

20家白酒上市企业财报收官：行业开启自我革新

中经记者 党鹏 北京报道

“有家头部酒企找到我，希望代理他们的产品，开出了进货门槛低、销售利润高的条件。”白酒经销商商品吉酒舍创始人任波吉告诉《中国经营报》记者，其实这里面很矛

盾，酒企想通过管理经销商来管理终端市场，但又需要放低姿态留住经销商，只为一个目的“产生真实动销”。

这已然是当前酒企面对市场的真实写照。近日，20家A+H股白酒上市企业发布2025年年报，除了山

西汾酒实现略微增长之外，其他酒企业绩全线下滑，且有3家酒企出现亏损。

酒业专家肖竹青认为，白酒行业正经历“渠道驱动”向“消费者驱动”的范式转换，2026年二季度或迎来价格企稳拐点。未来核

心竞争力不在于渠道压货能力，而在于真实动销效率、C端用户运营深度、低度化产品创新三大维度。“头部企业凭借品牌与数字化优势将加速集中，中小酒企则在细分赛道或区域市场寻找生存缝隙。”

从“渠道驱动”向“消费者驱动”转型

2025年四季度成为白酒行业重要分水岭。

财报显示，2025年，20家白酒上市企业整体表现低迷，呈现出“一增四亏、普遍下滑”的态势。其中，山西汾酒2025年营收和归母净利润分别增长7.52%、0.03%，其余酒企均出现不同程度的业绩下滑，其中顺鑫农业、酒鬼酒、金种子酒3家企业陷入亏损。

2025年四季度成为白酒行业重要分水岭，多数酒企单季营收下滑幅度达到两位数，部分企业降幅超过五成，渠道压货、价格倒挂、终端动销疲软等问题集中显现。

肖竹青认为，2025年四季度20家白酒上市企业营收普遍下滑，本质是行业从“渠道驱动”向“消费者驱动”的转型阵痛，核心是去库存、挤泡沫，告别囤货赚钱的粗放模式。

任波吉表示，当前白酒去库存已进入尾声，但阵痛尚未完全过去，行业拐点预计在明年下半年出现。

今年一季度，白酒企业营收与利润降幅出现收窄、爬升迹象，茅台环比增长约6.3%，释放向好信号，但行业尚未全面回暖，呈现两极稳定，中间承压格局，500—800元价位段产品最难动销，成为经销商去库存核心目标。

“对于一线经销商而言，本轮调整带来的压力集中在三个方面。”任波吉表示，一是库存高企导致现金流被大量占用，周转效率大幅下降，资金回笼周期被无限拉长；二是为清理库存引发价格倒挂，批发价低于出厂价成为常态，利润空间被持续压缩，不少经销商处于卖得越多、亏得越多的困境；三是厂商关系发生根本性转变，过去“坐商”模式难以继，即便头部品牌也纷纷布局线上渠道、直营渠道，固守传统模式已无法适应市场变化，“坐着只能等死，站起来走出去才能活下来”。

肖竹青判断，当前白酒行业仍处于深度调整的筑底阶段，尚未触底，酒价真正企稳或在今年二季度。“堰塞湖式库存”仍是核心痛点，全年去库存效果有限。

为此，酒企纷纷加大去库存的力度。财报显示，2026年一季度，山西汾酒存货减少7.42亿元，洋河股份存货减少7.91亿元，五粮液存货减少12亿元。但水井坊和舍得酒业的库存分别为39.85亿元、59.78亿元，反而出现小幅上升。

肖竹青认为，从梯队修复节奏看，头部名酒(茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒)控库能力强，率先修复，依托品牌与渠道优势控量稳价；次高端(水井坊、酒鬼酒等)受库存与消费预算双重挤压，价格倒挂最严重，修复滞后；中小酒企/区域酒厂加速出清，库存压力集中，市场份额被头部挤压。“行业不会出现全面同步回暖，而是呈现梯队式、阶梯式

复苏，品牌力、渠道管控力、终端动销能力将成为决定修复速度的核心要素。”

行业专家蔡学飞认为，本轮行业修复并非快速V型反弹，更可能是持续数个季度的U型反弹。2026年一季报显示，行业已从2025年四季度“集体出清”进入“分化修复”阶段，修复节奏上梯队差异非常明显。高端酒如茅台凭借强大的品牌力和率先进行的渠道改革，已在一季度率先实现正增长，修复最快；扎根大众消费和区域市场的酒企，如迎驾贡酒、金徽酒等依靠刚需价位和基地市场韧性，也已企稳回升；而多数次高端及全国化品牌仍处于降幅收窄的“磨底”阶段，它们的修复需要等待高端酒价格体系稳定和商务需求回暖后的传导；至于部分三线品牌和深度调整者，可能还需要更长时间来消化库存和重建渠道信任。



年轻人的加入让白酒市场重新焕发活力。

党鹏/摄影

从“卖酒”到“服务解决方案”的场景迭代

一人小酌、朋友小聚、露营野餐、打酒铺、音乐节等新场景不断涌现。

任波吉观察到，白酒的主力消费人群仍以80后以上、有商务应酬需求的群体为主，商务接待、宴请聚会的刚需依然存在，但以“悦己”为目的的饮酒需求快速增长，一人小酌、朋友小聚、露营野餐、打酒铺、音乐节等新场景不断涌现，年轻人的加入让白酒市场重新焕发活力。

就此，在任波吉看来，消费场景的变化直接倒逼终端服务升级，经销商不再是简单卖酒，而是通过自媒体种草、消费决策指导、品鉴体验、定制服务、售后跟进等全流程服务形成闭环，从“产品销售商”转变为“饮酒解决方案提供商”。

“告别高增长执念后，酒企需再突破三个核心难点，即品质升级难点、消费者运营难点、场景创新难点。”肖竹青举例说，品质升级层面，低度化市场规模已突破740亿元，但需解决“仅跟风形式、未匹配消费需求”的伪创新误区；消费者运营层面，行业从B端渠道驱动转向C端用户驱动，核心是有效触达高净值人群，常态化开展

品鉴营销、体验营销，满足消费者从“喝好酒”到“喝文化、喝体验”的转变；场景创新层面，行业需打造真实消费场景，避免脱离需求的伪创新。

蔡学飞表示，白酒行业进入新周期后，核心突破口在于“重构与消费者的对话方式”，要求酒企从“生产文化符号”转向“运营生活场景”。一方面要积极定义新场景，突破传统宴请局限，深入露营、音乐节、自饮、朋友小聚、家庭小酌等年轻消费场景，推出适配的产品规格、口感风格、饮用方式，让白酒成为新生活方式的情感载体；另一方面要实现“叙事技术化”，利用数字化工具和内容传播能力，将传统老窖池、酿造工艺、历史文化转化为年轻人易于接受、乐于分享的语言，在年轻圈层建立可感知、可信任的品质共识。这一转变本质是从“渠道渗透”到“心智渗透”的转型，考验的不再是酒厂压货能力、经销商囤货能力，而是品牌融入新生活方式、与年轻消费者建立情感连接、持续创造消费需求的能力。

从“坐商”到“行商” 厂商关系再平衡

渠道变革还体现在数字化控盘分利与即时零售普及。

记者注意到，贵州茅台2026年初取消传统“分销”模式，转向“自售+经销+代售+寄售”四维模式，经销商从“囤货赚差价”转向服务型商家，赚取透明服务费，投机型经销商加速出清。数据显示，今年一季度其国内经销商数量降至2098家，减少261家。

此外，洋河股份在2025年报告期内，经销商数量减少495家，其中省内减少66家、省外减少429家；金徽酒2025年经销商净减少179家，省外流失尤为严重，大量缺乏动销能力、资金实力、客户资源的中小经

销商被市场淘汰。

肖竹青指出，财报呈现的“营收收缩、经销商数量减少、直销渠道增长”三大特征，标志着白酒行业渠道逻辑从“渠道主权”转向“用户主权”。

任波吉坦言，酒企加入直销赛道，开设旗舰店、小程序、APP，对消费者而言是购酒更便捷、价格更透明，但对传统经销商来说冲击显著。

渠道变革还体现在数字化控盘分利与即时零售普及。泸州老窖“开瓶决定配额”绑定终端动销数据，从源头避免压货风险；珍酒李渡

通过“万商联盟”开展私域运营，以个人IP+社群模式重构渠道关系；此外，即时零售成为行业标配，多份行业报告及券商研究交叉印证：2025年中国酒类即时零售市场规模已强势突破500亿元，并预计在未来几年内以50%左右的超高复合增速持续扩容。

蔡学飞强调，此次渠道结构的变化并非简单的渠道替代，而是一场深刻的“权力再平衡”与“分工优化”，核心是厂商正从过去依赖经销商“蓄水池”和压货冲量的粗放模式，转向以“终端动销”和“消费

者直达”为核心的精细运营，可以预见的是，未来厂商与头部优质经销商的合作，会从“买卖关系”更多转向“服务伙伴关系”。厂商提供品牌、产品和数字化工具，深度介入市场管理，经销商则转型为区域市场的“综合服务商”，专注执行落地、终端维护和圈层运营，背后的合作核心是共同服务于消费者，并共享更透明、更基于真实销售的数据。而对于大量中小经销商而言，要么升级能力绑定核心品牌，要么可能被整合或淘汰，这是行业发展的必然结果。

三只松鼠净利润大幅下滑 全渠道与多品牌战略面临挑战

中经记者 钟楚涵 孙吉正 上海报道

在达到百亿营收规模之后，三只松鼠在2025年正面临着利润率的挑战。2025年，三只松鼠实现营收101.89亿元，稳住了百亿规模。

净利润大幅下滑

近日，三只松鼠发布2025年业绩。财报显示，2025年，三只松鼠实现营收101.89亿元，同比减少4.08%；归属于上市公司股东的净利润为1.55亿元，同比下滑61.90%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为4940.15万元，同比下滑84.53%。

三只松鼠在年报中表示，营收下滑的原因为：年货节销售旺季结构性错档；调整渠道结构，持续优化传统店型；聚焦核心品类，缩减长尾单品。利润下滑则是由于坚果原料价格上涨、部分线上平台费率提升、传统门店优化、生活馆项目战略性投入等原因。

对于三只松鼠利润大幅下滑，凌雁管理咨询首席咨询师林岳向记者表示：“一方面，2025年坚果品类的原材料成本有所上涨。例如夏威夷果、腰果等品类的国际采购价格都出现大幅上涨。另一方面，三只松鼠在线上渠道的流量费用持续高企。其利润率在整个行业中属于较低水平，在此背景下，企业抗风险能力较弱，同时，在

与此同时，其归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润仅为4940.15万元，其盈利能力遇考。

连锁经营专家李维华向《中国经营报》记者表示：“三只松鼠大量营收依赖线上渠道。在此背

景下，线上渠道的流量费用及其他成本持续攀升，这是导致三只松鼠利润大幅下滑的主要原因。除此之外，三只松鼠还面临着线下渠道发展受阻、坚果品类市场占有率下滑等问题。”

需要结账，也会导致当季度利润出现变化。”艾媒咨询CEO张毅指出：“2025年三只松鼠季度盈亏出现较大分化，暴露出三只松鼠依赖旺季，同时在淡季缺乏盈利支撑的短板。以2025年第二季度为例，该季度出现大幅亏损，原因在于淡季需求崩塌，但费用集中计提，同时新渠道也对业绩有拖累。整体来说，三只松鼠的业绩很大程度上依靠旺季促销形成，这意味着其在市场上的刚性需求并不强。”

2026年一季度，三只松鼠实现营收38.35亿元，同比增长3.01%；归属于上市公司股东的净利润为2.73亿元，同比增长14.35%；扣除非经常性损益的净利润为2.46亿元，同比增长51.59%。张毅认为：“一季度回暖的原因在于正好是旺季，同时叠加短期的结构性优化。目前并没有看出三只松鼠的主业有根本性改变，因此只能将一季度的业绩回暖判断为阶段性修复。如果三只松鼠的根本问题没解决，其持续盈利能力依然面临挑战。”

发展面临挑战

记者了解到，近年来，三只松鼠向全品类、全渠道、多品牌方向发展。但截至目前，其大量营收仍依赖线上渠道，在线下渠道发展缓慢。同时，三只松鼠在多品牌发展的成效也不佳。

在品类上，三只松鼠坚果品类的规模正在减少。2025年，三只松鼠坚果品类实现营收48.23亿元，同比减少10.12%。与此同时，烘焙品类以及肉制品分别实现营收18.91亿元、11.00亿元，分别同比增长25.97%、14.53%。

张毅向记者指出，坚果品类的市场正在发生变化。张毅表示：“过去8到10年间，坚果的消费需求持续被挖掘，在此过程中，坚果品类市场空间持续提升。从三只松鼠过去发展来看，其坚果品类主要的场景在于节假日送礼。而坚果礼盒市场到了一定规模之后，其天花板已经显现。对于其中的企业来讲，谁投入广告(成本)越多，获得的销售就越多。在这种情况下，企业营收可以获得增长，但利润却不能。对于三只松鼠来讲，需要在产品创新上进行研究。”

在布局全品类的同时，三只松鼠也在发展多品牌。根据2025年5月三只松鼠创始人章燎原表示，三只松鼠有33个子品牌在孵化。但截至目前，多品牌发展成效不佳，除了小鹿蓝蓝之外，其余数十个品牌的规模非常小。而截至2025年年末，在三只松鼠的营收中，三只松鼠品牌实现营收91.17

亿元，占总营收的比例为89.48%；儿童零食品牌小鹿蓝蓝实现营收8.33亿元，占总营收的比例为8.17%；其他品牌实现营收2.39亿元，占总营收的比例为2.35%。

记者在三只松鼠方面在去年生态大会上的资料中注意到，其中品牌覆盖的品类非常广，例如“蜻蜓教练”定位在健康轻食领域，“围裙阿姨”定位在家庭美食领域，“金牌奶爸”定位在宠物食品领域。

张毅指出：“在三只松鼠推进‘全品类’‘多品牌’战略的过程中，不断测试哪些产品、品牌可行，这也造成了盲目扩张、资源错配、无法协同等问题。目前来看，33个子品牌中的绝大多数只有规模，没有利润。这意味着消耗以及亏损的加剧。”

在渠道发展上，2025年，三只松鼠在线下渠道的营收为30.13亿元，占总营收的比例为29.57%。在线下业务中，2025年，三只松鼠分销业务营业收入从2024年的26.41亿元下降至25.28亿元。同期，经销商数量从1871个下降至1691个。2025年国民零食店实现营收2.88亿元；生活馆实现营收0.19亿元。

对于线下渠道规模发展缓慢，林岳指出：“主要的问题还是在于商业模式，三只松鼠的定价体系很难支撑线下渠道拥有合理的利润空间，导致经销商无利可图。数据也显示，三只松鼠经

销商数量减少，分销收入也在同步下滑。在此背后，作为线上网红品牌，三只松鼠在线下的基因是缺失的。同时也说明，从线上发展起来的品牌在向线下发展时，其整体商业模式和逻辑是需要去重新定义的。”

另外，在线下渠道，三只松鼠还面临着量贩零食企业的冲击。2025年，量贩零食头部企业鸣鸣很忙、万辰集团都实现了大幅增长。根据Wind数据，2025年鸣鸣很忙实现营收661.70亿元，同比增长68.19%，净利润为23.29亿元，同比增长179.37%。万辰集团财报显示，2025年量贩零食业务实现营业收入508.57亿元，同比增长59.98%；加回计提的股份支付费用后实现净利润25.33亿元。以上企业的大幅扩张不断吞噬着线下零食的市场份额。

整体来说，对于三只松鼠的未来发展，林岳表示：“三只松鼠的优势和劣势都比较明显，作为拥有百亿营收规模的头部品牌，三只松鼠有较强的供应链能力，同时，三只松鼠的线上运营能力强，在抖音、短视频方面具备一定积累。劣势则是线上、线下的协同能力不足，盈利能力脆弱，多品牌发展导致公司资源分散。未来，三只松鼠可以在子品牌上进行削弱，集中资源扶持有潜力增长的品牌。同时，三只松鼠可以继续从供应链上进行投入，去抵抗原材料的价格波动。”