

食品饮料行业专题报告：数说食饮（一）

宏观经济指标如何指引白酒行业投资？

优于大市

核心观点

前言：食品饮料行业常被作为长久期的通胀资产，受消费信心、经济预期等影响，尤其是在人口存量背景下，行业周期属性增强，对企业战略和经营要求更高。为了高效研究食品饮料行业的发展逻辑，我们推出“数说食饮”系列，用数据论证行业景气情况、企业发展阶段、成本与投资逻辑等。

白酒行业是经济活跃度的重要指标。白酒兼具顺周期属性和消费品属性，在简单的传导模型下，宏观经济及经济预期均会作用于中观行业表现和微观指标。PPI、挖机销量、工业利润等反映各行业商务消费需求，CPI、居民贷款、可支配收入等反映大众开瓶需要。跟踪前瞻性指标对于判断产品价格和业绩表现具有一定指导意义，因此股价端通常也提前反映预期变化。

特点一：作为经济的润滑剂，白酒行业的收入可以理解GDP增长的成本。白酒上市公司收入同比增速与A股上市公司销售费用同比增速具有较高拟合度，不仅是地产、基建等，各行业的活跃度变化均会影响白酒需求景气度；尤其在2015年后房地产、互联网等多行业快速发展，商务场景在白酒消费中的占比持续提升，两个指标的拟合情况更佳。由于白酒行业具有渠道蓄水池的缓冲垫，其收入的变化或略滞后于全A销售费用的变化，如2011-2012年A股销售费用已出现明显降速，但白酒板块仍处于高增阶段的尾声；2025年以来A股销售费用降幅收窄企稳，后续白酒商务需求有望在低点下逐步先修复。

特点二：长期看，茅台仍以大众需求为基础，价格围绕居民收入水平浮动。从历史数据看，飞天茅台价格在城镇居民月均可支配收入与其1/3水平区间内波动。当飞天金融属性提升，价格快速上涨，伴随一定渠道泡沫；当收入购买力在2-3瓶茅台时，大众场景需求（消费属性）提升，渠道库存加快去化。我们预计长期飞天茅台的价格在居民收入的合理区间上稳步提升。

特点三：短期看，白酒需求（价格）反映经济波动和经济预期的变化。短期白酒行业的核心矛盾在于需求侧，产品价格映射各消费场景的需求变化，因此与宏观价格指标也具有较强相关性。1）飞天批价同比与PPI同比趋势基本相符，两者都在今年8月同比跌幅最大、后有小幅改善，建议紧密跟踪生产端景气度变化。2）对飞天批价同比与挖机销量、居民中长期贷款进行拟合，本轮调整阶段与后者的相关性更强，反映在八项规定常态化下，大众场景、居民端或成为白酒消费主力，居民对于经济预期的修复有望推动白酒销量的释放和价格的企稳。

投资建议：截至11月中旬箱装茅台批价1660元左右，同比去年下跌25%；在全A销售费用、PPI指标支撑下，飞天批价同比筑底信号也在加强，板块进入布局阶段；左侧推荐买入业绩相对稳定，当前产品、渠道策略带来长期更大增长空间的优质白马泸州老窖、山西汾酒、贵州茅台，建议关注风险出清后困境反转的五粮液、舍得酒业、洋河股份。

风险提示：经济及需求复苏不及预期；库存去化速度慢，主要产品价格持续下滑；竞争格局恶化导致过度投入费用，酒企净利率受损；食品安全问题等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS（元）		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,465.2	18,348	73.22	77.86	20.0	18.8
000858.SZ	五粮液	优于大市	120.4	4,673	7.04	7.27	17.1	16.6
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	141.9	2,088	8.23	8.57	17.2	16.5
600809.SH	山西汾酒	优于大市	198.5	2,422	10.03	10.65	19.8	18.6
002304.SZ	洋河股份	中性	70.3	1,059	2.68	2.97	26.3	23.7
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	163.5	864	9.05	9.65	18.1	16.9
600702.SH	舍得酒业	优于大市	67.1	223	1.66	1.96	40.3	34.2

资料来源：Wind一致预期、国信证券经济研究所整理

行业研究·行业专题

食品饮料·白酒 II

优于大市·维持

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

市场走势

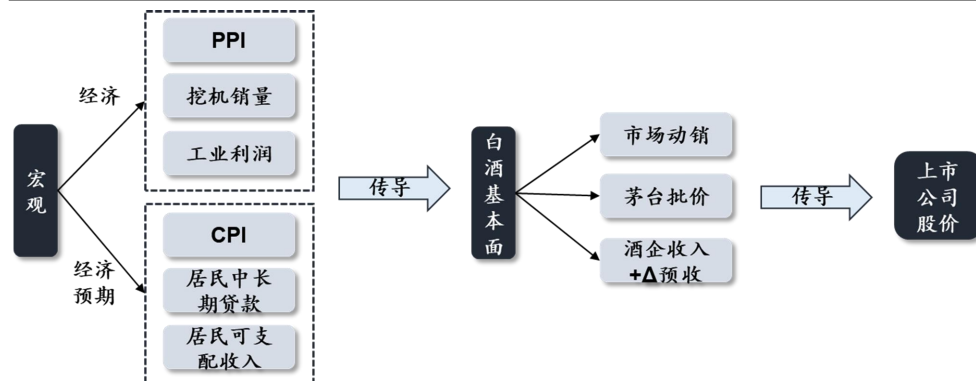


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

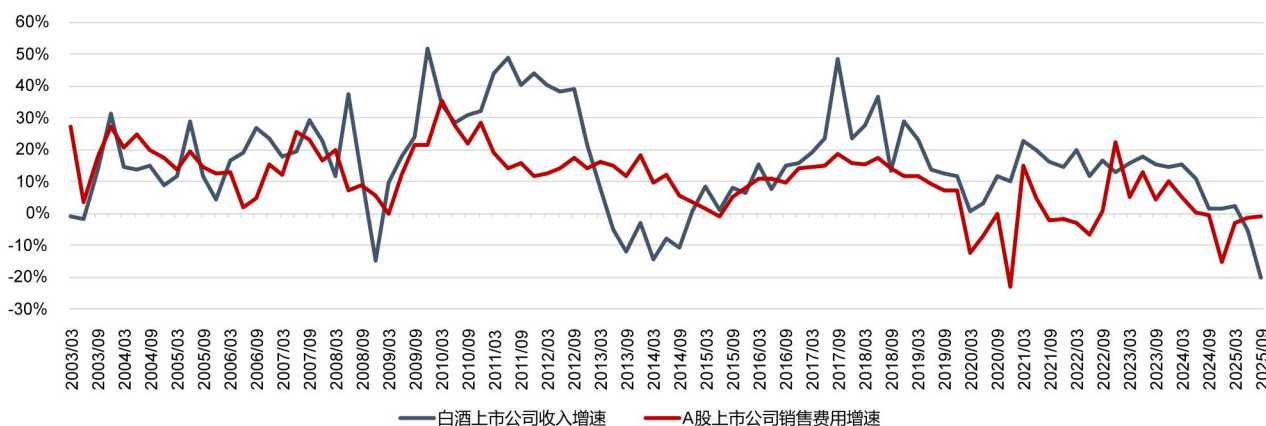
- 《白酒行业周期专题2-以史为镜，当前时点为什么我们认为白酒进入布局阶段？》——2025-10-28
- 《食品饮料行业2025年度策略报告（二）-白酒：积极因素增加，曙光渐现》——2024-12-14
- 《白酒板块事件点评报告-积极性政策持续加码，板块底部信号增多》——2024-09-29
- 《食品饮料周报（24年第20周）-白酒淡季聚焦市场秩序管控，啤酒短期催化因素增多》——2024-05-27
- 《2024年春节白酒动销总结：消费倾向随人口返乡而提高，氛围好于节前跟踪》——2024-02-19

图1：宏观经济数据-白酒板块基本面改善的传导机制



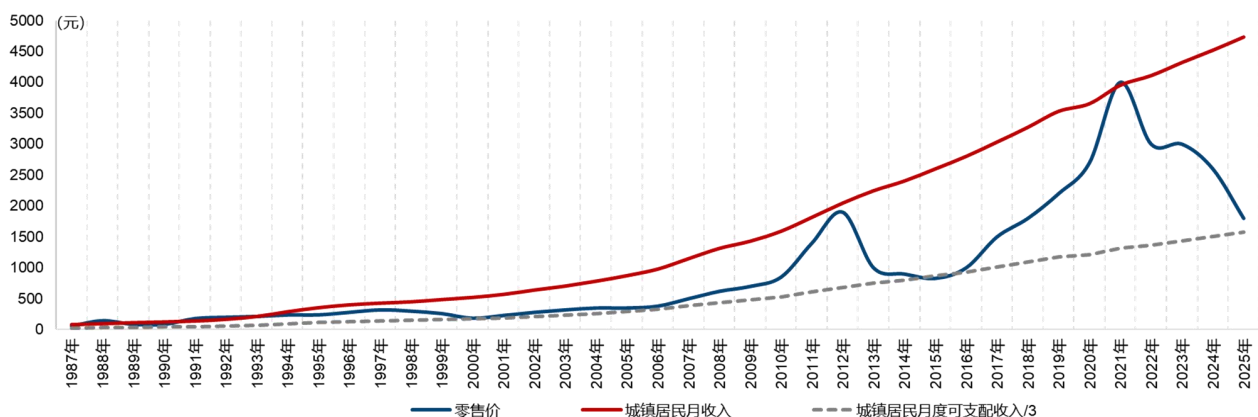
资料来源：Wind、公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

图2：特点1-白酒作为宏观经济的“润滑剂”，以A股上市公司“销售费用”的形式呈现



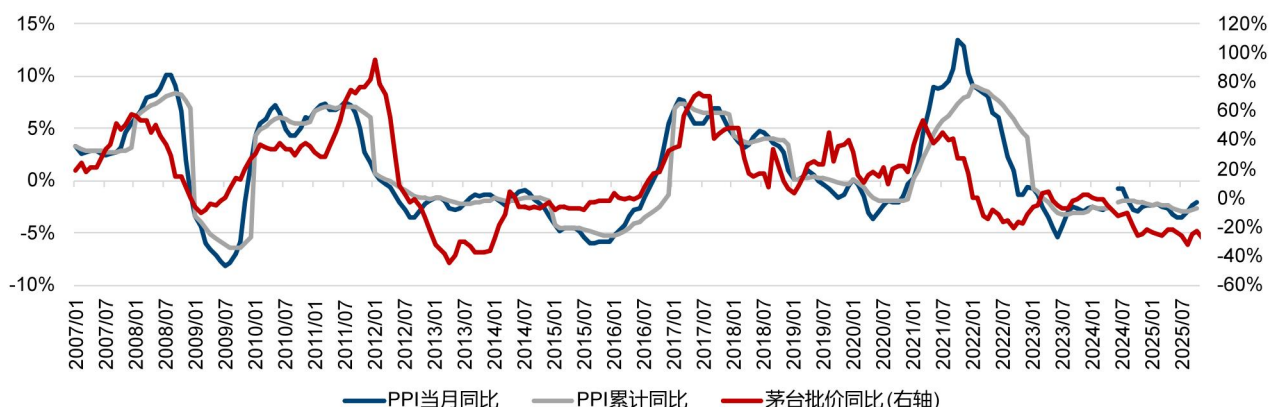
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：上图两个指标均经过可同比的口径处理；其中白酒上市公司不包含港股珍酒李渡，A股上市公司不包含金融行业

图3：特点2-长期看，飞天茅台价格与居民收入水平相关，理性回归



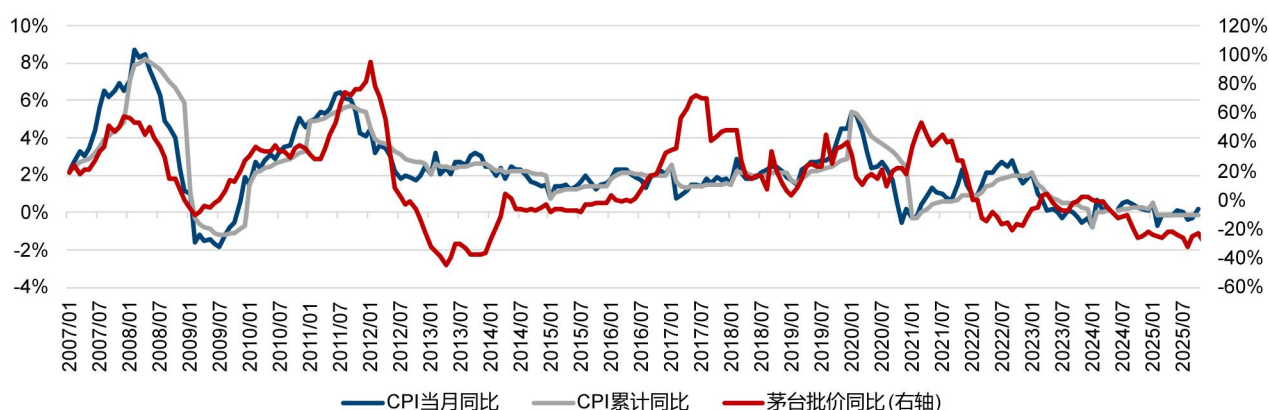
资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理

图4：特点3-短期看，飞天价格作为宏观经济的温度计，同比变化趋势与PPI同比相关性较高



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：我们认为价格的“同比”变化较“环比”更为合理，主因白酒行业具有较强季节属性，飞天茅台价格环比受到发货节奏和节庆因素影响，而长维度的同比变化能较好平滑节奏上的差异，下同

图5：特点3-短期看，飞天价格作为宏观经济的温度计，同比变化趋势与CPI同比相关性较高



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理

图6：茅台批价同比与挖机销量当季同比拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理

图7：茅台批价同比与居民中长期贷款当季新增同比拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理

图8：贵州茅台估值与飞天茅台批价同比相关性



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032