

食品饮料行业深度报告

白酒 2024 年报及 2025 一季报总结：压力延续，火炼真金

增持（维持）

2025 年 05 月 07 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

投资要点

■ **需求复苏进程略显曲折，酒企务实降速质量为先。**24FY 白酒板块营业收入同比增长 8.2%，归母净利润同比增长 7.2%，扣非净利润同比增长 7.6%；25Q1 白酒板块营收同比增长 2.3%，归母净利润同比增长 2.6%，扣非归母净利润同比增长 2.7%。**宏观层面，24Q2 以来白酒消费需求下台阶，步入降速探底阶段。**其中商务消费需求持续下探，25Q1 降幅环比趋稳；居民自饮消费表现走弱，宴席消费 25 春节低基数下同比修复。**行业层面，2025 春节上市酒企核心单品批价走势波动相对可控，头部酒企茅五泸汾均对出货供给加强调控，上市酒企对高端、次高端价位产品基本都达成价在量先的操作共识。**

■ **收入端：逐步探底，分化加剧。**2024 年白酒板块营业收入同比增长 8.2%，归母净利润同比增长 7.2%，24H2 较 24H1 降速明显。多数酒企核心产品均加强经销商管控，并做适当汰换，逆势环境下更强调绑定核心优商，共同驱动网下沉及单点卖力提升；招商增量主要来自非主品（主要是中高档价位）的扩张补充。**24Q4+25Q1 多数酒企收现增速<表观回款增速<收入增速，且合同负债余额同比下降，显示渠道现金打款压力持续显现，市场对后续收入增速兑现余力存在担忧。**销售端，多数公司表观回款增速与收入增速基本匹配，预收账款余额回落至周期性低位，高端酒回款节奏相对保持稳定、次高端酒企持续分化、区域酒回款边际走弱；**收现端，龙头酒企开始注重维护收现质量，避免发生信用风险，高端酒企报表收现比基本保持良性水平，次高端酒企收现比涨跌互现，区域酒收现比也均有不同程度回落。**

■ **利润端：毛销差及税率承压，净利率同比回落。**毛利率方面，2024 年白酒板块毛利率为 82.93%，同比提升 0.41pct；25Q1 板块毛利率为 82.61%，同比提升 0.09pct，主系龙头酒企收入占比提升拉动。各家酒企毛利率普遍承压，24FY 吨价增幅普遍降速，主系批价下行背景下，酒企适当放大货折支持，同时扫码红包瓶均金额也在上升。费率方面，24FY/25Q1 白酒企业销售费率分别提升 0.34pct、0.24pct 至 10.39%、8.28%，管理费率先分别下滑 0.35pct、0.27pct 至 5.10%、3.36%，销售费率增幅相对可控，主因控量稳价背景下，酒企费用投放相对审慎，普遍加强费用项目制审批，强调精准投放。此外，酒企管理费用亦普遍加强管控，毛销差受损背景下，通过总部降本减支保障效益。利润增速方面，24FY 高端（11.31%）>次高端（-0.60%）>地产酒（-7.57%），25Q1 高端（8.47%）>次高端（2.03%）>地产酒（-18.04%），主因洋河拖累。产品结构回落、价盘承压、动销不畅，酒企毛销差经历下行考验，同时税金扰动进一步拖累净利率表现。

■ **投资建议：白酒维持中期看好观点，位置比节奏重要。**周期底部关注边际企稳信号，行业中观参考指标包括茅台批价稳定性、旺季动销验证以及渠道库存变化。面对需求复苏曲折的不利环境，龙头酒企渠道调控及供需匹配能力持续进化，通过数字化跟踪、加强直营等手段，对不同区域、不同价位的产品投放管理更趋精细，期待营销变革展现豹变效果。我们认为，在宏观平稳背景下，龙头酒企韧性增长仍具一定保障，经过春节动销检验，全年增速已具备一定能见度，估值性价比更趋清晰。当前多数优质酒企 25PE 位于 14~16x 区间，推荐优选业绩兑现稳健、估值安全边际较好的贵州茅台、山西汾酒，触底较为扎实的泸州老窖，五粮液，基本盘稳固的今世缘、古井贡酒及迎驾贡酒。

■ **风险提示：**消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《食品综合 2024 年报及 2025 年一季报总结：零食继续领跑，餐饮链有望企稳》

2025-05-05

《2025Q1 基金食品饮料持仓分析：持仓趋稳，白酒回升》

2025-04-23

内容目录

1. 白酒年报、一季报总结：压力延续，火炼真金	4
1.1. 需求复苏进程略显曲折，酒企务实降速质量为先	4
1.2. 高端加强价盘管控，次高端批价持续承压	4
2. 收入端：逐步探底，分化加剧	5
2.1. 高端白酒：总体稳健，同步加强节奏调控	9
2.2. 次高端白酒：底部承压分化加剧，尚待需求修复	11
2.3. 区域酒：降速去库舒压保质，皖酒景气相对靠前	12
3. 利润端：毛销差及税率承压，净利率同比回落	13
3.1. 毛利率：多数酒企同比回落，产品结构及吨价均有承压	14
3.2. 费用率：销售费率小幅略增，管理费率持续优化	15
3.3. 税金及附加比率：24FY 存在上行扰动，25Q1 边际趋稳	16
3.4. 利润增速：同比回落，毛销差及税率均有拖累	16
4. 投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 社零总额及烟酒类当月同比增速.....	4
图 2: 2024 年以来餐饮消费增速走弱.....	4
图 3: 高端酒批价走势 (元/瓶)	5
图 4: 次高端酒批价走势 (元/瓶)	5
图 5: 白酒板块累计收入规模及增速 (%)	5
图 6: 白酒板块累计净利润规模及增速 (%)	5
图 7: 主要酒企酒类收入同比增幅.....	6
图 8: 主要酒企经销商数量同比增幅.....	6
图 9: 白酒子版块单季收入增速(%).....	7
图 10: 白酒子版块季度累计收入增速(%).....	7
图 11: 酒企 24Q4+25Q1 收入、收现、订单 (收入+△预收) 同比增速对比	8
图 12: 白酒子版块单季订单额 (收入+△预收) 同比	8
图 13: 白酒子版块合同负债余额 (亿元) 对比.....	8
图 14: 24FY 白酒个股毛销差同比变动 (pct)	14
图 15: 25Q1 白酒个股毛销差同比变动 (pct)	14
图 16: 白酒子版块累计毛利率 (%)	14
图 17: 白酒子版块年度销售吨价及吨成本涨幅.....	14
图 18: 白酒子版块季度累计营业税率(%).....	16
图 19: 白酒子版块单季营业税率同比变化 (pct)	16
表 1: 白酒板块公司 2020-2024 年收入及归母净利润增速情况	6
表 2: 白酒子版块单季收入同比增速情况 (%)	8
表 3: 白酒子版块销售收现同比增速及收现比情况 (%)	9
表 4: 白酒子版块单季收入增速情况 (%)	13
表 5: 白酒子版块单季毛利率同比变动情况 (pct)	15
表 6: 白酒子版块单季毛销差同比变动情况 (pct)	15
表 7: 酒企单季销售费率同比变动 (pct)	15
表 8: 酒企单季管理费率同比变动 (pct)	15
表 9: 白酒子版块单季归母净利润同比增速情况 (%)	16
表 10: 白酒子版块单季扣非归母净利润同比增速情况 (%)	16
表 11: 白酒子版块单季扣非净利润同比增速-收入同比增速	17
表 12: 白酒上市公司 2025Q1 及 2024Q4 业绩概览.....	17

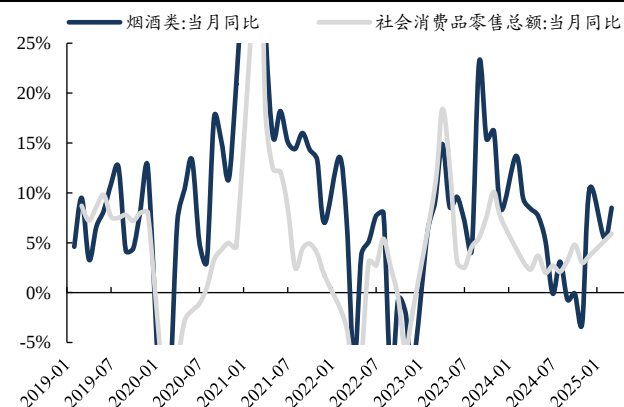
1. 白酒年报、一季报总结：压力延续，火炼真金

1.1. 需求复苏进程略显曲折，酒企务实降速质量为先

24FY 白酒板块营业收入同比增长 8.2%，归母净利同比增长 7.2%，扣非净利润同比增长 7.6%；25Q1 白酒板块营收同比增长 2.3%，归母净利同比增长 2.6%，扣非归母净利同比增长 2.7%。24H2 以来白酒板块营收增速放缓低单水平，酒企报表普遍承压。

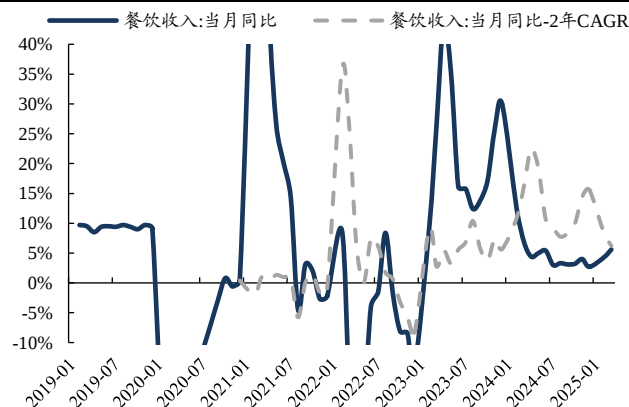
24Q2 以来白酒消费需求下台阶，步入降速探底阶段。其中商务消费需求持续下探，25Q1 降幅环比趋稳；居民自饮消费表现走弱，宴席消费 25 春节低基数下同比修复。1) 居民端：大众消费信心偏弱，“该省省该花花”趋势明显。24H2 以来偏可选性质的中低档价位自饮、餐饮消费显现疲态，偏刚需属性的中高档价位宴席消费经历 2024 年的周期性回落后，2025 年开局实现低基数下的正增修复。2) 企业端：2024 中秋以来高端送礼需求显著回落，商务招待需求仍然低迷。需求弱势环境下，渠道打款持续收紧，品牌选择也更趋集中；酒企报表亦相应降速，务实推动去库稳价工作。

图1：社零总额及烟酒类当月同比增速



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：2024 年以来餐饮消费增速走弱



数据来源：wind、东吴证券研究所

1.2. 高端加强价盘管控，次高端批价持续承压

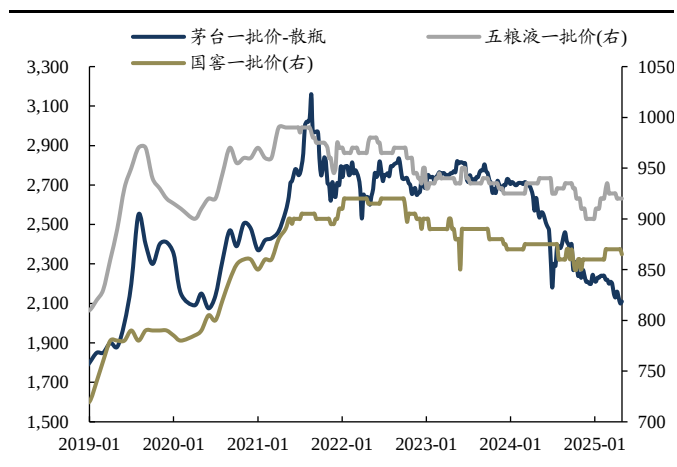
2025 春节，上市酒企核心单品批价走势波动相对可控，头部酒企茅五泸汾均对出货供给加强调控，上市酒企对高端、次高端价位产品基本都达成价在量先的操作共识。

1) **高端价格带**：茅台经过 2024 年的批价震荡，2025 年更加注重精准调控，对各省市发货节奏以及直营/经销渠道非标产品结构做差异化调节，帮助更好匹配需求、维护渠道价盘信心。25M4 以来伴随配额节奏持续加快，普飞批价向下波动，公司亦快速跟进市场巡查并加强监管力度，适当调控自营店给货节奏，市场反应速度较去年同期更为及时。五粮液经销渠道量价改革破釜沉舟，25M1 即宣布对传统渠道停货，随后要求按统一规则调减配额；25M3 成立专营公司开拓直营团购，以承接传统渠道减量部分，旨在强化资源统筹和核心商的利益绑定。经过一

系列营销变革，25Q1 普五批价较 2024 年底低位有所回升，价盘下沿具备更好支撑。泸州老窖经过 2024 年的五码系统全面导入，消费者数据积累走在行业前列，2025 春节期间各区域动销开瓶及渠道供给基本实现精准匹配，AC/BC 营销联动工具的应用亦渐入佳境，2024 年底以来批价稳定性表现较好。

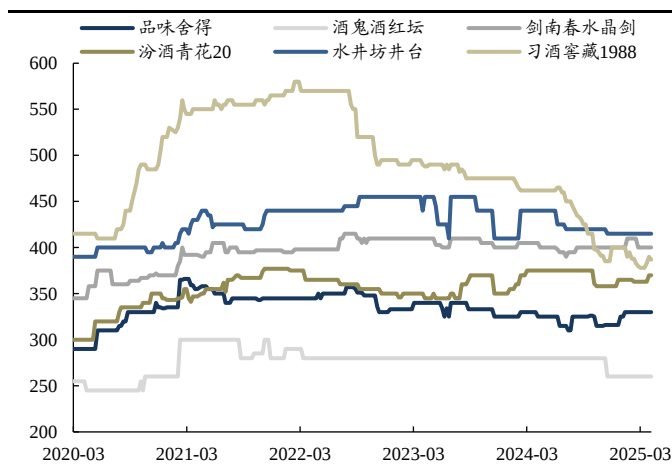
2) **次高端价格带**：汾酒量价调控一枝独秀，其他产品伴随酱酒价位格局重塑（茅台 1935、习酒窖藏 1988 等价格站位均下移），价盘仍处盘整消化阶段。汾酒多价位产品组合令单一产品调控更有余裕，24Q4 以来公司有力加强青花系列出货管控，帮助顺利铺垫五码产品提价过渡。

图3：高端酒批价走势（元/瓶）



数据来源：茅粉鲁智深、东吴证券研究所

图4：次高端酒批价走势（元/瓶）

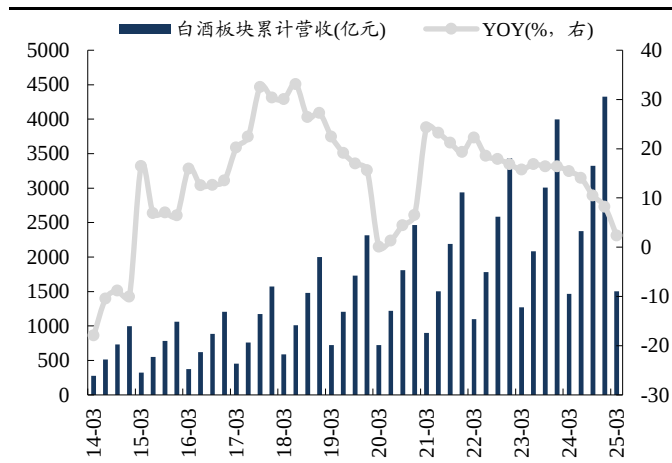


数据来源：今日酒价、东吴证券研究所

2. 收入端：逐步探底，分化加剧

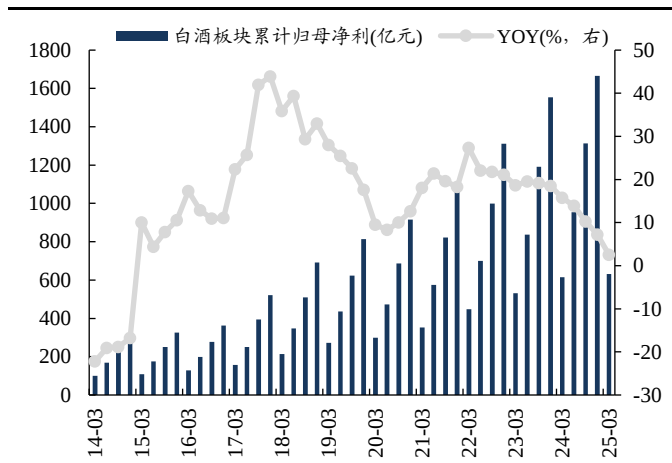
需求复苏进程波折，收入正增酒企持续“缩圈”。2024 年白酒板块营业收入同比增长 8.2%，归母净利润同比增长 7.2%，24H2 较 24H1 降速明显。

图5：白酒板块累计收入规模及增速（%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图6：白酒板块累计净利润规模及增速（%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

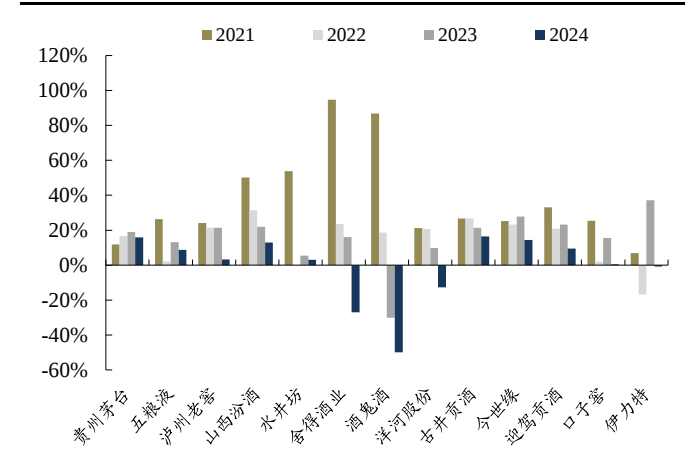
表1：白酒板块公司 2020-2024 年收入及归母净利润增速情况

证券简称	收入增速					归母净利润增速				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
高端	11.1%	14.2%	15.4%	16.5%	11.5%	14.9%	15.3%	19.1%	18.5%	11.3%
贵州茅台	10.3%	11.7%	16.5%	18.0%	15.7%	13.3%	12.3%	19.6%	19.2%	15.4%
五粮液	14.4%	15.5%	11.7%	12.6%	7.1%	14.7%	17.2%	14.2%	13.2%	5.4%
泸州老窖	5.3%	24.0%	21.7%	20.3%	3.2%	29.4%	32.5%	30.3%	27.8%	1.7%
次高端	9.9%	53.2%	24.3%	14.1%	2.6%	36.7%	77.2%	39.2%	16.4%	-0.6%
山西汾酒	17.6%	42.8%	31.3%	21.8%	12.8%	56.4%	72.6%	52.4%	28.9%	17.3%
水井坊	-15.1%	54.1%	0.9%	6.0%	5.3%	-11.5%	64.0%	1.4%	4.4%	5.7%
舍得酒业	2.0%	83.8%	21.9%	16.9%	-24.4%	14.4%	114.3%	35.3%	5.1%	-80.5%
酒鬼酒	20.8%	87.0%	18.6%	-30.1%	-49.7%	64.1%	81.7%	17.4%	-47.8%	-97.7%
区域酒	-6.1%	22.6%	19.1%	16.6%	2.1%	-3.4%	13.7%	23.0%	18.1%	-7.6%
洋河股份	-8.8%	20.1%	18.8%	10.0%	-12.8%	1.3%	0.3%	24.9%	6.8%	-33.4%
古井贡酒	-1.2%	28.9%	25.9%	21.2%	16.4%	-11.6%	23.9%	36.8%	46.0%	20.2%
今世缘	5.1%	25.1%	23.1%	28.0%	14.3%	7.5%	29.5%	23.3%	25.3%	8.8%
迎驾贡酒	-8.6%	32.6%	19.6%	22.1%	8.5%	2.5%	45.0%	23.0%	34.2%	13.4%
口子窖	-14.1%	25.4%	2.1%	16.1%	0.9%	-25.8%	35.4%	-10.2%	11.0%	-3.8%
老白干酒	-10.7%	11.9%	15.5%	13.0%	1.9%	-22.7%	24.5%	81.8%	-5.9%	18.2%
金徽酒	5.9%	3.3%	12.5%	26.6%	18.6%	22.4%	-2.0%	-13.7%	17.3%	18.0%
其他	-19.4%	16.6%	-9.9%	29.6%	-10.7%	6.4%	-29.3%	-74.4%	660.3%	-82.7%
金种子酒	13.5%	16.7%	-2.1%	23.9%	-37.0%	133.9%	-339.8%	-12.4%	88.2%	-1067.2%
伊力特	-21.7%	7.5%	-16.2%	37.5%	-1.3%	-23.5%	-8.5%	-47.1%	105.5%	-15.9%
天佑德酒	-39.1%	38.0%	-7.0%	23.5%	3.7%	-418.7%	154.9%	19.0%	18.4%	-53.0%
合计	6.5%	19.3%	16.8%	16.4%	8.2%	12.6%	18.2%	21.1%	18.5%	7.2%

数据来源：wind、东吴证券研究所

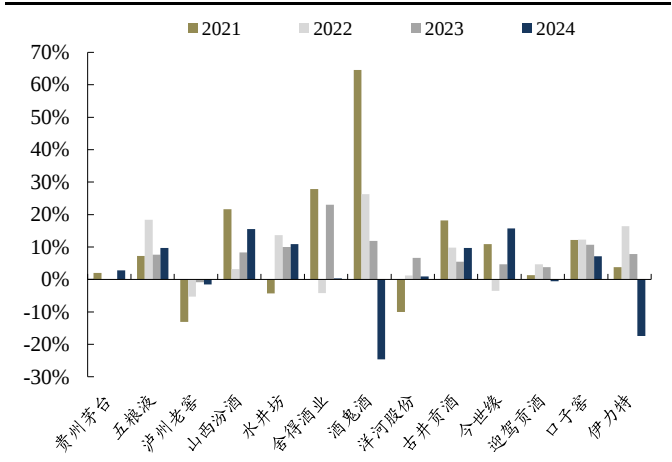
从收入驱动看，2024 年多数酒企核心产品均加强经销商管控，并做适当汰换，逆势环境下更强调绑定核心优商，共同驱动网点下沉及单点卖力提升；招商增量主要来自非主品（主要是中高档价位）的扩张补充。

图7：主要酒企酒类收入同比增幅



数据来源：wind、东吴证券研究所

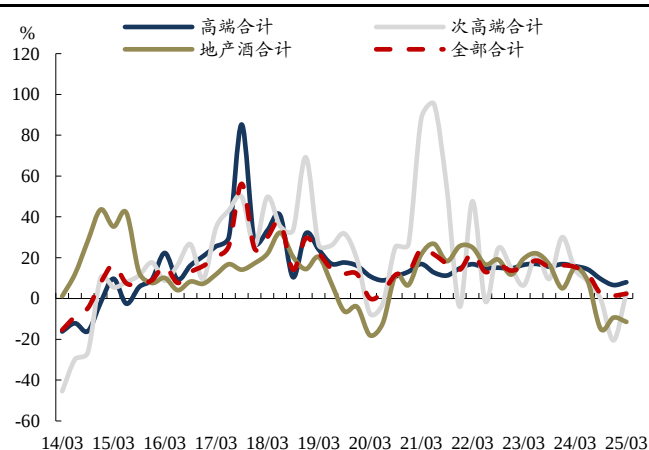
图8：主要酒企经销商数量同比增幅



数据来源：wind、东吴证券研究所

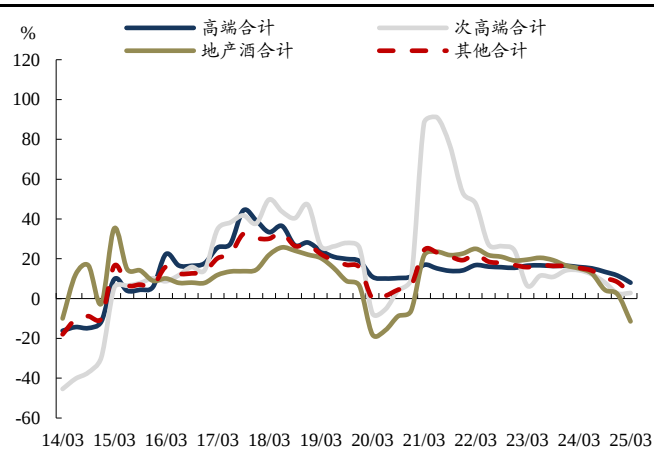
分季度看，24H2 以来次高端持续承压，高端、区域酒亦环比走弱，个体分化持续加剧。24Q1~25Q1 白酒板块单季度收入同比增速分别为 15.4%、12.0%、2.3%、1.4%、2.3%；以 2019 年为基准，单季收入 CAGR 分别为 15.2%、12.8%、10.0%、8.9%、13.0%。高端酒普遍加强精准调控，核心主品投放谨慎控量；二线次高端酒企动销持续承压，渠道巩固及 C 端培育有待长期积累；区域酒内部分化有所加大，1 是中低档价位需求拖累开始显现，2 是各酒企增速要求及库存水位差异拉大，25Q2~Q3 或是库存压力测试的重要观察窗口。

图9：白酒子版块单季收入增速(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图10：白酒子版块季度累计收入增速(%)



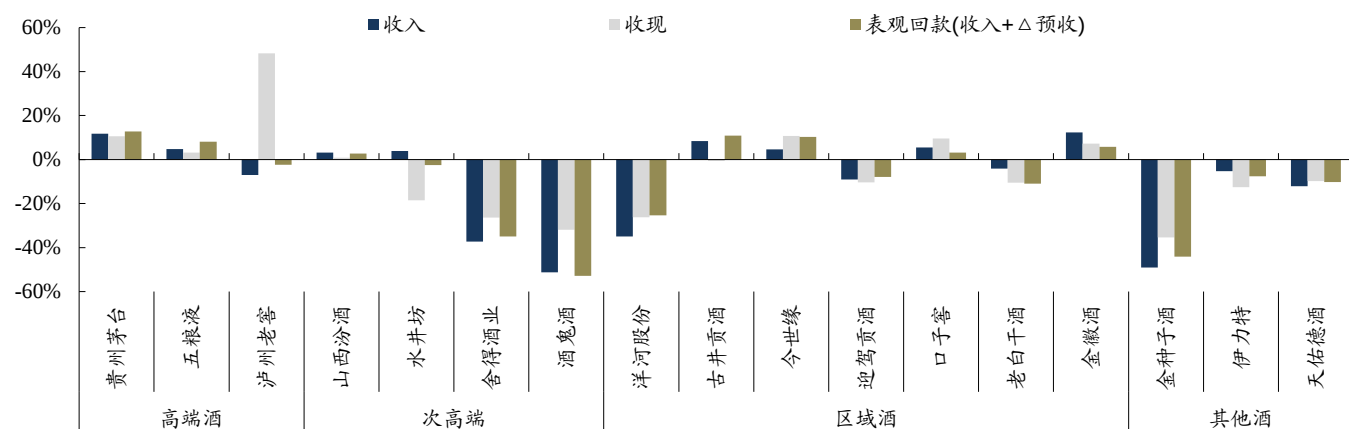
数据来源：wind、东吴证券研究所

24Q4+25Q1 多数酒企收现增速<表观回款增速<收入增速，且合同负债余额同比下降，显示渠道现金打款压力持续显现，市场对后续收入增速兑现余力存在担忧。24Q1~25Q1 白酒板块收现（TTM）同比增速分别为 14.3%、16.9%、11.7%、6.1%、7.3%，表观回款（收入+△预收，TTM）同比增速分别为 16.6%、16.7%、12.7%、15.9%、4.6%。下游动销表现疲软，经销商现金周转持续承压，部分酒企已主动调控舒压，例如，五泸为保障渠道周转及库存健康，已主动调减渠道票据授信额度，收现比保持在良性水平。

销售端，多数公司表观回款增速与收入增速基本匹配，预收账款余额回落至周期性低位：1）高端酒回款节奏相对保持稳定，24Q4+25Q1 茅五泸表观回款分别同增 12.8%、8.2%、-2.3%。2）次高端酒企持续分化。24Q4+25Q1 山西汾酒表观回款同比略增，水井坊、舍得、酒鬼酒同比有不同程度下滑。3）区域酒回款边际走弱。24Q4+25Q1 古井、今世缘表观回款表现较好，分别同增 10.8%、10.4%。

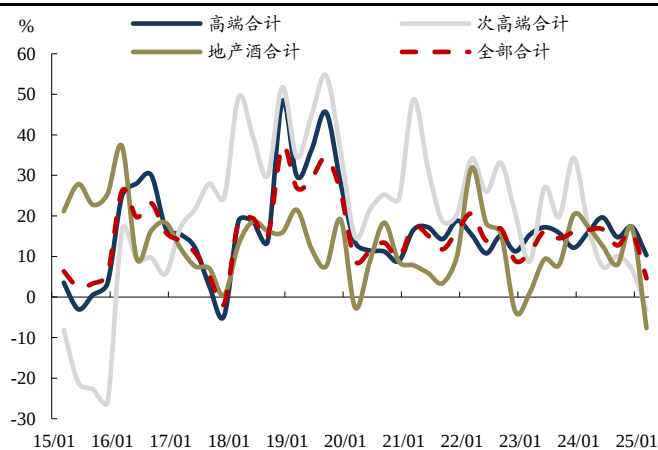
收现端，龙头酒企开始注重维护收现质量，避免发生信用风险：1）高端酒报表收现比基本保持良性水平，五泸对传统渠道的打款折扣及票据支撑均有收紧。2）次高端酒企收现比涨跌互现，酒鬼、舍得大力控货去库，目前报表收现、回款及收入增速已趋于一致，静待后续需求修复；汾酒、水井坊回款持续推进，相应辅以一定的授信支持。3）区域酒收现比也均有不同程度回落，为保障渠道份额，2025 开年继续推进授信支持。

图11: 酒企 24Q4+25Q1 收入、收现、订单 (收入+Δ预收) 同比增速对比



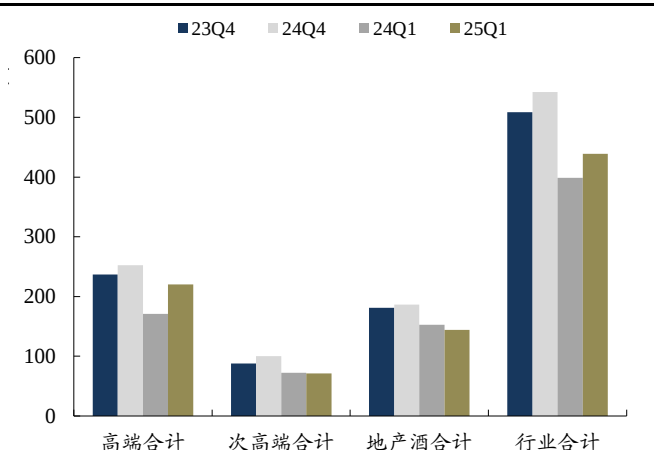
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图12: 白酒子版块单季订单额 (收入+Δ预收) 同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

图13: 白酒子版块合同负债余额 (亿元) 对比



数据来源: wind、东吴证券研究所

表2: 白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)

简称	总营收增速-TTM						表观回款 (收入+Δ预收) 增速--TTM					
	22Q3	23Q1	23Q3	24Q1	24Q3	25Q1	22Q3	23Q1	23Q3	24Q1	24Q3	25Q1
全行业	19.1%	14.9%	16.6%	16.2%	12.9%	4.0%	16.9%	11.1%	14.5%	16.6%	12.7%	4.6%
高端	15.0%	15.4%	15.6%	16.3%	15.0%	9.2%	15.1%	15.4%	15.8%	16.0%	14.8%	10.3%
贵州茅台	13.0%	16.7%	15.9%	17.9%	18.5%	13.6%	16.0%	13.8%	12.8%	18.8%	17.8%	12.3%
五粮液	15.8%	11.7%	12.8%	12.1%	9.2%	5.0%	12.2%	16.8%	17.2%	8.8%	11.9%	11.5%
泸州老窖	24.2%	20.4%	22.6%	20.4%	13.8%	-1.4%	19.6%	19.8%	27.5%	23.6%	8.3%	-2.2%
次高端	42.8%	10.5%	19.6%	17.0%	11.1%	-1.2%	33.1%	8.8%	19.7%	17.6%	10.0%	-3.1%
山西汾酒	38.3%	22.4%	25.4%	21.9%	20.9%	7.6%	34.3%	18.8%	22.3%	25.6%	20.1%	4.0%
水井坊	37.5%	-14.5%	6.2%	22.4%	-1.5%	4.2%	34.4%	-13.3%	6.9%	21.5%	-5.6%	-3.1%
舍得酒业	68.0%	6.3%	15.6%	15.7%	6.0%	-32.6%	29.6%	14.3%	26.6%	0.1%	4.2%	-27.3%
酒鬼酒	46.4%	-20.7%	7.7%	-29.1%	-34.5%	-46.0%	28.6%	-29.6%	10.7%	-26.2%	-34.0%	-45.3%
地产酒	22.6%	17.5%	18.4%	15.0%	7.9%	-7.9%	15.8%	1.2%	7.9%	17.3%	8.0%	-7.6%
洋河股份	20.5%	15.3%	16.6%	6.9%	-5.1%	-31.0%	14.3%	-6.9%	0.3%	13.1%	1.8%	-25.0%
古井贡酒	28.6%	25.0%	26.2%	21.8%	18.6%	11.3%	16.6%	5.3%	15.0%	20.8%	13.7%	7.6%
今世缘	27.7%	24.3%	23.8%	26.0%	22.9%	9.2%	31.7%	13.8%	14.3%	24.0%	14.7%	6.9%

迎驾贡酒	31.5%	16.8%	19.8%	21.9%	17.0%	-0.9%	30.7%	16.2%	20.8%	21.5%	13.5%	-1.9%
口子窖	19.3%	4.8%	1.9%	13.3%	8.1%	-1.3%	8.4%	6.0%	2.3%	10.7%	7.6%	-1.9%
老白干酒	16.9%	13.6%	11.5%	13.4%	8.8%	0.2%	1.8%	-1.9%	6.6%	13.6%	2.2%	-11.4%
金徽酒	-0.6%	10.8%	23.8%	24.1%	20.9%	11.9%	3.4%	1.8%	25.2%	31.8%	14.7%	2.5%
其他	2.5%	-9.4%	9.9%	29.1%	9.0%	-19.3%	0.8%	-8.4%	10.8%	26.3%	8.4%	-18.7%
金种子酒	11.1%	1.0%	9.9%	14.4%	2.0%	-44.9%	10.5%	13.9%	12.5%	1.8%	2.0%	-39.9%
伊力特	-10.4%	-13.8%	11.6%	33.6%	13.9%	-6.7%	-12.2%	-19.7%	8.8%	38.4%	16.3%	-8.6%
天佑德酒	20.5%	-13.1%	7.1%	40.5%	8.7%	-13.4%	18.9%	-11.3%	12.5%	40.1%	2.7%	-14.2%

数据来源：wind、东吴证券研究所

表3：白酒子板块销售收现同比增速及收现比情况（%）

简称	收现增速-TTM						收现比-TTM					
	22Q3	23Q1	23Q3	24Q1	24Q3	25Q1	22Q3	23Q1	23Q3	24Q1	24Q3	25Q1
全行业	15.5%	12.0%	14.6%	14.3%	11.7%	7.3%	1.22	1.11	1.20	1.09	1.19	1.12
高端	13.9%	18.8%	19.5%	14.5%	14.6%	14.1%	1.19	1.13	1.23	1.11	1.23	1.16
贵州茅台	18.1%	12.8%	14.7%	20.2%	16.8%	10.5%	1.20	1.08	1.19	1.10	1.17	1.07
五粮液	2.6%	31.3%	27.6%	1.9%	16.9%	20.2%	1.15	1.25	1.30	1.13	1.39	1.30
泸州老窖	31.8%	12.1%	20.0%	29.2%	-2.9%	14.8%	1.27	1.00	1.25	1.07	1.06	1.25
次高端	24.2%	-2.0%	-0.7%	12.0%	11.3%	-2.3%	1.28	1.05	1.06	1.00	1.06	0.99
山西汾酒	29.8%	3.1%	6.3%	16.4%	18.2%	4.9%	1.33	1.05	1.12	1.00	1.10	0.97
水井坊	8.8%	-11.9%	-8.4%	20.2%	10.1%	-9.5%	1.18	1.15	1.01	1.13	1.13	0.98
舍得酒业	19.0%	-2.1%	1.0%	9.5%	-2.1%	-22.3%	1.22	1.04	1.07	0.98	0.99	1.13
酒鬼酒	20.1%	-23.8%	-40.5%	-35.6%	-34.4%	-33.7%	1.23	0.97	0.68	0.88	0.68	1.08
地产酒	16.7%	2.2%	9.4%	14.8%	4.0%	-8.1%	1.28	1.07	1.19	1.07	1.14	1.06
洋河股份	16.0%	-6.2%	-1.9%	12.8%	-3.8%	-26.0%	1.34	1.03	1.13	1.09	1.14	1.17
古井贡酒	25.2%	6.9%	17.5%	13.0%	11.8%	7.8%	1.26	1.05	1.18	0.98	1.11	0.94
今世缘	28.1%	17.0%	13.6%	17.5%	11.1%	6.9%	1.45	1.21	1.33	1.13	1.21	1.10
迎驾贡酒	22.2%	20.3%	26.8%	17.4%	9.0%	-3.4%	1.22	1.17	1.29	1.12	1.21	1.09
口子窖	0.4%	7.9%	26.4%	12.9%	-1.2%	4.4%	0.93	0.98	1.16	0.97	1.06	1.03
老白干酒	0.5%	-7.1%	5.4%	20.4%	6.8%	-9.1%	1.21	1.07	1.14	1.13	1.12	1.03
金徽酒	-4.6%	1.7%	31.9%	28.4%	7.1%	3.6%	1.30	1.15	1.38	1.19	1.23	1.10
其他	5.8%	-7.8%	0.2%	16.4%	-10.3%	-21.9%	1.30	1.12	1.18	1.01	0.97	0.98
金种子酒	50.2%	19.6%	0.2%	-16.6%	-51.2%	-47.9%	1.46	1.21	1.33	0.88	0.64	0.84
伊力特	-7.3%	-23.1%	-9.8%	30.9%	14.3%	-12.8%	1.30	1.04	1.05	1.02	1.06	0.95
天佑德酒	-10.1%	-7.2%	20.5%	39.0%	5.9%	-14.1%	1.09	1.14	1.23	1.13	1.20	1.12

数据来源：wind、东吴证券研究所

2.1. 高端白酒：总体稳健，同步加强节奏调控

高端酒企 24H2 以来主动降速舒压，25Q1 平稳开局。2024 年茅台、五粮液、老窖营收分别同增 16%、7%、3%，扣非归母净利分别同增 15%、5%、2%，高端品牌仍有较强的渠道掌控力，报表质量及收入兑现相对稳健。2025Q1 茅台、五粮液、老窖营收分别同增 11%、6%、2%，扣非归母净利分别同增 12%、6%、1%，茅五泸开门红回款推进相对顺利，动销环比趋稳。

贵州茅台：节奏得当，开局顺利。2024 年茅台酒实现收入 1459.3 亿元，同增 15.3%，量/价分别同增 10.2%/4.6%，量价表现略弱于年初预期，主因年内非标产品批价承压，公司及时调整产品结构，增量更多向多规格装普飞倾斜。系列酒实现收入 246.8 亿元，同增 19.7%，量/价分别同增 18.5%/1.0%。其中，茅台 1935 完成销售额 120 亿元，同增近 10%；估算其他系列酒收入同增约 25%+，主要由王子酒贡献增量。25Q1 茅台酒收入同增 9.7%，主要系公斤装茅台、生肖等增量较多；系列酒收入同增 18.3%，1 是 1935 费用政策调整后，大商利润得到保障，开门红配额执行顺利推进；2 是茅台王子酒加快铺货放量。在集团十四五目标下，2025 年公司规划收入同增 9%，预计将进一步优化产品及渠道配称以挖掘收入增量：其中，茅台酒通过精准调控直营、经销渠道产品结构及发货节奏，成功呵护普飞 24Q4~25Q1 批价表现平稳。25M4 以来伴随配额节奏持续加快，普飞批价向下波动，公司亦快速跟进市场巡查并加强监管力度，适当调控自营店给货节奏，强化渠道价格维护信心。系列酒进一步强化单品打造，①茅台 1935 规划 2025 年收入增速边际提振，伴随渠道配额及市场投入政策调整，目前量价表现保持积极。②茅台王子酒渠道扩张加速推进，帮助做强中高端大众消费市场份额。在更多元化的产品结构支撑下，看好公司普飞量价统筹更显从容。

五粮液：24 年稳健收官，25 年改革风劲。2024 年营收/归母净利润分别为 891.8/318.5 亿元，同比+7.1%/+5.4%；25Q1 营收/归母净利润 369.4/148.6 亿元，同比+6.1%/+5.8%。2024 年公司紧扣“抓动销、稳价格、提费效、转作风”方针，通过丰富五粮液产品矩阵、核心终端扩容提质等手段，帮助推动八代普五量价基本保持稳定，经销商库存更趋良性。24FY 公司酒类收入同增 8.7%，五粮液全年收入同增 8.1%，量价分别同比+7.1%/+0.9%。其中，1618 在扫码红包及宴席投入驱动下，估算同比实现双位数增长；八代普五伴随宏观需求趋冷，估算全年同比实现低单增长，24H2 出货管控收紧，但提价贡献有所放大（24H1、H2 五粮液收入分别同比+11.4%、+3.8%，吨价分别同比-0.6%、+3.0%）；其他酒全年收入同增 11.8%，量价分别同比+0.1%、11.7%，其中 H1、H2 分别同比价增 54.7%、-21.3%，上下半年产品结构波动较大。公司于 2025 年 1 月初即宣布对传统渠道停货，随后要求按统一规则调减传统渠道配额，减量部分转由新成立的专营公司承接，以直销形式开拓团购销量，帮助强化公司销售主导权、优化资源统筹和厂商利益绑定，以更好实现精准营销。

泸州老窖：经营稳健，分红上修凸显长期价值。2024 年公司营收/归母净利润 312.0/134.7 亿元，同增 3.2%/1.7%；25Q1 公司营收/归母净利润 93.5/45.9 亿元，同增 1.8%/0.4%。2024 作为公司的“数字化攻坚年”，公司在扫码开瓶及会员数据资产方面实现快速积累，核心单品扫码开瓶率已达到近 30%，消费场景建设及渠道全链路管理更加得心应手。分产品看：2024 年中高档酒收入同比+2.8%，量/价分别同比+14.4%、-10.2%，估算特曲 60 保持同比双位数以上增长，国窖同比实现低单增长，老字号特曲、窖龄收入同比下滑；2024 年其他酒收入同比+7.2%，量/价分别同比+3.5%、+3.5%，光瓶头曲经过前期库存消化，Q4 增速环比修复。24Q4 公司整体营收同比下滑 16.9%，主系销售公

司 10 月扎帐后持续停货，以便渠道去库纾压，更好巩固价格体系。25Q1 公司收入同比 +1.8%，其中估算头曲同比增长较快，国窖、特曲 60 同比略增，窖龄、老字号特曲同比阶段性承压。伴随公司 C 端营销策略日益精进，餐酒融合、AC/BC 联动等营销工具应用渐入佳境，2025 春节公司华北、四川主销区开瓶氛围保持积极，3 月以来春雷行动对终端及 VIP 客户抓抢一马当先，进一步推动渠道下沉及单点提升。目前伴随春雷行动收官，公司全系产品及时停货消化，以便为端午宴席季回款动销打好基础，节奏把握从容有序。

2.2. 次高端白酒：底部承压分化加剧，尚待需求修复

次高端酒企底部承压分化加剧，商务需求尚有待恢复。2024 年次高端上市酒企（汾酒、舍得、酒鬼、水井 4 个标的）合计总营收、归母净利润增速分别为 +2.6%、-0.6%。其中汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒收入同比分别为 +12.8%、+5.3%、-24.3%、-49.7%，利润同比分别为 +17.3%、+5.7%、-80.5%、-97.7%，2025Q1 次高端上市酒企（汾酒、舍得、酒鬼、水井 4 个标的）合计总营收、归母净利润同比分别为 +2.8%、+2.0%。其中汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒收入同比分别为 +7.7%、+2.7%、-25.1%、-30.3%，利润同比分别为 +6.2%、+2.1%、-37.1%、-56.8%、汾酒全国化及产品周期仍处上升通道，彰显香型、品牌、产品矩阵等多重因素下的阿尔法属性。

山西汾酒：步稳行健，笃志进取。2024 年收入/归母净利润分别同增 12.8%/17.3%，25Q1 收入/归母净利润分别同增 7.7%/6.2%。24FY 步稳行健，腰部、青花均有较快增长，公司酒类收入同增 13.0%，其中青花同增约 15%，估算复兴版同比回落，青 20/25 增速快于青花整体；腰部产品同增近 20%，老白汾增速快于巴拿马；玻汾经过 Q4 控货，全年增速降至持平左右。25Q1 酒类收入同增 7.7%，估算青花增速与整体基本一致，青 26 带动高价位青花增长修复，青 20 实现高单增长；腰部产品同比双位数增长保持引领；玻汾在全年控量基调下，开年同比略增。省内、省外收入同增 8.7%、7.2%，省外为夯实价盘体系，开门红节奏仍适度控制，预计后续季度省内外增速差异将逐步显现。

舍得酒业：收入环比趋稳，降本减支推进坚决。2024 年公司实现营收/归母净利润 53.6/3.5 亿元，同比分别 -24.3%/-80.5%，全年业绩承压，主因次高端需求不振，公司坚持“控量稳价”策略，更多着眼动销去库。25Q1 实现营收 15.8 亿元，同比 -25.1%；实现归母净利润 3.5 亿元，同比 -37.1%，25Q1 净利率表现略好于此前预期，主系税金率及毛利率表现好于预期。2025 年，公司对重点市场继续聚焦 7 个有 2-3 亿规模基础的城市（成都、绵阳、遂宁、廊坊、德州、唐山等），成立专项工作组推动完善渠道网格化覆盖及产品多价位布局，旨在不利环境下优先打造业绩护城河，以夯实未来发展基石；对培育型市场规划“以点带面”，深耕杭嘉湖、苏锡常等地区以打造桥头堡市场，并梳理 200 个重点区县，以挖掘下沉市场消费潜力。25Q1 公司回款节奏环比趋稳，期待年内核心市场对公司收入持续发挥稳定托底作用。行业需求筑底阶段，次高端需求修复仍面临较

大挑战，期待公司以更拼搏进取的经营姿态，取得好于行业的业绩表现。

酒鬼酒：内调外养，强基树本。2024 年公司实现营收 14.2 亿元，同比-49.7%；归母净利 0.12 亿元，同比-97.7%；25Q1 实现营收 3.4 亿元，同比-30.3%；归母净利 0.32 亿元，同比-56.8%。当前市场环境及公司内部均处于调整期，公司持续坚定推进模式转型，聚焦突破、深度挖潜，期待未来营收规模止跌企稳。

水井坊：收入端保持稳定，毛销差表现积极。2024 年公司实现营业收入 52.17 亿元，同比增长 5.32%；实现归母净利 13.41 亿元，同比增长 5.69%；2025Q1 实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 2.7%；实现净利润 1.9 亿元，同比增长 2.2%。公司产品矩阵定位清晰，在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。需求承压阶段，次高端价位向下波动相对更为突出，公司中高端价位产品销售及渠道稳定性有所体现，产品动销基础好于其他全国化二线酒企。

2.3. 区域酒：降速去库舒压保质，皖酒景气相对靠前

徽酒、苏酒景气延续，龙头确定性仍强。2024 年区域酒上市公司整体营收、归母净利增速分别为+2.1%、-7.6%。2025Q1 地产酒整体收入、归母净利增速分别为-11.4%、-18.0%，其中中高档主力价位收入温和降速，基本符合预期，但中低档表现不及预期。

洋河股份：延续主动调整，静待经营改善。2024 年公司营收 288.76 亿元，同比-12.83%，归母净利润 66.73 亿元，同比-33.37%；25Q1 实现营收 110.66 亿元，同比-31.92%，归母净利润 36.37 亿元，同比-39.93%。25 年一季度延续主动调整，省内受竞品挤压预计份额持续收缩，期待公司保持战略定力，强管控促动销，重返良性增长轨道。

古井贡酒：业绩符合预期，延续韧性增长。2024 年营收 235.78 亿元，同比+16.41%，归母净利润 55.17 亿元，同比+20.22%，分产品来看，24 年年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼及其他营收分别同比+17.31%、+11.17%、+15.08%，我们预计古 16、古 8/古 7 实现高增，古 20、大众价位古 5 稳健增长。25Q1 实现营收 91.46 亿元，同比+10.38%，归母净利润 23.30 亿元，同比+12.78%，我们预计古 16/古 7 增速持续领先，古 8/古 5 维持双位数增长，古 20 维持稳健；省的古 8/古 5 支撑基本盘，持续发力宴席市场，省外重点聚焦古 7+古 5，省外增速与省内相当。公司一季度销售延续韧性增长，后续依托品牌、渠道优势内生增长动能仍足。

今世缘：24 年稳健收官，25 年务实进取。2024 年总营收 115.46 亿元，同比+14.31%，归母净利润 34.12 亿元，同比+8.80%，分产品来看，24 年特 A+类、特 A 类收入分别同比+15.2%、+16.6%，百元以上品牌维持双位数增势，预计 V6 增速领先，V3、单开/淡雅持续高增，对开、四开稳健双位数增长。25Q1 实现总营收 50.99 亿元，同比+9.17%，归母净利润 16.44 亿元，同比+7.27%，其中特 A+类、特 A 类收入分别同比+6.6%、+17.4%，春节旺季淡雅持续快速增长、开系动销保持稳健增长、V 系维持良性增长，节后对开系

控量保持量价均衡。公司 25Q1 延续韧性增长，全年规划总营收同比增长 5%-12%，经营节奏务实进取。

迎驾贡酒：中低档酒降速消化，洞藏势能保持积极。2024 全年实现收入 73.4 亿元，同增 8.5%；归母净利 25.9 亿元，同增 13.4%，24FY 中高档酒收入同增 13.8%，其中估算洞藏保持约 20%+增速，金银星同比低单下滑；普酒收入同降 6.5%。24Q4 中高档、普酒收入同比+1.7%、-28.5%，系金银星、普酒降幅加深拖累。25Q1 实现收入 20.5 亿元，同比-12.3%；归母净利 8.3 亿元，同比-9.5%，25Q1 公司酒类收入同比-12.3%，估算金银星、普酒同比下滑明显（普酒同比-32.1%），洞藏保持中高单增速（24Q1 增幅偏高）。中低档酒收入降幅加深，1 是产品老化且大众需求不振，2 是公司主动调整出清部分低端品项。公司作为省内大众消费的主力品牌，消费认知积累深厚，洞藏系列拾级而上路径清晰，看好未来仍有广阔空间。

金徽酒：业绩符合预期，结构升级延续。2024 年公司实现营业收入/归母净利润分别为 30.21/3.88 亿元，同比+18.59%/+18.03%；2025Q1 营业收入 11.08 亿元，同比+3.04%；归母净利润 2.34 亿元，同比+5.77%，分产品看，100 元以下/100-300 元/300 元以上产品收入分别实现 2.21/6.3/2.45 亿元，同比-31.7%/+14.24%/+28.14%，销售占比分别为 30%/52%/18%，其中 300 以上、100~300 元价位带占比分别同比+4.4pct、+5.8pct，预计增速表现年份系列>柔和系列>星级系列，节庆期间用酒档次提升、推动百元以上产品实现较快增长。2025 年公司目标力争实现营业收入 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元。

表4：白酒子板块单季收入增速情况（%）

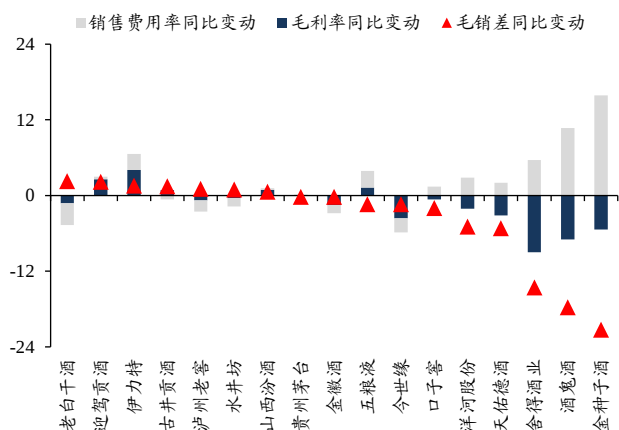
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
高端合计	15.84	14.24	9.59	6.60	7.99
次高端合计	14.22	8.50	-0.38	-20.50	2.81
地产酒合计	15.15	8.41	-14.92	-9.35	-11.45
其他合计	13.29	-9.42	-31.47	-25.31	-14.28
全部合计	15.43	11.98	2.34	1.41	2.35

数据来源：wind、东吴证券研究所

3. 利润端：毛销差及税率承压，净利率同比回落

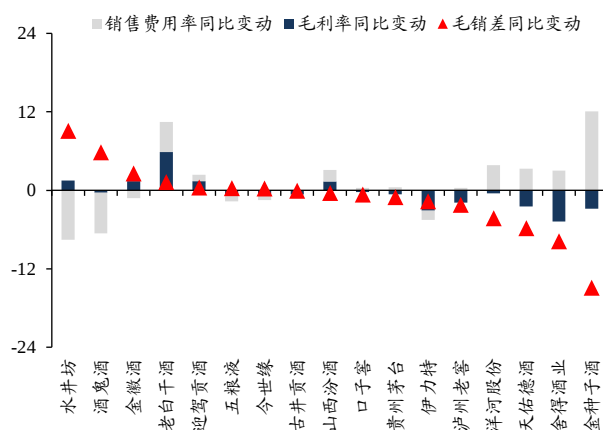
24FY 及 25Q1 上市酒企毛、销普遍承压。我们统计 17 家白酒上市公司中，24FY 及 25Q1 净利润增速快于营收增速的分别有 6、2 家，24 全年、25Q1 毛利率增幅改善的酒企分别各有 5 家。

图14: 24FY 白酒个股毛销差同比变动 (pct)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图15: 25Q1 白酒个股毛销差同比变动 (pct)

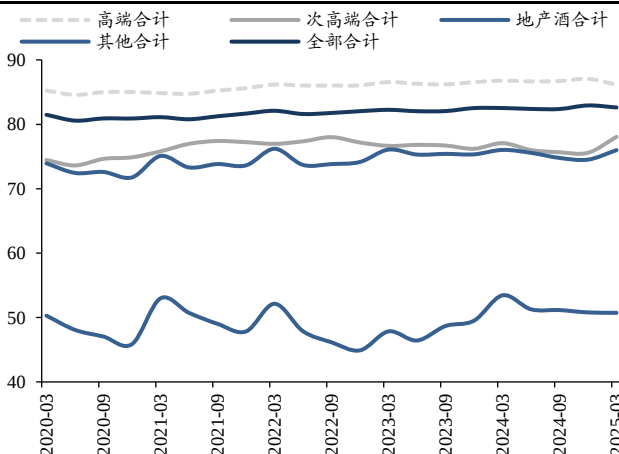


数据来源: wind、东吴证券研究所

3.1. 毛利率: 多数酒企同比回落, 产品结构及吨价均有承压

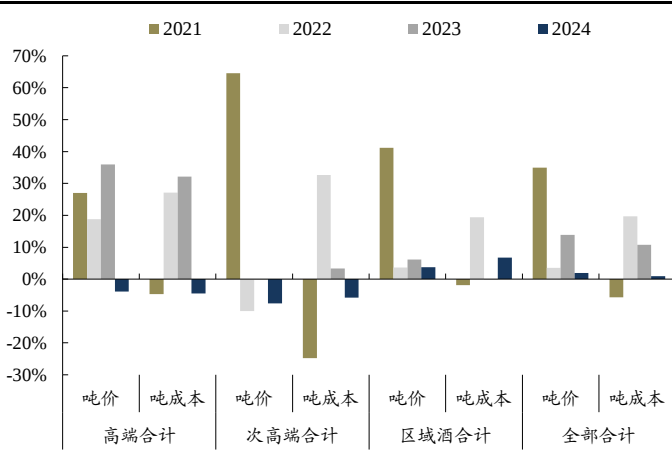
2024 年白酒板块毛利率为 82.93%, 同比提升 0.41pct; 25Q1 板块毛利率为 82.61%, 同比提升 0.09pct; 主系龙头酒企收入占比提升拉动。各家酒企毛利率普遍承压, 24FY 吨价增幅普遍降速, 主系批价下行背景下, 酒企适当放大货折支持, 同时扫码红包瓶均金额也在上升。25Q1 次高端中的山西汾酒(毛利率同比+1.34pct)、水井坊(同比+1.50pct), 区域酒中的迎驾贡酒(同比+1.40pct)、老白干酒(同比+5.86pct)、金徽酒(同比+1.41pct), 提升显著。

图16: 白酒子板块累计毛利率 (%)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图17: 白酒子板块年度销售吨价及吨成本涨幅



数据来源: wind、东吴证券研究所

毛销差角度来看, 25Q1 白酒板块单季度毛销差同比下降 0.16pct。1) 25Q1 高端毛销差同比-0.46pct, 同期毛利率同比-0.64pct, 茅五主要系产品结构影响, 老窖与货折调整有关。2) 25Q1 次高端毛销差同比提升 0.20pct, 同期毛利率提升 0.97pct, 汾酒产品结

构保持向上趋势，销售费率由于老白汾、青 26 新品导入阶段性有所放大。

表5：白酒子板块单季毛利率同比变动情况（pct）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
高端合计	0.22	0.58	0.84	0.59	-0.64
次高端合计	0.43	-3.13	-1.65	1.01	0.97
地产酒合计	-0.05	0.76	-3.35	-1.93	-0.03
其他合计	5.60	2.95	-3.89	-2.48	-2.72
全部合计	0.28	0.46	0.24	0.84	0.09

数据来源：wind、东吴证券研究所

表6：白酒子板块单季毛销差同比变动情况（pct）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
高端合计	-0.17	-0.33	0.23	0.19	-0.46
次高端合计	1.54	-4.19	-0.42	-4.91	0.20
地产酒合计	-0.33	0.33	-5.55	-5.72	-2.70
其他合计	5.99	-5.62	-11.66	-15.25	-4.73
全部合计	0.13	-0.31	0.08	0.15	-0.16

数据来源：wind、东吴证券研究所

3.2. 费用率：销售费率小幅略增，管理费率持续优化

销售费率方面，24FY/25Q1 白酒企业销售费率分别提升 0.34pct/0.24pct 至 10.39%/8.28%。管理费率方面，24FY/25Q1 白酒企业管理费率分别下滑 0.35pct/0.27pct 至 5.10%/3.36%。销售费率增幅相对可控，主因控量稳价背景下，酒企费用投放相对审慎，普遍加强费用项目制审批，强调精准投放。此外，酒企管理费用亦普遍加强管控，毛销受损背景下，通过总部降本减支保障效益。

表7：酒企单季销售费率同比变动（pct）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
高端合计	0.40	0.90	0.60	0.39	-0.18
次高端合计	-1.11	1.06	-1.23	5.92	0.77
地产酒合计	0.27	0.43	2.20	3.79	2.67
其他合计	-0.39	8.57	7.77	12.77	2.01
全部合计	0.15	0.77	0.16	0.69	0.24

数据来源：wind、东吴证券研究所

表8：酒企单季管理费率同比变动（pct）

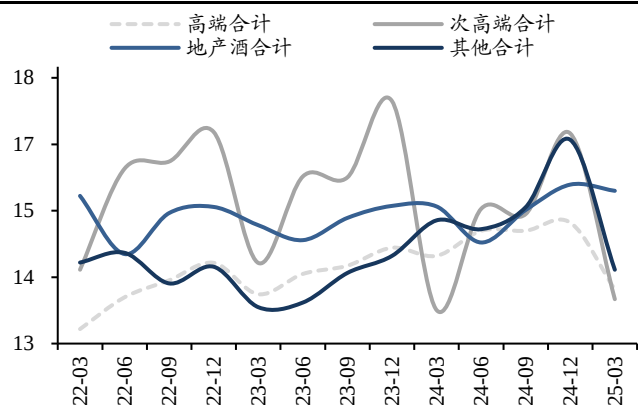
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
高端合计	-0.59	-0.73	-0.37	-0.69	-0.48
次高端合计	-0.15	-0.02	0.41	2.83	-0.41
地产酒合计	-0.62	0.15	1.18	2.27	0.46
其他合计	0.09	-0.76	3.90	2.09	-0.56
全部合计	-0.53	-0.48	-0.00	-0.06	-0.27

数据来源：wind、东吴证券研究所

3.3. 税金及附加比率：24FY 存在上行扰动，25Q1 边际趋稳

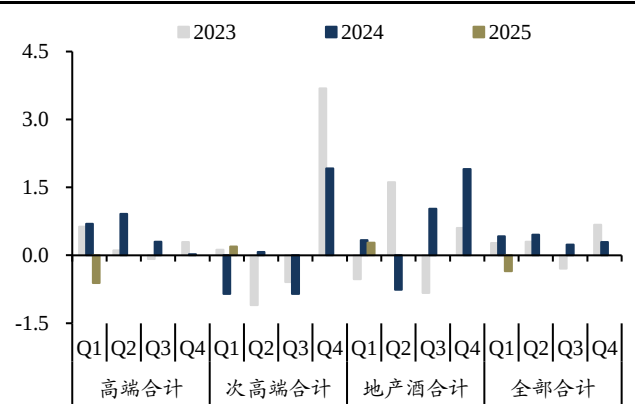
税率方面，2024 年白酒上市公司税金及附加比率为 15.51%，同比提升 0.32pct，与税收环境变化有关。2025Q1 板块营业税率同比-0.35pct，与生产/销售节奏变化有关。

图18：白酒子板块季度累计营业税率(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图19：白酒子板块单季营业税率同比变化 (pct)



数据来源：wind、东吴证券研究所

3.4. 利润增速：同比回落，毛销差及税率均有拖累

利润增速方面，24FY 高端（11.31%）>次高端（-0.60%）>地产酒（-7.57%），25Q1 高端（8.47%）>次高端（2.03%）>地产酒（-18.04%）。产品结构回落、价盘承压、动销不畅，酒企毛销差经历下行考验，同时税金扰动进一步拖累净利率表现。

表9：白酒子板块单季归母净利润同比增速情况（%）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
高端合计	15.21	13.17	9.19	7.17	8.47
次高端合计	20.93	-6.97	-2.04	-58.75	2.03
地产酒合计	13.87	8.68	-29.64	-83.11	-18.04
其他合计	54.50	-92.92	-237.85	-219.95	-39.37
全部合计	15.72	10.64	1.71	-2.76	2.55

数据来源：wind、东吴证券研究所

表10：白酒子板块单季扣非归母净利润同比增速情况（%）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
高端合计	15.49	12.84	9.40	6.99	8.59
次高端合计	20.58	-5.79	-1.22	-54.88	2.71
地产酒合计	15.26	9.96	-34.78	-68.83	-18.29
其他合计	54.85	-115.33	-300.22	-245.03	-39.63
全部合计	16.14	10.70	1.16	-1.31	2.68

数据来源：wind、东吴证券研究所

表11: 白酒子板块单季扣非净利润同比增速-收入同比增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
高端合计	-0.35	-1.40	-0.19	0.39	0.60
次高端合计	6.36	-14.28	-0.84	-34.37	-0.10
地产酒合计	0.10	1.54	-19.86	-59.48	-6.85
其他合计	41.56	-105.91	-268.75	-219.73	-25.35
全部合计	0.71	-1.28	-1.19	-2.72	0.33

数据来源: wind、东吴证券研究所

表12: 白酒上市公司 2025Q1 及 2024Q4 业绩概览

证券简称	25Q1				24Q4			
	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利润 (亿元)	YOY(%)	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利润 (亿元)	YOY(%)
贵州茅台	514.43	10.67	268.47	11.56	510.22	12.77	254.01	16.21
五粮液	369.4	6.05	148.6	5.80	212.6	2.53	69.22	-6.17
泸州老窖	93.52	1.78	45.93	0.41	68.93	-16.86	18.8	-29.86
山西汾酒	165.23	7.72	66.48	6.15	46.53	-10.24	8.93	-11.32
水井坊	9.59	2.74	1.9	2.15	14.29	4.68	2.16	-12.30
舍得酒业	15.76	-25.14	3.46	-37.10	8.97	-51.20	-3.23	-168.11
酒鬼酒	3.44	-30.34	0.32	-56.78	2.32	-66.20	-0.44	-163.67
洋河股份	110.66	-31.92	36.37	-39.93	13.6	-52.17	-19.05	-915.96
古井贡酒	91.46	10.38	23.3	12.78	45.09	4.85	7.71	-0.74
老白干酒	11.68	3.36	1.52	11.91	12.7	-10.03	2.31	-6.79
今世缘	50.99	9.17	16.44	7.27	16.04	-7.56	3.26	-34.84
迎驾贡酒	20.47	-12.35	8.29	-9.54	18.3	-5.00	5.83	-4.91
口子窖	18.1	2.42	6.1	3.59	16.53	9.02	3.45	-7.55
金徽酒	11.08	3.04	2.34	5.77	6.93	31.11	0.55	-2.05
金种子酒	2.96	-29.41	-0.39	-320.62	1.19	-69.90	-1.58	-1335.86
伊力特	7.96	-4.32	1.44	-9.29	5.49	-6.61	0.45	-59.64
天佑德酒	4.32	-17.96	0.68	-37.69	2.68	-0.49	-0.15	6.75

数据来源: wind、东吴证券研究所

4. 投资建议

白酒维持中期看好观点，位置比节奏重要。周期底部关注边际企稳信号，行业中观参考指标包括茅台批价稳定性、旺季动销验证以及渠道库存变化。面对需求复苏曲折的不利环境，龙头酒企渠道调控及供需匹配能力持续进化，通过数字化跟踪、加强直营等手段，对不同区域、不同价位的产品投放管理更趋精细，期待营销变革展现豹变效果。我们认为，在宏观平稳背景下，龙头酒企韧性增长仍具一定保障，经过春节动销检验，全年增速已具备一定能见度，估值性价比更趋清晰。当前多数优质酒企 25PE 位于 14~16x 区间，推荐优选业绩兑现稳健、估值安全边际较好的贵州茅台、山西汾酒，触底较为扎实的泸州老窖，五粮液，基本盘稳固的今世缘、古井贡酒及迎驾贡酒。

5. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济下行导致消费修复受阻，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动酒企持续出清，另一方面由于竞争加剧导致酒企盈利能力。

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>