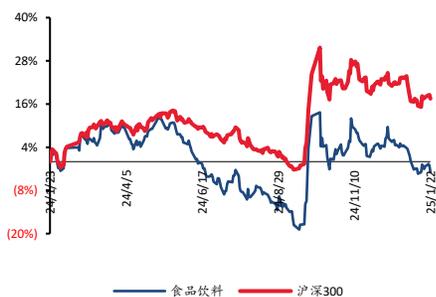


食品饮料

## 临近春节白酒动销回款逐步改善，大众价格带韧性充足

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

|    |     |
|----|-----|
| 酒类 | 无评级 |
| 饮料 | 无评级 |
| 食品 | 无评级 |

### ■ 推荐公司及评级

|      |    |
|------|----|
| 贵州茅台 | 增持 |
| 山西汾酒 | 增持 |
| 古井贡酒 | 增持 |
| 迎驾贡酒 | 增持 |
| 今世缘  | 增持 |

### 相关研究报告

<<达势股份：比萨外送第一品牌，高性价比连锁餐饮成长股>>—2025-01-10

<<2024年食品饮料策略报告：预期先行，静待修复>>—2024-12-09

<<莲花控股：三季度业绩亮眼，回购彰显信心>>—2024-11-13

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

### 研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

## 报告摘要

临近春节酒企回款和动销有所改善，动销略好于先前悲观预期，大众价格带更具韧性。临近春节白酒终端动销和渠道回款明显改善，今年春节开门红回款启动略晚于去年农历同期，近两周部分龙头酒企回款逐步追上进度，行业分化持续加大，春节部分品牌的渠道打款意愿明显降低，而优秀企业的回款和动销基本盘依然稳健。从动销端来看，目前白酒动销大盘同比去年仍有所下滑，降幅环比2024年中秋国庆双节有所收窄，临近春节白酒实际动销表现好于先前市场悲观预期。100-300元大众价格带畅销产品相对具备韧性，承接降级需求，以及春节走亲访友和聚饮送礼需求夯实。高端和次高端普遍存在一定动销压力，高端去年同期动销表现较优有所增长，而今年高端动销整体有所下滑，其中五粮液动销相对好于其他品牌。次高端中汾酒动销相对较优，玻汾和青20基本盘夯实，巴拿马和老白汾依托高性价比重点攻破宴席获得增量。分场景来看，预估婚宴较去年同期略增，商务宴请、高端礼赠预估同比双位数下滑，我们预计春节走亲访友和聚饮刚性需求将较为韧性。分省份来看，安徽、江苏、四川表现相对较好，截至目前白酒动销整体下滑个位数，河南、湖南、山东、浙江、广东白酒动销相对承压，白酒整体动销同比下滑双位数。

行业理性降速，酒企主动降低春节回款比例，五粮液近期挺价效果明显。2024年中秋国庆双节白酒动销疲软，部分酒企自2024Q3起理性降速，主动降低回款任务来寻求良性增长。面对需求疲软以及库存加大的压力，酒企普遍制定2025年目标相较理性，大多目标为个位数增长，行业去库存和卸负成为行业共识。根据渠道调研，预估高端茅台和五粮液2025年目标为个位数增长，古井和迎驾目标相对积极。同时2025年酒企设定春节回款比例上普遍低于同期，根据渠道调研，五粮液/老窖/汾酒春节要求回款比例达到40%/30%/35%，相较于去年低20%/15%/5%。从实际回款来看，酒企普遍回款进度慢于去年同期，其中茅台、汾酒回款较去年持平，五粮液、古井、今世缘、迎驾虽略慢于同期但领先行业，其他次高端回款普遍启动晚回款慢。渠道库存压力有所增加，行业主流酒企库存较同期普遍增加0.5-1个月，终端备货较为谨慎，烟酒店库存相较同期增加有限，终端需求疲软导致烟酒店和渠道逐步出清。价格层面，超高端批价下滑幅度相对较大，飞天茅台批价同比下降超过20%，最新茅台批价为2260元，较同期下降700元左右，1935最新批价为690元，较同期下降310元。高端千元价格带批价同比下降个位数，近期五粮液停货挺价效果明显，近一周批价从890元普遍升至910-920元，一周批价抬升20-30元。次高端批价整体持续走弱，下跌幅度有限，其中汾酒青花20批价表现较好，较同期基本持平。地产酒中100-300元价格带产品批价相对韧性，古井、今世缘主流产品批价略有下跌，迎驾批价同比略增。品牌分化加剧，强势品牌具备虹吸效应，近期汾酒、迎驾、古井回款端明显加快，动销表现相对较优，建议重点关注。

一般证券业务登记编号：S1190124030019

**投资建议：**白酒板块建议关注业绩相对稳健的龙头以及春节动销扎实的区域酒企，推荐贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘。

**风险提示：**宏观经济波动风险；行业竞争风险；食品安全风险。

## 目录

|    |                                |   |
|----|--------------------------------|---|
| 一、 | 临近春节白酒动销回款逐步改善，大众价格带更具韧性 ..... | 5 |
| 二、 | 全国八大市场白酒草根调研整理 .....           | 7 |

## 图表目录

|                         |   |
|-------------------------|---|
| 图表 1： 白酒企业批价和回款跟踪 ..... | 7 |
|-------------------------|---|

## 一、临近春节白酒动销回款逐步改善，大众价格带更具韧性

临近春节酒企回款和动销有所改善，动销略好于先前悲观预期，大众价格带更具韧性。临近春节白酒终端动销和渠道回款明显改善，今年春节开门红回款启动略晚于去年农历同期，近两周部分龙头酒企回款逐步追上进度，行业分化持续加大，春节部分品牌的渠道打款意愿明显降低，而优秀企业的回款和动销基本盘依然稳健。从动销端来看，目前白酒动销大盘同比去年仍有所下滑，降幅环比 2024 年中秋国庆双节有所收窄，临近春节白酒实际动销表现好于先前市场悲观预期。100-300 元大众价格带畅销产品相对具备韧性，承接降级需求，以及春节走亲访友和聚饮送礼需求夯实。高端和次高端普遍存在一定动销压力，高端去年同期动销表现较优有所增长，而今年高端动销整体有所下滑，其中五粮液动销相对好于其他品牌。次高端中汾酒动销相对较优，玻汾和青 20 基本盘夯实，巴拿马和老白汾依托高性价比重点攻破宴席获得增量。分场景来看，预估婚宴较去年同期略增，商务宴请、高端礼赠预估同比双位数下滑，我们预计春节走亲访友和聚饮刚性需求将较为韧性。分省份来看，安徽、江苏、四川表现相对较好，截至目前白酒动销整体下滑个位数，河南、湖南、山东、浙江、广东白酒动销相对承压，白酒整体动销同比下滑双位数。

**行业理性降速，部分酒企主动降低春节回款比例，五粮液近期挺价效果明显。**2024 年中秋国庆双节白酒动销疲软，部分酒企自 2024Q3 起理性降速，主动降低回款任务来寻求良性增长。面对需求疲软以及库存加大的压力，酒企普遍制定 2025 年目标相较理性，大多目标为个位数增长，行业去库存和卸负成为行业共识。根据渠道调研，预估高端茅台和五粮液 2025 年目标为个位数增长，古井和迎驾目标相对积极。同时 2025 年酒企设定春节回款比例上普遍低于同期，根据渠道调研，五粮液/老窖/汾酒春节要求回款比例达到 40%/30%/35%，相较去年低 20%/15%/5%。从实际回款来看，酒企普遍回款进度慢于去年同期，其中茅台、汾酒回款较去年持平，五粮液、古井、今世缘、迎驾虽略慢于同期但领先行业，其他次高端回款普遍启动晚回款慢。渠道库存压力有所增加，行业主流酒企库存较同期普遍增加 0.5-1 个月，终端备货较为谨慎，烟酒店库存相较同期增加有限，终端需求疲软导致烟酒店和渠道逐步出清。价格层面，超高端批价下滑幅度相对较大，飞天茅台批价同比下降超过 20%，最新茅台批价为 2260 元，较同期下降 700 元左右，1935 最新批价为 690 元，较同期下降 310 元。高端千元价格带批价同比下降个位数，近期五粮液停货挺价效果明显，近一周批价从 890 元普遍升至 910-920 元，一周批价抬升 20-30 元。次高端批价整体持续走弱，下跌幅度有限，其中汾酒青花 20 批价表现较好，较同期基本持平。地产酒中 100-300 元价格带产品批价相对韧性，古井、今世缘主流产品批价略有下跌，迎驾批价同比略增。品牌分化加剧，强势品牌具备虹吸效应，近期汾酒、迎驾、古井回款端明显加快，动销表现相对较优，建议重点关注。

**贵州茅台：**目前回款进度 20%-25%，较去年同期基本持平，1 月要求回款进度 25%，与去年持平；茅台原箱/1935 批价 2260/690 元，环比+10/0 元，同比-700/-310 元；目前库存 15 天，同比持平；经销商大会提出 2025 年茅台酒投放量略增，系列酒增长双位数。

**五粮液：**目前回款 40%，较去年同期慢 15%，发货 20-30%，25 年春节要求回款 40%，去年春节要求 1 月 25 日前回款 60%；普五批价 910-920 元，环比+20-30 元，同比-15 元；目前库存 2 个月，同比略增 0.5 个月。2025 年目标个位数增长，根据渠道调研，经销商合同量按照历史三年平均。

**泸州老窖：**目前回款 20-30%，较去年同期慢 15%，25 年春节要求回款 30%，去年春节要求回款 40-45%；国窖批价 860 元，环比持平，同比-20 元；目前库存 3 个月，同比增长 0.5-1 个月。

**山西汾酒：**渠道自 1 月 1 号开始回款，目前回款进度 25%，较去年同期基本持平。根据渠道调研，25 年春节要求一季度回款 35%，1 月回款 20%，去年春节回款要求 35-40%；玻汾/青 20/青 30 批价 41/360/770-780 元，环比持平，同比+0.5/+5/-35 元；目前库存 2 个月，同比略增 0.5 个月。根据渠道调研，2025 年目标为省内个位数增长，省外双位数增长。

**舍得酒业：**目前尚未大面积回款，较去年同期慢 5%，25 年春节回款要求 20-30%，去年春节回款要求 25%；品味舍得批价 316 元，环比持平，同比-14 元；目前库存 3-4 个月，同比略增。2025 年目标努力实现正增长。

**水井坊：**目前回款进度 12%，较去年同期慢 5-10%，25 年春节要求回款 20%，去年春节回款要求 25%；八号/井台批价 305/415 元，环比持平，同比 0/-40 元；目前库存 2.5 个月，同比+0.5 个月；根据渠道调研，2025 财年目标为实现正增长。

**洋河股份：**目前回款进度 20%，较去年同期慢 5%，25 年春节回款要求 1 月底回款 30%，一季度回款 40%，去年春节回款要求 40%；海之蓝/天之蓝/水晶梦/梦 6+批价为 135/285/430/570 元，环比持平，同比 0/+5/+7/-30 元；目前库存省内 3 个月，省外 4-5 个月，同比增加 1 个月。

**今世缘：**目前回款 20%，较去年同期慢 5%，25 年春节回款要求 40%，去年春节回款要求 40%；对开/四开批价为 205/380 元，环比持平，同比-55/-20 元；目前库存 3 个月，开系库存正常，同比略增 0.5 个月；公司经销商大会提出要求 2025 年公司增速高于行业平均，省外增速明显高于省内。

**古井贡酒：**目前回款进度 30%，较去年同期慢 10%，25 年春节回款要求 45%，去年春节回款要求 50%；古 5/古 8/古 16/古 20 批价分别为 100/215/310/466 元，环比持平，同比-10/-10/-35/-4 元；目前库存省内 3.5-4 个月，省外 3-4 个月，同比增加 0.5 个月；根据渠道调研，2025 年目标相对积极，增长目标为双位数。

**迎驾贡酒:** 目前回款进度 25%，同比略慢 5%，25 年春节回款要求 40%，去年春节回款要求 50%；洞 6/洞 9/洞 16 合肥批价 110/192/290 元，环比持平，同比 0/+7/+10 元；目前终端库存 2 个月，渠道库存 2.5 个月，同比略增 1 个月；根据渠道调研，2025 年目标为双位数增长。

图表1：白酒企业批价和回款跟踪

| 酒企   | 目前回款进度  | 去年农历同期回款 | 回款同比快慢情况 | 25 年春节回款要求           | 24 年春节回款要求      | 最新批价                                  | 目前库存              |
|------|---------|----------|----------|----------------------|-----------------|---------------------------------------|-------------------|
| 贵州茅台 | 20%-25% | 30%      | 基本持平     | 1 月回款 25%            | 25%             | 茅台原箱/1935 为 2260/690 元，环比+10/0 元      | 15 天              |
| 五粮液  | 40%     | 50%      | 慢 10%    | 春节要求回款 40%           | 1 月 25 日前回款 60% | 普五 910-920 元，环比提升 20-30 元             | 2M                |
| 泸州老窖 | 20-30%  | 40%+     | 慢 15%    | 春节要求回款 30%           | 40-45%          | 国窖 860 元，环比持平                         | 3M                |
| 山西汾酒 | 25%     | 25%      | 持平       | 一季度回款 35%，1 月回款 20%  | 35-40%          | 玻汾/青 20/青 30 批价 41/360/770-780 元，环比持平 | 2M                |
| 舍得酒业 | 未回款     | 5%       | 略慢       | 20-30%               | 25%             | 品味舍得 316 元，环比持平                       | 3-4M              |
| 水井坊  | 12%     | 5-10%    | 略慢       | 20%                  | 25%             | 八号/井台为 305/415 元，环比持平                 | 2.5M              |
| 洋河股份 | 20%     | 25-27%   | 慢 5-7%   | 1 月底回款 30%，一季度回款 40% | 40%             | 海/天/水晶梦/M6+为 135/285/430/570 元，环比持平   | 省内 3M，省外 4-5M     |
| 今世缘  | 20%     | 25%      | 慢 5%     | 40%                  | 40%             | 对开/四开为 205/380 元，环比持平                 | 3M，开系库存正常         |
| 古井贡酒 | 30%     | 40%      | 略慢 10%   | 45%                  | 50%             | 古 5/8/16/20 为 110/215/310/466 元，环比持平  | 省内 3.5-4M，省外 3-4M |
| 迎驾贡酒 | 25%     | 30%      | 略慢 5%    | 40%                  | 50%             | 洞 6/9/16 价格 110/192/290 元，环比持平        | 终端 2M+，渠道 2.5M    |

资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 二、全国八大市场白酒草根调研整理

我们针对全国 8 大市场进行白酒终端和渠道调研，了解到安徽、江苏、四川白酒表现相对较好，截至目前预估白酒整体动销下滑个位数，河南、湖南、山东、浙江、广东白酒动销相对承压，预估白酒整体动销同比下滑双位数。2025 年春节白酒动销表现好于 2024 年中秋国庆，且临近春节动销表现逐步好转。近年来春节消费呈现启动晚时间短爆发快的态势，去年临近春节两周终端才明显感受到需求回暖流速加快，建议拉长来看春节整体表现，本周为白酒动销重要窗口，持续保持关注。

**河南:** 根据渠道调研，截至目前预估白酒整体动销下滑 10-15%，高端和次高端下滑接近 20%，中低端基本持平或略微下滑。茅台近期酒厂价格管控较严，批价略微抬升，目前批价为 2260 元；五粮液控货后普五批价上升至 910 元，目前库存 1 个月；高度国窖批价 860 左右，库存 60-70 天；汾酒青 20 批价在 360-365 元之间且市场缺货，复兴版批价为 775-780 元，总体稳定，目前库存约

35-40 天。

**四川：**根据渠道调研，截至目前预估白酒整体动销下滑个位数，茅台动销略有下降，五粮液动销整体持平，老窖动销下滑 6-7%。分场景，宴席开局略超预期，同比去年增长 10-20%。茅台 2 月货陆续到货中，飞天批价 2250-2300 元，库存约一周，非标产品库存约 1 个月；五粮液普五批价 920 元，库存 1.5 个月；国窖批价 860 元，库存约 1 个月，国窖动销同比下滑高个位数，特曲 60 版持平；水井坊动销略有增长；舍得预估动销下滑双位数。

**湖南：**根据渠道调研，截至目前预估白酒动销预估下滑 10%，高端动销预计下滑 5%左右，次高端酒酒鬼、舍得等预计动销下滑双位数。

**安徽：**根据渠道调研，截至目前预估白酒动销下滑个位数。分价格带，100-300 元价格带增长较好，100 价格带预估动销双位数增长。分品牌，古井古 16 因宴席支撑预估双位数增长，古 8 预估持平，古 20 双位数下滑，迎驾洞 9 预估双位数增长，洞 6 动销正增长。分场景，婚宴表现较好预估同比 24 年正增长，但较 23 年下滑约 5%。

**江苏：**根据渠道调研，截至目前预估白酒动销下滑 5%，分品牌，高端与次高端动销相对较弱，茅台和汾酒动销略微增长，其他品牌动销有不同程度下降。次高端品牌价格带下移，洋河梦之蓝、国缘 V3 批价略有下降，洋河回款比去年同期慢 6-7%，今世缘回款比去年同期慢 5%，竞争挤压加剧。汾酒保持低基数下的稳增长，其他省外品牌实际动销下滑，回款能保持持平。分场景，预估婚宴小个位数增长，生日宴持平，小规模其他宴席市场缩量，总体宴席市场基本同比持平。

**山东：**根据渠道调研，截至目前预估白酒动销下滑双位数，茅台批价 2250 元，五粮液普五批价 900 元，国窖价格近期有所波动，目前高度国窖/低度国窖批价 870/610 元，特曲和头曲动销持平；汾酒动销同比持平，青 20 库存约 20%。

**浙江：**根据渠道调研，截至目前白酒动销预估下滑双位数，送礼需求明显减少，高端酒动销下滑双位数。茅台/1935 批价 2230/670-680 元，五粮液普五批价 910 元，汾酒动销下滑幅度略少于高端。

**广东：**根据渠道调研，截至目前白酒动销下降个位数，其中茅五泸动销预估下滑个位数，茅台批价 2250 元，普五批价 900 元，礼赠、宴席、团购均有所下滑。

**投资建议：**白酒板块建议关注业绩相对稳健的龙头以及春节动销扎实的区域酒企，推荐贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘。

**风险提示：**宏观经济波动风险；行业竞争风险；食品安全风险。

重点推荐公司盈利预测表

| 代码     | 名称   | 最新评级 | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       | 股价         |
|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
|        |      |      | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | 2025/01/22 |
| 600519 | 贵州茅台 | 增持   | 59.49 | 68.12 | 73.57 | 78.72 | 29.01 | 21.15 | 19.59 | 18.31 | 1441.00    |
| 600809 | 山西汾酒 | 增持   | 8.56  | 9.75  | 10.73 | 11.80 | 26.97 | 18.09 | 16.44 | 14.95 | 176.42     |
| 000596 | 古井贡酒 | 增持   | 8.68  | 10.42 | 11.46 | 12.61 | 26.81 | 14.84 | 13.49 | 12.27 | 169.70     |
| 603198 | 迎驾贡酒 | 增持   | 2.86  | 3.23  | 3.55  | 3.91  | 23.18 | 17.18 | 15.62 | 14.20 | 55.52      |
| 603369 | 今世缘  | 增持   | 2.50  | 2.92  | 3.18  | 3.50  | 19.50 | 14.96 | 13.73 | 12.48 | 43.65      |

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。