 年厄尔尼诺情况一览 35
表 14: 23 年上半年啤酒行业经营优于 23 年下半年 36
表 15: 历届世界杯期间啤酒板块表现 37
表 16: 卡塔尔世界杯期间部分啤酒销售情况 38

表 17: 2026 年美加墨世界杯规模大于往年 38
表 18: 部分啤酒企业 2026 年世界杯营销活动 39
表 19: 啤酒板块 PE、PEG 情况一览 40
表 20: 啤酒板块分红率和股息率情况一览 40

1 啤酒行业规模大集中度高，行业进入高端化/多样化阶段

1.1 啤酒行业源远流长，已经进入高端化/多样化阶段

中国啤酒行业的发展历程可划分为四个递进阶段。随着啤酒本土化进程持续推进、市场规模不断扩大，行业正朝着高端化、品质化、多样化、饮料化方向发展。

啤酒工业起步阶段：1900 年至 1978 年

20 世纪初，啤酒作为外来饮品传入中国，消费主要集中在租界与铁路沿线。酿造技术和产能率先在国内经济发达城市落地，哈尔滨、青岛、北京、上海等地陆续建成本土酿造工厂，标志着中国现代啤酒工业正式起步。受玻璃瓶等包装材料供应不足、运输体系落后、消费人群有限等因素制约，这一时期行业整体发展较为缓慢。

产量稳步增长阶段：1979 年至 2012 年

改革开放后，城镇化提速、居民收入增长，带动啤酒需求大幅上升。叠加政策扶持，啤酒企业建厂、并购活动活跃，外资品牌与国内头部企业在全国范围内大规模扩产，行业产量稳步走高。与此同时，包装工艺、酿造技术、玻璃瓶回收体系以及冷链物流，也逐步实现规模化、现代化升级。

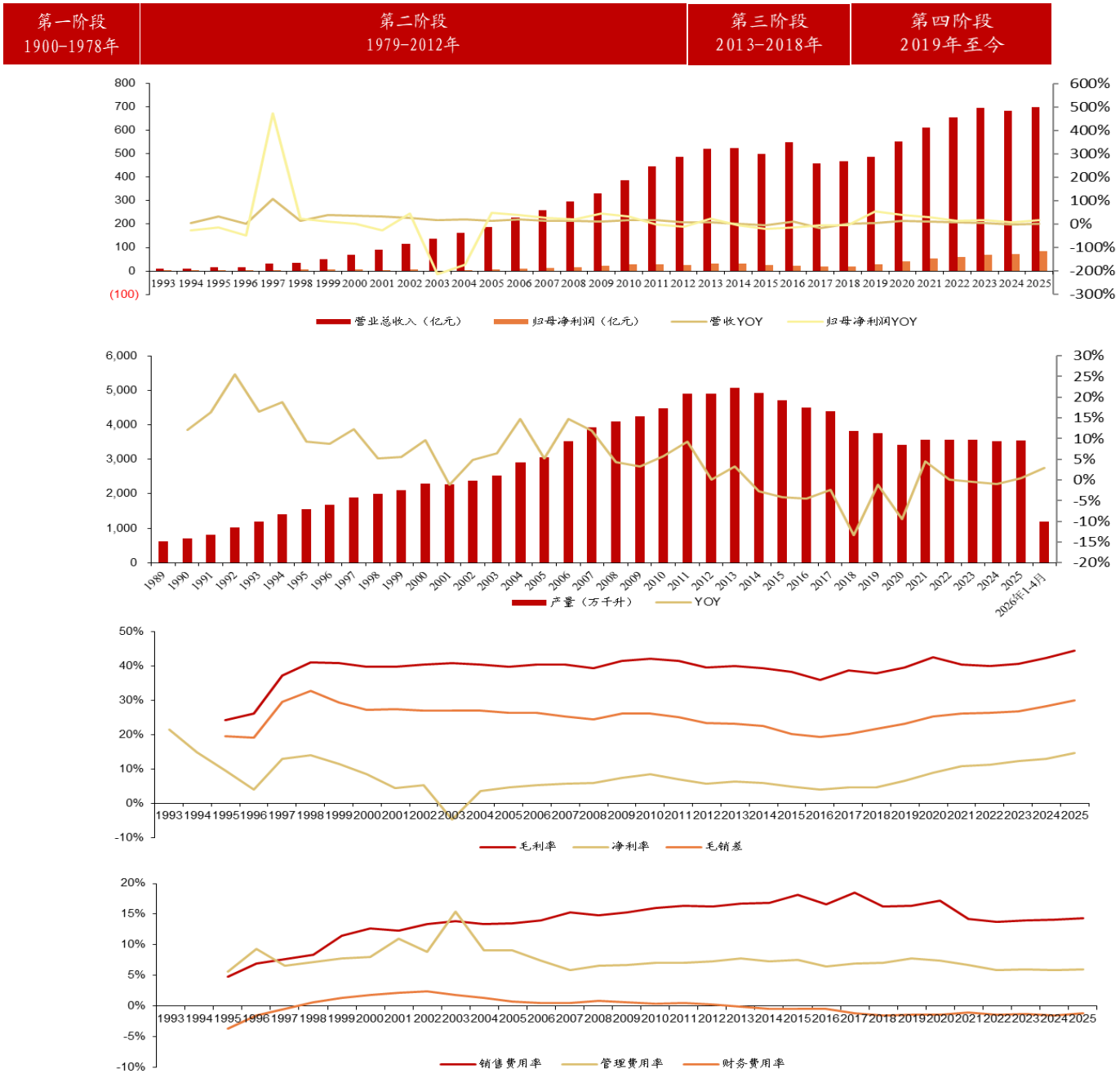
市场整合阶段：2013 年至 2018 年

随着居民健康意识增强、消费习惯转变，啤酒整体消费量增长陷入瓶颈。头部企业通过并购整合中小产能、深耕下沉市场、加大营销投入争夺份额，市场竞争日趋激烈。规模扩张带来的红利逐步消退，行业开始倒逼企业探索差异化发展道路。

高端化、品质化、多样化、饮料化发展阶段：2019 年至今

消费升级叠加 Z 世代成为消费主力，推动啤酒市场全面转型升级。拥有独特工艺、品鉴风味与文化特色的本土高端啤酒，以及口味丰富、口感偏向饮品、兼具地域特色的差异化产品，市场渗透率持续提升。行业由此迈入以创新和结构优化为核心的高质量发展阶段。

图1：啤酒行业主要发展阶段情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：行业数据来源于申万行业分类的啤酒行业，利润率计算按整体法

中国啤酒行业产业链可分为上游原材料供应、中游酿造与品牌运营、下游渠道及终端消费者三个环节。产业链上游主要包括麦芽、啤酒花、酵母及酿造用水等核心原辅料，茶叶等风味原料，还有玻璃瓶、铝罐、马口铁等关键包装材料的供应。原料和包装材料的品质会直接影响酒体风味、稳定性，以及产品货架期和运输范围。产业链中游的酿造环节包含糖化、煮沸、发酵、过滤、澄清等工序，生产中需严格把控各项参数，保障产品品质；品牌运营则依托精准市场定位、差异化产品特色与创新营销方式，打造产品溢价，提升品牌市场竞争力。产业链下游渠道分为两类，一类是酒吧、餐厅等现饮渠道，另一类是电商平台、商超、便利店、即时零售等流通渠道，覆盖多元消费场景，完成产品面向消费者的销售。

图2： 中国啤酒行业产业链

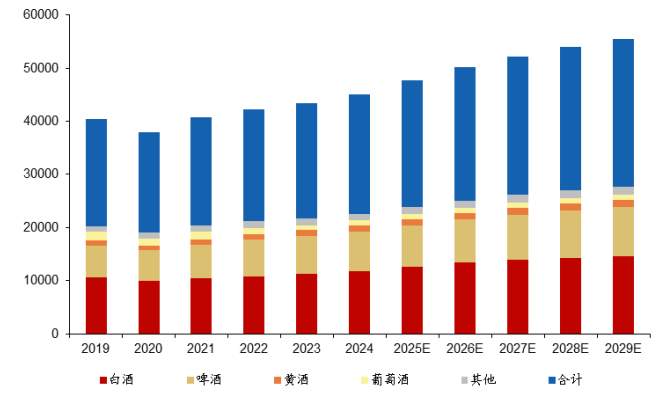


资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

1.2 行业规模超 7000 亿，行业增速放缓至个位数

啤酒行业零售额超 7000 亿，行业增速放缓至个位数。根据灼识咨询数据，中国酒精饮料市场规模从 2019 年 2 万亿元增至 2024 年 2.3 万亿，CAGR 为 2.2%，细分子行业中啤酒行业复合增速最高。中国啤酒行业市场规模从 2019 年 6043 亿元增至 2024 年 7347 亿元，CAGR 为 4.0%，灼识咨询预计未来五年复合增速为 4.8%。从增速看，2020 年以来行业增速降至个位数，23 年以来增速降至低个位数。

图3： 24 年酒精饮料市场规模达 22522 亿元（亿元）



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

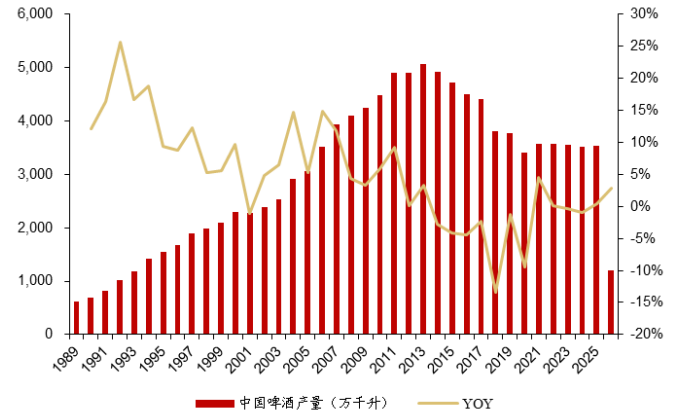
图4： 24 年啤酒市场规模 7347 亿元



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

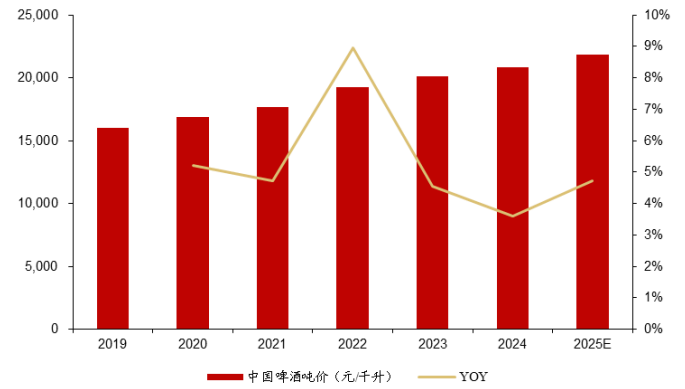
量稳价增，高端化驱动行业增长。量：中国啤酒产量自 1989 年开始进入长达 20 多年的增长，至 2013 年达高峰 5061.54 万千升，随后进入调整阶段，到 2020 年降至 3411.1 万千升，随后基本稳定在 3500 万千升左右，产量基本趋于平稳，2026 年 1-4 月产量为 1195.7 万千升，同比+2.90%。**价：**中国啤酒行业吨价从 2019 年 16049 元/千升增至 2024 年 20864 元/千升，CAGR 为 5.39%，预计 2025 年同比增长 4.72%至 21850 元/千升。虽然行业进入存量阶段，但是啤酒价格随着高端化推进不断提升，预计这将是未来 3-5 年啤酒行业主旋律。

图5： 中国啤酒行业产量趋于稳健



资料来源：Wind，浙商证券研究所

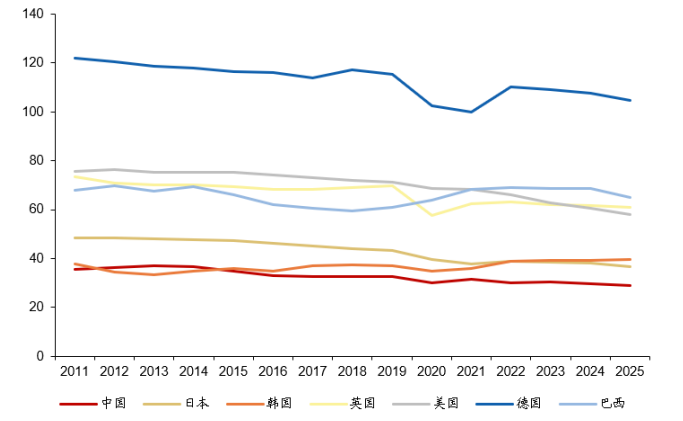
图6： 中国啤酒行业吨价稳定增长



资料来源：Wind，金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所，注：此处吨价=啤酒行业零售额/啤酒行业产量，与实际吨价或有出入，此数据仅做趋势研判

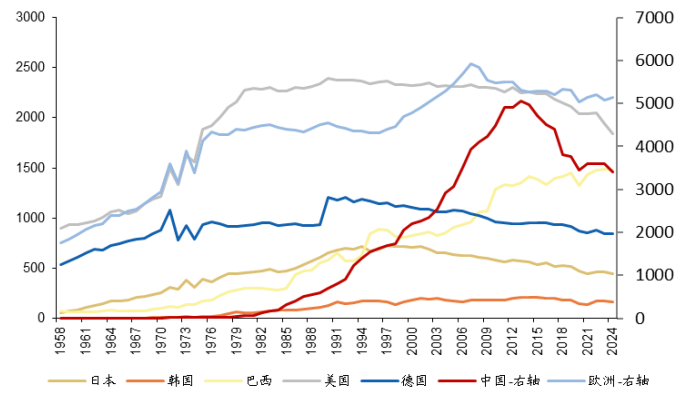
人均仍有提升空间，产量预计进入平稳周期。根据欧睿国际数据，从人均看，2025 年我国人均啤酒消费量为 29.1 升，同期日/韩/英/美/德人均消费量为 36.8/39.6/60.9/58.1/104.7；我国人均啤酒消费量从 2011 年便没有提升，且 2011 年以来全球人均消费量均处于下行周期，因此我们预计虽然对比欧美等国，我国人均啤酒消费量仍有提升空间，但不会出现大幅增长情况。从历史周期看，根据全球啤酒大国产量规律，海外多数啤酒大国总量见顶后进入长周期回落，某些国家进入相对平稳阶段，因此我们预计啤酒行业将进入产量平稳阶段。

图7： 中国人均啤酒饮用量较欧美等国仍有差距（升/人）



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图8： 海外多数啤酒大国总量见顶后进入长周期回落（各国啤酒产量：万千升）

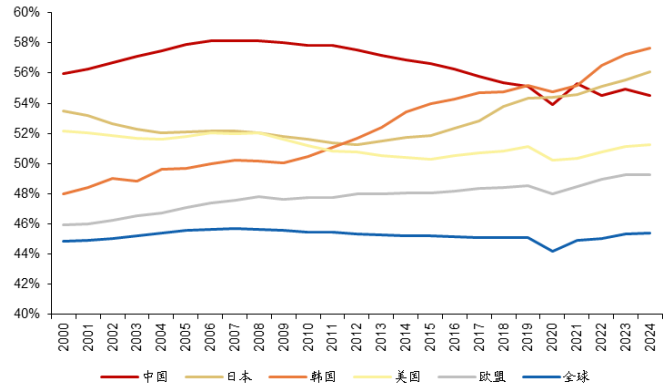


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从人口结构看，未来较长时间我国啤酒消费仍有人口需求支撑。从劳动力人口结构看（15-64 岁），中国劳动力人口长期处于 7 亿以上，占总人口比重 55%左右，比重和日韩相当，高于欧美，劳动力人口数量远高于欧美日韩；且预计 2035 年我国劳动力人口将达 9

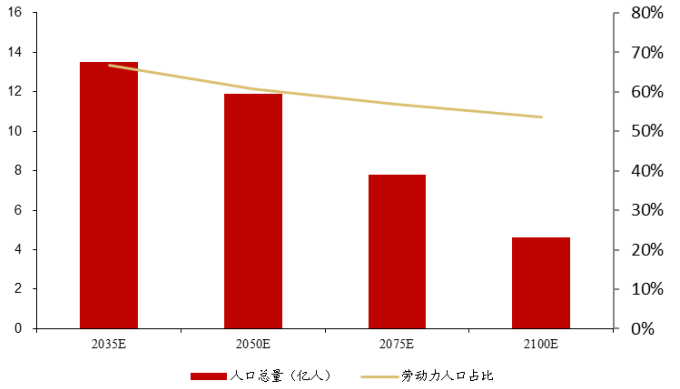
亿，至 2050 年仍有 7.2 亿，该年龄段为啤酒主要消费人群，因此我们认为未来较长时间我国啤酒消费仍有人口需求支撑。

图9： 世界主要国家/地区劳动力人口比例



资料来源：iFind，浙商证券研究所

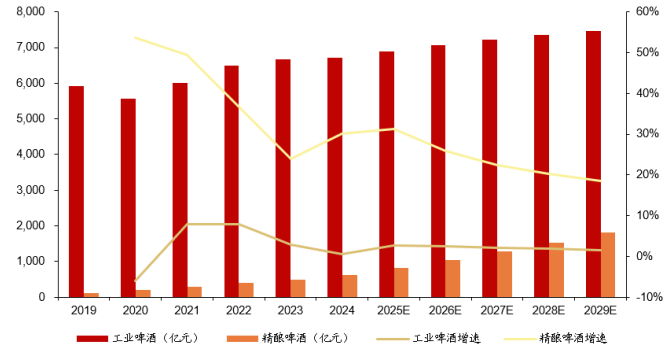
图10： 中国人口总量和劳动力人口趋势



资料来源：数局公众号，浙商证券研究所

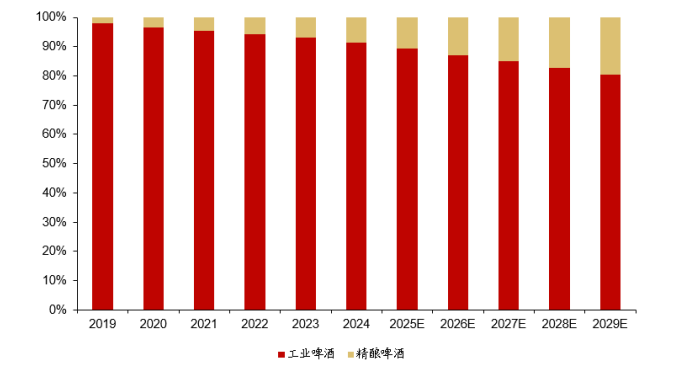
工业啤酒体量为主，增速相对平稳。中国啤酒市场可以按品类分为工业啤酒与精酿啤酒。工业啤酒市场增速相对平稳，根据灼识咨询数据，以零售额计，市场规模从 2019 年 5918 亿元增至 2024 年 6715 亿元，CAGR 为 2.6%。灼识咨询预计 2024 年至 2029 年复合年增长率预计为 2.2%，到 2029 年将达 7472 亿元。从比重看，工业啤酒占比高，2024 年为 91.4%，但是精酿啤酒占比逐年提升。

图11： 工业啤酒增速相对平稳



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

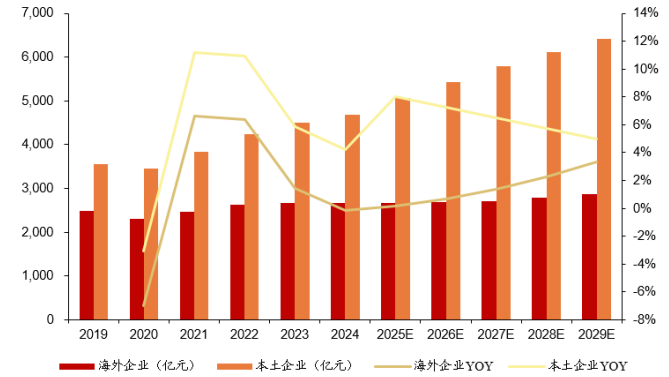
图12： 工业啤酒仍为主要消费品类



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

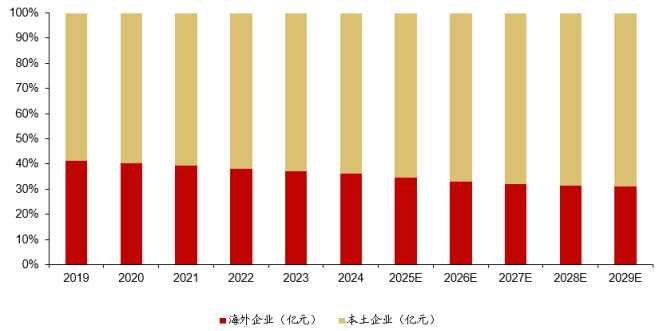
本土企业竞争力不断提升，未来有望占据更大的市场份额。近年来，凭借对本土需求的深刻洞察与快速响应能力，以及在文化共鸣方面的优势，本土企业在中国啤酒市场中的竞争力不断增强，正逐步实现对海外企业的替代，未来有望占据更大的市场份额。根据灼识咨询数据，本土企业创造的啤酒零售额从 2019 年 3555 亿元增至 2024 年 4687 亿元，CAGR 为 5.7%，灼识咨询预计未来 5 年 CAGR 为 6.5%；占比也从 2019 年 58.83%增至 2024 年的 63.79%。

图13：按企业总部拆分啤酒市场规模



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

图14：本土企业竞争力不断增强

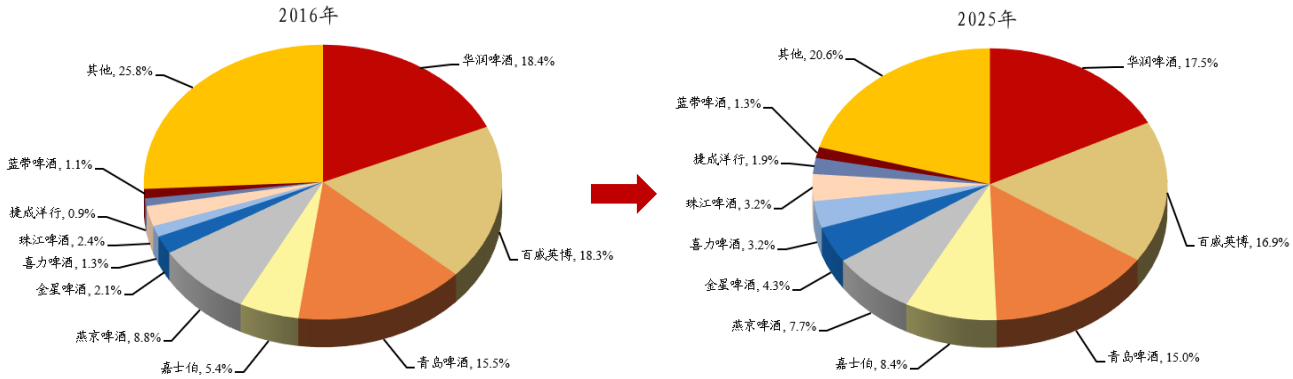


资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

1.3 啤酒行业集中度高，各自具备优势市场

啤酒行业集中度高，但龙头集中度趋势放缓。根据欧睿国际数据，我国啤酒行业集中度高，CR10 处于不断提升中，CR3 和 CR5 波动中略有下降。具体看行业集中度 CR3/CR5/CR10 从 2016 年的 52.2%/66.4%/74.2%变为 2025 年的 49.4%/65.5%/79.4%。排名前五的啤酒企业 10 年没有变化，分别为华润啤酒、百威英博、青岛啤酒、嘉士伯、燕京啤酒，

图15：啤酒行业市占率情况



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

啤酒企业各自具备优势市场，区域竞争格局相对稳定。经过行业多轮兼并整合，我国绝大多数区域有具备较强优势的啤酒企业。市占率前五的啤酒企业华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒业务布局全国，但仍有其强势的区域，华润啤酒强势区域为东部地区，青岛啤酒则以山东及周边区域为其大本营，燕京啤酒在华北较为强势，重庆啤酒则在华中区域有优势；其余啤酒企业主要为区域性品牌，销售主要集中在其品牌所在地及周边。

表1：啤酒企业业务布局情况

公司	销售布局	啤酒产品类型
华润啤酒	覆盖全国，东部地区强势	雪花 Snow 等
青岛啤酒	覆盖全国，山东地区强势	高端品牌：青岛 中端品牌：崂山、山水等
百威亚太	中国、韩国、印度等亚太地区	高端品牌：百威、科罗娜、福佳、蓝妹等 中端品牌：哈尔滨等
燕京啤酒	覆盖全国，华北地区强势	高端品牌：燕京 U8、狮王精酿等 中端品牌：雪鹿、漓泉等
重庆啤酒	覆盖全国，华中地区强势	高端品牌：嘉士伯、乐堡等 中端品牌：乌苏等
珠江啤酒	华南地区	珠江啤酒等
惠泉啤酒	福建省内	惠泉大纯生、惠泉精品、惠泉国宴等
兰州黄河	青海、甘肃等地	黄河啤酒等
香港生力啤	香港及华南地区	广式菠萝啤、龙啤、威乐啤酒、生力清啤的等

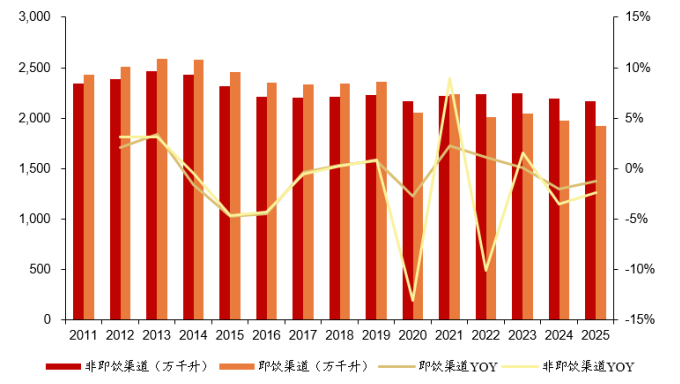
资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

2 即饮修复+非即饮增长，即时零售等新兴渠道快速发展

2.1 即饮渠道量稳&消费额稳健微增，渠道有望修复

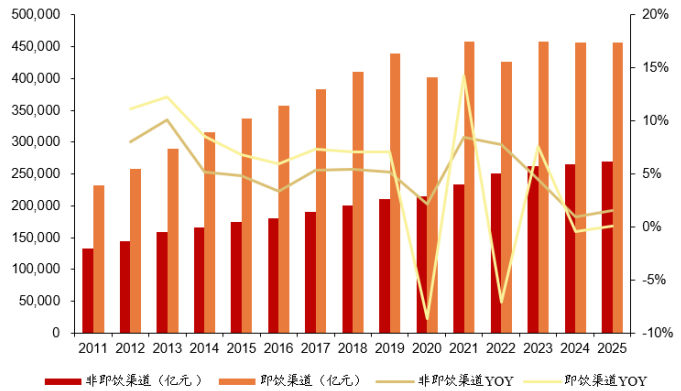
即饮渠道仍为主要消费渠道，量稳&消费额稳健微增。根据欧睿国际数据，从消费量看，中国啤酒即饮渠道（餐饮、酒吧、夜市等）与非即饮渠道消费占比大致各半，2022 年开始非即饮渠道占比超过即饮渠道，2025 年即饮渠道/非即饮渠道占比为 47%/53%；即饮渠道消费量基本稳定在 2000 万千升。从零售额看，即饮渠道仍占大头，2025 年占比为 63%；非即饮渠道零售额占比经历先降后升，2025 年提升至 37%。

图16：按消费量看，即饮渠道基本稳健



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图17：按零售额看，即饮渠道仍有所增长

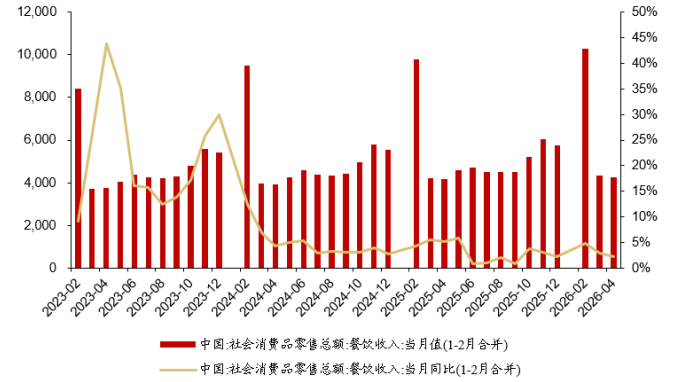


资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

餐饮收入回归增长渠道，有望促进即饮渠道修复。2026 年 1-4 月我国餐饮收入同比增长 3.8%，增速高于 25 年。26Q1 啤酒板块总营收同比+1%，表明餐饮收入增长有效传导至

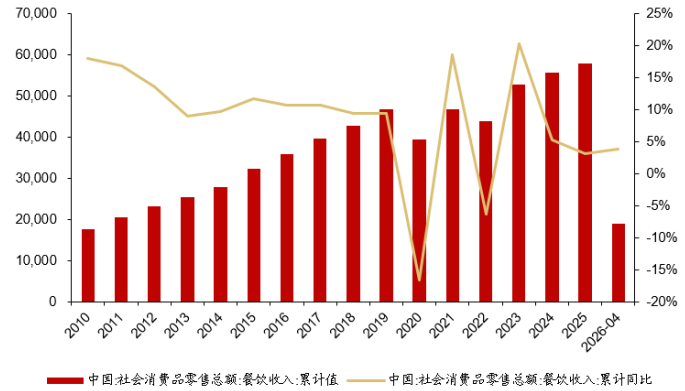
啤酒板块。我们认为，随着后续促消费政策落地以及政策边际变化，进而带动餐饮修复，啤酒销量有望进一步修复。

图18：2026 年 1-4 月餐饮收入增速 3.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19：我国餐饮收入整体保持向上趋势

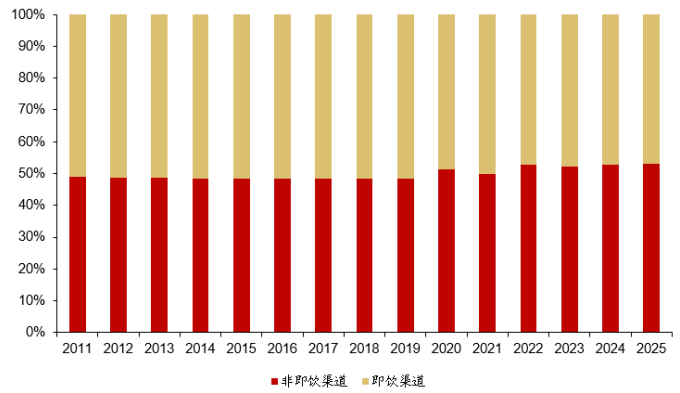


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 非即饮渠道快速发展，即时零售渠道成为增长引擎

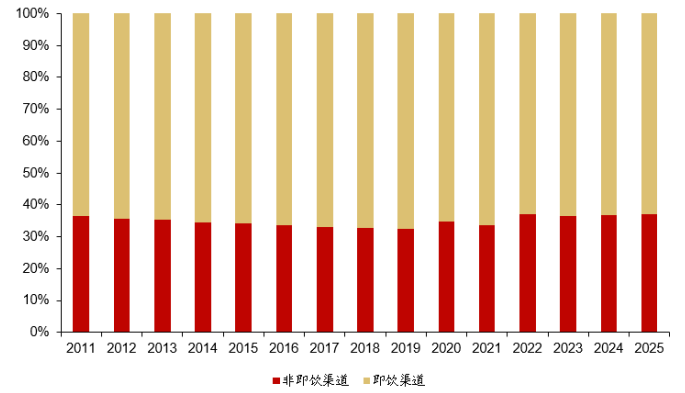
渠道重心加速向“非现饮”转移，销量上非即饮渠道比重超过即饮渠道。传统上啤酒以即饮渠道（餐饮、夜场、酒吧）为主，但近年来非现饮渠道（商超、便利店、电商、即时零售等）快速崛起，销量占比持续提升。根据欧睿国际数据，2020 年非即饮渠道占比超过即饮渠道，2025 年非即饮渠道销量占比达新高 52.99%。零售额看，非即饮渠道零售额持续增长，2025 年零售额 2696 亿元，占比提升至 37.11%，2011-2025 年 CAGR 为 5.17%。

图20：按消费量看，非即饮渠道占比超过即饮渠道



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图21：按零售额看，非即饮渠道占比有所提升



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

根据新兴渠道特性，我们将其分为两类：

一类是平台模式，包括美团闪购/京东到家/饿了么等全品类平台和酒小二、歪马送酒、1919 等酒水垂直类平台。该模式下，平台以全品类酒类为主，自身拥有较高流量，但由于同其他线上、线下渠道直接竞争，因此积极拥抱各种酒类品牌。平台为了吸引消费者，往往直接对接啤酒企业，减少层级，保证一定利润的前提下采取更有性价比的价格。

这种模式下，往往是买方市场（消费者自主选择），因此更愿意与知名品牌合作，通过大单品获得更高流量；另外平台也会和酒企合作推出定制产品或自营品牌来增加稀缺性。我们认为平台模式渠道能更有效扩大品牌酒企市场份额。

表2：美团闪购年度榜单中啤酒类还是以知名品牌为主

	2025 年美团闪购		24 年美团闪购酒类市占排行			24 年美团闪购酒类渗透增长排行		
	重物到家市占率增长排行	重物到家人气增长排行	夜宵解馋	下午茶	礼赠关怀	夜宵解馋	能量早午餐	下午茶
1	乐堡	雪花	百威	青岛啤酒	梅见	劲酒	喜力	老雪
2	东方树叶	勇闯天涯	青岛啤酒	百威	百威	喜力	劲酒	果立方
3	喜力	东方树叶	雪花	雪花	雪花	老雪	老雪	劲酒
4	雪花	青岛啤酒	乌苏啤酒	喜力	洋河	果立方	青岛啤酒白啤	喜力
5	勇闯天涯	哇哈哈	勇闯天涯	乌苏啤酒	青岛啤酒	绝对	乐堡	风花雪月
6	哇哈哈	百威	喜力	勇闯天涯	勇闯天涯	乐堡	绝对	绝对
7	青岛啤酒	农夫山泉	强爽	洋河	老雪	青岛啤酒白啤	百威	雪花纯生
8	乌苏啤酒	金龙鱼	乐堡	青岛啤酒白啤	喜力	风花雪月	果立方	梅见
9	百威	可口可乐	劲酒	强爽	马爹利	健力士	雪花纯生	青岛啤酒白啤
10	十月稻田	康师傅冰红茶	哈尔滨	劲酒	乌苏啤酒	珠江啤酒	风花雪月	奥古特

资料来源：美团闪购商家中心公众号，浙商证券研究所

图22：华润啤酒与歪马送酒推出定制产品“雪花全麦白啤”



资料来源：华润啤酒公众号，浙商证券研究所

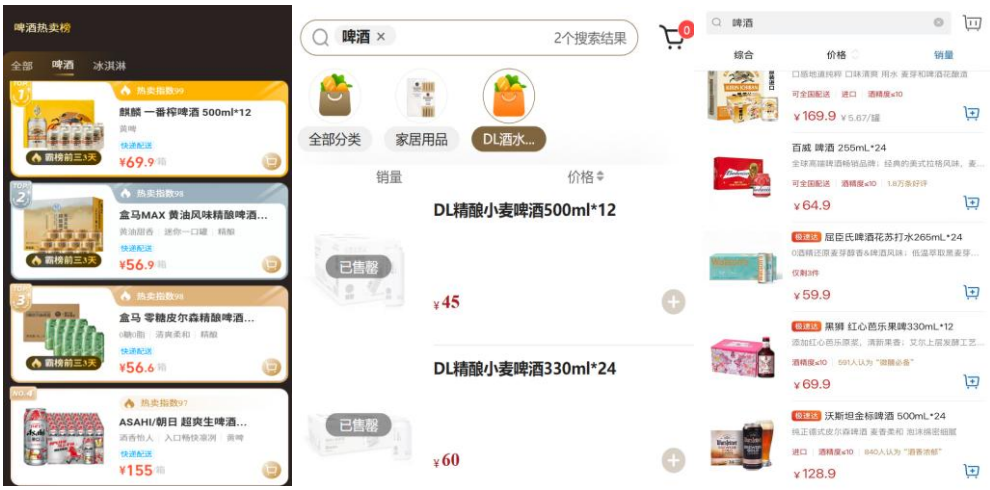
图23：歪马送酒积极拥抱各品牌并推出自营品牌



资料来源：歪马送酒小程序（截至 2026/6/10），浙商证券研究所

二是自营模式，包括盒马、山姆、胖东来、零食量贩等。该类模式下渠道自身也天然携带流量，但由于需要消费者进入独立自营场域（线下店&线上 APP），且消费者往往不是只有购买酒水一个目的，因此属于卖方市场。该类渠道种类丰富，但是每个种类选品较少，选品具有差异化，往往选择复购率较大的品牌（单品），因此酒企入场难度较大。该类渠道还会选择与厂商合作，推出厂商代工下的自营品牌。我们认为自营模式渠道基于选品差异化，或更有利于区域品牌。

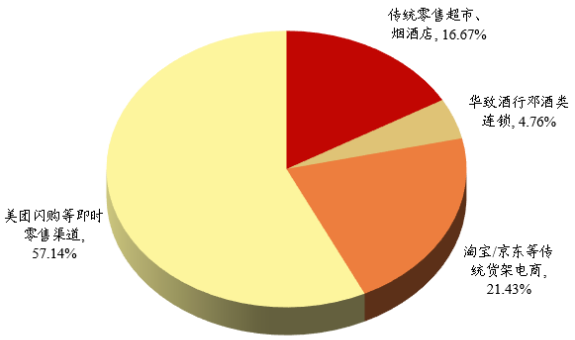
图24： 山姆/盒马/胖东来等渠道啤酒销量榜更多差异化单品



资料来源：山姆/盒马/胖东来小程序，浙商证券研究所

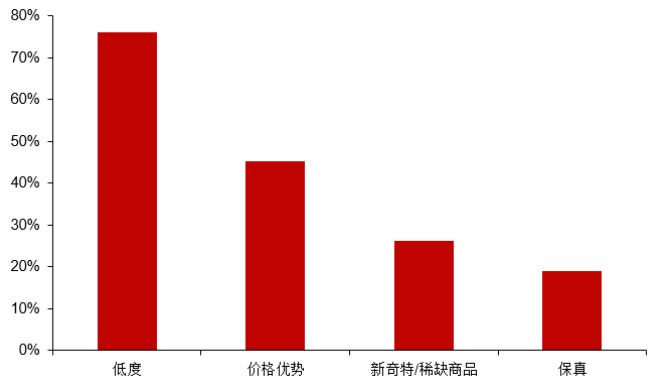
年轻消费者更倾向于选择即时零售渠道，啤酒在该渠道更占优势。即时零售拥有即时性、本地化优势，啤酒凭借"高即时性、低便携性、夜间消费高频"特性，成为即时零售重要品类。根据美团闪购，18-35 岁年轻消费者更愿意选择美团闪购等即时零售渠道，2025 年在美团闪购选购酒饮的 20-35 岁年轻消费者占比达 65.5%。而消费者在即时零售渠道主要购买的酒饮品类中，啤酒（含精酿）占绝对优势，“低度、微醺“是 18-35 岁年轻消费者最核心的需求，2025 年美团闪购平台上精酿啤酒、无醇啤酒等消费金额和订单量增长亮眼。因此我们认为，即时零售快速增长有望带动啤酒行业结构性增长。

图25： 18-35 岁年轻消费者选择的购酒渠道



资料来源：数局公众号，浙商证券研究所

图26： 年轻消费者选购酒饮产品的核心决策因素

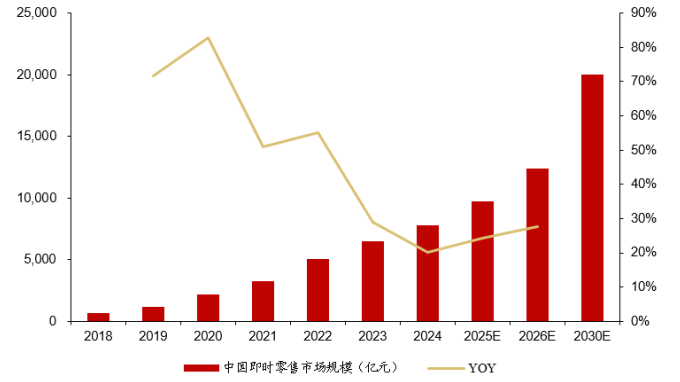


资料来源：数局公众号，浙商证券研究所

即时零食快速发展，成为啤酒增长引擎。中国啤酒消费正在向更多元的餐饮、家庭、社区、即时零售和线上线下一体化场景扩散。中国即时零售市场规模快速增长，从 2018 年 687 亿增至 2024 年 7810 亿，CAGR 达 50%，预计 2025 年达 9714 亿元，2030 年有望突破 2 万亿元。即时零售已成啤酒行业增长新渠道，2025 年中国酒类即时零售市场规模突破 500 亿元，预计未来几年将以 50%复合增速持续扩容，有望快速突破千亿大关。酒饮即时零售在整体酒类市场中的占比约为 2%-3%，但增速远超传统渠道。对标即时零售在整体零

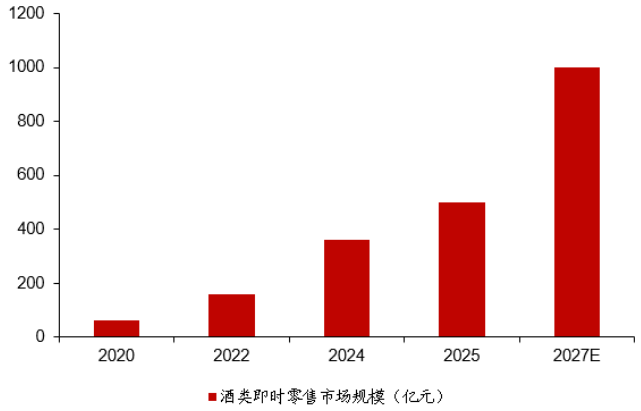
售市场约 6%的渗透率，以及酒类传统电商约 14%的渗透率，未来五年，酒饮即时零售仍握有巨大的结构性增长空间与下沉红利。

图27： 即时零售市场规模快速增长



资料来源：艾麦咨询公众号，浙商证券研究所

图28： 酒类即时零售 2025 年市场规模约 500 亿



资料来源：XN 知酒、酒局公众号，浙商证券研究所

平台持续加码酒水板块，啤酒企业加大即时零售布局。从平台来看，各大即时零售平台均持续加码酒水板块。从企业来看，啤酒企业纷纷与歪马送酒、京东小时购、饿了么超市等即时零售平台深化合作；啤酒企业还为平台定制专属 SKU，如小罐装、联名款、限定风味产品，精准匹配即时消费场景需求。

我们认为即时零售平台解决了酒水运送最后一公里难题，同时让渠道更加扁平化（平台直接对接企业，减少渠道层级）。头部平台新增平台露出机会和新销售渠道，中小区域品牌也多了竞争机会。即时零售渠道的增加不一定促进啤酒消费总量绝对值的增长，但是会加大渠道之间竞争和改变渠道结构，同时也会反向带动啤酒企业满足个性化需求和推出更多符合消费者需求的产品。

表3： 啤酒企业即时零售布局

	企业	布局
平台	美团闪购	未来三年将助力 5 个连锁品牌即时零售增量超 10 亿元、30 个连锁品牌增量破亿元；自营酒水品牌歪马送酒截至 2026 年 5 月，全国在营前置仓已超 2500 家，覆盖 24 省 200 余城，累计服务用户超 3000 万。
	淘宝闪购	淘宝闪购升级为集团一级战略，2026 年投入 50 亿元抢占市场，酒水成为核心攻坚品类。
	京东超市	京东超市过去三年酒类销售额增长 200 亿元，京东自营同比增速超 35%。
	1919	1919 已布局 3000 家门店，通过将实体门店网络升级为数字化履约基础设施，构建了“3 公里内 30 分钟达”的履约能力。
酒企	青岛啤酒	2020 年青岛啤酒正式组建即时零售专项团队，青岛啤酒与美团、饿了么、抖音等平台合作，打造“线上下单、30 分钟送达”的鲜活链路。
	重庆啤酒	重点布局现饮与 O2O 渠道，在夜场落地“璀璨法式蓝夜”等主题活动，通过美团等平台推动经销商商品上翻，优化核心客户精细化管理，同时升级天猫、京东运营策略，用 AI 工具打造 3D 场景化展示，提升高端产品转化效率。
	燕京啤酒	燕京啤酒布局“燕京酒號”小酒馆，打造社区便利场景，覆盖居民区 1 公里生活圈；与京东、顺丰达成战略合作业务积极开拓小时达、半日达等配送服务，入局近场电商，与歪马送酒、京东酒世界展开深入

	合作，仓储覆盖 16 个城市。
华润啤酒	华润啤酒已与阿里巴巴、美团闪购、京东、饿了么、歪马送酒等平台达成战略合作；推出与歪马送酒联合打造的定制产品“雪花全麦白啤”。

资料来源：金星啤酒招股说明书，酒说等公众号，浙商证券研究所

2.3 主要啤酒企业渠道布局分析

青岛啤酒：非即饮渠道占比约 60%，加快新兴渠道布局

青岛啤酒实现全国化布局，打通多渠道多业态营销资源，以精细化运营巩固传统渠道市场地位，加快线上、即时零售等各类新兴渠道布局，深化落地“新鲜直送”等创新运作模式，线上渠道连续 13 年销量增长。2025 年公司在全国拥有 11895 家经销商和 11114 名销售人员。非即饮渠道占比超过即饮渠道，25 年达到 59.7%。

重庆啤酒：传统渠道份额增长，非现饮渠道占比进一步提升

重庆啤酒主要集中在中国西北、中部和南部区域，25 年在全国拥有 3189 家经销商和 3088 名销售人员。1）传统渠道通过分销拓展和数字化推广实现份额增长；现代渠道聚焦仓储会员店、零食折扣店等新业态，取得积极进展。2）即时零售 O2O、电商及便利店等新兴渠道表现良好；1L 装新品成为非现饮渠道的重要增长动力。3）现饮渠道聚焦重点客户，推动产品创新和消费场景适配，在非酒精饮品及 1L 装精酿等细分领域实现增长。

燕京啤酒：销售区域主要集中在华南和华北，华东/华中/西北占比约 21%。25 年拥有 8832 家经销商和 6629 名销售人员。在渠道方面，线下传统渠道仍然是燕京啤酒市场的“主力军”，不过，电商渠道却成为燕京啤酒营收增速最快的渠道。25 年持续深化“双百工程”，深耕县域市场、攻坚中推动弱势市场扭亏增盈、基地市场夯基固垒、空白市场有效突破，成功实现全国市场布局和渠道网络的战略升级。

珠江啤酒：销售区域主要集中在华南区域，25 年占比达到 96%，拥有 1449 家经销商和 839 名销售人员。公司渠道建设创新发力，注重新零售渠道建设，积极拓展特通渠道。公司积极加大省外布局，2022 年从广东市场开始布局珠江啤酒原浆体验店，2023 年开始大规模向全国铺开，提出目标门店 500 家。

惠泉啤酒：销售区域主要集中在福建，25 年省内占比达 76%，拥有 802 家经销商和 377 名销售人员。公司聚焦餐饮渠道攻坚，强化流通与电商渠道建设，发力社区零售，推进便捷购、及时达业务，通过多元化渠道拓展，提升运营效能。25 年公司易拉罐产品销量占比达 50%以上创历史新高，表明非即饮渠道占比明显提升。

华润啤酒：公司构建了覆盖全国的传统大流通渠道网络，实现全国化销售。销售渠道中，餐饮渠道占比已从高峰时期的 50%逐步下降至 40%，而零售渠道占比则上升至 60%。公司成功拥抱即时零售新模式，将其作为高端化战略的有力支撑。线上业务快速发展并领跑行业，已与阿里巴巴、美团闪购、京东、饿了么、歪马送酒、酒小二等重点线上平台达成战略合作。“十四五”期间，针对电商渠道，累计开发电商专供定制产品 15 款。25H1 华润啤酒的线上业务和即时零售业务整体商品交易总额（GMV）分别同比增长近四成和五成。公司还探索新的业务模式，积极推动定制、代加工业务快速发展。

百威亚太：公司主要依赖餐饮、夜场等即饮渠道，该渠道曾贡献其中国市场 60%以上的销量。随着渠道变化，公司重点发力非即饮渠道，并于 2025 年第四季度聚焦非即饮渠道推进高端化，同时提升线上到线下（O2O）渠道的渗透率与市场份额。目前非即饮渠道占百威中国业务约 50%的份额。

表4：主要啤酒企业 2025 年渠道建设情况

公司	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	惠泉啤酒
线上占比	/	线上渠道连续 13 年销量增长	/	2.55%	5.49%	/
区域收入占比	东部：48% 中部：25% 南部：27%	山东：70% 华北：25% 华南：11% 华东：8% 东南：2% 港澳及其他海外：2%	西北：28% 中部：41% 南部：31%	华北：54% 华南：25% 华东：9% 华中：8% 西北：4%	华南：96% 其他地区 4%	福建：76% 省外：24%
经销商数量	/	11895	3189	8832	1449	802
销售人员	/	11114	3088	6629	839	377
渠道结构	/	即饮：40.3% 非即饮：59.7%	批发代理：99.75%	传统渠道：94% KA 渠道：4% 电商渠道：3%	普通：89% 商超：5% 夜场：1% 电商：5%	批发代理：99.92%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

非即饮渠道占比提升，新渠道增长更显著。根据 25&26Q1 上市啤酒企业的渠道数据，我们发现电商等新渠道快速增长，燕京啤酒 25 年电商渠道占比同比+0.63pct，珠江啤酒同比+4.21pct；同时青岛啤酒 25 年非即饮渠道占比同比+0.9pct，开辟增长新空间，通过线上线下融合推广，持续深耕线上渠道，积极拓展新零售与即时零售业务。

表5：啤酒企业渠道情况梳理

公司	渠道	25 年收入（亿元）	YOY	占比	YOY（pct）	26Q1 收入（亿元）	YOY	占比	YOY（pct）
青岛啤酒	即饮	130.87	-1.16%	40.3%	-0.9	公司围绕“新产品、新渠道、新人群、新场景、新需求”开辟增长新空间，通过线上线下融合推广，持续深耕线上渠道，积极拓展新零售与即时零售业务，线上产品销量继续保持快速增长。			
	非即饮	193.87	2.59%	59.7%	0.9				
重庆啤酒	批发代理	142.63	0.89%	96.88%	0.35	43.50	-0.12%	97.48%	0.17
燕京啤酒	传统渠道	127.29	1.92%	94.4%	-0.58	公司持续强化渠道精耕与品牌建设，不断提升市场覆盖与品牌影响力，推进精细化运营管理			
	KA 渠道	4.93	1.28%	3.68%	-0.05				
	电商渠道	3.47	35.83%	1.93%	0.63				
惠泉啤酒	批发代理	6.20	-1.57%	99.92%	0.11	1.47	6.32%	97.75%	-0.26
珠江啤酒	普通	50.35	-2.32%	88.55%	-4.99	/			
	商超	2.67	35.06%	4.70%	1.11				
	夜场	0.72	-18.44%	1.26%	-0.33				
	电商	3.12	342.33%	5.49%	4.21				

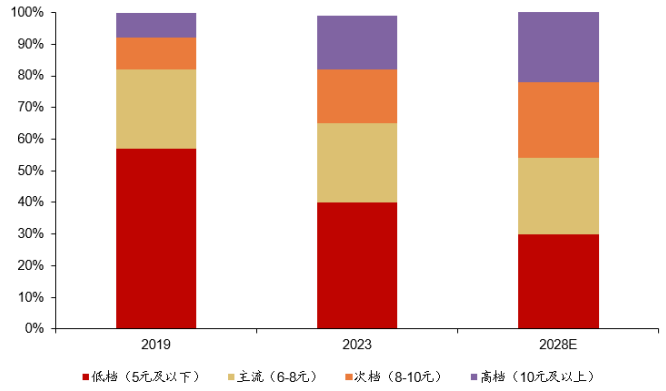
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3 高端化进程进入下半场，成本仍处于较低位置

3.1 高端化进程进入下半场，吨价增长带动利润率提升

高端化持续推进，啤酒价格带显著上移。传统的夜场、餐饮等“即饮渠道”消费持续疲软，而居家、零售等“非即饮渠道”的消费则日益增长。非即饮渠道更适合推广高品质、高单价的啤酒产品，为其高端化产品打开了更广阔的增长空间。主流价格带已经上移至 6-8 元，次档+高档占比从 19 年 18%提升至 23 年 34%，预计 28 年达到 47%，展望未来五年，啤酒市场的价格带格局将发生显著变化，8-10 元价格带的中档酒将逐步取代现有的 6 元价格带，这一高端化发展趋势具有较高的确定性。预计 6 元价格带的市场规模有望从当前的 600 万吨左右拓展至约 850 万吨，而 10 元及以上价格带的销量也将从 600 万吨上下扩容至 800 万吨，不过其扩容速度相较于次高档产品会稍显迟缓。

图29： 价格带显著上移



资料来源：勤策消费研究院，浙商证券研究所

图30： 华润啤酒推出千元啤酒产品



资料来源：摩登消费公众号，浙商证券研究所

高端化进程进入下半场，有望带动利润率提升。中国啤酒行业经历从决策清晰到加速落地的过程，实现了高端运营体系化落地，低档快速升级缩量，行业收入和净利率逐步提升。当下啤酒行业已然迈入高端化进程的下半场，头部酒类企业纷纷踏入运营体系的深度打磨与完善阶段，持续深入挖掘产品质量，全力推动样板单品进阶为百万吨级别的爆款大单品，以此达成高端产品的全国性布局与推广。未来行业将进入打磨运营、高端全国化阶段，低档占比进一步收缩，高端和次高档销量占比增加，行业净利率有望继续提升。

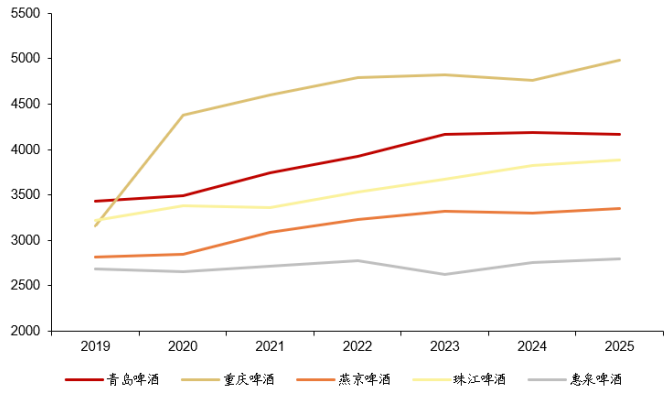
表6： 中国啤酒行业高端化阶段情况

	2017-2019	2020-2023	2024-2028E
行业阶段	决策清晰，指明方向	加速落地，打造样板	打磨运营，高端全国化
特征	利润导向突出，启动关厂提效，高端能力初步补齐	提效初步完成，高端运营体系化落地，低档快速升级缩量	高端下半场，运营模式打磨，增速换挡但方向不改
重要事件	1、华润引领给出关厂指引； 2、提价进入常态化； 3、各家考核逐步从量转为利。	1、行业品牌化运营模式初探成型； 2、华润整合喜力，大客户模式快速落地推进； 3、甩包袱低档快速缩量，同时数个高端大单品打造成功	1、8 元取代 6 元确定性增长，高价格带内产品再升级； 2、产能优化进入尾声，提效结果全面兑现
高端化核心指标	有所升级但尚未全面发力截至 19 年 CR6 高档销量不到 350 万吨占比约 10%，低档占比约 60%	疫情影响下，23 年 CR6 高档销量提升至约 600 万吨，占比 17%;低档销量占比收缩至 40%	高端销量有望达到 800 万吨上下占比约 23%；次高档扩容确定性更强、与 6-7 元并成主流价格带，合计占比约 50%;低档销量占比收缩至约 30%
财务特点	行业收入几无增长，净利率从 5%以下修复到 9%	行业收入开始增长，净利率由 9%提升到 13-14%	效率进一步提升，叠加高端化，行业利润率有望向 18%左右行进

资料来源：勤策消费研究院，浙商证券研究所

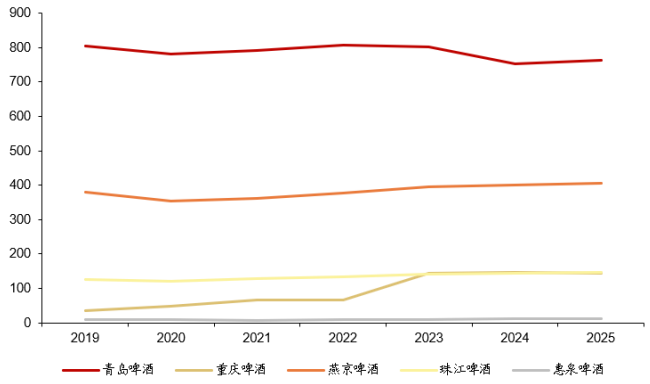
行业吨价提升显著，盈利能力趋势向上。我们拆分 5 家 A 股上市啤酒企业，销量基本保持稳健，2019-2025 年 CAGR 为 8.42%；吨价显著提升，2019-2025 年吨价 CAGR 为 20.37%。利润率水平看，5 家公司啤酒业务毛利率和整体净利率趋势向上，吨价提升带动利润率水平提升。

图31： 主要啤酒企业吨价显著提升（元/千升）



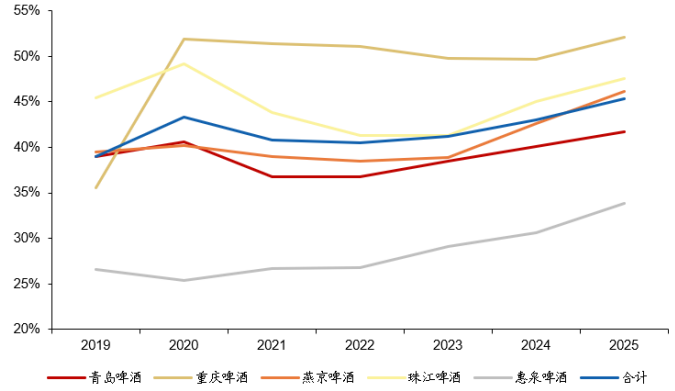
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图32： 主要啤酒企业销量提升较为稳健（万千升）



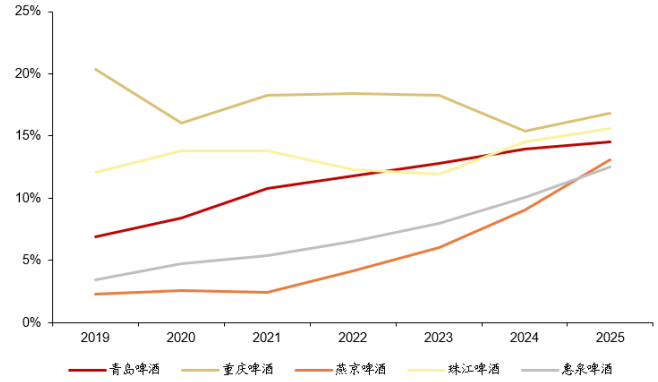
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图33： 主要啤酒企业啤酒业务毛利率持续提升



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图34： 主要啤酒企业净利率水平趋势向上



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

表7： 2025 年主要啤酒企业量价情况

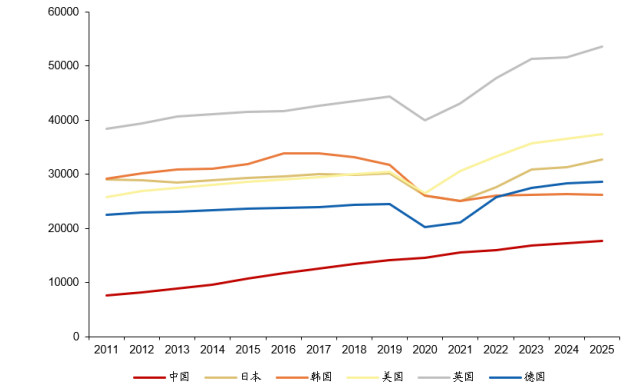
公司	品类	收入（亿元）	yoy	销量（万千升）	Yoy	吨价（元/吨）	Yoy
青岛啤酒	青岛品牌	223.82	1.35%	449	3.54%	4,985	-2.12%
	其他品牌	94.48	-0.50%	315	-1.36%	2,999	0.87%
	合计	318.30	0.79%	765	1.46%	4,161	-0.66%
重庆啤酒	高档	87.80	2.19%	150.43	3.23%	5,837	-1.01%
	主流	51.89	-1.03%	137.86	-1.95%	3,764	0.94%
	经济	3.29	-1.80%	11.23	0.53%	2,927	-2.32%
	合计	142.98	0.90%	299.52	0.68%	4,774	0.22%
燕京啤酒	中高档产品	92.63	4.48%	/	/	/	/
	普通产品	43.05	-1.37%	/	/	/	/
	合计	135.68	2.55%	405.30	1.21%	3,348	1.32%
珠江啤酒	高档	43.33	10.98%	/	/	/	/
	中档	9.51	-23.28%	/	/	/	/
	大众化	4.03	9.51%	/	/	/	/
	合计	56.87	3.18%	146.24	1.58%	3,889	1.58%
惠泉啤酒	中高档酒	4.00	0.53%	12.07	0.20%	3,313	0.33%
	普通酒	2.21	-5.46%	10.10	-6.63%	2,185	1.25%
	合计	6.21	-1.68%	22.17	-3.03%	2,799	1.39%
华润啤酒	次高及以上	/	/	25%占比	中高个位数	/	/
	普高档	/	/	约 75%占比	约 10%	/	/
	合计	364.89	0.01%	1,103.00	1.40%	3,308	-1.41%
百威亚太	中国	/	-11.30%	/	-8.60%	/	-3.00%
	合计	57.64	-6.10%	796.58	-6%	724	-0.2%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（注：百威亚太收入和吨价单位为亿美元和美元/千升）

对比欧美日韩等国，我国啤酒吨价还有提升空间。根据欧睿数据，我国啤酒吨价（零售额/销售量）持续提升，2011-2025 年间复合增速 6.19%，高于欧美日韩。但从绝对值来看，仍远低于欧美日韩等国，2025 年我国啤酒吨价为 17739 元/千升，日/韩/美/英/德吨价

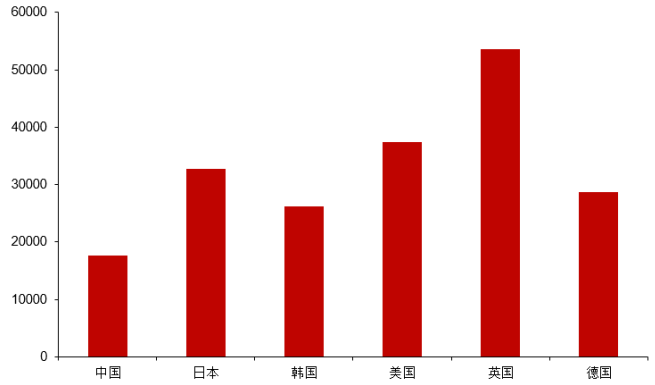
分别是我国的 1.85/1.48/2.11/3.02/1.61 倍。因此对比欧美日韩等国，我们认为我国啤酒吨价仍还有较大提升空间。

图35： 中国与欧美日韩啤酒吨价情况（元/千升）



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所，注：汇率按 2026/6/12 计算

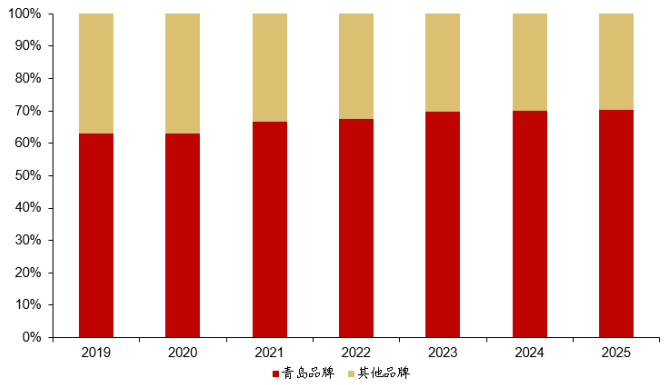
图36： 2025 年中国啤酒吨价低于欧美日韩（元/千升）



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所，注：汇率按 2026/6/12 计算

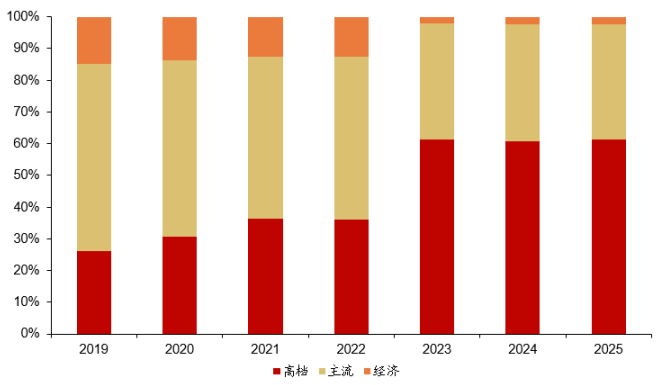
U8 等高端大单品带动，中高端产品营收占比提升。我们拆分 5 家 A 股上市啤酒企业价格带情况，中/高档产品占比持续提升，且超过主流/经济价格带产品；2025 年青岛啤酒青岛品牌占比 70%，重庆啤酒高档产品占比 61%，燕京啤酒中高档占比 68%，珠江啤酒高档产品占比 67%，惠泉啤酒中高档占比 64%。以 U8 为代表的高端产品占比不断提升，拉高公司吨价水平。

图37： 青岛啤酒不同价位产品占比情况



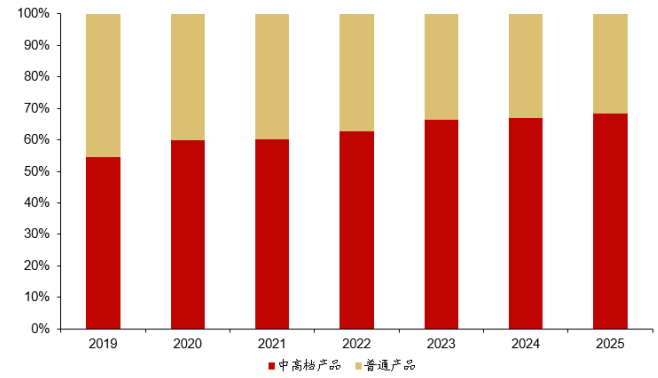
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图38： 重庆啤酒不同价位产品占比情况



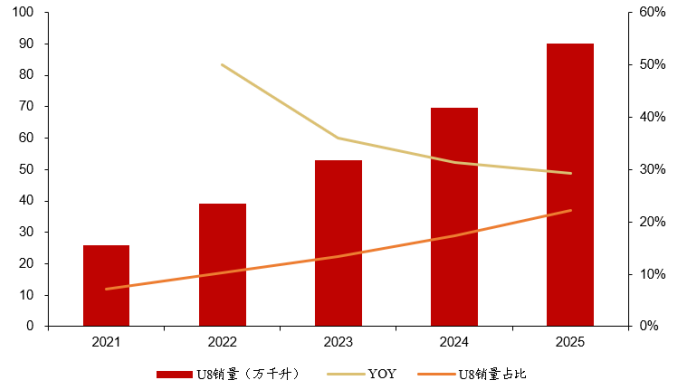
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图39： 燕京啤酒不同价位产品占比情况



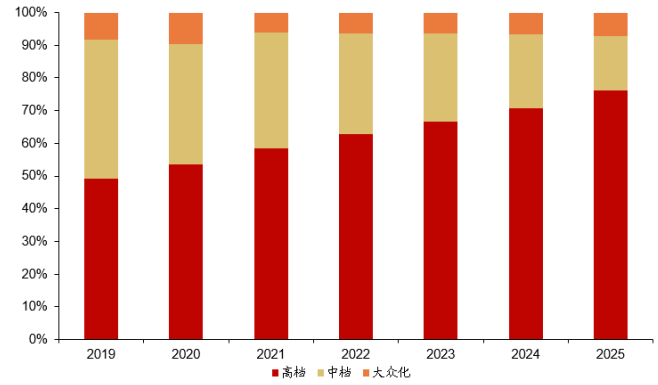
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图40： 燕京啤酒 U8 持续高增



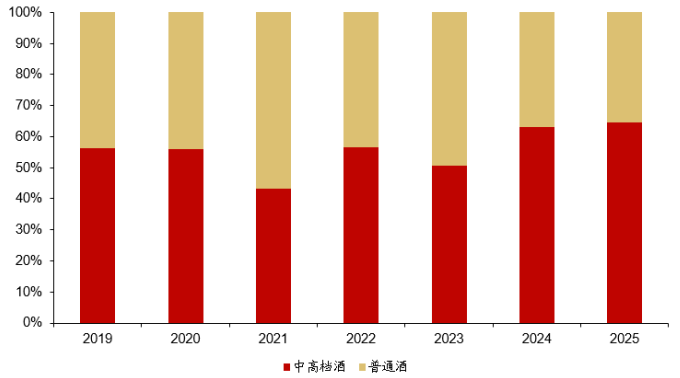
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图41： 珠江啤酒不同价位产品占比情况



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图42： 惠泉啤酒不同价位产品占比情况



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

大单品场景占位，产品组合覆盖不同群体。目前各大啤酒公司大单品效应显著，如重庆啤酒乌苏、燕京啤酒 U8、青岛啤酒经典/纯生/白啤、华润啤酒喜力/勇闯天涯，部分单品已经成为百万吨级别单品。我们认为由于中国消费结构较为复杂，因此每个价格带均有消费受众，主要啤酒企业也有相应大单品对应价格带占位。随着我国啤酒价格带持续上移，啤酒企业在打造大单品同时也应该顺应趋势，通过不同价格带产品组合覆盖更多消费群体。

表8：啤酒企业高端化战略情况

	高端化战略
青岛啤酒	实施青岛啤酒主品牌+崂山啤酒全国性第二品牌的品牌战略，持续推进产品结构优化升级，以产品带动品牌发展。坚定实施“1+1+1+2+N”产品战略，坚持培育中高端及超高端战略大单品，集中资源做强“经典、纯生、白啤”等主力大单品，加快“全麦、生鲜、0 糖轻卡、精酿、无醇低醇”等新赛道培育，围绕产品创新迭代，实现全品类、多渠道产品覆盖，满足多元化的消费需求。
重庆啤酒	以“嘉速扬帆”作为公司战略，依托“本地品牌+国际品牌”的强大品牌组合，提升高端产品增长；1664 啤酒将继续深耕超高端市场，1L 产品将继续作为推动高端化的重要抓手。
燕京啤酒	燕京 U8 守住大众市场规模基本盘，保障品牌体量根基；燕京 A10 主攻次高端商务赛道，拉动整体销量；燕京 V10 丰富日常中端品质饮用场景；狮王精酿拉高整体品牌调性。持续坚持高端化、场景化、年轻化三大核心方向，继续优化产品矩阵。
华润啤酒	以驭变求新为增长引擎，持续布局高端化、多元化、个性化的产品矩阵；持续丰富中国品牌+国际品牌的产品矩阵，聚焦发展高端啤酒产品。持续践行高端化战略，巩固啤酒主业，推动新业务发展、次高端啤酒业务发展等。
珠江啤酒	加速中高端产品布局，深耕市场开拓，强化渠道优化，推动线上线下模式融合，激发“两支队伍”效能，扩大全国性品牌声量。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 精酿啤酒快速增长，成为啤酒新增长极

精酿啤酒不同于工业啤酒，通常具有更高的麦芽浓度和更浓郁的风味。精酿啤酒指在酿造过程中不添加与表达啤酒风味无关的物质（如大米、淀粉等物质）、风味特点突出的啤酒。与工业啤酒主要区别：1）原材料不同。精酿啤酒主要原料是更贵的大麦芽、小麦芽、酒花、酵母，基本不添加其他物质。2）发酵时间不同。精酿啤酒的发酵周期往往更长，通常为 20 天以上。3）发酵工艺不同。精酿啤酒多采用艾尔工艺（Ale），发酵温度一般控制在 15-20℃之间；工业啤酒采用的是拉格工艺（Lager），发酵温度一般控制在 10℃以下。4）口感不同。精酿啤酒麦芽汁浓度更高，口感更醇厚、浓郁、纯正；工业啤酒口感更清淡。

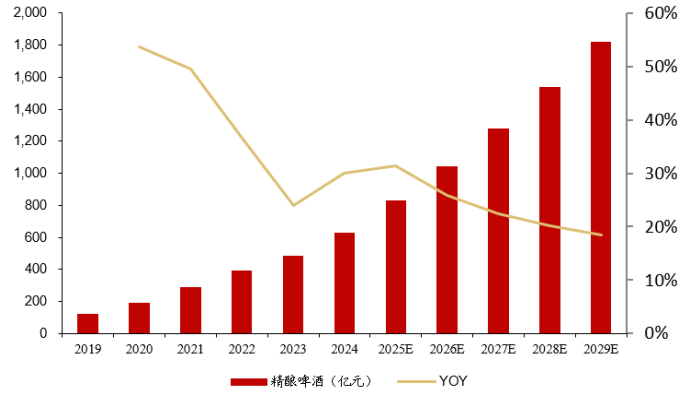
图43：精酿啤酒与工业啤酒区别



资料来源：松弛商店、喜将精酿啤酒公众号，浙商证券研究所

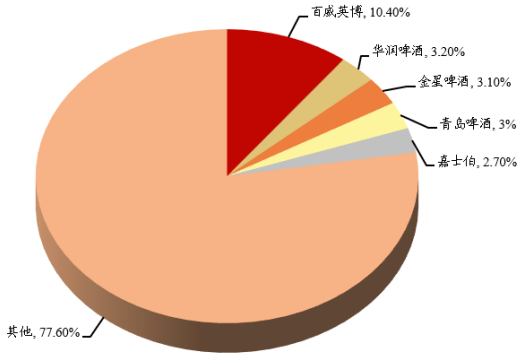
精酿啤酒快速增长，竞争较为激烈。受益于品质消费趋势带动，中国精酿啤酒市场在过去五年间实现高速扩张，正逐步从小众圈层向大众市场渗透。以零售额计，市场规模由2019 年 125 亿元增至 2024 年 632 亿元，CAGR 达 38.4%；预计至 2029 年将进一步扩大至 1821 亿元，2024 年至 2029 年 CAGR 为 23.6%。中国精酿啤酒零售额占中国啤酒零售额的比重从 2019 年 2.1%提升至 2024 年 8.6%，预计到 2029 年将进一步提升至 19.6%。从市占率看，我国精酿啤酒集中度仍较低，2025 年前三季度 CR5 仅为 22.4%，百威英博/华润啤酒/金星啤酒市占率分列前三，分别为 10.4%/3.2%/3.1%。我们认为精酿啤酒正快速发展，有望成为啤酒行业增长的重要推力。

图44： 我国精酿啤酒快速增长



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

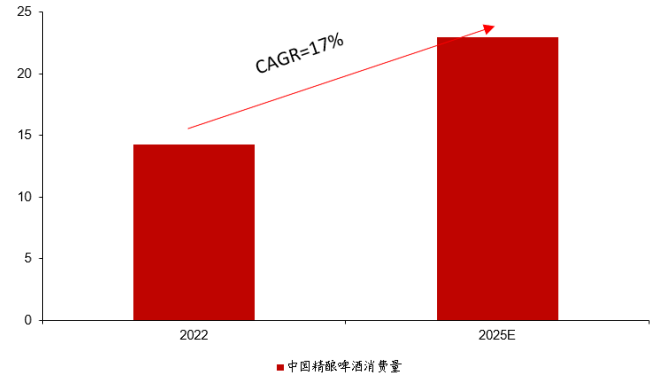
图45： 2025 年前三季度我国精酿啤酒市占率情况



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

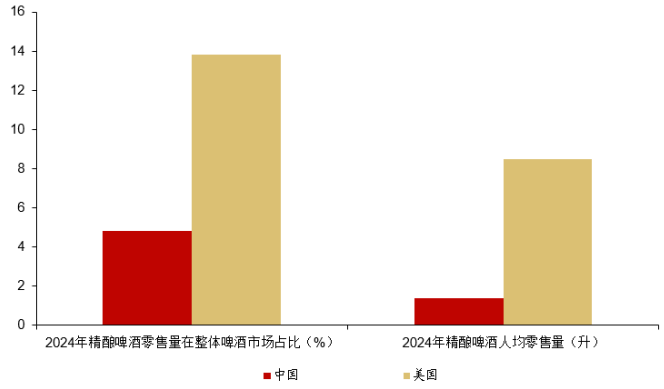
精酿啤酒消费量快速增长，渗透率低于成熟市场。从消费量看，根据艺恩数据，我国精酿啤酒消费量快速增长，2022 年为 14.3 万千升，预计 2025 年达到 23 万千升，CAGR 为 17%，高于啤酒行业平均水平。中国精酿啤酒渗透率仍处于较低水平，从零售量占比看，2024 年精酿啤酒零售量在整体啤酒市场占比为 4.8%，低于成熟市场美国的 13.8%。从人均消费水平来看，2024 年中国人均精酿啤酒零售量为 1.4 升，美国同期人均零售量为 8.5 升，显现出较大的发展潜力。当前中国精酿啤酒仍处于早期发展阶段，在品质消费趋势带动下，市场认知度和接受度正逐步提升。随着产品供给日益丰富、消费者口味日趋多元，以及精酿文化的进一步传播，中国精酿啤酒的渗透率预计将持续提升，具备向成熟市场靠拢的潜力。

图46：精酿啤酒消费量快速增长（万千升）



资料来源：艺恩-2025 啤酒行业趋势洞察报告，浙商证券研究所

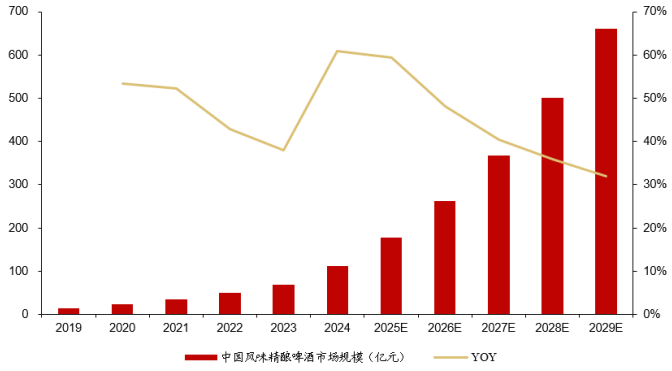
图47：中国精酿啤酒零售量占比和人均零售量情况



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

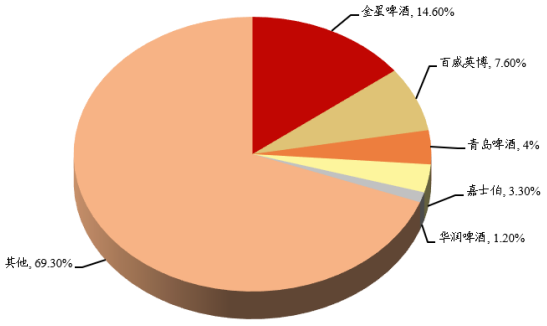
风味精酿啤酒增速更快，集中度较低。风味精酿啤酒（饮料化啤酒）指在保持啤酒基本口味的基础上，添加茶叶/茶浓缩液、果蔬汁/果蔬风味物质、咖啡/咖啡风味物质等具有风味调节作用辅料的精酿啤酒。受益于消费群的拓展、消费者对风味多样性和口感创新的需求提升，中国风味精酿啤酒市场实现快速增长。以零售额计，中国风味精酿啤酒市场规模从 2019 年 15 亿元增至 2024 年 111 亿元，CAGR 高达 49.3%；预计至 2029 年将进一步扩大至 660 亿元，2024 年至 2029 年 CAGR 为 42.8%。中国风味精酿啤酒零售额占中国精酿啤酒零售额比重从 2019 年的 12%提升至 2024 年的 17.6%，预计至 2029 年将提升至 6.3%。尤其值得关注的是，受益于消费偏好本土化、饮料化口味创新及文化认同感的提升，以中式精酿啤酒为代表的产品近年来得到高速增长。中式精酿啤酒指在产品生产原料上系统性采用中国风味原料（如中国茶、中国食材等）的精酿啤酒。强调地域风味、文化表达与产品差异化，已成为风味精酿啤酒行业的核心增长引擎与重要差异化优势来源。从集中度看，2025 年前三季度风味精酿啤酒集中度仍较低，CR5 为 30.70%，金星啤酒/百威英博/青岛啤酒分列前三，分别为 14.6%/7.6%/4%。

图48：我国风味精酿啤酒快速发展



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

图49：我国风味精酿啤酒市占率情况



资料来源：金星啤酒招股说明书，浙商证券研究所

随着精酿啤酒快速发展，众多企业均有所布局。中国精酿啤酒市场主要有三方参与者：1）第一梯队为国际巨头与传统啤酒巨头，他们依托渠道、供应链优势抢占高端市场，推出精酿系列产品，比如青岛啤酒、重庆啤酒、百威亚太、华润啤酒、燕京啤酒等。2）第

二梯队主要是本土独立品牌，以本土化创新、场景化运营吸引年轻客群，但品牌影响力有限，比如金星啤酒、优布劳、高大师、熊猫精酿等。3）第三梯队：主要是区域工坊与跨界玩家，他们凭借低价策略或资源复用快速入局，有的拥有渠道或场景优势，比如蜜雪冰城、胖东来、盒马等。

表9：精酿啤酒参与者情况一览

分类	特点	代表企业	参与精酿情况
第一梯队：国际巨头与传统啤酒龙头	依托渠道、供应链优势抢占高端市场，但产品偏“工业化”，灵活性不足	青岛啤酒	依托青岛啤酒品牌推出精酿系列，目前拥有的精酿啤酒产品包括青岛啤酒 IPA、全麦白啤、经典 1903。
		重庆啤酒	重庆啤酒自 2013 年底成为嘉士伯集团成员后，获得了乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等品牌的生产及销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。目前嘉士伯与重庆啤酒共同拥有的精酿品牌包括：鹅岛（美国极受欢迎的知名精酿啤酒品牌）、拳击猫、Hand&Malt、PirateLife 及 4Pines。其中，精酿啤酒品牌京 A 表现尤为强劲。
		百威亚太	2017 年收购了 2008 年在上海成立的拳击猫，2018 年在武汉开设一家精酿啤酒厂，生产拳击猫、Kaiba 及鹅岛等品牌啤酒，是工业啤酒巨头布局精酿领域的典型代表。
		华润啤酒	在 2019 深圳全球招商大会上，华润雪花与深圳市宝安区签订合作框架协议，计划在宝安建设华润雪花啤酒总部基地项目，同时推动华润雪花啤酒总部大厦、研发中心、精酿工厂、啤酒文化小镇等项目建设，持续加码精酿及啤酒文化领域布局。
		燕京啤酒	推出狮王精酿高端品牌，目前已实现“20+7”产品矩阵，狮王精酿门店正在快速拓展，已布局北京两家门店，将在新一线城市继续落地推广，加速提高狮王高端品牌势能。2021 年推出“狮王世涛”，2022 年推新动作频繁，酒花酸小麦、狮王生姜木槿花、鲜啤 2022、U8plus、高端拉格 S12 皮尔森等陆续上新。
第二梯队：本土独立品牌	以本土化创新、场景化运营吸引年轻客群，但品牌影响力有限	金星啤酒	成立于 1982 年，2018 年前后开启向“中式精酿”的战略转型。主要产品包括以“金星原浆”系列为代表的德式小麦啤酒、IPA，以及融入茶、枸杞等本土风味元素的“中式精酿”创新产品。
		高大师	成立于 2008 年，被视为国内第一家精酿啤酒酿造企业。2013 年初，高大师推出了国内第一款瓶装精酿啤酒，在中国精酿发展史上具有标志性意义。
		优布劳	2013 年建厂，主要为嘉士伯（京 A）和海底捞等品牌提供精酿啤酒的代工服务，是国内重要的精酿代工厂商之一。
		熊猫精酿	成立于 2015 年，主要产品包括熊猫眼蜂蜜艾尔、杀马特陈皮小麦等，是国内较早进入精酿赛道的本土品牌之一
第三梯队：区域工坊与跨界玩家	凭借低价策略或资源复用快速入局，但缺乏精酿核心技术	蜜雪冰城	推出“鲜啤福鹿家”切入下沉市场
		盒马	拥有“常温精酿”“精酿鲜啤”等多个系列，并形成全国性产品布局
		胖东来	推出 DL 德式小麦啤酒
		1919	以精酿啤酒巴士的形式，打造出“精酿+咖啡+轻食”的复合式消费场景
		五粮液	推出五粮精酿

资料来源：喜来鹿、普华有策等公众号，浙商证券研究所

精酿啤酒竞争加速，产品/渠道均迎来新趋势。1）需求之变：中国精酿啤酒市场正经历从尝鲜式消费向日常习惯的转变。精酿正打破酒吧、餐吧等传统场景，加速进入家庭小酌、朋友聚会、户外露营等更日常的消费场景。2）产品之变：产品创新的核心逻辑已从模仿国外经典风格，彻底转向打造具有中国本土风味和文化特色的中式精酿。在食材方面，信阳毛尖茶啤、蜜桃乌龙等水果茶风味，以及枸杞、陈皮等元素被广泛融入，形成了独特的风味标签。产品正朝着低酒精度、果味化、低卡无醇等轻量化方向发展。3）渠道之变：精酿啤酒的销售渠道正从单一场景走向全渠道融合。即时零售已成为核心增长引擎，美团、京东到家等平台解决了精酿保鲜与即时的双重需求。品牌不再局限于单一渠道，而是通过线上直播、种草为品牌造势并引流至线下门店，线下酒馆则作为体验中心和社群据点强化用户粘性，最终反哺线上销售。此外，以鲜打加外带为特色的社区酒馆模式正在快速复制，通过前店后厂的模式缩短从生产到消费的距离，主打极致新鲜和便利。（4）竞争之变：市场竞争已从蓝海红利期进入巨头角力阶段。行业洗牌加速，产品同质化严重导致大量缺乏核心竞争力的中小品牌被淘汰，资本和资源正加速向拥有供应链优势、品牌势能或创新渠道模式的头部企业集中。

图50：精酿啤酒产品持续更新



资料来源：糖酒快讯公众号，重庆啤酒公告，浙商证券研究所

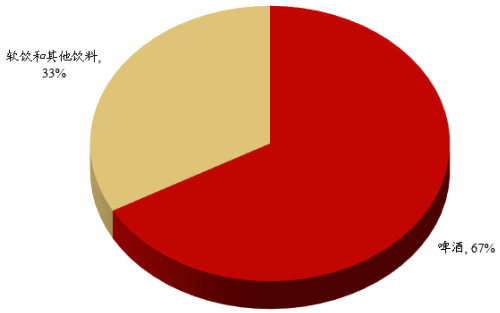
3.3 复盘海外酒企发展路径，多元化发展为必经之路

对比海外酒企，我们发现除了酒类业务外，均会通过收并购、资源整合等方式进入食品、健康等其他领域，酒类业务占比逐步减小，并发展为跨领域的综合性集团，通过不断拓展业务边际，带来业绩增长驱动力。

嘉士伯：从啤酒小作坊到营收 700 亿的全球品牌。1847 年丹麦人 Jacobsen 在父亲小型酿酒厂基础上建立更大的酿酒厂，命名为“嘉士伯”；1868 年首次向英国出口啤酒；1969 年收购了丹麦著名的啤酒品牌图伯格；2008 年通过收购中国重庆啤酒的股份，正式进入中国市场；2020 年收购中国本土知名精酿品牌京 A（Jing-A），拓展中国高端啤酒市场；2023 年以 2.06 亿英镑价格收购加拿大精酿啤酒公司 Waterloo Brewing；2024 年以 33 亿英镑收购英国软饮料巨头 Britvic PLC，标志着嘉士伯在软饮料领域的重大扩展。2025 年啤酒业务在嘉士伯集团总销售额中的占比仅为 49%。

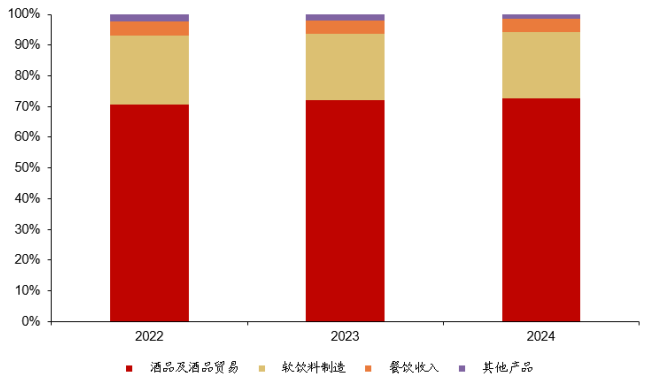
朝日：从大阪啤酒厂到世界舞台。1889 年朝日作为大阪酿酒厂有限公司成立；1958 年日本第一款罐装啤酒由朝日推出， 1971 年朝日推出日本第一款铝罐啤酒；1987 年朝日推出 Super Dry，一款清淡、辛口的啤酒；1904 年朝日推出碳酸水品牌威金森；2022 年推出创新性的产品—瓶装热白开；2023 年推出“飒”绿茶饮料；2024 年推出“未来的柠檬沙瓦”柠檬酒饮，每罐酒中都加入了一片真实的柠檬。朝日集团在百余年的历程中不断成长，历经市场变迁、产品创新与全球扩张，最终成为享誉世界的啤酒行业领军者。2024 年朝日酒品及酒品贸易占比约 73%。

图51： 25 年嘉士伯啤酒销量占比为 67%



资料来源：嘉士伯官网，浙商证券研究所

图52： 朝日啤酒主要品类和占比情况

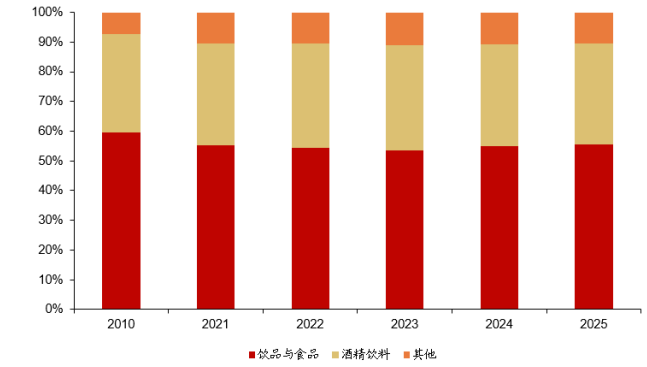


资料来源：Wind，浙商证券研究所

三得利：从京都一家小酒铺到全球饮品帝国。1899 年三得利创始人鸟井信治郎创立“鸟井商店”的小公司，主要销售进口葡萄酒；1923 年在日本建立威士忌蒸馏厂；1937 年公司推出 Kakubin（角瓶威士忌），成为日本最畅销的威士忌之一，并奠定日本威士忌产业的基础；二战之后推广一种简单的饮酒方式：Highball（威士忌+苏打水+冰）；1970 年代随着自动贩卖机快速普及，三得利推出 Boss Coffee（BOSS 罐装咖啡）；1981 年三得利推出无糖乌龙茶，并逐渐培养出新的消费习惯；1992 年涉足健康产业，目前通过子公司“三得利健康”运营营养补充剂、护肤品等业务；2014 年三得利以约 160 亿美元收购美国烈酒公司 Beam Inc，让三得利成为全球第三大烈酒集团；2026 年 4 月宣布，将以 2465 亿日元（约 106 亿元人民币）收购第一三共股份有限公司全资子公司第一三共医疗保健公司，扩展健康业务。2025 年酒精饮料业务在三得利业务占比中仅为 34%。

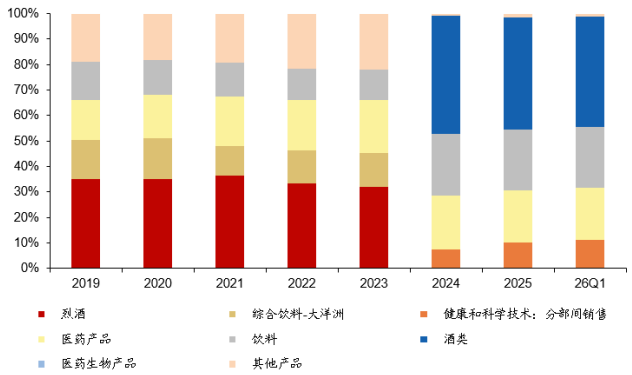
麒麟控股：从日本啤酒巨头到全球健康科技先锋。1885 年 Japan Brewery 在成立，并于 1888 年推出首款德式风味的 Kirin 啤酒；1907 年 Kirin Brewery 公司成立，继承 Japan Brewery 业务；1928 年推出 Kirin Lemon，成功进入软饮料市场；1976 年通过设立 Koiwai Dairy Products，成功进入奶制品市场；1984 年，麒麟与美国 Amgen 公司合作，成立 Kirin-Amgen 公司，1990 年成功推出首款红细胞生成素药物；1998 年麒麟通过收购新西兰 Lion Nathan 公司，进入大洋洲市场；2002 年，麒麟收购菲律宾 San Miguel 公司股份，加强在东南亚市场领导地位；2002 年麒麟收购美国 Four Roses 波本威士忌品牌，进军烈酒市场；2019 年麒麟收购 FANCL 公司，加强在健康科学领域的布局。麒麟不仅继续发展其食品和饮料业务，还将健康科学和制药业务作为未来增长的主要驱动力。2025 年酒类业务在麒麟公司占比为 44%。

图53： 三得利主要品类和占比情况



资料来源：三得利官网，浙商证券研究所

图54： 麒麟主要品类和占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

多元化布局，打造第二增长曲线。基于我国啤酒行业进入存量市场，啤酒企业纷纷开启第二增长曲线。啤酒与饮料在生产和渠道端具备天然兼容性，因此大部分啤酒企业均有水/饮料业务布局。除此之外，不同企业结合自身资源等优势布局其他品类，比如青岛啤酒布局威士忌业务，燕京啤酒布局保健食品，华润啤酒布局白酒业务。目前我国啤酒企业在其他品类拓展上仍处于摸索阶段，啤酒仍是主要业务，收入占比仍以啤酒业务为主。但是我们认为，随着多元业务的布局，啤酒企业有望探索出格局特色的第二增长曲线。

表10： 啤酒企业多业务布局情况

企业	品类	具体措施
青岛啤酒	水	2020 年，青岛啤酒集团就收购了雀巢中国大陆的水业务，包括雀巢优活、大山、云南山泉品牌，以及雀巢位于昆明、上海和天津的三家水业务工厂
	饮料	2025 年 5 月，青岛饮料集团全部股权被无偿划转至青啤集团，崂山矿泉水、崂山可乐、崂山白花蛇草水等特色饮料品牌纳入青岛啤酒的业务范畴。青岛啤酒健康饮品事业部旗下有青啤优活、优活家、云南山泉等品牌。
	威士忌	2020 年发布公告称拟将威士忌、蒸馏酒等产品增添入经营范围；2023 年青岛啤酒厂新投产 100 万千升精酿啤酒生产基地，包括威士忌生产业务。
重庆啤酒	发酵风味饮料	2026 年 3 月推出传统发酵饮品—乌苏卡瓦斯。
	软饮料	2024 年年底在云南推出大理苍洱汽水；25 年 4 月又推出“天山鲜果庄园”橙味汽水；公司还推出“boosta”苏打水、山城品牌的“菠一口”汽水等产品。
	能量饮料	2025 年 5 月，旗下牌乌苏啤酒在新疆推出全新功能饮料品牌“电持”；
燕京啤酒	饮料	2008 年，燕京啤酒麾下的燕京饮料有限公司推出“九龙斋”酸梅汤。2025 年 3 月推出“倍斯特汽水”，含橙味、果味、荔枝味三款口味，标志着其“啤酒+饮料”组合策略进入实质性阶段。
	水	1999 年创立燕京矿泉水厂，销售网络覆盖北京城区及周边区县，年销量达 20 万吨。
	保健食品	2003 年 12 月“燕京纳豆”诞生，2004 年 6 月获得国内首个纳豆胶囊保健食品批文，并于 2012 年 2 月获国家发明专利；产品体系涵盖保健食品（纳豆胶囊、丹清胶囊、辅酶 Q10 等）、纳豆及衍生品；肽（酵母肽为主）及衍生品、药食同源发酵食品等。
华润啤酒	白酒	2018 年 2 月，华润集团通过旗下公司华创鑫睿，以近 52 亿元受让山西汾酒 11.45%的股权，成为其第二大股东；2020 年 12 月，华润啤酒成立全资子公司华润酒业；2021 年 8 月，华润啤酒通过旗下公司华润酒业，收购山东景芝白酒有限公司 40%的股权；2022 年 2 月，金种子酒股东阜阳投资发展集团，以非公开协议转让方式将所持金种子集团 49%的股权转让给华润战投；2023 年通过增资扩股和股权购买的方式持有金沙酒业 55.19%的股权；2023 年拆分出华润雪花、华润酒业两大事业部，分别统筹啤酒

		与白酒业务。
	饮料	2021 年 3 月华润雪花旗下新品“小啤汽”正式上市，这是华润雪花推出的首款碳酸饮料产品，也是其首款果汁饮料产品。

资料来源：微酒、华夏酒报等公众号，浙商证券研究所

3.4 产能去化接近尾声，产能利用率稳健

产能去化接近尾声，企业效率和利润率有效提升。2013 年我国啤酒产量到达峰值后开始下降，2016 年前后，存量博弈之下，头部企业纷纷主动开启淘汰落后产能的进程。华润率先举起关厂大旗，2016-2019 年间累计关闭低效工厂超过 40 家。重庆啤酒在 2015 至 2018 年间共关闭 8 家工厂，百威亚太在 2016 年至 2017 年关停 8 家工厂，嘉士伯在 2017 年一年内就关闭并处理 17 家工厂。青岛啤酒在 2018 年和 2019 年分别关掉 2 家工厂。我们认为目前产能去划基本接近尾声，行业产量 2020 年后趋稳，行业利润率水平逐步提升，

表11： 主要啤酒企业去产能情况

公司	时间	工厂关闭情况
华润啤酒	2016-2019 年	累计关闭低效工厂超过 40 家
重庆啤酒	2015-2018 年	共关闭 8 家工厂
百威亚太	2016-2017 年	关停 8 家工厂
嘉士伯	2017 年	关闭 17 家工厂
青岛啤酒	2018-2019 年	每年关闭 2 家工厂

资料来源：云酒头条公众号，浙商证券研究所

产能充足，产能利用率基本稳定。在关闭落后低效产能后，青岛啤酒和华润啤酒仍有 50+家啤酒生产厂，燕京啤酒有 30+家啤酒生产基地。目前主要啤酒企业拥有足够产能，产能利用率均保持稳定且相对较高水平。

表12： 2025 年主要啤酒企业产能情况

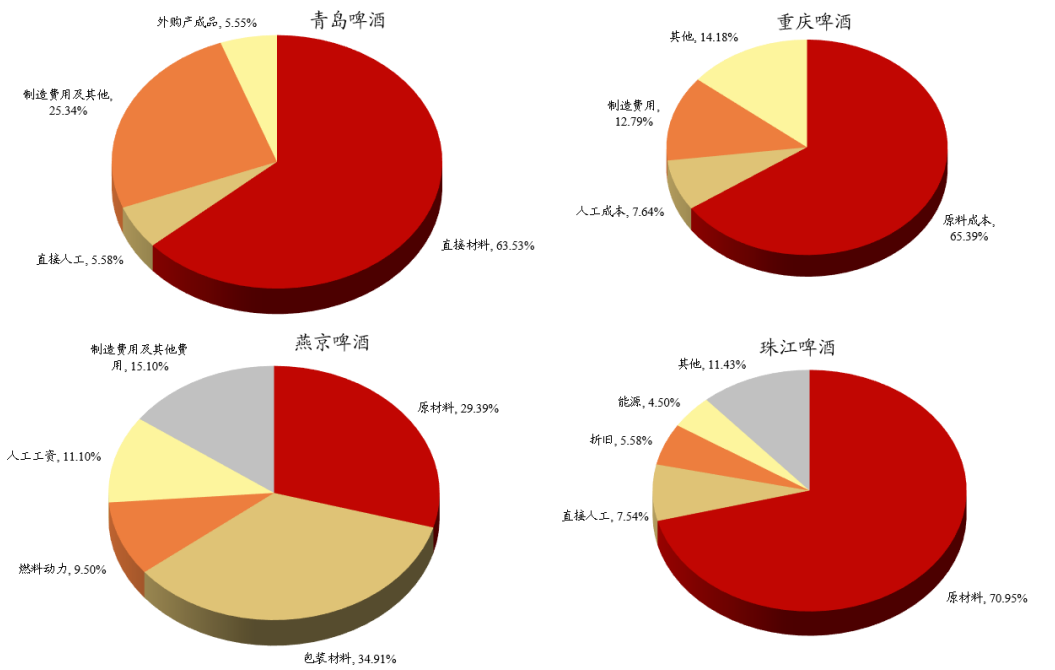
公司	主要工厂情况	设计产能	实际产能	2025 年产能利用率	2024 年产能利用率
青岛啤酒	在国内拥有 56 全资和控股的啤酒生产企业	1455	963	66.19%	66.88%
重庆啤酒	在佛山、重庆、宜宾、新疆等地均有工厂	352	286	81.25%	81.25%
燕京啤酒	在国内拥有 30 多家全资和控股的啤酒生产基地	860	612	71.16%	71.16%
惠泉啤酒	公司、抚州公司和福鼎公司 3 个主要生产基地	80	55	68.75%	68.75%
华润啤酒	59 个啤酒厂	1910	/	/	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.5 成本处于低位，利润弹性有望持续释放

原材料和包材为主要成本，占比约 60-70%。啤酒主要原材料包括大麦、大米等，包材主要是纸箱、易拉罐、玻璃瓶。根据成本拆分，啤酒企业营业成本中原材料和包材占大头，分别占营业成本比重约 30-35%；人工成本约占 5-10%；制造费用约占 10-15%；其他成本占比约 10%左右。

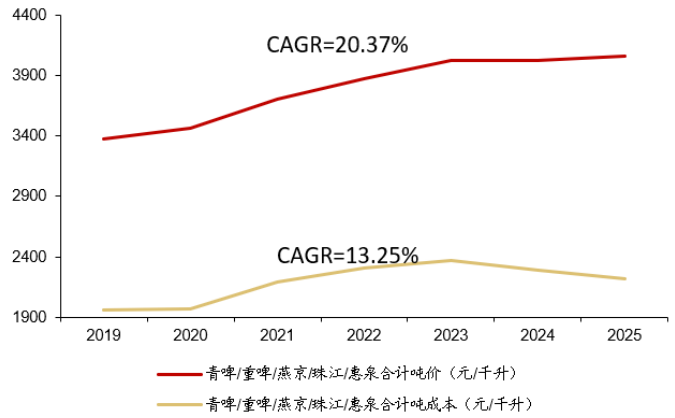
图55： 啤酒成本构成



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

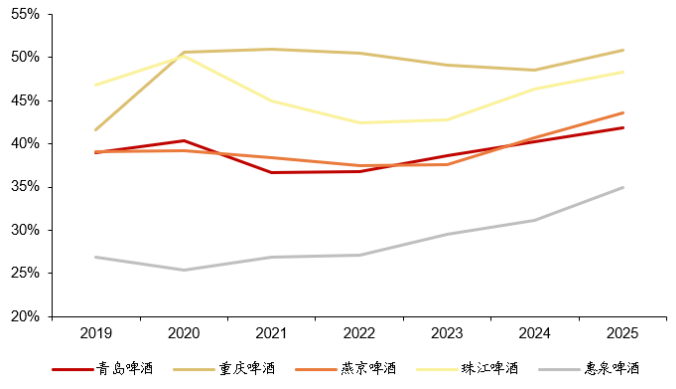
吨价涨幅高于吨成本涨幅，主要啤酒企业整体毛利率水平趋势向上。我们将青啤/重啤/燕京/珠江/惠泉吨价和吨成本通过整体法进行分析，发现 2019 年以来吨价成本涨幅高于吨成本涨幅，吨成本从 2023 年开始进入下行区间。由此带动主要啤酒企业毛利率水平趋势向上。

图56： 2019 年以来吨价涨幅高于吨成本涨幅



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图57： 主要啤酒企业毛利率水平趋势向上

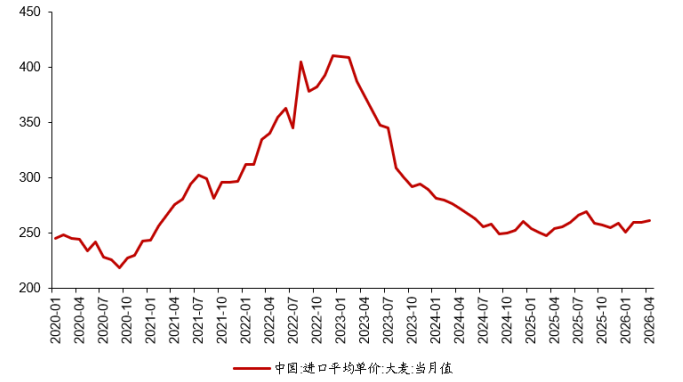


资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

主要原材料均在低位，利润弹性有望持续释放。1）我国大麦主要靠进口，2023 年进口大麦高位持续下降，目前基本稳定在 250 美元/吨；2）我国大米价格基本稳定在 6.5-6.6 元/公斤；3）瓦楞纸价格基本稳健；4）玻璃处于下行区间；5）铝锭价格有所上升，但涨

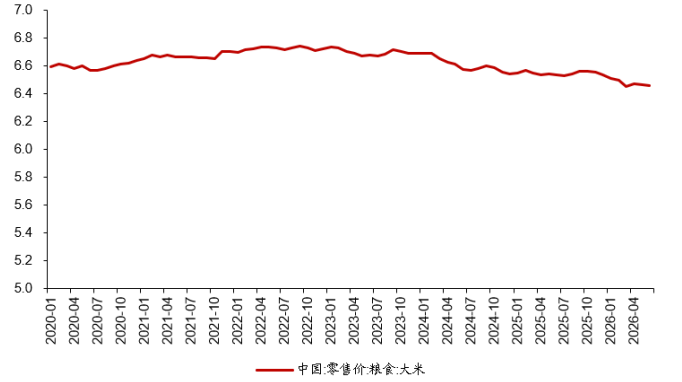
幅整体温和，2026 年前 5 个月涨幅约 10%。综上，我们认为目前啤酒行业原材料整体处于大麦低位与包材分化，综合成本有望继续维持较低水平，利润弹性有望持续释放。

图58： 进口大麦价位维持在稳定低位（美元/吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图59： 中国大米价格基本稳定(元/公斤)



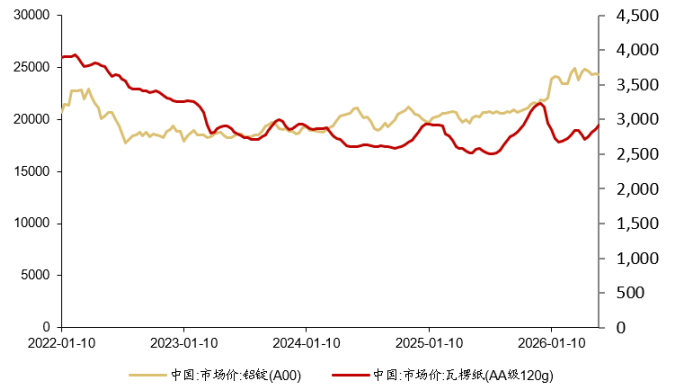
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图60： 我国玻璃价格处于下行趋势（元/吨）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图61： 瓦楞纸价格低位，铝锭价格有所提升（元/吨）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

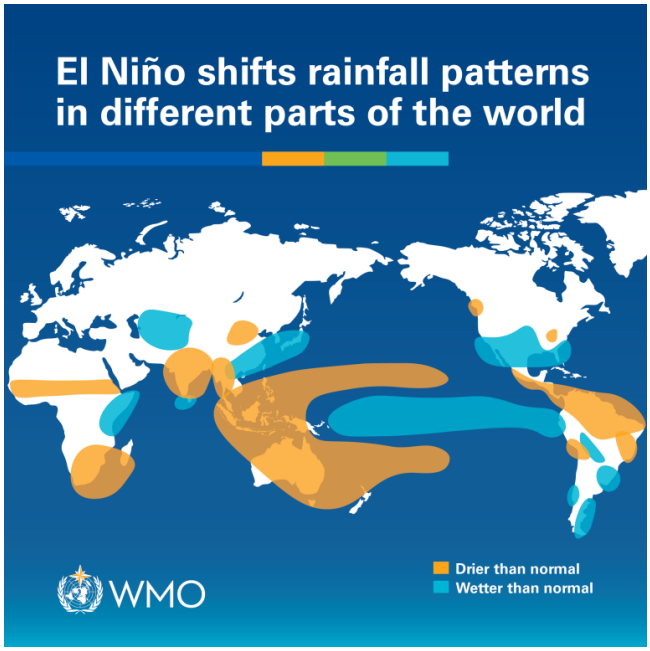
4 厄尔尼诺+体育赛事有望拉动旺季动销，估值相对底部区间

4.1 厄尔尼诺或将拉长旺季消费，增长确定性较强

4.1.1 2026 年厄尔尼诺带来高温，或将拉长啤酒旺季消费

2026 年厄尔尼诺正在形成，全国大部地区气温较常年同期偏高。根据国家气候中心消息，赤道中东太平洋海温 5 月进入厄尔尼诺状态，预计夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件，秋冬季达到峰值，发生强厄尔尼诺事件的概率正在增大，并可能持续至明年春季。历史数据显示，强厄尔尼诺年份中国通常出现"南涝北旱"格局，长江流域及华南地区秋冬季降水偏多，华北和东北地区偏干。中国气象局表示，2026 年主汛期（6 至 8 月），全国大部地区气温较常年同期偏高，华北、华东、华中、华南、西南地区东部、新疆等地有阶段性高温热浪。

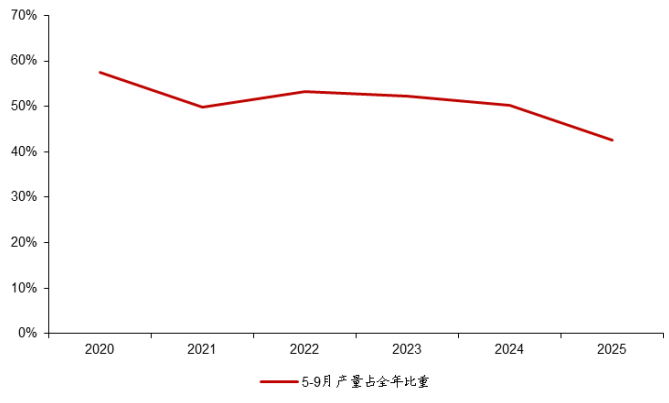
图62： 厄尔尼诺现象改变了全球不同地区的降雨模式



资料来源：中国气象公众号，浙商证券研究所

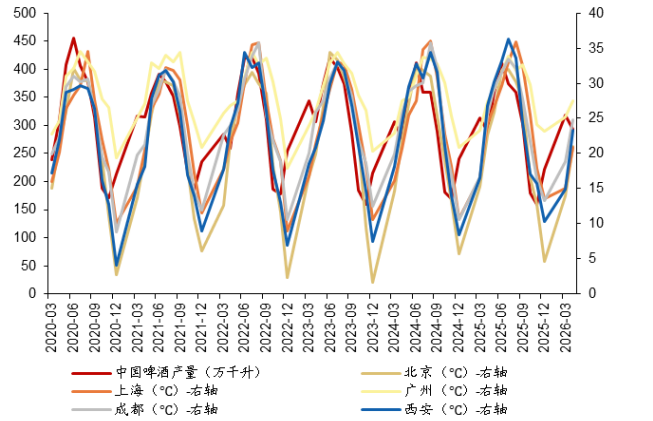
啤酒具备较强季节性，气温抬升有助于增加啤酒消费。啤酒行业具备较强季节性，5—9 月是消费黄金期，其中 7—8 月又是核心峰值区间。夏/秋季消费占全年比重高，5-9 月产量占全年比重超过 40%；2020—2025 年啤酒产量在每年夏秋季明显抬升，旺季月产量大致位于 300—430 万千升区间，淡季则多处于 100—220 万千升区间。同时啤酒消费与高温具备较高拟合性，气温较高月份（通常为夏/秋季）啤酒产量明显抬升。因此我们认为气温抬升或者高温天气延长均有利于啤酒消费。

图63： 啤酒夏季产量占全年比重超过 40%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图64： 啤酒月度产量与气温具有高度拟合性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.1.2 复盘历史上厄尔尼诺啤酒板块表现：量减价增，板块收益率优秀

阶段看：近 10 年来，我国共经历 4 次厄尔尼诺现象，其中 2014 年 10 月-2016 年 4 月强度最高，持续时间最长；其余均为弱/中等强度。

产量看：2014 年以前啤酒产量经历约 20 年持续增长，随着经济增速放缓，整体消费环境变化，啤酒作为过度竞争的行业，国内啤酒业总体消费量已到了增长瓶颈，产销量负增长或微增长逐渐呈常态化，叠加 14-15 年左右国内啤酒产能过剩，随后行业进入去产能阶段，直至 2020 年开始啤酒年产量基本稳定在 3500 万千升左右。

盈利情况看：在 4 次厄尔尼诺现象中，我国啤酒行业收入/利润大部分年度实现正增长，仅 2020/2024 年收入出现下滑。

板块涨跌幅看：在 4 次厄尔尼诺现象中，我国啤酒板块（SW 啤酒）仅 23-24 年期间出现下滑，其余时间均有不同程度增长。

表13： 近 10 年厄尔尼诺情况一览

时间	强度	持续时间	啤酒产量情况	板块涨跌幅	行业情况
2014 年 10 月-2016 年 4 月	超强	约 19 个月	2015 年啤酒产量同比-5.10%	14 年 10 月-15 年 4 月申万啤酒+42%; 15 年申万啤酒+10%	2015 年中国啤酒行业收入/利润总额同比+1.52%/+6.30%；2015 年 SW 啤酒总营收/归母净利润同比-4.5%/-19.4%
2018 年 9 月—2019 年 6 月	弱	约 9 个月	2018 年 9 月—2019 年 6 月啤酒产量同比-13.14%	18 年 9 月—19 年 6 月申万啤酒+34%	2018 和 2019 年中国啤酒行业收入/利润总额同比+7.08%/+5.61%和+4.8%/+10.0%；2018 和 2019 年 SW 啤酒总营收/归母净利润同比+1.9%/-4.1%和+3.9%/+54.3%
2019 年 11 月-2020 年 5 月	弱	约 6 个月	2019 年 11 月-2020 年 5 月啤酒产量同比+1.6%	19 年 11 月-20 年 5 月申万啤酒+30%	2020 年中国啤酒行业收入/利润总额同比-6.12%/+0.47%；2020 年 SW 啤酒总营收/归母净利润同比-0.1%/+22.0%
2023 年 5 月—2024 年 4 月	中等	约 12 个月	2023 年 5 月—2024 年 4 月啤酒产量同比-5.32%	23 年 5 月—24 年 4 月申万啤酒-27%	2023 和 2024 年中国啤酒行业收入/利润总额同比+8.6%/+15.1%和-5.7%/+4.08%; 2023 和 2024 年 SW 啤酒总营收/归母净利润同比+6.2%/+16.9%和-1.6%/+6.8%

资料来源：中国气象数据、中国气象局等公众号，Wind，浙商证券研究所

4.1.3 2026 年厄尔尼诺对啤酒板块影响：需求预计积极，关注旺季天气结构

一、需求端：高温预期+低基数修复+赛事催化+结构升级形成共振

我们认为：2026 年啤酒板块最重要的不是厄尔尼诺单独带来的高温，而是高温预期+低基数修复+赛事催化+结构升级形成共振。

1）国家气候中心提出 5 月进入厄尔尼诺状态，预计夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件，秋冬季达到峰值，在 2026 年主汛期（6 至 8 月），全国大部地区气温较常年同期偏高。高温预期有望拉长啤酒旺季消费，黄金消费期从夏季或延伸至秋冬季节。

2）2025 年基数较低，25 年啤酒产量同比-1.1%，2026 年 1-4 月啤酒产量同比+2.9%，已经形成恢复势头，我们预计 2026 年夏季，啤酒消费有望继续向好。

3）6-7 月美加墨世界杯将提升啤酒消费情绪，并与夏季旺季叠加。

二、成本端：整体偏中性略好，短期冲击有限

我们认为：对 2026 年啤酒板块而言，厄尔尼诺对大麦价格的间接影响，弱于当前已有的大麦低位与包材分化现实。若厄尔尼诺强度超预期，全球大麦主产区受灾兑现，则可能通过进口价格传导至国内，形成成本上行压力。

1）大麦：虽然澳大利亚等地容易受到厄尔尼诺引发的干旱冲击，但 2026 年大麦价格基本处于低位区间，且提前锁价可有效对冲；2）啤酒花价格稳定；3）玻璃瓶成本持续低位下探；4）铝罐成本边际有所上涨，但包材内部预计玻瓶与铝罐成本会有所对冲，整体包材成本波动较小。

三、预期积极，但应关注旺季天气结构（雨水影响）

我们认为：2026 年厄尔尼诺给啤酒板块带来的基准情景是高温预期下的旺季修复+结构升级，利好高温正常、降雨不过量的旺季月份；同时应该关注天气结构，若北方区域或者进入秋季雨水较多，或将影响销量弹性兑现。

我们复盘发现 2023 年是最有借鉴意义的一次中等强度厄尔尼诺。2023 年厄尔尼诺对啤酒板块的影响并非单向：1）正向阶段：上半年高温、现饮恢复、低基数，共同推动啤酒消费改善。2）负向阶段：三季度多雨、洪灾、夏季持续时间偏短，旺季场景被削弱，销量弹性未能完全兑现。

行业层面：2023 年全国啤酒行业实现总产量 3555.5 万千升，同比增长 0.3%；从月度累计值看，1-6 月累计产量 1928 万千升，同比+7.0%，上半年景气较好，7 月开始月度产量同比增速转负。

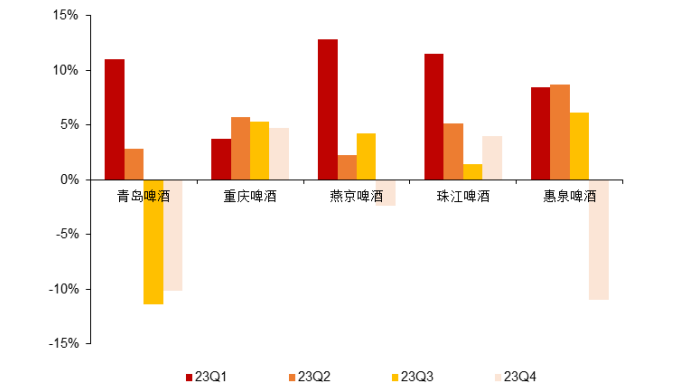
公司层面：进入三季度后，由于 2023Q3 在高基数、雨水天气及库存影响下，主要啤酒企业销量环比降速；其中青岛啤酒 23Q3 销量同比转负。

表14： 23 年上半年啤酒行业经营优于 23 年下半年

行业/公司	2023H1 产销情况	2023 年产销情况	2023H1 业绩	2023 年业绩
行业	啤酒行业产量同比+7%	啤酒行业产量同比+0.3%	SW 啤酒总营收/归母净利润同比+10.6%/21.2%	SW 啤酒总营收/归母净利润同比+6.2%/+16.9%
青岛啤酒	销量同比+6.5%	销量同比-0.82%	总营收/归母净利润同比+12.0%/+20.1%	总营收/归母净利润同比+5.5%/+15.0%
重庆啤酒	销量同比+4.8%	销量同比+4.9%	总营收/归母净利润同比+7.2%/+5.5%	总营收/归母净利润同比+18.9%/+5.8%
燕京啤酒	销量同比+6.4%	销量同比+4.6%	总营收/归母净利润同比+10.4%/+7.7%	总营收/归母净利润同比+46.6%/+83.0%
珠江啤酒	销量同比+7.5%	销量同比+4.8	总营收/归母净利润同比+14.0%/+9.1%	总营收/归母净利润同比+16.7%/+4.2%
惠泉啤酒	销量同比+8.6%	销量同比+5.3%	总营收/归母净利润同比+10.3%/+0.04%	总营收/归母净利润同比+38.4%/+21.8%

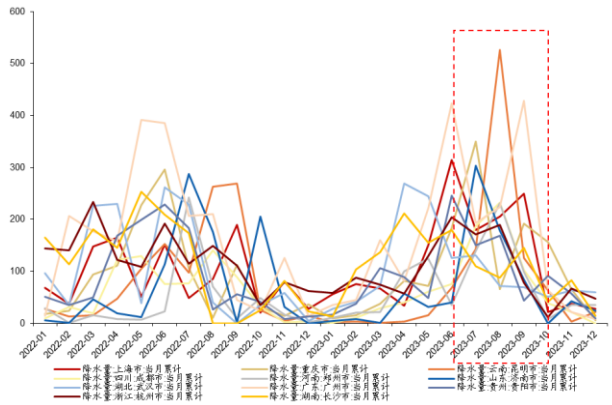
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图65： 23 年 Q1/Q2 销量同比增速高于 Q3/Q4



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图66： 23 年 Q3 以来大部分城市降水量增加显著



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 美加墨世界杯开赛，有望加快啤酒动销

世界杯将放大消费强度，但仍处于行业发展大框架中。世界杯本身不会新创造长期饮酒人口，但会通过社交聚会密度上升、比赛期间即时消费频率提升等放大短期消费强度。传导链条是：赛事热度上升-观赛聚会增加-酒吧/餐饮等即饮场景客流提升-啤酒即时消费上升-阶段性销量增加。中国市场的核心特征在于，世界杯多数举办于 6-7 月，本身与啤酒行业旺季重叠，因此效果更显著；但啤酒行业仍主要受发展阶段、天气、消费意愿、渠道库存等影响，世界杯更像“放大器”，当行业景气、天气、渠道库存和消费场景有利时，世界杯会放大旺季表现；当行业本身处于量缩、渠道调整或天气扰动阶段，世界杯所带来的利好有限（比如 18 年世界杯）。

从股市表现看：2006 年及以前，足球世界杯举办期间板块股价正反馈显著，2010 年及以后世界杯举办前 1 月板块股价拉动明显。因此我们认为，足球世界杯市场往往交易“旺季+赛事”双重预期，赛前一个月股价涨幅最显著；开赛后，需要综合考量销量、吨价等兑现情况。

表15： 历届世界杯期间啤酒板块表现

届次	比赛时间	啤酒产量同比表现	赛事期间啤酒板块涨跌幅	赛事前 1 月板块涨跌幅	啤酒产量与世界杯关系
2002 年韩日世界杯	2002 年 5 月 31 日至 6 月 30 日	02 年 6 月产量同比+8.52%	+3.33%	-2.82%	旺季叠加赛事，存在正向拉动
2006 年德国世界杯	2006 年 6 月 9 日至 7 月 9 日	06 年 6/7 月产量同比+12.07%/+9.82%	+13.86%	-2.81%	拉动较明显，但与行业景气共振有关
2010 年南非世界杯	2010 年 6 月 11 日至 7 月 11 日	10 年 6/7 月产量同比+4.06%/+9.14%	-9.16%	+8.36%	有提振
2014 年巴西世界杯	2014 年 6 月 12 日至 7 月 13 日	14 年 6/7 月产量同比+3.28%/-1.23%	-6.12%	+5.37%	赛事拉动弱化，月度波动明显
2018 年俄罗斯世界杯	2018 年 6 月 14 日至 7 月 15 日	18 年 6/7 月产量同比-1.60%/-2.30%	-10.08%	+7.02%	行业整体承压，赛事未能对冲弱需求
2022 年卡塔尔世界杯	2022 年 11 月 20 日至 12 月 18 日	22 年 11/12 月产量同比-1.70%/+8.50%	+10.81%	+7.83%	赛事有明显拉动，但呈月度波动

资料来源：世界足球网，Wind，浙商证券研究所

表16：卡塔尔世界杯期间部分啤酒销售情况

平台	销售情况
美团	开幕当天啤酒外卖订单环比增长 43%，其中燕京啤酒/百威啤酒/青岛啤酒环比+81%/+65%/+56%。
京东	开赛两天，啤酒成交额同比+78%，其中喜力啤酒/青岛啤酒/雪花啤酒同比+230%/+169%+163%。
盒马	11 月啤酒销售同比+168%，其中精酿鲜啤同比+194%；预计世界杯期间啤酒整体销售同比+148%，精酿鲜啤同比+162%。

资料来源：界面新闻公众号，浙商证券研究所

2026 年美加墨世界杯赛事规模史上最大，边际利好强于往届。本届赛事首次扩军至 48 支球队、104 场比赛、39 天赛程，相较 2022 年分别提升约 50%、62.5%、34.5%，意味着营销曝光周期、终端陈列周期和消费场景活跃周期同步拉长；同时 2026 年叠加厄尔尼诺高温预期与 2025 年低基数形成共振。因此我们认为本次美加墨世界杯对啤酒板块利好较强；但需注意本次世界杯大多数比赛时间在北京时间凌晨及上午举行，与啤酒高频饮用时点并不完全重叠。

表17：2026 年美加墨世界杯规模大于往年

指标	2022 年卡塔尔世界杯	2026 年美加墨世界杯	变化
参赛球队	32 支	48 支	+50.0%
比赛场次	64 场	104 场	+62.5%
赛程长度	约 29 天	约 39 天	+34.5%

资料来源：人民网等公众号，浙商证券研究所

啤酒企业积极进行营销布局，品牌曝光有望促进动销。与 2022 年卡塔尔世界杯相比，啤酒行业在本届世界杯的广告投入增加了 20 倍之多。2026 年赛事前夕，国内啤酒企业已明显加强营销布局。百威作为世界杯 40 年官方合作伙伴，百威以“每一杯，我都在”为主题，推出 11 款 40 周年限定罐、1L 冠军荣耀版等产品；青岛啤酒推出“足球热爱罐”等世界杯元素限定包装；燕京啤酒推出“啤酒+饮料”观赛组合套餐，配套现场互动与品鉴活动。

表18：部分啤酒企业 2026 年世界杯营销活动

酒企	营销活动
百威	作为世界杯 40 年官方合作伙伴，百威以“每一杯，我都在”为主题，推出 11 款 40 周年限定罐、1L 冠军荣耀版等产品，记录历届赛事记忆。同时，在上海打造超 100 米巨幅啤酒罐墙，上线 Bud FC 体验平台与粉丝商店，联动梅西、哈兰德等球星，实现线上线下全域曝光，强化球迷情感联结，牢牢占据“世界杯观赛标配”的品类心智。
青岛啤酒	产品端，青岛啤酒推出“足球热爱罐”等世界杯元素限定包装，通过差异化包装拉高产品溢价，满足家庭收藏与自饮需求；针对观赛场景，推出 1L 大容量节日装及配套周边，提升购买意愿。终端渠道端，青岛啤酒聚焦核心消费场景深耕落地，在全国落地超千场球迷专属欢聚活动，联动城市酒吧、餐饮门店、户外啤酒花园等核心消费场景，通过高清大屏观赛、进球抽奖等互动玩法，弱化单向宣传，提升终端转化。
燕京啤酒	产品层面，燕京啤酒推出“啤酒+饮料”观赛组合套餐，配套现场互动与品鉴活动，精准渗透观赛人群，推动中高端产品的渗透。此外，结合国内城市足球联赛（如苏超、东北超）进行区域精准营销，通过线下互动与场景绑定，实现区域情感与品牌价值的结合，强化区域用户粘性。

资料来源：啤酒板公众号，浙商证券研究所

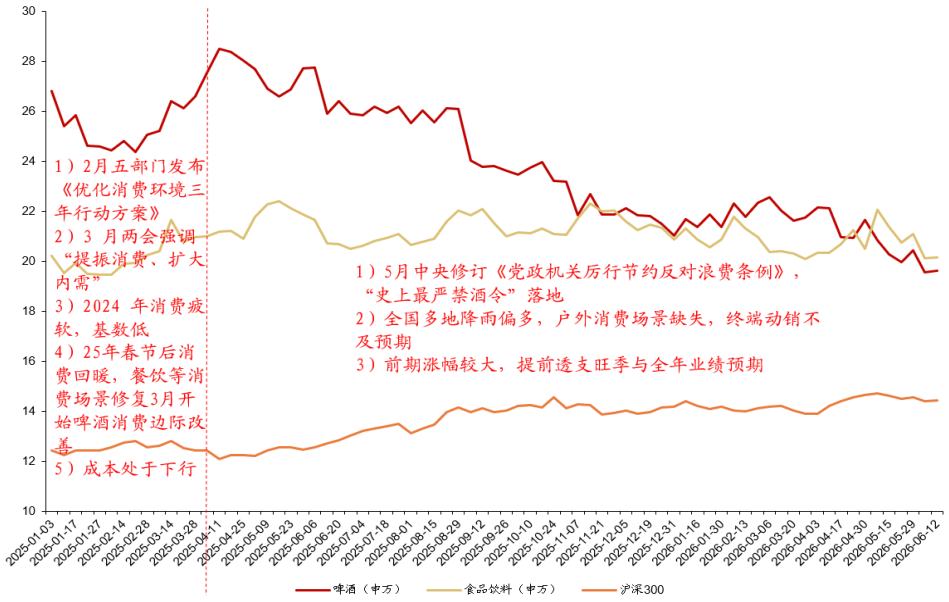
4.3 估值相对底部区间，分红比例维持相对高位

复盘 25 年股价/估值走势，从变化路径来看，估值的“升-降”与需求&政策以及预期变化有关，目前板块估值处于历史相对低位，目前 3 年市盈率分位数为青岛啤酒（3.03%）、重庆啤酒（7.85%）、燕京啤酒（0.41%）、珠江啤酒（9.50%）、惠泉啤酒（38.02%）：

1）25 年 5 月前：旺季预期+成本下行+政策催化+估值低位共振，板块迎来估值上行；

2）25 年 5 月后：政策影响+旺季兑现不及预期+需求走弱，板块进入估值调整阶段。

图67：25 年以来啤酒板块估值经历上行和下行阶段



资料来源：Wind，中国政府网，中国科学报等公众号，浙商证券研究所

表19：啤酒板块 PE、PEG 情况一览

2026/7/2	净利润增速（%）			PE		PEG		市盈率分位数（%）		
	2025	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	3 年	5 年	10 年
青岛啤酒	5.60	5.66%	5.43%	12.86	12.20	2.27	2.24	0.69	0.41	0.21
重庆啤酒	10.43	2.99%	4.58%	16.02	15.32	5.35	3.35	0.41	0.25	0.13
燕京啤酒	59.06	19.08%	15.11%	15.15	13.16	0.79	0.87	1.51	0.91	0.48
珠江啤酒	11.54	10.19%	8.08%	17.20	15.92	1.69	1.97	0.41	0.25	0.12
惠泉啤酒	23.38	20.01%	11.46%	23.96	21.50	1.20	1.88	0.41	0.25	0.13
华润啤酒	-28.87	77.93%	5.78%	11.67	11.03	0.15	1.91	65.74	39.39	19.91
百威亚太	-32.64	22.21%	9.34%	135.40	123.84	6.10	13.26	36.92	22.12	16.34

资料来源：Wind，浙商证券研究所

分红比例维持相对高位，股息率较为可观。从分红率角度看，主要啤酒企业分红率逐步走高，2025 年青岛啤酒 69.87%、重庆啤酒 98.30%、燕京啤酒 50.36%、华润啤酒 98.33%、百威亚太 152.97%。从股息率角度看，青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、百威亚太均有较强吸引力。

表20：啤酒板块分红率和股息率情况一览

2026/7/2	分红率					股息率（TTM）
	2021	2022	2023	2024	2025	
青岛啤酒	47.56	66.18	63.93	69.07	69.87	4.44
重庆啤酒	83.00	99.58	101.39	104.21	98.30	5.96
燕京啤酒	49.45	64.00	43.72	50.73	50.36	2.79
珠江啤酒	43.46	44.40	44.37	46.44	46.53	2.45
惠泉啤酒	30.61	31.37	30.91	30.85	31.25	1.09
华润啤酒	39.96	40.55	58.92	51.82	98.33	5.32
百威亚太	42.05	54.76	82.22	102.43	152.97	7.24

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 投资建议

短期看，厄尔尼诺+世界杯催化+成本优势+估值底部，行业配置属性拉升。中长期看，啤酒行业进入量稳价升阶段，高端化和非即饮渠道扩容是主要趋势和竞争关键，第二曲线打造也有望打开增长空间。随着后续促消费政策落地以及政策边际变化，预计 Q2 低基数下或迎量/价双超预期。推荐青岛啤酒/燕京啤酒，建议关注华润啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒。

图68： 盈利预测一览表（WIND 一致预期）

日期	2026/7/3	收盘价	总市值	市盈率	收入增速			利润增速			PE		
证券代码	证券简称	（元）	（亿元）	（TTM）	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600600.SH	青岛啤酒	53.38	626.79	15.57	2.22%	2.54%	2.71%	5.66%	5.43%	5.26%	12.93	12.26	11.65
600132.SH	重庆啤酒	42.44	205.40	17.17	1.51%	2.04%	2.04%	2.99%	4.58%	4.72%	16.20	15.49	14.79
000729.SZ	燕京啤酒	10.73	302.43	17.00	5.18%	4.55%	4.27%	19.08%	15.11%	11.78%	15.13	13.14	11.75
002461.SZ	珠江啤酒	7.90	174.85	18.88	3.44%	3.20%	2.92%	10.19%	8.08%	6.50%	17.56	16.25	15.25
600573.SH	惠泉啤酒	9.39	23.48	28.66	3.70%	4.37%	/	20.01%	11.46%	/	24.45	21.94	/
0291.HK	华润啤酒	22.12	700.09	19.23	3.28%	2.21%	3.64%	77.93%	5.78%	8.67%	11.67	11.03	10.15
1876.HK	百威亚太	6.10	809.17	0.00	2.40%	2.76%	2.38%	22.21%	9.34%	5.98%	135.40	123.84	116.85

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所，注：盈利预测来源于 Wind 一致预期

6 风险提示

1、经济复苏不及预期

啤酒消费容易受到经济波动影响，给啤酒行业发展带来较大不确定性。若经济继续维持较弱复苏态势，终端消费能力和消费意愿均会受到不同程度影响，从而影响酒企终端动销进而影响企业营收和利润。

2、产业政策风险

啤酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响。公司将密切关注行业变化，在生产经营过程中，主动适应行业发展新趋势，根据政策变化及时对生产及营销策略进行调整和完善，实现公司良性可持续发展。

3、终端需求恢复不及预期

收入增长直接影响居民消费能力和消费意愿，若中短期内居民收入增速恢复不及预期，可能终端消费力和消费意愿增长不及预期，从而影响酒企终端动销。

4、消费升级不及预期

随着近几年消费不断升级，低端消费群体在缩小，中档、中高档酒逐渐成为市场主流，品牌集中度、产品集中度越来越高。若消费升级不及预期，则酒企高端化升级趋势将受阻，从而影响企业品牌力提升。

5、市场需求变化风险

当前居民的消费观念和消费行为发生了较大变化，健康理念升级、品牌消费凸显、线上消费升温、品质需求升维等逐渐成为消费新风尚，对啤酒消费需求与消费量可能产生一定影响。

6、行业竞争加剧

啤酒行业开始进入品牌影响力、产品质量、营销水平、创新能力的全面竞争时代，当前啤酒行业马太效应愈发明显，市场份额持续向头部酒企集中，啤酒行业逐步进入加速竞争阶段。若行业内整合进一步加速，竞争持续加剧，则酒企将会继续加大品牌宣传及促销力度以提升市场份额，从而影响酒企利润；同时亦会对品牌或资金实力欠佳酒企不利。

7、消费税或生产风险

啤酒企业面临的消费税税收负担较重，消费税政策对于行业景气和酒企利润均有较大影响。若消费税征收政策发生调整变化将会导致行业调整，影响行业景气度以及酒企盈利能力。

8、食品安全风险

啤酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。如果国家相关法律、法规以及行业规定的要求发生变化，酒企在原材料采购、酿造、勾兑及包装等环节的质量控制措施须相应地进行改变，否则将对企业生产经营带来影响，进而影响酒企未来发展。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买　入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中　性 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看　好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中　性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看　淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn