

## 食品饮料行业跟踪周报

# 白酒春节前瞻：降速筑底，破而后立

增持（维持）

2025年01月20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

■ **节前动销：大众消费有待启动，商务需求持续探底。**参考多地渠道调研反馈，2025年春节白酒旺季氛围尚待启动，其中节前大众消费仍相对偏淡（需重点观察节前一周），商务及企业礼赠需求则持续走弱。1) 居民端：①受收入预期影响，自饮、聚饮消费相对偏淡。②返乡家宴及婚宴需求将是大众消费的重要承托项。一方面，部分酒店及终端反馈年后宴席预订场次同比稳中有升；另一方面，参考2025年春运客票预订及目前客流数量，预计2025年春节返乡人数有望实现同比增长，春节假期宴席氛围具备较好的客群基础。2) 企业端：目前宏观刺激政策效果尚待传导，节前企业年会、团购及送礼需求继续走弱，预计2025年春节期间高端、次高端白酒动销同比降幅较2024年中秋国庆略有收窄，但仍然承压。

■ **渠道备货：终端拿货进一步走弱，库存及价盘是主要堵点。**回顾2024年，虽然上市酒企陆续自24Q2逐步淡化回款要求，优先推进控货稳价工作，但相较弱势的需求表现，酒企全年供给仍显得相对宽松，渠道去库尚未取得实质性进展。2025年春节，在动销走弱背景下，渠道库存及价盘压力对渠道拿货影响更为突出。1) 终端层面：面对消费需求的不确定性，面对上市酒企动销表现相对较好的产品，终端拿货意愿也有所走弱，1是烟、酒动销走弱令流通终端资金周转进一步承压；2是弱势供需导致白酒批价普遍回落，价盘倒挂亦削弱终端拿货意愿。2) 经销商层面：2025年春节开门红期间，经销商垫资回款比例及库存水平相应走高，预计回款压力将自节后进一步传导至酒企侧。

■ **酒企分化：量价表现各异，有待去库破局。**基于不同价格带及区域经济beta，当前各上市酒企量价统筹余裕各有不同，库存风险释放进程亦不尽一致。1) 高端酒：茅台经过产品结构调整，认为普飞当前批价水平，已极大缓解供给消化压力，有望从容兑现“供需适配”，而五泸量价表现仍存不确定性。2) 次高端酒：当前渠道对弱势动销产品拿货意愿较低，预计多数次高端产品回款有待节后兑现，仅汾酒表现相对稳定。经过24Q4~25Q1挺价，预计汾酒终端数字化管理推进有望更为顺畅。3) 区域酒：开门红期间酒企打款政策同比基本保持稳定，但终端拿货进度同比回落，渠道库存或将面临动销考验，需重点跟踪节后反馈变化。

■ **行业投资建议：**白酒维持“节奏优于个股”判断，建议低位适度布局，大众品个股突出，四维度边际变化选股。**白酒：**推荐产品组合均衡发力、业绩增长能见度高、库存风险较早出清的**贵州茅台、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘**，关注销售规模及估值修复空间较大的**泸州老窖、珍酒李渡**。**大众品：**头部品种重点持续推荐**东鹏饮料、安井食品、伊利股份**。在提振内需大背景下，推荐餐供及调味品顺周期板块重点个股**宝立食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨**。**零食仍是2025成长领先的板块**，弹性重点推荐**三只松鼠、万辰集团**，稳健推荐**盐津铺子**，关注西麦食品、甘源食品。饮料推荐强回购品种**承德露露**，以及第二曲线具有想象空间的**百润股份**；乳业推荐蒙牛乳业，关注新乳业，弹性推荐布局妙可蓝多。

■ **风险提示：**消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险、成本红利衰减及食品安全风险。

### 行业走势



### 相关研究

《微信小店迎来爆点，“送礼物”功能催化零食》

2025-01-05

《食品饮料2025年投资策略：梯次探底迎共振，蛇年见龙在田》

2024-12-20

## 内容目录

1. 春节前瞻：动销筑底，库存压力考验再现 .....	4
1.1. 节前动销：大众消费有待启动，商务需求持续探底.....	4
1.2. 渠道备货：终端拿货进一步走弱，库存及价盘是主要堵点.....	4
2. 酒企前瞻：量价表现分化，有待去库破局 .....	5
2.1. 高端酒：量价压力分化，茅台更显从容.....	6
2.2. 次高端酒：产品周期分化，汾酒一枝独秀.....	6
2.3. 区域酒企：库存压力分化，重点跟踪节后变化.....	6
3. 投资建议 .....	7
4. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 中国消费者信心指数自 24Q2 再下台阶.....	4
图 2: 2025 年春运跨区域人员流动量对比.....	4
图 3: 主要酒企回款进度对比.....	5
图 4: 高端酒企经销商库存变化.....	5
图 5: 次高端、区域酒企经销商库存变化.....	5

## 1. 春节前瞻：动销筑底，库存压力考验再现

### 1.1. 节前动销：大众消费有待启动，商务需求持续探底

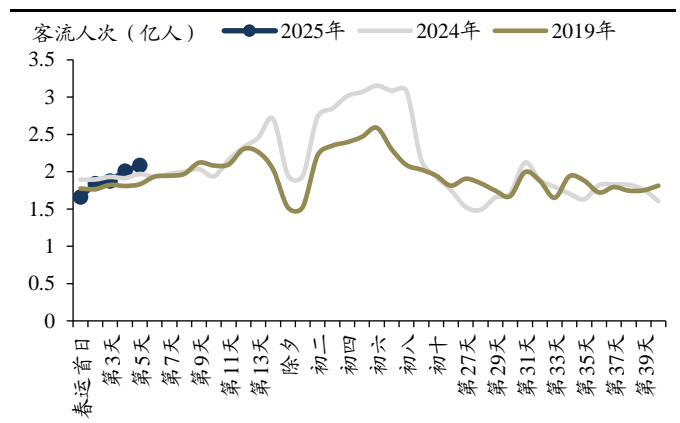
参考多地渠道调研反馈，2025年春节白酒旺季氛围尚待启动，其中节前大众消费仍相对偏淡（需重点观察节前一周），商务及企业礼赠需求则持续走弱。1) 居民端：①自饮、聚饮消费相对偏淡。受收入预期影响，国内居民消费信心指数自24Q2走弱以来，目前仍位于阶段性低位，终端反馈“担心今天花了钱，明天就赚不回了”是消费者的普遍心态，白酒自饮、聚饮需求走弱，从光瓶酒销售乏力、社零餐饮消费疲软等方面，亦可见一斑。②返乡家宴及婚宴需求将是大众消费的重要承托项。一方面，部分酒店及终端反馈年后宴席预订场次同比稳中有升；另一方面，参考2025年春运客票预订及目前客流数量，预计2025年春节返乡人数有望实现同比增长，春节假期宴席氛围具备较好的客群基础。2) 企业端：节前企业年会、团购及送礼需求继续走弱。目前宏观刺激政策效果尚待传导，工业企业利润仍处同比回落水平，企业招待预算压缩，春节送礼及商务宴请需求依旧低迷，预计2025春节期间高端、次高端白酒动销同比降幅较2024中秋国庆略有收窄，但仍然承压。

图1：中国消费者信心指数自24Q2再下台阶



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：2025年春运跨区域人员流动量对比



数据来源：综合运输春运工作专班、东吴证券研究所

### 1.2. 渠道备货：终端拿货进一步走弱，库存及价盘是主要堵点

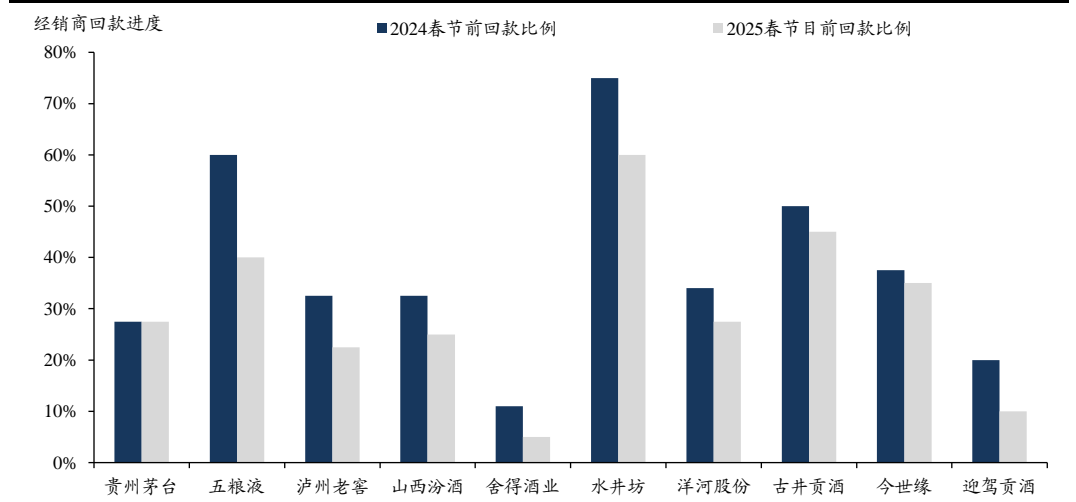
24Q2以来白酒动销增长显著放缓，目前经销商及终端库存周转仍有待缓解。回顾2024年，虽然上市酒企陆续自24Q2逐步淡化回款要求，优先推进控货稳价工作，但相较弱势的需求表现，酒企全年供给仍显得相对宽松，渠道去库尚未取得实质性进展。此外，虽然部分酒企已连续控货，但各家酒企各主力产品所在价位带的动销水温不一，各自量价管控力度也有分化，目前渠道整体库存仍位于近年偏高水平。

2025年春节，在动销走弱背景下，渠道库存及价盘压力对渠道拿货影响更为突出。

1) 终端层面：面对消费需求的不确定性，2025年终端拿货意愿进一步走弱，不仅针对

滞销品拿货保守，对上市酒企动销表现相对较好的产品，拿货比例也显著回落，主要源于2方面原因：1是烟、酒动销走弱令流通终端资金周转进一步承压；2是弱势供需导致白酒批价普遍回落，终端供货价高于市面调货价已成为常态，价盘倒挂亦削弱终端拿货意愿。2) 经销商层面：面对酒企春节开门红回款要求，终端拿货回款比例降低，经销商垫资回款比例及库存水平相应走高，预计回款压力将自节后进一步传导至酒企侧。

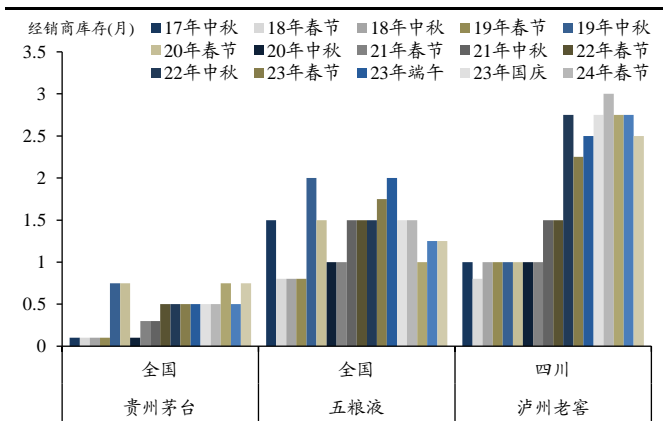
图3：主要酒企回款进度对比



数据来源：酒业家，东吴证券研究所

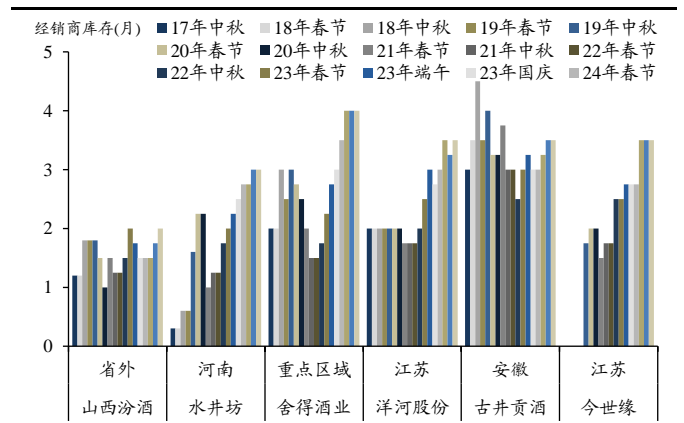
注：水井坊回款进度为经销商财年（前年7月~当年6月）累计回款进度

图4：高端酒企经销商库存变化



数据来源：酒业家、东吴证券研究所

图5：次高端、区域酒企经销商库存变化



数据来源：酒业家、东吴证券研究所

## 2. 酒企前瞻：量价表现分化，有待去库破局

基于不同价格带及区域经济 beta，当前各上市酒企量价统筹余裕各有不同，库存风险释放进程亦不尽一致。

## 2.1. 高端酒：量价压力分化，茅台更显从容

**贵州茅台：**2024 年公司及时进行动态调控，推动 53 度飞天酒产品结构更趋多元，将产品增量更多向 1L、100ml、200ml 等容量倾斜，以更好匹配茅台开瓶需求，同时亦为稳定 500ml 普飞量价提供支撑。2025 年产品投放与渠道结构更相匹配：①超高端的文创、珍酒、陈年产品，配额向优质大商倾斜；②服务于开瓶场景的多规格飞天产品，生肖、精品等溢价非标产品，加大引入直营渠道。我们认为，普飞当前在 2200~2300 元批价水平，已极大缓解供给消化压力，有望从容兑现“供需适配”。

**五粮液：**2025 年 1 月上旬，公司即通知全国各地执行停货，停货时间节点及执行力度超出市场预期。在全年增长规划下，普五供需预计偏宽松，及时消化社会库存压力，提振渠道挺价信心，成为公司的破题思路。目前在停货支撑下，普五批价逐步回升至 920~930 元水平，后续需进一步观察节后动销、批价及酒厂发货安排，2025 年普五的量价表现或存在较多博弈变化。

**泸州老窖：**公司稳定价盘、保障动销基本盘的思路明确，数字化管理成效亦已逐步显现，但在千元第一品牌五粮液批价波折背景下，国窖销量或阶段性承压。

## 2.2. 次高端酒：产品周期分化，汾酒一枝独秀

**山西汾酒：**公司全国化市场梯队构建逐步完善，量价操作反应敏锐，多价位产品有望共同发力。当前公司量价操作思路清晰，2024 年中调价以来，渠道体系挺价效果尚有待传导，经过 24Q4 停货，25Q1 春节前公司亦适当放松回款要求，有望推动青 20、老白汾价盘逐步上行。解决价盘倒挂，也将令汾酒终端拿货及数字化管理推进更为顺畅。

**舍得酒业：**节前渠道资金周转压力普遍较大，渠道对弱势动销产品拿货意愿较低，预计舍得回款有待节后动销兑现、渠道资金适当回笼后启动。2025 年公司对品味舍得继续实行保价稳量策略，收入增长贡献预计仍主要来自沱牌及舍之道。

## 2.3. 区域酒企：库存压力分化，重点跟踪节后变化

**古井贡酒：**节前古井回款兑现相对顺利，但经销商+终端库存水平进一步走高，春节动销将是缓解库存风险的关键。公司在维持经销商回款政策稳定的同时，省外部分区域对终端加大开门红期间的动销投入支持，省内则预计继续强化宴席场景投入，帮助做强 C 端动销。

**迎驾贡酒：**2025 年春节，公司中高档产品洞 6、洞 9 在优势区域合六淮及淮北、宿州等地动销反馈保持积极，年内预计通过增加核心终端签约网点、加强终端管控等方式，进一步巩固动销势能。

**洋河股份：**节前洋河主要大商仍对公司回款要求保持配合，后续回款则需视春节动销表现而定。年内考虑公司梦系列等产品有待升级调整、人员架构有待梳理重整，预计公司量价操作更趋稳健。

**今世缘：**受益省内竞争格局变化，公司节前回款兑现较为顺利，对开、淡雅产品仍具份额提升空间，预计公司 25Q1 增长确定性将好于其他苏皖区域酒标的。

### 3. 投资建议

**白酒：**预计 2025 年受益流动性改善叠加顺周期刺激加码，在 2024Q3-Q4 基本面加速探底情况下，短期主要跟（随）宏观和跟（随）指数。“节奏优于个股”，在节奏总体把握下，建议低位适度布局，个股推荐：产品组合均衡发力、业绩增长能见度高、库存风险较早出清的**贵州茅台、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘**，关注销售规模及估值修复空间较大的**泸州老窖、珍酒李渡**。

**大众品：**头部品种重点持续推荐**东鹏饮料，安井食品，伊利股份**。在提振内需大背景下，推荐餐供及调味品顺周期板块重点个股**宝立食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨**。零食仍是 2025 成长领先的板块，弹性重点推荐**三只松鼠，万辰集团，稳健推荐盐津铺子，关注西麦食品、甘源食品**。饮料推荐高股息回购预期强的**承德露露**，以及第二曲线具有想象空间的**百润股份**；乳业推荐蒙牛乳业，关注新乳业，弹性推荐布局妙可蓝多。

### 4. 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食品企业持续出清，另一方面由于竞争加剧导致食品企业盈利能力不稳定。

**成本红利衰减风险：**2024 年大部分公司的主要原材料（比如葵花籽、鱼干、鹤鹑蛋等）都从高位回落，2024 年利润率提升，但 2025 年原材料是否会继续下行存在不确定性。

**食品安全风险：**食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

## 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>