



行业研究 | 深度报告 | 食品、饮料与烟草

饮酒思源系列（三十四）：从年报看白酒行业五大新趋势

报告要点

近期，白酒上市公司 2025 年年报及 2026 年一季报披露完毕，我们对上市酒企的财务数据等进行分析，总结出行业五大新趋势：从定量目标到定性表述，行业迈向理性发展阶段；促销费用增加，行业竞争加剧；行业量价齐跌，酒企主动控产；经销结构优化，企业治理加强；渠道变革加速，酒企探索新渠道。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



朱梦兰

SAC: S0490522050003



石智坤

SAC: S0490522090002

SFC: BVF934

饮酒思源系列（三十四）：从年报看白酒行业五大新趋势

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

从定量目标到定性表述，行业迈向理性发展阶段

我们梳理主要企业的历史数据来看，多数白酒企业在制定年度目标时，均倾向于使用定量表述。本轮企业供给端转向更早，从收入增速来看，2024 年仅有贵州茅台完成年初制定的年度目标。进入 2025 年，多数企业并未制定定量目标，而是根据实际经营情况，保持经营稳健，表明多数企业已经开始从增长转向更加理性科学的供给侧管理。从 2026 年的目标制定来看，这一趋势仍在延续，贵州茅台 2013 年以来首次没有设定定量目标，也体现了公司发展战略的变化。

促销费用增加，行业竞争加剧

从销售费用率表现来看，2025 年白酒行业销售费用率有所提升，背后反应行业竞争格局有所加剧。2025 年白酒行业销售费用率 11.68%，同比增长 1.33pct。从销售费用明细来看，近年来促销费用率持续提升，表明酒厂在渠道促销层面费用力度加大。从高端酒来看，五粮液促销费用率从 2020 年的 5.8%提升至 2025 年的 10.6%。地产酒促销费用率的提升则更为明显。

行业量价齐跌，酒企主动控产

从上市酒企量价表现来看，2025 年上市酒企（不含顺鑫农业）实现收入 3439.52 亿元，同比下降约 18%，其中销量 104.01 万吨，同比下降约 10%，销售均价 33.07 万元/吨，同比下降约 9%。2025 年上市酒企销量和销售均价均承压，是 2014 年后首次出现上市酒企量价齐跌。从上市公司产量来看，2025 年上市酒企（不含顺鑫）产量 106 万吨，同比下降约 10%，创 2012 年以来产量最大跌幅。但随着供给出清力度加大，上市酒企产量占全行业产量比重进一步提升。

经销结构优化，企业治理加强

2025 年，除了山西汾酒外，上市酒企经销商平均销售额普遍下滑，多数企业经销商数量亦有所下降，表明当前行业压力之下，酒企渠道结构普遍调整。从变化率来看，2025 年五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒经销商数量相对稳定，水井坊、口子窖、今世缘等企业经销商数量则有明显增长。从户均销售额来看，2025 年仅有汾酒和金徽酒单个经销商的平均销售额有所增加。

渠道变革加速，酒企探索新渠道

近年来，线上渠道的持续增长，为酒类行业带来了新的增长机遇，诸多酒企积极布局线上电商平台。尽管线上销售占企业收入的比重仍然较低，但从增速表现来看，仍然好于传统批发渠道。

投资建议

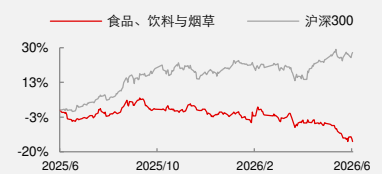
从短周期来看，目前行业仍处于主动去库存的磨底期。随着宏观经济和居民消费信心修复，需求有望延续改善态势；库存方面，酒企主动减压下库存有望持续出清。长期看，短期扰动不改行业的发展趋势，继续重点推荐高端酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端山西汾酒、水井坊、珍酒李渡，地产酒洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒等。

风险提示

- 1、宏观经济波动导致需求修复不及预期；
- 2、市场价格大幅波动导致渠道积极性受损；
- 3、行业竞争加剧导致公司盈利能力受损；
- 4、行业消费升级进程不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《农业周专题系列十二：行业已亏损超 8 个月，全面看好生猪养殖板块》2026-06-03
- 《农业周专题系列十一：政策加码+深度亏损，全面看好生猪养殖板块》2026-05-28
- 《农业周专题系列十：供给侧产能调控落地，持续看好生猪养殖板块》2026-05-21



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

从定量目标到定性表述，行业迈向理性发展阶段	5
促销费用增加，行业竞争加剧	9
行业量价齐跌，酒企主动控产	11
经销结构优化，企业治理加强	16
渠道变革加速，酒企探索新渠道	17
风险提示	19

图表目录

图 1：规模以上白酒企业收入及增速	8
图 2：规模以上白酒企业利润及增速	8
图 3：上市白酒企业收入占规模以上白酒企业收入的比重持续提升	8
图 4：限额以上烟酒社零同比增速（%）	9
图 5：白酒行业销售费用率	10
图 6：分价格带白酒行业销售费用率	10
图 7：高端酒促销费用率	10
图 8：地产酒促销费用率	10
图 9：今世缘及洋河股份省内收入（亿元）及增速	11
图 10：口子窖及迎驾贡酒省内收入（亿元）及增速	11
图 11：上市酒企销量及增速	12
图 12：上市酒企均价及增速	12
图 13：上市酒企销量增速及均价增速对比	12
图 14：2025 年上市酒企销量（吨）	13
图 15：2025 年上市酒企销售均价（万元/吨）	13
图 16：上市酒企产量情况	15
图 17：部分企业 2025 年产量相对历史最高产量的跌幅	15
图 18：上市酒企 2025 年经销商数量（个）	16
图 19：上市酒企单个经销商平均销售额（万元）	16
图 20：上市酒企经销商数量变化率	16
图 21：上市酒企户均销售额变化率	16
图 22：i 茅台收入及同比增速	17
图 23：部分酒企线上销售收入（亿元）	18
表 1：部分上市酒企 2013-2024 年目标及完成情况	5
表 2：部分上市酒企 2025-2026 年目标及完成情况	6
表 3：部分酒企对行业趋势的判断及未来战略	7
表 4：上市酒企销售量增速	13
表 5：上市酒企销售均价增速	14

从定量目标到定性表述，行业迈向理性发展阶段

我们梳理贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、今世缘等主要企业的历史数据来看，多数白酒企业在制定年度目标时，均倾向于使用定量表述。上一轮 2013 年多数企业均未完成年初制定的全年目标，2014 年仅有茅台、水井坊完成了自己年初制定的目标，不少企业最终实际完成情况甚至和年初制定的目标相差甚远，直至 2015 年多数企业的业绩完成度才逐步改善。而从 2016 年以后，企业整体任务完成度较高。其中，贵州茅台从 2014-2024 年，每年均顺利完成年初制定的规划，五粮液整体任务完成率亦较高。

相比之下，本轮周期企业供给端的转向更早，也表明多数企业对库存和市场秩序的管理更加科学合理。从收入增速来看，2024 年仅有贵州茅台完成年初制定的年度目标，进入 2025 年，多数企业并未制定定量目标，而是根据实际经营情况，保持经营稳健，表明多数企业已经开始从增长转向更加理性科学的供给侧管理，将库存和市场秩序的健康良性放到更重要的位置。而从 2026 年的目标制定情况来看，这一趋势仍在延续，贵州茅台 2013 年以来首次没有设定定量目标，而是将高质量发展定位公司发展目标，也体现了公司发展战略的变化。

表 1：部分上市酒企 2013-2024 年目标及完成情况

		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
贵州 茅台	目标	20%	3%	1%	4%	≥15%	15%	14%	10%	10.5%	15%	15%	15%
	实际	17%	4%	4%	20%	52%	26%	15%	10%	12%	17%	18%	16%
	是否 完成	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
五粮 液	目标	15%	努力实现 增长	实现 业绩 平稳	≥10%	≥10%	26%	25%	两位 数增 长	两位 数增 长	两位 数增 长	两位 数增 长	两位 数增 长
	实际	-9%	-15%	3%	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	11%	7%
	是否 完成	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×
泸州 老窖	目标	21%	12%	45%	16%	22%	25%	15%- 25%	排位 不降	≥15%	≥15%	≥15%	≥15%
	实际	-10%	-49%	29%	20%	20%	26%	21%	5%	24%	22%	20%	3%
	是否 完成	×	×	×	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×
山西 汾酒	目标	25%	平稳 增长	平稳 增长	10%	≥30%	≥40%	≥20%	20%	30%	25%	20%	20%
	实际	-6%	-36%	5%	7%	37%	47%	26%	18%	43%	31%	31%	13%
	是否 完成	×	×	✓	×	✓	✓	✓	×	✓	✓	✓	×

洋河股份	目标	10%	基本持平	5%	10%	≥10%	≥20%	≥12%	持平	≥10%	15%	15%	5-10%
	实际	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	13%	-13%
	是否完成	×	✓	✓	×	✓	✓	×	×	✓	✓	×	×
今世缘	目标	--	--	8%	11%	15%	18%	30%	10%	15-29%	17-25%	27%	22%
	实际	-3%	-5%	1%	5%	15%	26%	30%	5%	25%	23%	28%	14%
	是否完成	--	--	×	×	✓	✓	✓	×	✓	✓	✓	×
古井贡酒	目标	--	--	增长	增长	增长	14%	18%	11%	17%	15%	20%	21%
	实际	9%	2%	13%	15%	16%	25%	20%	-1%	29%	26%	26%	16%
	是否完成	--	--	✓	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓	✓	×

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：部分上市酒企 2025-2026 年目标及完成情况

		2025 年	2026 年
贵州茅台	目标	9%	高质量发展
	实际	-1%	
	是否完成	×	
五粮液	目标	和 GDP 相当	动销和市场份额提升
	实际	-55%	
	是否完成	×	
泸州老窖	目标	稳中有进	稳中求进
	实际	-18%	
	是否完成	×	
山西汾酒	目标	稳健增长	扎根酒业第一方阵
	实际	8%	
	是否完成	✓	
洋河股份	目标	健康可持续	平稳发展
	实际	-33%	
	是否完成		
今世缘	目标	5-12%	市场份额进一步增长
	实际	-12%	
	是否完成	×	

资料来源：Wind，长江证券研究所

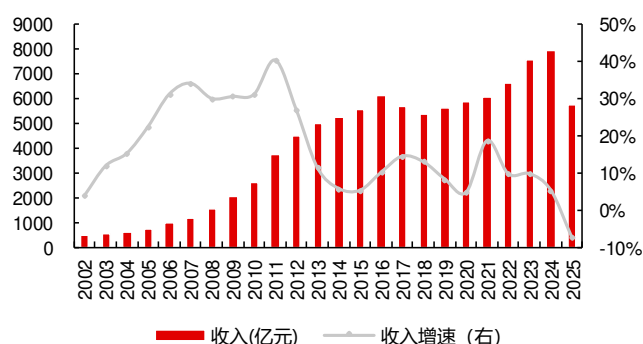
表 3：部分酒企对行业趋势的判断及未来战略

酒企	行业趋势判断	未来战略
贵州茅台	从宏观经济看，国家 经济政策带来了巨大的市场机遇 。国家“十五五”规划提出，到 2035 年，人均 GDP 达到中等发达国家水平。随着这一目标的实现，全国经济发展和居民收入增加，消费水平进一步提升，公司将在国家经济发展浪潮中迎来新机遇。从行业形势看，一方面，白酒具有长期生命力，消费潜能依然有挖掘空间。另一方面， 行业马太效应 愈发凸显，进入行业调整期，行业会通过“优胜劣汰”的自然法则进行系统性自我调节，资源将进一步向优势企业、优势品牌、优势产品集中。	一是持续筑牢质量根基。二是 全面推进市场化转型 。以消费者为中心、市场需求为驱动，系统推进营销体系市场化转型。茅台营销方面，产品端打造稳固“金字塔”型产品结构，构建层次清晰、定位明确的价值矩阵。渠道端建立科学投放机制。价格端以市场为导向， 构建“随行就市、相对平稳”的自营体系零售价格动态调整机制 。酱香系列酒营销方面，重点推进产品、价格、渠道、服务等方面市场化进阶。三是完善优化治理机制。四是大力推动科技创新。五是深耕厚植文化优势。六是巩固提升 ESG 质效。七是扎实推进基建项目建设。八是加强风险防控体系建设。
五粮液	当前，中国白酒正处于经济周期、消费周期、产业周期三期共振的深度调整阶段，既是挑战与压力并存的转型关口，也是机遇与希望交织的革新起点。阶段性调整是产业演进的客观规律，白酒产业作为长周期产业属性的底层逻辑没有改变、满足美好生活向往的市场逻辑没有改变、创造美好生活的价值表达逻辑没有改变， 长期向好的总体趋势仍然具备多重支撑 。	公司锚定“历史经典产业传承发展、融合发展、集群发展的引领者”总体定位，坚持品质为基、文化铸魂、守正创新，持续固根基、扬优势、补短板、促转型、创一流，加快塑造新优势、培育新动能，持续巩固和强化龙头企业地位，引领打造世界级优质白酒产业集群。
泸州老窖	1、近年来，全国规模以上白酒企业产量持续下降，白酒行业正从规模扩张向价值深耕转变。2、消费逻辑重塑。消费需求从量的满足转向质的追求，行业核心命题从“企业主导”转向“消费者定义价值”。3、消费结构变化。 商务及管理人群依然是白酒消费主力，但“年轻化”逐渐成为酒业发展潮流 ，“低度化、年轻化、场景化”将成为白酒企业探索未来发展的重要命题。	1、把握“稳中求进、稳中求效、稳中求益”发展节奏。在稳定市场价盘、渠道利润的前提下，全力推进消费开瓶、渠道拓点、市场扩面；有序推进 渠道下沉与数智营销精细运营 ，筑牢市场的基本面；稳步推进 国际化 布局，探索适配本地消费习惯的营销模式。2、推动“品牌提升、文化赋能、人才提质”三大工程品牌提升工程。聚焦“双品牌、三品系、大单品”，持续优化产品结构，提升产品辨识度。
山西汾酒	在行业整体承压下行、存量竞争加剧的背景下，白酒行业市场分化态势持续深化， “马太效应” 愈发显著，行业强者恒强、头部集聚的格局进一步巩固。消费迭代与年轻化趋势，成为驱动行业变革的关键力量。 年轻消费群体 崛起并成为重要增量，悦己消费、品质消费、场景化消费特征凸显。 国际化布局 是白酒行业未来重要的增量突破口。	1.战略领航与治理提升，夯实高质量发展根基。2.市场破局与品牌焕新，锻造核心增长引擎。全国市场精耕细作，规划建设 20 亿元以上级别堡垒市场，10 亿元以上级别重点市场，亿元以上级别的县级样板市场，千万级别以上的乡镇精品市场，深化 全国化 2.0 布局 。推动汾酒、竹叶青酒、杏花村酒品牌协同发力。 加速年轻化与国际化进程 ，创新消费场景，打造海外样板。推进渠道数字化升级，优化“汾享礼遇”，提升营销精准度与效能。高标准建设汾酒文化馆，打造展馆标杆，深挖文化内涵，升级“汾酒文化之旅”，创新“杏花村酒家”运营模式。3.品质铸基与提质升级。4.精益管控与价值共享
洋河股份	1、行业整体呈量缩利减态势，酒企加大市场争夺力度，加剧市场竞争。 2、行业结构持续分化。受政策调整、需求收缩、场景转移等因素影响，市场分化进一步加剧，其中高端白酒相对稳健，大众价位韧性凸显，次高端与中端市场持续承压，推进价格带格局重构。 3、市场份额加速集中。存量竞争加剧，头部企业依托品牌、渠道与成本优势持续扩大市场份额，中小酒企加速出清， “强者恒强” 的市场格局持续强化，行业洗牌加速。 4、企业强化价值深耕。消费者对高品质白酒的需求持续升级，酒企通过品质升级、产品创新、品牌建设、场景拓展、用户运营等，持续推进发展转型。	1、推进品质革命。2、强化品牌赋能。横向聚焦主品牌、纵向打造大单品，形成 “高端引领、腰部支撑、大众扎根” 的品牌矩阵；3、加强产品驱动。聚焦核心品牌、主导产品，持续构建（次）高端引领+全价格带协同的产品体系，驱动市场发展。强化 M6+核心优势，聚焦 “控量稳价” 与“势能重塑”；稳固天之蓝、水晶版定位，聚焦核心场景，提升渠道推力；聚焦“海之蓝”焕新突围，有序推进第七代海之蓝全国化上市；推动洋河高线光瓶酒突破，加速省外增量拓展。4、深化市场拓展。坚持“巩固重点区域，保持理性扩张”原则，加大成熟市场深耕力度，巩固传统优势区域，提高高潜市场拓展精度；5、落实管理升级。推动组织优化与效能提升，推动组织由扩张型向聚焦型转型，职能端系统梳理整合，构建契合行业竞争态势的高效组织体系；二是推进流程再造与效率提升。
古井贡酒	1.短期承压，长期名酒发展韧性较强白酒行业短期内仍面临较大压力，下行趋势可能延续；随着政策影响的持续减弱、社会库存的合理出清， 行业基本面迎来拐点，酒企收入与利润有望止跌回升 。长期看，白酒行业的市场规模将逐步缩小，缩量竞争中经营者 两极分化 现象将加剧，行业集中度的提高有望使头部名酒企业保持较强的发展韧性。2.产品创新， 年轻化 与场景化双轮驱动。3.渠道重构，全域零售与数字化赋能渠道扁平化与数字化转型将加速推进。4.文化赋能，国潮崛起与 国际化 探索文化营销将进入“年轻化表达”新阶段。	1.品牌引领：锚定“四化”趋势，构建生活方式品牌坚持高端引领。紧跟消费趋势变化，围绕低度化、健康化、个性化、 年轻化 方向，创新消费场景。2.营销深耕：纵深推进 “全国化+次高端” 双战略坚定执行“全国化、次高端、古 20+、强塔基”战略。核心抓手“抓动销、去库存、拓渠道、稳价格”，强化终端执行力。构建“安徽固本、长三角龙头、沿边及经济文旅区突破”的立体格局，同步推进 国际化 与电商布局，形成“国内稳健、海外增量”双轮驱动。3.品质筑基。4.数智赋能。5.治理升级。6.安环固本。7.文化铸魂。

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

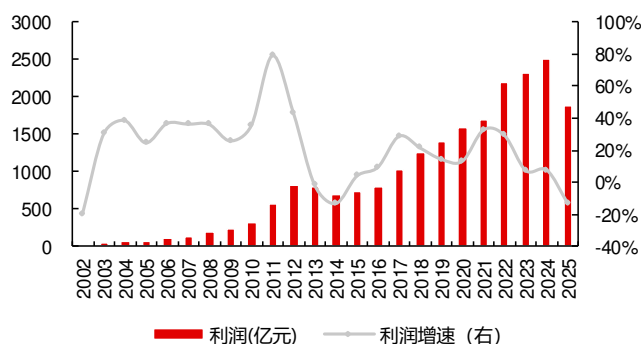
而从企业的未来战略来看，企业端普遍对行业中长期的发展保持乐观。尽管受诸多因素的影响，行业经历阶段性的下滑，2025 年，全国白酒实现产量 354.9 万千升、同比下降 12.1%，销售收入 5724 亿元、同比下降 7.5%，利润总额 1884 亿元、同比下降 13.3%。但从头部企业的战略判断来看，短期仍有结构性机会，如洋河股份在年报中提到“高端白酒相对稳健，大众价位韧性凸显”，而古井贡酒亦在年报中提到“随着政策影响的持续减弱、社会库存的合理出清，行业基本面迎来拐点，酒企收入与利润有望止跌回升”。同时，行业份额的头部集中正在成为行业共识，“强者恒强”的格局强化成为支撑头部企业增长的重要力量。尽管 2025 年上市酒企收入有所下滑，但上市白酒企业收入占规模以上白酒企业收入的比重仍持续提升至约 62%，相比 2010 年的约 20%提升明显。

图 1：规模以上白酒企业收入及同比增速



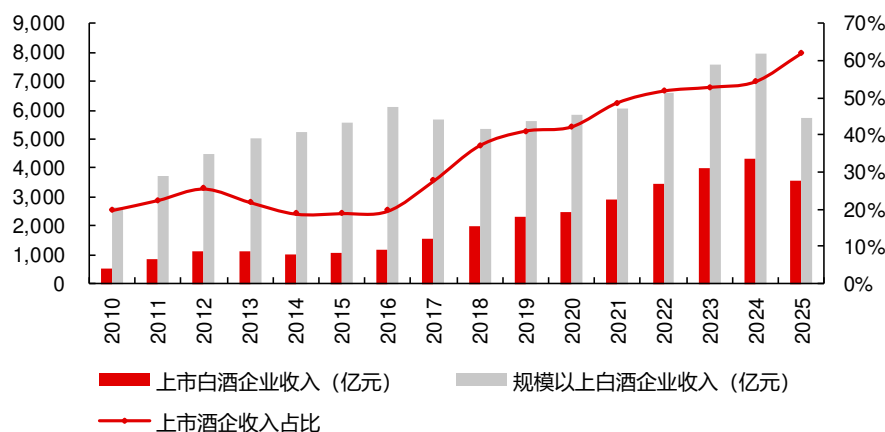
资料来源：中国酒业协会，长江证券研究所

图 2：规模以上白酒企业利润及同比增速



资料来源：中国酒业协会，长江证券研究所

图 3：上市白酒企业收入占规模以上白酒企业收入的比重持续提升

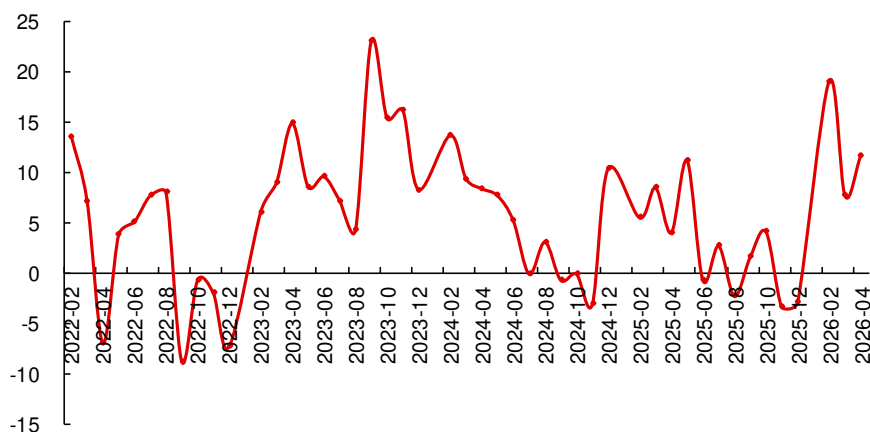


资料来源：Wind，中国酒业协会，长江证券研究所

从中长期的角度来看，经济的复苏和居民收入的增长仍有望推动白酒消费的持续回升。如贵州茅台在年报中提到：从宏观经济看，国家经济政策带来了巨大的市场机遇，国家“十五五”规划提出，到 2035 年，人均 GDP 达到中等发达国家水平，随着这一目标的实现，全国经济发展和居民收入增加，消费水平进一步提升，公司将在国家经济发展浪潮中迎来新机遇。五粮液则在年报中提到：白酒产业作为长周期产业属性的底层逻辑没

有改变、满足美好生活向往的市场逻辑没有改变、创造美好生活的价值表达逻辑没有改变，长期向好的总体趋势仍然具备多重支撑。实际上，2026 年 1-2 月份限额以上烟酒社零同比增长 19.1%，3 月份限额以上烟酒社零同比增长 7.7%，4 月份限额以上烟酒社零同比增长 11.7%，行业需求已经开始逐步复苏。

图 4：限额以上烟酒社零同比增速（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

促销费用增加，行业竞争加剧

从销售费用率表现来看，2025 年白酒行业销售费用率有所提升，背后反应行业竞争格局有所加剧。2025 年白酒行业销售费用率 11.68%，同比增长 1.33pct，2025Q1-2026Q1 各季度销售费用率分别为 8.82%/11.83%/10.96%/17.59%/9.6%，分别同比变化 0.8pct/-0.01pct/-0.09pct/5.84pct/0.78pct。

分价格带来看：

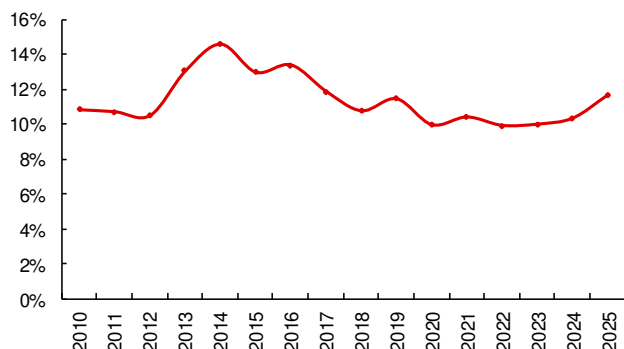
2025 年高端酒销售费用率 7.6%，同比增长 0.86pct，2025Q1-2026Q1 各季度销售费用率分别为 4.82%/8.5%/6.25%/12.09%/6.97%，分别同比变化 -0.13pct/0.03pct/-1.38pct/5.34pct/2.15pct。

2025 年次高端酒销售费用率 13.65%，同比下降 0.77pct，2025Q1-2026Q1 各季度销售费用率分别为 11.29%/16.01%/12.92%/17.88%/10.9%，分别同比变化 0.77pct/-0.22pct/0.43pct/-7.49pct/-0.39pct。

2025 年大众高端酒销售费用率 26.36%，同比增长 5.16pct，2025Q1-2026Q1 各季度销售费用率分别为 17.74%/21.92%/33.75%/60.23%/18.14%，分别同比变化 2.78pct/1.48pct/10.27pct/22.36pct/0.4pct。

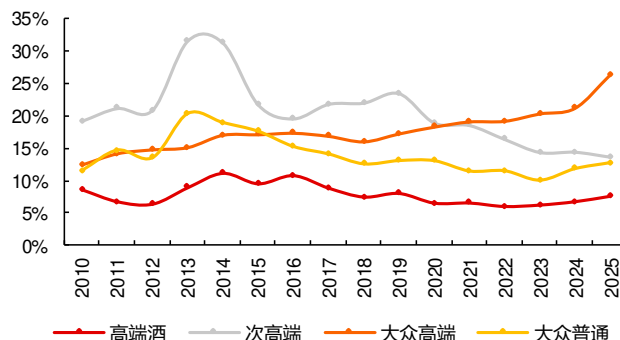
2025 年大众普通酒销售费用率 12.74%，同比增长 0.93pct，2025Q1-2026Q1 各季度销售费用率分别为 9.23%/16.15%/14.91%/13.65%/9.77%，分别同比变化 1.15pct/2.66pct/2.02pct/-1.04pct/0.54pct。

图 5：白酒行业销售费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：分价格带白酒行业销售费用率

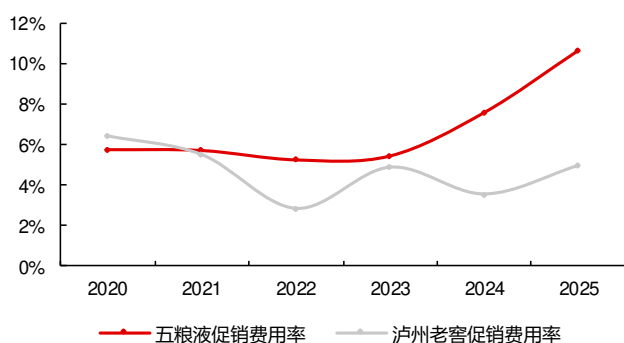


资料来源：Wind，长江证券研究所

从销售费用明细来看，近年来促销费用率持续提升，表明酒厂在渠道促销层面，费用力度加大，酒厂在渠道上的竞争进一步加剧。从高端酒五粮液和泸州老窖的对比来看，五粮液促销费用从2020年的33亿元左右提升至2025年的43亿元左右，促销费用率从2020年的5.8%提升至2025年的10.6%。泸州老窖促销费用率保持相对稳定，泸州老窖促销费用从2020年的11亿元左右提升至2025年的13亿元左右，但是随着销售规模的持续扩大，促销费用率从2020年的6.5%降至2025年的5.0%。

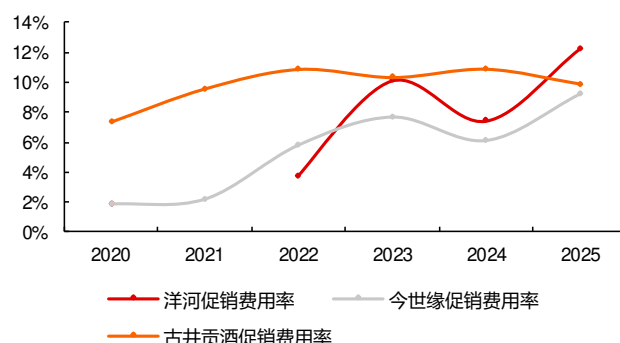
从地产酒的表现来看，促销费用率的提升则更为明显。洋河股份的促销费用从2020年的3.9亿元提升至2025年的23.5亿元，促销费用率从2020年的约2%提升至2025年的约12%。今世缘的促销费用从2020年的0.9亿元提升至2025年的9.4亿元，促销费用率从2020年的1.8%提升至2025年的9.3%。古井贡酒的促销费用从2020年的7.6亿元提升至2025年的18.6亿元，促销费用率从2020年的7.3%提升至2025年的9.9%。

图 7：高端酒促销费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：地产酒促销费用率

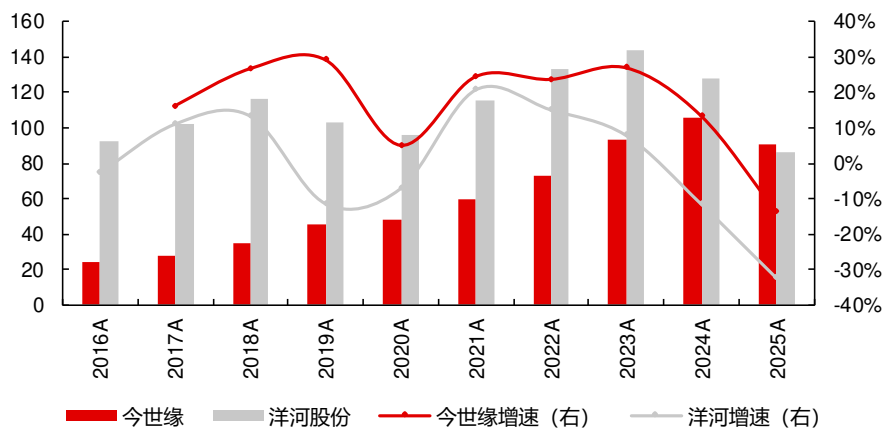


资料来源：Wind，长江证券研究所

地产酒促销费用率的持续提升，背后反应的是竞争格局的变化。从江苏市场的格局来看，2017年以来今世缘省内增速持续高于洋河，2025年，今世缘省内收入正式超越洋河的省内收入。而从安徽市场来看，亦发生了类似的格局变化，2020年以来，迎驾贡酒省内

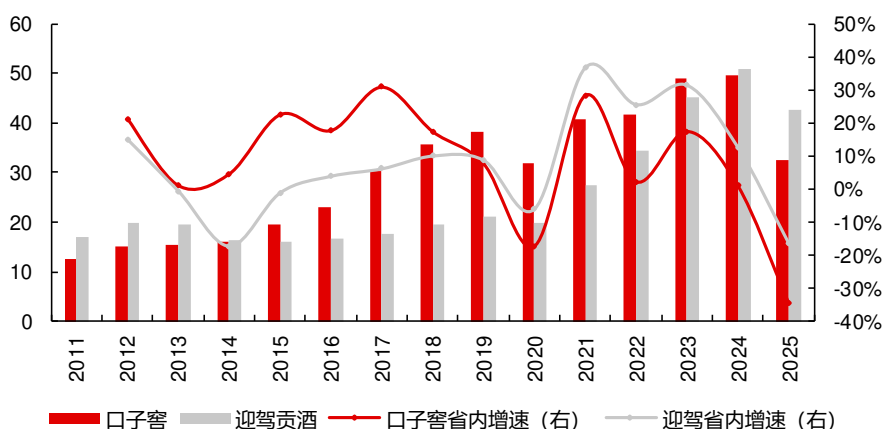
增速之中高于口子窖，2024 年，迎驾贡酒省内收入正式超越口子窖的省内收入，2025 年两者收入差距则进一步加大。

图 9：今世缘及洋河股份省内收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：口子窖及迎驾贡酒省内收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

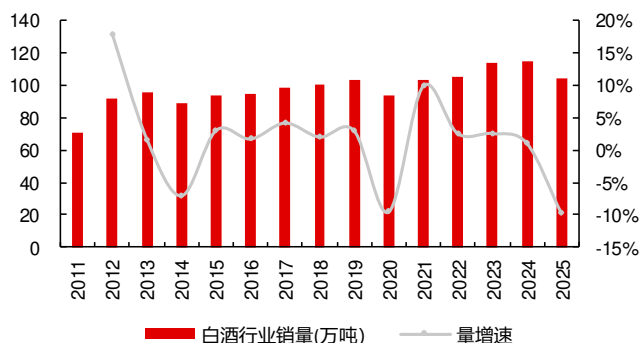
行业量价齐跌，酒企主动控产

从上市酒企的量价表现来看，2025 年上市酒企（不含顺鑫农业）实现收入 3439.52 亿元，同比下降约 18%，其中上市酒企（不含顺鑫农业）实现销量 104.01 万吨，同比下降约 10%，销售均价 33.07 万元/吨，同比下降约 9%。2025 年上市酒企销量和销售均价均有所承压，是 2014 年后首次出现上市酒企量价齐跌。自 2015 年本轮周期以来，上市酒企销量仅在 2020 年和 2025 年销量有所下降，而从销售均价来看，2015 年以来，上市酒企销售均价仅在 2025 年负增长。

从量价对比来看，上市酒企均价增速表现仍相对好于销量表现，均价仍然是推动上市酒企业绩表现的核心驱动力。自 2014 年以来，上市酒企均价表现在大多数时间内表现均

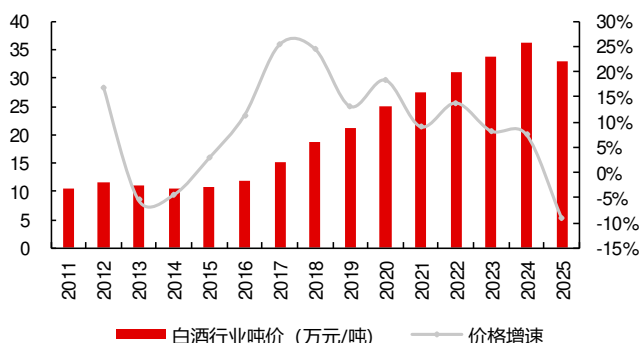
好于销量表现，仅在 2021 年销量在低基数下实现高增长，相对跑赢均价。中长期来看，我们认为，均价提升仍然是推动上市酒企收入增长的主要动力。

图 11：上市酒企销量及同比增速



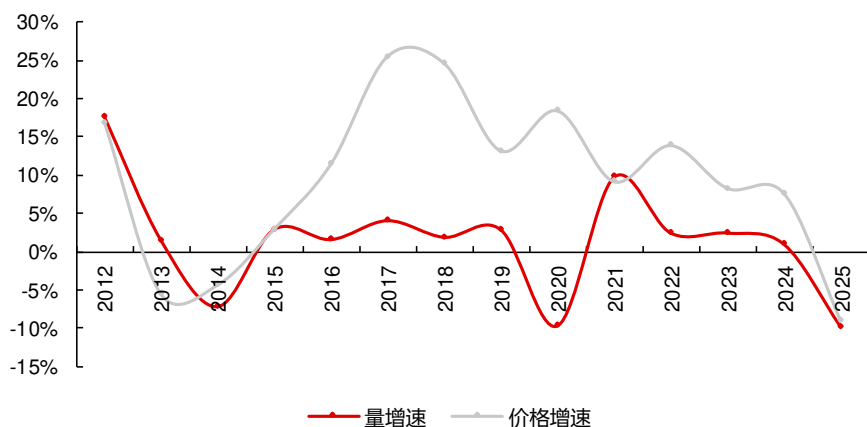
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：上市酒企均价及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

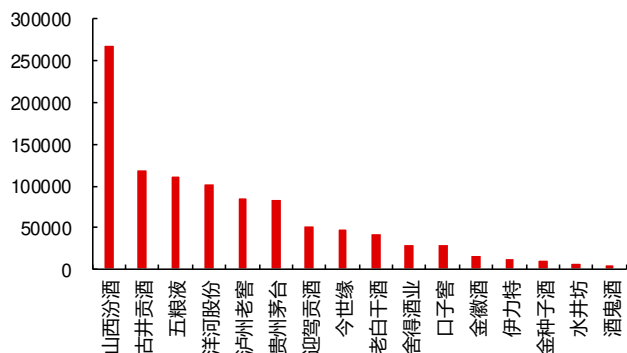
图 13：上市酒企销量同比增速及均价同比增速对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

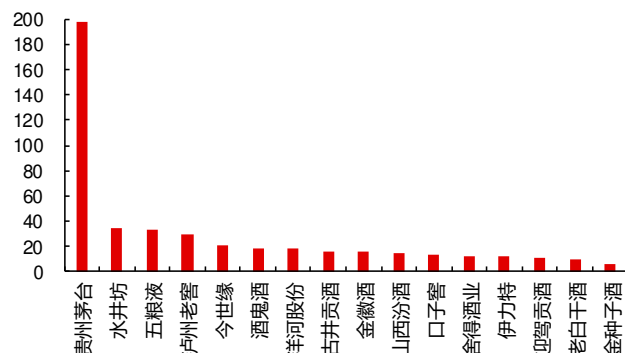
从上市酒企横向对比来看，2025 年行业销量前五的上市酒企为山西汾酒（26.91 万吨）、古井贡酒（11.94 万吨）、五粮液（11.30 万吨）、洋河股份（10.29 万吨）、泸州老窖（8.61 万吨），销售均价前三的上市酒企为贵州茅台（198.32 万元/吨）、水井坊（33.85 万元/吨）、五粮液（32.85 万元/吨）、泸州老窖（29.74 万元/吨）、今世缘（20.14 万元/吨）。从上市酒企的量价增长来看，2025 年仅有贵州茅台和山西汾酒实现销量的增长，五粮液（一次性因素影响较大）和洋河股份销量同比下滑 25% 以上，行业出清压力依然较大。从上市酒企的均价表现来看，2025 年仅有金徽酒、伊力特、金种子销售均价同比增长，其余企业销售均价同比均有下滑，古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖、五粮液等销售均价双位数以上下滑，行业价格带表现分化进一步加大，中低端酒企在销售均价的表现上仍有相对优势。

图 14：2025 年上市酒企销量（吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：2025 年上市酒企销售均价（万元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：上市酒企销售量同比增速

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
贵州茅台	21%	-2%	-4%	14%	34%	63%	4%	4%	-1%	4%	3%	7%	14%	2%
五粮液	15%	-1%	-21%	16%	8%	21%	6%	-14%	-3%	13%	-30%	25%	2%	-30%
泸州老窖	35%	13%	-13%	0%	-6%	-14%	-5%	-3%	-15%	-36%	11%	12%	8%	-17%
水井坊	-34%	-18%	-54%	63%	36%	189%	-13%	46%	-42%	40%	-2%	4%	6%	-29%
舍得酒业	111%	-24%	29%	-21%	-18%	-49%	-13%	6%	24%	150%	6%	5%	-29%	0%
山西汾酒	33%	-3%	-1%	-8%	17%	26%	38%	74%	-3%	24%	17%	16%	7%	22%
酒鬼酒	18%	-49%	3%	8%	-12%	-7%	18%	14%	16%	36%	20%	-34%	-33%	-11%
洋河股份	0%	1%	-3%	-1%	-5%	9%	-1%	-13%	-16%	18%	6%	-15%	-16%	-26%
古井贡酒	47%	18%	3%	8%	14%	3%	-1%	9%	-4%	16%	13%	3%	8%	-7%
口子窖		-10%	-15%	1%	2%	16%	1%	3%	-19%	24%	-1%	7%	3%	-20%
今世缘	-6%	1%	-1%	-4%	-2%	-5%	-1%	18%	1%	1%	22%	20%	20%	-11%
金徽酒			-10%	10%	1%	-9%	-1%	8%	-7%	-9%	2%	28%	16%	-14%
老白干酒	-6%	4%	8%	45%	33%	-15%	-5%	37%	-24%	-3%	4%	8%	1%	-20%
迎驾贡酒		-1%	-8%	-4%	-4%	-7%	10%	-2%	-14%	17%	10%	16%	0%	-15%
伊力特	16%	7%	3%	-7%	-5%	-8%	2%	-2%	-30%	-3%	-4%	24%	-14%	-26%

金种子酒					-24%	-14%	-26%	-43%	74%	-14%	14%	80%	-11%	-32%
------	--	--	--	--	------	------	------	------	-----	------	-----	-----	------	------

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：上市酒企销售均价同比增速

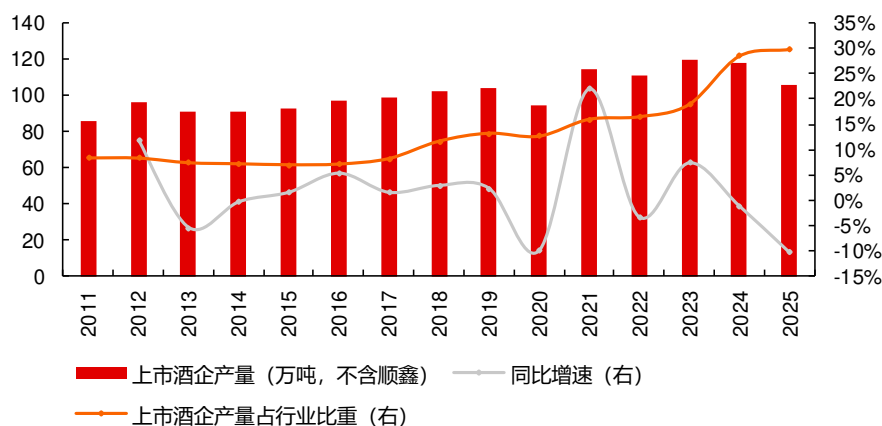
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
贵州茅台	19%	19%	6%	-9%	-11%	-8%	22%	12%	12%	8%	14%	11%	2%	-3%
五粮液	23%	-8%	7%	-12%	3%	2%	26%	42%	17%	4%	56%	-10%	7%	-36%
泸州老窖	1%	-20%	-43%	31%	30%	45%	34%	25%	24%	93%	10%	9%	-4%	-1%
水井坊	78%	-64%	64%	38%	7%	-41%	62%	-14%	46%	10%	3%	1%	-3%	-20%
舍得酒业	-24%	-8%	-20%	-4%	56%	135%	42%	17%	-17%	-22%	17%	10%	2%	-20%
山西汾酒	9%	-4%	-35%	14%	-9%	9%	13%	-27%	22%	15%	12%	5%	5%	-12%
酒鬼酒	45%	-19%	-45%	42%	24%	45%	14%	11%	5%	37%	-1%	5%	-25%	-13%
洋河股份	35%	-16%	0%	10%	14%	7%	21%	10%	11%	2%	13%	30%	4%	-10%
古井贡酒	-13%	-7%	-1%	5%	1%	13%	27%	9%	3%	9%	12%	18%	7%	-13%
口子窖		9%	8%	13%	7%	10%	17%	7%	6%	1%	3%	8%	-2%	-17%
今世缘	23%	-4%	-3%	5%	7%	22%	27%	11%	4%	24%	1%	7%	-4%	-2%
金徽酒			3%	6%	7%	15%	11%	3%	13%	14%	10%	-1%	0%	11%
老白干酒	25%	4%	-2%	-25%	-22%	26%	9%	19%	20%	13%	12%	7%	5%	-4%
迎驾贡酒		3%	-6%	4%	9%	12%	1%	12%	7%	13%	9%	6%	9%	-5%
伊力特	8%	-3%	-3%	8%	6%	24%	10%	14%	13%	11%	-13%	10%	15%	5%
金种子酒					3%	-1%	17%	3%	-33%	44%	-19%	-20%	-15%	15%

资料来源：Wind，长江证券研究所

而从上市公司的产量来看，2025 年上市酒企（不含顺鑫）产量 106 万吨，同比下降约 10%，创下 2012 年以来产量的最大跌幅。上市酒企产量占规模以上白酒企业产量 29.9%，

再创新高。从行业产能供给情况来看，行业整体产能持续去化，上市公司 2025 年亦开始控产，但随着行业供给端出清力度加大，上市酒企产量占全行业产量比重进一步提升。

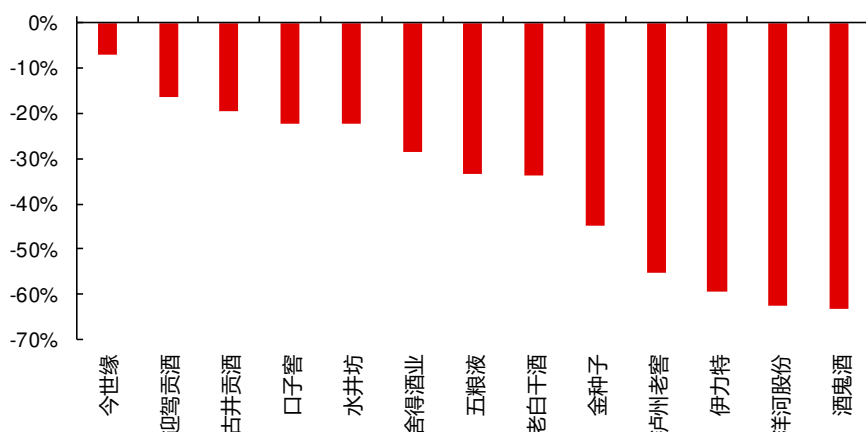
图 16：上市酒企产量情况



资料来源：Wind，中国酒业协会，长江证券研究所

而从不同企业的产能调控政策来看，多数企业产量均有下降，但下降幅度有所不同。2025 年贵州茅台产量 11.61 万吨，其中茅台酒 5.85 万吨，系列酒 5.77 万吨，均创下新高，山西汾酒 2025 年产量 25.84 万吨，亦创下历史新高，其余企业均有不同程度的减产。其中，今世缘减产幅度较小，2025 年产量 4.98 万吨，相比 2024 年的 5.35 万吨小幅下降，而洋河股份、酒鬼酒等产量下降幅度较大。其中洋河股份 2011-2018 年产量始终保持在 20 万吨以上，2019-2023 年产量控制在 15 万吨以上，2024 年产量下降至 14.55 万吨，2025 年产量进一步下降至 8.85 万吨，整体产量下降较为明显。泸州老窖 2011-2018 年产量均在 15 万吨以上，2025 年产量下降至 9.90 万吨，整体产量下降亦较为显著。

图 17：部分企业 2025 年产量相对历史最高产量的跌幅



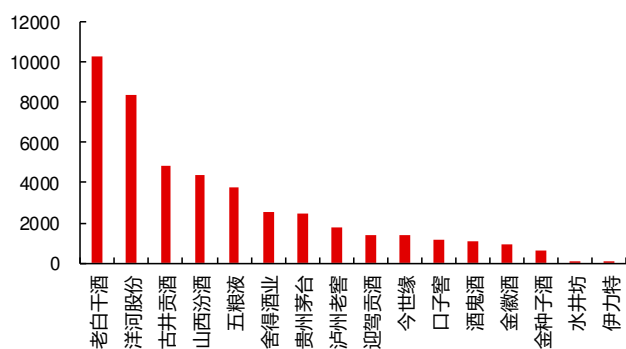
资料来源：Wind，长江证券研究所

经销结构优化，企业治理加强

2025 年，除了山西汾酒外，上市酒企经销商平均销售额普遍下滑，多数企业经销商数量亦有所下降，表明当前行业压力之下，酒企渠道结构普遍调整。2025 年上市酒企中，老白干酒、洋河股份、古井贡酒、山西汾酒、五粮液的经销商数量处于行业前列，而贵州茅台、伊力特、水井坊、泸州老窖、山西汾酒单个经销商的平均销售额相对较高。

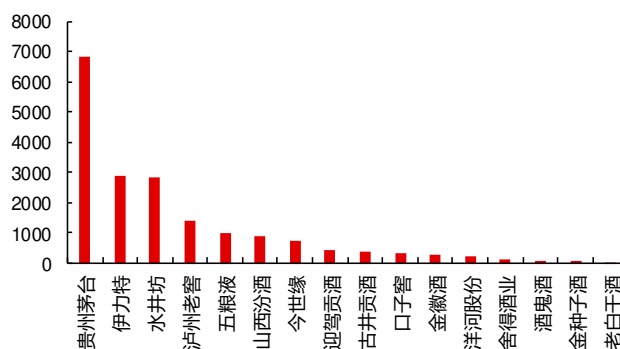
从变化率来看，2025 年五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒经销商数量相对稳定，水井坊、口子窖、今世缘等企业经销商数量则有明显的增长，酒鬼酒、老白干酒、金徽酒的经销商数量下降较多。从户均销售额来看，2025 年仅有山西汾酒和金徽酒单个经销商的平均销售额有所增加，其中山西汾酒单个经销商销售额从 2024 年的 788 万元/户，增长至 2025 年的 886 万元/户，而水井坊、五粮液、口子窖、洋河股份等企业户均销售额下降较多，五粮液户均销售额从 2024 年的 2240 万元/户下降至 2025 年的 994 万元/户，洋河股份户均销售额从 2024 年的 318 万元/户，下降至 2025 年的 224 万元/户。

图 18：上市酒企 2025 年经销商数量（个）



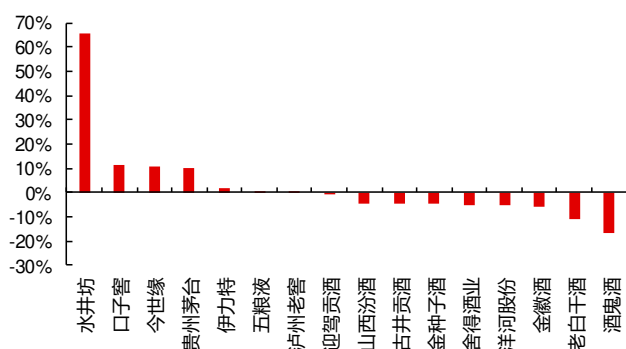
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：上市酒企单个经销商平均销售额（万元）



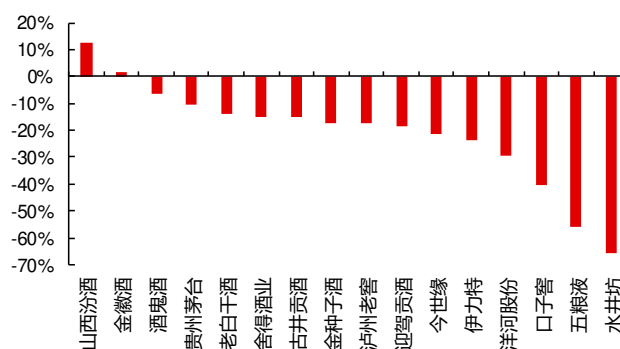
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：上市酒企经销商数量变化率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：上市酒企户均销售额变化率



资料来源：Wind，长江证券研究所

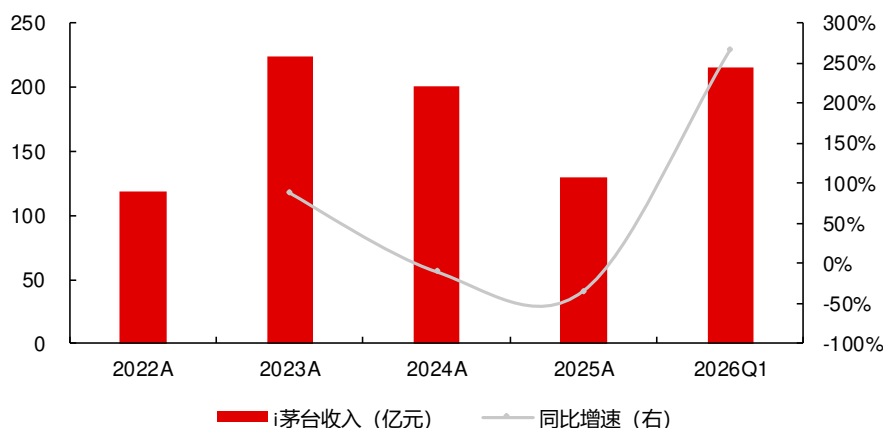
渠道变革加速，酒企探索新渠道

近期，淘天集团、京东、美团闪购、抖音电商、快手等主流电商平台相继披露 2025 年酒水业务核心数据：淘天酒类成交约 400 亿元，快手 GMV 突破 120 亿元，抖音酒水同比增长约 25%，京东三年酒类销售额增长 200 亿元；而与此同时，全国烟酒店数量锐减约 19%，一年消失约 32 万家，行业渠道变革进入加速期。

近年来，线上渠道的持续增长，为酒类行业带来了新的增长机遇，诸多酒企积极布局线上电商平台，获得较高的增长。尽管从目前的绝对体量来看，线上销售占企业收入的比重仍然较低，但从增速表现来看，仍然好于传统批发渠道。

从贵州茅台的自营 APP 表现来看，2026 年一季度，i 茅台实现收入 215.53 亿元，同比增长 267.16%，2026Q1i 茅台收入已经超越 2022 年、2024 年以及 2025 年全年。

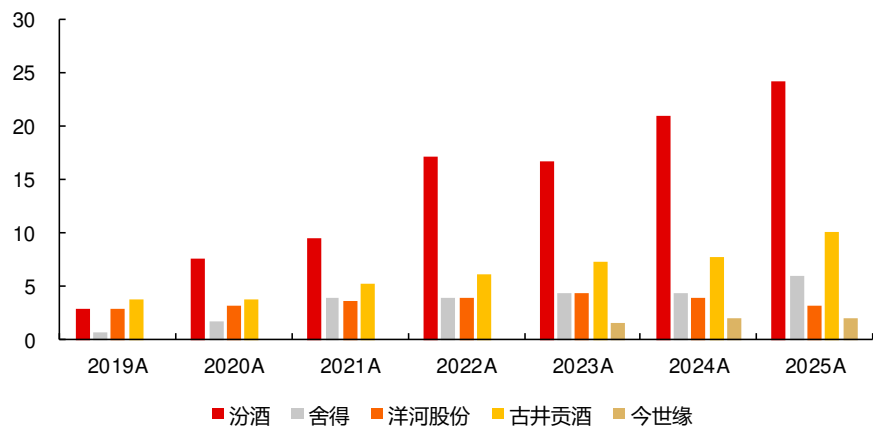
图 22: i 茅台收入及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

从其他企业的表现来看，线上渠道亦获得高速增长。舍得酒业电商销售额从 2017 年的 0.11 亿元增长至 2025 年的 6.04 亿元，山西汾酒电商平台收入从 2019 年的 2.9 亿元增长至 2025 年的 24.3 亿元，古井贡酒的线上销售从 2019 年的 3.83 亿元增长至 2025 年的 10.08 亿元。

图 23：部分酒企线上销售收入（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济波动导致需求修复不及预期。酒类行业需求与宏观经济相关度较高，其中大众消费与居民收入及消费者信心指数相关，商务宴席消费与投资活跃度相关度较高，宏观经济的波动可能对大众消费需求及商务宴席消费需求造成一定影响。
- 2、市场价格大幅波动导致渠道积极性受损。目前行业处于供需紧平衡阶段，供给端的持续扩张或需求端恢复不及预期，均有可能导致行业的价格波动，价格的大幅度波动可能会对渠道积极性造成损害。
- 3、行业竞争加剧导致公司盈利能力受损。如果行业竞争进一步加剧，酒企的促销费用可能会进一步增加，进而影响盈利能力。
- 4、行业消费升级进程不及预期。随着白酒行业增长逻辑转变，消费升级已经成为推动行业增长的重要动力，若行业未来消费升级进程不及预期，可能对行业的成长性造成一定的影响。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。