



NISELORI
RESEARCH

高端白酒调整仍在继续，转向要等渠道和报表共同确认

品牌集中提供长期支撑，库存、价格和回款决定近中期方向

研究截止 2026-07-27

报告版本 3.7.2

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

一页导读

总体观点 | 负面

高端及超高端白酒价格带未来12个月维持负面。品牌集中和稀缺供给仍有长期价值，但上市公司报表与渠道调研都没有显示利润、库存和价格秩序已经普遍修复。

为什么是现在

20家境内上市白酒企业2026年第一季度收入同比下降0.7%、归母净利润同比下降1.75%；上半年调研中，86.7%的样本企业营业利润下降，56.6%的经销商及零售商认为价格倒挂加重。

最强反方

最强反方是行业收缩可能提高头部品牌的集中度。若去库存和稳价格同步改善，头部品牌的利润池可能先于行业总量恢复。

三个时间范围

未来3个月

2026-07-27 至 2026-10-27 | 负面

半年报和旺季前渠道数据先回答库存、成交价与利润是否停止恶化。

改变看法：上调条件：半年报和旺季前渠道数据同时显示库存、成交价和利润停止恶化。；下调条件：旺季前价格倒挂加重，渠道利润和回款继续恶化。

核验事项：上市公司半年报；旺季前渠道调研

下一复核：半年报及旺季前复核，2026-08-01 至 2026-09-30

3-12个月

2026-10-28 至 2027-07-27 | 负面

三季报、年报和连续渠道调研需要共同证明去库存、稳价格已经改善利润和现金。

改变看法：上调条件：连续两个渠道窗口显示库存、终端成交价、渠道利润和回款改善，上市公司利润不再弱于收入。；下调条件：两个渠道窗口后倒挂和利润压力仍未缓解，去库存依旧依赖更大让利。

核验事项：三季报与年度报告；连续两个渠道验证窗口

下一复核：三季报至年度报告复核，2026-10-24 至 2027-04-30

1-2年

2027-07-28 至 2028-07-27 | 中性

品牌集中只有转化为更稳定的终端成交、渠道周转和回款，才会重建头部利润池。

改变看法：上调条件：年度数据确认品牌集中带来更健康的终端成交、渠道周转和现金回收，头部利润池开始重建。；下调条件：高端需求持续弱化，集中度提高却只带来库存和资金向头部堆积。

核验事项：年度行业利润结构；价格带成员与边界复核

下一复核：年度产业边界复核，2027-10-01 至 2028-04-30

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

目录

一页导读	2
目录	3
1. 本报告研究哪一段白酒市场	4
2. 利润怎样在酒厂、渠道和终端分配	5
3. 渠道压力有多大	5
4. 怎样确认行业转向	7
5. 头部集中能否成为反方	8
6. 上调与下调条件	9
证据与来源	10
出版信息与免责声明	11

1. 本报告研究哪一段白酒市场

监管分类中的酒的制造、统计分类中的白酒制造和市场指数都是真实分类；本报告研究的是高端及超高端价格带，它是经营边界，不冒充官方行业名称。纳入对象必须有可核验的高端白酒生产、品牌投放或渠道经营暴露。若产品价格带、主营结构或品牌定位发生实质变化，成员和边界都要重新签发。高端白酒是市场和研究中常用的说法，但不是监管统计中的正式行业层级。证监会行业统计分类把相关上市公司放在酒的制造，国家统计局分类的小类为白酒制造；中证市场体系存在覆盖白酒公司的中证白酒指数。三者回答的是标准归属，而不是哪个价格带、哪类渠道关系最值得研究。

本报告使用“中国白酒行业：高端及超高端价格带”作为研究边界，是为了回答品牌溢价、基酒陈化、投放、渠道利润和终端需求如何共同决定价值捕获。它覆盖核心产品通常处在较高价格带、且该价格带对收入、毛利或品牌价值有实质影响的品牌所有者、生产者和渠道体系；它不把这一边界冒充成官方分类或指数名称。边界必须能容纳多家公司，而不是围绕单一品牌命名。它既可以观察全国性品牌所有者，也可以比较区域性生产者、经销零售节点和终端需求的不同角色。成员是否继续留在边界中，要按核心产品价格带、收入暴露和价值影响复核，而不能因为某家公司知名就永久保留。

这层区分能避免概念混淆。白酒指数的样本可以反映市场分类和一组上市公司，但不能直接代替高端价格带；宽口径烟酒零售数据包含卷烟和多类酒，也不能直接推导为高端白酒需求。研究应当在来源能够支持的层级停下，而不是把更宽的数字压缩成更窄的结论。从报告结构看，产业与公司是两个一等产品。产业报告解释外部约束、利润池和周期；公司报告只在需要时引用已签发的产业坐标。这样的分工避免了两种常见错误：用公司报表代替行业结论，或用行业压力机械覆盖所有公司。边界还会随事实变化而复核。如果主流价格带持续迁移、成员的核心收入暴露不再具有实质性，或监管、统计、指数体系修订，研究边界就应重新签发。页面的便利不能成为维持旧定义的理由；分类、成员和结论都必须保留各自的证据来源。

三层分类与研究边界

标准分类与研究边界如何区分？

监管：酒的制造（151）

统计：白酒制造（1512）

市场：中证白酒指数（399997）

研究边界：高端及超高端价格带（自定义，不是标准分类）

图 1 | 三层分类与研究边界

高端及超高端是研究边界，不是监管、统计或指数正式分类。

2. 利润怎样在酒厂、渠道和终端分配

价值链从原粮、酿造和陈化开始，经品牌所有、勾调投放、经销零售到终端消费。品牌端通常获得较高毛利，经销和零售更直接承担库存、价差和资金成本。名义提价只有在终端承接、渠道利润和回款不恶化时，才会扩大产业利润池。若库存上升或价差倒挂，压力最终会通过投放、费用和现金回到品牌端。高端及超高端白酒的价值链可以分成原粮和酿造要素、基酒生产与陈化、品牌所有与勾调投放、经销零售，以及终端消费与礼赠。每个节点都重要，但利润捕获并不平均。拥有强品牌、稀缺供给和投放能力的一端，通常能获得更高的毛利与定价权；经销和零售则更直接承担库存、价格波动与服务成本。

品牌端的优势并不意味着可以跳过渠道。终端需求不够强时，经销商往往先通过让利、延长周转或减少备货来调整。渠道利润被压缩到一定程度，投放和回款都会受到影响，品牌端最终会在销量、费用、收入确认或现金上感受到压力。把出厂价、合同价或官方零售价当作行业利润的完整替代，容易遗漏这条反向传导。基酒生产和陈化周期提供了重要的供给约束，也让优秀品牌不必用短期扩产追逐每一轮需求波动。但供给约束只解决“能否轻易复制”，不解决“终端是否愿意持续承接”。在成熟行业中，真实的价格权力要同时经受成交价格、库存周转和渠道现金的检验。

对品牌所有者而言，价值捕获的传导链是品牌信任与供给纪律带来较高实现价，经由投放和渠道结构影响收入与毛利，再通过销售收现和合同负债反映为现金质量。任何一段堵塞，名义价格的提升都可能无法完整传到股东回报。对经销零售节点而言，周转、价差和资金占用则更直接决定能否留在利润池中。这也是为什么产业研究不能只罗列品牌或市场份额。它要回答谁在什么条件下捕获利润、谁承担库存和价格风险、哪些指标能最早显示传导在变好或变坏。没有这条桥，所谓行业判断只能停留在宏观词汇，无法帮助读者理解公司经营的外部约束。

3. 渠道压力有多大

2026年第一季度，20家境内上市白酒企业合计收入1326.33亿元，同比下降0.7%；归母净利润520.19亿元，同比下降1.75%。利润弱于收入。上半年联合调研中，74.8%的样本反映营业额下降，86.7%反映营业利润下降，56.6%认为价格倒挂加重。调研不是普查，但与上市公司利润表现方向一致。行业缺少统一、公开、可审计的库存时间序列。本报告不画库存趋势，后续用终端成交价、价差、周转和回款检查渠道是否修复。库存是这轮调整的中间变量。库存并不总是坏事，旺季前合理备货是正常经营的一部分；问题在于库存是否建立在真实终端需求上，是否需要依靠更大的价差才能移动，以及资金回收是否持续放慢。没有统一、公开、可审计的全行业库存序列时，报告不把零散渠道访谈画成精确趋势线，而是把库存、成交价和回款列为待验证指标。

供给端的陈化周期使高端酒不像快消品那样可以快速补库或减产，因而行业调整往往更长。品牌端可以通过投放节奏缓冲价格，但若终端需求和渠道利润没有恢复，缓冲只会改变压力出现的时间，而不能消除压力。对读者来说，判断行业是否转向，重点不是某一次提价，而是价格秩序与库存周转是否同步改善。竞争也在改变。头部品牌可能凭借信誉、现金和渠道管理能力获得更多份额，区域品牌和弱渠道节点则承受更大压力。但集中度提升只有在终端需求稳定、渠道愿意合理备货时才会形成更好的利润池；若只是库存向头部集中，行业的价格与回款问题仍会留在系统里。

公开资料对渠道的直接可见度有限。品牌公司披露的直销、批发和财务数据很有价值，渠道调研能补充利润与倒挂的方向，却不能替代统一口径的终端数据库。因此，本报告把无法双重核验的库存绝对值、终端成交量和渠道资金占用明确留为后续验证项，不用看似完整的数字制造确定感。

关键证据排序

反方证据
20家上市白酒企业2026年第一季度收入和归母净利润分别下降0.7%和1.75%。 利润仍弱于收入，行业尚未形成广泛修复。 归母净利润同比 -1.75%
反方证据
上半年86.7%的样本企业营业利润下降，56.6%的经销商及零售商反映价格倒挂加重。 渠道利润与价格秩序仍是最直接的行业约束。 营业利润下降样本占比 86.7%
尚待确认
受访者更看好品牌集中化与去库存、稳价格，仅7.8%把高端价格带视为主要复苏路径。 行业修复更依赖秩序改善，而不是价格带自然上行。 高端价格带复苏路径占比 7.8%
支持证据
监管、统计与市场分类均不把高端白酒列为正式行业层级。 高端及超高端必须明确标注为研究边界。 正式分类层数 3层

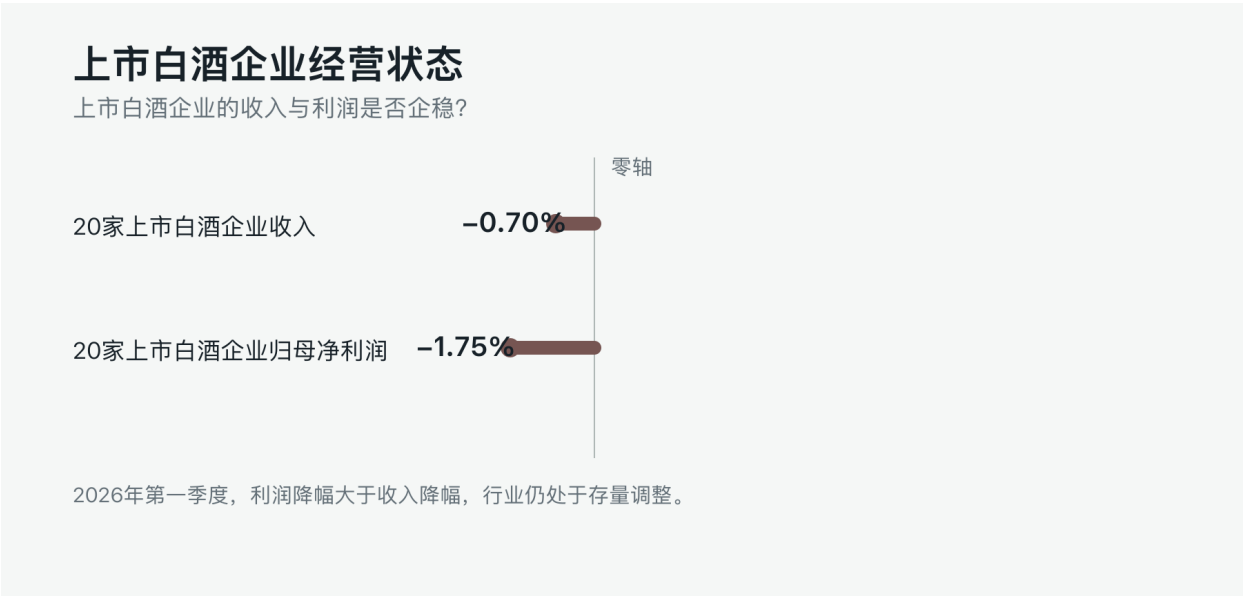


图 2 | 上市白酒企业经营状态
2026年第一季度上市白酒企业利润仍弱于收入。

渠道压力分布

渠道压力集中在哪些环节？



样本为1,115份有效问卷；这些比例是样本反馈，不是全行业普查。

图 3 | 渠道压力分布

利润下降和价格倒挂是渠道层面的主要压力。

4. 怎样确认行业转向

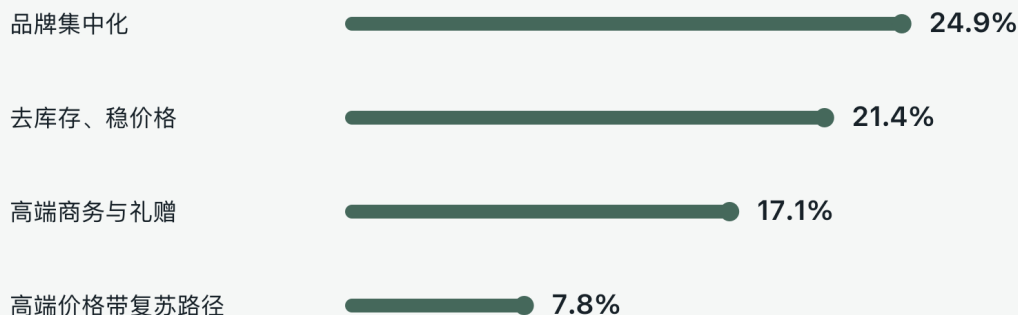
一次提价、控货或旺季备货都不足以确认转向。更可靠的标准是：渠道不再靠更大让利完成周转，库存和回款改善，上市公司利润不再持续弱于收入。这些变化至少要跨两个验证窗口。旺季成交若在旺季后重新转弱，只能算季节性波动。白酒行业进入成熟期后，增长不再主要来自普遍扩容，更多取决于消费场景、品牌分层和渠道效率。当前更像一次存量调整：需求修复并不均衡，渠道先处理库存和价差，品牌端再决定投放与价格策略。周期转向不能用一个宏观数据或一条公司公告确认，需要一组彼此支持的事实。

第一组事实来自上市公司报表：收入、利润和现金是否不再持续背离。第二组来自渠道：终端成交价格、库存周转、价差和回款是否改善。第三组来自竞争结构：品牌集中是否带来更健康的利润，而不是更集中的库存和费用。三组信号不必在同一周出现，但至少要在连续两个验证窗口中朝同一方向发展。国家统计局的宽口径烟酒类零售与酒类价格数据可以提供背景，却不能直接回答高端白酒的终端状态。烟酒类包含卷烟和多种酒类，名义零售额增长也可能与具体价格带的实际销量、价格和利润不同步。报告因此把宏观数据作为边界条件，而不把它们做成对高端白酒的机械预测。

调价是一个会改变观察重点的事件，不是自动改变周期的事件。若调价被终端接受，能够带动现价并保持合理渠道利润，它会成为转向过程的一部分；若调价与库存、成交价或回款恶化并存，它反而可能暴露供需失衡。产业研究必须允许两种路径同时存在，直到新的数据把其中一条排除。最实用的转向定义是：渠道不再需要用更大的让利来完成周转，头部和行业报表的利润不再系统性弱于收入，回款和库存的压力趋于缓和。这个定义不追求一个瞬间的“拐点”，而是让读者可以在财报、旺季观察和后续渠道研究中逐项检验。周期判断还需要耐心区分季节性和结构性。中秋、国庆等消费窗口可能带来短期成交改善，但单个旺季不足以证明库存和利润池已经恢复。只有旺季后的回款、价格和库存没有重新走弱，且后续财务数据延续改善，才有理由把季节性反弹提升为行业趋势。

未来1至2年的修复路径

未来1至2年的修复更可能来自哪里？



受访者更强调集中化与库存秩序，而不是把高端价格带本身视为主要复苏路径。

图 4 | 未来1至2年的修复路径

受访者更看重集中化与库存秩序，而非高端价格带自然复苏。

5. 头部集中能否成为反方

最强反方是头部品牌在调整期提高集中度。品牌、现金和投放纪律更强的企业，可能先于行业总量改善。集中度有两种结果：消费者和渠道愿意以更健康的价格周转，或库存和资金只是向头部堆积。只有前一种情况能改善利润池。对行业负面观点最有力的反方，不是简单说“高端品牌不会受影响”，而是品牌集中可能在调整期加速。调研中，24.9%的受访者把品牌集中化视为中长期较受看好的路径，21.4%看好去库存、稳价格。头部品牌若拥有更强的产品力、现金和投放纪律，确实可能在行业总量不强时先改善自身竞争位置。反方需要满足更高的验证标准，因为集中度可以有两种形式：一种是消费者和渠道愿意为更强品牌支付更稳定的价格，另一种只是弱品牌退出后库存和资金继续向强品牌堆积。前者会改善渠道利润、终端成交和回款；后者会延后压力，甚至把压力集中到更大的品牌体系中。

调研中仅7.8%的受访者把高端价格带本身视为主要复苏路径，也有17.1%看好高端商务与礼赠。这些结果不构成需求预测，但提醒我们不能把“品牌集中”直接等同于“价格带广泛复苏”。消费场景、终端价格和渠道现金仍是更扎实的验证点。行业观点转为中性，需要看到库存、终端成交价、渠道利润和回款在连续两个窗口改善，同时上市公司利润不再弱于收入。要进一步转正面，还需要确认集中度提高确实转化为更健康的利润池，而不是依赖降价、压货或费用补贴。这个标准比等待单一数字更慢，却更能避免把短暂反弹误判为新周期。因此，负面观点并不否定优秀品牌的长期价值。它只是说，在未来12个月的产业层面，公开证据还不足以确认广泛修复。读者应把行业判断和公司判断并行使用：行业给出外部约束，公司的品牌、产品、渠道和现金证据决定它是否能够相对跑赢这些约束。

这说明为什么报告不把受访比例写成概率预测。86.7%、56.6%和24.9%都是调研回答的分布，不代表行业未来发生某件事的概率。它们只能帮助识别当前压力和市场参与者关注的路径；方向性的研究结论仍然需要与报表、价格秩序和现金数据交叉验证。

6. 上调与下调条件

上调条件：连续两个渠道窗口显示库存、终端成交价、渠道利润和回款改善，上市公司利润不再弱于收入。

下调条件：价格倒挂和渠道利润继续恶化，集中度提高却没有带来更健康的终端需求与现金回收。

未来3个月先看上市公司半年报、旺季前渠道库存、终端成交价和价差。渠道若仍靠让利换周转，或利润和回款继续弱于收入，短期压力就没有解除。3至12个月看三季报、年度报告和连续渠道调研。只有去库存、稳价格同时改善利润和现金，并在两个验证窗口延续，行业观点才有基础转为中性。1至2年看品牌集中能否改善头部利润池。终端需求与渠道健康若持续收缩，集中度本身没有足够价值；若集中伴随更稳定的成交、库存和回款，长期结构判断才会改善。三个期限各自回答不同问题：近期看第一轮财务和旺季验证，中期看改善能否跨财务期延续，长期看利润池和竞争结构是否重建。它们是研究复核窗口，不是交易安排。当前产业仍处调整期，压力集中在渠道利润、价格秩序和库存。最强反方是头部品牌集中度提升。真正改变判断的证据，应当同时出现在渠道和上市公司报表中。

产业报告同样不承担交易指令。它提供的是观察次序：先判断边界和利润链，再看报表与渠道是否同向，最后判断集中度能否转化为健康的价值捕获。这个次序既能避免把宏观数字直接套到个股，也能避免只因某一家公司的短期表现就宣布整个价格带已经转向。三段展望对应不同的证据尺度。未来3个月先看半年报和旺季前渠道状态，3至12个月看去库存和稳价格能否跨财务期转化为利润与现金，1至2年才判断品牌集中和供给纪律是否重建利润池。每段的日期互不重叠，方向也可以不同，但任何转向都必须由新事实触发。行业研究不提供交易指令；它交付的是一套能够重复使用的观察顺序，让读者在新数据出现时知道该先检查什么。

证据与来源

以下来源按读者可理解的自然名称列示。来源用途、日期与限制必须同时阅读。

1. 证监会《上市公司行业统计分类与代码》

类型：监管标准 | 日期：2024-11-20

用途：监管分类

限制：分类到酒的制造，不设高端白酒。

链接：<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7520291/content.shtml>

2. 国家统计局《国民经济行业分类注释》

类型：国家统计标准 | 日期：2020-08-11

用途：白酒制造分类

限制：不设价格带分类。

链接：<https://www.stats.gov.cn/xgk/tjbz/gjtjbz/202008/P020200811608157848094.pdf>

3. 中证白酒指数单张

类型：官方指数机构 | 日期：2026-06-30

用途：市场分类与样本

限制：指数为白酒整体，不等于高端价格带。

链接：https://oss-ch.csindex.com.cn/static/html/csindex/public/uploads/indices/detail/files/zh_CN/399997factsheet.pdf

4. 2026中国白酒市场中期研究报告

类型：行业协会与专业机构联合调研 | 日期：2026-06-17

用途：上市公司经营、渠道压力与中期判断

限制：问卷比例是样本反馈，不是全行业普查。

链接：<https://kpmg.com/cn/zh/insights/2026/06/2026-chinese-baijiu-market-mid-term-research-report.html>

5. 国家统计局2026年上半年社会消费品零售总额

类型：国家统计数据 | 日期：2026-07-15

用途：需求背景

限制：烟酒类包含卷烟和多种酒类，不能直接下发到高端白酒。

链接：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202607/t20260715_1964127.html

出版信息与免责声明

出版方	Niselor Research
报告编号	NIS-IND-CN-BAIJIU-PREMIUM-BAND-20260727-R13M
版本	3.7.2
研究截止	2026-07-27
财务截止	不适用
市场参考	不适用
产品类型	产业研究

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

本报告只呈现截至所示日期的独立研究观点。后续价格变化不会自动改写观点；观点变化必须由新的研究证据与版本明确签发。