

证券研究报告

2025年02月12日

行业报告：行业投资策略

食品饮料（酒水饮料）行业2025年年度策略： 守得云开，预期先行

作者：

分析师 张潇倩 SAC执业证书编号：S1110524060003

分析师 李本媛 SAC执业证书编号：S1110524040004

分析师 唐家全 SAC执业证书编号：S1110523110003

联系人 马咏怡



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

一、白酒：触底的2025，反弹的2025

1、回顾2024：从框架模型出发，看24年行业状态。白酒超额收益主由业绩驱动，24Q1-3业绩增速放缓拖累收益，具体看：① 需求端：24年需求迎来“压力测试”，行业进入深度去库存阶段；② 供给端：基于酒企对未来高端市场仍有信心，当前头部酒企仍处扩产周期；③ 产业周期：进入“由量的结构变化”主导的头部化时代，25年或迎向上拐点；④ 酒企治理：国企分红率提升方案积极，管理层能力重要性愈加凸显。

2、反思2024：弱 β 现实下，高端酒需求出现回落导致飞天批价回落幅度超预期；次高端调整幅度超预期；大众价位扩容的同时升级势能超预期。

3、展望2025：政策催化下守得云开，预期先行。行业进入“由量的结构变化&优质产能主导的集中度提升加速式增长阶段”、“保障渠道利润+终端为王”、“政策刺激下景气度触底或迎反转”三大阶段，六大趋势演绎。

4、投资策略：估值/情绪进入历史相对底部区间，基金持仓触底，建议关注两大投资主线。预计2025年行业将出现理性&进攻并行/消费升&降级并存的情况，在潜在政策&消费积极催化下，深度去库的强品牌酒企业绩端或逐步触底回升，我们看好两条主线：一、强品牌条线：优选最能把握“由量的结构变化&优质产能主导的集中度提升带来加速式增长的阶段”的强品牌酒企（具备稳定穿越周期的能力），即：拥有丰富产品矩阵&具备上下产品联动能力的强品牌标的。比如：贵州茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘/珍酒李渡等；二、弹性条线：优选业绩基数低&具强 β 属性的酒企以及白酒渠道商。比如：华致酒行/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊/老白干酒等。

二、啤酒：盘整的2024，量价齐升的2025

1、复盘2024年的四大变化：需求低预期、CR5集中度降低、低端场景直接缺失而非升级、升级降速（吨价降至0-1%）。

2、展望2025年：预测1：顺周期下，量价齐升可期。预测2：大麦仍有红利，成本改善幅度低于24年。

选股：首选青岛啤酒（25年换届落地有望开启新篇）。

三、软饮料：超预期的2024，更分化的2025

1、复盘2024年：需求韧劲超预期（茶、功能性饮料更景气），旺季竞争加剧，高股息估值拔升。

2、展望2025年：水判断25年格局仍将内卷；无糖茶：24年干茶大战，25年有望开始出清、传统龙头受益。

个股：建议关注怡宝（25年12X+净利率改善空间大）、农夫（25H2利润拐点）、百润（威士忌新品）。

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、经销商大会新增信息不及预期、春节需求端表现不及预期、批价上行幅度不及预期、经营决策失误或组织不力风险等。

目录

CONTENTS

一、白酒

第一部分：从框架模型出发，看24年行业状态

第二部分：反思2024：哪些变量导致预判与实际的差异

第三部分：展望2025：政策催化下守得云开，预期先行

第四部分：投资建议：建议关注“稳健”“弹性”两大主线

二、啤酒

第一部分：复盘2024：存四大变化

第二部分：展望2025：顺周期量价齐升，大麦仍有成本红利

三、软饮料

第一部分：复盘2024：需求韧劲超预期、竞争加剧

第二部分：展望2025：水仍将内卷，无糖茶有望开始步入出清

四、风险提示

白酒

“触底的2025，反弹的2025”

第一部分

从框架模型出发，看24年行业状态

24年行业进入由量的结构变化&优质产能主导的“集中度提升加速”式增长阶段
消费力减弱下盈利端增速预期放缓，导致估值收缩拖累板块收益率

1.1 结果-白酒超额收益主要由业绩驱动，24Q1-3业绩增速放缓拖累收益

图：白酒行业超额收益来源为业绩

业绩仍为超额收益主要产生来源，24Q1-3业绩增速放缓拖累收益。白酒相对于大盘超额收益可划为五阶段：00-03年基本同步、04-11年超额收益明显、12-15年深度调整、16-20年超额收益、21-23年超额收益不明显。02-至今白酒指数上涨4682%，而同期的上证综指仅上涨109%，长期超额收益明显，基本面是驱动白酒板块持续取得超额收益的最核心因素之一，通常情况下基本面大幅好转也会带来估值的提升，从而为板块带来戴维斯双击行情。

展望看：2024Q1-3白酒行业受外部环境影响，业绩降速，短期未实现明显超额收益（PE&EPS双拖累）。在政策落地持续刺激消费背景下，2025年行业价升+集中度提升逻辑或将持续演绎，估值修复有望重启行业超额收益行情。

表：2002年-至今指数上涨约4687%



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：估值扩张贡献=当年白酒板块相对A股估值倍数/上年白酒板块相对A股估值倍数-1，净利润相对优势贡献=(白酒板块净利润增幅+1)/(A股净利润增幅+1)-1；数据口径选择白酒Ⅱ(申万)、申万A股；时间截止：2024年12月11日

年份	白酒涨跌幅 (%)	A股涨跌幅 (%)	白酒归母净利润增速 (%)	A股归母净利润增速 (%)	白酒历史PE	A股历史PE	估值扩张贡献	净利润相对优势贡献 (%)	超额收益	超额收益产生来源
2000年	39.5	56.7	3.8	5	38	64				
2001年	-21.4	-24	-9	-34.9	33	62	-11%	40%	不明显	估值+盈利双拖累
2002年	-28.8	-18.9	-36.4	4.4	39	47	57%	-39%		估值驱动
2003年	-4	-2.8	-14.9	35.4	44	34	54%	-37%		估值驱动
2004年	18.2	-16.8	65.4	26.1	31	22	10%	31%		盈利驱动
2005年	16.5	-11.5	21.3	-6.3	29	20	3%	30%		盈利驱动
2006年	296.4	103.9	72.3	50.4	59	25	61%	15%		盈利+估值驱动
2007年	168.9	167.2	76	59.5	87	34	9%	10%		盈利驱动
2008年	-60.5	-62.8	31.1	-18.3	26	15	-31%	60%	明显	盈利驱动
2009年	101.9	105.6	33.6	23.8	39	22	-1%	8%		盈利驱动，估值拖累，超额不明显
2010年	18	-6.8	32.3	37	36	16	32%	-3%		估值驱动
2011年	-1.3	-28.6	59.4	11.8	24	11	-7%	43%		盈利驱动
2012年	2	4.9	53	0.1	15	12	-38%	53%		估值+盈利双拖累
2013年	-42.3	6.3	-11.6	13.8	10	11	-29%	-22%	不明显	估值+盈利双拖累
2014年	42.5	44.9	-17.3	5.4	18	15	25%	-22%		盈利拖累，估值驱动
2015年	22.8	35.3	10.1	-2.5	21	21	-17%	13%		盈利弱复苏
2016年	28.4	-13.6	10.4	5.6	24	19	33%	5%		盈利+估值扩张驱动
2017年	93.1	2.2	43.7	17.9	32	17	46%	22%		盈利+估值扩张驱动
2018年	-23.4	-30	33.5	-2.2	19	13	-23%	36%	明显	盈利驱动为主
2019年	102.1	32.2	17.7	5.4	32	16	41%	12%		盈利+估值扩张驱动
2020年	96.4	25.9	11.9	-0.5	56	19	40%	12%		盈利+估值扩张驱动
2021年	-2.6	7.1	17.7	17.4	47	18	-11%	0%		估值拖累
2022年	-15.4	-20.1	20.4	-0.8	33	14	-11%	21%		估值拖累
2023年	-11.7	-6.7	18.9	-1.7	25	15	-27%	21%	不明显	估值拖累
2024年	-9.2	12.4	10.7	-0.5	21	17	-26%	11%		估值拖累

1.2 需求端：24年需求迎来“压力测试”，行业进入深度去库存阶段

中国酒业协会发布的《2024中国白酒市场中期研究报告》显示，2024年复苏态势较弱，80%受调研白酒企业表示市场有所遇冷；超过60%的经销商、终端零售商表示库存增加，超过40%表示实际销售价格的倒挂程度有所增加。

经济为决定需求的根本要素，24年行业需求面临“压力测试”，24H2行业进入深度库存去化阶段。虽从白酒需求特性来看兼具刚性&弹性，但随着24Q1-3经济/消费增速的明显放缓，酒类消费出现了群体转移和结构性变化，使得行业进入近年来最明显的“需求压力测试”阶段，仍能实现双位数利润增长的头部酒企多通过调整“量的结构”实现，大多酒企选择深度去库存/稳价&降速以应对压力&保证渠道健康，24Q1-3业绩分化持续加大。

区域角度—白酒地域性需求差异大，24年徽酒整体表现仍强于苏酒。安徽省/江苏省/河南/四川省等仍为规模较大的省份。就24年看，虽大多白酒大省动销均略有压力，受益于大众价位带的扩容&升级，徽酒&苏酒收入端均增速亮眼，但利润端分化明显。

消费结构/价位带角度—价位带表现分化明显推动行业进入“以量的结构调整为主导的头部聚集时代”。①**高端酒：结构下移**。24年高端酒需求压力逐步显现，使得高端酒企加入腰部价格带竞争战，次高端/大众价位一定程度上迎强品牌的降维打击；②**次高端酒：结构下移**。次高端酒价位带24年仍以“深度去库存”为发展主线，需求的持续承压使得其业绩多依靠100-300元价位带产品；③**大众价位带：结构上行**。24年大众消费受益于中高价位的消费降级以及百元以下的消费升级，在消费分层下，成为唯一一个实现扩容&升级的价位带。

展望看：我们认为2025年大众价位带的扩容&升级趋势仍将延续（具稳定性）；政策刺激&需求逐步恢复下，高端酒&次高端酒仍有望成为扩容速度最快的价位带（具弹性）。

表：茅五泸核心单品24年以来批价走势一览（单位：元）



1.2 需求端：24年需求迎来“压力测试”，行业进入深度去库存阶段

图：24年主要酒企分价位带产品增速表现

公司	分产品	2023年收入 (亿元)	yoy	2023年占比	比重变动	2024H1收入 (亿元)	yoy	2024H1占比	比重变动
贵州茅台	茅台酒	1,265.89	17.39%	85.99%	-1.14%	685.67	15.67%	83.91%	-1.56%
	其他系列酒	206.3	29.43%	14.01%	1.14%	131.47	30.50%	16.09%	1.56%
五粮液	五粮液产品	628.04	13.50%	82.15%	0.25%	392.05	11.45%	83.22%	-0.76%
	其他酒产品	136.43	11.58%	17.85%	-0.25%	79.06	17.77%	16.78%	0.76%
泸州老窖	中高档酒类	268.41	21.28%	89.24%	-0.12%	152.13	17.12%	90.35%	0.83%
	其他酒类	32.36	22.87%	10.76%	0.12%	16.25	6.86%	9.65%	-0.83%
山西汾酒	中高价酒类	232.03	22.56%	73.10%	0.39%	164.27	17.38%	72.49%	-1.60%
	其他酒类	85.4	20.15%	26.90%	-0.39%	62.33	27.36%	27.51%	1.60%
水井坊	高档产品	46.71	3.73%	95.80%	-1.50%	15.17	-3.53%	93.99%	-0.33%
	中档产品	2.05	64.08%	4.20%	1.50%	0.97	12.66%	6.01%	0.33%
酒鬼酒	内参系列	7.15	-38.21%	25.27%	-3.30%	1.73	-60.85%	17.39%	-11.23%
	酒鬼系列	16.47	-27.45%	58.22%	2.16%	5.91	-30.11%	59.48%	4.58%
	湘泉系列	0.71	-68.03%	2.49%	-2.96%	0.49	36.11%	4.94%	2.60%
	其他系列	3.88	-0.15%	13.71%	4.12%	1.77	-17.51%	17.76%	3.87%
舍得酒业	其他业务	0.09	-34.78%	0.32%	-0.02%	0.04	2.56%	0.44%	0.19%
	中高档酒	56.55	15.96%	86.20%	0.02%	26.01	-5.61%	87.14%	2.83%
	普通酒	9.05	16.11%	13.80%	-0.02%	3.84	-25.18%	12.86%	-2.83%
古井贡酒	年份原浆	154.17	27.34%	78.50%	3.62%	107.87	23.12%	80.33%	0.54%
	古井贡酒	20.16	7.56%			12.38	11.47%	9.22%	-0.90%
迎驾贡酒	黄鹤楼及其他	22.06	0.87%			14.03	26.58%	10.45%	0.36%
	中高档酒	50.22	27.84%	78.45%	2.87%	29.5	24.52%	81.51%	2.05%
	普通白酒	13.8	8.68%	21.55%	-2.87%	6.69	9.24%	18.49%	-2.05%
口子窖	高档白酒	56.78	16.58%	97.08%	0.81%	29.73	7.34%	96.56%	-0.47%
	中档白酒	0.76	-19.76%			0.36	-7.14%	1.17%	-0.20%
	低档白酒	0.95	0.72%			0.70	50.89%	2.27%	0.66%
今世缘	特A+类	65.04	25.13%	64.79%	-1.38%	46.54	21.91%	64.13%	-0.16%
	特A类	28.7	37.11%	28.59%	1.94%	22.16	26.05%	30.54%	0.93%
	A类	4.11	26.68%	4.09%	-0.04%	2.58	14.32%	3.56%	-0.25%
	B类	1.6	9.66%	1.59%	-0.27%	0.82	-2.32%	1.13%	-0.28%
	C、D类	0.86	2.47%	0.86%	-0.21%	0.44	-8.14%	0.61%	-0.20%
洋河股份	其他	0.07	-21.95%	0.07%	-0.03%	0.031	-27.64%	0.04%	-0.03%
	中高档酒	285.39	8.82%	87.84%	-1.06%	199.61	4.78%	88.75%	-0.04%
	普通酒	39.5	20.70%	12.16%	1.06%	25.3	5.16%	11.25%	0.04%
老白干酒	衡水老白干	23.55	10.04%	46.94%	-2.25%				
	板城烧锅酒	9.57	15.15%	19.08%	-0.03%				
	武陵 (100元以上)	9.79	28.19%	19.51%	1.97%				
	文王贡 (100元以下)	5.47	16.48%	10.90%	0.12%				
金徽酒	孔府家	1.79	22.69%	3.57%	0.21%				
	300元以上	4.01	37.13	16.01%		3.13	44.71%	18.16%	3.78%
	100-300元	12.88	32.28	51.42%	口径变动	8.89	14.97%	51.57%	0.07%
	100元以下	8.16	14.22	32.57%		5.22	1.77%	30.28%	-3.85%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

1.3 供给端：基于酒企对未来高端市场仍有信心，当前头部酒企仍处扩产周期

酒企产能变化多与经济周期相关，虽短期面临需求压力，但优质产能建设项目仍在积极开展。“十三五”时期的白酒产能高峰1380万千升，到2023年的671万千升，近十年时间的总产量不断下降，说明产业存在产能过剩压力，加之消费结构变化，使白酒产能未来仍有下行压力，但优质产能仍相对欠缺，因此大多上市酒企仍选择逆势扩产优质基酒，一定程度上显示酒企仍对未来“品质化/高端化”有信心。

我们认为：白酒行业在经历了“广告为王时代-渠道为王时代-品牌为王时代”后，或将进入“品质为王时代”即：在下一轮行业上行期（仍由价升主导）竞争中，“好酒/老酒”多寡或成为酒企除品牌溢价外的重要溢价来源，因此当前上市酒企优质基酒/老酒的储备量一定程度上决定了下一轮竞争的先发优势（由于白酒没有保质期问题，因此部分酒企有意识的增加当下优质酒的库存），品牌酒企在产销率高的情况下扩产为大势。

图：历史白酒产量增速情况一览（视上酒企数据）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：主要酒企当前产能/销量/产销率一览（2023年数据）

2023年公司/产品 (单位：吨/千升)		设计产能	实际产能	产量	销量	产销率
贵州茅台	茅台酒	42795	57204	57204	42110	74%
	系列酒	44460	42937	42937	31165	73%
五粮液	五粮液	175627	119593	40135	38659	96%
	其他酒			143965	120447	84%
泸州老窖	中高档酒	170000	170000	31258	37584	120%
	其他酒			52698	58694	111%
洋河股份	洋河系列	222545	125513	158834	166155	105%
	双沟系列	97040	29851			
山西汾酒	中高价白酒	245000	224289	61858	59965	97%
	其他酒			162431	145824	90%
今世缘		40000	40000	51473	46708	91%
古井贡酒	年份原浆	115000	114546	63528	63478	100%
	古井贡酒			26769	29664	111%
	黄鹤楼及其他			24249	25177	104%
迎驾贡酒	中高档酒	80000	61628	32068	31520	98%
	普通酒			29559	29805	101%
口子窖	高档白酒	80000	37576	32343	30972	96%
	中档白酒			2161	2242	104%
	低档白酒			3071	3548	116%
水井坊	高档	15040	11533	10207	9949	97%
	中档			1325	1252	94%
舍得酒业	中高档酒	68000	43650	18938	19100	101%
	普通酒			24712	24427	99%
酒鬼酒				9140	9882	108%
顺鑫农业		825500	314983	314983	366538	116%
老白干酒	老白干酒	40000	40000	30969	31208	101%
	承德乾隆醉	2000	2000	9223	9207	100%
	安徽文王	6800	6800	6748	7045	104%
	湖南武陵	5000	5000	1706	1921	113%
	曲阜孔府家	3000	3000	4925	4159	84%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

1.4 产业周期：进入“由量的结构变化”主导的头部化时代，25年或迎向上拐点

我们以“景气度周期”为分类标准，大致分：92-97年（强景气度周期）98-02年（调整期）03-12年（强景气度周期）13-15年（深度调整期）16-21年（强景气度周期）22年-至今（弱景气度周期），

24年行业处弱景气&深度调整期，价增压力大，但上市酒企通过“调整量的结构”逆势实现整体结构升级&集中度加速提升。23年全国规上白酒企业完成销售收入/利润总额分别7563/2328亿元（+9.7%/+7.5%）；23年主要上市酒企营业收入/归母净利润分别4075/ 1551亿元（+15.9%/18.9%）；24Q1-3主要上市酒企收入/净利润分别3374/1317亿元（+9.6%/+10.8%），我们可以看出：①上市酒企业绩增速远超行业平均，行业集中度提升明显；②在规上酒企整体通过市占率抢夺（量增）实现增长背景下，2024年上市酒企竞争点更多在于升级市场的份额抢夺，使得24Q1-3利润增速快于收入增速（24年上市酒企价增贡献预计较23年放缓）。

展望看：集中度提升驱动头部酒企增长，2025年价增贡献或提升。受近年来宏观经济增速放缓影响，行业已逐步从过去的由价（消费升级）驱动的挤压式增长，转变为由供给端变化驱动（价驱力减弱，量驱力提升）的集中度提升式增长。基于系列政策出台，我们看好2025年需求变化下“价升”贡献的再提升，2024年能抢占大众升级价位市场份额的酒企利润优势尽显，2025年能否实现在升级价位放量仍至关重要。

表：近年来上市酒企“量/价”同比变化情况一览

证券简称	23年酒类营收 (亿元)	23年销量 (吨/千升)	23年销量yoy	23年吨价 (万元/吨)	23年吨价yoy
贵州茅台	1472	73274	7%	201	11%
五粮液	764	159106	25%	48	-10%
泸州老窖	301	96278	12%	31	9%
山西汾酒	317	205789	16%	15	5%
水井坊	49	11201	12%	44	1%
舍得酒业	66	43527	5%	15	16%
酒鬼酒	28	9882	-34%	29	5%
迎驾贡酒	64	61325	16%	10	6%
今世缘	100	46708	20%	21	7%
古井贡酒	196	118319	3%	17	18%
口子窖	58	36763	7%	16	8%
洋河股份	325	167837	-15%	19	27%

证券简称	24H1酒类营收 (亿元)	24H1销量 (吨/千升)	24H1销量yoy	24H1吨价 (万元/吨)	24H1吨价yoy
五粮液	471	78350	-16%	60	33%
泸州老窖	168	47915	10%	35	5%
酒鬼酒	10	4418	-19%	22	-21%
古井贡酒	134	73593	13%	18	8%

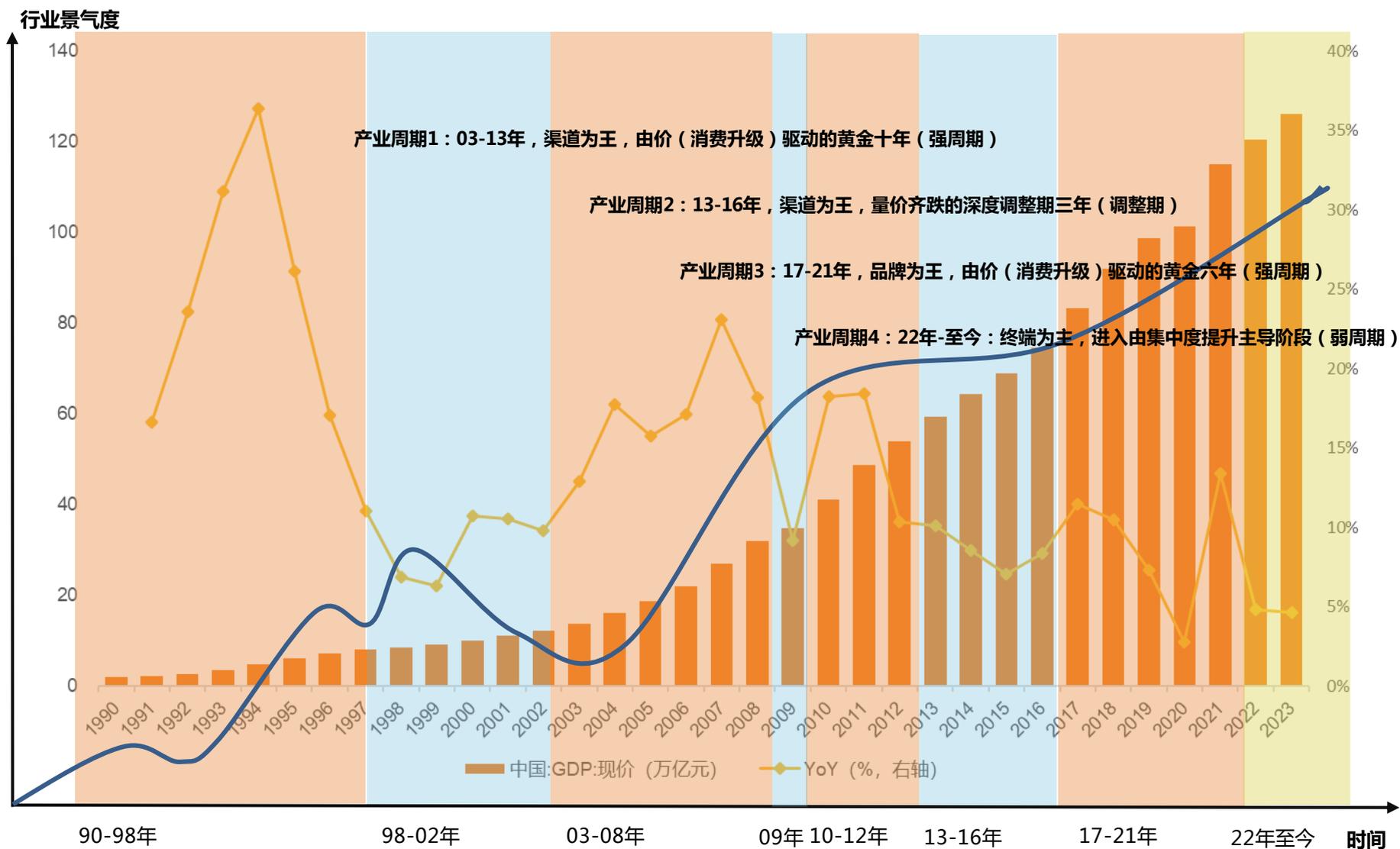
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

表：2012-2023年规模以上酒企收入/净利润情况一览

年份	规模以上酒企数量 (家)	规模以上酒企收入 (亿元)	增速 (%)	规模以上酒企利润 (亿元)	增速 (%)	平均规模以上酒企收入 (亿元)	增速 (%)	平均规模以上酒企利润 (亿元)	增速 (%)
2023	896	7563	10%	2328	8%	8.44	23%	2.60	14%
2022	963	6627	10%	2202	29%	6.88	10%	2.29	30%
2021	965	6033	19%	1702	33%	6.25	11%	1.76	16%
2020	1040	5836	5%	1585	13%	5.61	17%	1.52	28%
2019	1176	5618	5%	1404	12%	4.78	29%	1.19	38%
2018	1445	5364	13%	1251	30%	3.71	5%	0.87	34%
2017	1593	5654	14%	1028	36%	3.55	-9%	0.65	28%
2016	1578	6126	10%	797	9%	3.88	9%	0.51	9%

资料来源：中国酒业协会，中商产业研究院，酒说公众号等，天风证券研究所

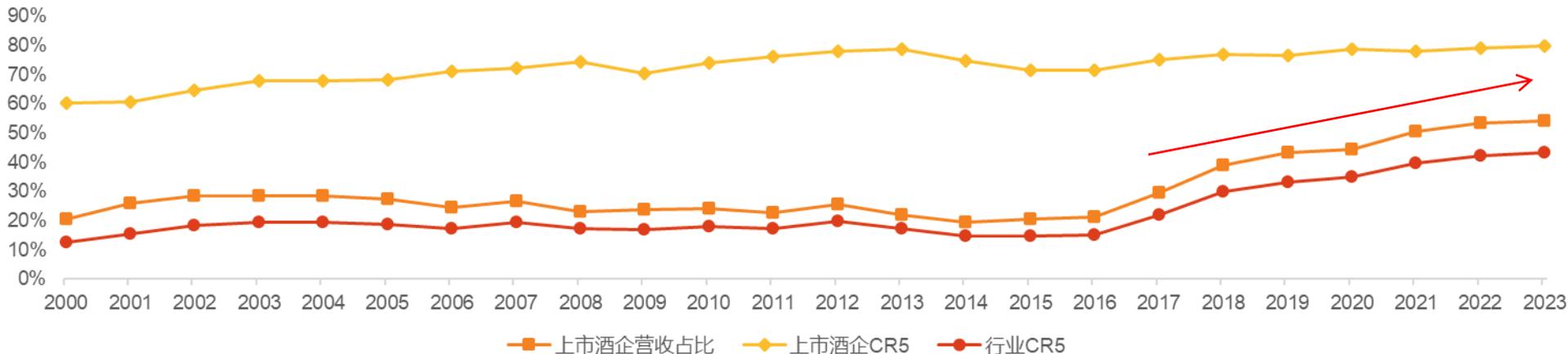
1.5 产业周期：进入“由量的结构变化”主导的头部化时代，25年或迎向上拐点



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.6 产业周期：进入“由量的结构变化”主导的头部化时代，25年或迎向上拐点

图：行业集中度持续提升



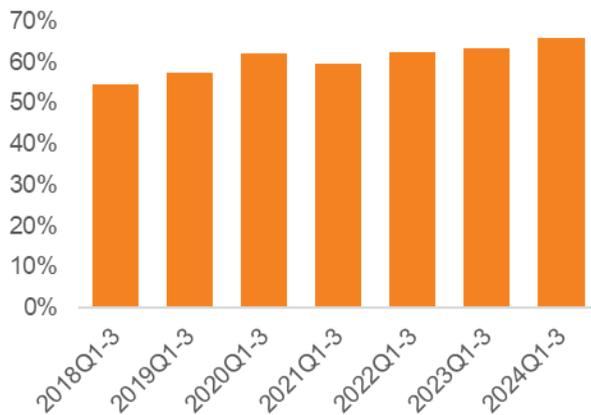
资料来源：Wind，天风证券研究所

图：高端酒收入占比稳定在>60%



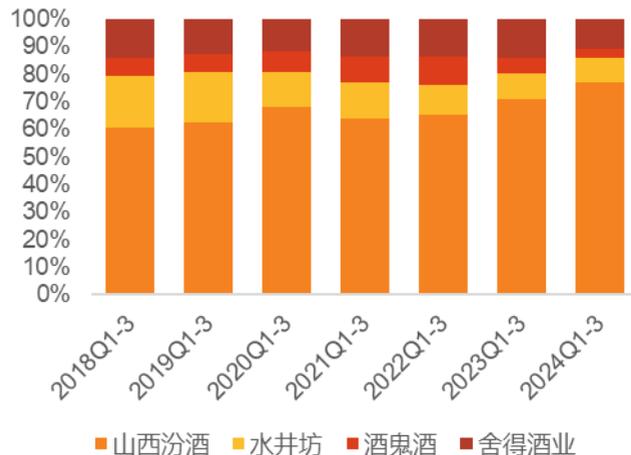
资料来源：Wind，天风证券研究所

图：古井贡酒占徽酒收入比不断提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：山西汾酒占次高端酒收入提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.7 酒企性质分析：国企分红率提升方案积极，管理层能力重要性愈加凸显

弱周期下管理层能力对酒企发展影响越发明显。决定白酒板块是否具备强向上趋势的是经济，而决定个股表现的则是酒企 α ，即：在经济向上阶段，多数酒企均能多多少少享受行业发展红利，但在经济增速放缓阶段，海水退潮，酒企管理层能力对短期业绩&中长期行业位次的影响更突出。

24年多家头部酒企管理层变动积极，多经历几轮周期使得酒企经营稳健。24年主要酒企管理层变动包括：贵州茅台更换董事长；五粮液销售负责人更新；水井坊总经理确定最终人选等，头部酒企随着人事变动，权&责更为分明，经营层面变化积极。由于当前大多酒企管理层稳定&多拥有“穿越周期”能力，酒企经营韧性仍强。

当前部分酒企仍处股权激励期，23H2-24H1回购/增持迎小高峰。白酒行业自2021年开始连续下跌&估值具备强性价比后，23H2-24H1迎来酒企密集回购/增持潮，主要用于后续潜在激励/注销，旨在维护公司价值&完善中长期激励&维护股东利益，随着9月底积极政策的出台，股价回稳使得回购/增持潮逐步褪去。

23年头部酒企分红率提升方案积极，24年多家酒企出台三年分红方案。继23年部分酒企提分红率外，24年贵州茅台、洋河和五粮液先后推出了高分红为核心的三年回报计划，后续或将有更多酒企提出积极分红举措，以切实加大股东回报。

展望看：预计随着2025年需求边际向好，回购&增持增速或放缓，而在分红率方面或仍有较多积极方案将持续出台。另外，随着外部环境或发生趋势性变化，酒企业管理层的正常流动&管理制度的日益健全或带来更多积极效应。

图：主要酒企回购/增持/分红率方案情况

证券简称	24年以来新增分红方案	上市公司	公告时间	回购/增持主体	回购/增持方案
洋河股份	2024年度-2026年度，年度现金分红比例 $\geq 70\%$ ，且不低于人民币70亿元（含税）	顺鑫农业	2024/2/5	顺鑫控股	顺鑫控股计划自2024年2月2日起6个月内，通过深圳证券交易所交易系统增持公司股份，增持金额不低于人民币1亿元，不超过人民币2亿元（含2024年2月2日至2月5日增持金额），本次增持不设价格区间。
五粮液	2024-2026年度，年度现金分红比例 $\geq 70\%$ ，且不低于200亿元（含税）；每年度现金分红可分一次或多次（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。	舍得酒业	2024/2/6	舍得酒业	公司拟以不低于人民币10,000万元（含）且不超过人民币20,000万元（含）自有资金回购股份，用于公司的员工持股计划或股权激励。
		金种子酒	2024/2/21	公司高管	何秀侠女士拟增持20,000股、刘辅弼先生拟增持20,000股，合计拟增持40,000股。
贵州茅台	2024-2026年度，年度现金分红比例 $\geq 75\%$ ，每年度现金分红分两次（年度和中期分红）实施。	水井坊	2024/2/21	水井坊	公司拟以不低于人民币7,500万元（含）且不超过人民币15,000万元（含）自有资金回购股份，用于公司的员工持股计划或股权激励。
		贵州茅台	2024/9/20	贵州茅台	通过集中竞价交易方式回购1,670,583股—3,341,164股（依照回购价格上限测算），预计回购金额30-60亿元。

资料来源：各上市公司公告、天风证券研究所

第二部分

反思2024：哪些变量导致预判与实际的差异

2024年年度策略报告中，我们曾对2024年的矛盾点进行预判并对六大趋势进行预测，当前来看，我们对价格变化的预期预测出现部分偏差，或主因对消费力变化节奏判断出现偏差：

矛盾点：①名酒价格带降维与盈利能力持续性的矛盾；②名酒渠道下沉与区域酒突围的矛盾；③产能扩张与产销量下滑的矛盾

趋势一：“终端为王”阶段下，数字/资金比拼加剧

趋势二：名酒下沉&区域酒突围均发力“精耕/深耕”

趋势三：高端酒再迎提价潮，批价波动整体收敛

趋势四：次高端酒轻装上阵，区域酒拥抱大众扩容

趋势五：酱酒市场仍大有可为，珍酒前景可期

趋势六：进攻为24年主基调，份额抢夺战持续

总结：消费升&降级并存，集中度提升为行业驱动力

2.1 股价复盘：基本面/情绪面引发下跌，政策面为拉升主因

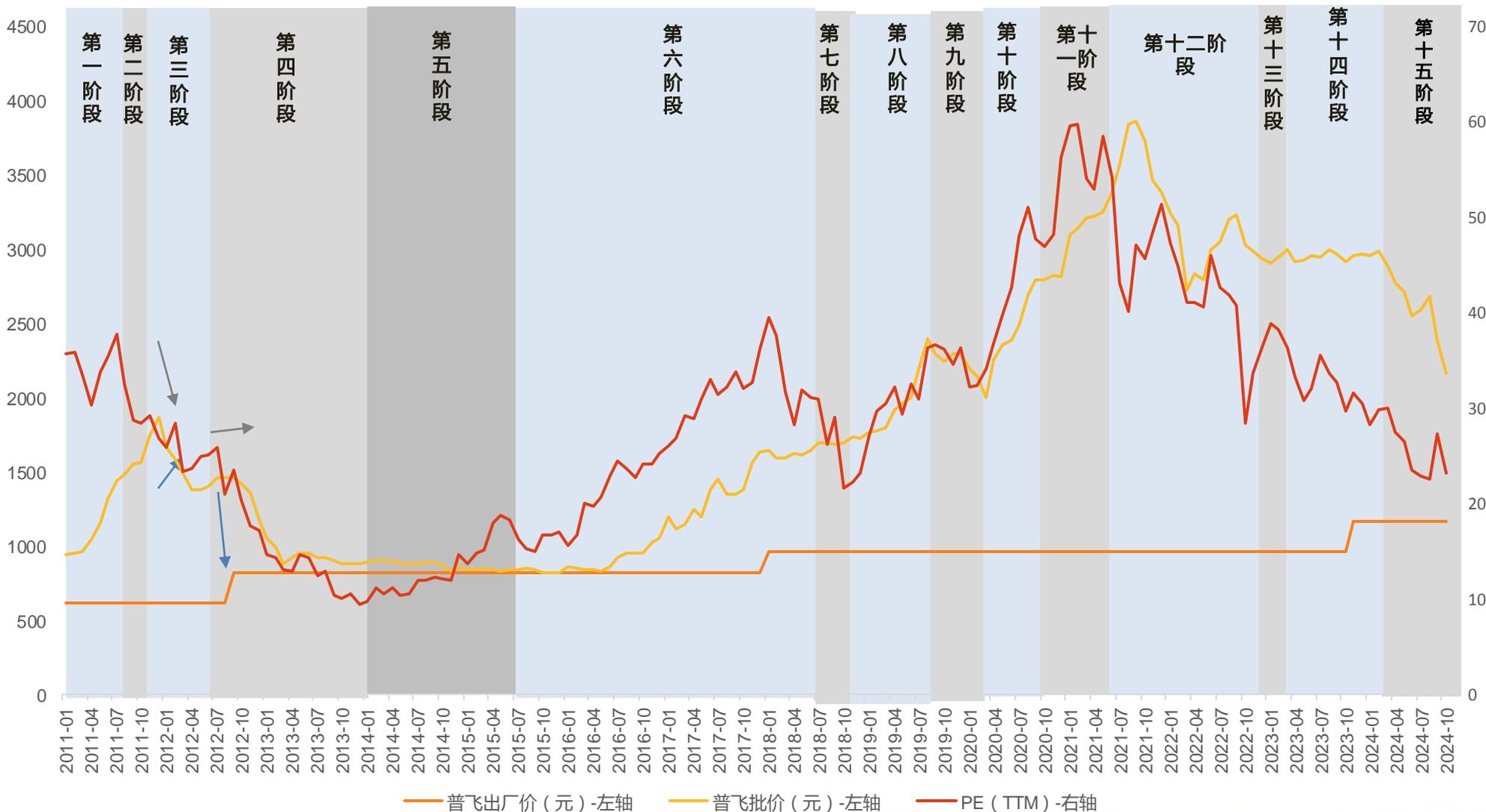
基本面因素	资金面因素
政策面因素	情绪面因素



资料来源：Wind，华尔街见闻公众号、国开集团公众号，长江酒道公众号，中国新闻周刊公众号，湖南财政公众号等、天风证券研究所

2.2 反思：24年飞天批价波动幅度超预期，大众价位升级势能超预期

表：贵州茅台估值与批价走势关联度一览表（24年以来茅台批价与估值变化幅度基本一致）



第三部分

展望2025：积极政策催化下，行业或迎拐点机会

我们在24年策略中，将24年将进入的新三大阶段定义为：“集中度提升驱动”、“终端为王”的“弱景气周期”；

我们在25年策略中，将25年将进入的新三大阶段定义为：“由量的结构变化&优质产能主导的集中度提升加速式增长阶段”、“保障渠道利润+终端为王”、“政策刺激下景气度触底或迎反转”。

我们认为虽25年景气度或逐步迎来触底回弹，但在行业挤压式竞争仍在加剧背景下，酒企业绩驱动逻辑较此前景气周期又有不同。对此，我们推出乙巳蛇年六大预测：

预测一：政策刺激下消费或迎积极变化，景气度有望触底反转
(深度去库后，酒企进攻性或更强)

预测二：宴席市场或回暖明显，“反向红包”之战或升级&价格走势分化

预测三：高端酒将由单引擎变为多引擎，挤压式竞争下“既要/又要”

预测四：次高端进入缓慢修复通道，动销提升下业绩弹性或高

预测五：区域酒扩容&升级价位变宽，价升贡献或持续超预期

预测六：基地库存加速消化，“外向/次高端型”酒企全国化或加速

总结：25年消费升级与消费降级仍将并存，但升级贡献同比提升，同时消费力的增强利于上市酒企经营指标的持续改善（预计25H2业绩层面将出现明显改善）。

3.1 预测1：政策刺激下动销或迎积极变化，景气度有望触底反转

图：最终消费是经济增长的主引擎之一



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：9月24日三部门联合推出政策情况

部门	政策
央行	1、降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行
	2、降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例
	3、创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展
证监会	1、将发布促进并购重组的六条措施
	2、将发布推动中长期资金入市的指导意见
	3、上市公司市值管理指引很快将公开征求意见
金融监管总局	4、积极鼓励上市公司加强整合，将支持上市公司分期发行股份
	1、计划对6家大型商业银行增加核心一级资本
	2、对大型商业银行下设的金融资产投资公司，扩大试点城市范围、适当放宽股权投资金额和比例限制、建立健全长期、差异化的绩效考核
	3、进一步支持中小微企业，建协调机制、优化无还本续贷
	4、推动城市房地产融资协调机制落地见效，切实做到“应进尽进”“应贷尽贷”“应放尽放”，坚决打赢保交楼攻坚战，促进房地产市场平稳健康发展

资料来源：国家金融监督管理总局公众号，天风证券研究所

图：9月26日中央政治局会议政策情况

政策类型	政策内容
财政政策	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。
货币政策	要降低存款准备金率，实施有力度的降息。9月27日，中国人民银行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%。
房地产政策	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
资本市场	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施
民营经济	要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为。要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。
消费民生	对于促消费，要促进中低收入群体增收，提升消费结构，培育新型消费业态。对于就业，要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。

资料来源：中国政府网，人民日报公众号，天风证券研究所

图：10月以来国家发改委&财政部政策情况

日期	政策推出主体	政策主要内容
2024/10/8	国家发展改革委	1、加力提效实施宏观政策（加大宏观政策逆周期调节力度；加快推动重大改革举措落地；增强宏观政策取向一致性） 2、进一步扩大内需（加大对特定群体的支持力度；结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大；扩大养老、托育等服务消费） 3、加大助企帮扶力度（规范涉企执法、监管行为；提前明确阶段性政策后续安排；加强要素配置保障） 4、促进房地产市场止跌回稳 5、努力提振资本市场
2024/10/12	财政部	1、加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生 2、发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升这些银行抵御风险和信贷投放能力更好地服务实体经济发展 3、叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳 4、加大对重点群体的支持保障力度，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力

资料来源：中国政府网，财政部新闻办公室，天风证券研究所

3.2 预测2：“反向红包”之战或升级，厂商一体化进程加速

23年优势品牌酒企开始依靠“技术/资金”壁垒，构筑了终端层面的工具型护城河，24年护城河红利释放，预计25年酒企将继续运用“五码合一/逆向红包返利”工具，进一步升级市场份额抢夺之战。

① **终端为王战役原理/工具使用的意义**：“终端为王战役”即：品牌酒企基于资金/技术所搭建的数字化系统，改变原有渠道利润分配模式（费用从投向渠道转为投向终端），从要“渠道推力”转向要“消费者拉力”。24年这一模式已基本实现全品牌酒企铺开。据酒企反馈，数字化工具的使用有效提升费用使用率&有效提升酒企扫码率（利于管控窜货）&利于实现“消费场景高渗透、网点高覆盖、消费者高开瓶”。

② **工具使用亦带来一定短期渠道冲突**：在工具使用过程中，部分等酒企面临短期渠道冲突，但工具的使用对于优质&遵守规则的经销商来说，利大于弊，中长期利于渠道质量的提升，因此酒企仍在积极磨合&坚决推进。

③ **25年或在具体使用力度/节奏上升级打法**：纵观行业渠道发展，基本均以“厂商关系优化”为最终导向，渠道希望“有动销/有钱赚”，近两年行业的压力已使不少酒厂面临较为尖锐的“厂商关系问题”，因此在完成基础工具的搭建&推出后，预计需求逐步恢复下，酒企或通过加码“价格战”/采取灵活返利方式等加速抢占市场份额，从而导致表现批价或走势分化。抢“量”仍为主线，核心看抢的是哪个价位带的“量”，决定了酒企将向哪个价位带费用倾斜/能否实现自身结构加速升级。

图：2024年酒企经营方向&数字化推进进度

公司	营销/数字化方向	具体内容
五粮液	营销举措	开展一系列营销活动，持续完善激励约束机制。坚持以营销创新为抓手，深入实施“总部抓总、大区主战”策略， 纵深推进营销数字化转型 。
泸州老窖	数字化	通过“ 五码关联 ”实现对销售体系的数智化赋能，将消费者扫码率纳入到销售团队及经销渠道客户的考核体系之中。
	营销举措	通过数字化追溯系统，公司全面监控产品质量安全信息，实现 正反向智能追溯 。公司围绕“ 市场高渗透、网点高覆盖、消费者高开瓶 ”推进中秋国庆双节旺季及下半年营销工作。在渠道上，实施挖井计划，增加战略终端数量；在消费者培育方面，持续实施消费者124建设， 促进消费者开瓶 。
水井坊	营销举措	分销网点的稳定和扩张；针对经销商推出长短期激励举措；开展升学宴活动。
	数字化	BC联动是先进的数字化管理工具 ，未来将着重围绕如何更好地为消费者带来价值，让消费者对产品价值更有获得感，同时根据市场的动态变化对BC联动进行调整和优化升级更多打法。
舍得酒业	营销举措	坚持“ 稳价格、强动销、去库存 ”的总体营销策略。
酒鬼酒	数字化	在营销上全面导入 信息化手段 ，提升终端管理、客户管理、精准消费者研究。
今世缘	营销举措	围绕长三角布局，对安徽、浙江、上海加大投入； 重视电商 ；研究年轻群体消费场景和消费习惯。
	数字化	设置红包与消费者建立更多的联系，收集更多的数据， 做数字化转型 ；重视电商，线上和线下必须融合发展。
古井贡酒	数字化	借助 数字化管理工具 并结合“规划、执行、督导、审计”四位一体的全过程费用管理体系，进一步提高费用投放的精准性和有效性。
口子窖	数字化	以 数字化系统为支撑 ：有效建立从产品铺货，渠道销售，消费者开瓶的数据透明度，并以数据为基础进行渠道精细化运营。
	营销举措	下一步在组织建设上，以运营中心为主体， 全方位赋能经销商 ，赋能市场运作。
洋河股份	数字化	公司 营销数字化系统 能够动态感知和适时掌握主导产品的渠道库存、动销情况。营销组织架构适度迭代，营销团队加大过程性指标、市场健康度、重点工作推进的考核权重并进行严格奖惩。
	营销举措	制定促动销政策并加大电商平台引流与品牌投入力度 。

资料来源：名酒观察公众号，中国新闻网公众号，中国商报公众号，酒业家公众号等，天风证券研究所

3.3 预测3：高端酒将由单引擎变为多引擎，挤压式竞争下“既要/又要”

① 12-16年期间，高端酒在对核心单品控货挺价的同时，中档产品成为重要收入来源；

② 23-24年期间，飞天投放节奏控制/八代五粮液计划内减量20%/国窖高度产品控货挺价继续，同时公司对中档产品阶段性侧重，因而24年贵州茅台系列酒（1935）/五粮液1618及低度产品/国窖特曲及窖龄占收入比均提升明显，从而在弱需求阶段跳脱出单引擎状态，实现对结构性放量价位带的向下份额收割。

预计25年稳高端市占率的同时，中档仍为高端重要引擎。我们预计行业整体量缩趋势延续+高端酒均已到一定体量背景下，25年高端酒或将继续争取回暖升级需求的同时进一步加强中档产品矩阵实力，通过多引擎对冲中长期行业潜在风险，增强业绩稳定性&产品矩阵灵活性。另外，价格是品牌力的外在体现，高价位核心产品价格稳为放量前提，而中档更多旨在支撑业绩，因此预计酒企对其价格波动容忍度略偏高。

图：历史调整期间茅五泸产品占比同比变动情况一览（%）

贵州茅台	2013	2014	2015	2016	贵州茅台	2023	24H1
茅台酒	3.12	3.07	-0.43	-2.08	茅台酒	-1.14	-1.56
系列酒	-3.12	-3.07	0.43	2.08	系列酒	1.14	1.56
五粮液	2013	2014	2015	2016	五粮液	2023	24H1
高价位酒			-1.81	0.49	五粮液产品	0.25	-0.76
中低价位酒			1.81	-0.49	其他酒产品	-0.25	0.76
泸州老窖	2013	2014	2015	2016	泸州老窖	2023	24H1
高档酒类	-10.86	-10.42	5.52	12.71	中高档酒类	-0.12	0.83
中档酒类	3.88	-19.98	12.94	9.93	其他酒类	0.12	-0.83
低档酒类	6.98	30.40	-18.45	-22.63			

图：高端酒中部产品放量相关信息

公司	产品结构规划	具体内容
贵州茅台	系列酒占比提升	茅台系列酒持续加码“i茅台”渠道。
五粮液	普五控量+1618&低度五粮液放量	24H1五粮液主品牌继续完善“1+3”产品矩阵，优化第八代五粮液在主产品中的市场投放策略，同时提高五粮液1618、39度五粮液等产品的比例。
泸州老窖	低度国窖&特曲占比提升	过去38度国窖和特曲的量较少（占比15%），现在占比约50%。
山西汾酒	4个百亿大单品	当前行业环境中，玻汾、青花20、老白汾价位带具有优势，产品策略上将实行玻汾调存量、青花20实现突破、长期看青花30。未来四大百亿单品在资源配置上将按照青30、青20、老白汾、玻汾将按1:1:1:0.5比例分配。

资料来源：酒业财经派公众号，野马财经公众号，中国经营报公众号，酒业家公众号，各公司公告，天风证券研究所

3.4 预测4：次高端进入缓慢修复通道，股价或抢先业绩有高弹性表现

次高端酒：持续去库存有望尽享潜在“需求弹性”，25年有望进入缓慢修复通道，股价方面或抢先有高弹性表现。

- ① **基本面看**：次高端核心单品需求偏弱使得去库存速度相对偏慢。另外，2024年次高端中低档产品较优动销一定程度上支撑了业绩。我们预计25年随着需求逐步恢复，次高端消费场景亦将有一定弹性表现，动销或进入缓慢修复通道，业绩基于低基数或有望迎来潜在弹性高增；
- ② **股价层面看**：由于次高端酒在多轮上行期均通过加速全国化扩张（招商）+向上拉伸结构，在业绩低基数下实现业绩超高弹性增长（显现强价升潜能），因此市场对政策/经济等方面有强预期，或者看到动销有边际变化情况下，次高端酒估值多率先于板块实现弹性修复，我们亦看好25年次高端酒PE端驱动的阶段性价弹性表现。

图：每轮政策刺激/业绩刺激涨幅中，次高端酒业绩增幅&股价涨幅均居前

时间	具体政策	指标	区间	白酒 (%)	次高端酒 (%)	高端酒 (%)	区域酒 (%)
2008-2010年	2008年11月5日，国务院出台进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施“稳增长国10条”	区间涨跌幅	2008/11/5-2009/05/05	40.75	87.78	33.49	93.79
			2008/11/5-2009/11/5	102.57	218.15	83.13	263.66
			2008/11/5-2011/11/5	257.40	460.56	175.32	368.03
		归母净利润增速	2009Q1	25.77	82.24	25.68	40.94
			2009Q2	19.10	26.92	18.86	280.07
			2009Q3	33.14	0.23	35.85	63.34
2014-2017年	2014年9月21日，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》	区间涨跌幅	2014/9/21-2015/3/21	24.00	27.61	21.21	21.95
			2014/9/21-2015/9/21	34.93	7.93	37.99	35.29
			2014/9/21-2017/9/21	215.07	233.17	248.05	111.38
		归母净利润增速	2014Q4	1.31	31.44	-4.41	1.75
			2015Q1	5.47	7.63	4.32	9.60
			2015Q2	-0.24	243.21	-5.16	10.59
2018-2020年	2018年5月1日起，制造业等行业增值税税率从17%降至16%	区间涨跌幅	2018/5/1-2018/11/1	-16.85	-35.16	-17.44	-14.50
			2018/5/1-2019/5/1	45.00	10.96	48.96	28.47
			2018/5/1-2021/5/1	282.69	616.75	262.23	136.60
		归母净利润增速	2018Q2	45.70	112.37	43.61	39.75
			2018Q3	11.86	69.15	7.72	22.63
			2018Q4	44.03	29.76	45.63	17.49

资料来源：Wind，北大纵横公众号，税闻公众号，新疆发展改革委公众号，天风证券研究所

3.5 预测5：区域酒扩容&升级价位或变宽，价升贡献或持续超预期

由价格走向价值，通吃“降级/升级市场份额”。以广东市场为例，据2023年数据显示，广东高价位酒类产品（600元以上）约165亿元，同比下降2.9%；中价位酒类产品（100-600元）约193亿元，同比增长11.56%；低价位酒类产品（100元以下含啤酒）约256亿元，同比增长5.47%，同时，我们在全国范围内均看到中档扩容情况，或主因：受消费降级+高性价比趋势影响，主流商务宴请价位带逐步下移，而普通宴请用酒下探至百元左右，市场的品类需求从价格转为价值，另外，三四线城市的宴席用酒价格从百元以下略升级至百元左右（对品质追求趋势不改）。

预计25年区域酒扩容&升级趋势或延续加强。我们认为后续内需的拉动（包括潜在消费券等政策的落地）对居民信心的恢复传导需要时间，这一过程中，居民或仍以大众消费为主，从而使得大众消费内部升级持续。

图：2023-2024H1主要品牌中低档价位产品收入占比多提升

公司	分产品	所含产品价位带/产品（年报定义）	2023年收入 （亿元）	yoy	2023年占比	比重变动	2024H1收入 （亿元）	yoy	2024H1占比	比重变动
贵州茅台	其他系列酒	茅台王子酒、茅台1935酒、汉酱酒、赖茅酒	206.3	29.43%	14.01%	1.14%	131.47	30.50%	16.09%	1.56%
五粮液	其他酒产品	五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄等	136.43	11.58%	17.85%	-0.25%	79.06	17.77%	16.78%	0.76%
山西汾酒	其他酒类	普通汾酒系列、普通竹叶青系列、杏花村酒系列等	85.4	20.15%	26.90%	-0.39%	62.33	27.36%	27.51%	1.60%
水井坊	中档产品	天号陈、系列酒	2.05	64.08%	4.20%	1.50%	0.97	0.1266	6.01%	0.33%
酒鬼酒	酒鬼系列	-	16.47	-27.45%	58.22%	2.16%	5.91	-30.11%	59.48%	4.58%
	湘泉系列	-	0.71	-68.03%	2.49%	-2.96%	0.49	36.11%	4.94%	2.60%
	其他系列	-	3.88	-0.15%	13.71%	4.12%	1.77	-17.51%	17.76%	3.87%
	其他业务	-	0.09	-34.78%	0.32%	-0.02%	0.04	2.56%	0.44%	0.19%
舍得酒业	中高档酒	舍得、沱牌天曲	56.55	15.96%	86.20%	0.02%	26.01	-5.61%	87.14%	2.83%
古井贡酒	年份原浆	古26、古20、古16、古8、古5、献礼等	154.17	27.34%	78.50%	3.62%	107.87	23.12%	80.33%	0.54%
迎驾贡酒	中高档酒	洞藏系列、金星系列、银星系列	50.22	27.84%	78.45%	2.87%	29.5	24.52%	81.51%	2.05%
口子窖	低档白酒	口子酒系列	0.95	0.72%			0.7	50.89%	2.27%	0.66%
今世缘	特A类	100—300元价位带/国缘、今世缘	28.7	37.11%	28.59%	1.94%	22.16	26.05%	30.54%	0.93%
洋河股份	普通酒	出厂价 < 100元/500ml / 洋河大曲、双沟大曲等	39.5	20.70%	12.16%	1.06%	25.3	5.16%	11.25%	0.04%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

3.6 预测6：基地库存加速消化，“外向/次高端型”酒企全国化或加速

24年基地市场多为酒企核心驱动力。自23年起，酒企频频提出“深耕基地市场”以抵御风险，24年次高端/区域品牌酒企多通过“拓展经销商数量”实现弱需求下的基地（优势）市场深耕，与此同时，今世缘等省外占比偏低&寻求中长期发展空间的酒企亦着力打造“省外样板市场”，因而实现省外市场的逆势拓张。

25年“外向/次高端型”酒企全国化或加速。20-21年次高端酒曾因消费升级实现了加速全国化，彼时其业绩的增长多通过“招商”实现，同样的，在次高端化的路上，区域龙头亦以省外市场开拓作为打开市场空间的重要增长极。我们认为阶段性的需求压力&结构变化仅会影响品牌酒企全国化的速度，需求逐步恢复下，前期已具全国化条件的酒企有望加速实现全国化。

图：24Q1-3主要酒企渠道发展情况一览表

	经销渠道收入规模（万元）		经销商数量(家)		商均规模（万元/家）		2024Q1-3省内收入占比	2024H1省内收入占比	24H1省内占比同比变动（pct）
	2024Q1-3	YoY	2024Q1-3	YoY	2024Q1-3	YoY			
贵州茅台	6,852,948.53	20.96%	2228	1.83%	3075.83	18.78%	/	/	/
五粮液							/	/	/
泸州老窖							/	/	/
山西汾酒	2,930,105.86	17.44%	4368	15.92%	670.81	1.31%	38.08%	37.04%	-2.86%
舍得酒业	371,321.51	-18.30%	2763	8.23%	134.39	-24.51%	31.13%	28.51%	1.94%
酒鬼酒							/	/	/
水井坊	332,420.90	3.12%	53	-3.64%	6272.09	7.01%	/	/	/
洋河股份							/	42.66%	-1.43%
今世缘								91.74%	/
古井贡酒								-	/
迎驾贡酒	489,284.73	15.90%	1422	1.86%	344.08	13.78%	69.83%	70.61%	1.43%
口子窖	411,693.21	-3.86%	1008	9.57%	408.43	-12.25%	84.55%	84.55%	0.72%
顺鑫农业								28.16%	/
金徽酒	215,160.42	14.05%	1028	23.56%	209.30	-7.69%	75.92%	78.21%	/
老白干酒	381,126.04	12.83%	11,483	0.91%	33.19	11.82%	57.66%	58.26%	-0.89%
伊力特	122,681.40	-7.12%	276	-6.12%	444.50	-1.07%	76.04%	76.04%	-4.22%
天佑德酒	56,554.89	7.28%	627	5.20%	90.20	1.98%	67.79%	67.79%	-5.31%
金种子酒	117,360.15	76.36%	518	1.97%	226.56	72.95%	78.39%	78.92%	-1.79%

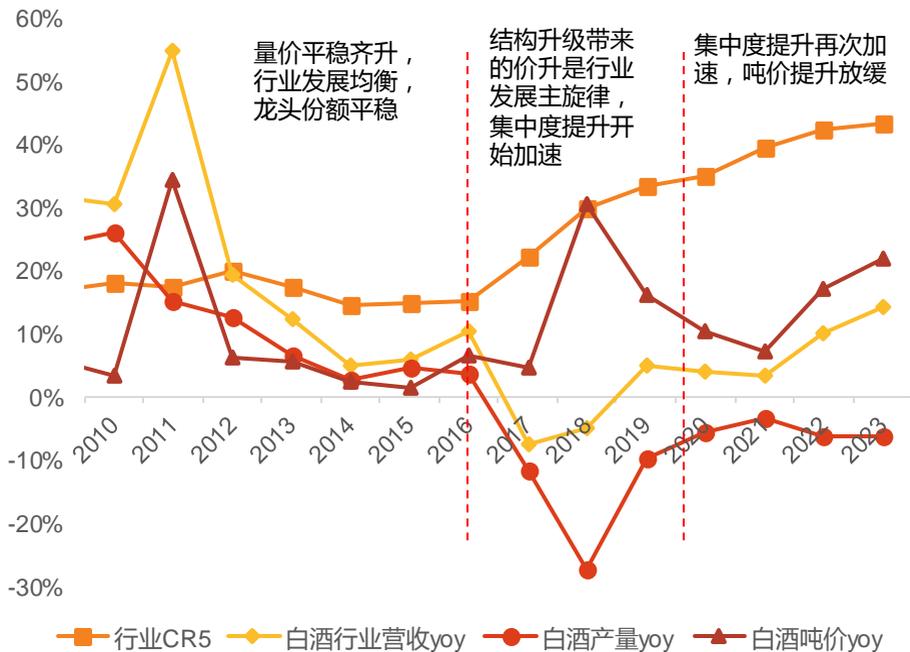
资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

3.7 总结：25年或理性&进攻并行/消费升&降级并存，集中度提升为行业驱动力

25年或理性&进攻并行/消费升&降级并存。我们预计酒企24H2集体理性降速后，25年或旺季大力促动销/淡季深度去库存，理性&进攻并行，同时随着需求恢复，短时间内“消费分层”仍将延续，但品牌机器量/价方面或均同比小幅回升。

在产能扩张与产销量下滑矛盾下，由量的结构变化&优质产能主导的“集中度提升加速”仍为行业驱动力。《2023年河南酒类行业市场发展报告》中显示：2023年，河南省内品牌流通数据销售额为142.36亿元，其中省内16家地产酒骨干企业市场销售额113.89亿元，与上年同比增长20.59%，远高于全省白酒增长指数。同时《2023年酒业经济运行报告》中提及：酒类产业仍处于调整转型期，高端产品竞争格局趋于固化，中低价格产品竞争加剧。名酒产区、名酒企业、名酒品牌市场占有率进一步提升，区域品牌增长压力进一步凸显。市场竞争日趋激烈，产业分化更为明显，产业集中度提升。这一趋势预计仍将延续，集中度提升驱动力在于：“强 α 酒企抢夺放量&升级价位带市占率”，即“头部品牌酒企驱动的行业集中度提升”。

图：行业CR5持续提升



图：价位带占比及各价位带龙头占比变化趋势

白酒板块收入占比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 Q1-3	2023 Q1-3	2018-2020占比变化	2020-2022占比变化	2022-2023占比变化	2024 Q1-3占比变化
高端酒占比	60.76%	62.33%	65.25%	63.18%	63.47%	64.10%	63.13%	61.03%	4.49%	-1.78%	0.64%	2.11%
茅台占高端比例	58.11%	56.44%	56.20%	55.01%	55.60%	56.54%	56.70%	55.00%	-1.91%	-0.60%	0.94%	1.70%
区域龙头占比	21.26%	19.30%	16.99%	17.88%	18.58%	18.69%	19.68%	20.75%	-4.27%	1.59%	0.11%	-1.07%
古井贡酒占徽酒比例	52.82%	55.22%	57.97%	58.01%	61.10%	61.49%	65.88%	63.30%	5.14%	3.13%	0.39%	2.58%
次高端占比	7.48%	8.06%	8.32%	10.80%	11.66%	11.48%	12.09%	12.26%	0.84%	3.34%	-0.17%	-0.17%
山西汾酒占次高端比例	60.14%	60.67%	64.99%	60.54%	63.95%	68.23%	76.86%	70.90%	4.85%	-1.04%	4.29%	5.96%

资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

第四部分

投资建议：关注“强品牌”“弹性”两大主线

估值/情绪进入历史相对底部区间，基金持仓触底，建议关注两大投资主线

4.1 估值复盘：24年经历“降-升-降-升”阶段

复盘24年整体股价/估值走势，从变化路径来看，估值的“降-升-降-升”更多的与需求以及预期变化具备强关联：

- ①24年春节前（弱需求&高估值&低预期）：24年春节相对偏晚渠道备货节奏滞后+23年中秋旺季动销偏弱市场信心受挫，导致市场对24年春节预期较低；
- ②24年春节后（需求平稳&预期向上&估值修复）：24年春节动销表现结构性超预期叠加24Q1部分酒企盈利端超预期，Q1板块估值迎来修复；
- ③24Q2-3（需求持续走弱&预期向下&估值探底）：24Q2白酒消费需求偏弱+6月初飞天茅台批价下跌加重担忧，板块持续震荡向下，直至Q3末触底；
- ④24Q4（需求平稳&预期向上&估值反弹）：9月底宽松政策发布，信心提振之下板块估值迎来修复性反弹；当前仍处于政策传导期，10月白酒三季报普遍降速，板块进入基本面释压&EPS下修阶段，前期PE反弹之后市场对后续政策的力度&EPS预期修复节奏及斜率仍有一定分歧，板块进入阶段性盘整期。

图：24年白酒经历两轮回调、两轮反弹，当前处于盘整阶段



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：食品饮料各子版块季度涨跌幅

证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
食品加工(申万)	-1.14	-6.71	-8.72	-3.52	-10.36	-13.87	19.05	4.05
白酒Ⅱ(申万)	7.25	-14.00	3.19	-7.93	0.35	-15.53	17.87	-3.43
非白酒(申万)	7.73	-13.31	-11.23	-13.01	-4.22	-9.54	18.34	6.21
饮料乳品(申万)	-4.85	-3.30	-4.25	-1.16	1.53	-8.09	15.12	9.25
休闲食品(申万)	-6.42	-12.70	-9.20	-6.90	-9.15	-18.66	19.23	27.42
调味发酵品Ⅱ(申万)	-2.76	-16.08	-10.19	-3.53	-5.14	-13.16	27.23	9.10
食品饮料(申万)	4.41	-12.71	-0.16	-6.96	-0.88	-14.36	18.26	0.43
沪深300	4.63	-4.86	-3.46	-7.00	3.10	-2.14	16.07	5.88

资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截至2024-12-05）

4.2 估值位置：当前板块估值居历史合理偏低水位

当前板块估值居历史合理偏低水位。24Q2以来在经济弱复苏和行业去库存大背景下板块整体震荡下行，低预期之下白酒板块估值进入历史相对底部区间，截至2025年02月05日，白酒Ⅲ（申万）指数3、5、10年市盈率分位数分别为2.34%、1.40%、6.40%，龙头酒企3、5、10年市盈率分位数普遍处于10%、10%、20%以内的历史合理偏低水位。

图：白酒板块PE、PEG情况一览

2025/02/05	归母净利润增速 (%)			PE		PEG (PE/当年度归母净利润增速)		市盈率分位数 (%)		
	2024Q1-3	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	3年	5年	10年
贵州茅台	15.04	15.00	11.00	20.52	18.49	1.37	1.68	0.83	0.50	13.57
五粮液	9.19	8.88	8.63	14.75	13.58	1.66	1.57	3.31	1.98	1.86
泸州老窖	9.72	8.26	9.03	11.68	10.71	1.41	1.19	2.07	1.24	0.62
山西汾酒	20.34	19.50	14.96	16.60	14.44	0.85	0.97	1.79	1.07	0.54
舍得酒业	-48.35	-47.10	8.46	18.81	17.34	-0.40	2.05	21.79	13.06	6.52
水井坊	10.03	8.16	7.08	16.13	15.06	1.98	2.13	12.28	7.36	4.18
酒鬼酒	-88.20	-71.57	38.49	91.07	65.77	-1.27	1.71	91.45	87.19	89.02
古井贡酒	24.49	23.57	16.87	14.67	12.55	0.62	0.74	1.24	0.74	0.37
洋河股份	-15.92	-12.58	-0.32	13.27	13.31	-1.06	-41.23	16.83	10.08	5.03
迎驾贡酒	20.19	19.80	17.27	15.74	13.43	0.80	0.78	5.86	8.47	8.39
今世缘	17.08	16.26	13.67	14.97	13.17	0.92	0.96	4.83	2.89	1.49
口子窖	-2.81	0.92	7.57	12.10	11.25	13.11	1.49	4.28	2.56	1.33
金徽酒	22.17	21.59	20.52	23.39	19.41	1.08	0.95	4.41	7.44	17.81
顺鑫农业	230.72	235.40	39.67	31.14	22.30	0.13	0.56	1.27	0.31	29.94
天佑德酒	-45.80	-24.47	46.24	66.45	45.45	-2.72	0.98	72.83	64.08	81.04
伊力特	5.27	7.28	15.16	20.16	17.50	2.77	1.15	3.31	9.42	24.22
金种子酒	-185.51	-321.45	152.73	-79.00	149.93	0.25	0.98	0.00	0.00	0.00
老白干酒	33.00	27.76	21.27	19.63	16.18	0.71	0.76	0.83	2.07	1.03
白酒Ⅲ(申万)	10.68	11.22	10.71	18.10	15.60	1.61	1.46	2.34	1.40	6.40

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：数据截止2025/02/05

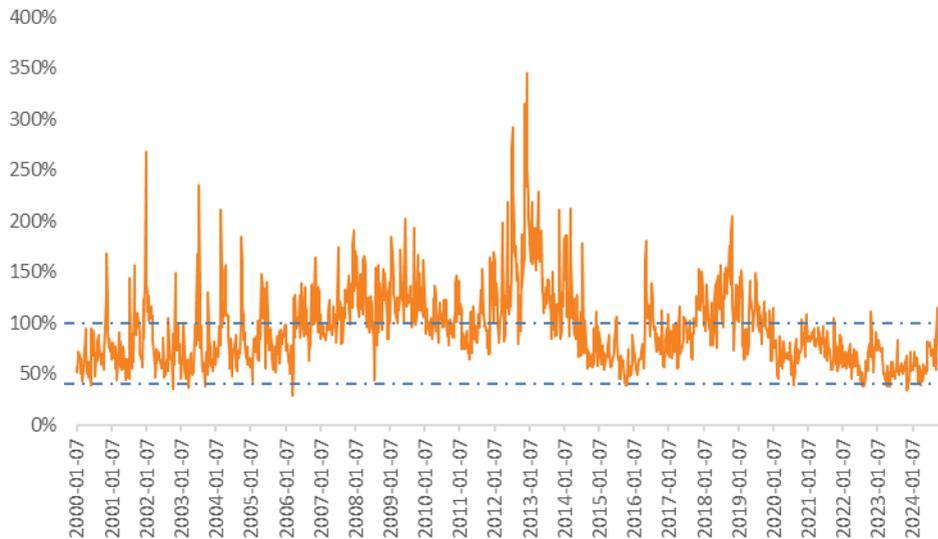
4.3 机构持仓：板块情绪较低，24Q3板块重仓比创2019年以来新低

24Q3白酒板块基金重仓持股比例创2019年以来新低。24Q3白酒板块基金重仓持股比例同比/环比分别-4.75pcts/-0.48pcts至8.02%，持仓比例创2019年以来新低。此外，从白酒龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖机构持股比例均处近5年偏低水平，其中五粮液、泸州老窖机构持股比例创2019年以来新低。

板块交易活跃度处于底部水平，交易拥挤度低。长维度看白酒板块交易活跃度中枢在1附近（2000年至今均值为94%），而24年以来白酒板块交易活跃度均值仅为64%，板块交易活跃度总体处于历史偏低水位。较低的交易活跃度是板块情绪底信号。

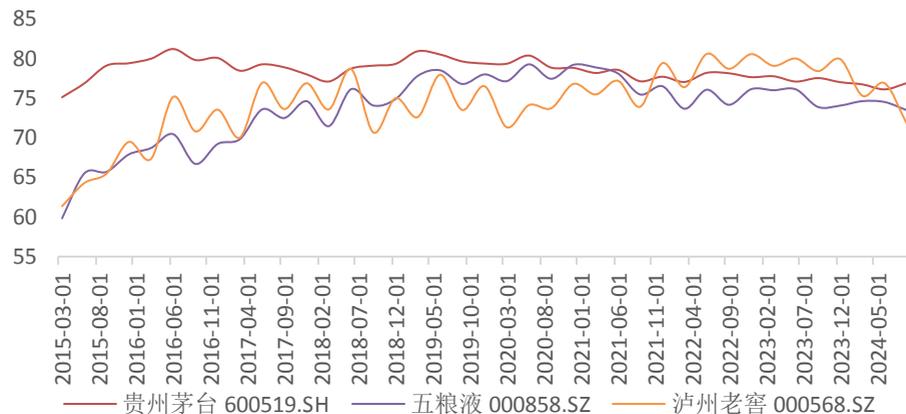
我们认为：拥有强现金流&相对稳业绩&分红率较高的白酒板块仍始终拥有较高市场关注度（历史重仓比例高&外资偏好）。随着一揽子宏观逆周期调控政策落地或带动经济回暖消费复苏，白酒板块预期有望先于业绩扭转，从而带动外资等潜在增量资金回流，板块基金重仓比有望重回上升通道。

图：白酒板块交易活跃度



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：白酒龙头机构持仓比例（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：白酒板块基金重仓持股情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.4 业绩预期：24Q3业绩进一步下修，基本面置信区间高

24Q3以来业绩预期进一步下修，不利因素持续打入。从近26周/13周/5周板块个股Wind一致业绩预期变化来看，多数白酒企业业绩预期均下调，尤其强β的次高端酒企舍得酒业、酒鬼酒25年净利润预测下调幅度较大。我们认为，当前市场对白酒需求端的担忧已体现在对业绩预期的下调中，同时市场对后续景气度上升（需求向好变化）预期仍注入不充分，后续估值（预期）修复弹性大。同时，结合24Q3末各酒企预收款（含合同负债）占23Q4营收比例来看，当前优秀龙头酒企业绩蓄水池依然相对充足，全年业绩实现业绩置信度预计相对更高。

表：主要酒企盈利预测下调/业绩蓄水池情况

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）	24Q3预收款（含合同负债）/22Q4总营收
口子窖	-16.81	-14.49	-1.47	23%
伊力特	-23.29	-11.04	-0.59	8%
水井坊	-9.27	-4.49	0.41	77%
五粮液	-5.22	-4.46	-0.30	34%
泸州老窖	-19.55	-11.35	-1.11	32%
贵州茅台	-5.40	-3.19	-0.59	22%
金徽酒	-6.12	-1.96	-0.33	90%
山西汾酒	-10.80	-6.65	-0.62	106%
今世缘	-10.27	-8.80	-0.20	31%
迎驾贡酒	-10.49	-9.94	-0.98	21%
老白干酒	-4.26	-4.96	-0.55	124%
古井贡酒	-9.97	-7.78	-0.60	45%
舍得酒业	-54.06	-34.16	-2.30	10%
洋河股份	-26.59	-20.14	-1.76	175%
酒鬼酒	-63.72	-47.58	-21.93	30%
天佑德酒	-53.47	-41.53	-8.00	29%

资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截至2024-12-04）

4.5 投资策略：重视2025年白酒投资机会，推荐“强品牌/弹性”两大主线

投资建议：估值/情绪进入历史相对底部区间，基金持仓触底，建议关注两大投资主线。预计2025年行业将出现理性&进攻并行/消费升&降级并存的情况，在潜在政策&消费积极催化下，深度去库的强品牌酒企业绩端或逐步触底回升，建议关注两大投资主线：

一、**强品牌条线**：优选最能把握“由量的结构变化&优质产能主导的集中度提升带来加速式增长的阶段”的强品牌酒企（具备稳定穿越周期的能力），即：拥有丰富产品矩阵&具备上下产品联动能力的强品牌标的。比如：贵州茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒/古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘/珍酒李渡等；

二、**弹性条线**：优选业绩基数低&具强 β 属性的酒企以及白酒渠道商。比如：华致酒行/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊/老白干酒等。

图：盈利预测一览表

日期	2024/02/05	收盘价 (CNY)	总市值 (亿元)	EPS-TTM (CNY/股)	市盈率 (TTM)	EPS (CNY/股)			PE		
						2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
600519.SH	贵州茅台	1403.80	17634.50	65.82	21.33	68.41	75.94	83.97	20.52	18.49	16.72
000858.SZ	五粮液	125.01	4852.40	8.32	15.02	8.47	9.21	10.09	14.75	13.58	12.39
000568.SZ	泸州老窖	113.81	1675.23	9.70	11.74	9.74	10.62	11.84	11.68	10.71	9.61
600809.SH	山西汾酒	169.75	2070.89	10.13	16.76	10.22	11.75	13.47	16.60	14.44	12.60
000799.SZ	酒鬼酒	43.65	141.83	0.39	112.94	0.48	0.66	0.82	91.07	65.77	53.17
600779.SH	水井坊	45.40	221.33	2.81	16.14	2.82	3.01	3.28	16.13	15.06	13.83
600702.SH	舍得酒业	52.90	176.25	3.44	15.39	2.81	3.05	3.47	18.81	17.34	15.24
000596.SZ	古井贡酒	157.32	764.14	10.45	15.06	10.72	12.53	14.51	14.67	12.55	10.84
002304.SZ	洋河股份	77.12	1161.77	5.57	13.85	5.81	5.79	6.16	13.27	13.31	12.51
603369.SH	今世缘	43.76	545.60	2.88	15.21	2.92	3.32	3.78	14.97	13.17	11.58
603589.SH	口子窖	35.04	210.24	2.81	12.49	2.90	3.11	3.37	12.10	11.25	10.40
603198.SH	迎驾贡酒	53.94	431.52	3.30	16.35	3.43	4.02	4.69	15.74	13.43	11.50
603919.SH	金徽酒	18.44	93.54	0.77	24.03	0.79	0.95	1.14	23.39	19.41	16.23
6979.HK	珍酒李渡	6.48	202.19	0.69	13.42	0.52	0.63	0.79	12.40	10.23	8.24

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：盈利预测为Wind一致预期

啤 酒

“盘整的2024，量价齐升可期的2025”

第一部分

复盘2024的四大变化：

- 需求低预期
- CR5集中度降低
- 低端场景直接缺失而非升级
- 升级降速，8-10元略好于10-12元、12-15元分化

1.1 股价复盘：前期受关注度和成本好于预期上涨，后期需求承压而下跌

今年以来股价的驱动主要是利润。截至2024年11月20日燕京股价+21%、珠江+15%，跑出超额；百威pe和eps双双承压。A股公司普遍估值变动不大。

股价分为3个阶段：24年2-5月股价上涨，6-9月股价下跌，受暴雨天气+需求疲软影响，业绩有所承压；9月至2024年11月20日：股价上涨，国家刺激政策频出。

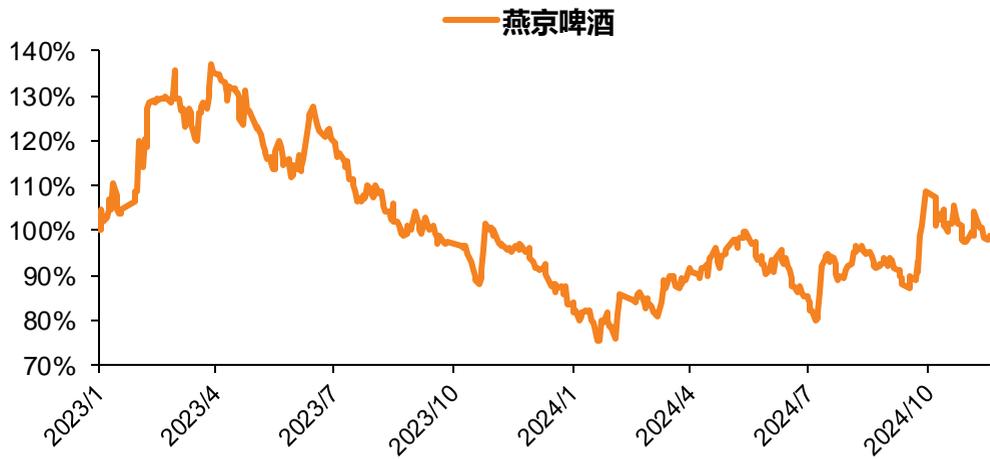
图：啤酒公司23年至2024年11月20日股价涨跌幅



图：年初至2024年11月20日股价及利润涨跌幅

2024-11-20	股价涨跌幅	利润ttm增速	PE-ttm增速	当前pe-ttm
燕京啤酒	21%	54%	-21%	30
沪深300	16%	6%	10%	13
珠江啤酒	15%	17%	-2%	25
青岛啤酒	0%	0%	0%	23
重庆啤酒	-1%	-7%	7%	23
青岛啤酒股份	-2%	0%	-2%	14
食品饮料(中信)	-4%	13%	-15%	22
华润啤酒	-17%	0%	-18%	15
百威亚太	-46%	-17%	-36%	18

资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

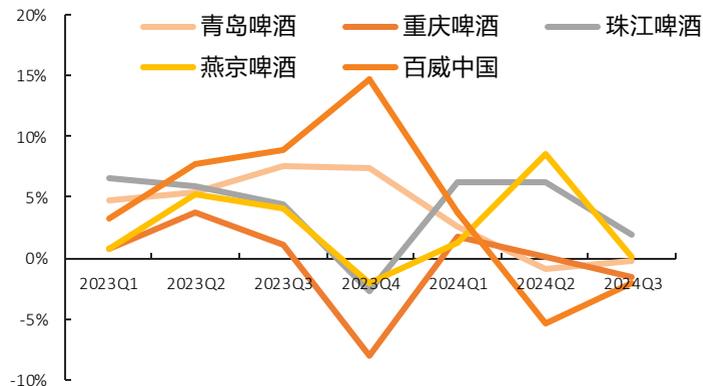
1.2四大变化：需求低预期、低端场景缺失、升级降速、集中度下降

总量：24年行业销量下滑小个位数，产量表现在从8月起触底向上。3月起社零餐饮数据明显降速到小个位数，8月后企稳。

结构：升级放缓。吨价降速，行业吨价增速降低到0-1%（百威出现吨价累计负增长，青啤、重啤单季度负增长），喜力、U8、97纯生有α的大单品延续良好表现。

格局：CR5集中度下降，重啤、珠江、燕京受益于旅游、改革拉动，部分小厂与奥乐齐、盒马等合作做精酿代工。

图：各家单季度吨价增速对比



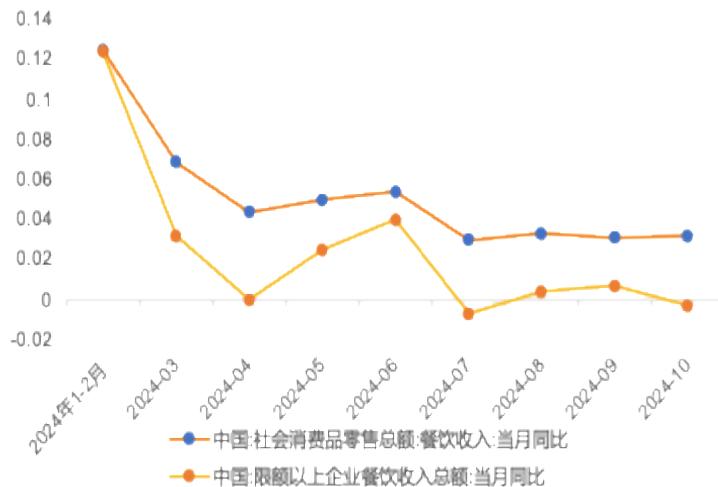
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图：啤酒行业产量在8月企稳向上



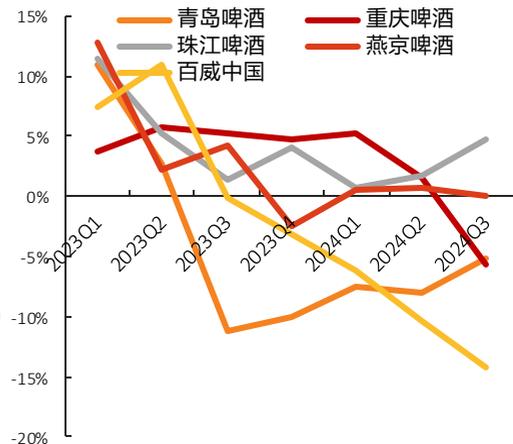
资料来源：wind，天风证券研究所

图：3月起社零餐饮数据明显降速到小个位数，8月后企稳



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图：各家单季度销量增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

第二部分

展望2025:

- 预测1: 顺周期下, 量价齐升可期
- 预测2: 大麦仍有红利, 成本改善幅度低于24年
- 选股: 首选低基数+竞争格局相对稳定的龙头

2.1 预测1：顺周期下，量价齐升可期

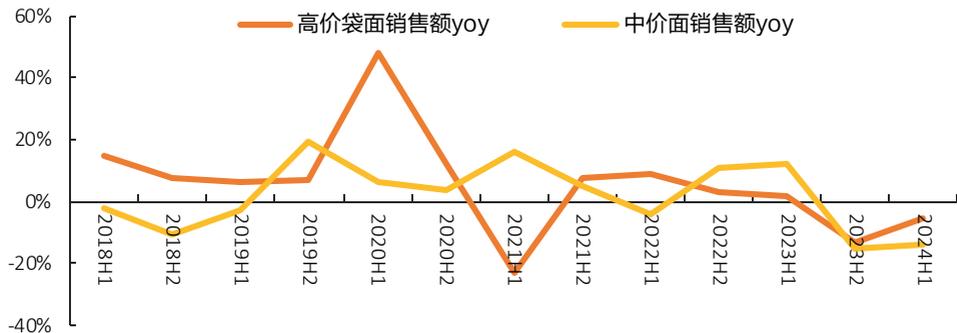
销量角度：

1) 24年各家积极去库存、降低库存基数，未来餐饮、夜场恢复，有望带动销量迅速改善。

2) 地产、工厂需求改善，有望带动低端工地酒降幅企稳。

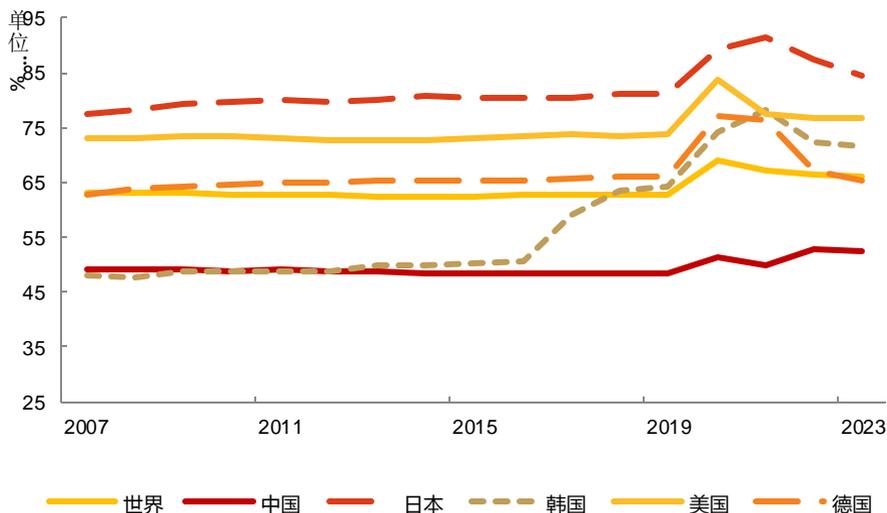
从观察看，24年Q1-Q3青岛啤酒其他品牌降幅收窄，康师傅中价袋面、高价袋面销售量触底改善。

图：康师傅中价袋面触底企稳



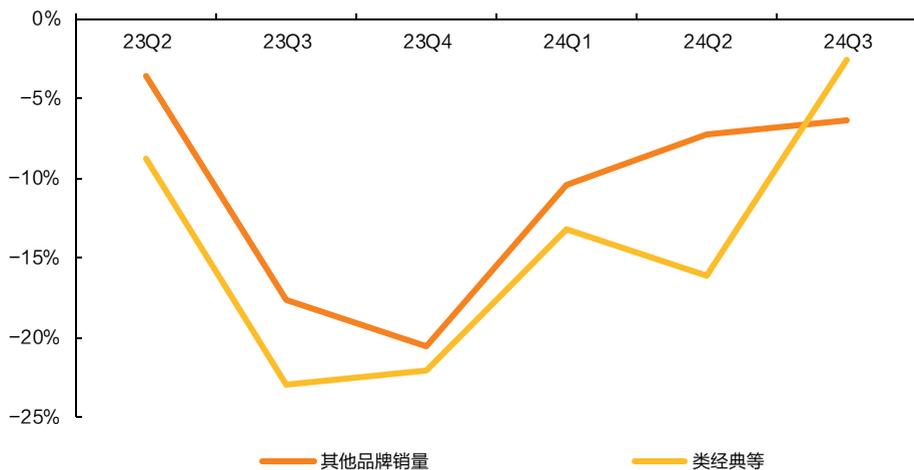
资料来源：康师傅公司公告，天风证券研究所

图：中国非现饮占比疫后仍在持续提升



资料来源：欧睿，天风证券研究所

图：青岛啤酒类经典&其他品牌销量yoy逐步企稳



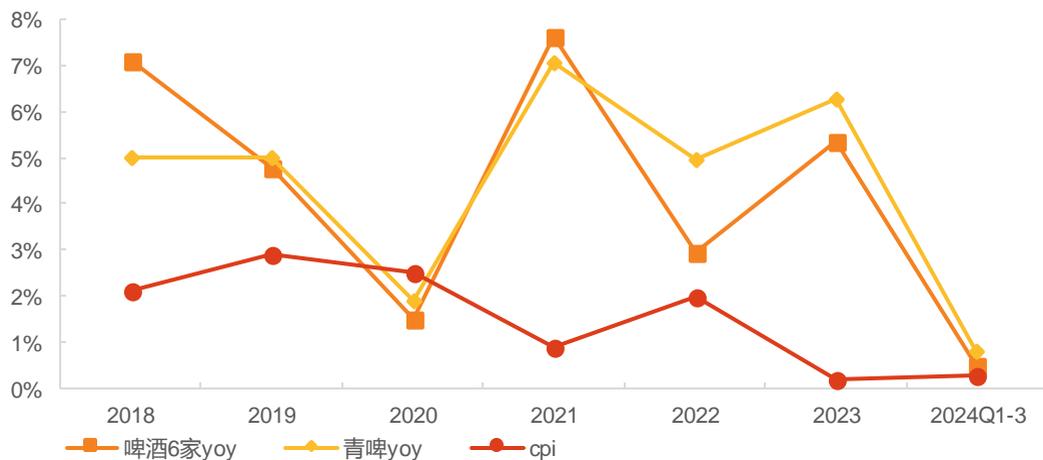
资料来源：青岛啤酒公司公告，天风证券研究所

2.1 预测1：库存消化+顺周期，量价齐升可期

利润角度：

- 1) 餐饮、夜场是高端啤酒消费的主战场，未来餐饮、夜场场景修复，有望带动ASP增速上行。
- 2) 24年Q1-Q3供给端并未出现销售费率大幅上升的现象，销售费率保持相对良性。

图：啤酒6家吨价与CPI的关系



注：啤酒6家分别是一华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒、百威中国

资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

图：A股食品饮料各版块销售费率对比

板块	24Q1-3销售费率	24Q1-3销售费率增幅 (pct)	24Q1-3销售费用yoy
调味品与食用油	3%	0.32	5.0%
葡萄酒及其他	25%	2.28	-1.3%
软饮料	14%	0.89	26.1%
乳制品	18%	1.01	-2.0%
休闲食品	15%	0.67	1.5%
啤酒	12%	0.37	0.6%
其他食品	9%	0.28	6.0%
白酒	10%	0.13	10.7%
肉制品	3%	0.03	-2.4%

资料来源：wind，天风证券研究所

2.2 预测2：大麦仍有红利，成本改善幅度小于24年

成本角度：

我们预计：25年大麦仍有成本红利，而包材整体维稳（纸箱平稳、铝有压力但被玻璃抵消），判断成本改善幅度小于24年。

大麦：12月30日价格同比-6%，对比半年前基本持平。

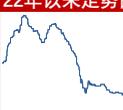
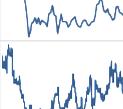
铝材：12月30日价格同比+4%，对比半年前-2%。

玻璃：12月30日价格同比下滑两位数，对比半年前下滑双位数。

纸箱：12月30日价格同比下滑个位数，对比半年前+10%。

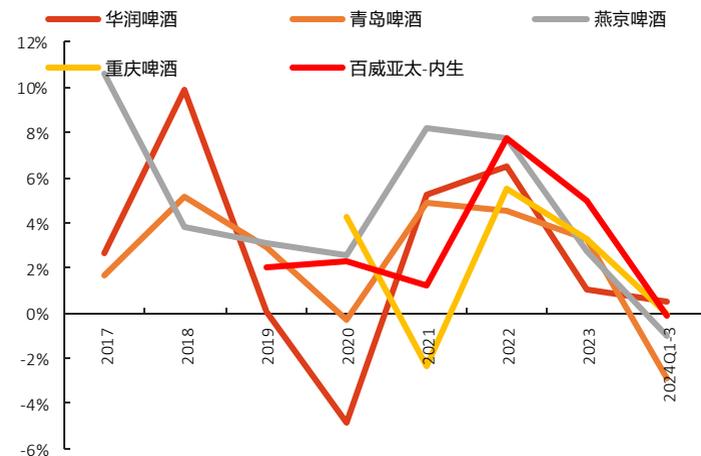
其他：工厂投产会新增折旧摊销。

图：主要成本价格走势一览（日期截止至12月30日）

	最新价格	单位	同比2023年	同比2022年	环比半年前的变化	22年以来走势图
大麦	2205	元/吨	-6.3%	-29.0%	0.3%	
大米	5.4	元/公斤	-3.8%	-5.0%	-2%	
瓦楞纸	2896	元/吨	-1.37%	-11.1%	10.2%	
铝锭	20087	元/吨	4.36%	7%	-2.2%	
玻璃	1378	元/吨	-25%	-11%	-10.3%	

资料来源：wind，天风证券研究所

图：各家啤酒吨成本增速



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3 选股：首选低基数+竞争格局相对稳定的龙头

投资建议：

- 1、**推荐青岛啤酒（H+A）**：董事长换届落地有望带来新边际变化、分红率有望提升。
- 2、**关注百威亚太**：巴西人Fabio Sala将出任百威中国区总裁，他将直接向首席执行官杨克（Jan Craps）汇报，百威亚太中国区首席销售官周臻将升任至百威集团全球战略副总裁；百威中国华东事业部总裁刘竹西则接任周臻的职务，并向新总裁Fabio Sala汇报。我们建议，观察事业部人员调整范围、25年策略变化。
- 3、**华润&燕京**：华润未来高端化将更个性化、多元化，启动终端费用总体操作3年计划；燕京变革推动业绩持续向好。
- 4、**重庆啤酒**：高股息标的，静待餐饮、夜场需求恢复。

图：啤酒行业估值表

2025/2/3		总市值（亿人民币）	营业总收入(亿元)			归母净利润(亿元)			营业收入yoy		归母净利润yoy		PE	
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
600600.SH	青岛啤酒	948	339	323	334	43	44	49	-5%	3%	4%	10%	21	19
0168.HK	青岛啤酒股份	612	339	323	334	43	44	49	-5%	3%	4%	10%	14	12
0291.HK	华润啤酒	711	389	393	401	52	51	53	1%	2%	-2%	4%	14	14
600132.SH	重庆啤酒	267	148	150	156	13	13	14	1%	4%	1%	6%	20	19
000729.SZ	燕京啤酒	319	142	149	158	6	10	13	5%	6%	56%	29%	32	25

资料来源：wind，天风证券研究所，均来自于wind一致预期（180天），时间截止至2025年2月3日

软 饮 料

“超预期的2024，更分化的2025”

第一部分

行业整体&成本

- 复盘24年：
需求韧劲超预期（茶、功能性饮料更景气）
旺季竞争加剧
高股息估值拔升
- 成本展望：糖&包材价格下行，果汁有一定压力

1.1 行业复盘：需求韧劲超预期，旺季竞争加剧，高股息估值拔升

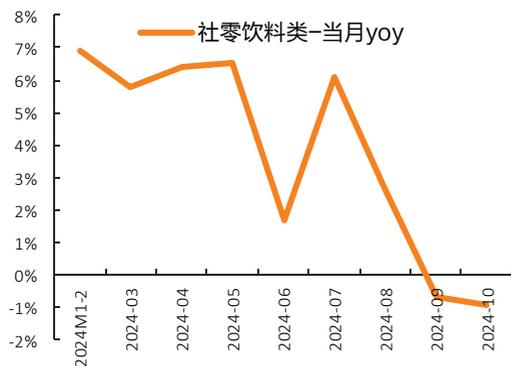
股价复盘：板块中有超额，但除了东鹏、康师傅、统一一定程度靠利润拉动，其余大多受益于高股息估值溢价，利润端受竞争加剧+需求疲软而承压。

子板块景气度：更具功能性和健康性的饮料产品越来越受到消费者的青睐。

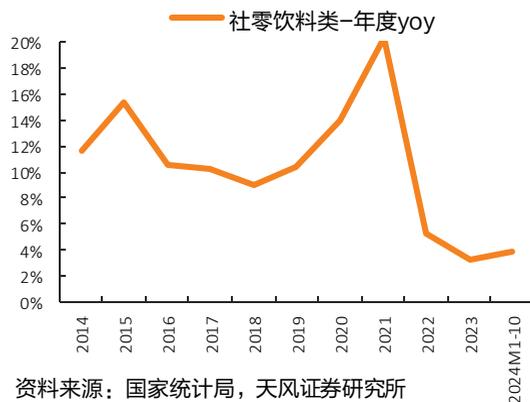
节奏：1-10月社零饮料类累计+4%，环比23年小幅改善。

2024/11/20	股价累计涨跌幅	利润ttm增速	PE-ttm增速	当前pe-ttm	2023年分红率
东鹏饮料	59%	60%	-1%	37	49%
统一企业中国	35%	18%	14%	16	110%
承德露露	20%	-2%	22%	15	66%
康师傅控股	19%	12%	7%	16	98%
沪深300	16%	3%	12%	13	
养元饮品	6%	-20%	32%	19	138%
百润股份	-3%	-19%	19%	35	64%
食品饮料(中信)	-4%	8%	-12%	22	
香飘飘	-8%	1%	-9%	21	51%
农夫山泉	-29%	30%	-45%	26	70%

资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：国家统计局，天风证券研究所



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图：24H1各子赛道收入增速

细分赛道	公司	收入-亿元	yoy	毛利率变动pct
茶饮	农夫山泉	84	59%	1.0(利润率)
	康师傅	114	13%	
	统一	47	12%	
	香飘飘(即饮)	5	4%	
	合计	250	25%	
包装水	农夫山泉	85	-18%	-4.2(利润率)
	华润饮料	68	3%	3.3(毛利率)
	康师傅	25	-6%	
	中粮可口可乐-水	5	-32%	
	太古可口可乐-水	6	-6%	
	泉阳泉(水)	5	17%	0.2
	合计	195	-10%	
功能性饮料	农夫山泉	26	4%	1.0(利润率)
	东鹏饮料	79	44%	1.5
	合计	104	32%	
果汁	农夫山泉	21	25%	-5.9(利润率)
	统一	18	8%	持平
	中粮可口可乐-果汁	16	-17%	
	太古可口可乐-果汁	18	-2%	
	康师傅	34	-10%	
	合计	107	-2%	
椰子汁	欢乐家-饮品	5	11%	-1.9
奶茶	统一	33	3%	>2.6
	香飘飘(冲泡)	6.14	-2%	2.7
	合计	39	2%	
蛋白质饮料	李子园	7	-3%	1.5
	养元饮品	29	-2%	1.9
	承德露露	16	9%	-3.4
	维维股份(冲泡+豆奶)	10	7%	
	均瑶健康	8	-14%	5.0
	合计	70	0%	
碳酸饮料	康师傅	97	-3%	
	太古可口可乐	86	-3%	
	中粮可口可乐	86	-1%	-0.9
	合计	270	-3%	
凉茶	王老吉-大健康	65	-7%	-1.6
预调酒	百润股份	14.3	-1%	4.0

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

1.2 成本复盘及展望：糖&包材价格下行，果汁有一定压力

图：饮料行业成本涨幅

成本角度：

我们判断，25年大部分红利延续，橙汁、椰子汁或仍有较大压力。

白砂糖：24H2糖价下行已在受益，当前糖价同比下滑个位数，环比半年前下滑双位数。

生鲜乳：生鲜乳价格同比下滑15%、环比半年前-5%。

橙汁&椰子汁：从进口均价看普遍涨幅偏大，预计25年压力延续。

野生山杏仁：24H1同比涨价30%以上（受气候影响），24H2环比下降，预计红利有望延续。

原油：同比下滑大个位数，环比半年前下滑双位数，预计运费改善。

铝材：当前价格同比上升中个位数，对比半年前基本持平。

纸箱：当前价格同比基本持平，对比半年前+10%。

PET：当前价格同比下滑双位数，对比半年前下滑小双位数，未来有望释放红利。

	最新价格	单位	同比2023年	同比2022年	对比半年前	22年以来价格图
白砂糖	5943	元/吨	-5.58%	3%	-2.72%	
生鲜乳	3	元/公斤	-15.3%	-24.5%	-4.9%	
进口橙汁	4	美元/千克	111.5%	265.6%	126.5%	
进口椰子汁	2	美元/千克	20.8%	-6.1%	15.8%	
原油	6084	美元/桶	-8.0%	-8.1%	-14.0%	
瓦楞纸	2896	元/吨	-1.37%	-11.1%	10.1%	
PET瓶片	6084	元/吨	-12.43%	-14%	-12.9%	
铝锭	20087	元/吨	4.36%	7%	-0.5%	
玻璃	1339	元/吨	-29%	-18%	-13.2%	

资料来源：wind，天风证券研究所，时间截止至12月30日

第二部分

细分子赛道

- 水：判断25年仍将持续竞争
- 无糖茶：24年干茶竞争，25年有望开始出清、传统龙头受益
- 个股：关注华润饮料、农夫、百润

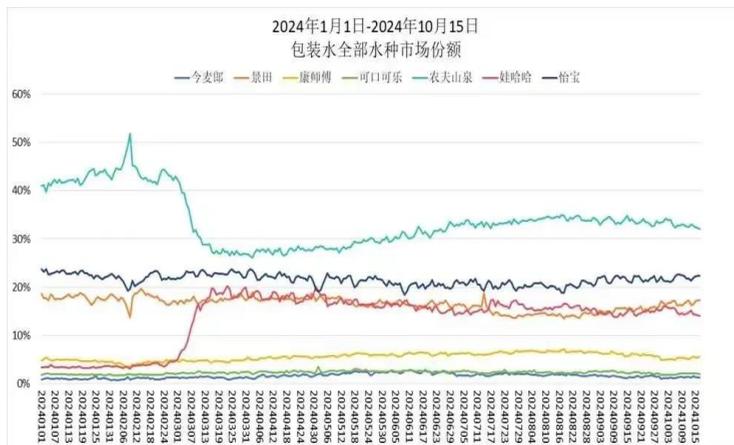
2.1 水：判断25年仍将持续竞争

市场对于25年的关注点在于：

绿水是否会继续降价？中长期战略是什么？

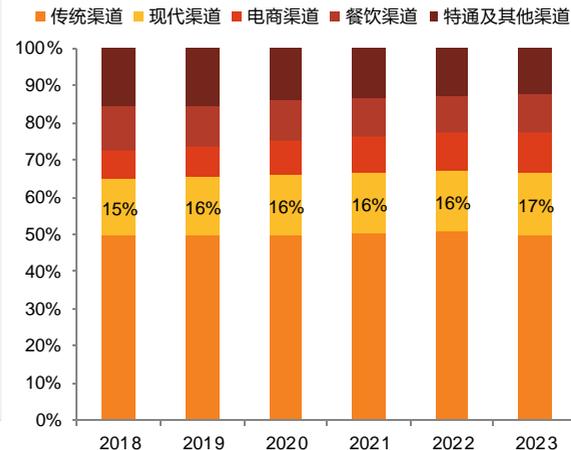
- 1) 绿水跟随红水一起做广告，绿水继承了有点甜的广告标语。
- 2) 钟总公开发言再次印证绿水虽然不是长期战略，但会通过9.9元/12瓶，拉开纯净水与天然水的价格定位差距。

图：包装水市占率变动



资料来源：新嫡公众号，天风证券研究所

图：灼识咨询测算的包装水现代渠道占比在10%多



资料来源：怡宝招股书，灼识咨询，天风证券研究所

图：红绿水广告图



图：钟总采访强调绿水只做1个规格，且希望红绿价格拉开

所以我们生产绿水（纯净水），说句老实话，那个时候是意气之下。但我仍然不希望大家去喝绿瓶水（纯净水），所以我把绿瓶水（纯净水），说句老实话，我把红瓶水（天然水）拉开了差距，我要告诉人家红瓶水（天然水）就是值这个钱，绿瓶水（纯净水）就是不值钱。

问：价格有差异吗？

钟睺睺：当然有差异了，我12瓶卖9块9。

资料来源：首席创意官微信公众号，创头条微信公众号，天风证券研究所

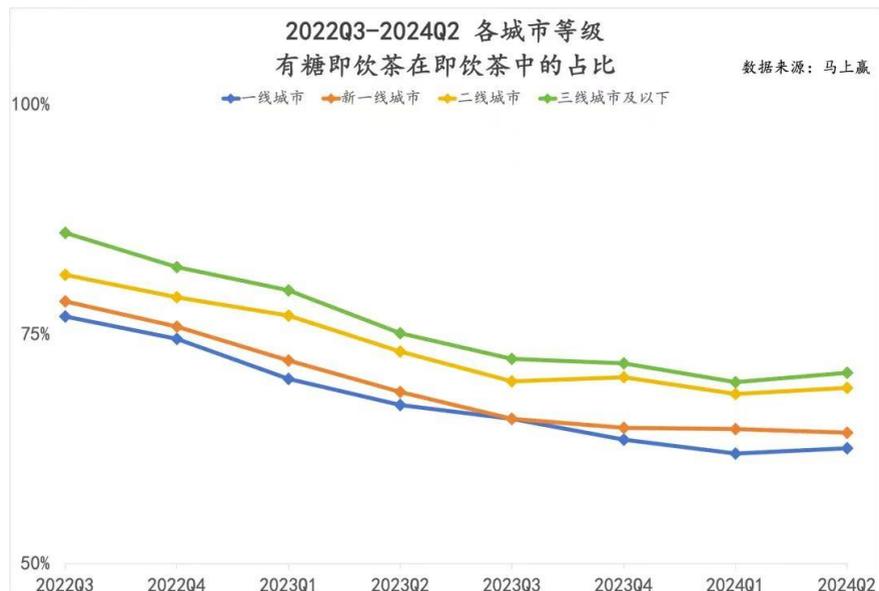
问：钟总，那纯净水是临时性的**战略**还是长期性的，会不会冲击天然水？

钟睺睺：我们只做了SKU，一个规格，我们只做了一个规格，你看我们所有的规格，我们只做了一个规格，一个规格来说，我们非常克制，我们不希望他家庭用，我希望你暂时口渴的时候你可以，你临时买的时候你可以你一瓶没有问题，两瓶也没有问题，你不要长期整个家庭从早上到晚上你一定有问题，我非常负责的告诉大家，长期喝这个水一定有问题，为什么？否则教育部也不会发那样的文件。所以你看我们说所有的包装大包装，我们是三令五申，我们连1.5升都不出的，我们只搞一个550的包装，我们认为你大量需要水的时候，你一定需要水中的矿物质。

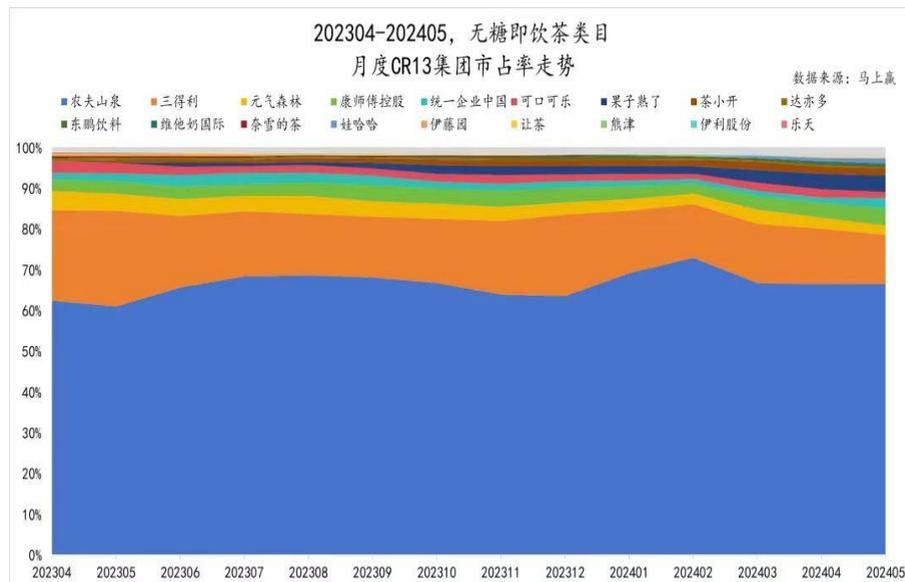
2.2 无糖茶：24年干茶竞争，25年有望开始出清、传统龙头受益

无糖茶在2023年迎来快速发展；2024年上演干茶竞争格局，东方树叶增长势头强劲，三得利终端积极应对，康师傅、统一加速布局，茶小开、果子熟了等新晋品牌也迎来了大幅度增长。2024年年初，茶小开推出主打4元价格带的“茶与水说”，3月初娃哈哈首次布局无糖茶，5月康师傅推出了新品牌“茶的传人”。

我们预计，25年无糖茶尝鲜需求有望沉淀，传统龙头有望份额集中、持续受益。



资料来源：马上赢情报站公众号，天风证券研究所



资料来源：马上赢情报站公众号，天风证券研究所

2.3 选股：关注华润饮料、农夫山泉、百润股份（威士忌新品）

我们认为，25年饮料需求韧劲有望延续，1）水：判断25年格局持续竞争；2）无糖茶：24年干茶竞争，25年有望开始出清、传统龙头受益。

建议关注：华润饮料、农夫山泉、百润股份（威士忌新品）。

图：饮料行业估值表

2025/2/3		总市值（亿人民币）	营业总收入(亿元)			归母净利润(亿元)			营业收入yoy		归母净利润yoy		PE	
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
605499.SH	东鹏饮料	1,264	113	160	206	20	32	43	42%	29%	59%	32%	39	29
002568.SZ	百润股份	255	33	33	36	8	8	9	0%	12%	-5%	15%	33	29
0322.HK	康师傅控股	606	804	806	825	31	36	40	0%	2%	17%	10%	17	15
0220.HK	统一企业中国	309	286	305	322	17	19	20	7%	6%	12%	8%	17	15
9633.HK	农夫山泉	3,748	427	446	518	121	122	140	4%	16%	1%	15%	31	27
2460.HK	华润饮料	268	142	150	159	13	17	20	6%	6%	25%	21%	16	13

资料来源：wind，天风证券研究所，均来自于wind一致预期（180天），时间截止至2025年2月3日

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。2023年经济整体处于弱复苏阶段导致终端动销略不及预期，部分企业出现库存压力以及价格倒挂等现象。我们报告投资建议整体基于平 β 假设，若24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23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24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、经销商大会新增信息不及预期

年底酒企经销商大会作为近期板块主要催化因素之一，主要酒企在年底经销商大会上将或多或少释放相对积极的信息，促进厂商关系提升，若经销商大会新增信息不及预期，或在短期内对行业信心造成影响。

11、春节需求端表现不及预期

春节作为白酒行业传统旺季，各大酒企均会开展积极备货以期迎来开门红，若春节需求端表现不及预期，则将影响酒企全年销售任务。

12、批价上行幅度不及预期

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。此次茅台上调出厂价亦会对批价造成一定程度上的影响，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。

13、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