



食品饮料行业：站在白酒复苏的前夜

2025 年 8 月 25 日

看好/维持

食品饮料

行业报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
分析师	王洁婷 电话：021-25102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

2000 年以来白酒发展历史上大致经历了四轮周期，分别是 1999 年-2003 年，2008 年-2009 年，2012 年-2015 年，以及 2022 年-今。其中 2013 年-2015 年的白酒周期是白酒行业发展历史上比较深的一次回调，也是与当前宏观形势比较接近的回调，所以本篇报告选择去复盘 2013-2015 年这个阶段白酒上市公司资本定价的变化，以期待找到本轮白酒股见底回升的时间窗口。

通过复盘 2013 年-2015 年这一轮白酒周期，发现白酒股价是提前基本面大概 2 个季度走出底部，也就是股价的底部反转发生在基本面即业绩确认的前 2 个季度。我们去复盘当时白酒行业的基本面和流动性的情况，发现当时是两个预期的改变影响了市场当时资产定价的变化。

一个预期改变是，2014 年端午节终端动销开始有企稳回升的迹象，同时酒企的半年报收入和利润环比降幅收窄，资产负债表有改善。另一个预期改变是，国家启动沪股通改革试点，2024 年 11 月联合启动的资本市场双向开放试点，由于外资偏好现金流较好的消费股配置，所以在试点正式启动前，市场对当时食品饮料流动性的预期转好。在这两个预期之下，当时估值处于明显历史底部的白酒板块开始被长线资金布局。

本轮白酒周期我们认为也是白酒自身周期与宏观周期叠加，在上一轮改变市场资产定价的两个关键性因素中，我们均看到向好的趋势，一是需求上，随着中秋国庆旺季到来，白酒需求向好的趋势逐渐清晰，另一方面，A 股在 2025 年 8 月创下 10 年来的新高，流动性改善是非常明显的。

投资策略：我们认为从资产定价角度，白酒股已经到了资产定价底部回升的前夜，虽然从基本面复苏的角度，我们认为本轮白酒消费的复苏会是弱复苏，但是整体基本面向好的趋势已经确认，建议关注白酒板块整体的复苏反弹机会，建议关注在周期中市场占有率持续提升的贵州茅台、五粮液等公司。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，需求复苏不及预期，政策宽松度不及预期，公司管理不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
贵州茅台	68.64	74.66	80.58	86.85	21.10	19.40	17.97	16.68	7.71	强烈推荐
五粮液	8.21	8.62	9.18	9.85	15.29	14.56	13.67	12.73	3.30	强烈推荐
泸州老窖	9.18	9.35	10.02	10.91	14.12	13.87	12.94	11.88	3.83	--
山西汾酒	10.04	10.88	12.01	13.44	19.37	17.87	16.18	14.46	6.25	--

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

注：未评级机构采用市场一致预期

目 录

1. 我们的观点.....	3
2. 2013 年白酒周期的复盘.....	3
2.1 行业受到重挫.....	3
2.2 底部确认的两个关键性因素.....	5
3. 当前白酒资产定价环境与 2013 年的异同.....	7
4. 站在白酒上涨前夜.....	13
5. 风险提示.....	14
相关报告汇总.....	15

插图目录

图 1： 贵州茅台 2012 年-2015 年批价变化.....	4
图 2： 白酒板块营业收入和归母净利润同比.....	4
图 3： 白酒板块算术平均股价波动（元）.....	4
图 4： 白酒企业各家业绩变化（同比）.....	5
图 5： 白酒板块预收账款（元）变化（%）.....	6
图 6： 白酒板块经营现金流净额/营业收入比（%）.....	6
图 7： 白酒上市公司股价表现（2012-2015 年）.....	7
图 8： 2012-2014 年 GDP 增速（%）.....	8
图 9： 2021-2025 年 GDP 增速（%）.....	8
图 10： 白酒上市公司在建工程（元）.....	8
图 11： 白酒企业产能扩张梳理.....	8
图 12： 近期八项规定的政策梳理.....	10
图 13： 公募基金持有白酒仓位比例（%）.....	10
图 14： 白酒 PE 估值变化（倍）.....	11
图 15： 个人所得税同比与白酒板块营业收入同比（%）.....	12
图 16： 人均可支配收入同比（%）.....	12
图 17： 居民存款余额同比（%）.....	12
图 18： 市场集中度.....	13
图 19： 白酒产量和同比（%）（1998 年-2025 年 8 月）.....	13

1. 我们的观点

2000 年以来白酒发展历史上大致经历了四轮周期，分别是 1999 年-2003 年，2008 年-2009 年，2012 年-2015 年~~2022 年~~-今。其中 2013 年-2015 年的白酒周期是白酒行业发展历史上比较深的一次回调，也是与当前宏观形势比较接近的回调，所以本篇报告选择去复盘 2013-2015 年这个阶段白酒上市公司资本定价的变化，以期待找到本轮白酒股见底回升的时间窗口。

通过复盘 2013 年-2015 年这一轮白酒周期，发现白酒股价是提前基本面大概 2 个季度走出底部，也就是股价的底部反转发生在基本面即业绩确认的前 2 个季度。我们去复盘当时白酒行业的基本面和流动性的情况，发现当时是两个预期的改变影响了市场当时资产定价的变化。

一个预期改变是，2014 年端午节终端动销开始有企稳回升的迹象，同时酒企的半年报收入和利润环比降幅收窄，资产负债表有改善。另一个预期改变是，国家启动沪股通改革试点，2024 年 11 月联合启动的资本市场双向开放试点，由于外资偏好现金流较好的消费股配置，所以在试点正式启动前，市场对当时食品饮料流动性的预期转好。在这两个预期之下，当时估值处于明显历史底部的白酒板块开始被长线资金布局。

本轮白酒周期我们认为也是白酒自身周期与宏观周期叠加，**在上一轮改变市场资产定价的两个关键性因素中，我们均看到向好的趋势**，一是需求上，随着中秋国庆旺季到来，白酒需求向好的趋势逐渐清晰，另一方面，A 股在 2025 年 8 月创下 10 年来的新高，流动性改善是非常明显的。

我们认为从资产定价角度，白酒股已经到了资产定价底部回升的前夜，虽然从基本面复苏的角度，我们认为本轮白酒消费的复苏会是弱复苏，但是整体基本面向好的趋势已经确认，建议关注白酒板块整体的复苏反弹机会。

2. 2013 年白酒周期的复盘

2.1 行业受到重挫

2013 年-2015 年的白酒周期是白酒行业发展历史上比较深的一次回调，也是与当前宏观形势比较接近的回调，所以我们选择去复盘这个阶段白酒上市公司资产定价的变化，以期待找到本轮白酒股见底回升的时间窗口。

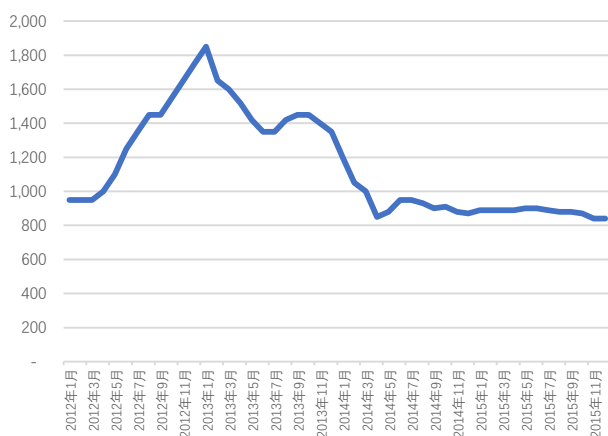
白酒行业从 2012 年底开始进入回调，一直到 2015 年年初行业整体恢复，至 2015 年年底白酒行业基本走出，这一轮白酒周期经历了两年多时间的回调。在这一轮周期中，我们认为白酒的自身周期与经济和政策周期相叠加，成为行业回调的最主要影响，导火索就是“三公消费”禁令的发布。

三公消费禁令的首次出台时间为 2012 年 12 月 4 日，以《十八届中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定》为核心政策依据，后续在 2013 年、2017 年、2022 年及 2025 年多次修订强化。在 2012 年三公消费禁令发布后，党政军干部严格工作期间不能饮酒，使得白酒消费大幅下降。据较粗略的估算，当时政务相关消费占白酒整体消费的比例接近 30%，而一些高端酒直接或者间接的政务消费比例更大。在三公消费政策的严格执行下，政务白酒消费的大幅下降，直接带来了白酒行业整体进入调整期。

受限于消费下降，白酒企业经营受到了很大的冲击。茅台价格在 2012 年前后批价曾飙升至 1850 元/瓶，在这轮白酒周期中，茅台终端价迅速下跌，最低批价跌到 850 元/瓶。五粮液部分产品的下跌幅度一度高达 40% 以上，国窖 1573 因挺价过度导致“渠道断流”，被迫降价清库存，1573 销量下降了 70%。

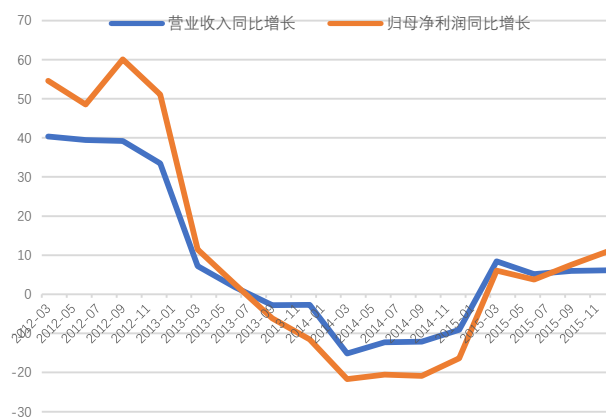
中国酒业协会公布的 2014 中国酒业研究报告显示，1498 家规模以上白酒企业，累计实现利税 1224.54 亿元，其中利润 698.75 亿元，分别比上年同期减少了 125 亿元和 100.8 亿元。白酒行业亏损企业达到 117 家，比上年同期增加 29 家，累计亏损 13.38 亿元，同比大幅增长 70.21%。亏损企业数量占全国规模以上白酒企业总数（1498 家）的近 8%。在白酒重点产区中，仅茅台酒所在的贵州省 2014 年利润实现正增长，但增速也仅为 0.02%，其他地区的白酒利润增速全线下滑。四川是 2014 年白酒企业亏损额最大的省份，累计亏损 4.81 亿元。

图1：贵州茅台 2012 年-2015 年批价变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：白酒板块营业收入和归母净利润同比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

随着基本面整体的恶化，白酒板块股价整体进入调整阶段，板块算数平均股价从 2013 年 1 月 11 日的 45.64 元一路下挫，至 2014 年 6 月 27 日 24.60 元，股价累计下降了 46.09%。

图3：白酒板块算数平均股价波动（元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.2 底部确认的两个关键性因素

2014 年 6 月白酒股价指数开始底部反弹，白酒板块的利润转正是 2015 年 Q1，白酒股价反弹早于基本面确认大概 2 个季度以上。我们去复盘当时白酒行业所面对的宏观环境和市场环境，发现当时是两个预期的改变影响了市场当时资产定价的变化。

一个预期改变是，2014 年端午节白酒终端动销开始有企稳回升的迹象，同时酒企的半年报收入和利润环比降幅收窄，资产负债表和现金流量表均有改善。其中酒企预收账款在 2014Q2 同比下降了 19%，环比 2014Q1 降幅收窄 7.48pct。

事实上，2013 年-2015 年这一轮白酒周期底部磨底是经历了很长的时间的，市场对于白酒是否见底回升的争论在 2014 年年初一直持续到年底，本质是行业复苏进程是缓慢的，且白酒销售渠道链条堵塞，影响了终端销售复苏在报表中的反馈。可观察的终端回暖，是在 2014 年的端午销售，同期 2024Q2 白酒企业整体业绩环比降幅收窄，带来了市场对于白酒行业复苏的整体预期。

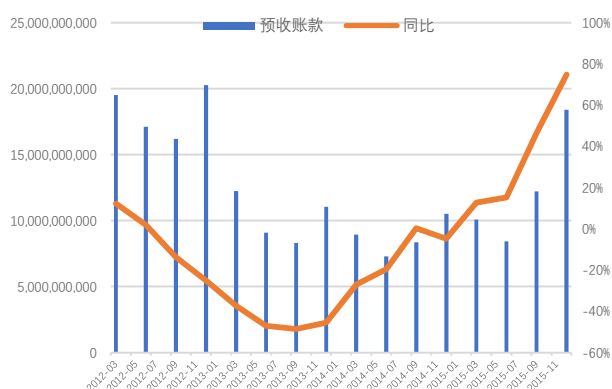
图4：白酒企业各家业绩变化（同比）

证券名称		2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
贵州茅台	营业收入										
	同比	19.11%	6.51%	10.06%	16.88%	3.96%	1.37%	-0.99%	2.11%	14.69%	10.17%
	归母净利润										
舍得酒业	营业收入										
	同比	-4.28%	-13.03%	-15.20%	-27.60%	-24.04%	-3.19%	1.53%	1.86%	-9.73%	-14.21%
	归母净利润										
水井坊	营业收入										
	同比	-49.52%	-53.03%	-60.47%	-70.31%	-77.03%	-65.51%	-43.09%	-24.89%	254.73%	174.10%
	归母净利润										
山西汾酒	营业收入										
	同比	26.25%	6.52%	1.03%	-6.04%	-44.28%	-43.42%	-43.27%	-35.67%	-7.82%	-2.35%
	归母净利润										
泸州老窖	营业收入										
	同比	-3.36%	1.22%	1.84%	-9.74%	-49.28%	-30.80%	-41.47%	-48.68%	21.99%	1.62%
	归母净利润										
泸州老窖	营业收入										
	同比	-3.36%	1.22%	1.84%	-9.74%	-49.28%	-30.80%	-41.47%	-48.68%	21.99%	1.62%
	归母净利润										
泸州老窖	营业收入										
	同比	-3.36%	1.22%	1.84%	-9.74%	-49.28%	-30.80%	-41.47%	-48.68%	21.99%	1.62%
	归母净利润										

酒鬼酒	营业收入	同比	-62.34%	-59.15%	-67.34%	-58.56%	-58.94%	-52.96%	-43.84%	-43.26%	98.03%	71.71%
	归母净利润	同比	-91.51%	-88.24%	-95.56%	-107.40%	-83.92%	-244.78%	-473.69%	-165.72%	1071.12%	188.80%
五粮液	营业收入	同比	5.41%	3.12%	-9.28%	-9.13%	-22.54%	-24.85%	-21.38%	-15.00%	0.23%	-3.83%
	归母净利润	同比	18.91%	14.76%	-8.95%	-19.75%	-27.79%	-30.90%	-33.74%	-26.81%	-15.97%	-17.60%
洋河股份	营业收入	同比	6.06%	1.08%	-6.74%	-13.01%	-10.33%	-8.05%	-5.73%	-2.34%	10.41%	10.61%
	归母净利润	同比	6.53%	3.50%	-6.85%	-18.72%	-15.07%	-13.10%	-11.45%	-9.89%	11.28%	11.57%

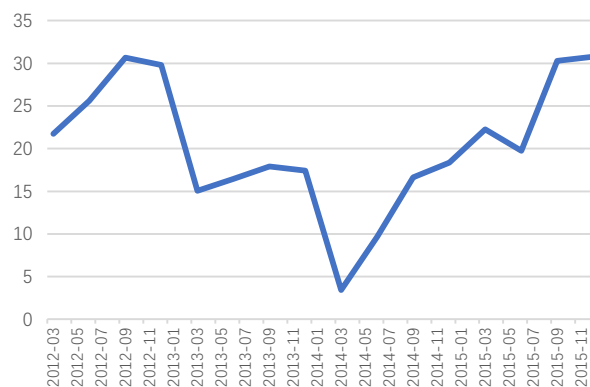
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图5：白酒板块预收账款（元）变化（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图6：白酒板块经营现金流净额/营业收入比（%）

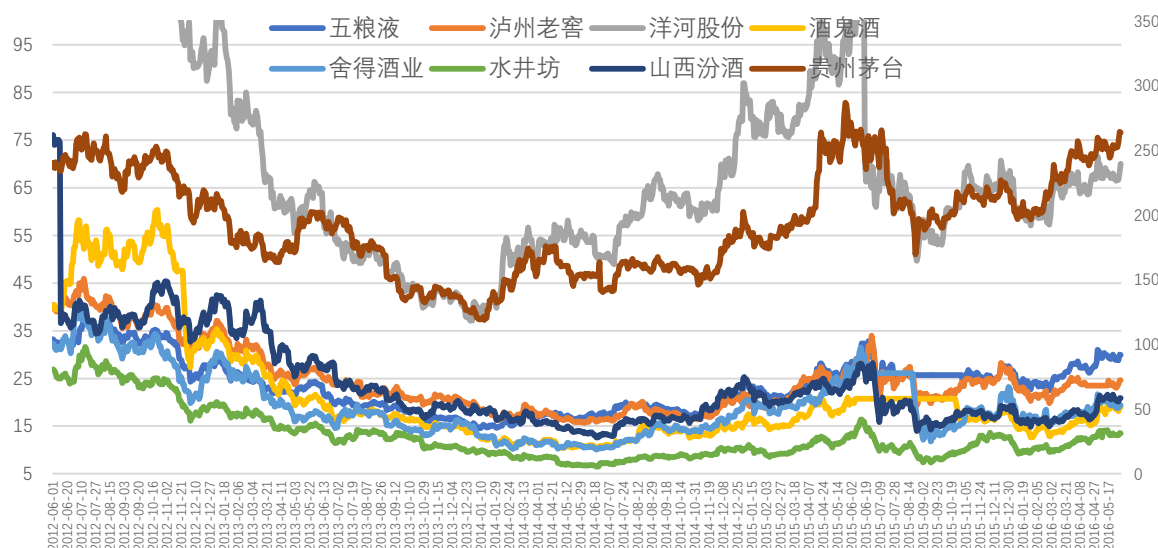


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

另一个预期改变是，国家启动沪股通改革试点，给市场带来了板块流动性改善预期。2024年11月联合启动的资本市场双向开放试点，由于外资偏好现金流较好的消费股配置，所以在试点正式启动前，市场对当时食品饮料流动性的预期转好。在这两个预期之下，当时估值处于明显历史底部的白酒板块开始被长线资金布局。

2014年11月17日联合启动的资本市场双向开放试点。该机制由沪股通和港股通两部分构成，分别允许香港投资者买卖符合条件的沪市股票及内地投资者买卖港股。试点初期设置额度控制机制，沪股通总额度3000亿元（每日130亿元），港股通总额度2500亿元（每日105亿元）。在沪股通试点预期下，白酒上市企业股价从2014年年中开始走出底部。

图7：白酒上市公司股价表现（2012-2015 年）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 当前白酒资产定价环境与 2013 年的异同

2013 年-2015 年白酒周期与本轮白酒周期相比，资产定价环境上有相似的地方，也有不同的地方。相似的环境有：1、两轮周期均是行业周期与经济周期相遇，2、同时遇到政策对消费的干扰，3、白酒的估值都在相对低位的，均面对流动性改善的预期。越是相同的背景，我们认为复苏趋势与资产定价趋势或越接近。当然本轮周期与此前相比也存在一些不同的地方，1、同样在经济周期向下的干扰下，个人消费复苏速度不相同。2、市场集中度不同，所以导致大企业在周期中的受损程度不同。3、消费习惯略有改变，这些不同的环境或带来白酒在中长期复苏的不确定增加。

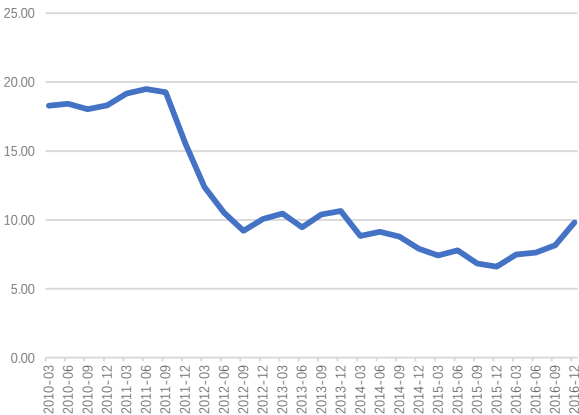
两轮白酒行情面临的相似环境有：

1、两轮白酒行业的调整都是行业周期与经济周期相叠加。

这两轮的白酒周期，其实都是自身产能周期扩张后，同时受到经济调整后，白酒自身的产能周期与宏观经济周期叠加带来的产业调整。2013 年之前的白酒行业的产能扩张起源于 2009 年，在经历一波投资建设期之后，酒企普遍在 2013 年-2014 年产能有较大的扩张，有的企业有超过翻倍的产能增长。这一产能增长速度大幅超过消费增长，使得在 2013 年白酒周期来临前，白酒行业本身就到了供给大于需求的行业矛盾中。我们看到 2012 年开始，宏观经济的整体增速整体降了一个台阶，使得行业矛盾与经济周期相叠加。

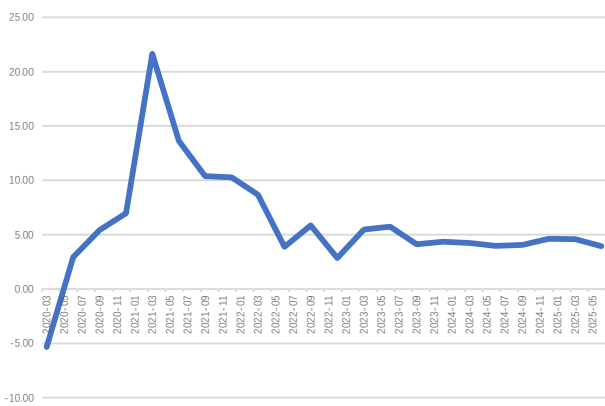
本轮白酒周期也同样面临着白酒企业产能在 2015 年以来的大幅扩张，而 GDP 增速从 2020 年以来进入回调，到 2021 年行业自身的周期与经济周期相叠加。

图8：2012-2014 年 GDP 增速（%）



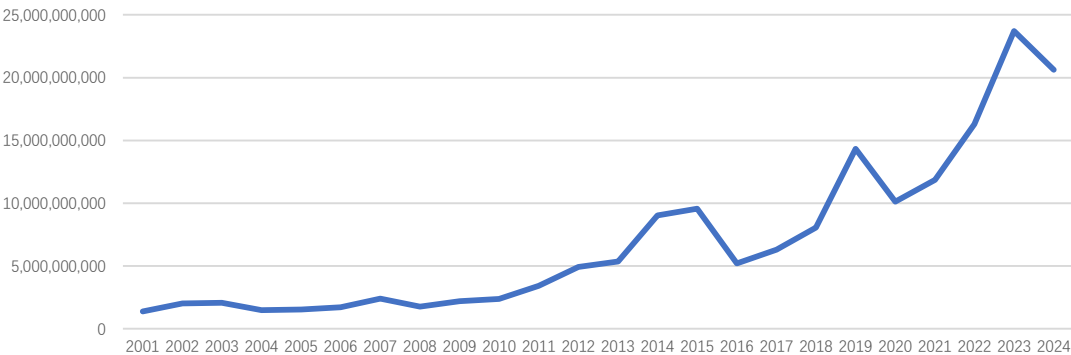
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图9：2021-2025 年 GDP 增速（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图10：白酒上市公司在建工程（元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图11：白酒企业产能扩张梳理

白酒企业	产能扩张	产能数额
贵州茅台	2010 年“十一五”万吨工程竣工，分五年建设，每年新增 2,000 吨产能，茅台酒设计产能从 2.66 万吨提升至 3.66 万吨，实际产能突破 3 万吨； 2012 年中华片区一期工程启动，茅台酒总产能突破 4 万吨； 2017 年启动“十三五”中华片区 6600 吨茅台酒技改工程项目，2019 年底将形成 6600 吨新产能，茅台酒基酒产能将达每年 5.6 万吨； 2022 年 12 月建设茅台酒“十四五”技改建设项目，建成可新增茅台酒实际产能约 1.98 万吨/年。	2008 年 2.3 万吨，2011 年突破 3 万吨，2012 达到 3.3 万吨，2014 年阶段高峰 3.87 万吨，2016-2024 茅台产能为 3.93/4.28/4.97/4.99/5.02/5.65/5.68/5.72/5.7 万吨

五粮液	2017 年 6 月 2 日运营代表工作会说明十三五期间将建一个十万吨生产基地，同时新增 30 万吨原酒储存能力； 2019 年开启 10 万吨酿酒生产技术改造项目一期工程 2020 年投资 12.68 亿元，建设 12 万吨生态酿酒项目一期。	2016 年产能 15.1 万吨， 2022-2024 为 10.43、11.96、14.65 万吨
泸州老窖	2010 年建设 10 万吨酒储存基地工程； 2012 年开始中国酒城老酒镇第一期项目和泸州老窖优质酒产能扩大及储存基地建设； 2016 年酿酒技改项目完成后将形成年产优质基酒 10 万吨，曲药 10 万吨，储酒能力 30 万吨的现代化产业基地。	2013 年产能 26.24 万吨， 2020-2024 维持在 17 万吨
洋河股份	2009/2010/2011 分别投资 26959.57/110609/132616 万元建设名优酒酿造技改项目一二三期； 2011 年开启 3 万吨名优酒酿造技改工程，新增名优基酒 3 万吨/年； 2010 年收购双沟酒业，新增名优基酒 3.2 万吨/年、普通基酒 0.8 万吨/年； 2012 年名优酒酿造技改及配套工程（三期）优化洋河酒厂酿酒资源，新增 3 万吨成品酒产能。	2002 年超过 5 万吨， 2006-2009 产量维持在 8.7 万吨，2012 年超过 16 万吨， 2022/2023/2024 分别为 19.34/15.54/14.55 万吨
山西汾酒	2009 年新建 4000 吨酿酒车间顺利投产； 2010 年新建酿酒车间工程技改项目，投资实施 3800 吨/年原酒技改项目，投产后新增 65 度原酒产能 3825 吨； 2021 年拟投资超过 11 亿元进行产能扩建和车间技改等，预计新增 1 万吨原酒产能； 2022 年公司拟投资 91.02 亿元建设实施汾酒 2030 技改原酒产能扩建项目（一期），预计将新增年产原酒 5.1 万吨，新增原酒储能 13.44 万吨。	2016 年公司本部实际产能 95000 千升，2020 年本部+系列酒达到 145000 千升，2022、2023 年产能达到 17.6、22.43 万吨
水井坊	2018 年重启邛崃一期项目，2023 年正式投产，新增基酒产能 2 万吨，储存能力 6 万吨。	2022-2024 实际产能分别为 1、1.15、1.32 万千升
舍得酒业	2007 年启动“舍得系列酒陈酿及精加工技改扩能项目”，计划新增成品酒产能 2 万吨/年，一期于 2023 年验收，二期于 2024 年试运行； 2022 年 4 月计划建设增产扩能项目，项目建成后预计新增年产基酒约 6 万吨，新增原酒储能月 34.25 万吨，年新增制曲产能约 5 万吨。	2018 实际产能 1.13 万千升， 2020 为 1.8 万千升， 2022-2024 实际产能分别为 4.08、4.36、3.13 万千升
酒鬼酒	2010 年馥郁香型基酒技改项目改造窖池、制曲车间； 2015 年生产一区智能化改造使基酒产能从 1.8 万吨提升至 2.2 万吨/年； 2021 年生产三区一期工程开工，竣工后基酒总产能达 2.28 万吨/年； 2023 年生产二区改扩建竣工，总产能提升至 2.48 万吨/年； 2024 年生产三区二期工程启动，全部投产后总产能将达 3.26 万吨/年。	2018-2021 产能分别为 5000/8000/10000/10216 吨， 2023 年 1.2 万吨，2024 年 1.5 万吨

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2、政策对需求扰动明显。

本轮白酒周期在 2022 年开始，受疫情对消费场景的干扰，消费开始下降，整体消费环境处于偏弱的状态下。与 2013-2015 年周期相比，均有政策对消费干扰。

《党政机关厉行节约反对浪费条例》于 2013 年 10 月 29 日经中共中央政治局会议审议批准；于 2025 年 5 月 2 日经中共中央批准并发布，同日起施行。2025 年 7 月，二十届中央第六轮巡视的 16 个巡视组陆续开始进驻被巡视地区，并公布了联系方式。

图12：近期八项规定的政策梳理

	发生事件	核心内容	行业影响	未来方向
2025 年 3-7 月	开展 “深入贯彻中央八项规定精神学习教育”	强调党的作风建设，重点整治违规吃喝、收送礼金等问题	全国共查处违反八项规定问题 1.2 万起，处分 1.1 万人，其中涉及白酒消费的典型案例占比 32%	正确认识、坚决拥护中央和省委有关部署，推动白酒回归初心，严格遵守中央八项规定，构建亲清统一的厂商关系
2025 年 5 月	印发新修订的《中央八项规定实施细则》	精简会议活动，禁止组织高消费娱乐活动；规范调研接待、强化监督问责	短期头部白酒企业股价集体下跌，但由于政务渠道销量占比不足 1%，长期影响有限	政策导向深化；行业集中度提升且高端酒市场分化；消费场景转型
2025 年 5 月 18 日	修订发布《党政机关厉行节约反对浪费条例》	“史上最严禁酒令”，禁止公务接待饮酒，限制范围由白酒扩展至所有酒类，并纳入香烟、高档菜肴	短期头部白酒企业股价集体下跌，但由于政务渠道销量占比不足 2%，长期影响有限	头部酒企通过渠道下沉、场景创新、数字化转型完成“去政务化”转型，同时发力年轻消费群体

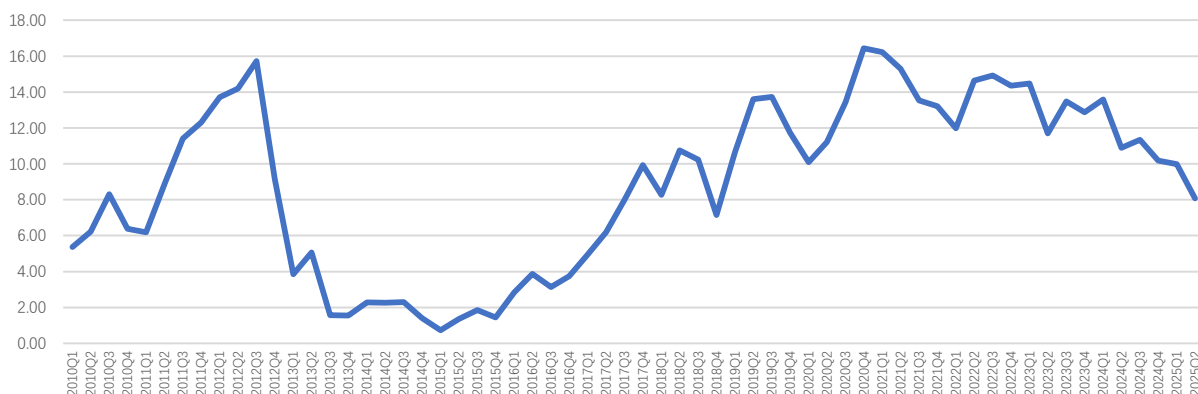
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3、2013 年-2015 年的周期与当前资本市场环境相同的是，白酒的估值都在相对低位的，均面对流动性改善的预期。

我们对比 2014 年和当前公募基金持有白酒仓位的比例，以及当年白酒估值水平和当前的估值水平，两个时间点的这两个指标均是在历史较低的水平上。

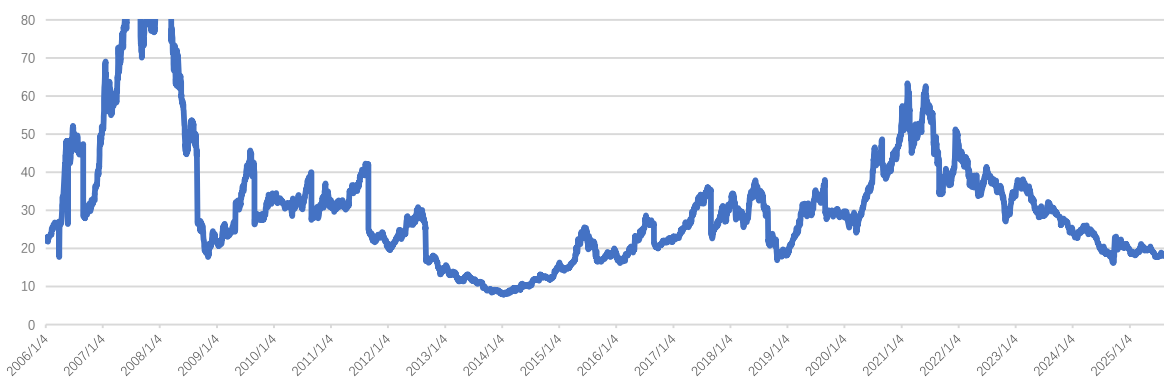
2014 年沪股通测试的信息让市场对于白酒板块的流动性改善有明确的预期，而本轮周期中，截至 2025 年 8 月 22 日，沪指收报 3825.76 点，为 10 年来的新高。在当前 A 股不断创新高的预期下，白酒板块流动性改善明确。

图13：公募基金持有白酒仓位比例（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图14：白酒 PE 估值变化（倍）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

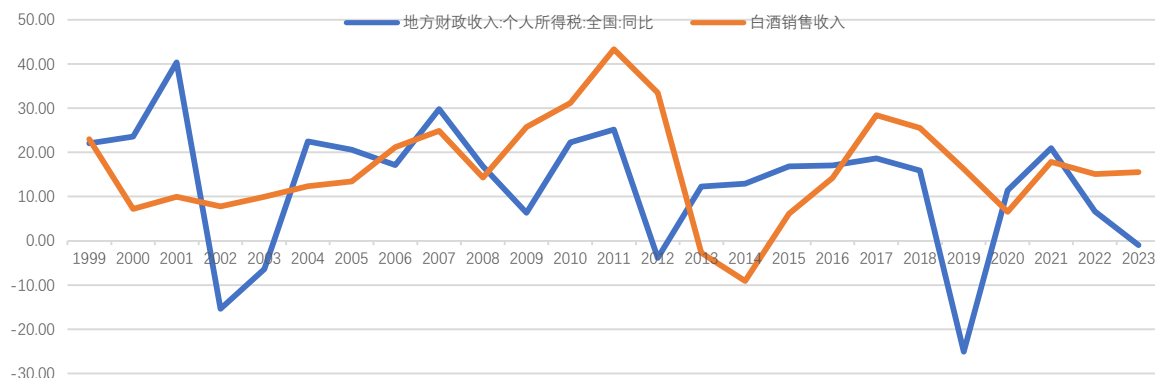
本轮白酒周期也有与 2013 年不同的地方：

- 1、上一个周期中，个人收入快速恢复。本轮周期虽然个人收入也在逐渐恢复，但是由于储蓄意愿提升，导致整体消费能力下降。

在 2013-2015 年周期中，虽然我们看到 GDP 复苏一直到 2015 年底，但是居民收入在 2013 年就实现快速的反弹。我们认为个人所得税税收的波动代表城镇中产阶级的收入波动，在经济波动中，个人收入的恢复快于经济恢复，2013 年个税就实现了双位数的增长。

2023 年以来，国内居民可支配收入一直在缓慢的增长，但是我们看到居民的存款余额一直保持较高的增速，居民储蓄意愿较强，对个体消费能力有影响。

图15：个人所得税同比与白酒板块营业收入同比（%）



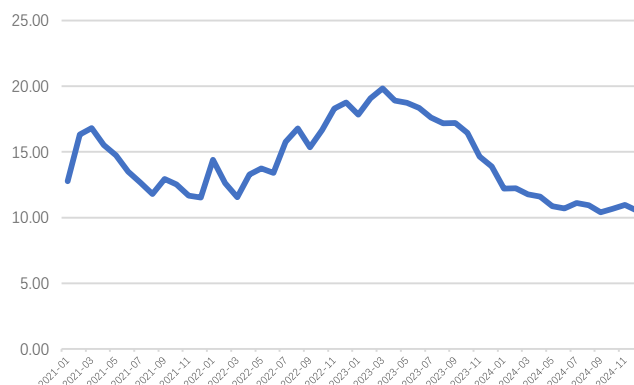
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图16：人均可支配收入同比（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图17：居民存款余额同比（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2、从行业竞争格局趋势来说，这两轮白酒周期都是名酒企在向下挤压小酒企的市场份额。但是市场集中度不同，所以大企业受损的程度不同。

在 2016 年白酒产量见顶后，白酒企业增长逻辑的变化，即行业从 2016 年以后增量变成了价格的向上的增长，以及大企业市场份额进一步提升的增长。我们用贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒四家酒企的收入除以上市白酒板块的整体收入来代表头部白酒企业的市场集中度，发现 2016 年之后头部酒企的市场集中度逐年提升。

在头部酒企市场集中度提升的大背景下，这一轮白酒周期，明显感觉到大企业在应对周期时更加有经验，也更加从容，酒企在市场端的库存调节更为有序，酒企的调节有一部分熨平渠道库存周期的作用，所以预期本轮白酒的复苏也会更温和。

图18：市场集中度

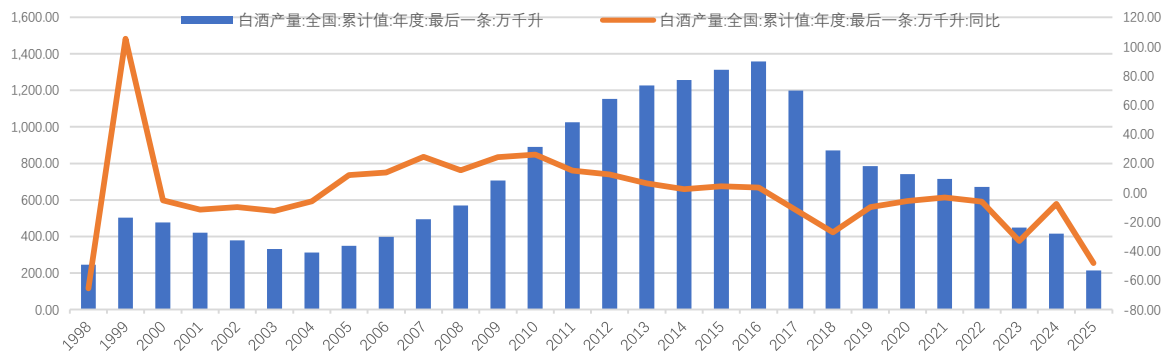


资料来源：同花顺，东兴证券研

3、饮酒的习惯发生了很大的变化。与过去的饮酒习惯不同的是，现在年轻消费群体更倾向于个性化、低度化、利口化和悦己化的酒类消费，更喜欢小型聚会等轻社交场景。低度白酒市场正在快速增长，年轻消费者是重要推动力。从中长期来说，影响了白酒整体消费的恢复。

2016 年国内白酒产量达到最高值，此后白酒产量逐年递减，我们认为这主要与酒类消费逐年递减有关。

图19：白酒产量和同比（%）（1998 年-2025 年 8 月）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 站在白酒上涨前夜

对比 2013 年-2015 年的周期，影响资产定价的两个因素中，我们看到当前白酒资产定价所面临的流动性环境改善是确定的，这与整体 A 股流动改善是一致的。酒企的基本面改善仍在确认中，但是我们认为无论是政策面还是需求端，已经有一些改善的迹象，今年中秋将成为基本面是否向好的关键观察窗口。

我们认为从资产定价角度，白酒股已经到了资产定价底部回升的前夜，虽然从基本面复苏的角度，我们认为本轮白酒消费的复苏会是弱复苏，但是整体基本面向好的趋势已经确认，建议关注白酒板块整体的复苏反弹机会，建议关注在周期中市场占有率持续提升的贵州茅台、五粮液等公司。

5. 风险提示

宏观经济复苏不及预期，需求复苏不及预期，政策宽松度不及预期，公司管理不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07
行业深度报告	食品饮料行业 2025 年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
行业普通报告	食品饮料：五一假期消费市场活跃，带动餐饮市场恢复	2025-05-09
行业普通报告	食品饮料行业：复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响	2025-04-16
行业普通报告	食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点	2025-04-03
行业普通报告	食品饮料行业周报：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业	2025-03-18
行业普通报告	食品饮料行业：市场预期逐渐改变，关注短期估值修复行情	2025-03-17
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：龙头业绩稳健，全年目标完成可期	2025-08-14
公司深度报告	劲仔食品（003000.SZ）：新品新渠道双轮驱动，有望实现业绩快速增长	2025-05-27
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：24 年完满收官，25 年迎接新挑战	2025-04-09
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：抖音+分销带动业绩大幅提升，25 年分销将进一步发力	2025-04-01
公司普通报告	绝味食品（603517.SH）：全面布局 AI 应用，引领零售启新章	2025-02-19
公司深度报告	涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期	2025-01-21
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：Q3 业绩超预期，改革效果进一步释放	2024-10-11

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区福中路新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526