下载日志已记录，仅供内部参考

白酒底部显现

食品饮料

■ 白酒行业周期研究

评级：增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
訾猛(分析师)	021-38676442	zimeng@gtht.com	S0880513120002
李美仪(分析师)	021-38038667	limeiyi@gtht.com	S0880524080002

本报告导读：

2024 年白酒开始深度调整，2025 年起面临新的情况，我们在此前基础上展开讨论周期演绎中的“筑底-回升”过程，认为行业仍有结构性机会，优选各价位龙头。

投资要点：

- **投资建议：**白酒行业 25Q3 起加速探底，报表连续多个季度深度出清。短期行业仍在磨底，出清更快的标的有望获得更大弹性；中长期首选有品牌基础、强管理能力、能实现区域扩张的公司。推荐：率先出清标的**迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘**，强品牌力带来持续提价能力的**贵州茅台**。
- **白酒拐点：动销、报表、库存、批价交织，政策催化预期。**从白酒目前的调整情况来看，我们认为动销最差的时点已过，报表正处于深度调整状态，预计行业将在“动销-报表”趋势交叉点后进入实质性去库阶段。随着以上情形相继发生，各价位带产品的批价也有望确认筑底并企稳回升，进一步支撑基本面及股价回暖。除此之外，考虑白酒板块估值分位较大盘偏低且微观结构已较大改善，叠加更为积极的宏观政策或将落地，白酒的预期拐点有望到来。
- **拆分量、价、结构，寻找白酒潜在空间。**动销、库存等指标主要衡量行业的短期变化，若从中长期维度进行展望，我们认为白酒主要关注量、价、结构三个方面，表现为：①量经短期冲击后，重回温和下行态势，②支撑价格的消费和资产属性逐步企稳，未来有望重新上行，③行业结构变化，需求端向个人消费集中、供给端向头部酒企集中。基于此，行业仍然有一些细分领域存在增量机会。
- **寻找超额收益：强品牌、强能力锻造白酒“成长股”。**从复盘结果来看，白酒股价的长期驱动因素依然是基本面，稳健增长往往带来超额收益。参考上一轮周期反转时的情况，我们认为这一轮仍然优选成长，但范畴发生变化，表现为，品牌体量适中或偏小不再意味着更高的天花板和更大的成长空间，相反，有品牌基础、强管理能力、能实现区域扩张的将获得更持续的增长，其中品牌决定全国化的高度、管理能力决定全国化的成功率，而这些多为龙头或体量偏大的公司。与此同时，随着白酒股东回报力度加强，股息率也将成为决策参考因素。
- **风险提示：**消费政策再度趋严、批价大幅下跌、食品安全风险。

相关报告

食品饮料《出清提速，底部渐明》2026.09.06
食品饮料《美股科技泡沫时期消费表现》2026.09.05
食品饮料《底部显现，价值凸显》2026.09.02
食品饮料《楼市新政落地，关注顺周期行业》2026.09.01
食品饮料《中报呈现分化，重视底部机会》2026.08.30



下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

导读 4
1. 如何看待白酒行业拐点 4
1.1. “动销-报表-库存”之辨 4
1.2. 预期变化驱动股价 6
2. 展望：白酒的量、价、结构 9
2.1. 量阴跌，价企稳 9
2.2. 量价大势下的结构变化 12
3. 寻找超额收益 15
3.1. 行业的超额 15
3.2. 个股的超额 16
4. 盈利预测及投资建议 17
5. 风险提示 18

图 1：本轮白酒周期磨底历时较长，“动销-报表-库存”变化构成重要拐点信号（虚线为我们估测） 5
图 2：本轮调整周期白酒报表处在深度下跌阶段，由 U 型转向 V 型调整 5
图 3：2014 年白酒股价见底回升经历三个阶段 6
图 4：申万白酒指数估值处于较低分位（2005-2026 年） 7
图 5：26Q2 主动偏股型基金白酒重仓比例较 21Q1 高点回落 13.6pct 至 0.97% 7
图 6：2003-2012 年白酒行业为量增驱动，2016-2024 年为价格驱动，2025 年边际承压（虚线为我们估测） 10
图 7：白酒行业产量呈现缩减态势（部分年份口径调整，以同比增速为准） 10
图 8：2019 年起我国 30-54 岁人口进入下行期，每年减少人数在百万级 11
图 9：近年白酒人均饮用量测算结果相对平稳，2025 年有一次性因素影响 11
图 10：营收口径，白酒价格增幅与 PPI 拟合程度较高 11
图 11：流通市场口径，飞天批价增幅与 PPI 高度吻合 11
图 12：飞天、普五价格回落至人均可支配收入较低占比，意味着商品消费的价格泡沫基本出清 12
图 13：2016 年起飞天批价与房价趋势较为同步 12
图 14：我们预计白酒场景将进一步转向个人消费 13
图 15：在个人消费领域，喜宴等宴席贡献度下降，预计白酒日常聚饮/自饮的比例将持续提升 13
图 16：A 股上市白酒净利润占比已接近 70%，大幅提升空间有限 14
图 17：行业低谷期头部酒企大多保持产能和储能增长，为未来发展蓄力 15
图 18：上一轮白酒周期反转后呈现两段超额 15
图 19：股价背后是基本面和业绩的分化 17

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：部分标的估值仍处于相对低位，估值或先于基本面修复 6
表 2：2025-2026 年内需领域发布了一系列政策、文件和文章，促消费成为十五五期间重要议题 8
表 3：白酒上市公司 2025 年量价明显承压，头部企业表现好于整体情况.....14
表 4：2014Q1 白酒小幅跑赢大盘，2016Q2 起大幅跑赢.....16
表 5：2014 年股价反转后个股表现分化 16
表 6：重点公司盈利预测表 17

下载日志已记录，仅供内部参考

导读

白酒是一个周期性行业，改革开放以来历经多次波动，有高光也有低谷。2024 年起白酒行业面临批价显著下行、动销持续降速的困境，再次进入深度调整期。**我们曾对白酒行业进行复盘**，试图通过梳理 2012-2016 年行业“调整-筑底-回升”过程找到一些规律，发现上一轮周期板块呈现“2012 杀估值→2013 双杀→2014 拔估值→2015 拔业绩”的调整节奏，其中股价下行历时约 18 个月，下跌阶段批价拐点领先于股价、股价领先于基本面，指数 PE TTM 最低跌至 10X 以下。期间上市公司业绩分化，高端酒和区域酒调整时长整体更短，且后期复苏更快，拐点确认后股价弹性较大。基于此，**当时我们得出的结论是：**本轮白酒周期需求和预期的调整烈度相对较小，但调整时间将会拉长，高端酒和区域酒预计将有更好的表现。（参见 2024 年 7 月发布的报告《调整再出发：上一轮白酒低谷期复盘》）

2025 年以来情况发生了一些变化，主要体现在经济和政策环境两个方面，白酒的调整节奏也随之改变，周期底部进一步拉长。因此**我们在 2024 年研究的基础上，展开并重点讨论“筑底-回升”过程：**一方面，结合历史预判本轮周期拐点，主要围绕短期指标；另一方面，对未来白酒行业的量、价、结构进行展望，这是中长期维度的判断。

我们认为，白酒优秀的商业模式没有变，经过一轮较为彻底的出清和卸重，优秀的公司和品牌依然具备较强 alpha。同时我们也看到白酒面临的外部环境或将迎来积极变化，如政策回暖——提振内需作为十五五期间重要命题，消费有望迎来更大力度的政策支持，从而扭转市场预期，这对于白酒来说将是非常积极的变化。在这样的背景下，我们认为对白酒行业进行梳理、寻找潜在超额收益是必要的。

1. 如何看待白酒行业拐点

1.1. “动销-报表-库存”之辨

我们选取白酒产业三个重要的观察指标——动销、报表、库存，根据目前的情况将其归纳为下图（虚线部分为估测未来走势）。趋势上我们认为：

1）白酒动销最差的时点已过（2025 年 6 月前后，主要受饮酒政策冲击），跌幅逐步收窄，随着饮酒需求修复以及基数走低，有望在 26H2-2027 年这段时间同比转正；

2）白酒报表处于深度调整状态，26Q2 A 股白酒收入同比-17%、归母净利润同比-21%，这种力度的出清已持续几个季度，从而呈现与 2014 年类似的 V 型筑底过程（期间收入最大跌幅出现在 14Q1、同比-15%，利润最大跌幅出现在 13Q4、同比-32%）；

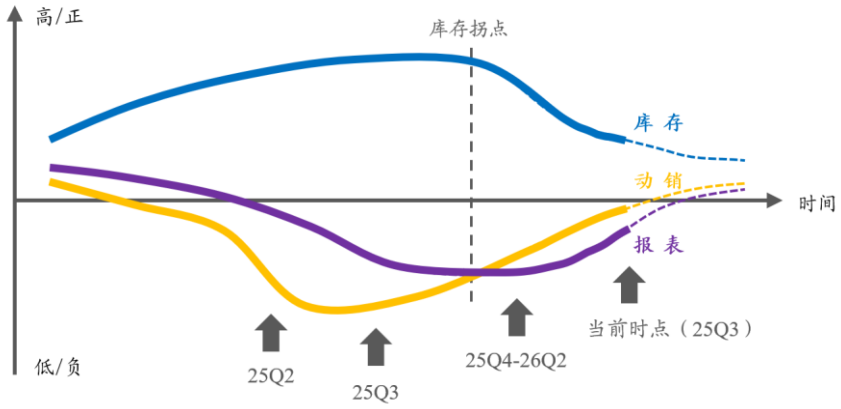
3）白酒库存有所降低但综合来看仍未回到低位，考虑本轮周期报表调整滞后于动销，预计行业将在“动销-报表”交叉点之后进入实质性去库阶段，逐步回落至更为良性的水平。

在以上情形相继发生的过程中，由于库存问题持续存在，供需尚未达到平衡，白酒品牌普遍采取以价换量的策略，价格下行有助于激发一部分增量需求。随着动销、报表和库存调整完毕，白酒行业供需结构将逐步改善，各价位带产品的批价也有望确认筑底并企稳回升，进一步支撑基本面及股价回暖。综

下载日志已记录，仅供内部参考

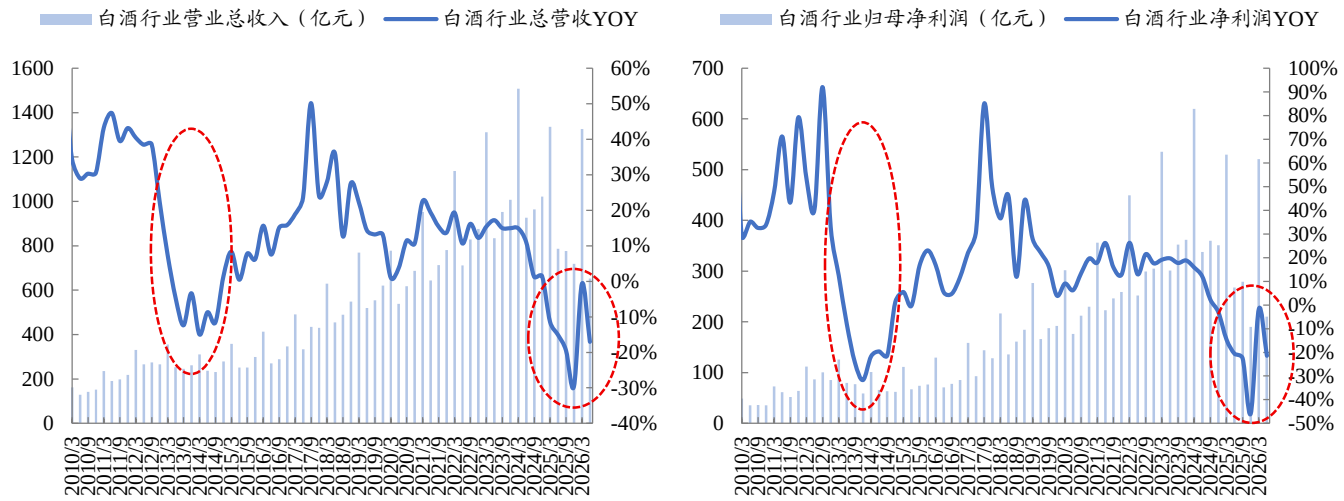
上，我们认为白酒行业当前应着重观察三点：1）报表调整力度及持续性；2）库存是否显著去化；3）批价是否明确企稳。

图 1：本轮白酒周期磨底历时较长，“动销-报表-库存”变化构成重要拐点信号（虚线为我们估测）



数据来源：国泰海通证券研究

图 2：本轮调整周期白酒报表处在深度下跌阶段，由 U 型转向 V 型调整



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

回顾上一轮白酒行业走出底部的过程：申万白酒指数于 2012 年 7 月见顶，经历一年半的深度调整，于 2014 年 1 月见底。从股价、业绩、批价三个维度衡量，可以将触底回升的过程划分成三个阶段：

1）第一阶段是 2014 年：白酒板块业绩跌幅开始收窄、股价见底回升，但飞天茅台批价尚未见底、仅是由急跌转为慢跌；

2）第二阶段是 2015 年至 2016 年初：白酒板块业绩增速初步转正且逐步提速、股价震荡上行；

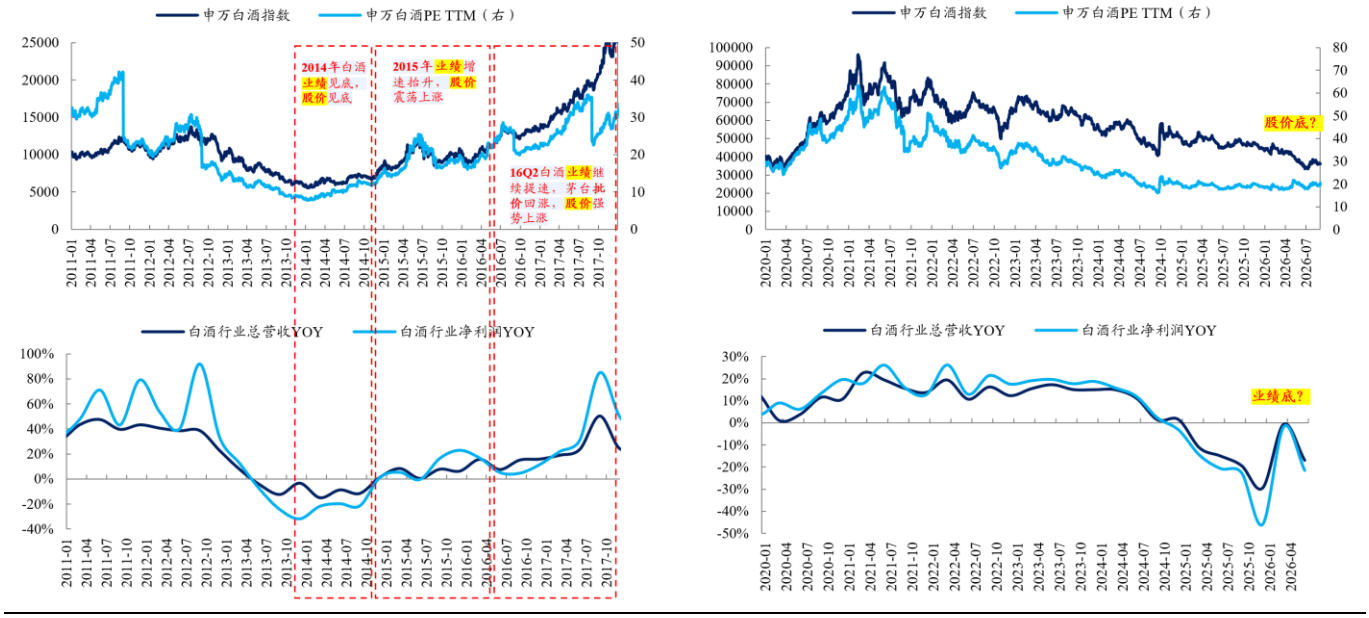
3）第三阶段是 2016 年中起：板块业绩进一步提速、伴随飞天批价显著上涨，股价强势上涨。

由此可见，报表调整和库存消化减少了供给，批价下行催化新需求，动销改善进一步驱动供需平衡，报表底、批价底对于提振市场预期有较强的正向作

下载日志已记录，仅供内部参考

用。对比 2012-2016 年以及 2021 年以来的两轮白酒调整，行业集中度、渠道变革情况、经济环境、产业结构等存在差异，调整过程不一定完全可比，但我们认为报表和批价作为基本面指标、仍是重要信号。

图 3：2014 年白酒股价见底回升经历三个阶段



数据来源：Wind、百荣酒价，国泰海通证券研究

1.2. 预期变化驱动股价

白酒估值偏低，微观结构改善。当前白酒行业及个股估值处于历史偏低水平，申万白酒指数 2026 年 9 月 10 日收盘 PE TTM 为 20.1，位于 2005 年以来 24.8%分位，而沪深 300 位于同期的 55.3%分位，较大程度反应了市场的悲观预期。从基金持仓来看，本轮周期高点主动配置基金重仓比例与上一轮高点接近，均为 15%左右，但由于本轮调整需求侧下滑烈度稍好，基金减配速度慢于上一轮。24Q2 起白酒微观结构出现较为明显的改善，截至 26Q2 末主动偏股型基金白酒重仓比例相较 21Q1 高点回落 13.6pct 至 0.97%，接近历史低位。

表 1：部分标的估值仍处于相对低位，估值或先于基本面修复

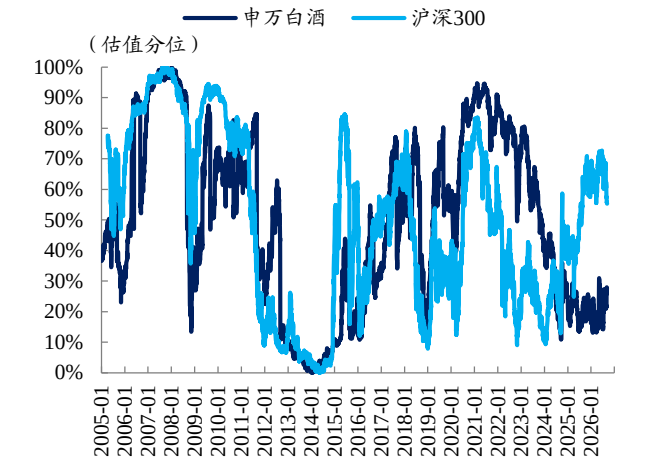
收盘价为前复权，个股单位元	2012-2014 年				2026/9/10
	区间高点日	PE TTM	区间低点日	PE TTM	PE TTM
沪深 300 指数	**2014-12-31**	**12.9**	**2014-03-20**	**8.1**	**13.6**
申万白酒指数	**2012-07-13**	**30.8**	**2014-01-10**	**7.8**	**20.1**
贵州茅台	2012-07-13	27.7	2014-01-15	8.8	**19.7**
五粮液	2012-07-13	20.4	2014-01-08	5.9	**20.9**
泸州老窖	2012-05-07	19.4	2014-06-04	7.9	**14.7**
山西汾酒	2012-10-31	29.9	2014-06-19	19.8	**13.9**
舍得酒业	2012-07-09	48.9	2014-06-19	-90.1	**-152.8**
水井坊	2012-07-13	40.9	2014-06-19	-8.3	**44.0**
酒鬼酒	2012-10-22	49.9	2014-04-28	-91.8	**-405.3**
洋河股份	2012-07-16	32.8	2013-12-30	6.9	**124.9**
古井贡酒	2012-05-04	40.6	2013-10-29	12.0	**24.3**

下载日志已记录，仅供内部参考

老白干酒	2013-01-18	48.0	2014-06-19	47.8	**27.8**
金种子酒	2012-07-16	33.7	2014-06-19	-54.3	**-25.0**
伊力特	2013-01-18	27.1	2014-06-19	13.4	**33.7**
顺鑫农业	2012-03-16	26.4	2012-12-03	31.4	**-28.2**
天佑德酒	2012-07-06	60.0	2014-06-19	18.2	**-92.0**
皇台酒业	2012-03-16	-95.3	2014-01-20	-43.3	**889.7**
今世缘	（上市时间较晚）				**15.3**
迎驾贡酒					**15.2**
口子窖					**16.9**
金徽酒					**27.5**

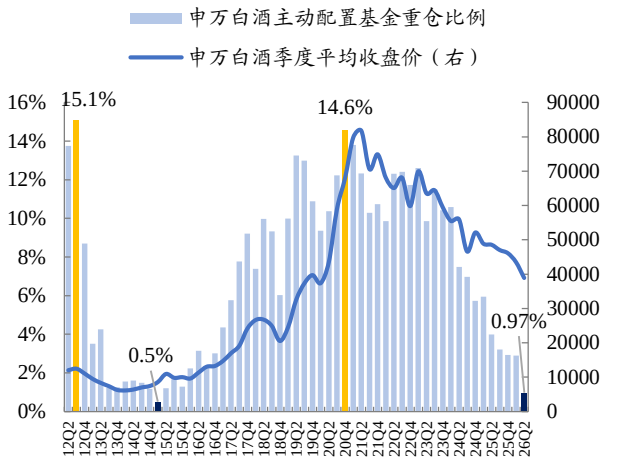
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 4：申万白酒指数估值处于较低分位（2005-2026 年）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 5：26Q2 主动偏股型基金白酒重仓比例较 21Q1 高点回落 13.6pct 至 0.97%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

白酒股价拐点取决于预期拐点，而估值和微观结构为其提供了条件。我们认为**预期变化由两方面驱动：**一是 alpha 行业基本面的变化，也即是 1.1 中所讨论的；二是 beta 外部因素的变化，主要是宏观政策。目前后者存在一定的拔预期空间，我们认为随着相关政策文件密集出台，提振内需作为十五五期间重要命题，有望迎来更大力度的经济政策，从而扭转市场预期，这对于白酒来说将是积极变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：2025-2026 年内需领域发布了一系列政策、文件和文章，促消费成为十五五期间重要议题

时间	部门/会议/平台	事项/文件/文章	消费相关表述
		2025 年	
3 月 5 日	两会	政府工作报告	2025 年经济社会发展任务十分繁重。我们要突出重点、把握关键，着重抓好以下几个方面工作……（一）大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。
3 月 14 日	金融监管总局	《关于发展消费金融助力提振消费的通知》	从丰富金融产品、便利金融服务、营造良好消费环境出发，提出优化消费金融政策的具体举措。
3 月 16 日	两办	《提振消费专项行动方案》	为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题，就实施提振消费专项行动制定此方案，部署消费能力保障支持行动。
6 月 24 日	人民银行等 6 部门	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出 19 项重点举措。
9 月 16 日	商务部等 9 部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	提出 5 方面 19 条具体任务措施，更大力度提振消费、扩大内需，促进民生改善和消费转型升级，积极培育服务消费新的增长点，为推动经济高质量发展提供有力支撑。
10 月 23 日	二十届四中全会	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	强大国内市场是中国式现代化的战略依托。坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合。大力提振消费。深入实施提振消费专项行动。统筹促就业、增收入、稳预期，合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力。扩大优质消费品和服务供给。
11 月 25 日	工信部等 6 部门	《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	到 2027 年，消费品供给结构明显优化，形成 3 个万亿级消费领域和 10 个千亿级消费热点，打造一批富有文化内涵、享誉全球的高品质消费品。到 2030 年，供给与消费良性互动、相互促进的高质量发展格局基本形成，消费对经济增长的贡献率稳步提升。
12 月 1 日	求是网	《为什么要扩大服务消费？》	消费是经济发展的基础，服务消费已成为推动我国消费市场增长的重要力量。当前扩大服务消费，要切实贯彻落实党中央决策部署，着力破解制约服务消费的卡点堵点，繁荣服务消费市场。
12 月 8 日	政治局会议	分析研究 2026 年经济工作	做好明年经济工作……持续扩大内需、优化供给……要坚持内需主导，建设强大国内市场。
12 月 11 日	中央经济工作会议	部署 2026 年经济工作	明年经济工作在政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能……会议确定，明年经济工作抓好以下重点任务……一是坚持内需主导，建设强大国内市场……
12 月 12 日	商务部等 3 部门	《关于加强商务和金融协同更大力度提振消费的通知》	围绕商品消费、服务消费、新型消费、消费场景、消费帮扶等重点领域和强机制、抓落实、促合力等关键环节，提出 3 方面 11 条政策措施。
12 月 15 日	求是网	《习近平：扩大内需是战略之举》	强调坚持扩大内需这个战略基点，在扩大有效投资、发挥投资关键作用的同时，必须更加有效地发挥消费对增长的基础作用。
12 月 16 日	求是网	《中共国家发展和改革委员会党组：坚定实施扩大内需战略》	大力实施扩大内需战略，是以习近平同志为核心的党中央基于我国经济运行规律和国内外环境变化，统筹当前和长远、国内和国际、发展和安全作出的科学研判和重大战略部署。我们要深入学习领会这一部署要求，坚定实施扩大内需战略，坚持内需主导，建设强大国内市场，为以高质量发展推进中国式现代化提供强有力的支撑。
12 月 17 日	学习时报	《何为“犒赏经济”》	当前我国经济发展从高速发展阶段转向高质量发展阶段，“犒赏经济”的蓬勃发展不仅重塑了消费端的行为模式，也对供给侧提出了更高要求，能够有效推动产业结构转型升级、激发市场活力，从而拉动内需。
12 月 22 日	人民银行	《关于实施一次性信用修复政策有关安排的通知》	为支持信用受损但积极还款的个人高效便捷重塑信用，对于 2020 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，单笔金额不超过 10000 元人民币的个人逾期信息，个人于 2026 年 3 月 31 日（含）前足额偿还逾期债务的，金融信用信息基础数据库将不予展示。有助于社会公众有效改善信用状况，激发微观主体活力，为经济高质量发展注入内生动力。
12 月 23 日	求是网	《如何落实扩大内需战略任务？》	面向“十五五”，要深入学习贯彻习近平总书记关于扩大内需的系

下载日志已记录，仅供内部参考

			列重要论述，认真贯彻落实党的二十届四中全会和中央经济工作会议部署，完整准确全面贯彻新发展理念，坚持以人民为中心的发展思想，加快构建完整内需体系，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性……着力释放居民消费潜力……积极拓展有效投资空间……有效扩大优质消费供给……纵深推进全国统一大市场建设……加快健全扩大内需体制机制……
12 月 28 日	财政部	全国财政工作会议	2026 年将继续实施更加积极的财政政策，财政工作抓好以下重点任务：坚持内需主导，支持建设强大国内市场。大力提振消费，深入实施提振消费专项行动。积极扩大有效投资，加大对新质生产力、人的全面发展等重点领域投入。加快推进全国统一大市场建设，规范税收优惠、财政补贴政策……
		2026 年	
1 月 9 日	国常会	部署实施财政金融协同促内需一揽子政策	实施财政金融协同促内需一揽子政策，是扩大有效需求、创新宏观调控的重要举措。要加强财政政策与金融政策配合联动，充分发挥政策效应，引导社会资本参与促消费、扩投资。围绕促进居民消费，优化实施服务业经营主体贷款、个人消费贷款贴息政策，推动增加优质服务供给，增强居民消费能力。
3 月 5 日	两会	政府工作报告	着力建设强大国内市场。坚持内需主导，统筹促消费和扩投资，拓展内需增长新空间，更好发挥我国超大规模市场优势……促进商品消费扩容升级，安排超长期特别国债 2500 亿元支持消费品以旧换新，优化政策实施机制。设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，组合运用贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式，支持扩大内需。
4 月 3 日	商务部等 9 部门	《服务消费提质惠民行动 2026 年工作方案》	从完善政策支持、创新消费场景、搭建平台载体、扩大对外开放、强化标准引领、优化消费环境等 6 个方面，提出 64 条具体任务举措，围绕餐饮住宿、养老托育、文娱旅游、体育健康等传统服务消费领域，和家政服务、网络视听、入境消费、演出服务等新增长点领域，从供给和需求两端协同发力，打造一批带动面广、显示度高的消费新场景。
7 月 13 日	发改委、商务部	《扩大消费“十五五”规划》	到 2030 年，消费市场总体规模持续扩大，居民消费率明显提高，全社会商品和服务消费较快增长，社会消费品零售总额达到 60 万亿元左右，消费对经济增长的拉动作用进一步增强。
8 月 31 日	商务部等 7 部门	《推动商品消费扩容升级的实施意见》	提出 20 项具体措施，推动“十五五”时期，商品消费规模稳步扩大。包括促进商品消费的 4 方面重点任务，一是促进大宗耐用商品消费，二是稳步提升生活日用商品消费，三是支持特色商品消费，四是培育壮大升级类商品消费。

数据来源：新华社、各部门公众号、求是网、学习时报、商务微新闻、中国政府网、新华网、中国证券报、中国人民银行、长安街知事、Wind，国泰海通证券研究

2. 展望：白酒的量、价、结构

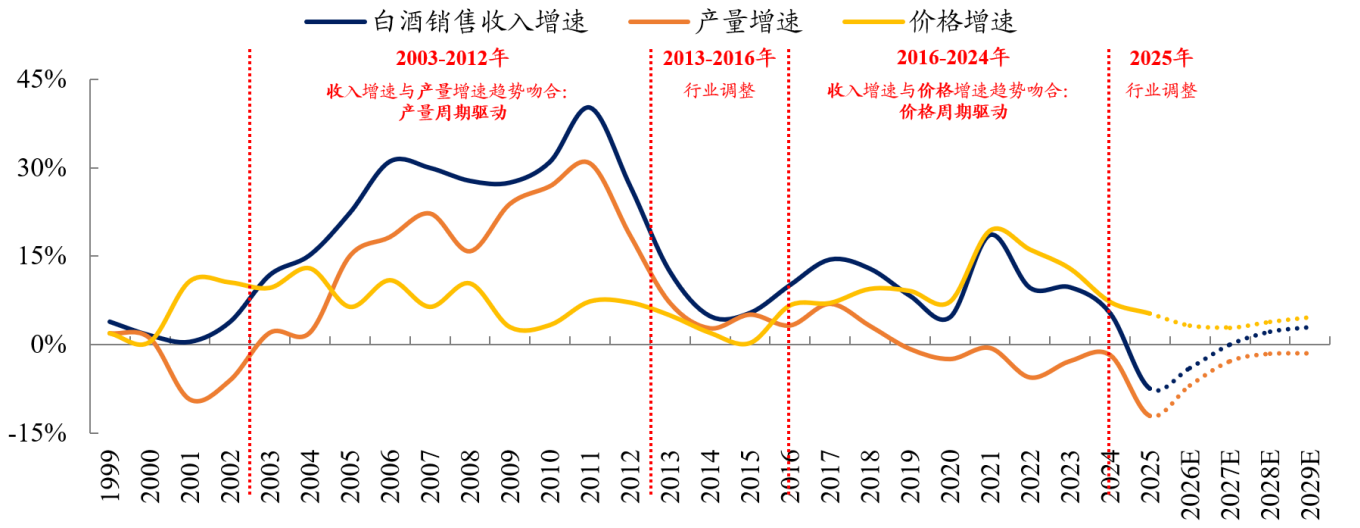
动销、报表、库存等指标主要衡量白酒行业的短期变化，若从中长期维度进行展望，我们认为白酒主要关注量、价、结构三个方面，表现为：①量温和下行，②支撑价格的消费和资产属性逐步企稳，③结构变化（需求向个人消费集中、供给向头部酒企集中）。

2.1. 量阴跌，价企稳

展望白酒行业长期的量价表现，2025 年以来呈现量价齐跌态势，随着价盘下行部分品牌实现以价换量，价格则有望随收入预期回暖而重回上升通道。一方面，量的温和下滑是大趋势，据我们测算中期维度白酒全行业销量年均下滑幅度有望控制在 2%以内，头部白酒量跌幅度预计小于中尾部白酒，此外远期行业销量变化还取决于国际化进程。另一方面，批价仍有震荡，预计白酒的消费属性和资产属性逐步见底企稳，影响因素包括 PPI、CPI、房价、居民收入等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：2003-2012 年白酒行业为量增驱动，2016-2024 年为价格驱动，2025 年边际承压（虚线为我们估测）



数据来源：中酒协，国泰海通证券研究

注：1）图中测算的近年价格增速及预测的未来值为正，与实际体感可能存在差异，主要系中尾部白酒产能出清、整体行业被动“升级”所致；2）以每年披露的同口径增速计算，非绝对值复合增速。

1、量：温和下滑是大趋势

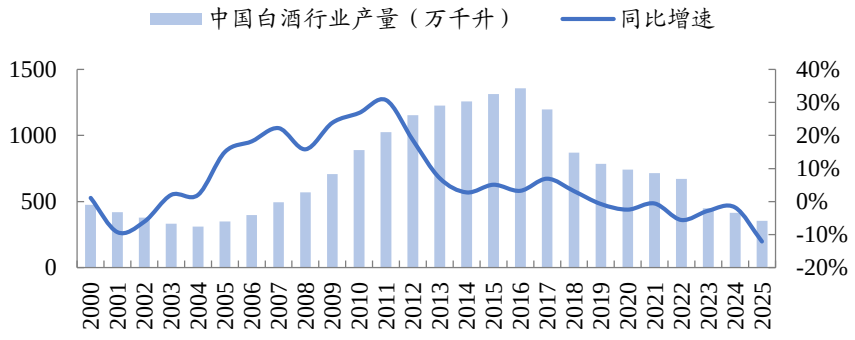
人口是白酒消费的基石，我们将白酒总量拆分为“饮用人数×人均饮用量”：

1）饮用人数：以中青年为代表，根据统计局数据推算，我们预计近年 30-54 岁人口总数每年减少约 500+万人、占该群体的 1%+。

2）人均饮用量：以“白酒产量÷30-54 岁人口数”计算，2019 年以来人均饮用量小幅回落，2023 年同比-1.0%、2024 年同比-0.3%、2025 年同比-11.4%主因外部政策冲击，我们预计主要受两个因素影响，一是“少喝点、喝好点”的消费观念持续强化，二是年轻消费群体饮用强度降低。

综上我们认为，中期维度白酒全行业销量年均下滑幅度有望控制在 2%以内。人口因素是慢变量，2025 年行业需求受到一些政策限制，这加剧了市场担忧，需求代际切换发生的速度可能并非悲观预期那么快。即便行业的量逐步下行，集中化趋势不会停止，从确定性的角度出发头部白酒量跌幅度预计小于中尾部白酒。

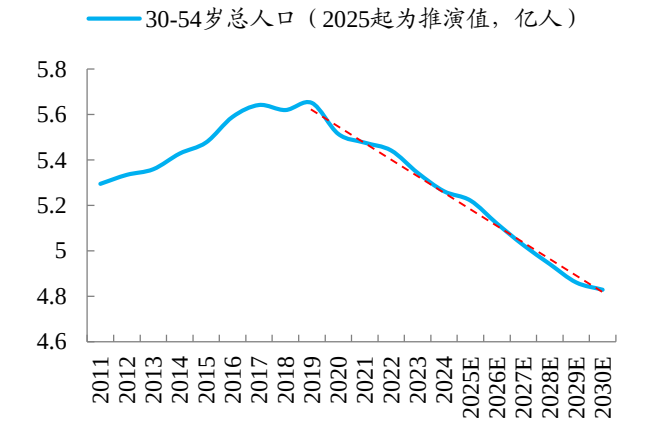
图 7：白酒行业产量呈现缩减态势（部分年份口径调整，以同比增速为准）



数据来源：中酒协，国泰海通证券研究

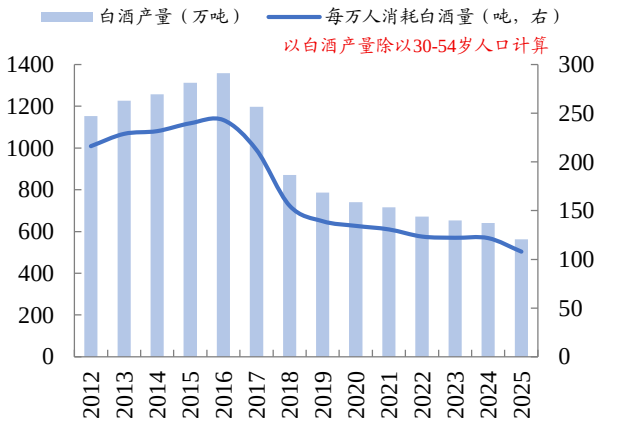
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：2019 年起我国 30-54 岁人口进入下行期，每年减少人数在百万级



数据来源：Wind、统计局，国泰海通证券研究

图 9：近年白酒人均饮用量测算结果相对平稳，2025 年有一次性因素影响



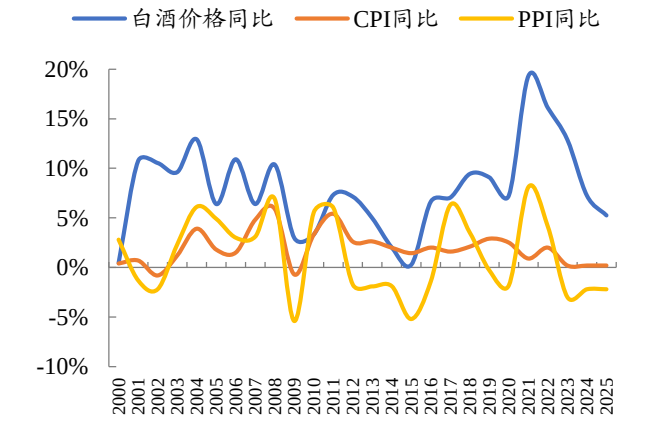
数据来源：Wind、统计局、中酒协，国泰海通证券研究

2、价：盘整未结束，消费和资产属性逐步企稳

包括上市企业以及未上市头部企业在内的优质白酒具有一定的稀缺性，部分产品在消费属性的基础上衍生出金融属性，市场价格凝聚了市场共识。

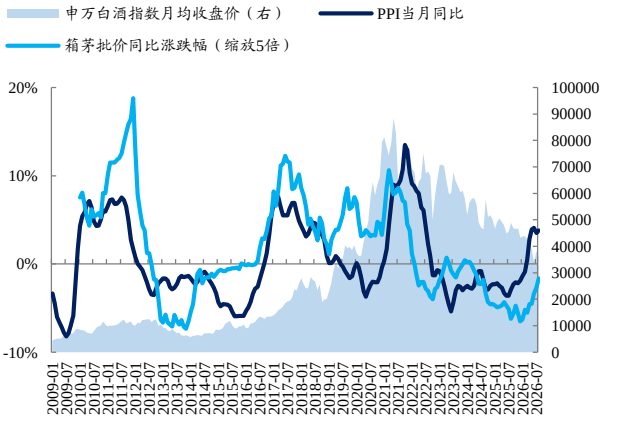
1）作为商品：白酒价盘主要由购买力支撑，包括 C 端和 B 端的购买力。我们以 CPI 和 PPI 粗略衡量消费端需求烈度，发现白酒出厂价和批价涨幅均与 PPI 增速基本同步、与 CPI 增速部分同步，主因 PPI 和 CPI 景气时期白酒目标客群往往也有着更强的消费能力和意愿。展望 2026 年及以后，PPI 已开始回升、CPI 表现有望更加积极，预计对白酒的价格有提振作用。

图 10：营收口径，白酒价格增幅与 PPI 拟合程度较高



数据来源：Wind、中酒协，国泰海通证券研究

图 11：流通市场口径，飞天批价增幅与 PPI 高度吻合



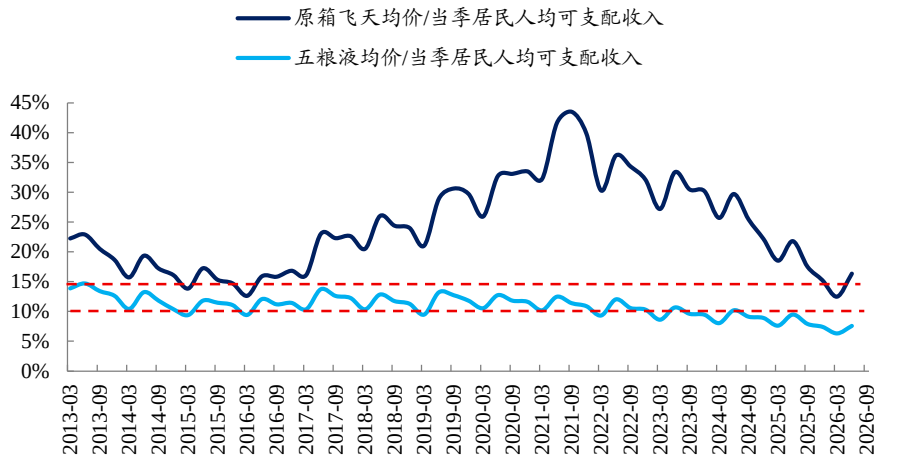
数据来源：Wind、百荣酒价，国泰海通证券研究

个人消费力有望支撑白酒消费属性。考虑当前产业结构正在升级，主导产业由传统的基建房地产向新质生产力切换，酒企为求增量加大了个人消费布局，我们进一步从个人视角观察白酒价格。以飞天茅台和八代五粮液两大代表性单品为例，在 2014-2016 年的行业底部阶段，原箱飞天、五粮液的单瓶批价分别约占居民单季度收入的 15%、10%；随后资产价格大幅上行，原箱飞天批价占比显著上行、而五粮液批价占比基本平稳；2021 年资产泡沫逐步理性化，二者均有所回落。目前白酒行业处在新一轮筑底阶段，前者回落

下载日志已记录，仅供内部参考

至 15%左右的低位，后者已低于上一轮低点，站在个人消费者的角度高端白酒价格泡沫基本出清。高端白酒价格跌至低位有助于激发其商品属性，驱动价格在一定区间内达到稳态，进而减轻对于高端以下价位带的挤压，带动全行业价盘逐步企稳修复。

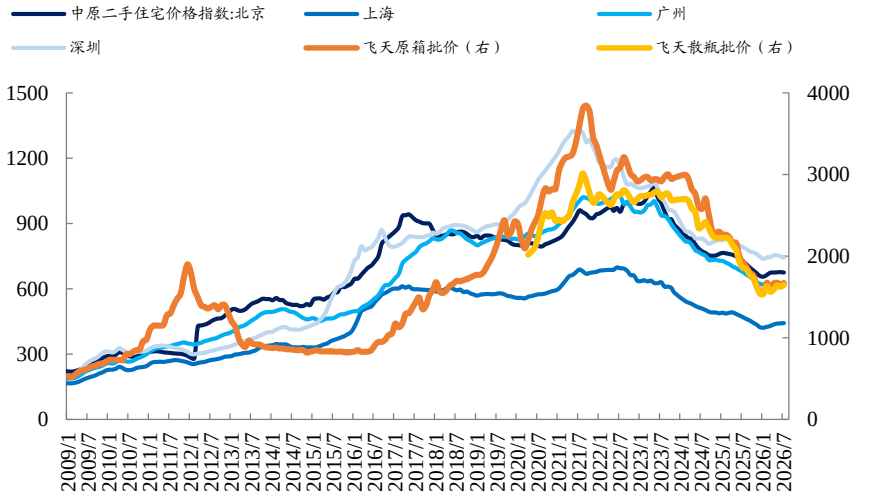
图 12：飞天、普五价格回落至人均可支配收入较低占比，意味着商品消费的价格泡沫基本出清



数据来源：Wind、百荣酒价，国泰海通证券研究

2）作为资产：飞天茅台是典型的兼具商品和金融属性的白酒产品，其批价与房价高度相关，主因房价、茅台价格均需要社会流动性支持，且房价上行过程财富效应激发高端消费、下行则为挤出。2021 年飞天批价和房价达到高峰，随后飞天批价出现较为剧烈的回撤，2024 年起批价再度大幅调整。2025 年末起房价反弹，飞天批价亦回暖，我们认为高端白酒的资产属性有望逐步重建。

图 13：2016 年起飞天批价与房价趋势较为同步



数据来源：Wind、百荣酒价，国泰海通证券研究

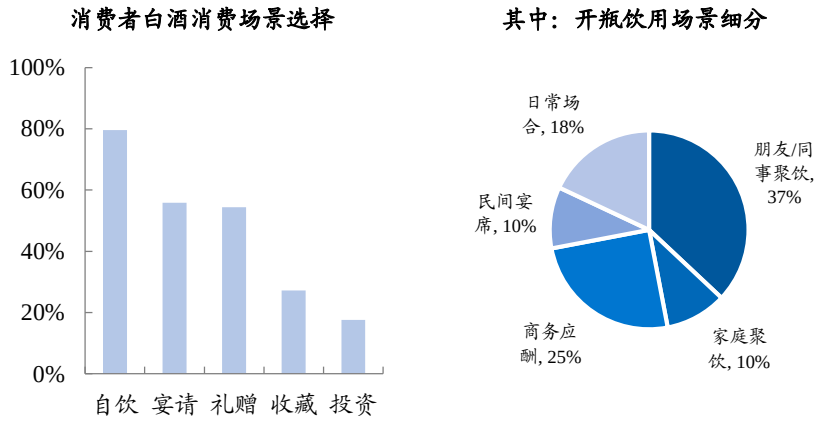
2.2. 量价大势下的结构变化

基于对量价的预判，我们认为白酒行业未来将呈现结构性繁荣，需求侧和供给侧预计均出现内部分化。

下载日志已记录，仅供内部参考

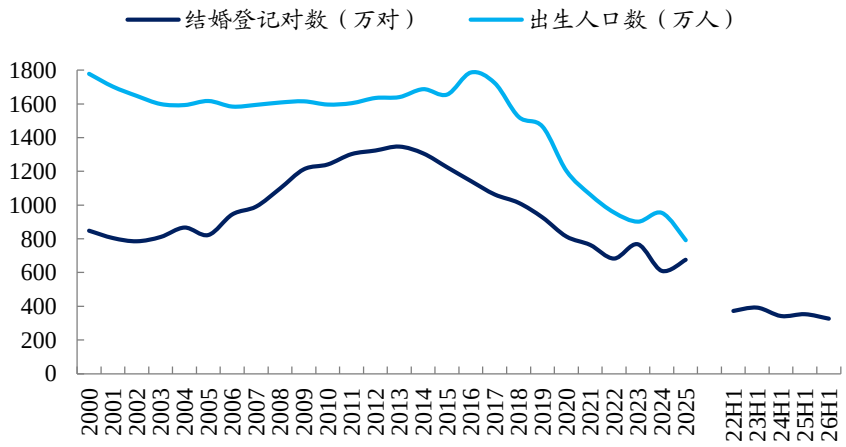
需求侧：场景向个人消费集中。2025 年部分政策限制下商务宴席及礼赠相关需求收敛，从消费习惯和偏好来看预计彻底修复耗时较长。随着消费者对“悦己”情绪价值的诉求增加，我们预计白酒消费将演化为以个人场景驱动为主，且将逐步日常化，表现为开瓶饮用的自饮、聚饮场景增多，而“悦人”的场景将会收缩。

图 14：我们预计白酒场景将进一步转向个人消费



数据来源：36 氪研究院《2024 年中国白酒行业数字化转型研究报告》、腾讯《2019 白酒行业数字化发展洞察报告》，国泰海通证券研究

图 15：在个人消费领域，喜宴等宴席贡献度下降，预计白酒日常聚饮/自饮的比例将持续提升

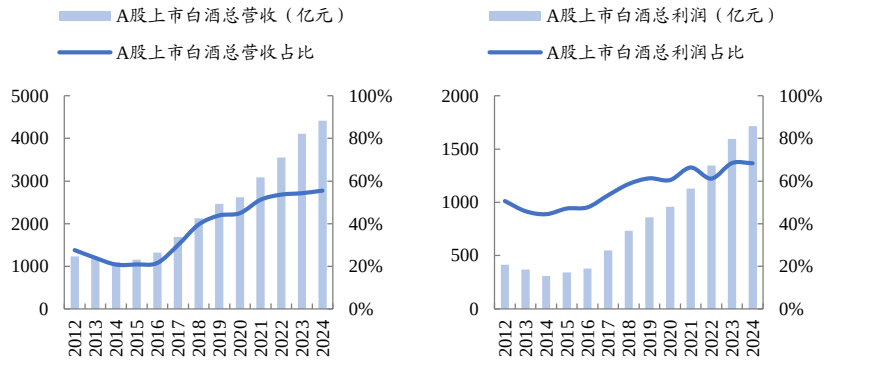


数据来源：民政部、统计局，国泰海通证券研究

供给侧：份额向头部酒企集中。上一轮白酒周期的回暖伴随着行业份额集中，品牌化、高端化浪潮下大品牌抢占中小品牌市占率，创造增长神话。而本轮周期运行至今，行业集中度已经较高（尤其利润层面），考虑总量增长已经放缓，依靠“大吃小”取得的增长空间有限，预计行业竞争将会加剧，其中管理和创新能力强的酒企有望胜出。这类企业确实也具备更强的增长潜力：1）短期，大型酒企产品矩阵相对丰富，掌握较强的市场话语权，行业下行期有望维系甚至逆势提升市场份额；2）中长期，头部酒企资金实力雄厚，在行业低谷期仍能保持产能和储能稳步提升，这为未来的市场渗透奠定了物质基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：A 股上市白酒净利润占比已接近 70%，大幅提升空间有限



数据来源：中酒协、Wind，国泰海通证券研究

注：1）2025 年白酒规模以上收入的绝对值大幅下滑、集中度数值波动率大故略去；2）珍酒李渡上市时间较晚，为保证 2012 年以来数据可比性，也略去。

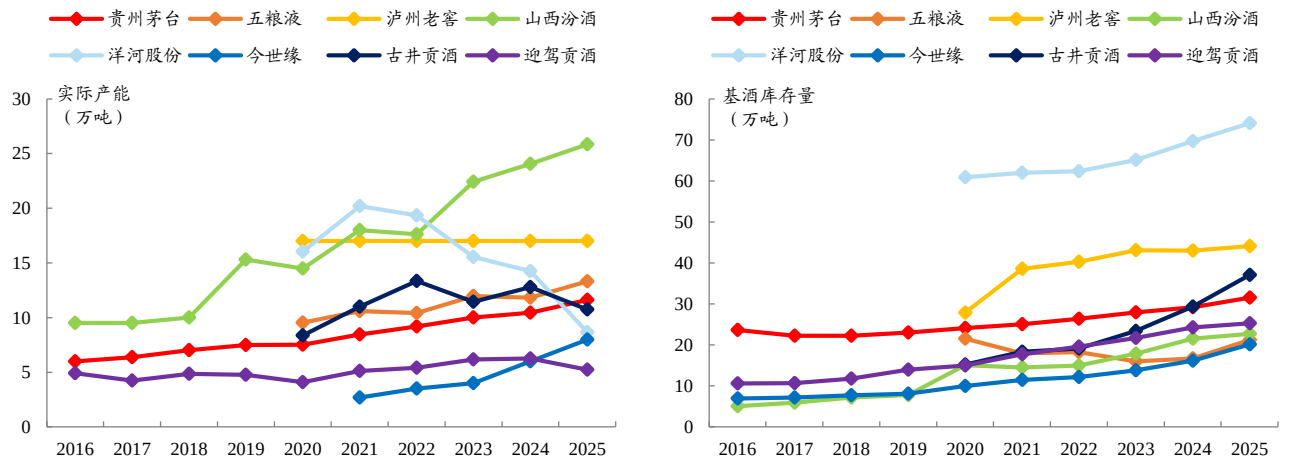
表 3：白酒上市公司 2025 年量价明显承压，头部企业表现好于整体情况

（白酒业务）	2024	2025	（白酒业务）	2024	2025	（白酒业务）	2024	2025
上市公司合计：			**贵州茅台：**			**五粮液：**		
白酒收入同比	**+8%**	**-18%**	白酒收入同比	+16%	-1%	白酒收入同比	+9%	-55%
销量同比	**+0.8%**	**-14%**	销量同比	+14%	+2%	销量同比	+2%	-30%
吨营收同比	**+8%**	**-5%**	吨营收同比	+2%	-3%	吨营收同比	+7%	-36%
泸州老窖：			**山西汾酒：**			**舍得酒业：**		
白酒收入同比	+3%	-18%	白酒收入同比	+13%	+8%	白酒收入同比	-27%	-20%
销量同比	+8%	-17%	销量同比	+7%	+22%	销量同比	-29%	-0.05%
吨营收同比	-4%	-0.6%	吨营收同比	+5%	-12%	吨营收同比	+2%	-20%
酒鬼酒：			**水井坊：**			**珍酒李渡：**		
白酒收入同比	-50%	-22%	白酒收入同比	+3%	-43%	白酒收入同比	+0.5%	-48%
销量同比	-33%	-11%	销量同比	+6%	-29%	销量同比	-5%	-41%
吨营收同比	-25%	-13%	吨营收同比	-3%	-20%	吨营收同比	+6%	-12%
洋河股份：			**今世缘：**			**古井贡酒：**		
白酒收入同比	-13%	-34%	白酒收入同比	+14%	-13%	白酒收入同比	+16%	-19%
销量同比	-16%	-26%	销量同比	+20%	-11%	销量同比	+8%	-7%
吨营收同比	+4%	-10%	吨营收同比	-4%	-2%	吨营收同比	+7%	-13%
迎驾贡酒：			**口子窖：**			**金种子酒：**		
白酒收入同比	+9%	-19%	白酒收入同比	+0.5%	-34%	白酒收入同比	-24%	-21%
销量同比	+0.1%	-15%	销量同比	+3%	-20%	销量同比	-11%	-32%
吨营收同比	+9%	-5%	吨营收同比	-2%	-17%	吨营收同比	-15%	+15%
金徽酒：			**老白干酒：**			**伊力特：**		
白酒收入同比	+16%	-4%	白酒收入同比	+6%	-23%	白酒收入同比	-1%	-22%
销量同比	+16%	-14%	销量同比	+1%	-20%	销量同比	-14%	-26%
吨营收同比	-0.05%	+11%	吨营收同比	+5%	-4%	吨营收同比	+15%	+5%
天佑德酒：			**顺鑫农业：**			**皇台酒业：**		
白酒收入同比	+0.2%	-13%	白酒收入同比	+3%	-26%	白酒收入同比	+13%	-1%
销量同比	-3%	-11%	销量同比	+0.8%	-27%	销量同比	+4%	-28%
吨营收同比	+3%	-2%	吨营收同比	+2%	+1%	吨营收同比	+8%	+38%

数据来源：各公司 2024-2025 年年报，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：行业低谷期头部酒企大多保持产能和储能增长，为未来发展蓄力



数据来源：各公司 2025 年年报，国泰海通证券研究

3. 寻找超额收益

我们试图在上一轮白酒周期的演绎过程中寻找规律，作为预判本轮周期演绎的参考。根据复盘结果，我们认为长期来看驱动白酒股价的核心依然是基本面，稳健增长往往带来超额收益。

3.1. 行业的超额

上一轮白酒股价 2014 年 1 月见底，触底回升的过程出现两端超额上涨：第一段上涨（2014Q1）业绩已触及周期最大跌幅区间、开始交易报表边际修复预期，此时飞天茅台批价仍在下跌，白酒板块跑出约 1 个季度的超额收益，后续牛市启动白酒板块跑输大盘。第二段上涨（2016Q2 至 2021 年高点）伴随批价回涨，此时白酒业绩进一步回暖，板块股价显著跑赢大盘，在业绩、批价等因素的支撑下，这一阶段超额收益持续时间较长。

图 18：上一轮白酒周期反转后呈现两段超额



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：2014Q1 白酒小幅跑赢大盘，2016Q2 起大幅跑赢

区间涨跌幅	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	2014/1/10 至 2014 年末	2014/1/10 至 2016 年末
申万白酒指数	9%	1%	15%	19%	54%	142%
上证指数	-3%	0%	16%	37%	61%	54%
沪深 300 指数	-7%	1%	14%	44%	60%	50%
白酒相对上证	12%	1%	-1%	-18%	-7%	88%
白酒相对沪深 300	15%	1%	1%	-25%	-7%	92%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3.2. 个股的超额

上一轮周期反转强势区域酒和名酒龙头涨幅居前，前者主要为洋河、古井、老白干等，后者主要为茅台、五粮液等，分别受益于成长股属性和提价逻辑，基本面总体具有较强的确定性。

这一轮周期我们认为类似，仍然优选成长，但范畴发生变化——品牌体量适中或偏小不再意味着更高的天花板和更大的成长空间，相反，有品牌基础、强管理能力、能实现区域扩张的将获得更持续的增长，而这些多为龙头或体量偏大的公司，其中品牌决定全国化的高度、管理能力决定全国化的成功率。与此同时，产能扩张速度预计逐步放缓，股东回报力度有望进一步加强，预计股息率也将成为决策的考虑因素。

表 5：2014 年股价反转后个股表现分化

（剔除当时未上市公司，红色表示同时期涨幅前五）

区间涨跌幅	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	各自低点日至 2014 年末	各自低点日至 2016 年末
申万白酒指数	**9%**	**1%**	**15%**	**19%**	**54%**	**142%**
贵州茅台	24%	5%	15%	17%	80%	264%
五粮液	12%	8%	8%	17%	55%	159%
泸州老窖	-11%	-5%	16%	14%	39%	138%
山西汾酒	-15%	-12%	24%	36%	82%	101%
舍得酒业	-25%	-5%	46%	28%	85%	125%
水井坊	-17%	-12%	19%	15%	51%	197%
酒鬼酒	-19%	-2%	29%	5%	42%	98%
洋河股份	33%	9%	25%	24%	121%	189%
古井贡酒	-12%	6%	43%	43%	129%	184%
老白干酒	-14%	-3%	24%	91%	148%	196%
金种子酒	-18%	-11%	27%	32%	72%	36%
伊力特	-7%	-7%	20%	18%	43%	77%
顺鑫农业	-1%	-4%	23%	8%	25%	49%
天佑德酒	-16%	-8%	17%	21%	49%	36%
皇台酒业	17%	-7%	87%	-16%	89%	172%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：股价背后是基本面和业绩的分化

总营收增速：		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	白酒板块	34%	-2%	-9%	6%	14%	28%	26%
600519.SH	贵州茅台	44%	17%	4%	4%	20%	52%	26%
000858.SZ	五粮液	34%	-9%	-15%	3%	13%	23%	33%
000568.SZ	泸州老窖	37%	-10%	-49%	29%	20%	25%	26%
600809.SH	山西汾酒	44%	-6%	-36%	5%	7%	37%	55%
600702.SH	舍得酒业	54%	-28%	2%	-20%	26%	12%	35%
600779.SH	水井坊	10%	-70%	-25%	134%	38%	74%	38%
000799.SZ	酒鬼酒	72%	-59%	-43%	55%	9%	34%	35%
002304.SZ	洋河股份	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%
000596.SZ	古井贡酒	27%	9%	2%	13%	15%	16%	25%
603198.SH	迎驾贡酒	16%	1%	-13%	-1%	4%	3%	11%
603369.SH	今世缘	16%	-3%	-5%	1%	5%	16%	26%
603589.SH	口子窖	20%	-2%	-8%	14%	10%	27%	18%
600559.SH	老白干酒	18%	8%	17%	11%	4%	4%	41%
600199.SH	金种子酒	30%	-9%	0%	-17%	-17%	-10%	2%
603919.SH	金徽酒	42%	12%	-7%	17%	8%	4%	10%
600197.SH	伊力特	43%	-1%	-7%	1%	3%	13%	11%
000860.SZ	顺鑫农业	10%	9%	5%	2%	16%	5%	3%
002646.SZ	天佑德酒	42%	20%	-6%	1%	5%	-8%	2%
000995.SZ	皇台酒业	28%	-19%	-47%	83%	70%	-73%	-46%

归母净利增速：		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	白酒板块	51%	-11%	-16%	11%	11%	44%	33%
600519.SH	贵州茅台	52%	14%	1%	1%	8%	62%	30%
000858.SZ	五粮液	61%	-20%	-27%	6%	10%	43%	38%
000568.SZ	泸州老窖	51%	-22%	-74%	67%	31%	33%	36%
600809.SH	山西汾酒	70%	-28%	-63%	46%	16%	56%	55%
600702.SH	舍得酒业	89%	-97%	14%	-47%	1025%	79%	138%
600779.SH	水井坊	5%	转亏	增亏	扭亏	156%	49%	73%
000799.SZ	酒鬼酒	157%	转亏	增亏	扭亏	23%	62%	26%
002304.SZ	洋河股份	53%	-19%	-10%	19%	9%	14%	22%
000596.SZ	古井贡酒	28%	-14%	-4%	20%	16%	38%	48%
603198.SH	迎驾贡酒	4%	-9%	15%	9%	29%	-2%	17%
603369.SH	今世缘	27%	1%	-5%	6%	10%	19%	28%
603589.SH	口子窖	15%	-13%	6%	43%	29%	42%	38%
600559.SH	老白干酒	22%	-42%	-10%	27%	48%	48%	114%
600199.SH	金种子酒	53%	-76%	-34%	-41%	-67%	-52%	1144%
603919.SH	金徽酒	25%	2%	15%	33%	34%	14%	2%
600197.SH	伊力特	15%	15%	-2%	5%	-2%	28%	21%
000860.SZ	顺鑫农业	-59%	57%	82%	5%	10%	6%	70%
002646.SZ	天佑德酒	42%	24%	-15%	-27%	-6%	转亏	扭亏
000995.SZ	皇台酒业	110%	转亏	增亏	扭亏	转亏	减亏	减亏

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

4. 盈利预测及投资建议

投资建议：白酒行业 25Q3 起加速探底，报表连续多个季度深度出清。短期行业仍在磨底，出清更快的标的有望获得更大弹性；中长期首选有品牌基础、强管理能力、能实现区域扩张的公司。推荐：率先出清标的**迎驾贡酒、古井贡酒、今世缘**，强品牌力带来持续提价能力的**贵州茅台**。

表 6：重点公司盈利预测表

（更新至 9 月 10 日，单位均为人民币元，以 1 港元=0.8642 元人民币换算）

股票代码	公司	总市值（亿元）	股息率	归母净利润（亿元）			CAGR	PE			PEG	PS			评级
				25A	26E	27E	2025-27	25A	26E	27E		25A	26E	27E	
600519.SH	贵州茅台	16,065	4.0%	823.20	836.36	879.57	3%	20	19	18	5.7	9.3	8.8	8.4	增持
000858.SZ	五粮液	2,736	7.3%	89.54	161.43	176.97	41%	31	17	15	0.4	6.8	5.9	5.5	增持
000568.SZ	泸州老窖	1,101	7.7%	108.31	79.04	82.33	-13%	10	14	13	-	4.3	5.7	5.5	增持
600809.SH	山西汾酒	1,416	5.7%	122.46	97.48	110.23	-5%	12	15	13	-	3.7	4.1	3.9	增持
600702.SH	舍得酒业	115	0.9%	2.23	2.01	3.26	21%	51	57	35	2.7	2.6	2.7	2.6	中性
600779.SH	水井坊	129	1.0%	4.06	2.84	4.06	0%	32	46	32	3305.3	4.3	4.8	4.3	增持
000799.SZ	酒鬼酒	124	0.8%	-0.34	0.33	0.63		-	376	197		11.2	10.8	9.9	增持
002304.SZ	洋河股份	580	3.8%	22.06	38.52	45.92	44%	26	15	13	0.3	3.0	2.8	2.7	增持
603369.SH	今世缘	368	4.1%	26.04	25.66	26.82	1%	14	14	14	9.6	3.6	3.6	3.5	增持
000596.SZ	古井贡酒	499	4.7%	35.49	26.02	34.30	-2%	14	19	15	-	2.6	3.3	3.0	增持
603198.SH	迎驾贡酒	307	3.9%	19.86	20.79	21.87	5%	15	15	14	3.0	5.1	4.8	4.5	增持
603589.SH	口子窖	108	2.8%	6.73	12.05	12.58	37%	16	9	9	0.2	2.7	2.3	2.2	增持
600559.SH	老白干酒	103	1.8%	4.30	4.88	5.54	14%	24	21	19	1.6	2.5	2.5	2.4	增持
603919.SH	金徽酒	86	4.1%	3.54	2.71	3.67	2%	24	32	23	18.0	3.0	2.7	2.5	增持
600197.SH	伊力特	46	4.5%	2.16	2.85	3.30	23%	21	16	14	0.7	2.7	2.3	2.0	增持
6979.HK	珍酒李渡	223	0.9%	5.23	8.11	9.64	36%	43	28	23	0.8	6.1	5.3	4.6	增持
	行业平均		**3.6%**					**24**	**44**	**29**		**4.6**	**4.5**	**4.2**	
	行业平均（除酒鬼）		**3.8%**					**24**	**22**	**18**		**4.1**	**4.1**	**3.8**	

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

1、消费政策再度趋严；

2、批价大幅下跌；

3、食品安全风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666