



# 增长停滞、分化显现、韧性仍存——2025年上半年白酒上市公司业绩点评

联合资信 工商评级二部 | 孙长征 | 刘柏源

2025 年上半年，白酒行业中端以上产品供需失衡，20 家 A 股上市公司整体经营业绩出现 2015 年以来的首次下降，但毛利率整体变化小，体现了上市公司良好的价格把控和成本控制能力。贵州茅台、五粮液和山西汾酒作为三大香型的代表性企业，收入增幅在行业内领先，其余企业销售端所面临压力相对较大，行业下行期间“头部集中”、行业分化的现象有所显现。现阶段中端以上白酒的社会库存仍有待进一步出清，短期内白酒上市公司经营业绩整体仍面临下行压力；长期看，白酒行业整体将呈现一定的收缩态势，但产品结构优化、行业集中度提高的趋势仍有望延续，现有上市公司有望借助在行业中的优势地位调整产品结构、进行中长期发展规划，从而保持更强的发展韧性，以抵御行业收缩和周期性波动带来的风险。



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



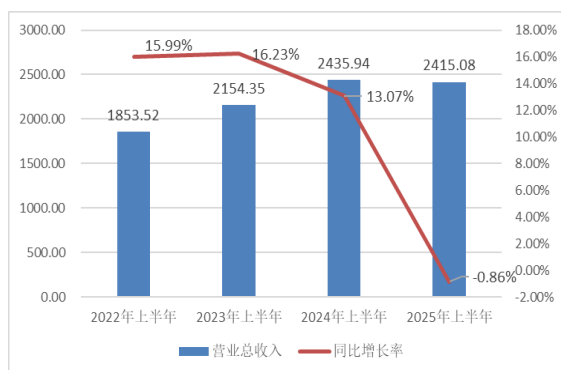
**经历十年的持续增长后，受行业自身运行节奏和政策冲击的影响，2025 年上半年白酒行业中端以上产品供需失衡，上市公司营业总收入和营业利润首次出现同比下降；毛利率整体变化小，体现了上市公司良好的价格把控能力和成本控制能力。**

2025 年 1—6 月，白酒行业 20 家 A 股上市公司合计实现营业总收入 2415.08 亿元、营业利润 1297.72 亿元，同比分别下降 0.86%和 1.09%。在经历 2015—2023 年的高速增长后，白酒行业上市公司经营业绩自 2024 年起增速明显下行，并于 2025 年上半年出现负增长。考虑到贵州茅台经营业绩与其他企业存在差异且其经营数据在行业中所占权重高，若剔除贵州茅台，19 家上市公司 2025 年上半年营业总收入合计 1504.14 亿元，营业利润合计 670.03 亿元，同比分别下降 6.07%和 9.02%，下降的趋势更加清晰。从毛利率情况看，贵州茅台的毛利率同比下降 0.45 个百分点至 91.46%；在收入有所下降、单位产品固定成本上升的情况下，其余 19 家上市公司毛利率算术平均值为 66.51%，同比仅下降 1.73 个百分点，体现了良好的价格把控能力和成本控制能力。

2025 年上半年，白酒行业上市公司经营业绩整体出现负增长，既是政策冲击的结果，也有行业自身运行规律的因素。一方面，修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》于 2025 年 5 月发布，且部分区域在政策执行中出现扩大化倾向，伤及大众消费场景，对二季度白酒消费冲击很大。另一方面，经过 2015—2024 年持续的中高速增长，白酒行业高端、次高端和中端产品<sup>1</sup>（上市公司主要收入来源）的供应能力对当前市场需求已形成较充分的覆盖，加之社会库存（经销商、终端门店库存，消费者、投资者囤酒）已积累至临界值，供求关系的变化已不再支持上市公司收入和利润的高速增长，相关政策出台之前，一季度白酒上市公司收入增速较上年同期已大幅降低（营业总收入增速由上年同期的 14.09%降低至 2.06%）。

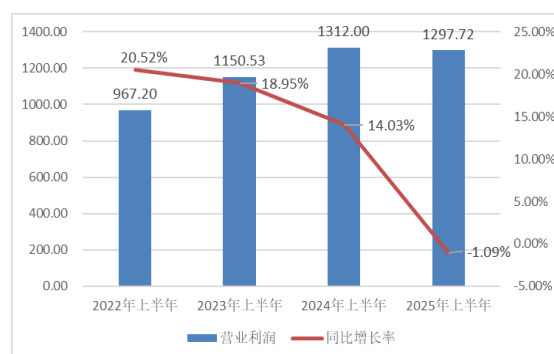
---

<sup>1</sup> 高端、次高端、中端白酒分别指单瓶（500ml）价格在 800 元以上、300~800 元和 100~300 元的产品，下同。



数据来源：联合资信根据公开信息整理

图表 1 白酒上市公司半年度营业总收入变化



数据来源：联合资信根据公开信息整理

图表 2 白酒上市公司半年度营业利润变化

**2025 年上半年，贵州茅台、五粮液和山西汾酒作为三大香型的代表性企业，市场端所面临压力相对较小，收入和利润同比保持增长；其余 17 家企业中有 12 家企业收入和利润降幅超过 10%。行业下行期间“头部集中”、行业分化的现象有所显现。**

从行业基本面看，中国白酒行业自 2017 年起进入“总量下行、头部肩部聚集”阶段，行业内规模以上企业产销总量逐年下降，但高端、次高端产品销量占比不断提高，终端价格的波动上涨对出厂价形成支撑，以上市公司为代表的“头部”“肩部”企业收入和利润整体保持较高增速。但 2024 年下半年以来，特别是 2025 年 5 月份“禁酒令”出台后，部分地方政府扩大化执行政策使得供需关系发生变化，高端和次高端产品终端价格疲软、批零价差缩小。为避免产品价格大幅下降、维持品牌形象，多数中端、次高端品牌酒企下调经销商销售指标，销量增速降低或出现负增长；但三大主流香型的代表性企业（贵州茅台、山西汾酒和五粮液）面临的市场压力相对较小。2025 年上半年，白酒行业上市公司业绩表现分化有所显现，“头部肩部集中”的特点更多体现为“头部集中”。

2025 年上半年，贵州茅台、山西汾酒和五粮液的收入增速在 20 家企业中排名前三，其余 17 家企业中，有 3 家企业（古井贡酒、老白干酒、金徽酒）收入同比基本持平，2 家企业（泸州老窖、今世缘）收入降幅在 5% 以内，12 家企业收入降幅超过 10%。2025 年上半年，白酒行业上市公司毛利率整体有所下降但降幅很小，营业总收入的变化对营业利润影响较大，收入保持正增长的 6 家企业营业利润亦有所增长，收入降幅低于 5% 的 2 家企业营业利润降幅有限；收入降幅大于 10% 的 12 家企业营业利润降幅较大。

| 公司简称   | 营业总收入  |         | 营业利润   |          | 销售毛利率  |                |
|--------|--------|---------|--------|----------|--------|----------------|
|        | 金额     | 同比变动    | 金额     | 同比变动     | 指标值    | 同比变化<br>(个百分点) |
| 贵州茅台   | 910.94 | 9.16%   | 627.69 | 9.07%    | 91.46% | -0.45          |
| 山西汾酒   | 239.64 | 5.35%   | 114.51 | 1.28%    | 76.65% | -0.04          |
| 五粮液    | 527.71 | 4.19%   | 267.46 | 1.37%    | 76.83% | -0.53          |
| 古井贡酒   | 138.8  | 0.54%   | 50.38  | 1.12%    | 79.87% | -0.54          |
| 老白干酒   | 24.81  | 0.48%   | 4.23   | 2.17%    | 67.97% | 2.12           |
| 金徽酒    | 17.59  | 0.31%   | 3.84   | 1.23%    | 65.65% | 0.53           |
| 泸州老窖   | 164.54 | -2.67%  | 104.42 | -4.34%   | 87.09% | -1.48          |
| 今世缘    | 69.51  | -4.84%  | 29.62  | -9.70%   | 73.41% | -0.38          |
| 天佑德酒   | 6.74   | -11.24% | 0.73   | -31.25%  | 58.66% | -0.78          |
| 皇台酒业   | 0.58   | -11.85% | -0.05  | --       | 64.70% | -0.27          |
| 水井坊    | 14.98  | -12.84% | 1.17   | -66.41%  | 79.26% | -1.71          |
| 迎驾贡酒   | 31.60  | -16.51% | 14.97  | -18.64%  | 73.62% | 0.04           |
| 舍得酒业   | 27.01  | -17.41% | 5.56   | -29.20%  | 65.71% | -3.73          |
| 顺鑫农业   | 45.93  | -19.24% | 3.17   | -50.67%  | 34.36% | -1.90          |
| 伊力特    | 10.7   | -19.51% | 2.33   | -11.45%  | 49.30% | -1.22          |
| 口子窖    | 25.31  | -20.07% | 9.48   | -25.84%  | 73.07% | -2.78          |
| 金种子酒   | 4.84   | -27.47% | -0.72  | -771.91% | 42.88% | -0.59          |
| 洋河股份   | 147.96 | -35.32% | 59.22  | -44.13%  | 75.02% | -0.33          |
| 酒鬼酒    | 5.61   | -43.54% | 0.12   | -92.65%  | 68.58% | -4.77          |
| *ST 岩石 | 0.28   | -85.22% | -0.41  | -13.26%  | 51.16% | -14.42         |

数据来源：联合资信根据公开信息整理

图表 3 2025 年上半年白酒 A 股上市公司经营业绩情况（单位：亿元）

短期内，政策执行层面对白酒行业的冲击在减轻，但中端以上白酒的社会库存仍有待进一步出清，2025 年下半年及 2026 年上半年白酒企业经营业绩仍面临下行压力。长期看，白酒行业整体将呈现一定的收缩态势，但产品结构优化、行业集中度提高的趋势仍有望延续，现有上市公司有望借助在行业中所处的优势地位进行中长期发展规划，从而保持更强的发展韧性，以抵御行业收缩和周期性波动带来的风险。

展望未来，从短期看，一方面，6 月下旬以来部分地方政府已经在对此前“层层加码”式执行政策的行为进行纠偏，相关政策对白酒商务消费和大众消费的负面影响在减轻；另一方面，多数品牌白酒的社会库存仍有待进一步消化，白酒企业为保护品牌和产品价格体系，仍需减轻市场压力、协助经销商去库存。预计 2025 年下半年上

市公司整体业绩仍面临一定压力，本轮白酒行业调整可能将持续至 2026 年下半年。

从中长期看，近年来年轻消费群体对白酒的消费偏好有下降趋势，未来白酒行业产销量仍可能逐步下行，主要产品终端价格走势的疲软也将对出厂价格形成压力，白酒行业整体将呈现一定的收缩。但白酒行业产品结构优化、行业集中度提高的趋势仍将延续，并对白酒上市公司的发展形成支撑。一方面，作为中国民众生活中的重要消费品，白酒在社会交往、宴请庆祝等场景仍发挥重要作用，目前高端及次高端白酒销量占行业总销量的比例不足 5%，随着宏观经济逐步企稳、居民消费水平改善，预计未来大众白酒消费的逐步升级仍有一定空间。另一方面，在充分竞争的市场环境中，白酒企业竞争力的打造既需要生产端长时间的投入和品质积累，又需要市场端品牌打造和消费者培育，近年来行业由粗放式增长向集约式发展的特点日益鲜明，酒企数量逐年减少，行业集中度的提升有利于企业把控产销节奏、避免恶性竞争，维持行业利润。根据国家统计局数据，2025 年上半年，行业内规模以上企业已由 2017 年的 1593 家减少至 887 家。此外，自 2016 年起境内证券市场白酒企业 IPO 已长期停滞，且证监会明确禁止酒企跨行业借壳上市，现有上市公司在行业中占据优势地位，有望借助直接融资等方面的便利，进行产品结构调整、中长期发展规划，从而保持更强的发展韧性。

## 联系人

投资人服务    010-85172818-8088    [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，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，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。