



别急着抄上轮的底,这轮白酒调整是另一回事

文 / Opn.AI

更深9个点、更长3.6倍——需求换人和需求变老，是两种病

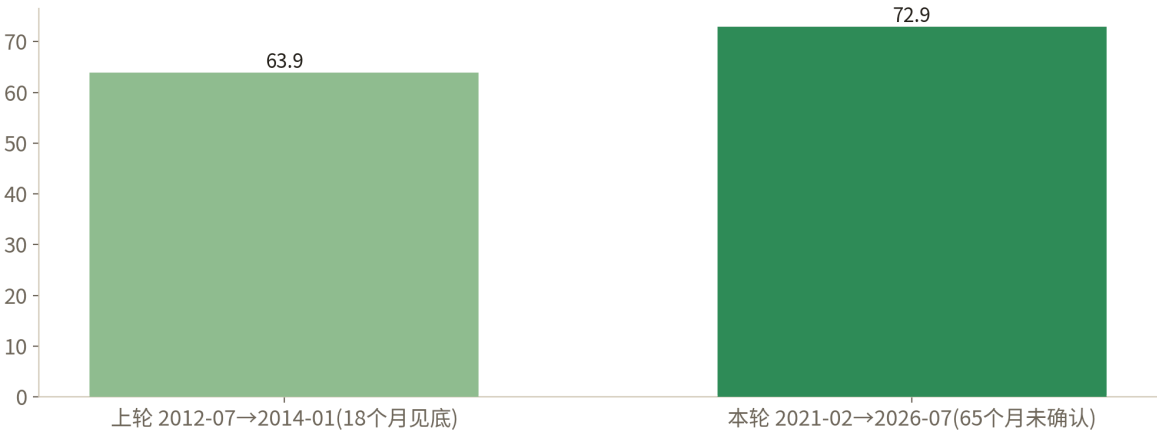
上一轮白酒最惨的时候，中证白酒指数从4422.93跌到1595.46，砍掉**63.9%**，用了**18个月**见底。

这一轮，从21663.85跌到5880.10，砍掉**72.9%**，走了**65个月**——还没人敢说见底。

更深9个百分点，更长3.6倍。

更深9个百分点、更长3.6倍——这轮调整已全面超过上轮

中证白酒两轮最大回撤(盘中口径) · 上轮18个月见底 · 本轮65个月尚未确认见底 · Wind



数据来源: Wind

Opm.AI 出品

更深9个百分点、更长3.6倍——这轮调整已全面超过上轮

两轮的开头长得几乎一样：都是政策先动，都是需求担忧接棒。上轮是2012年11月酒鬼酒塑化剂撞上八项规定；这轮是2025年5月《党政机关厉行节约反对浪费条例》修订，一句"工作餐不上酒"。

可结局，正在走向两个方向。

已经有人翻出2014年的抄底笔记，准备照抄一遍。我劝你先别急——这一轮跌的，跟上一轮压根不是同一种病。

上轮是换人买单，这轮是喝酒的人在变老

上一轮，白酒需求没有死，只是换了买单的人。

八项规定砍掉的是政务消费，三公里那部分酒说没就没了。但商务宴请、民间自饮很快补了上来，高端酒从"官场标配"改喝成"商务硬通货"，总盘子被重新填满。

换人，你还能等新人进场。

这一轮不一样。喝白酒的那批人，正在老去，后面没人接。

95后在白酒消费者里只占18%，远低于80后、70后。真正扛起消费的35到55岁男性，人数进入缩量。宴席场景萎缩，地产带来的财富效应消失，请客喝酒的理由一年比一年少。

需求不是被谁抢走了，是自己在退潮。

规上白酒产量已经连续第九年下滑，2025年降到**354.9万千升**。可全国产能堆到了2015年的两三倍。一边是喝的人在变少，一边是能造的酒越造越多。

换人的病，等得来新人；变老的病，等不来。

连最坚定的白酒多头都在挪脚。东方港湾的但斌把重仓从茅台搬去了英伟达，撂下一句「错失AI时代的风险远大于泡沫风险」。你可以不认同他去了哪，但一个把白酒信仰讲了十几年的人转身，本身就是需求叙事松动的注脚。

上轮只杀估值，这轮连利润一起杀

抄底笔记里最诱人的一页，是2014年初茅台的估值——PE杀到**约8到9倍**，上市以来最低。当时很多人闭眼买，后来都赚了。

但那个"便宜"能成立，有个前提：利润还站着。

2013到2014年，行业利润只是小幅下滑，报表没塌。分子在跌、分母还稳，PE杀到8倍就是真便宜——尺子是准的，量出来的便宜就是便宜。

这一轮，尺子和被量的东西一起塌。

2025年，21家上市酒企营收合计下滑**18.1%**，净利下滑**24.1%**，18家营收净利双降，只剩山西汾酒挂着微弱正增长（营收387.18亿、+7.52%，净利122.46亿、净增仅340万元）。连茅台都交出了2001年上市以来第一份年报负增长——营收-1.21%，净利-4.53%。泸州老窖更狠，营收-17.52%、净利-19.61%。规上全行业2025年利润**1884亿元**，同比-13.3%。

这不是杀估值，是戴维斯双杀：股价和盈利手拉手往下跳。

茅台自己也把话讲白了。2025年报里，二十多年来第一次没给下一年定具体增速目标，只写"全面推进市场化转型"。龙头都主动松开了增长的方向盘。

洋河的怪事：股价越跌，它反而越贵

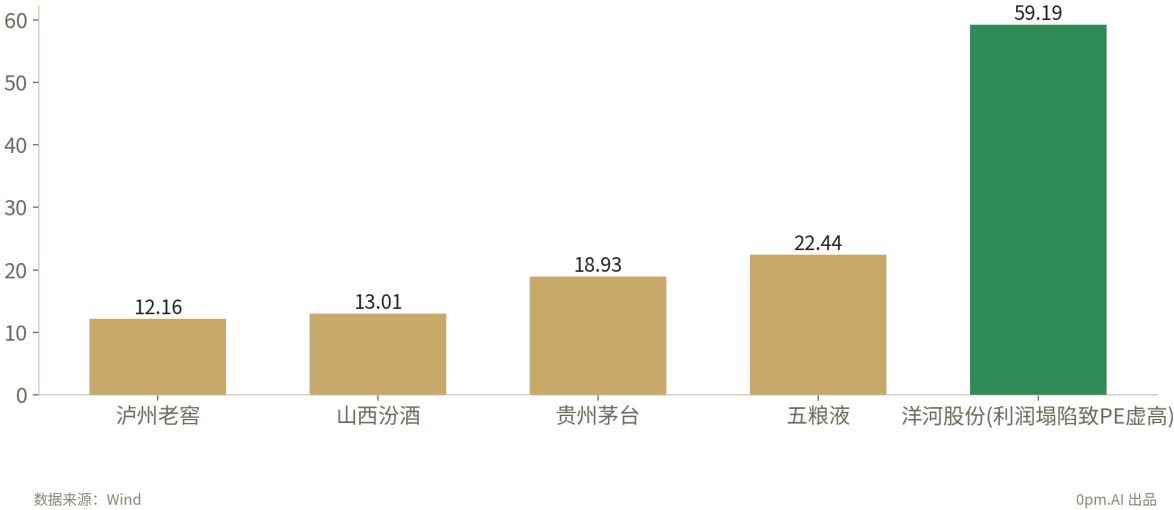
要挑一个标本，看"照抄估值分位"会踩什么坑，那就是洋河。

它的股价跌了一大截。可它的PE不降反升，爬到了**59倍**。

道理不复杂：利润塌得比股价还快。分母缩得比分子更狠，"便宜"就被买成了"更贵"。

洋河股价跌了，PE反而升到59倍——利润塌得比股价快

五家龙头PE-TTM对照 · 2026-07-17 · Wind · 盈利下修期估值分位会失真



洋河股价跌了，PE反而升到59倍——利润塌得比股价快

这正是盈利下修期最阴的陷阱。今天整个板块的PE分位只有**8%**，中证白酒PE-TTM 18.77倍（截至2026年7月17日），看着像十年一遇的地板价。但这个分位是拿当前盈利算出来的，而盈利本身还在往下掉。分母在缩，8%的分位就是浮沙。

上一轮的"便宜"，是一把稳定的尺子量出来的；这一轮的"便宜"，是尺子自己在缩水。也正因如此，上轮那个8到9倍的PE底，和这轮的18.77倍根本不能直接比——上轮的E在涨，这轮的E在塌，同一把尺子，量的已经不是同一种东西。

洋河连回报承诺都收了回去。原本规划2024到2026年每年分红不低于70亿，2025年实际只拿出约22亿。保底两个字，说撤就撤了。

上一轮有解药，这一轮的药方走到了头

上一轮能爬出来，靠的是一味特效药：高端化提价。

2016到2023年，行业单价年复合增长**10%**，一路提价把黄金年代撑了起来。量不够，价来凑，引擎重新点火。

这一轮，这台引擎自己熄了。

超过**60%**的企业批价倒挂——出厂价比市场成交价还高，渠道卖一瓶亏一瓶。存货周转天数拖到**900天**上下，800到1500元这条主力价格带倒挂最重。2025年，不少产品的批价被打回2017年的

水平，"白酒价格只涨不跌"的信仰，第一次被现实按在地上。

价都提不动了，提价这条老路，走到了头。

就算需求哪天见了底，下一台增长引擎在哪，现在还没有答案。

所以，就算这轮真见了底，弹起来的高度和速度，都得对上一轮打个折。指望"复刻2016"，大概率是奢望。

但这不等于白酒没机会。极端的价格，终会补偿极端的基本面——剩下的问题只有一个：多便宜，才算够便宜？

这个问题，股息率会先给出一个答案。

数据来源：两轮回撤对照（-63.9%/18个月 vs -72.9%/65个月，盘中口径）、中证白酒PE-TTM 18.77倍与8%历史分位、洋河PE 59倍，均据 Wind 终端（截至2026年7月17日）；上轮8-27倍估值区间、中枢约14倍、下跌6个季度及塑化剂叠加八项规定的复盘，据中金公司《复盘白酒历次周期》（界面新闻转载）；茅台上轮底2014年1月盘中73.96元（前复权）、PE约8-9倍，据 Wind 月K与21世纪经济报道；2025年21家上市酒企营收-18.1%/净利-24.1%及各公司年报数据（茅台营收1688.38亿/净利823.20亿、泸州老窖257.31亿/108.31亿、山西汾酒387.18亿/122.46亿），据各公司2025年年度报告及证券时报转述；规上白酒2025年利润1884亿元、同比-13.3%及产量354.9万千升，据国家统计局口径（虎嗅等转述）；95后占比18%、产能约为2015年2-3倍，据21经济网《白酒消费洞察：进入存量博弈时代》及新浪财经报道；洋河分红约22亿元与≥70亿元回报规划落差，据洋河股份公告（证券时报报道）；茅台淡化增速目标，据贵州茅台2025年年度报告及21世纪经济报道；但斌"从茅台到英伟达"及原话，据21经济网独家对话。

风险提示：本文所涉数据与观点仅为行业结构分析，不构成任何投资建议；历史走势不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。

◆ Opm.AI 出品

连跌六年、回撤七成、估值十年地板——便宜是事实，机会要看三盏信号灯

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

Wind（指数月K/PE·PB分位/个股估值股息率/10Y国债·经济数据库·一手直取）、国家统计局·中国酒业协会（2025行业产量/收入/利润）、贵州茅台/五粮液/山西汾酒/泸州老窖/洋河等2025年报·2026一季报、今日酒价·券商渠道调研（飞天批价2025–2026监测）、中金/中银国际/国海/开源/东吴/中信建投等具名券商研报、gov.cn（2025–05–18党政机关厉行节约反对浪费条例）·新华社、证券时报/财联社/华尔街见闻/《财经》/每经（具名报道）

访问官网



扫码直达 Opm.ai
官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。