

2026 年 04 月 22 日

行业研究

评级：推荐(维持)

研究所：

证券分析师：

刘旭德 S0350526040001

liuxd02@ghzq.com.cn

从共荣到淘汰赛，寻找火炼的真金

——白酒周期寻金系列开篇

最近一年走势



行业相对表现

2026/04/21

表现	1M	3M	12M
白酒 II	-2.9%	-2.0%	-16.9%
沪深 300	4.4%	1.0%	26.0%

前言：在需求疲弱成为市场共识、分歧加剧的当下，我们认为白酒行业的结构性重估不应仅停留于短期情绪的波动解读，而是希望从产业视角出发，寻找能够穿越周期烈火的真金。本文作为《周期寻金》系列首篇，重点回答以下问题：1) 周期复盘：当前行至何处？2) 周期演绎：格局如何展望？3) 本轮估值底部因何更高？4) 孰能穿越周期烈火？后续我们将以此为纲，持续推出《周期寻金》系列报告，欢迎交流探讨！

■ **周期复盘：白酒行情三阶段演进，从繁荣至确定性底部。**2016 年至 2021 年中，受益于需求扩张+供给受限+渠道放大金融属性，行业实现戴维斯三击的繁荣行情，申万白酒指数上涨 6 倍。2021 年中至 2025 年中，供需错配下渠道压力显现，估值（PE TTM）持续下修。2025 年中需求承压，酒企主动纾压，报表加速出清，行业供需再反转，经销库存去化，底部特征明显。我们认为，当前酒企聚焦去库，2026Q2 淡季压力期有望平稳渡过，H2 低基数下动销量增预计明显，2027 年供需再平衡，价格有望步入上行通道，酒企报表有序修复。建议后续重点关注渠道现金流、补库意愿以及价格回升三大信号。

■ **周期演绎：从共荣到淘汰赛，寻找火炼的真金。**当前市场悲观预期集中于短期需求承压、长期总量下滑的趋势中，忽略其内生结构性机会，我们认为本轮名酒企业收入、利润集中趋势不但尚未结束，还将加速演绎，驱动下一轮规模成长，品牌位序将由价格转为规模体量导向。对于酒企而言，供给端，务实认清现实，次高端产品控量挺价，稳住基本盘，中低档加速布局，挖掘潜在金矿；需求端，顺应“悦己”消费趋势，把握 C 端扩容机遇。渠道端，重视经销商生态建设，推动经销商转向服务商。本轮周期中，唯有主动顺应趋势、修炼内功的酒企方能脱颖而出。

■ **投资思辨：分红称重价值，集中度提升加速预期上修。**两轮周期底估值差异在于本轮周期中经营确定性与股息为企业估值托底，底部估值中枢上移至 16 倍左右。展望估值演绎，行业定价重心从短期求导转向长期价值积分，立足现金流折现思维更适配迈入高质发展的白酒行业。同时，虽然价值称重是终局估值逻辑，但我们认为头部酒企成长远未结束，当前 CR6 收入占比约 48% 左右，参考成熟消费品赛道，集中度多在 80% 以上，行业集中远未结束，头部酒企仍有望通过份额提升重启增长，加速估值抬升。

■ **投资建议：寻找火炼的真金。**本轮周期将加速经营不善、基本盘松动的酒企出清，而乘风破浪，直面周期挑战的酒企将值得更多确定性溢价，可将其视为收益优于国债+隐含看涨期权，维持白酒行业“推荐”评级。一是规模优先、经营确定性强、品牌价值靠前的**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒**，其中首推**贵州茅台**；二是预期足够低、基本面稳定的酒企，首推区域龙头**古井贡酒**，留意组织改革与预期低点的**洋河股份**，关注**迎驾贡酒、今世缘**。三是关注次高端反转机会**舍得酒业、水井坊、酒鬼酒**。

风险提示：政策风险、消费复苏不及预期、批价波动引起市场恐慌、宏观流动性收缩、酒企改革不及预期。

内容目录

1、 周期复盘：当前行至何处？	4
1.1、 空前盛况：源何催生繁荣行情？	5
1.2、 泡沫挤兑：供需错配、渠道加压，估值下修	7
1.3、 行业筑底：供需再反转，行业步入确定性底部	8
1.4、 找寻行业回归平衡信号	8
2、 周期演绎：从共荣到淘汰赛	10
2.1、 品牌位序：从价格走向规模	10
2.2、 格局演绎：找寻火炼的真金	11
2.2.1、 供给端：务实理性，转变量价策略	12
2.2.2、 需求端：宏观经济转型叠加代际消费变迁，酒企加速转型	13
2.2.3、 渠道端：经销商是否仍有存在的意义？	17
2.2.4、 顺势而为，期待厂商交出满意答卷	19
3、 估值重构：本轮估值底线因何更高？	19
3.1、 定价逻辑改变，股息托底估值	19
3.2、 分红称重价值，集中驱动成长	21
3.2.1、 U型底部重构，分红称重长期价值	21
3.2.2、 再议成长空间：酒企是否已触碰天花板？	21
3.3、 拨开迷雾找寻价值机遇	22
4、 投资建议：寻找火炼的真金	23
5、 风险提示	24

图表目录

图 1: 本轮白酒周期演变：行业步入底部区间	5
图 2: 需求、供给、渠道共同催生繁荣行情	6
图 3: 产能缺口促使头部酒企加速扩产	6
图 4: 头部酒企实现戴维斯三击：规模、利润率、估值持续抬升	6
图 5: 茅五泸（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）批价（元）持续下行	7
图 6: 渠道压力显现，盈利空间大幅缩减	7
图 7: 周期中场，酒企普遍完成高增目标	7
图 8: 2025Q2 起白酒收入、利润、回款大幅下滑，供给出清纾压	8
图 9: 行业调整节奏推演	9
图 10: 行业见底修复及指标传导推演	10
图 11: 成熟行业头部集中度均较高	11
图 12: 品牌位序由价格导向转为规模导向	11
图 13: 规上白酒企业亏损面持续扩大	11
图 14: 白酒行业增量阶段到存量阶段转化	12
图 15: 部分酒企沿价格带向下布局	12
图 16: 酒企沿价格带向下布局	13
图 17: 地产销售增速保持低位	14
图 18: 房地产投资完成额当月同比增速走弱	14
图 19: 酒饮悦己需求与商务需求形成对冲状	14
图 20: 年轻群体消费以悦己场景为主	14
图 21: 各时代背景下白酒行业的特征	15
图 22: i 茅台带来需求扩容	16
图 23: 2026 年茅台市场化改革后的产品价格体系	16
图 24: 白酒天然属性需要经销商运营	17
图 25: 川糖茅台文化体验馆参观活动	18
图 26: 成都川糖开展品鉴会	18
图 27: i 茅台营收及占比	18
图 28: i 茅台的战略定位发生改变，线上引流与渠道赋能成为其主要功能	19
图 29: 白酒行业估值复盘，本轮估值底更具确定性	20
图 30: 头部酒企分红股息支撑性强	20
图 31: 主动型基金食品饮料板块持仓走势	21
图 32: 行业估值 U 型重构	21
图 33: 头部集中度加速提升，带来二次成长性	22
图 34: 部分酒企历年分红率情况	23

前言：在需求疲弱成为市场共识、分歧加剧的当下，我们认为白酒行业的结构性重估不应仅停留于短期情绪的波动解读，而是希望提供底部视角，厘清估值重构逻辑。白酒周期十年一轮回，2016年至2026年行业历经极致繁荣至底部磨盘，当下又站在消费复苏的起点，行业供需格局反转，有望迎接新周期的到来。本文结合行业周期演绎与企业策略重估，对白酒行业格局进行结构性梳理。

本文作为《周期寻金》系列首篇，重点回答以下问题：

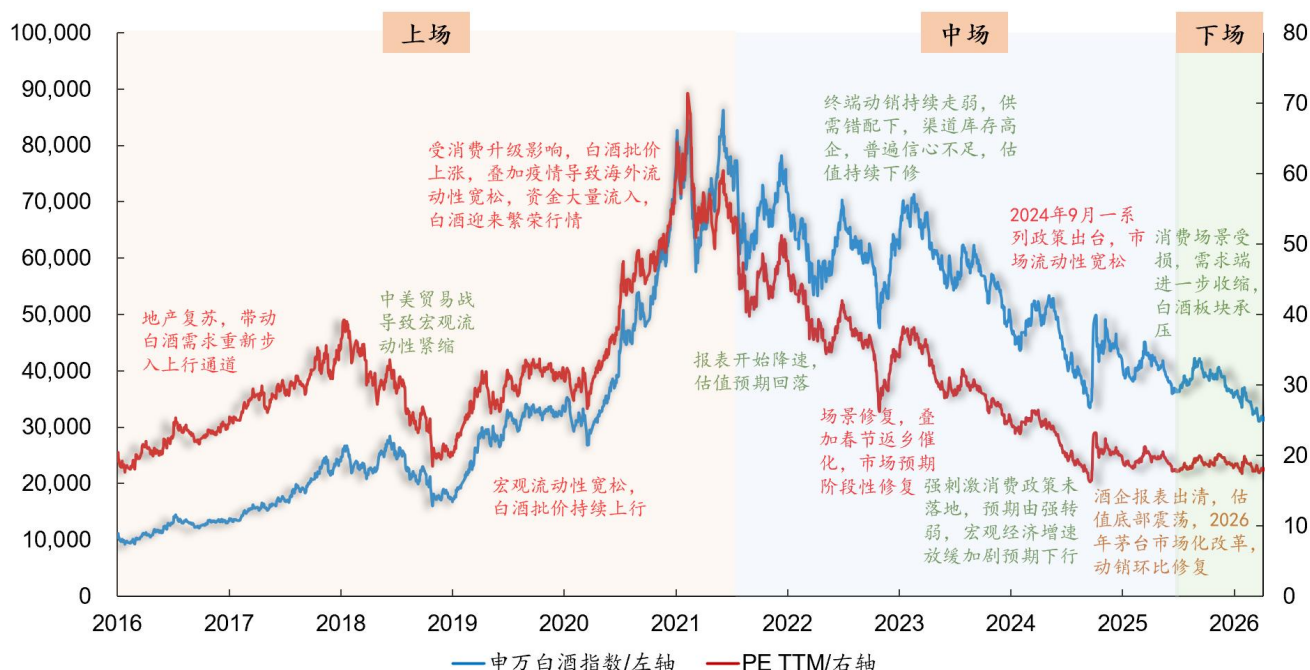
- 1) 周期复盘：当前行至何处？
- 2) 周期演绎：格局如何展望？
- 3) 本轮估值底部因何更高？
- 4) 孰能穿越周期烈火？

后续我们将以此为纲，持续推出《周期寻金》系列报告，欢迎交流探讨！

1、周期复盘：当前行至何处？

白酒行情三阶段演进，从繁荣至确定性底部。本轮周期上场自2016年开始，需求、供给、渠道三轮驱动催生繁荣行情，2021年初业绩普遍超预期，市场估值溢出；2021年后终端动销景气度下降，报表开始降速，进入周期中场，且消费结构开始降级，终端市场表现持续疲软，酒企保障报表增长，持续向渠道压货，渠道库存高企步入压力极值，企业估值下修；2025年中行业确立底部，渠道压力倒逼酒企调整纾压，下半年报表大规模出清，贵州茅台单Q4收入/利润分别同比下降19.4%/30.3%，拖累年度报表出现历史上首次下滑。2026年报表延续出清，叠加需求有序恢复，行业明确步入修复通道。

图 1：本轮白酒周期演变：行业步入底部区间



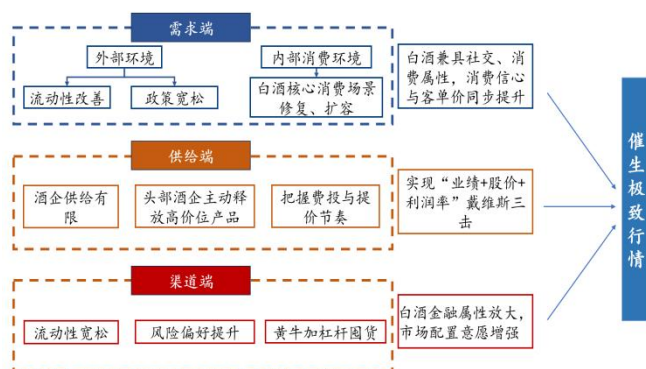
资料来源：Wind，渠道调研，今日酒价公众号，微酒公众号，IMI 财经观察公众号，国际金融报公众号，新消费公众号，经济观察报公众号，国海证券研究所

1.1、空前盛况：源何催生繁荣行情？

“**股价+业绩+利润率**”戴维斯三击催生白酒繁荣行情。上一轮行情源于“需求扩张+供给受限+渠道放大金融属性”三重因素。流动性宽松和经济复苏进一步催生消费需求，白酒短期供给受限叠加渠道炒作进一步放大供需缺口，价格预期上修放大白酒的金融属性。

- **需求端：宏观经济改善拉动白酒需求，优秀商业模式进一步拔升势能。**2016年起，地产复苏带动白酒需求持续增长，叠加居民收入提升与消费升级，大众和商务核心消费场景全面扩容。价格端，相较于其他消费品，白酒依托消费心智形成的价格体系在消费升级的驱动下演变得更为明显，在经济周期上行阶段的弹性进一步释放，消费信心与酒价同步提升。
- **供给端：产能约束扩大供需缺口，产品结构提升和费投收缩带来量、价、利三升。**前期调整周期内多数酒企谨慎规划产能布局，在需求边际提升背景下，供给端弹性受制于设备、厂房等重资产制约，短期内产能难以实现大规模扩产。头部企业主动收缩下沿产品投产，有限产能投放分配至更高价位产品，加之费投节奏控制与结构性提价，推动行业整体利润率中枢上移。
- **渠道端：黄牛囤货放大金融属性，供需错配推高白酒价格中枢。**以茅台为代表的高端白酒兼具存货升值与资产配置属性，在流动性宽松背景下，市场对确定性资产的配置意愿增强，叠加价格长期上涨预期与多轨价格体系支撑的投资/收藏逻辑，渠道加杠杆囤货行为频现，进一步挤压终端开瓶消费需求、加剧供需结构性失衡，价格飙升累积泡沫，周期波动随之放大。

图 2：需求、供给、渠道共同催生繁荣行情



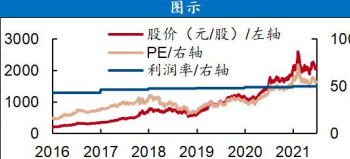
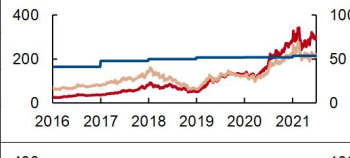
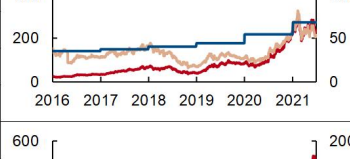
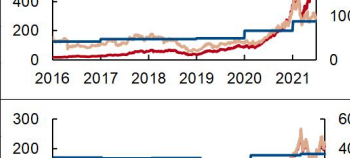
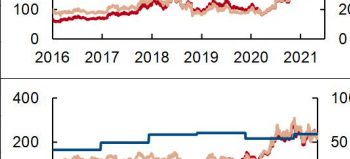
资料来源：微酒公众号，新消费公众号，国海证券研究所

图 3：产能缺口促使头部酒企加速扩产

酒企	项目	新增产能 (万吨)	预算资金 (亿)
贵州茅台	“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目 (一期、二期工程)	0.5	35.6
	3万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目	3	101.8
	“十四五”技改建设项目	2	155.2
	“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目	1.2	41.1
五粮液	10万吨酿酒生产及该项目 (一期)	2	14.1
	10万吨生态酿酒项目 (二期)	6	48.6
泸州老窖	酿酒工程技改项目 (一期工程)	3.5	33.4
	酿酒工程技改项目 (二期工程)	6.5	40.7
山西汾酒	汾酒2030技改原酒产能扩建项目 (一期)	8	47.8
	汾酒2030技改原酒产能扩建项目 (二期)	1	4.9
古井贡酒	汾酒2030技改原酒产能扩建项目 (一期)	5.1	91
	汾酒2030技改原酒产能扩建项目 (二期)	6.7	82.9

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图 4：头部酒企实现戴维斯三击：规模、利润率、估值持续抬升

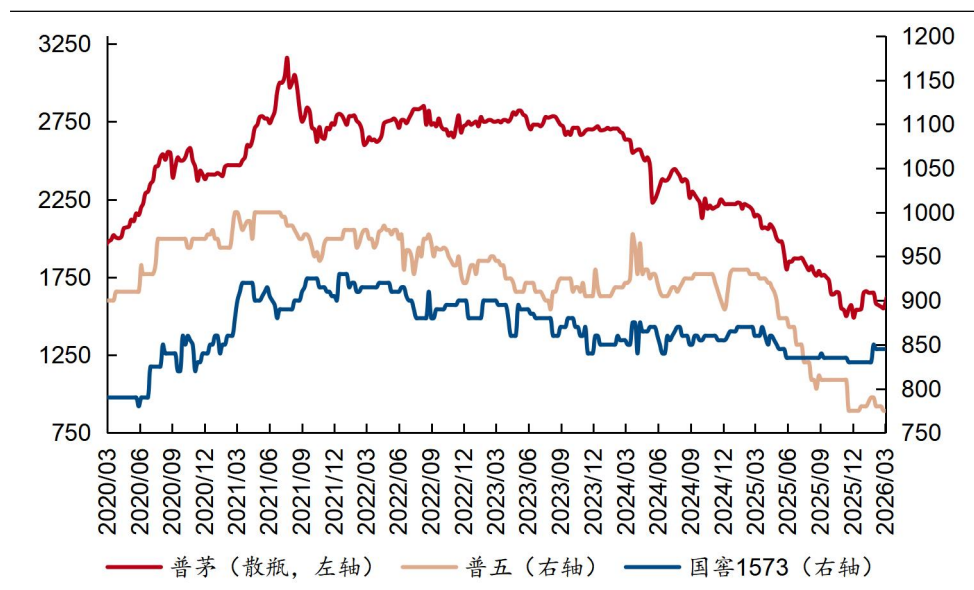
公司名称	指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	图示
贵州茅台	营业收入 (亿元)	388.6	582.2	736.4	854.3	949.2	490.9	
	收入增速	19.0%	49.8%	26.5%	16.0%	11.1%	11.7%	
	利润率	43.0%	46.5%	47.8%	48.2%	49.2%	50.2%	
	估值	25	36	23	36	56	54	
五粮液	营业收入 (亿元)	245.4	301.9	400.3	501.2	573.2	367.5	
	收入增速	13.3%	23.0%	32.6%	25.2%	14.4%	19.4%	
	利润率	27.6%	32.0%	33.4%	34.7%	34.8%	35.9%	
	估值	20	35	16	31	58	54	
泸州老窖	营业收入 (亿元)	83.0	103.9	130.6	158.2	166.5	93.2	
	收入增速	20.3%	25.2%	25.6%	21.2%	5.3%	22.0%	
	利润率	23.2%	24.6%	26.7%	29.3%	36.1%	45.4%	
	估值	28	40	18	28	59	53	
山西汾酒	营业收入 (亿元)	44.0	60.4	93.8	118.8	139.9	121.2	
	收入增速	6.7%	37.1%	55.4%	26.6%	17.8%	75.6%	
	利润率	13.7%	15.6%	15.6%	16.3%	22.0%	29.2%	
	估值	36	51	22	41	121	97	
洋河股份	营业收入 (亿元)	171.8	199.2	241.6	231.3	211.0	155.4	
	收入增速	7.0%	15.9%	21.3%	-4.3%	-8.8%	15.7%	
	利润率	33.9%	33.3%	33.6%	31.9%	35.5%	36.4%	
	估值	19	26	18	20	48	43	
古井贡酒	营业收入 (亿元)	60.2	69.7	86.9	104.2	102.9	70.1	
	收入增速	14.5%	15.8%	24.7%	19.9%	-1.2%	27.0%	
	利润率	13.8%	16.5%	19.5%	20.1%	18.0%	19.7%	
	估值	29	32	17	31	72	59	

资料来源：Wind，国海证券研究所。注：为了更好反应利润率变化趋势，图示中的利润率进行了标准化处理，贵州茅台、洋河股份利润率*100，五粮液、泸州老窖利润率*150，山西汾酒、古井贡酒利润率*300

1.2、泡沫挤兑：供需错配、渠道加压，估值下修

供需反转错配，酒厂强势加压下，渠道生态持续恶化，行业估值持续下修。2021年中至2025年中，场景限制叠加地产拖累，白酒需求持续疲软，而酒企为实现报表高增，持续向经销商压货，渠道库存逐步累积，白酒批价进入下行通道，普茅酒价从3000+元/瓶回落至2000元/瓶左右，而次高端酒价出现倒挂，经销商利润空间大幅缩减乃至亏损。在厂商利益重新分配的博弈过程下，酒企控货挺价难度上升，价格倒挂现象开始蔓延，渠道端信心持续走弱，供需矛盾进一步显现。

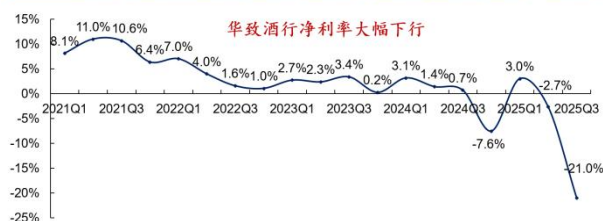
图 5：茅五泸（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）批价（元）持续下行



资料来源：今日酒价公众号，国海证券研究所

图 6：渠道压力显现，盈利空间大幅缩减

渠道指标	库存压力			现金流压力			价格倒挂程度		
	2023年中	2024年中	2025年中	2023年中	2024年中	2025年中	2023年中	2024年中	2025年中
减少	24%	19%	13%	24%	27%	16%	4%	14%	19%
不变	28%	19%	29%	40%	40%	42%	32%	40%	29%
增加	48%	62%	58%	36%	33%	42%	64%	46%	52%



资料来源：Wind，中国酒业协会《2023 中国白酒市场中期研究报告》，中国酒业协会《2024 中国白酒市场中期研究报告》，中国酒业协会&毕马威《2025 中国白酒市场中期研究报告》，国海证券研究所。注：表格中的百分比表示渠道经营指标相较同期的变化情况。

图 7：周期中场，酒企普遍完成高增目标

公司	增速类型	2021	2022	2023	2024	2025E
贵州茅台	目标	10.5%	15%	15%	15%	9%左右
	实现	11.2%	16.5%	18.0%	15.7%	-1.2%
五粮液	目标	双位数	双位数	双位数	双位数	与宏观经济指标保持一致（约5%）
	实现	15.5%	11.7%	12.6%	7.1%	报表出清
泸州老窖	目标	≥15%	≥15%	≥15%	≥15%	稳中求进
	实现	24.0%	21.7%	20.3%	3.2%	报表出清
山西汾酒	目标	30.0%	25.0%	20%左右	20%左右	继续保持稳健增长态势
	实现	42.8%	31.3%	21.8%	12.8%	持平微增
洋河股份	目标	≥10%	≥15%	15%	5%-10%	未提及
	实现	20.1%	18.8%	10.0%	-12.8%	报表出清
古井贡酒	目标	16.6%	15.3%	20.3%	20.7%	较上年度实现稳健增长
	实现	28.9%	25.9%	21.2%	16.4%	报表出清

资料来源：Wind，各公司公告，国海证券研究所。注：2025 年实现为预测，贵州茅台已出公告。注：实现行红色表示超预期完成目标，黑色表示顺利完成目标，蓝色表示未完成目标

1.3、行业筑底：供需再反转，行业步入确定性底部

行业主动出清纾压，供需再度反转，渠道生态持续修复。随着 2025 年中场景受损，终端需求明显承压，渠道压力传导至报表，白酒企业在 2025 年下半年聚焦纾压，Q3 多数上市酒企收入与利润大幅下滑，报表加速出清，五粮液/古井贡酒营收同比下降 52.7%/51.6%，供给大幅收缩，幅度大于需求下滑状态，渠道生态修复，行业步入磨底阶段，经销商库存开始去化。

- 从需求侧来看，高端动销先起，次高端持续筑底。一是 2025Q2 场景受损，需求承压下底部无虞，二是前期价格泡沫出清过程中，白酒金融属性逐渐消散，务实回归消费属性，累积在社会渠道的库存消化至低位。从 2026 年春节表现看，高端茅五动销超预期，而次高端虽仍有压力，降幅亦在收窄。
- 从供给侧来看，酒企下滑纾压，行业聚焦去库。2025H2 后，酒企不再追求报表端增长，通过减缓发货、扩大费投、增强终端支持等方式改善渠道利润、稳定经销商信心，渠道边际企稳特征初现。报表端，酒企收入回落，利润大幅下滑，乃至亏损，行业加速出清。

图 8：2025Q2 起白酒收入、利润、回款大幅下滑，供给出清纾压



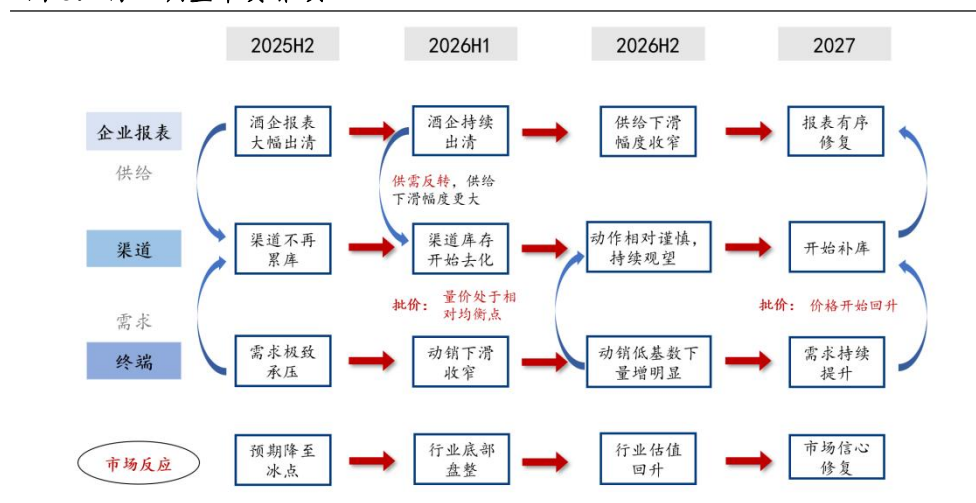
资料来源：Wind，国海证券研究所

1.4、找寻行业回归平衡信号

节奏推演：由筑底到回升，先动销好转修复估值，后报表兑现贡献业绩。当下酒企聚焦去库背景下，我们认为 2026Q2 淡季压力期有望平稳渡过。下半年低基数下动销量增预计明显，而供给端预计延续下滑，供需再平衡下渠道信心加速修复，

行业估值开始回升；2027 年，我们预计伴随需求持续回暖，价格有望步入上行通道，进一步催生渠道补库需求，吸纳更多供给，酒企报表有序修复。

图 9：行业调整节奏推演

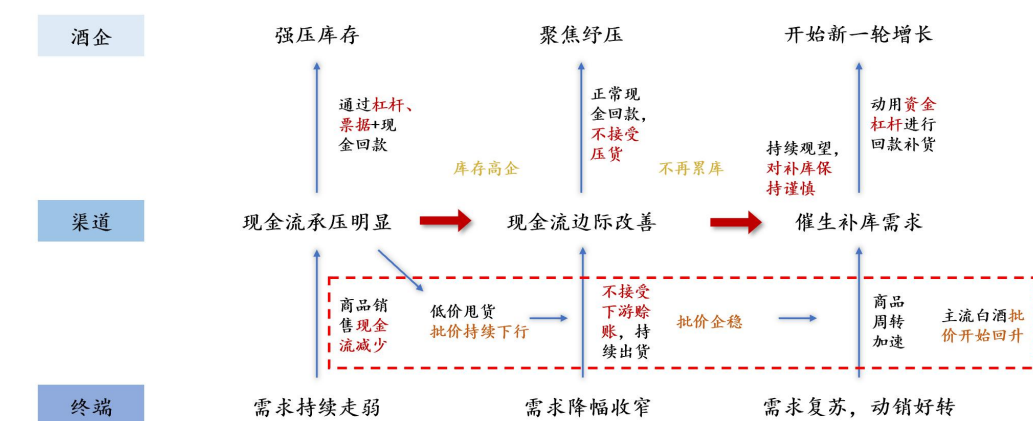


资料来源：渠道调研，国海证券研究所

当前行业处于底部，市场分歧较大、杂音较多。我们认为内需复苏只是时间问题，只要预期复苏，无论企业调整至何位置，行业都将迎来拨估值的契机。即使需求走弱的背景下，我们认为当以下三重信号开始出现时，往往预示着行业跨越最艰难时刻，周期底部特征明显，酒企基本面有望迎来拐点，探底回升，至此企业估值开始进入修复区间：

- **关键信号一：渠道自身现金流边际改善，信贷需求增多或是改善信号。**过去两年酒企强压货下，经销商多借助杠杆、票据等方式完成回款，现金流承压明显。当前步入调整底部，经销商不接受压货，酒企聚焦渠道纾压，产品周转流动下，经销商回笼现金流意愿明显，不再接受下游客户赊销、亦不接受上游酒企压货诉求，自身现金流环比明显改善。后续若经销商再度主动加杠杆备货，或将是需求复苏、行业走出底部的重要标志。
- **关键信号二：经销商从谨慎观望到补库，库存水平修复至行业中枢水平，若开启囤货则标志行业已步入景气上升期。**酒企供给大幅出清下，经销商当前已不再累库，但对需求端仍保持谨慎，若后续出现补库需求，标志渠道信心已大幅修复，终端需求明显好转，经销商愿意主动打款锁货，行业拐点将至，驱动景气上行。
- **关键信号三：主流批价企稳回行，先修复渠道利润，再传导致酒企报表，酒企 EPS 有望修复。**行业承压期内，经销商为回笼资金往往被迫降价抛售，甚至价格倒挂，批价表现持续走弱。而当我们观测到主流白酒批价经历长期下行后企稳回升，亦表明供需发生反转。价格上行先修复渠道利润，从亏损返利支撑渠道利润，到薄利挣周转的钱，再到顺价放大渠道利润，若价格全面转向顺价，则报表修复预期进一步提升。

图 10：行业见底修复及指标传导推演



资料来源：渠道调研，国海证券研究所

2、周期演绎：从共荣到淘汰赛

2.1、品牌位序：从价格走向规模

行业历经 5 年深度调整，估值、股价持续下修，叠加消费复苏不及预期，终端需求偏弱，市场情绪逐渐步入悲观，分歧与观望情绪加重，短期、中长期均有叙事压制市场预期：

- **短期维度，场景受损致使需求承压。**2025 年中场景受损致使餐饮酒水需求步入承压期，5、6、7 月白酒动销流速跌至谷底，渠道承压至极点，经销商备货意愿持续下降，白酒批价进一步下探突破预期底线。
- **长期维度，行业高增阶段结束，总量下滑趋势进一步强化悲观预期。**白酒产能自 2016 年达到峰值后逐年下滑，2025 年行业产量仅为 354.9 万千升（2024 年进一步配制酒产能统计），较峰值下降超 74%。且伴随健康理念及“喝少喝好”趋势发展，人均饮酒量亦随之降低，压制行业长期空间。

我们认为，当前市场视角主要聚焦于行业整体趋势演变，而忽略行业本身结构性机会，名酒收入、利润集中的趋势不但未结束，还进一步加速演绎。我们并不否认行业整体销量的下行，但在行业内部，产品、渠道、价格等均在持续推动格局变化，行业内生的结构性分化将成为下一阶段行业的核心主线。

镜鉴成熟快消行业，头部酒企集中度提升逻辑下仍有成长空间。参考成熟期行业，如啤酒、常温奶、方便面等，通过价格竞争、强化渠道掌握等激烈竞争实现尾部出清，形成高度集中的格局。白酒行业在周期调整中，头部酒企品牌心智会达到前所未有的新高度，中小企业无法抗争出局，考虑行业 CR6“十五五”期间仍有

望提升至 80% 以上。即便假设行业总规模不变，CR6 酒企至“十五五”末期营收年复合增速仍有望接近双位数左右。

图 11：成熟行业头部集中度均较高

行业	格局	代表企业	集中度
白酒	价格带越向下越分散，超高端茅台独占	茅台、五粮液、泸州老窖	CR6 48%
啤酒	五大企业区域割据	华润、百威、青啤、重啤、燕京	CR5 90%
乳业（常温奶）	双雄格局	伊利、蒙牛	CR2 87%
方便面	双雄格局	康师傅、统一	CR5 85%
碳酸饮料	双雄格局	可口、百事	CR2 69%
含糖茶	双雄格局	康师傅、统一、农夫	CR3 73%

资料来源：饮品营销公众号，观研天下，快速消费品精英俱乐部公众号，智研咨询，国海证券研究所。注：白酒/啤酒/常温奶/方便面/碳酸饮料/含糖茶集中度采用 2024/2025/2023/2025/2022/2024 年数据

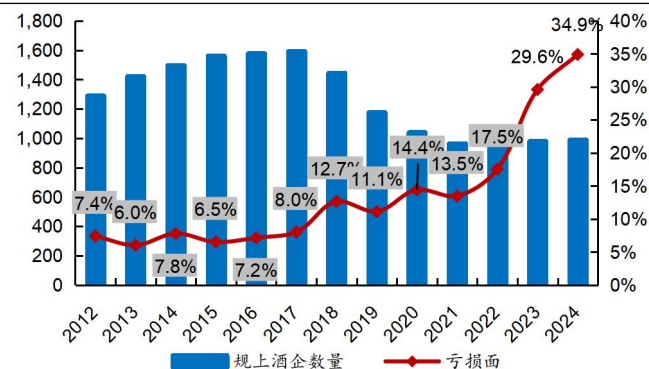
行业加速洗牌，品牌位序由价格导向转为规模导向。过去增量阶段，需求端持续扩容，酒企品牌力主要体现为价格带定位，更高价格带对应更强的品牌心智与溢价能力。而进入存量时代，“规模+市占率”将成为行业主要评估标准。而中小酒企则面临系统性出清，马太效应持续强化。根据中国酒业协会的数据，截至 2024 年规模以上白酒企业数量为 989 家；而亏损面不断扩大已接近 34.9%，在本轮周期中出清过程正逐步显现。

图 12：品牌位序由价格导向转为规模导向

以价格带排序		序号	以规模排序		
单瓶及批价	酒企	排序	酒企	收入规模（亿元）	当前总市值（亿元）
普飞（2750元）	贵州茅台	1	贵州茅台	1,709.0	17,622.4
普五（965元）	五粮液	2	五粮液	891.8	3,953.8
国窖1573（920元）	泸州老窖	3	山西汾酒	360.1	1,701.9
青花30（815元）	山西汾酒	4	泸州老窖	312.0	1,489.6
M6+（635元）	洋河股份	5	洋河股份	288.8	749.3
古20（550元）	古井贡酒	6	古井贡酒	235.8	500.1
国缘四开（430元）	今世缘	7	今世缘	115.4	320.6
品味舍得（350元）	舍得酒业	8	迎驾贡酒	73.4	147.9
内参（810元）	酒鬼酒	9	口子窖	60.1	276.6
洞9（210元）	迎驾贡酒	10	舍得酒业	53.6	159.4
井台（430元）	水井坊	11	水井坊	52.2	152.9
口20（330元）	口子窖	12	酒鬼酒	14.2	140.1

资料来源：Wind，今日酒价公众号，国海证券研究所。注：以价格带排序产品价格采用 2022 年末数据，收入规模为 2024 年数据，总市值采用 2026/4/17 日收盘数据。

图 13：规上白酒企业亏损面持续扩大



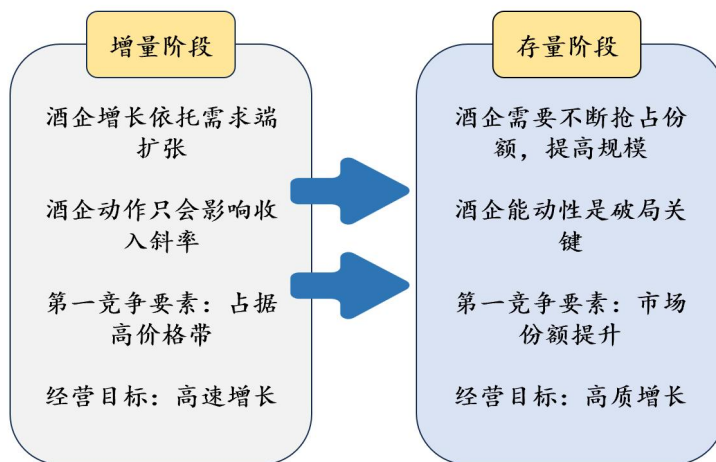
资料来源：华夏酒报公众号，微酒公众号，中国酒业协会，酒业家公众号，国海证券研究所。注：2024 年亏损面数据截至 2024 年 Q1。

大浪淘沙，方显真金。白酒大变局之下，必将有酒企展现穿越周期的实力，于行业困境中脱颖而出，同时也会有一众酒企因循守旧、无力应变、变更不善，沦为时代注脚。对于投资者而言，下一阶段真正考验的是穿透行业迷雾的选股能力。行业上行期，众酒企共享行业的 beta 红利，一荣俱荣；而步入存量时代，企业自身的 α 价值，将成为逆势破局、决胜未来的关键核心。

2.2、格局演绎：找寻火炼的真金

周期磨底之下，行业出清加速推进，唯有主动顺应趋势、修炼核心能力的企业方能脱颖而出。当前看，优质企业率先走上破局道路上，通过前瞻性改革布局修炼内功，有望在行业复苏中脱胎换骨、焕发新生。我们跳出短期边际扰动，聚焦下一阶段行业发展的核心驱动因素，梳理具备穿越周期能力的优质酒企核心特质，试图在周期磨底阶段甄别历经火炼仍能熠熠生辉的真金酒企。

图 14：白酒行业增量阶段到存量阶段转化



资料来源：国海证券研究所

2.2.1、供给端：务实理性，转变量价策略

务实看清当下，以需求为锚优化供给节奏，重视中低档价位机遇。对于酒企而言，一是正视行业需求弱现实，理性控制供给投放节奏，避免盲目冲量加剧渠道压力；二是切换供给导向思路，由过往向上扩张、追求高端增长，转向更加务实的向下覆盖、深耕大众价格带。整体来看，当前次高端及以上价格带集中度已处于较高水平，竞争格局趋于固化，而中低档价位带仍处于分散状态，集中度提升空间广阔，或是行业主要增量来源。

图 15：部分酒企沿价格带向下布局

价格带	集中度情况
超高端（1500 元+）	茅台独占
高端（800-1500 元）	五粮液约占 65%，国窖约占 12%，其余品牌占 23%
次高端（300-800 元）	格局分散，竞争激烈。水晶剑单品规模领先，第二梯队习酒 1988、青花 20、茅台 1935，第三梯队君品、青花郎、洋河 M6+
中档酒（100-300 元）	地产龙头和全国名酒的中档系列占据主流，格局较分散。主要单品有茅台王子系列、五粮液浓香系列、海之蓝、古 8、国缘四开、老白汾等
低档酒（<100 元）	玻汾领衔，牛栏山、老村长等大单品随后

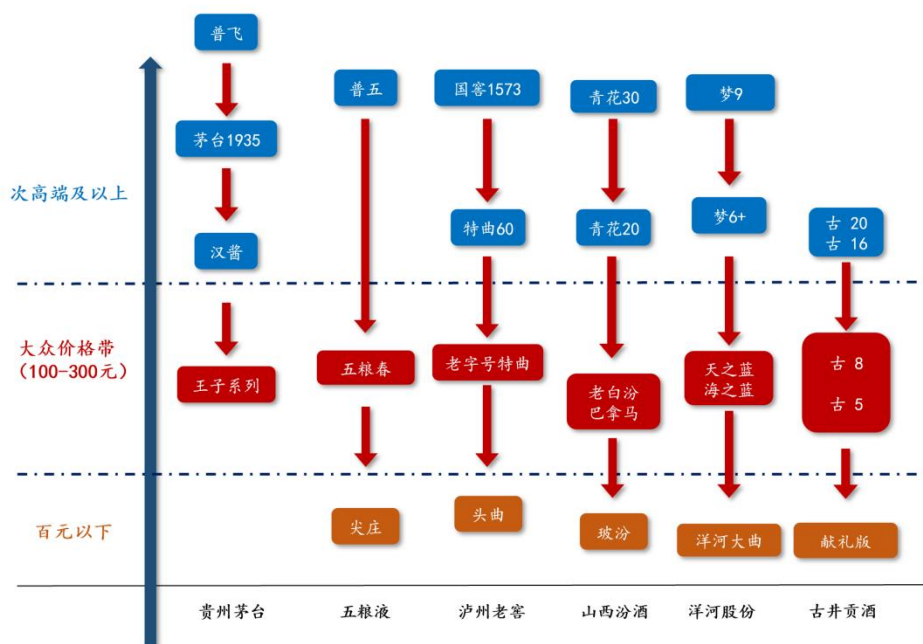
资料来源：中国酒业协会&毕马威《2025 中国白酒市场中期研究报告》，微酒公众号，名酒观察视频号，国海证券研究所

300 元及以上看品牌高度，中低档更重渠道能力。次高端及以上价格带基于面子消费对品牌要求更高，消费者通过品牌心智主动找对应产品，故格局以名酒为主，

而中档及以下价格带更看渠道能力，消费者更追求即时性，渠道渗透与终端覆盖是关键，故多为区域酒企发力。未来全国性名酒若想加速市场下沉，需进一步补齐渠道管理能力，覆盖更多终端，注重 C 端培育，推动行业集中度持续提升。

- **300 元以上价格带：控量稳价，打破价格负向循环。**次高端以上白酒更应通过控量、费投等方式维持价盘稳定，维持自身品牌调性，确保在次高端及以上价格带中站稳脚跟，不被挤出品牌圈层。待到需求复苏时，品牌势能有望加速释放。
- **300 元以下价格带：主动下沉价格带布局，挖掘潜在的金矿。**行业深度调整下，酒企需要通过提升市场份额来抵消行业增速放缓的影响，从而保持业绩平稳。面对存量市场竞争，酒企开始逐步扩展自身价格带向下布局，高端酒企主动下沉至中端价格带区间，次高端渗透底线产品、光瓶酒市场，通过吞并中小酒企份额实现规模扩张。具体来看，茅台发力酱香系列酒，茅台 1935、王子酒冲刺“双百亿目标”；五粮液发力浓香系列五粮春，目标动销超过 70 亿；汾酒提出玻汾百亿目标，老白汾聚焦宴席、聚会等场景加速推广。

图 16：酒企沿价格带向下布局

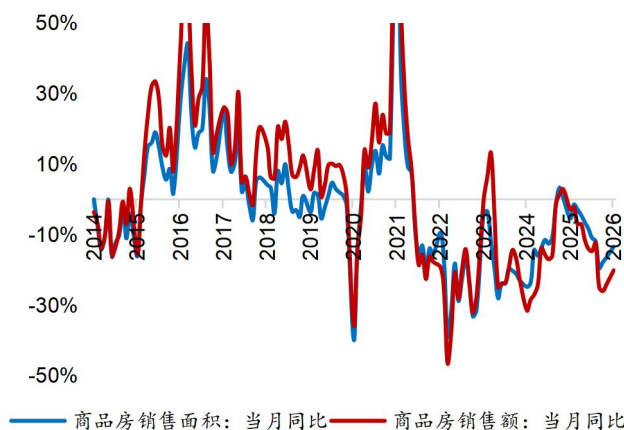


资料来源：今日酒价公众号，国海证券研究所

2.2.2、需求端：宏观经济转型叠加代际消费变迁，酒企加速转型

地产增速放缓，经济结构发生变革。过去中国经济主要驱动力是房地产及其上下游产业链条，近些年行业景气度持续下行，增速逐步走弱，2025 年房地产投资与商品房销售额仍在底部，但以高技术制造业为代表的新经济占比加速提升。产业结构的深刻变革也在重塑白酒的消费客群，若能成功培育并转化新经济客群，亦会为白酒行业带来增长机遇。

图 17：地产销售增速保持低位



资料来源：Wind，国海证券研究所。注：1-2 月为合并值，部分极值未显示。

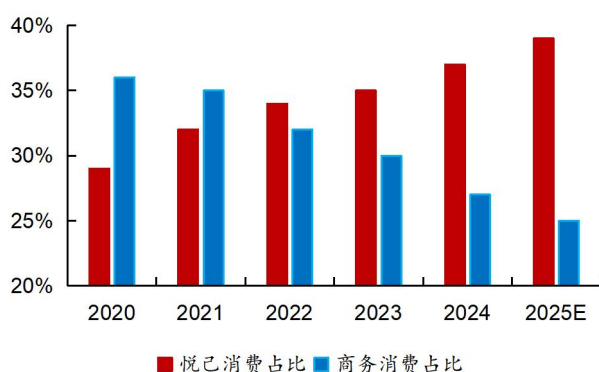
图 18：房地产投资完成额当月同比增速走弱



资料来源：Wind，国海证券研究所。注：1-2 月为合并值。

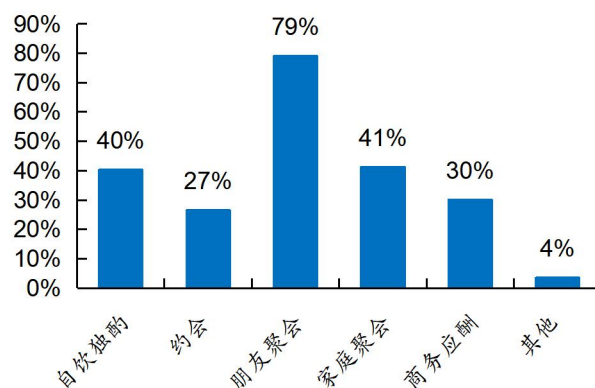
代际消费变迁，需求从“悦人”向“悦己”切换。当前消费市场正经历代际更迭，“悦己”消费增长势头显著，过去以商务、礼赠为主导的“悦人”消费场景正逐渐减弱，而自饮、朋友聚饮等“悦己”需求正快速崛起，成为行业的增长性力量，消费变迁正在重塑白酒行业的营销基础。

图 19：酒饮悦己需求与商务需求形成对冲状



资料来源：新经销&瓶子星球《2025 新酒饮行业发展报告》，国海证券研究所

图 20：年轻群体消费以悦己场景为主



资料来源：微酒公众号，国海证券研究所

回顾白酒行业发展历程，消费结构的迭代始终是行业周期、渠道模式与品牌格局演变的核心演变主线。自改革开放以来，白酒行业先后经历四轮关键转型，每个时代主线逻辑清晰，名优酒企顺应时代发展方向，锚定战略实现增长，白酒行业亦完成从政务消费主导向商务、大众消费主导的场景切换。

➤ **1990 年代：计划经济向市场经济切换，G 端奠定行业起步基础。**1992 年，中国市场经济发展步入起步阶段，彼时白酒行业完成从计划经营向市场经济的转型，政务接待、单位集体消费构成行业核心消费场景，需求高度集中于 G 端，政务消费为行业增长的核心驱动力。

- **2000 年代：酒企坐商转行商，B 端需求逐步崛起。**2000 年代行业进入产能扩张期，政务消费仍占据主导地位，但伴随中国经济高速发展、民营经济崛起，商务宴请需求提升，B 端消费逐步兴起，酒企主动下沉市场、拓展终端，行商模式成为主流，行业规模在双轮驱动下快速扩容。
- **2010 年代：商务场景繁荣，品牌为王的黄金时代。**2012 年八项规定出台后，政务场景持续收缩，占比大幅下降，行业步入深度调整期。但商务消费需求不曾下行，后伴随房地产行业复苏，地产上下游产业链商务繁荣拉动白酒需求重新步入上行通道，叠加消费升级，行业正式迈入品牌为王的时代，具备强品牌力的酒企实现量价齐升，高端、次高端白酒迎来快速扩容期。
- **2020 年代：消费多元，C 端消费全面扩容。**伴随地产增速放缓、经济结构转型，过去以地产行业为主的 B 端商务需求占比逐步回落，而消费场景向多元化趋势发展，自饮、聚饮、收藏等 C 端需求全面崛起，情绪价值/悦己消费引领新时代特征，C 端成为行业增长的驱动引擎。

图 21：各时代背景下白酒行业的特征

时间段	表现特征	核心消费者	原因
1990 年代	计划经营向市场经营转换	G 端为主	市场经济起步阶段， 政务接待、单位集体消费 构成白酒核心消费场景，政务需求高度集中。酒企渠道能力薄弱，主要依托大商体系对接 G 端，实现规模化批量供货。
2000 年代	坐商模式向行商模式转换	G 端为主，B 端兴起	行业产能快速扩张， 政务消费仍占据主导地位 ；与此同时中国经济进入高速发展阶段， 民营经济崛起 ，商务宴请需求显著提升，B 端逐步兴起。
2010 年代	主攻政务消费向主攻商务消费转换	B 端为主	八项规定后 政务消费场景持续收缩 、占比大幅下降， 企业商务宴请与礼品消费成为核心支撑 ，叠加房地产行业高度繁荣，地产上下游商务往来大幅拉动白酒消费，白酒进入品牌为王的黄金时代
2020 年代	商务社交主导向多元需求转换	C 端为主	地产增速放缓，经济结构转型，消费场景多元化， 自饮、聚饮、个人收藏等 C 端需求崛起 ，B 端商务需求占比回落。中长期看， 我国居民消费潜力仍有较大释放空间 ，C 端消费全面扩容将成为行业趋势。

资料来源：渠道调研，国海证券研究所

ToC 转型旨在全面扩容，名优酒企更具优势。后续酒企 C 端拓展应在于全面扩大消费群体覆盖面，并非局限于某一行业或某一产业，推动白酒消费群体实现规模扩容。随着居民消费潜力逐步释放，大众饮酒的标准、品质诉求也将逐步提升。因此，当前阶段夯实消费基础、培育潜在客群是酒企发展的关键。而消费者更趋于购买品质有保障的头部酒企产品，行业头部酒企的占比会持续提升。

- **贵州茅台市场化改革，打造酒企 C 端破局范式。**贵州茅台经销会上宣布全面市场化改革，1 月 i 茅台迅速上线茅台酒全系列产品，需求端 DTC 转型下，消费群体不断扩容，i 茅台 2026Q1 新增 1400 万用户。且根据茅粉事务所的调研数据，i 茅台更多吸引原未曾接触茅台或小批量购酒的客群，并提供更加公平、稳定的消费环境，压缩社会渠道中假酒、黄牛空间。

图 22：i 茅台带来需求扩容

2026年1月前是否为茅台消费	川糖周掌门 雪球调研	茅粉事务所 问卷	总计	占比	消费者购买行为特征
是(存量)	164	308	472	69.80%	以直营店/经销商/京东/天猫等线上购买渠道为主，用酒量远高于新增用户，i茅台参与度较低，自饮与商务宴请/送礼为主，高粘性。存量客户是茅台的基本盘，消费稳定且量大
否(新增/潜在)	115	85	200	29.60%	主要通过i茅台获取，年轻化明显，90后占比最高，亲友社交为最大使用场景，针对90后新增用户，可加强朋友社交场景的营销
常用购买渠道	川糖周掌门 雪球调研	茅粉事务所 问卷	总计	占比	消费人群核心特征
i茅台	76	246	322	47.60%	年轻化程度高，粘性强，轻消费
电商平台	51	148	199	29.40%	年消费量较低，年轻化程度高，但用户i茅台参与度高
经销商/专卖店	23	162	185	27.40%	年消费量较大，渠道粘性稳定，i茅台参与度相对较低，70后、80后用户居多
线下商超	24	36	60	8.90%	年消费量适中，用户i茅台参与度较高
烟酒店/黄牛	20	71	91	13.50%	年消费量大，以社交宴请、送礼为主，用户i茅台参与度高，主要受以往官方渠道接触少影响

资料来源：茅粉事务所公众号，国海证券研究所

图 23：2026 年茅台市场化改革后的产品价格体系

贵州茅台 2026 年全系产品价格体系						
定位	产品	零售指导价（元）	是否调整指导价	原零售指导价（元）	批价（元）	价差（元，批价-i 茅台）
塔基产品（1500元）	2026 飞天茅台酒	1539	↑	1499	1660	121
	2025 飞天茅台酒	1539	↑	1499	1690	151
	2024 飞天茅台酒	1909	↑	1499	1770	-139
	2023 飞天茅台酒	2019	↑	1499	1880	-139
	2022 飞天茅台酒	2139	↑	1499	1990	-149
	2021 飞天茅台酒	2299	↑	1499	2030	-269
	2020 飞天茅台酒	2459	↑	1499	2130	-329
	2019 飞天茅台酒	2649	↑	1499	2210	-439
	1L 装茅台	2989	↓	3799	3130	141
塔腰产品（1500-2500元）	100ml 茅台	299	↓	399	305	6
	精品茅台	2299	↓	3299	2270	-29
	马年生肖经典	1899	↓	2499	1930	31
	马年生肖珍享	2499	-	-	3050	551
塔尖产品（2500元）	马年生肖礼盒（经典*2）	3789	-	-	3860	71
	十五年茅台酒	4199	↓	5999	4220	21
	鼓乐飞天	2699	-	2699	2750	51
	走进系列（350ml）	1619	-	1619	1250	-369
	走进系列（375ml）	1719	-	1719	1250	-469
	黄小西吃晚饭系列（500ml）	2499	-	2499	1750	-749
	黄小西吃晚饭系列（100ml）	429	-	429	-	-
其他产品（750元）	黄小西吃晚饭系列（礼盒装，100ml*6）	2579	-	-	-	-
	低度飞天	829	↓	1099	830	1
	茅台1935	738	↓	1188	650	-88

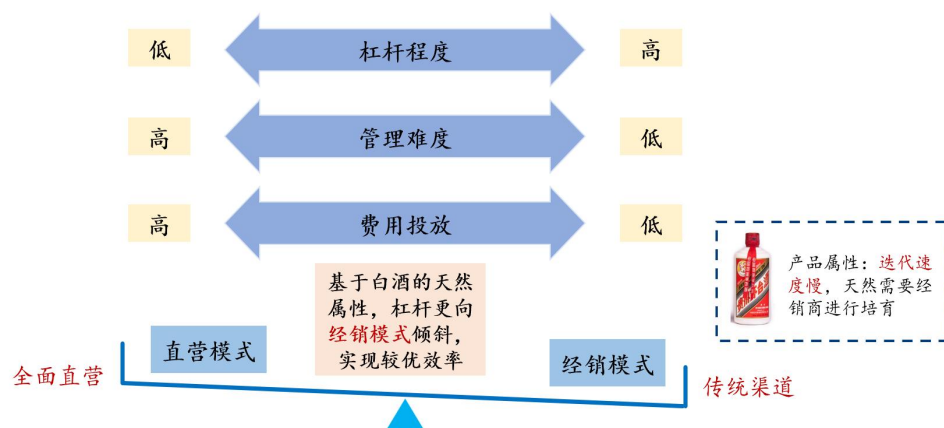
资料来源：i 茅台 app，贵州茅台公司公告，今日酒价公众号，茅粉鲁智深公众号，国海证券研究所。注：橙色为当前顺价产品；红色出厂价为调整后出厂价；普茅批价采用成箱价格，100ml 原出厂价基于 1169 元出厂价；鼓乐飞天、黄小西、走进系列 350ml、375ml 指导价、出厂价均为发行价。

2.2.3、渠道端：经销商是否仍有存在的意义？

伴随茅台全面市场化转型，当前市场存在一种疑虑，即酒企 C 端转型背景下，未来传统经销渠道是否会走向消亡或是没落？我们认为，渠道并非会走向消亡，而是传统经销将从单纯商品分销角色，向服务赋能、客户运营、场景培育的综合服务商加速转型。

白酒作为情绪消费与社交消费的载体，消费依赖场景、人际关系与体验服务，需要渠道商不断进行消费者培育和拓展客群。白酒迭代速度慢，需要经销商为产品持续进行消费者培育，维护品牌心智。酒企自身限于规模效用经济与落地执行等原因，实际触达能力仍然有限，多聚焦于品牌培育，而消费者发现、粘性建立与复购行为的达成，往往需要经销商进行经年累月的维护与运营，过去名优酒企亦通过此模式实现品牌高度的积累，当下多数酒企通过 C 端置顶等动作，完成了更多消费者发现动作，而后续培育，仍然需要借助渠道杠杆实现高效覆盖与深度服务。当前行业不是不需要经销商，而是不需要躺平、窜货的经销商，故经销商也要积极转变心态，从周转转向服务，重点做好客户运营与价值维护。

图 24：白酒天然属性需要经销商运营



资料来源：国海证券研究所

因此，对于经销商而言，亟需主动顺应酒企 C 端市场化趋势，加快从坐商向行商转变，依托酒企品牌势能和时代特性，更直接、高效地链接 C 端消费者。典型如成都川糖，通过茅台文化体验馆、品鉴会等线下专属服务等场景化持续培育消费者，后续顺应消费趋势布局直播，四个月 GMV 突破 4000 万+，叠加 i 茅台流量，线下生意持续景气，客群规模持续扩容；湖南友阿深耕餐饮圈层，通过餐酒融合拥抱 C 端，让茅台酒品质走入大众视野。

图 25: 川糖茅台文化体验馆参观活动



资料来源：成都川糖茅台文化体验馆公众号，国海证券研究所

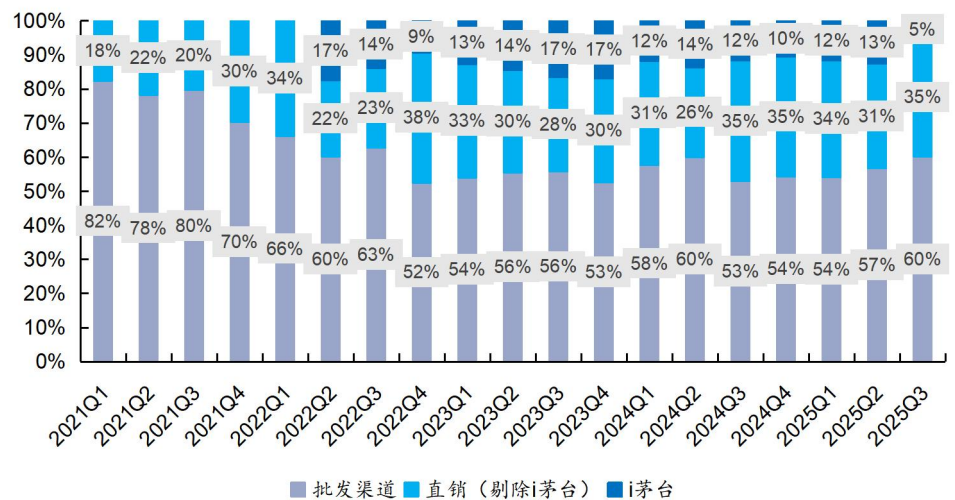
图 26: 成都川糖开展品鉴会



资料来源：成都川糖茅台文化体验馆公众号，国海证券研究所

i 茅台思辨：并非取代经销商的平台，而是打通线上、线下服务链路的工具，从而完成线上发现客户，引流线下服务商，实现粘性转化与复购，完成链路闭环。我们认为，本次 i 茅台改革的初衷在于强化消费者触达与线下引流，为经销商拓展客群，而非剥离经销商群体。经销商则应顺势承接 i 茅台释放的流量红利，依托线下场景、服务打造消费体验，提升客户满意度与信任感，强化客户粘性，实现客群的长期沉淀与留存，构建线上引流、线下转化运营的良性闭环。

图 27: i 茅台营收及占比



资料来源：贵州茅台公司公告，国海证券研究所

图 28: i 茅台的战略定位发生改变，线上引流与渠道赋能成为其主要功能

i 茅台改革		
定位功能		作为 线上引流与渠道赋能 的载体，成为茅台直连 C 端、市场化改革的核心抓手
产品	产品矩阵	茅台酒、系列酒全系列产品，包括大单品 普飞 ，引导茅台酒产品矩阵 回归金字塔型
	定价机制	推动价格 市场化动态调整 ，为茅台酒批价提供锚点，强化价格管控
	投放策略	动态放量、按需补货， 匹配消费需求
渠道	经销商角色	核心在于 拓展消费客群 ，尤其是原先经销渠道未曾接触的消费者，通过线上引流+线下留存的方式让经销商实现客群扩容。同时，通过 代售、寄售 模式销售高附加值产品，让经销商赚取5%的服务费，赚取合理利润。
	其他渠道影响	打造公平、透明、保真的官方交易场所，大幅 挤压黄牛、非授权电商等社会渠道空间 ，重塑渠道秩序
消费者	服务价值	明显拓展消费边界，让消费者在官方渠道购买方心怡产品
	用户画像	新增 年轻客群、下沉市场客群 等原先非茅台酒用户，客群结构持续优化
	客户留存	客户留存率明显提升，通过 线上线下联动 发力，构建全周期用户运营体系

资料来源：微酒公众号，渠道调研，国海证券研究所

2.2.4、顺势而为，期待厂商交出满意答卷

顺应时代变革，致力高质发展，酒企、渠道商共创未来。综上，伴随行业步入发展新阶段，外部消费变革对酒企的战略能力、资源配置与执行能力提出更高要求，唯有具备清晰战略定位、适配行业大变化的企业，才能在周期波动中占据主动位置。与此同时，渠道生态亦同步迭代，厂商不再是传统简单的买卖关系，而需构建利益一致、高效协同的共生体系，共同向 C 端迈出步伐。无论是酒企还是渠道商，均需主动顺应消费趋势的变迁，及时调整经营思路与运作模式，方能在行业洗牌中行稳致远。

3、估值重构：本轮估值底线因何更高？

3.1、定价逻辑改变，股息托底估值

两轮周期估值底差异：从成长弹性到确定性底线。

- **上轮周期：**场景受损可视为黑天鹅，长期成长趋势未改变，估值底带来更大弹性。上轮周期，白酒行业遵循成长性定价，成长属性覆盖估值溢价。2012 年底场景收缩可视为黑天鹅事件，拉长十年维度看，伴随消费升级及场景切换，头部酒企的成长性未发生扭转，故后续估值反弹空间与修复力度加速释放。
- **本轮周期：**经营确定性为价值核心，分红、估值支撑估值底线。当下白酒已切换至经营确定性主导逻辑，行业的成长空间不再，市场转而聚焦经营底线与现金流资产，高分红、股息成为估值底部核心支撑，为头部酒企价值提供充足安全垫，确定性逻辑取代成长性溢价。

因此对比两轮周期，成长逻辑下的白酒虽经历业绩阶段性下滑，但凭借较强业绩弹性仍可实现估值快速上修；而当前估值体系则在于经营确定性与股息支撑，修复弹性虽弱于此前成长周期，但底部支撑更强，估值韧性更足。

图 29：白酒行业估值复盘，本轮估值底更具确定性



资料来源：Wind，微酒公众号，新消费公众号，国海证券研究所

行业定价因子：增长稳定性和实际分红率。增长稳定性方面，当下阶段竞争激烈，份额代表行业确定性，名优酒企稳定性更强，其余中小酒企均有不同程度的经营压力，面临渠道库存高企、价格倒挂等问题，增长可持续性需要时间检验。分红方面，关注现金流稳健、具备持续分红能力的酒企，高端茅台、五粮液持续领先。

图 30：头部酒企分红股息支撑性强

公司简称	25E 分红率	股息率	25E 利润增速	市盈率 TTM	22-24 年均分红率	账上现金 (亿元)	分红回购规划
贵州茅台	79.0%	3.7%	-5%	21	84.9%	1507.9	2024-2026 年，公司现金分红总额不低于当年归母净利润的 75% 。
五粮液	84.8%	5.1%	-26%	14	61.7%	1363.1	2024-2026 年，公司现金分红总额不低于当年归母净利润的 70% ，每年分红总额不低于 200 亿元 。
泸州老窖	74.4%	5.7%	-15%	12	61.7%	324.5	2024-2026 年，公司现金分红总额不低于当年归母净利润的 65%/70%/75% ，每年现金分红总额均不低于 85 亿元 。
山西汾酒	65.0%	4.7%	0%	13	53.8%	113.1	当前股息率 4.7% ，未来仍有进一步提升预期。
洋河股份	100.0%	3.1%	-65%	36	78.4%	218.3	2025-2027 年，公司现金分红总额不低于当年归母净利润的 100% 。 此前为 2024-2026 年，公司现金分红总额不低于当年归母净利润的 70% ，且不低于 70 亿元 。
古井贡酒	60.0%	4.5%	-21%	12	53.3%	144.5	股息自前期 50%+提升至 60% 预期，未来仍有进一步提升预期。

资料来源：Wind，各公司公告，国海证券研究所。注：贵州茅台 2026 年分红率/利润增速为实际值，其余酒企为预测值。账上现金采用货币资金+可交易金融性资产+拆出资金计算。市盈率/股息率数据截至 2026/4/17 日，账上现金除贵州茅台截至 2025/12/31 日，其余酒企截至 2025/9/30 日。

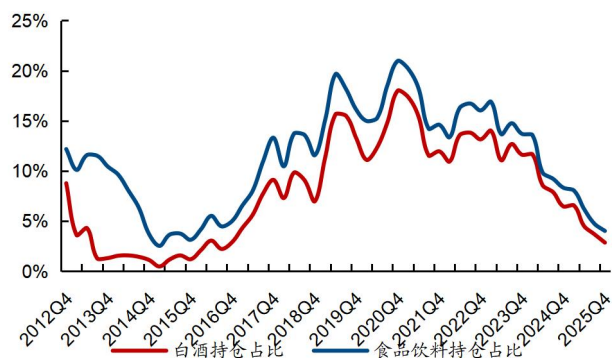
3.2、分红称重价值，集中驱动成长

3.2.1、U 型底部重构，分红称重长期价值

投资范式切换，定价重心从边际增速转向长期股息积分。白酒行业已告别高速增长阶段，延续成长思维下的投资范式已不再适用，未来行业必然踏入高质发展的阶段。对于投资者而言，相较以往对股价求导追求边际增速变化，现阶段更应立足未来现金流折现思维，拉长时间维度对行业进行积分，以深度价值视角衡量企业长期价值，而非过度纠结酒企增长弹性。

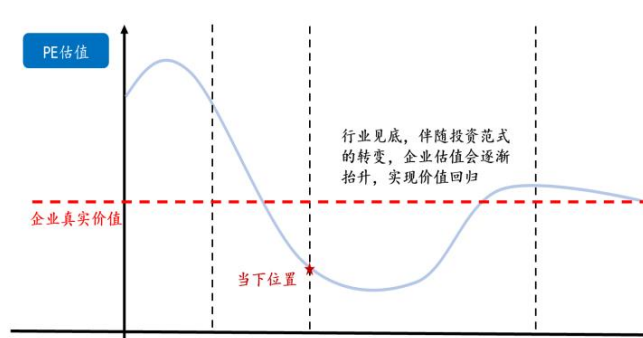
优质标的+低估值，估值 U 型重构。2025Q4 白酒板块主动型基金持仓已跌回至 2016 年水平，但对于价值投资者而言，头部优质酒企当前价格反而更加展现独特价值。我们认为，龙头贵州茅台茅台基本面仍旧坚挺，春节动销超预期进一步验证其经营韧性，当下更多是位于估值 U 性重构底部区间，股价已具吸引力，配置性价比较高。即使在短期估值错配与市场情绪扰动的情況下，企业的高质量现金流仍创造充足的安全边际，稳定分红、增持仍能带给投资者充足可观的回报。

图 31：主动型基金食品饮料板块持仓走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 32：行业估值 U 型重构



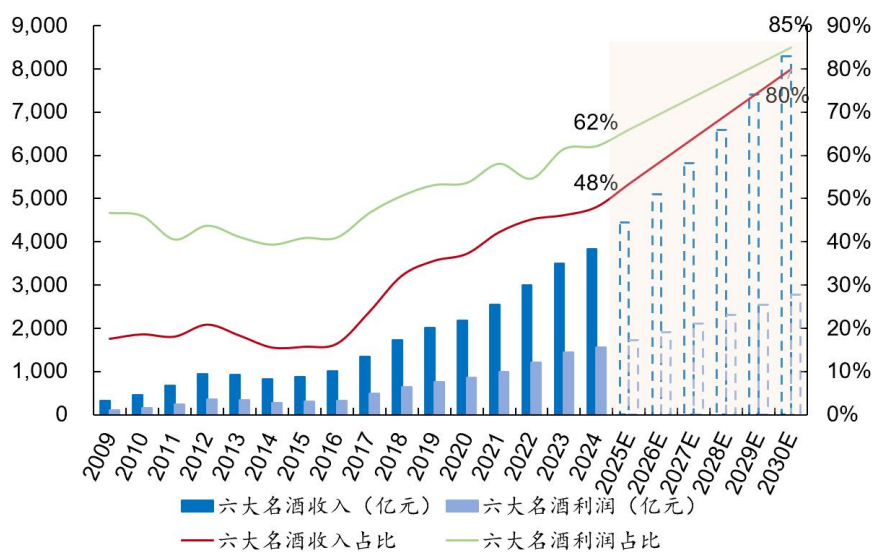
资料来源：国海证券研究所

3.2.2、再议成长空间：酒企是否已触碰天花板？

我们认为虽然长期现金流积分托底价值底线，但当前头部酒企成长空间远未结束。聚焦个股层面，虽然白酒行业整体销量仍在下降通道，但是正如我们前文所提，行业内生性的结构变化将使得格局进一步优化，具备高品牌力、优秀渠道能力、ToC 转型魄力的酒企有望加速抢占中小企业的份额，依托集中度提升实现二次成长。

下一阶段，伴随集中度提升，仍有酒企可重启成长性，加速估值抬升。当前行业深度调整中，各酒企更应借机蓄势，在为渠道纾压的过程中提前布局、谋划未来。待到行业需求底部企稳，渠道出现补库需求，在调整期内夯实基础、做好充足准备的优质酒企有望抢占先机，通过攻城掠地重新激活成长属性，进而推动估值中枢加速抬升。

图 33：头部集中度加速提升，带来二次成长性



资料来源：微酒公众号，酒业家公众号，国海证券研究所

行业合并放开，酒企合纵连横，实现快速集中。目前，资本市场端白酒合并尚未完全放开，行业整合的潜力远未充分释放，我们期待可以看到更多酒企通过合并这一路径实现规模版图的迅速扩张。不论是横向合并完善价格带产品矩阵，或是纵向整合强化区域布局，合并能够让酒企突破现有规模瓶颈，实现增长。

3.3、拨开迷雾找寻价值机遇

周期洗牌后的价值锚定，悲观情绪消散下的估值抬升机遇。当前白酒投资范式正经历深度重构，叠加行业周期性影响，使得原有的成长估值体系面临阶段性挑战，众多投资者陷入“优质资产难辨、成长逻辑重构”的认知迷雾。

我们认为，伴随着行业出清，洗牌效应显现，具备高质量现金流和报表确定性的酒企有望实现从高速发展转换到企业高质量发展，通过持续的经营韧性穿越周期，获取“确定性溢价”，而龙头酒企在下一阶段亦可通过份额提升再现成长。市场的迷茫情绪也正酝酿底部价值机遇，U型估值将进入抬升阶段，市场上的悲观情绪有望逐步消散。酒企的 ToC 能动性和资本市场动作以及集中度加速集中趋势会持续影响投资者的新估值逻辑，成为下一阶段估值抬升的因素。

图 34：部分酒企历年分红率情况

公司简称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E
贵州茅台	33%	50%	51%	51%	52%	52%	52%	52%	96%	84%	75%	79.0%
五粮液	39%	49%	50%	52%	49%	49%	50%	50%	55%	60%	70%	84.8%
泸州老窖	128%	76%	70%	72%	65%	50%	50%	60%	60%	60%	65%	74.4%
山西汾酒	-	53%	79%	55%	45%	40%	6%	41%	50%	51%	60%	65.0%
洋河股份	48%	51%	54%	58%	59%	61%	60%	60%	60%	70%	105%	100.0%
今世缘	30%	30%	32%	35%	36%	35%	36%	36%	36%	40%	44%	50.0%
古井贡酒	17%	7%	36%	44%	45%	36%	41%	51%	50%	52%	57%	60.0%
口子窖	-	35%	34%	40%	59%	52%	56%	52%	58%	52%	47%	50.0%
迎驾贡酒	66%	75%	70%	84%	72%	60%	59%	52%	52%	45%	46%	50.0%
水井坊	-	42%	100%	90%	96%	86%	80%	30%	30%	35%	35%	45.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所。注：贵州茅台 2025 年分红率为实际值。

4、投资建议：寻找火炼的真金

把握白酒底部配置机遇，收益优于国债+隐含看涨期权。当前白酒板块持仓处于近十年底部区间，伴随投资范式从“增速优先”到“份额提升”的转变，具备强现金流+经营能力强的优质酒企有望迎来价值重估。从个股层面看，头部酒企分红回报显著优于十年期国债，未来伴随盈利、估值修复更可视作看涨期权，配置价值突出，维持白酒行业“推荐”评级。同时关注酒企改革动作，二次成长打开后的估值弹性更可期待。

三条投资逻辑线：

- **一是规模优先、经营确定性强、品牌价值靠前的茅五泸汾（贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒），需求复苏后更具弹性，首推确定性更足的贵州茅台。**公司品牌底蕴深厚，报表确定性高，投资逻辑在份额优先的前提下具备优势，后续需求复苏时弹性更优秀。从近期动作看，龙头贵州茅台积极主动推动市场化改革，DTC 成效显著，普茅千元价格带地位稳固，价格随行就市下动销超预期，近期提价更提高业绩确定性，在行业困境中展现穿越周期的经营韧性，同时在份额提升的逻辑下，有望打开二次成长空间，估值加速上修。
- **二是预期足够低、基本面稳定的酒企，首推区域龙头古井贡酒，留意组织改革与预期低点的洋河股份，关注迎驾贡酒、今世缘。**关注估值下杀较大、修复空间充足的酒企，同时警惕价值陷阱。古井一是省内基本盘稳定，同时安徽市场持续扩容，“份额提升”逻辑持续兑现；二是管理层经验丰富，董事长梁总穿越多轮周期，领导班子能力较强、营销铁军韧性十足；三是古井当前估值压制严重，若省内份额加速提升，成长属性带动估值上修空间可观。同时，关注组织改革的洋河，或焕发新生，迎驾、今世缘加速出清后引发修复机会。

- **三是关注次高端反转机会舍得酒业、水井坊、酒鬼酒。**关注本轮调整中，出清节奏前置的次高端酒企，报表有望率先企稳修复。

大浪淘沙，周期往复，寻找火炼的真金。本轮周期将加速经营不善、基本盘松动的酒企出清，而乘风破浪，直面周期挑战的酒企将值得更多确定性溢价，行业格局也更趋于稳定。存量时代，投资者自下而上的选股能力将发挥更重要的作用，投资者必须具备周期认知与企业价值研判能力。展望来看，白酒底部布局正当时，估值修复带来的股价收益弹性更值得期待。

5、风险提示

政策风险。受地方、中央规范政策影响，叠加消费税改革、价格监管，白酒需求受到打压。

消费复苏不及预期。消费复苏弱于预期，终端动销放缓，商务、礼赠场景恢复力度不足，白酒需求进一步走弱。

批价波动引起市场恐慌。批价反映经销商的盈利预期，若批价持续走弱，影响渠道利润，直接动摇渠道稳定性，引发市场参与者恐慌。

宏观流动性收缩。宏观流动性持续收缩，抑制投资需求，进而对白酒估值水平形成压制。

酒企改革不及预期。部分酒企在战略推进、管理层调整、营销变革等方面推进缓慢，改革成效未达预期，影响企业经营动能。

【食品饮料小组介绍】

刘旭德，首席分析师，全面覆盖食品饮料板块。北京大学硕士，五年食品饮料新财富团队工作经验，曾就职于华创证券，2021-2024 年连续四届获新财富、新浪金麒麟最佳分析师第一名团队核心成员，2025 年获新财富最佳分析师评选第二名团队核心成员。具备大型企业咨询服务经验，深入产业一线，对食品饮料行业周期复盘，企业管理运营，具备较强认知，擅于从产业视角判断行业演绎规律，提出前瞻性判断。2026 年加入国海证券食品饮料组。

胡家东，分析师。复旦大学金融学硕士，五年食品饮料研究经验，2023 年新财富最佳分析师评选入围团队核心成员、新浪财经金麒麟菁英分析师。具备特色产业研究视角，与酒类上市公司联系紧密、产业资源丰富。2025 年加入国海证券食品饮料组。

肖悦，助理研究员，一年食品饮料研究经验，2025 年加入国海证券食品饮料组。

【分析师承诺】

刘旭德，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。