

头部酒企稳价控货，区域品牌深度出清

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

核心观点：

- 2025年第三季度，白酒行业面临本轮周期最深的业绩下滑，单季营收同比下降18%，归母净利润同比下降19%。行业整体报表端主动出清，高端酒相对抗压，但五粮液降幅略大。次高端酒归母净利润同比下降18%，地产酒单季营收下滑约35%，利润下滑超过八成，部分企业出现单季度亏损。价格带分化显著，龙头企业凭借渠道和品牌实力保有较强韧性，而中低端、区域性企业报表压力与现金流压力集中释放。现金回款降幅大于收入，显示回款难度加大，行业整体处于“煎熬期”中后段。高端与核心次高端企业成为行业调整期的稳定器，对行业整体形成支撑。
- 核心经营指标显示，企业普遍采取了“稳价去库、放缓发货、压实渠道款项”的策略以保证渠道健康。三季度末合同负债与预收账款环比明显回升，反映出企业加大蓄水并帮助渠道纾压，不过回款压力导致经营性现金流和销售回款同比下降。渠道票据和应收款项同步收缩，杠杆压力下降，企业通过压缩费用、让利经销商等举措协调短期压力与长期均衡。整体来看，企业利润端和现金端承压，但行业管理层面趋于积极主动以缓解深度调整影响。费用和税负刚性挤压利润，行业多数公司选择牺牲近期待遇以培育渠道和价格体系。
- 展望四季度，白酒行业的回款和合同负债有望季节性修复，部分指标已现边际改善迹象。虽然部分企业出清进度领先、渠道健康度提升，但春节动销和终端需求恢复仍然面临较大压力，预计行业整体业绩拐点尚需等到2026年二季度。短期来看，发货和业绩兑现依然偏谨慎，部分板块或率先实现边际修复，行业分化和结构优化机会持续存在。后续需密切关注合同负债、回款和库存等核心指标的拐点信号。等到行业现金流和渠道库存双重改善，并形成批价与动销共振后，白酒行业复苏预期或可真正兑现。

风险提示：

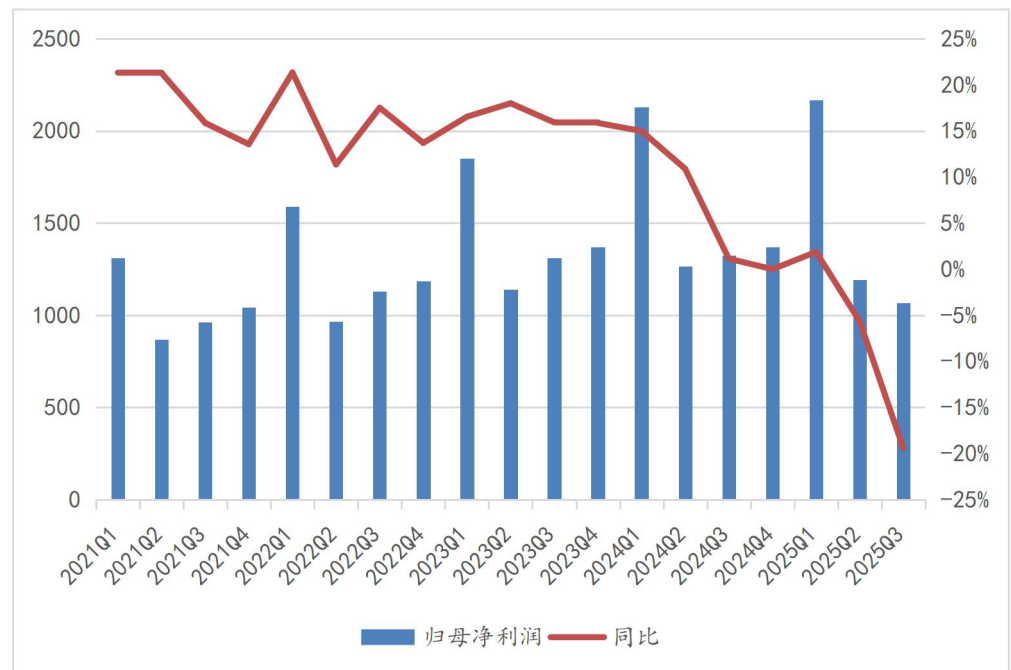
上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

一、行业业绩变化：营收、利润双双加速下行

2025年第三季度，白酒行业单季营收约787亿元，同比下降约18%，归母净利润约281亿元，同比降幅达到约22%。这是当前周期内最大单季回撤之一，降幅显著超过上轮（2012-2015年）的任何一个季度。现金回款同比减少约27%，行业普遍面临“利润下滑、回款承压”的双重压力。

结构上，头部酒企表现坚挺：贵州茅台实现微增，单季营收和净利润都小幅上升（+0.3%/+0.5%）；泸州老窖营收、利润均出现1成左右的下滑；五粮液选择主动出清，单季收入、净利润分别大幅下降约53%和66%。此外，区域型酒企报表深度出清，部分公司季度出现亏损。

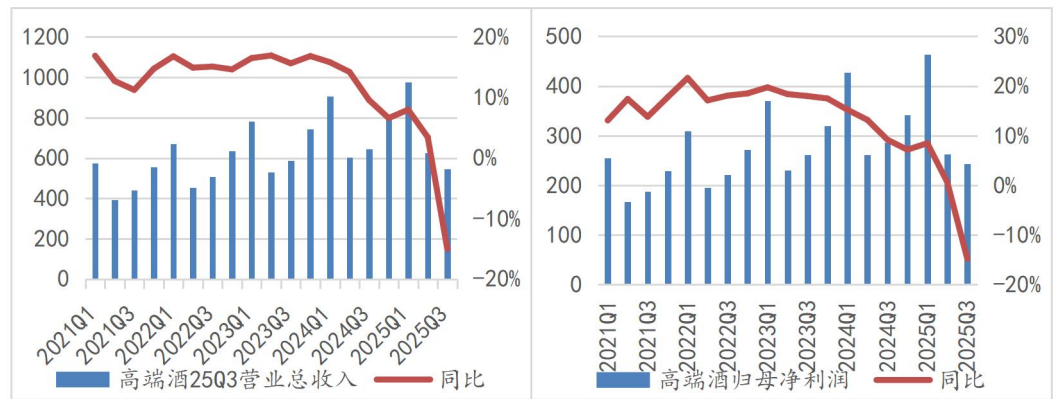
图1 21Q3至25Q3白酒板块整体总营收规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

25Q3白酒行业的“价位带分化”显著加深。高端酒相对抗压但已出现双位数下滑（营收约-15%、归母净利润约-15%）。这说明在外部环境扰动与高价动销承压下，高端亦难独善其身，但龙头凭品牌与渠道韧性相对抗压。同口径公司层面拆解亦显示高端板块单季全体下行，其中茅台通过控节奏与结构优化对冲系列酒压力，在高端酒中充当“压舱石”；五粮液报表“深蹲”幅度居前，费用投放与渠道补贴拉低盈利，主动深度出清以稳价盘、护渠道，短期报表压力换中期健康；高端国窖控量稳价、腰部产品对冲，盈利能力小幅回落，整体下滑可控。

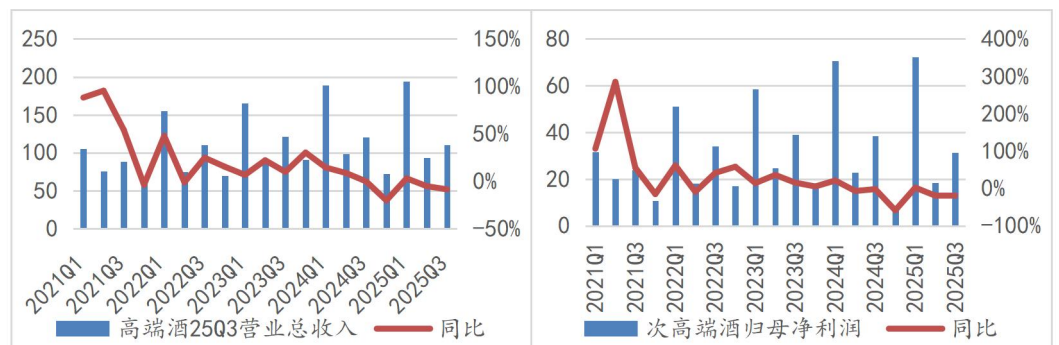
图 2 21Q3 至 25Q3 高端酒整体总营收规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

次高端净利同比降幅约 18%。在商务与宴席场景承压、结构下移与费用维稳的共同作用下，利润端下滑幅度大于收入端，典型公司间分化显著，其中汾酒韧性较强，水井坊/舍得/酒鬼承压。

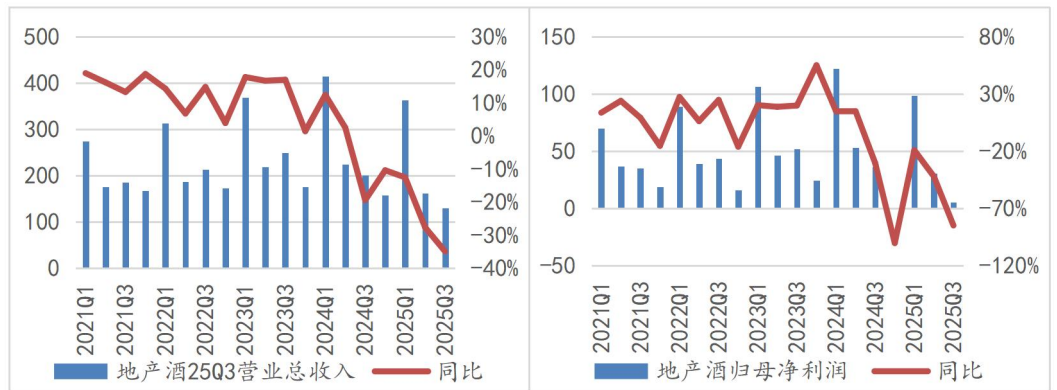
图 3 21Q3 至 25Q3 次高端酒整体总营收规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

区域酒单季营收同比约-35%，净利降幅超八成，报表端“深度出清”。原因在于高端价盘回落挤压价带、中高档动销承压、费用与渠道纾压导致利润率大幅走低，部分公司单季转亏。

图 4 21Q3 至 25Q3 地产酒整体总营收规模及同比增速（亿元，%）



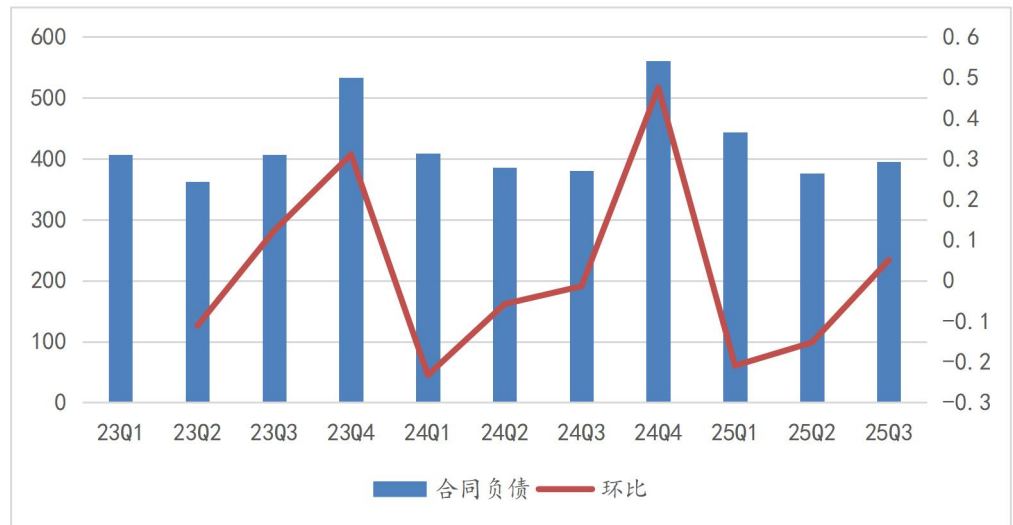
资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

从造成分化的关键驱动上看，第一是场景受限与价盘回落。高价带的礼赠/商务场景受政策扰动，“双节”期间政商务贡献弱化，千元带（高端）价盘下探、次高端核心消费重心下压至约 300 元，加剧中高端与区域酒的结构与价差压力，动销与回款同步承压。第二，结构下移与费用刚性。25Q3 整体毛利率走弱与费用率上升并存：全国化名酒净利率小幅回落；次高端和地产酒净利率同比大幅下滑。这表明在规模收缩下费用刚性挤压利润。一方面企业加大渠道补贴与广宣，另一方面为稳价去库主动放缓发货。另外，酒企普遍放宽回款要求、优先纾压渠道，反映“先保价与渠道健康、后兑现收入”的取向，高端与龙头的现金流更具韧性。

二、关键指标上看，合同负债回升、现金流紧缩、去库加快

白酒行业的核心经营指标整体反映出当下酒企普遍采用稳价去库、压实回款的策略，选择牺牲部分当期利润来维护中长期渠道健康。净利率上，总体呈持续下降趋势。行业季度整体净利率为 38%，同比下降 1.7 个百分点。前三季度累计净利率为 41%，同比下降 0.5 个百分点。单季毛利率仍保持高位，但较去年同期收窄 0.7 个百分点。费用结构同样变化。销售费用率同比略降，管理费用率略有上升，税金及附加因缴税周期变化同比略增，整体费用端弹性变弱。然而从预收情况上看，合同负债是在环比回升的，三季度末行业合同负债达到 389 亿元，同比提升 4.7 个百分点，环比增长 5.0 个百分点。

图 5 23Q1 至 25Q3 白酒行业整体合同负债规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

经营性现金流与渠道杠杆持续收紧。单季经营性现金净流入仅为 214 亿元，同比腰斩（-54.2%），销售商品回款 819 亿元，同比下降 26.9%。应收票据（含承兑）同比减少 23.3%，自 2024 年 Q3 以来持续收缩，反映渠道控货消化库存、降低杠杆风险的策略取得成效。除茅台外，其余龙头企业现金回款能力均出现同比大幅下滑。

此外，行业普遍压缩渠道库存，主动“慢发货”，以空间换时间，优先巩固价格体系和渠道信心。部分企业通过合作、让利方式纾解渠道压力，体现现金流优先、培育长线竞争力的行业共识。

三、全年压力有望见底

2025 年第三季度白酒行业出现了本轮调整期最深、最集中的报表端出清。单季收入与利润双位数下滑，现金回款降幅更大。主流企业采取了压降发货、提升渠道蓄水、帮助经销商纾难等多维措施，牺牲短期业绩，为后续份额重分配做铺垫。茅台、汾酒等高端头部企业维持基本面韧性，得益于品牌和渠道壁垒，而五粮液、区域龙头等选择主动报表“深蹲”，力求出清杂质渠道，未来弹性看点相对大。

历史数据显示，上一轮下行期完全回暖需经历 6 个季度左右，而 25Q3 已创近年最大季度降幅。这一轮复苏逻辑更强调现金流优先级和渠道健康度，实际业绩拐点有望将在 2026 年上半年出现。

展望 2025 年四季度，行业合同负债和回款指标有望进一步改善，部分头部企业提前布局，全年压力有望见底。2026 年春节将是检验渠道和动销的关键节点，预计回暖节奏仍将偏慢。总体来看，白酒行业短期仍“煎熬”，而中长期在控价、控货和结构优化加持下，具备慢复苏基础。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140