

证券研究报告

2025年07月31日

行业报告：行业研究简报

白酒

深度调整期行业迎4大变化，重视白酒相对底部机会

作者：

分析师 张潇倩 SAC执业证书编号：S1110524060003

分析师 唐家全 SAC执业证书编号：S1110523110003



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

2025H1经济&政策双重影响下白酒行业迎5大变化，目前仍处深度调整阶段。

白酒行业为强 β 行业，2025H1受经济/消费仍偏弱&廉洁教育/限制饮酒相关文件出台影响，春节后淡季动销表现持续走弱，在新环境下，行业迎5大新变化：① 产品矩阵变化：在低度化/年轻化/高性价比趋势下，酒企相继重视低度产品序列化&中档价位序列化布局工作&产品品质升级；② 渠道持续升级：酒企通过组建平台公司加强渠道掌控，拥抱新渠道平衡线上线下；③营销：打破“红包”内卷，侧重培育新场景、新人群；④ 目标理性：头部酒企均以渠道健康&中长期发展方向，理性看待业绩增速目标。我们认为，白酒行业经历了“广告为王-渠道为王-品牌为王”阶段后，即将迎来“质价比”比拼阶段，在龙头酒企已凭借敏锐嗅觉提前布局背景下，行业集中度有望加速提升。

低估值/低预期/低持仓/高股息，重视龙头酒企相对底部机会。

虽当前板块仍处 β 偏弱&业绩承压阶段，但经历持续回调后，板块已呈现低估值、低预期、低持仓、高分红回报特点：洋河股份、泸州老窖、五粮液、古井贡酒等酒企股息率已经达到4%以上相对较高水平，贵州茅台股息率也达到3.55%的较高水平。我们认为，后续随着大众消费逐步修复&龙头酒企在综合实力方面优势持续凸显，拥有强壁垒的公司有望率先实现价值重估修复，建议重视强品牌、强韧性的白酒龙头相对底部机会。

投资建议：

我们认为，板块PE修复或先于EPS修复，预计26Q2板块业绩低基数背景下或迎EPS层面拐点，重视当前板块投资机会。建议关注：①价值主线：强品牌、强需求韧性且分红回报可观的贵州茅台、五粮液、山西汾酒等；②弹性主线：政策&需求端变化带来的潜在预期修复机会，泸州老窖、山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊、华致酒行、珍酒李渡等。

风险提示：经济复苏不及预期/外资持续流出风险/产业政策风险/终端需求恢复不及预期/消费升级不及预期/市场需求变化风险/行业竞争加剧/消费税或生产风险/食品安全风险/批价表现不及预期/经营决策失误或组织不力风险。

目录

1、 25H1酒企多维突破应对行业调整	4 页
2、 强品牌龙头分红回报具备吸引力	11 页
3、 投资建议	16 页
4、 风险提示	18 页

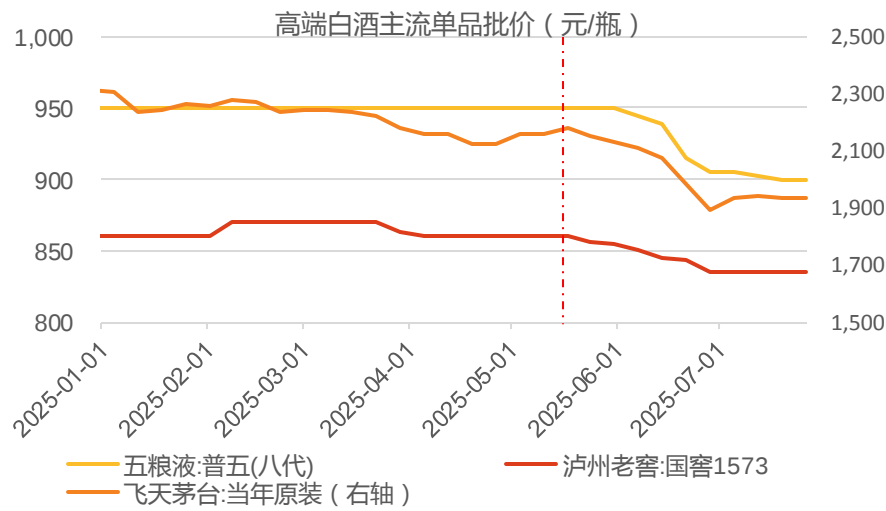
1

25H1酒企多维突破应对行业调整

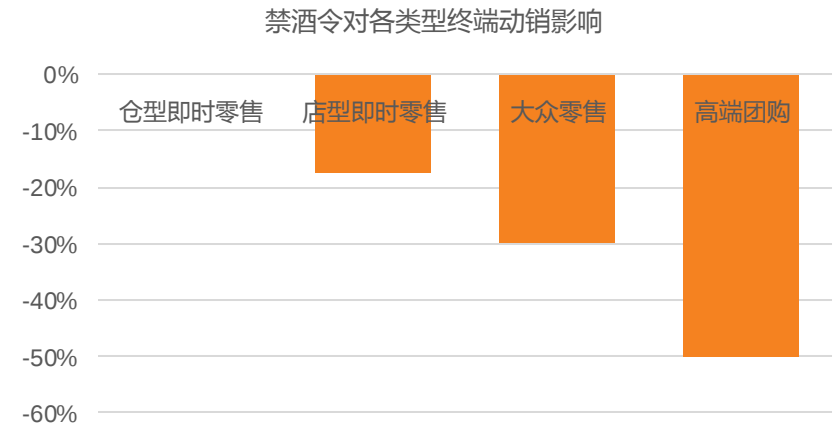
1.1 行业背景—面临经济&政策双重压力，行业加速触底

25年以来白酒行业面临经济&政策双重压力，加速触底。2025年5月《党政机关厉行节约反对浪费条例》出台，规定工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒。尽管白酒政务消费占比已大幅下降，但商务场景本次亦受到一定影响，白酒消费场景面临进一步重构。短期供需失衡加剧、库存压力发酵之下主流单品批价承压回落。酒业家调研显示，禁酒令之后高端团购、商务场景较高的终端动销下滑50%左右，500元以上价位白酒下滑相对更明显。我们认为，本次“禁酒令”短期虽加剧行业渠道库存压力、价格倒挂、供需失衡等问题，但中长期来看，或加速行业供给出清、需求重构，推动行业更快走出调整阶段。

图：2025年5月下旬“禁酒令”出台以来主流单品批价均有回落



图：“禁酒令”对高端团购消费短期影响较为明显



1.2 供给端—酒企普遍降低目标，优化供给缓解渠道压力

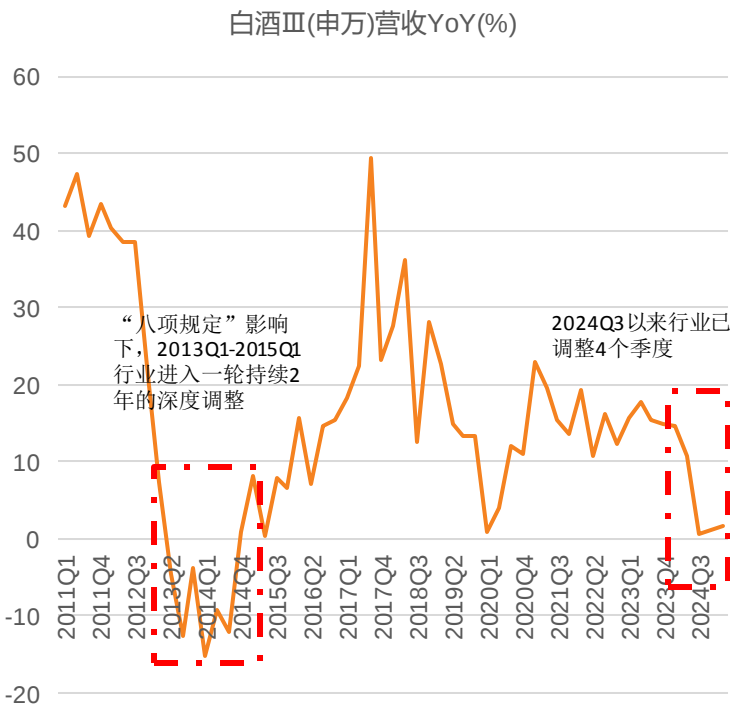
酒企普遍降低目标，优化供给缓解渠道压力。2024H2开始行业进入深度调整阶段，板块营收增速显著回落至1%左右，除行业龙头贵州茅台及水井坊外，多数酒企未能达成2024年度经营目标。2025年行业仍处于调整期，酒企普遍降低年度经营目标，从供给端降低增长预期，缓解渠道压力。

图：2024年多数酒企未达成经营目标，2025年经营目标总体趋于稳健

公司名称	2024年经营目标	2025年经营目标	2024年是否达成	25年目标较24年
贵州茅台	实现营业总收入较上年度增长15%左右，完成固定资产投资61.79亿元	实现营业总收入较上年度增长9%左右，完成固定资产投资47.11亿元	达成	下调
五粮液	营业总收入力争实现两位数增长	营业总收入与宏观经济指标保持一致	未达成	下调
泸州老窖	实现营业收入同比增长不低于15%	全年营业收入稳中求进	未达成	趋于稳健
山西汾酒	力争营业收入较上年增长20%左右	全年营业收入继续保持稳健增长态势	未达成	趋于稳健
水井坊	主营业务收入和净利润均保持增长		达成	
古井贡酒	2024年计划实现营业收入244.50亿元，较上年增长20.72%；2024年计划实现利润总额79.50亿元，较上年增长25.55%	营业总收入较上年度实现稳健增长	未达成	趋于稳健
洋河股份	力争营业收入同比增长5%-10%		未达成	
迎驾贡酒	营业收入80.64亿元，净利润28.66亿元	营业收入76.00亿元，净利润26.20亿元	未达成	趋于稳健
今世缘	总营收122亿元左右，净利润37亿元左右	总营业收入同比增长5%-12%，净利润增幅略低于收入增幅	未达成	趋于稳健
口子窖	营业收入人民币703,504.77万元,比2023年度增长18.00%	营业收入人民币661,617.59万元,比2024年度增长10.00%	未达成	趋于稳健
金徽酒	实现营业收入30.00亿元、净利润4.00亿元	实现营业收入32.80亿元、净利润4.08亿元	未达成	趋于稳健
老白干酒	营业收入57.8亿元，营业成本控制20.7亿元以内，费用不超过17.5亿元，营业税金及附加力争实现9.5亿元，营业总成本控制在47.7亿元以内	营业收入54.7亿元，营业成本控制18.26亿元以内，费用不超过16.58亿元，营业税金及附加力争实现8.75亿元，营业总成本控制在43.59亿元以内	未达成	趋于稳健

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图：2024H2白酒行业进入深度调整阶段，板块营收增速显著回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3 供给端—酒企开启“控货潮”，推动供需再平衡

2025年五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份等龙头酒企先后发布控货政策，行业迎来一轮“控货潮”。我们认为，当前需求偏弱背景下，供给端的主动调控或有助于缓解渠道库存压力，助力渠道供需再平衡。同时，短期对“量”的牺牲有望推动“价”止跌企稳，带动行业渠道生态重回健康状态。

图：2025年行业开启一轮“控货潮”

酒企	发布时间	控货政策（不完全统计）
贵州珍酒	1月5日	停止接收第三代珍十五（含无奖）产品销售订单
五粮液	1月9日	第八代五粮液多地停止供货
洋河股份	1月17日	海之蓝、天之蓝产品停止向各线上平台供货
李渡	1月21日	李渡高粱1308申遗献礼、李渡高粱1955、李渡高粱1975暂停线上供应
今世缘	2月1日	暂停接收42度500ml国缘四开、对开销售订单
洋河股份	2月5日	江苏省内暂停接收第六代海之蓝销售订单；对梦之蓝M6+实施严格对配额管控政策，对于不符合相关要求对市场暂停接收销售订单
山西汾酒	2月17日	老版青花20、老白汾酒停止供货，未来将全部升级为五码合一的新版产品
泸州老窖	2月19日	从2月19日起暂停接收老头曲500ML装产品订单与发货，恢复时间另行通知
习酒	2月20日	从2月28日17:00开始停止接受53度习酒·窖藏1988（2020）500mL*6的产品订单
酒鬼酒	2月20日	52度500mL酒鬼酒（透明装）（鉴赏）、42度500mL（透明装）（鉴赏）
泸州老窖	2月21日	暂停接收泸州老窖特曲60版系列产品订单与发货，恢复时间另行通知
仰韶	2月23日	3月1日起，公司暂停接收仰韶彩陶坊地利产品订单，已开票未发货的订单，公司将根据配额计划有序供应
泸州老窖	4月	端午节前，国窖、特曲、窖龄、大成浓香产品全面清理价格、渠道和政策
水井坊	7月8日	7月8日起，水井坊臻酿八号500毫升装全渠道停货
舍得酒业	7月10日	暂停接收沱牌特曲2.0(窖龄20/窖龄30)销售订单

资料来源：消费者报道公众号，云酒头条公众号等，天风证券研究所

1.4 需求端—多维创新挖掘增量，优化需求结构

产品：顺应需求变化，上新质价比升级产品/完善低度化&中档产品序列。

①质价比：中消协调查显示，2025年消费从“性价比”向“质价比”升级趋势明显。在此背景下，25年以来头部品牌纷纷推出更具“质价比”新品或对原有大单品进行品质升级，以顺应消费者追求“质价比”新趋势。例如，珍酒推出“大珍”满足消费者对品质与价值的双重追求；酒鬼酒与胖东来合作开发“自由爱”新品，以全透明的定价体系重新定义质价比；②低度化：培育年轻消费群，低度化成为白酒推新品另一主流趋势。五粮液的一项调研结果便显示，高达60%的年轻人偏好低度酒产品，今年以来包括五粮液、泸州老窖等在内的头部酒企纷纷发力低度酒赛道，五粮液宣布将在9月份推出29度五粮液·一见倾心等低度酒产品；泸州老窖计划推出28度国窖1573等低度产品；水井坊提出将在特定区域尝试推出38度以下产品；酒鬼酒宣布已经进行了33度、28度、21度、18度等低度产品的准备工作；③ 中档产品序列：25年顺应部分场景降级和品质需求趋势，发力中低价格段，如汾酒重点发力老白汾等。

图：珍酒推出“大珍”新品顺应质价比消费趋势



资料来源：名酒研究所公众号，天风证券研究所

图：酒鬼酒与胖东来合作开发透明定价的自由爱新品

项目		金额（元/瓶）
产品售价		200
产品综合成本		148.26
产品毛利		31.74
产品毛利率		15.87%
产品成本		
项目	分类	产品成本（元/瓶）
产品成本	产品价	115.34
	产品费用及税金	39.66
产品成本小计		155
开发成本		
项目	分类	产品成本（元/瓶）
开发费用	研发费用	0.98
	财务费用	4.96
	制造费用	5.18
	附加税费	0.62
开发费用小计		11.74
管理费用	检测费用	0.6
	配送费用	0.25
	仓储费用	0.67
管理费用小计		1.52
开发成本小计		13.26
产品综合成本		148.26

资料来源：名酒观察公众号，天风证券研究所

1.5 需求端—多维创新挖掘增量，优化需求结构

渠道：组建平台绑定厂商，拥抱新渠道平衡线上线下。

- ① 厂商平台建设：当前经销商仍然是白酒行业的主流销售渠道，行业深度调整期厂商矛盾往往激化，为解决厂商矛盾头部酒企纷纷构建厂商合作平台。例如，五粮液成立五钧、五浚平台公司重构厂商利益同盟；各省茅台经销商拟成立平台公司，开发本省文创茅台酒。我们认为，厂商合作平台的构建将形成厂商利益共同体以重塑健康的厂商生态。
- ② 拥抱线上渠道：随着线上渠道兴起，25年以来酒企开始重视线上渠道布局和管理。例如，4月15日，贵州茅台酱香酒营销有限公司公告称面向社会招募主题终端店在美团、饿了么和抖音平台的运营商；五粮液联合京东平台开启“五粮液超级品牌日”活动，激活新零售渠道活力。我们认为，虽然短期线上渠道的价格竞争为行业秩序带来扰动，但随着酒企强化线上渠道管理，未来线上渠道有望成为酒企开拓新人群新场景的增量渠道之一。

图：茅台酱香酒发布招募线上平台运营商的公告

关于招募主题终端店上线美团、饿了么和抖音运营商的公告

茅台酱香酒 2025年04月15日 22:18 贵州



一、项目简介

贵州茅台酱香酒营销有限公司（以下简称“茅台酱香酒公司”）成立于2014年12月，位于贵州省仁怀市茅台镇，是贵州茅台酒股份有限公司（股票代码600519）的全资子公司。全面负责贵州茅台酒股份有限公司出品的除贵州茅台酒以外的茅台酱香系列酒——茅台1935酒、茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱酒、仁酒、贵州大曲、赖茅酒、王茅酒、华茅酒等品牌的市场营销工作。

现面向社会招募主题终端店（约5000—7000家）在美团、饿了么和抖音平台的运营商。

资料来源：茅台酱香酒公司公众号，天风证券研究所

图：五粮液经销商成立五钧、五浚两大平台公司



资料来源：微成都公众号，天风证券研究所

1.6 需求端—多维创新挖掘增量，优化需求结构

营销：打破“红包”内卷，侧重培育新场景、新人群。

①**调整扫码红包策略：**2025年以来，随着扫码红包对动销拉动的边际效益降低，诸多酒企对扫码红包策略进行针对性调整，管控加强的同时额度普遍降低，如习酒双向红包调整为单向红包，古井等异地扫码红包额度大幅压缩。

②**加强消费群体开拓方面营销工作：**各酒企在营销上更加侧重新场景、新人群的培育开拓，如：茅台提出“三个转型”策略，提出要精准拓展客户，优化客户群体结构，围绕人生“事业”和“生活”两大主题，精准把握消费习惯，针对性地打造更多的白酒新型消费场景等；汾酒在成都落地“汾·动24H”快闪店，将饮酒场景延伸至美术馆、咖啡馆等青年社交空间。

图：成都“汾·动24H”快闪店



资料来源：云酒头条公众号，天风证券研究所

图：茅台王子酒打造“奋斗美青春”赛事IP



资料来源：微酒公众号，天风证券研究所

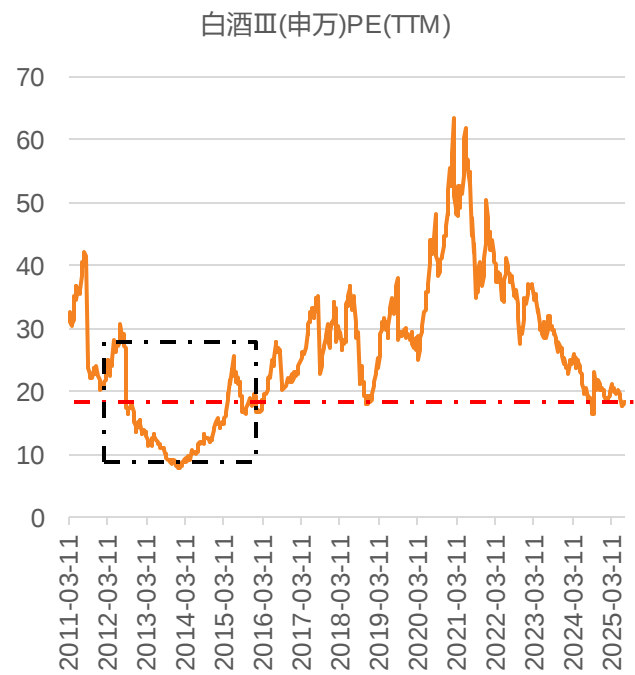
2

板块当前低估值、低预期、低持仓，强
品牌龙头分红回报具备吸引力

2.1 低估值：板块估值进入深度调整期相对底部区间

当前板块估值已进入12-15年深度调整期相对底部区间。2021年以来行业估值持续震荡回落，截至2025年7月30日，白酒Ⅲ（申万）指数3、10、15年市盈率分位数分别为8.26%、7.89%、22.68%，龙头酒企3、10、15年市盈率分位数多处于25%以内的历史合理偏低水位。当前（2025-07-30），白酒Ⅱ(申万)10年市盈率分位数处于申万二级行业倒数第3位，横向对比来看白酒估值水位相对偏低，但白酒板块ROE（FY1）仍高达26.10%，位居申万Ⅱ级行业Top1。

图：白酒Ⅲ(申万)PE(TTM)进入12-15年调整期底部区间 图：多数上市白酒企业市盈率分位数处于偏低水位 图：白酒指数10年市盈率分位数处于申万二级行业倒数第2位



资料来源：Wind，天风证券研究所

2025/7/30	市盈率分位数（%）		
公司名称	3年	10年	15年
贵州茅台	4.68	9.60	24.84
五粮液	6.61	1.98	16.54
泸州老窖	24.93	7.46	19.42
山西汾酒	11.02	3.30	8.93
舍得酒业	96.42	81.17	80.74
水井坊	12.95	4.18	2.98
古井贡酒	3.99	1.19	0.96
洋河股份	78.24	64.48	61.59
迎驾贡酒	6.47	2.02	1.98
今世缘	7.16	2.14	1.93
口子窖	4.13	1.24	1.22
金徽酒	8.47	17.33	17.33
顺鑫农业	95.05	99.41	99.64
天佑德酒	99.04	99.62	99.74
伊力特	35.33	48.48	51.06
老白干酒	4.41	1.32	0.88
白酒Ⅲ(申万)	8.26	7.89	22.68

资料来源：Wind，天风证券研究所

序号	申万Ⅱ级行业	10年市盈率分位数
1	航海装备Ⅱ(申万)	3.79
2	贵金属(申万)	6.85
3	白酒Ⅱ(申万)	7.89
4	养殖业(申万)	8.97
5	白色家电(申万)	10.23
6	调味发酵品Ⅱ(申万)	12.19
7	油服工程(申万)	16.5
8	工业金属(申万)	16.8
9	专业服务(申万)	18.84
10	家居用品(申万)	22.15
11	饲料(申万)	22.54
12	航运港口(申万)	24.14
13	燃气Ⅱ(申万)	26.2
14	食品加工(申万)	26.22
15	保险Ⅱ(申万)	26.25
16	电池(申万)	26.52
17	医疗服务(申万)	28.9
18	休闲食品(申万)	29.59
19	纺织制造(申万)	30.51
20	摩托车及其他(申万)	31.41

资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2025年7月30日）

2.2 低预期：酒企降目标背景下业绩预期已较低

2025年酒企降目标背景下业绩预期已较低。从近26周/13周/4周板块个股Wind一致业绩预期变化来看，虽然近13周多数酒企业绩预期仍有下调，但相较于近26周下调幅度已显著收窄，我们认为，在行业深度调整、酒企普遍降低25年经营目标背景下，经过前期持续下调，市场对白酒需求端担忧已经较充分体现在短期业绩预期。

图：上市酒企业绩预期持续下修，不利因素相对充分体现在业绩预期中

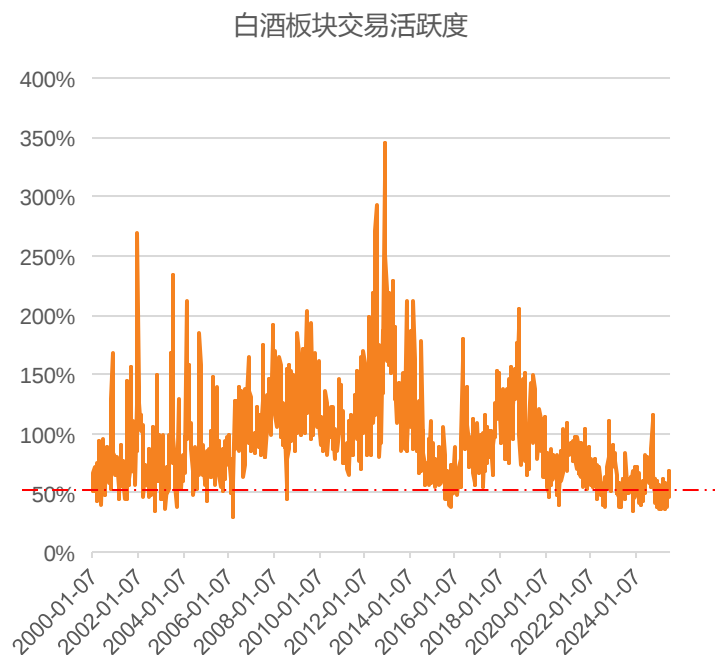
证券代码	证券简称	25年净利润预测变化率（近26周）	25年净利润预测变化率（近13周）	25年净利润预测变化率（近4周）
002646.SZ	天佑德酒	-43.07	0.00	0.00
000799.SZ	酒鬼酒	-50.15	-28.18	0.00
002304.SZ	洋河股份	-35.47	-20.38	0.00
600197.SH	伊力特	-24.30	-11.67	0.00
603198.SH	迎驾贡酒	-17.43	-6.46	0.00
600559.SH	老白干酒	-14.29	-6.24	0.00
000568.SZ	泸州老窖	-12.00	-2.87	-0.10
600779.SH	水井坊	-10.75	-9.40	-6.79
603369.SH	今世缘	-11.25	-5.21	-0.40
600702.SH	舍得酒业	-33.83	1.60	0.00
600809.SH	山西汾酒	-6.63	-3.96	-0.17
000858.SZ	五粮液	-6.32	-1.94	-0.11
000596.SZ	古井贡酒	-7.14	-2.22	0.00
603589.SH	口子窖	-10.19	0.12	0.00
603919.SH	金徽酒	-13.74	-0.51	-0.05
600519.SH	贵州茅台	-1.21	0.08	-0.01

资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截至2025-07-30）

2.3 低持仓：白酒板块持仓再创新低，交易拥挤度低

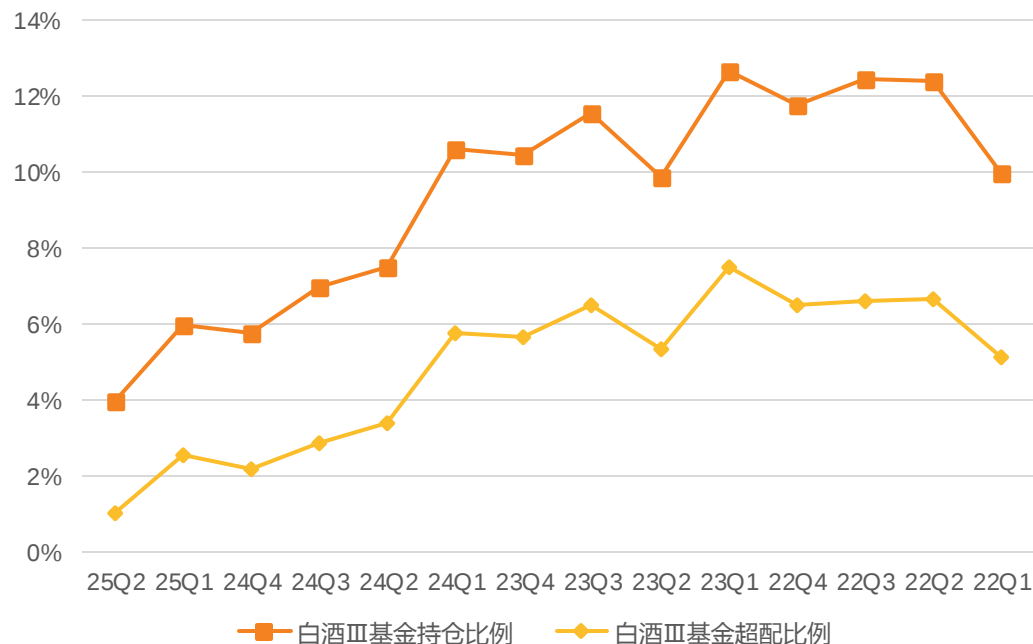
25Q2白酒板块基金重仓持股比例进入相对底部区间。25Q2白酒板块基金重仓持股比例同比/环比分别-3.54pcts/-2.00pcts至3.97%，持仓比例较23年之前显著回落，创近年来新低。此外，板块交易活跃度亦处于相对底部水平，长维度看白酒板块交易活跃度中枢在100%附近，而24年以来白酒板块交易活跃度均值仅为57%，板块交易活跃度总体处于历史相对底部区间。

图：白酒板块交易活跃度进入历史相对底部偏低水平



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：我们用白酒Ⅲ（申万）成交额占比/白酒Ⅲ（申万）市值占比衡量白酒板块交易活跃度，分母为上证指数

图：25Q2白酒板块基金重仓持仓创近年来新低



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：持仓口径为开放式股票型基金（不含指数型）、开放式偏股混合型基金、开放式灵活配置型基金、封闭式股票型基金（不含指数型）

2.4 高股息：强品牌的高端龙头股息率已相对可观

分红率提升背景下，当前白酒板块分红回报已相对可观。2022-2024年连续分红的16家酒企中有11家分红率总体呈现提升态势，当前洋河股份、泸州老窖、五粮液、古井贡酒股息率已经达到4%以上相对较高水平，贵州茅台股息率也达到3.55%的较高水平，我们认为，当前强品牌、强韧性的高端龙头品牌股息率已相对可观。

图：多数酒企分红率呈现提升趋势

证券代码	标的名称	分红率%（2022）	分红率%（2023）	分红率%（2024）	股息率TTM%	分红率趋势
002304.SZ	洋河股份	60.08	70.09	104.90	6.78	
000568.SZ	泸州老窖	60.00	60.01	65.00	4.68	
000858.SZ	五粮液	55.00	60.00	70.01	4.61	
000596.SZ	古井贡酒	50.45	51.83	57.49	4.23	
603589.SH	口子窖	58.06	52.23	47.01	3.84	
603198.SH	迎驾贡酒	51.61	45.46	46.35	3.53	
600519.SH	贵州茅台	95.78	84.01	75.00	3.55	
600809.SH	山西汾酒	50.03	51.07	60.39	3.27	
600559.SH	老白干酒	38.78	61.81	63.92	3.24	
600197.SH	伊力特	116.97	54.17	74.50	3.03	
603369.SH	今世缘	36.37	39.76	43.85	3.00	
603919.SH	金徽酒	54.30	59.95	64.00	2.62	
600779.SH	水井坊	30.07	35.03	35.06	2.28	
000799.SZ	酒鬼酒	40.28	59.31	1560.50	1.23	
600702.SH	舍得酒业	29.65	40.18	40.91	0.80	
002646.SZ	天佑德酒	37.67	69.95	50.33	0.44	

资料来源：Wind，天风证券研究所；数据截至2025-07-30

3

投资建议

3.1 投资建议：坚守龙头红利，把握预期修复机会

我们认为，板块PE修复或先于EPS修复，预计26Q2板块业绩低基数背景下或迎EPS层面拐点，重视当前板块投资机会。

建议关注：①价值主线：强品牌、强需求韧性且分红回报可观的贵州茅台、五粮液、山西汾酒等；②弹性主线：政策&需求端变化带来的潜在预期修复机会，泸州老窖、山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、水井坊、华致酒行、珍酒李渡等。

图：主要上市酒企盈利预测一览

日期	2025/7/30	收盘价 (CNY)	总市值 (亿元)	EPS- TTM(CNY/ 股)	市盈率 (TTM)	EPS (CNY/股)			PE		
证券代码	证券简称					2025	2026	2027	2025	2026	2027
600519.SH	贵州茅台	1449.44	18207.83	70.86	20.46	75.02	81.69	88.63	19.32	17.74	16.35
000858.SZ	五粮液	124.52	4833.38	8.42	14.80	8.62	9.17	9.85	14.45	13.57	12.64
000568.SZ	泸州老窖	127.09	1870.70	9.17	13.87	9.35	10.02	10.90	13.60	12.69	11.66
600809.SH	山西汾酒	185.10	2258.15	10.35	17.88	10.97	12.11	13.47	16.87	15.28	13.75
000799.SZ	酒鬼酒	48.97	159.12	-0.09	-545.41	0.33	0.44	0.61	147.99	110.19	80.88
600779.SH	水井坊	42.28	206.12	2.76	15.32	2.69	2.88	3.09	15.72	14.69	13.67
600702.SH	舍得酒业	53.00	176.55	0.43	124.68	2.02	2.44	2.86	26.25	21.76	18.55
000596.SZ	古井贡酒	141.73	698.54	10.94	12.96	11.64	12.97	14.45	12.18	10.93	9.81
002304.SZ	洋河股份	68.50	1031.91	2.82	24.25	3.74	3.90	4.15	18.32	17.55	16.50
603369.SH	今世缘	40.05	499.34	2.83	14.17	2.95	3.23	3.55	13.58	12.41	11.27
603589.SH	口子窖	33.85	202.46	2.80	12.08	2.81	2.96	3.15	12.06	11.43	10.74
603198.SH	迎驾贡酒	42.49	339.92	3.13	13.57	3.32	3.59	3.90	12.81	11.83	10.89
603919.SH	金徽酒	18.66	94.65	0.79	23.61	0.82	0.91	1.05	22.77	20.42	17.80
6979.HK	珍酒李渡	7.00	215.88	0.69	16.60	0.45	0.51	0.61	15.45	13.60	11.57

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：盈利预测为Wind一致预期

4 风险提示

风险提示

1、经济复苏不及预期

白酒消费容易受到经济波动影响，给白酒行业发展带来较大不确定性。我们报告投资建议整体基于平 β 假设，若25年经济继续维持较弱复苏态势，终端消费能力和消费意愿均会受到不同程度影响，从而影响酒企终端动销进而影响企业营收和利润。

2、外资持续流出风险

白酒板块长期以来都是外资重仓板块，虽然资金面情况对酒企业经营端影响不大，但是24年以来外资持续流出对板块流动性、估值以及市场信心均造成较大影响。若25年外资持续呈现流出态势，或对市场整体情绪有所影响。

3、产业政策风险

白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响。公司将密切关注行业变化，在生产经营过程中，主动适应行业发展新趋势，根据政策变化及时对生产及营销策略进行调整和完善，实现公司良性可持续发展。

4、终端需求恢复不及预期

2020年以来由于宏观经济叠加疫情等因素，居民收入增长受到影响，收入增长直接影响居民消费能力和消费意愿，若中短期内居民收入增速恢复不及预期，可能终端消费力和消费意愿增长不及预期，从而影响酒企终端动销。

5、消费升级不及预期

随着近几年消费不断升级，低端消费群体在缩小，中档、中高档酒逐渐成为市场主流，品牌集中度、产品集中度越来越高。若消费升级不及预期，则酒企高端化升级趋势将受阻，从而影响企业品牌力提升。

6、市场需求变化风险

当前居民的消费观念和消费行为发生了较大变化，健康理念升级、品牌消费凸显、线上消费升温、品质需求升维等逐渐成为消费新风尚，对白酒消费需求与消费量可能产生一定影响。

风险提示

7、行业竞争加剧

白酒行业开始进入品牌影响力、产品质量、营销水平、创新能力的全面竞争时代，当前白酒行业马太效应愈发明显，市场份额持续向名酒企业、头部酒企集中，白酒行业逐步进入加速竞争阶段。若行业内整合进一步加速，竞争持续加剧，则酒企将会继续加大品牌宣传及促销力度以提升市场份额，从而影响酒企利润；同时亦会对品牌或资金实力欠佳酒企不利。

8、消费税或生产风险

白酒企业面临的消费税税收负担较重，消费税政策对于行业景气和酒企利润均有较大影响。若消费税征收政策发生调整变化将会导致行业调整，影响行业景气度以及酒企盈利能力。

9、食品安全风险

白酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。如果国家相关法律、法规以及行业规定的要求发生变化，酒企在原材料采购、酿造、勾兑及包装等环节的质量控制措施须相应地进行改变，否则将对企业生产经营带来影响，进而影响酒企未来发展。

10、批价表现不及预期

白酒批价指标对行业趋势变化和景气度均有较强指导意义。若终端需求减弱造成批价特别是高端酒批价上行不及预期，或将影响整个行业批价，从而影响行业情绪，同时给渠道库存带来压力。

11、经营决策失误或组织不力风险

酒企的营销效果很大程度上取决于决策的科学性和组织落实情况，如果企业出现经营决策失误、组织落实不力或未能对行业中的变化及时反应，将对酒企的经营目标实现产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS