

# 白酒板块2月投资策略

## 春节动销延续“弱需求、强分化”，酒企重视秩序维护

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 白酒

投资评级：优于大市

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

联系人：张未艾

zhangweiai@guosen.com.cn

■年初以来白酒指数跑输大盘，春节白酒整体动销符合节前谨慎预期。2025年春节白酒消费氛围弱于往年，动销量同比下滑（与节前跟踪一致），返乡潮及宴席回补带动下，大众价位表现较好。渠道状态环比2024年中秋国庆好转，周转速度提升，库存有所去化，酒企更加重视价盘维护。今年春节高端酒动销需求好于节前悲观预期，商务场景或已出现筑底现象，预计伴随积极性政策保驾护航，需求端有望加速触底修复。

■渠道、价格带、品牌分化加剧。分场景：大众需求较好；礼赠及商务需求延续承压；宴席场景存在婚宴回补，但用量和价格有所下降；走亲访友、伴手礼、聚饮自饮等具有韧性。分价位：大众>高端>次高端，80-200元受益于县乡级需求刚性和承接消费降级，动销表现平稳。分区域：安徽、四川动销较好，宴席场次和产品结构相对较优；北方市场需求恢复较慢，消费降级/降频现象明显。分品牌：茅台、五粮液表现稳健，飞天、普五供给端优化，1935、1618增长势能较高；次高端汾酒青花20、剑南春水晶剑抢夺份额，大众价位老白汾、国缘淡雅、洞6动销增长。

■有效需求磨底复苏，价格风险不大。春节多个大单品价格贴近2020年水平，酒企重视渠道秩序维护。茅台精准化发货，五粮液节前阶段性停货、搭配“梯度调减合同量+试点直配”，批价回升30-50元。部分酱酒大单品前期以价换量效果较好，出现超跌反弹。今世缘、洋河节后发布停货通知，聚焦去库存、梳理价盘。

■投资建议：景气度复苏仍为中性变量，首选业绩确定性强、高股息率支撑估值的白马龙头。2月推荐组合为**贵州茅台、山西汾酒**。

■风险提示：宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；消费税等行业政策；地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

01

白酒板块股价回顾：春节动销符合节前谨慎预期，股价表现弱于市场

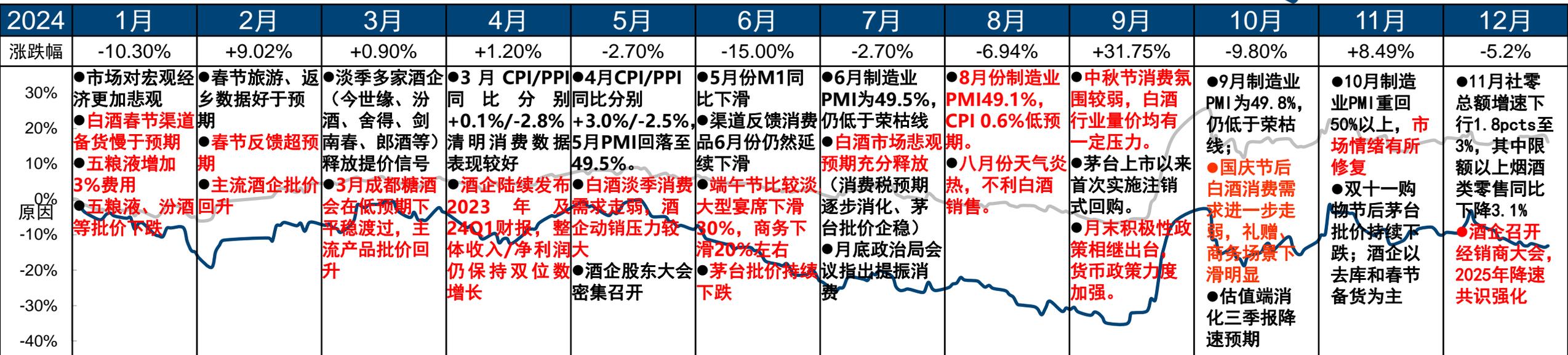
02

主要白酒公司跟踪：经营节奏慢于去年同期，酒企重视渠道秩序维护

03

投资组合、盈利预测及风险提示

# 白酒春节动销符合节前谨慎预期，股价表现较弱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2/10

— 白酒指数 — 沪深300

# 高端批价：酒企重视渠道秩序维护，春节期间价格表现稳健

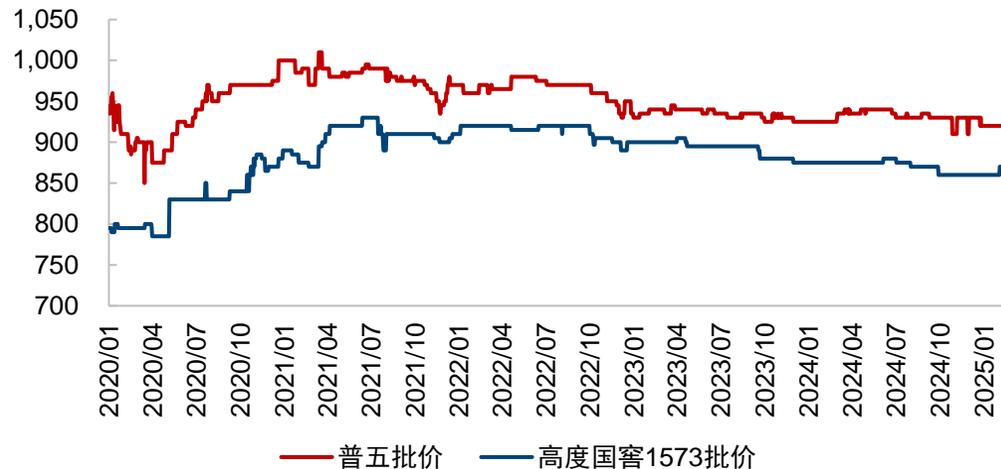
- 春节期间飞天茅台整体平稳略升。截至2/10，原箱/散装飞天茅台价格分别为2280/2230元，较月初上涨25/10元。春节期间高端白酒需求仍具有韧性，节前几天出货加快，整体销量表现好于预期。茅台供给端优化，分批次精准发货，价盘稳定度提升，箱装飞天批价维持在2250元；节后复工后飞天延续自然动销需求，叠加库存低水位，批价延续上涨趋势。
- 普五控货挺价成效较好，国窖批价也较节前上涨。截至2月10日，普五批价920元/瓶。春节期间五粮液公司对八代五粮液停货，梯度调减合同量+试点直配，控货举措有效，批价自节前880元上升至930元；普五停货下高度国窖需求有所增加（如成都地区），批价上涨至860-870元。

图：茅台批价走势（元）



资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2025/2/10

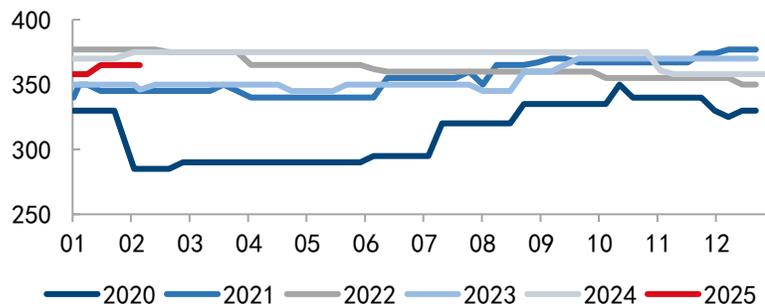
图：普五和高度国窖批价走势（元）



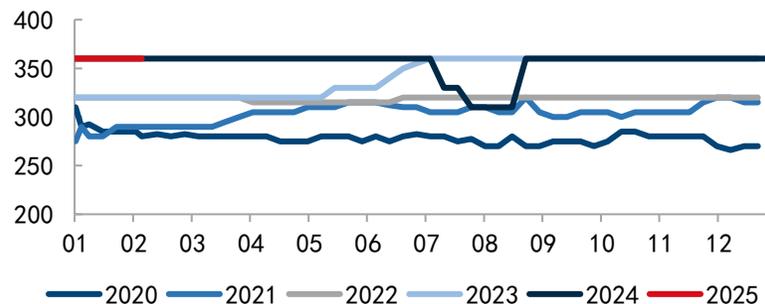
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2025/2/10

# 次高端批价：2月整体价盘平稳，春节青花20、水晶剑、四开动销较好

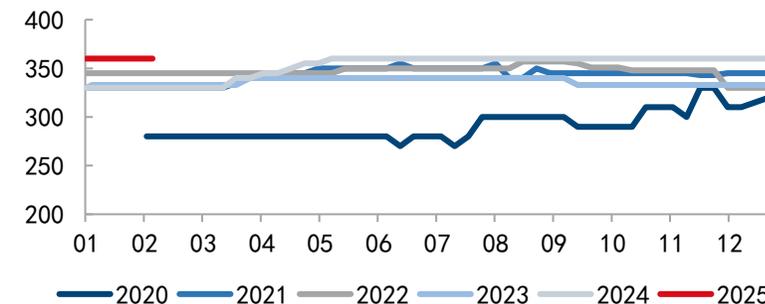
### 青花20批价365元——本周持平



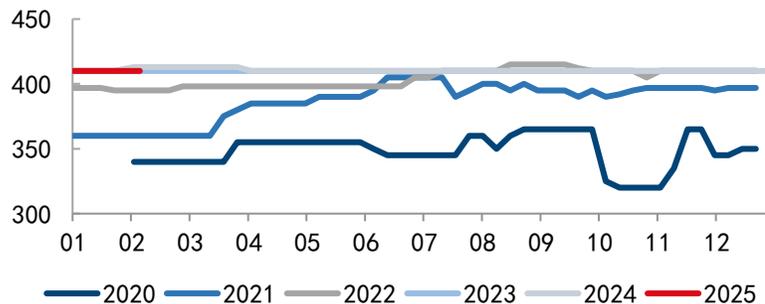
### 臻酿8号批价360元——本周持平



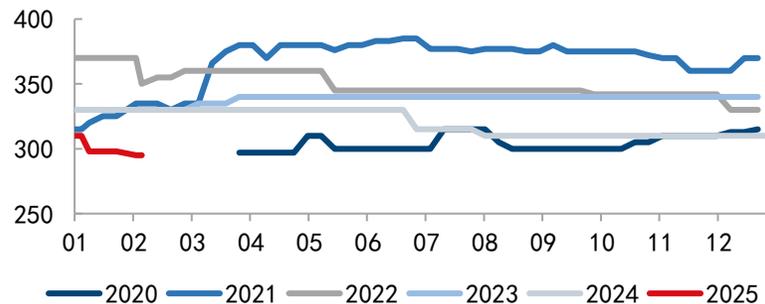
### 品味舍得批价360元、实际在330元



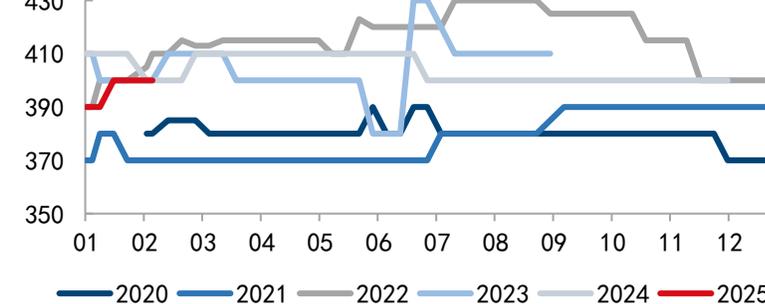
### 水晶剑批价410元——本周持平



### 珍15批价295元——本周持平



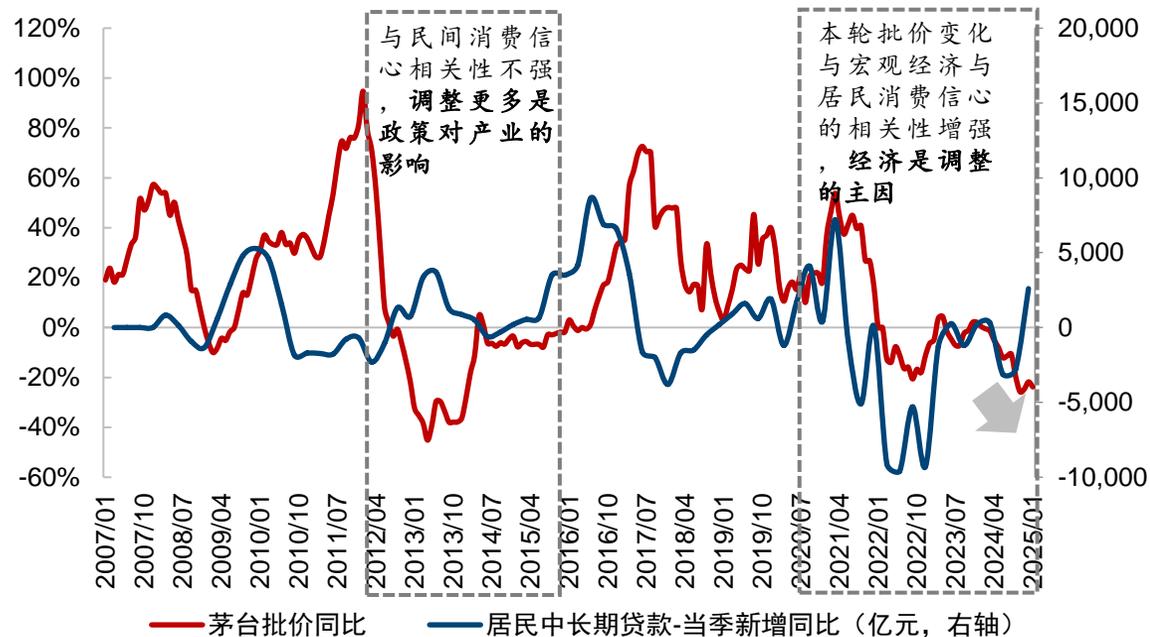
### 国缘四开批价400元——本周持平



# 景气度跟踪：短期需求仍有压力，但飞天批价同比跌幅已有筑底趋势

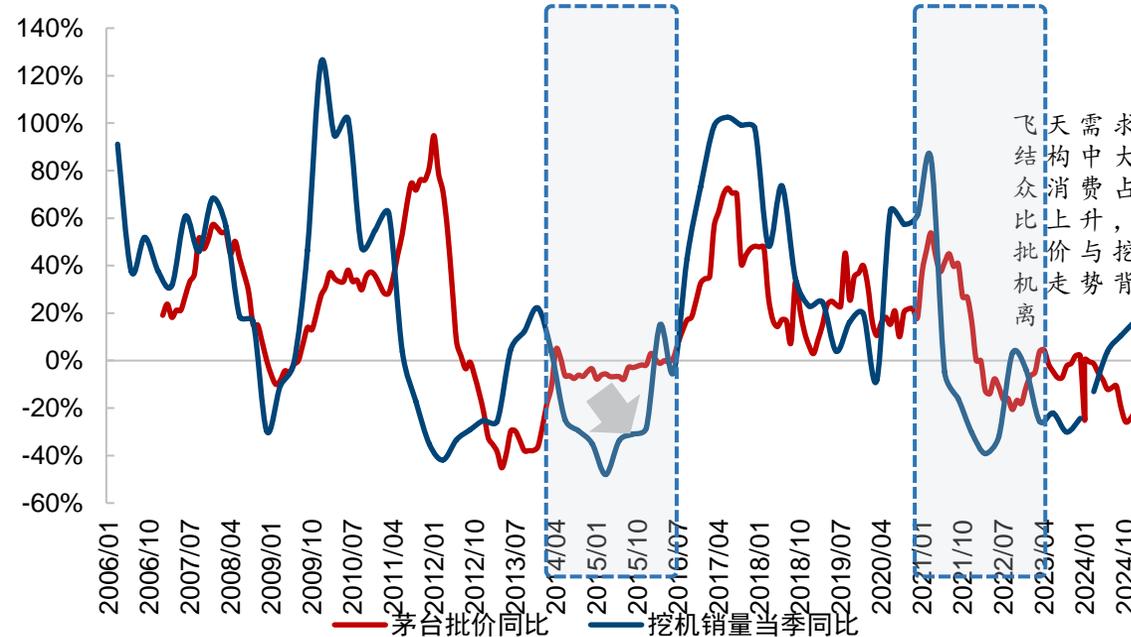
- 经济前瞻性指标仍在磨底，短期飞天需求仍有压力。本轮调整中飞天需求结构中大众消费占比提升，茅台批价变化与居民消费信心相关性增强。2024Q4居民短贷新增额同比仍在减少，消费意愿修复需要政策持续的保驾护航。
- 春节飞天批价稳中有升，同比跌幅的底部支撑力加强。春节期间飞天需求仍有较高景气度，公司分批多次精准化发货，价盘表现稳定，叠加渠道库存很低，2月初飞天批价延续稳中有升。节后伴随需求自然回落、公司Q1发货完毕，飞天价格小幅回落为季度间正常波动，Q1批价同比跌幅或已筑底，预计全年有望稳定在**2000-2400元**。

图：箱装飞天茅台批价同比增速与居民中长期贷款拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/1/31

图：箱装飞天茅台批价同比增速与挖机销量拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/1/31

# 盈利预测与估值

| 股票名称 | 总市值<br>(亿元) | 营业总收入<br>(亿元) |        | 收入YOY  |        | 归母净利润<br>(亿元) |       | 利润YOY  |       | Q4营收<br>(亿元) | YOY    | Q4-利润<br>(亿元) | YOY     | 预测PE   |       | PB(LF) | 分红率<br>2024E | 股息率<br>2024E |
|------|-------------|---------------|--------|--------|--------|---------------|-------|--------|-------|--------------|--------|---------------|---------|--------|-------|--------|--------------|--------------|
|      |             | 2024E         | 2025E  | 2024E  | 2025E  | 2024E         | 2025E | 2024E  | 2025E |              |        |               |         | 24Q4E  | 24Q4E |        |              |              |
| 贵州茅台 | 17983       | 1738.1        | 1873.8 | 15.4%  | 7.8%   | 857.0         | 927.6 | 14.7%  | 8.2%  | 506.8        | 12.0%  | 248.7         | 13.8%   | 21.0   | 19.4  | 8.66   | 75.0%        | 3.6%         |
| 五粮液  | 4950        | 893.6         | 946.8  | 7.3%   | 6.0%   | 325.6         | 346.0 | 7.8%   | 6.3%  | 214.5        | 3.4%   | 76.3          | 3.4%    | 15.2   | 14.3  | 3.92   | 70.0%        | 4.6%         |
| 泸州老窖 | 1703        | 306.9         | 307.1  | 1.5%   | 0.0%   | 132.4         | 123.4 | 0.0%   | -6.8% | 63.9         | -22.9% | 16.5          | -38.5%  | 12.9   | 13.8  | 3.92   | 65.0%        | 5.1%         |
| 山西汾酒 | 2152        | 358.0         | 393.0  | 12.1%  | 9.8%   | 117.8         | 128.2 | 12.8%  | 8.8%  | 44.4         | -14.3% | 4.3           | -57.4%  | 18.3   | 16.8  | 6.97   | 60.0%        | 3.3%         |
| 舍得酒业 | 186         | 53.1          | 47.5   | -25.0% | -10.6% | 3.7           | 3.5   | -79.1% | -6.3% | 8.5          | -53.7% | -3.0          | -162.8% | 50.2   | 53.6  | 2.62   |              |              |
| 酒鬼酒  | 149         | 14.2          | 15.9   | -49.7% | 11.7%  | 0.1           | 0.2   | -97.7% | 49.8% | 2.3          | -66.2% | -0.4          | -163.7% | 1192.8 | 796.5 | 3.71   |              |              |
| 洋河股份 | 1169        | 296.0         | 286.4  | -10.6% | -3.2%  | 82.6          | 81.3  | -17.6% | -1.6% | 20.8         | -26.7% | -3.2          | 71.8%   | 14.2   | 14.4  | 2.34   |              |              |
| 今世缘  | 546         | 117.6         | 130.5  | 16.5%  | 10.9%  | 35.8          | 39.3  | 14.0%  | 10.0% | 18.2         | 4.9%   | 4.9           | -2.2%   | 15.3   | 13.9  | 3.61   |              |              |
| 古井贡酒 | 643         | 234.6         | 256.6  | 15.8%  | 9.4%   | 55.3          | 64.4  | 20.6%  | 16.4% | 43.9         | 2.2%   | 7.9           | 1.4%    | 11.6   | 10.0  | 3.56   |              |              |
| 迎驾贡酒 | 426         | 74.0          | 80.8   | 10.1%  | 9.2%   | 26.5          | 29.6  | 15.9%  | 11.8% | 18.8         | -1.7%  | 6.4           | 1.9%    | 16.1   | 14.4  | 4.60   |              |              |
| 口子窖  | 217         | 57.6          | 62.6   | -3.3%  | 8.6%   | 17.5          | 19.5  | 1.9%   | 11.3% | 14.0         | -7.5%  | 4.4           | 18.7%   | 12.4   | 11.1  | 2.13   |              |              |
| 金徽酒  | 94          | 29.8          | 32.5   | 17.0%  | 9.0%   | 3.9           | 4.4   | 20.0%  | 12.0% | 6.5          | 23.4%  | 0.6           | 9.5%    | 23.9   | 21.3  | 2.88   |              |              |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2/10

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

01

白酒板块股价回顾：春节动销符合节前谨慎预期，股价表现弱于市场

02

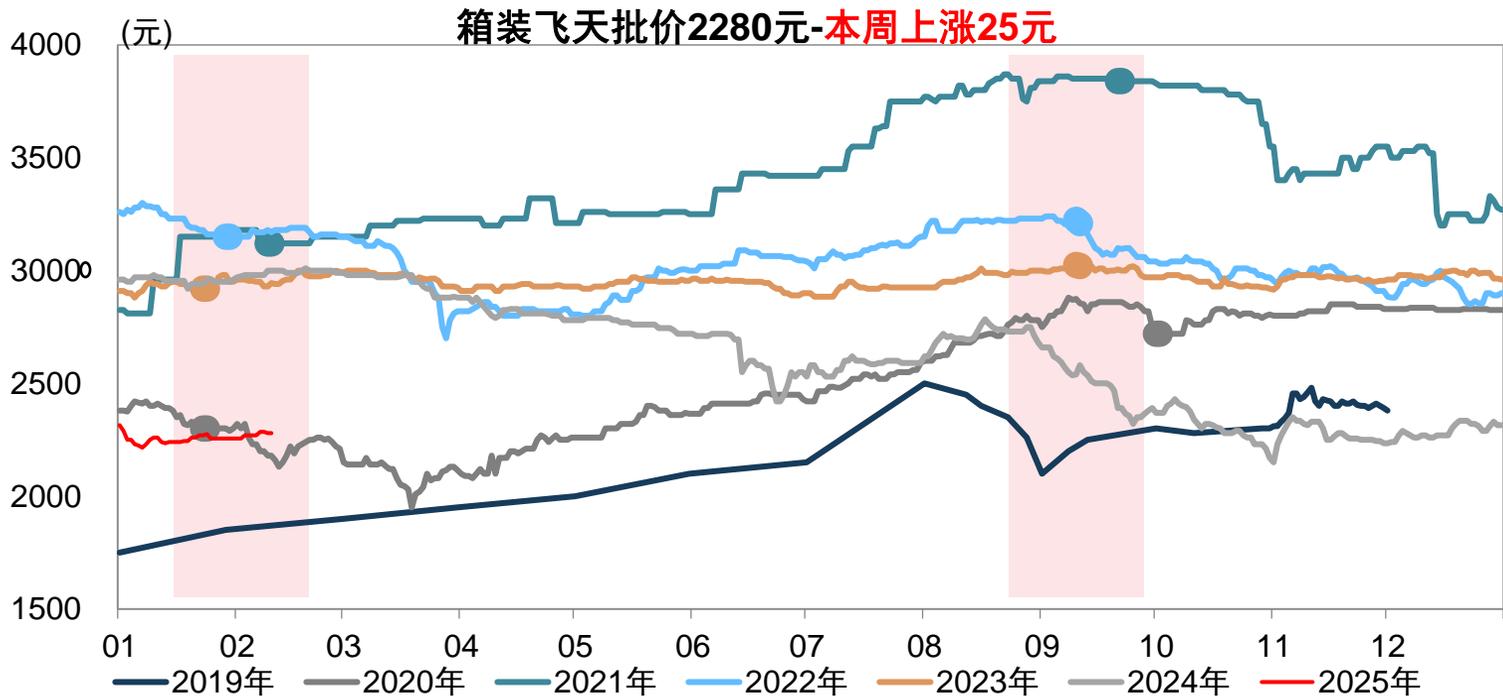
主要白酒公司跟踪：经营节奏慢于去年同期，酒企重视渠道秩序维护

03

投资组合、盈利预测及风险提示

## 2.1、贵州茅台：供给端调节能力加强，1935渠道改革后销售表现突出

表：公司财务信息及基本面表现更新

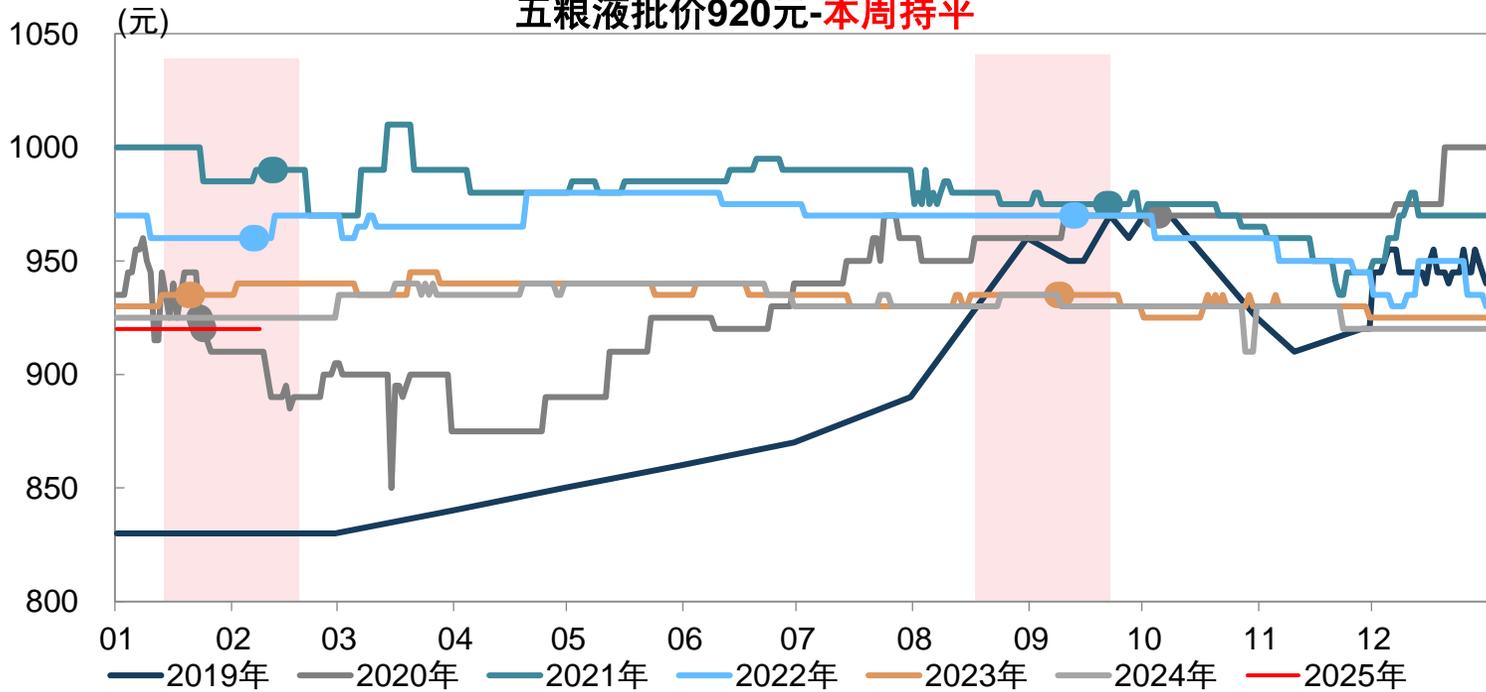
| 财务信息 | 2025年目标描述  | 盈利预测及估值   |              |         |             |              |
|------|--|---|--------------|---------|-------------|--------------|
|      |  | 2024年   |              |         | 2024Q4E     |              |
|      |  | 收入 (+15.4%)   | 净利润 (+14.7%) | 对应24年PE | 收入 (+12.0%) | 净利润 (+13.8%) |
|      | 预计收入增速8%，其中茅台酒高个位数增长，系列酒增长14-15%；费用支持力度高于过去  | 1738.1亿元  | 857.0亿元      | 21.0x   | 506.8亿元     | 248.7亿元      |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量  | 飞天茅台（箱装）批价表现  |              |         |             |              |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 春节动销情况：经营节奏基本和去年一致，公司供给端调控能力加强，飞天批价表现稳定。茅台<b>1935需求旺盛</b>动销量同比增长双位数以上。</li> <li>● 营销模式市场化改革，组织机制激活公司针对1935从配额制转向申购制，经销商配合建设渠道，公司加大费投动销很好，酱酒优势市场（河南、广东等）抢占竞品份额；后续此种模式有望向43度、珍品等其他倒挂产品延伸，改善渠道盈利。</li> <li>● 2025年增长工具箱充足：1) 开发<b>区域“小IP”</b>抢占区域细分市场，2) 增投公斤装飞天；3) 王子、汉酱等系列酒费用激励下快速增长。</li> </ul> |  |              |         |             |              |

## 2.2、五粮液：挺价举措收效，积极推动营销体制市场化改革

表：公司财务信息及基本面表现更新

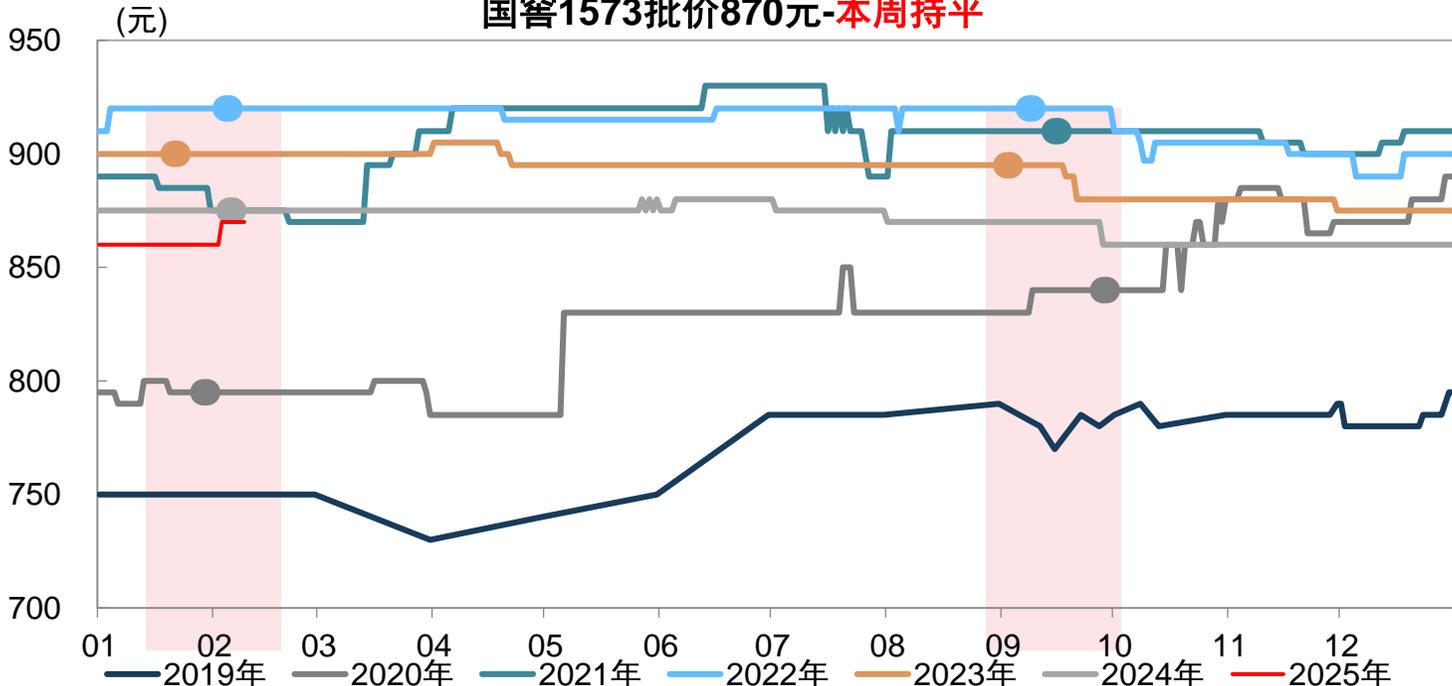
| 财务信息 | 2025年目标描述  | 盈利预测及估值    |             |         |            |             |
|------|------------|------------|-------------|---------|------------|-------------|
|      |            | 2024年      |             |         | 2024Q4E    |             |
|      | 预计收入增长5-8% | 收入 (+7.3%) | 净利润 (+7.8%) | 对应24年PE | 收入 (+3.4%) | 净利润 (+3.4%) |
|      |            | 893.6亿元    | 325.6亿元     | 15.2x   | 214.5亿元    | 76.3亿元      |

| 基本面 | 公司近期变化及关键变量   | 第八代五粮液（普五）批价表现  |
|-----|---|---|
|     | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 春节动销情况：动销量同比下滑，节前普五停货政策后需求彰显韧性；回款及发货节奏慢于去年同期。1618加大宴席市场费用投入，保持稳健增长</li> <li>● 停货搭配“减量+直配”组合拳，挺价决心明确。节前普五停货政策下，全国范围内批价从低点880元上升至910元左右，库存很低，部分地区缺货，经销商申请发货。节前公司对第八代五粮液梯度调减合同量，并在20个城市试点终端直配，当前批价回升至930元。</li> <li>● 公司重视长期发展质量，推动营销体制改革，销售公司运作将进一步市场化，加强大区和经销商激励性。</li> </ul> | <p>五粮液批价920元-本周持平</p>  <p>Legend: 2019年 (dark blue), 2020年 (grey), 2021年 (teal), 2022年 (light blue), 2023年 (orange), 2024年 (grey), 2025年 (red)</p> |

## 2.3、泸州老窖：优势区域动销韧性较强，数字化工程逐步优化

表：公司财务信息及基本面表现更新

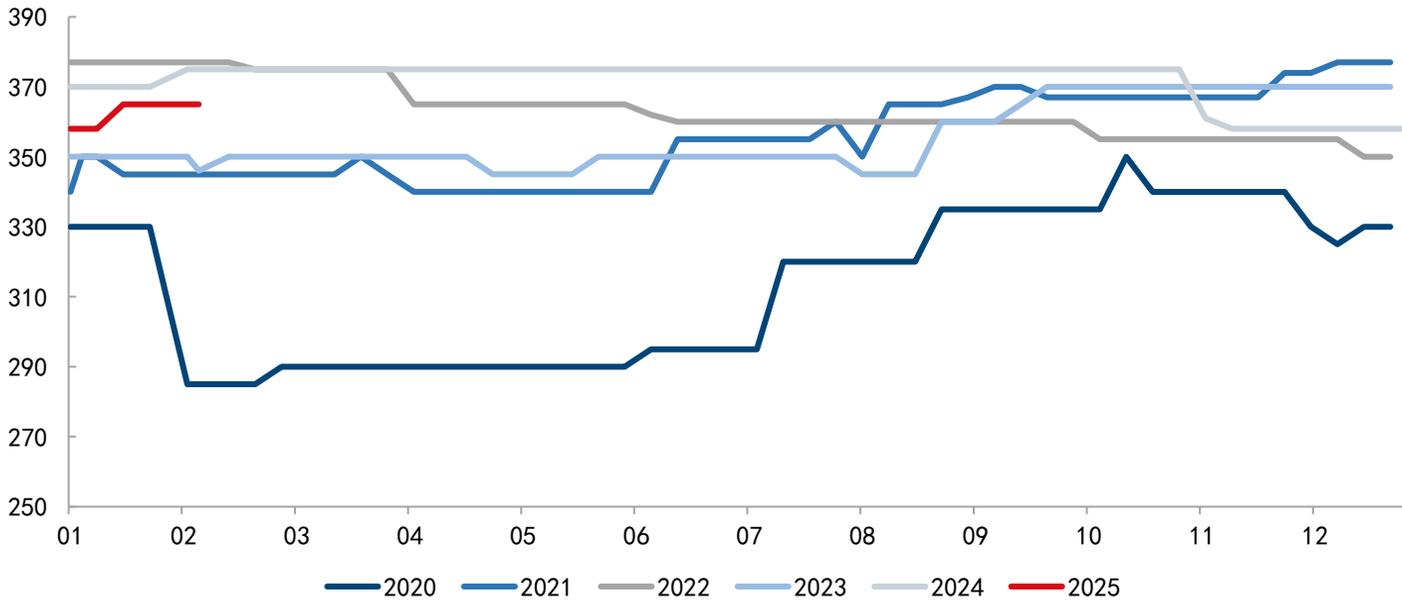
| 财务信息 | 2025年目标描述   | 盈利预测及估值  |             |         |             |             |
|------|---|--|-------------|---------|-------------|-------------|
|      |   | 2024年  |             |         | 2024Q4E     |             |
|      |   | 收入 (+1.5%)   | 净利润 (+0.0%) | 对应24年PE | 收入 (-22.9%) | 利润 (-38.5%) |
|      | 公司目标持平，以市场良性为主  | 306.9亿元  | 132.4亿元     | 12.9x   | 63.9亿元      | 16.5亿元      |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量   | 高度国窖1573批价表现   |             |         |             |             |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 春节动销情况：动销量同比下滑，<b>四川优势市场表现较好</b>，经营节奏慢于去年同期，考核重点在开瓶动销。成都等市场国窖品牌力较强，回款较快，普五停货后需求增加，批价上涨10元至860-870元；华北市场仍受需求疤痕效应的影响。</li> <li>● 公司对2025年行业困难预期充分，回款要求不高，合同目标在2024年动销总量基础上增长10-20%，以市场良性为主。</li> <li>● 公司聚焦长远，今年进入<b>“数字化工程”优化年</b>，四川优势市场开瓶率提升后渠道价值链改善，此种正循环跑通后组织管理效益有望提升。</li> </ul> | <p>国窖1573批价870元-本周持平</p>  |             |         |             |             |

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/2/10

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.4、山西汾酒：经营质量较高，100-400元价位份额延续提升趋势

表：公司财务信息及基本面表现更新

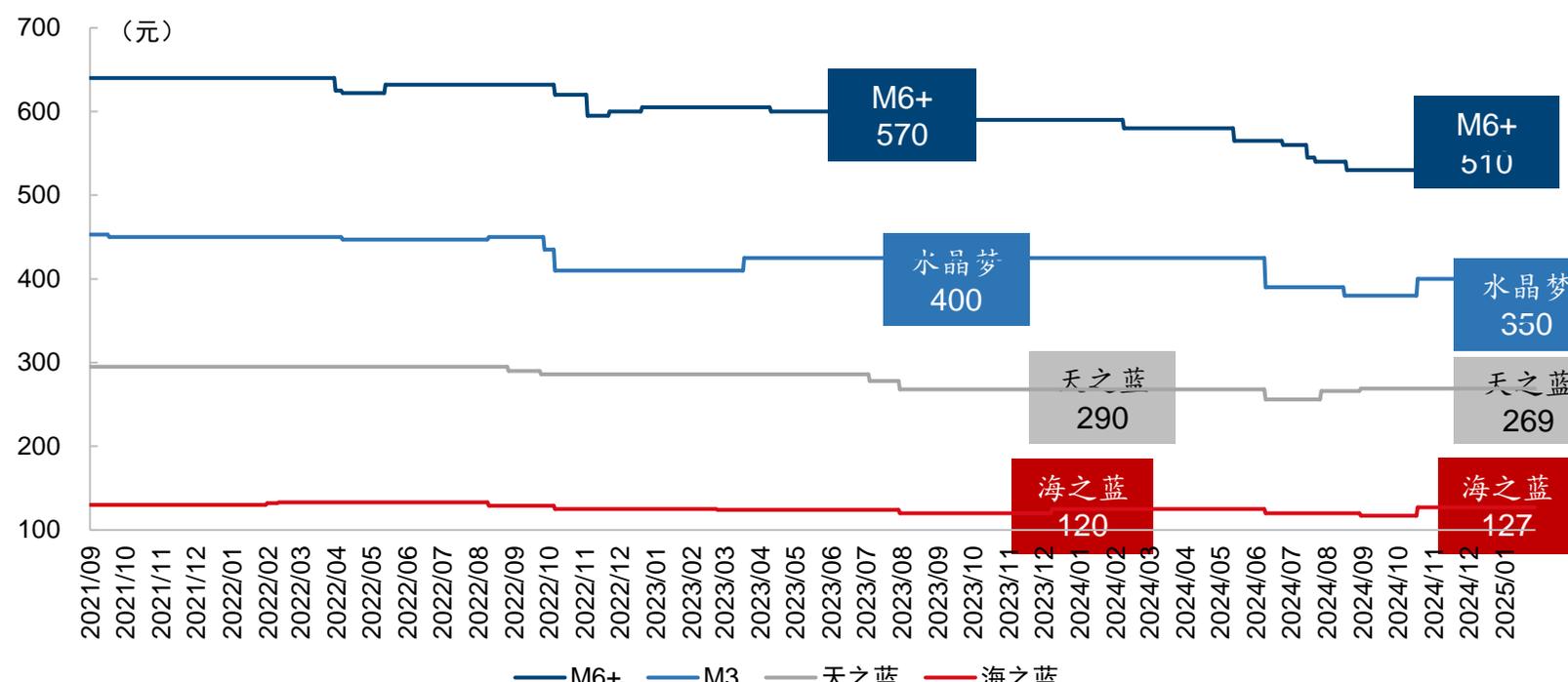
| 财务信息 | 2025年目标描述   | 盈利预测及估值  |             |         |             |             |
|------|---|--|-------------|---------|-------------|-------------|
|      |   | 2024年  |             |         | 2024Q4E     |             |
|      |   | 收入 (+12.1%)  | 利润 (+12.8%) | 对应24年PE | 收入 (-14.3%) | 利润 (-57.4%) |
|      | 预计收入增长5-10%，省内增速8%左右，省外增速15%左右  | 358.0亿元  | 117.8亿元     | 18.3x   | 44.4亿元      | 4.3亿元       |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量   | 青花20批价表现   |             |         |             |             |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 春节动销情况：经营节奏较为稳健（略慢于去年同期），华北地区回款更快，回款多以现金为主，经营质量较高；大众价位动销势能提升，<b>老白汾预计实现双位数以上增长</b>，青花20在400元价位带份额继续提升前期去库工作较好，春节期间主要产品价盘表现稳定。</li> <li>● 2025年公司增长工具较多：<b>预计老白汾贡献主要收入增量</b>，15年、10年、醇柔在华北部分地区产品势能较强。推出<b>青花26</b>填补600-700元价位空缺，保护30复兴版价格的同时贡献小部分收入增量。针对大商开发文创类产品，保证渠道利润。</li> </ul> | <p>青花20批价365元——本周持平</p>  <p>Legend: 2020 (Dark Blue), 2021 (Blue), 2022 (Grey), 2023 (Light Blue), 2024 (Very Light Blue), 2025 (Red)</p> |             |         |             |             |

## 2.5、洋河股份：春节加大费用投放力度，节后海之蓝停货、部署新品

表：公司财务信息及基本面表现更新

| 财务信息 | 2025年目标描述 | 盈利预测及估值     |             |         |             |            |
|------|-----------|-------------|-------------|---------|-------------|------------|
|      |           | 2024年       |             |         | 2024Q4E     |            |
|      |           | 收入 (-10.6%) | 利润 (-17.6%) | 对应24年PE | 收入 (-26.7%) | 利润 (71.8%) |
|      | 目标收入同比持平  | 296.0亿元     | 82.6亿元      | 14.2x   | 20.8亿元      | -3.2亿元     |

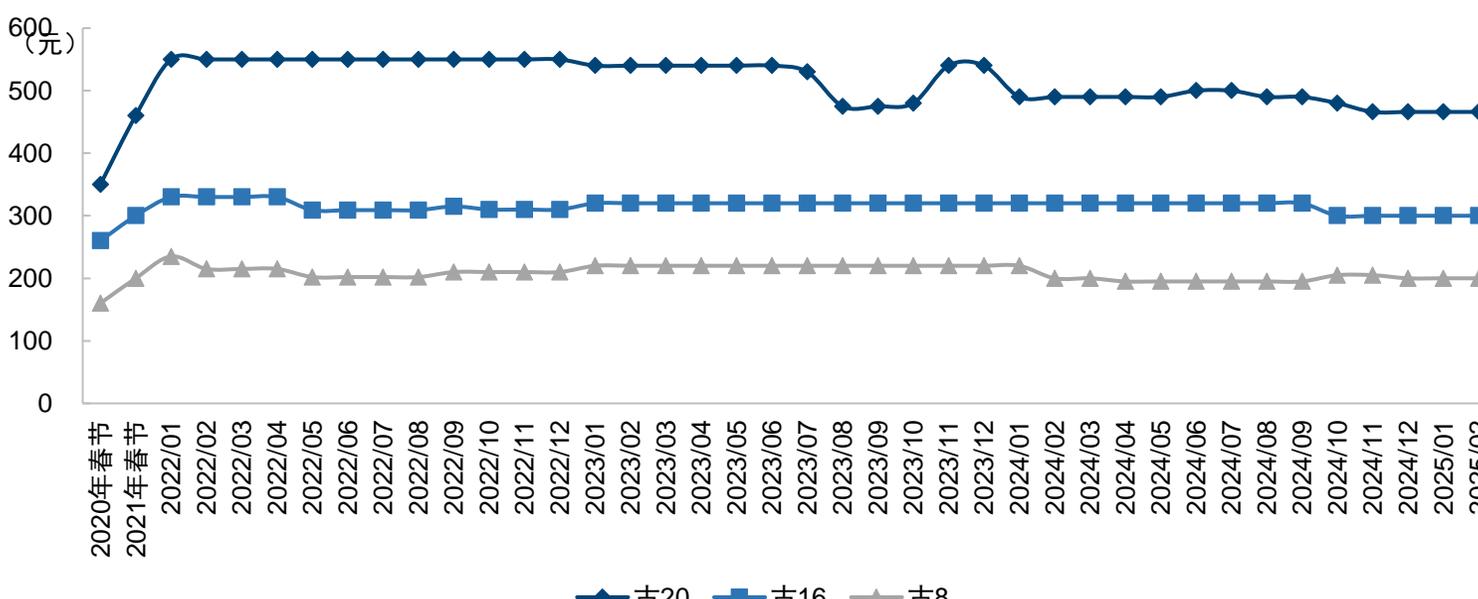
| 基本面 | 公司近期变化及关键变量  | 批价表现   |
|-----|--|--|
|     | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 春节动销情况：整体动销下滑，省内相对优于省外，经营节奏慢于去年同期。水晶梦周转较快，M6+延续以价换量、加大费用投入，海/天逐步面临产品老化的问题、动销下滑。<b>春节期间库存有所去化</b>，但整体仍处于较高水位，节后经销商回款意愿较低。</li> <li>● 费用投入力度大于往年，保省内市场份额。2025年公司聚焦省内市场，费投力度同环比均加大，包括宴席买赠、送酒、抽奖、消费者红包及经销商资金支持。</li> <li>● 公司<b>加强渠道管控</b>，节前对线上天/海之蓝停货，2.6线下海之蓝停货、预计后续焕新第七代，同时对M6+实施严格管控配额政策。</li> </ul> |  <p>批价表现图显示了从2021年9月到2025年1月期间，M6+、M3、天之蓝和海之蓝四个产品的批价走势。M6+的批价在570元和510元之间波动；水晶梦的批价在400元和350元之间波动；天之蓝的批价在290元和269元之间波动；海之蓝的批价在120元和127元之间波动。</p> |

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/2/10

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.6、古井贡酒：春节动销平稳，结构升级或是今年主要增长抓手

表：公司财务信息及基本面表现更新

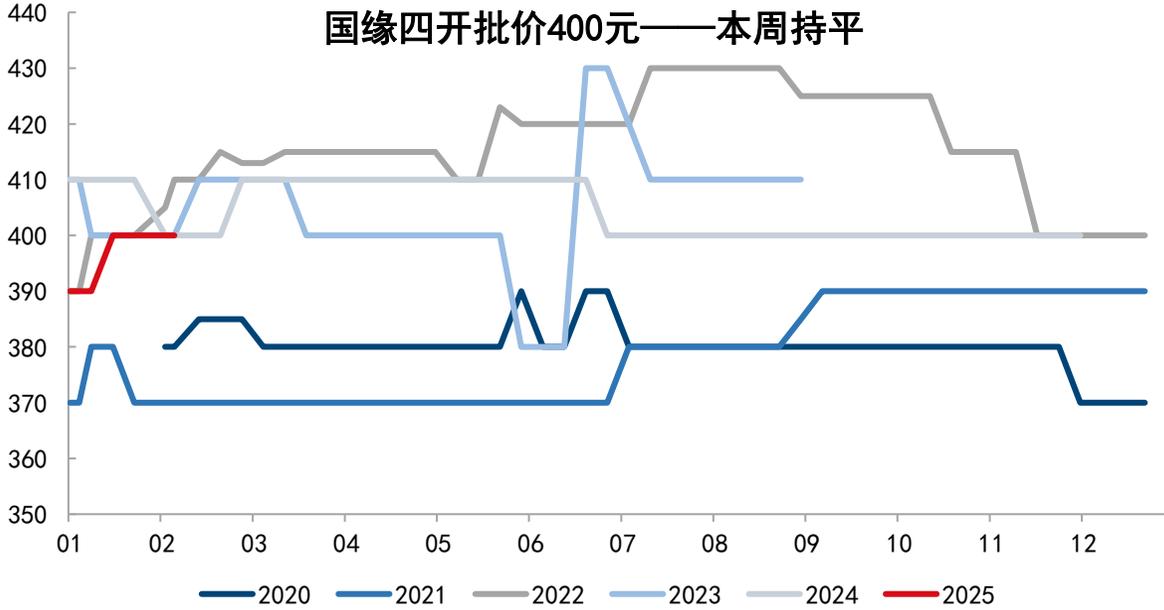
| 财务信息 | 2025年目标描述  | 盈利预测及估值   |             |         |            |            |
|------|--|---|-------------|---------|------------|------------|
|      |  | 2024年   |             |         | 2024Q4E    |            |
|      |  | 收入 (+15.8%)   | 利润 (+20.6%) | 对应24年PE | 收入 (+2.2%) | 利润 (+1.4%) |
|      | 古8以下产品收入增长10%，古8以上产品收入增长20%，预计整体增长10%+   | 234.6元  | 55.3亿元      | 11.6x   | 43.9亿元     | 7.9亿元      |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量  | 批价表现  |             |         |            |            |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 春节动销情况：整体动销表现平稳，<b>节前几天回款及周转速度有所加快</b>，但进度慢于去年同期。古8/5县乡级市场表现较好，古16费投力度加大、承接合肥市场宴席升级需求，古20延续承压。</li> <li>● 消费者端费用投入加大，包括扫码红包、抽奖力度等；当前渠道库存仍处于较高水平，节中主要单品批价和成交价有所松动，普遍下降5-10元。</li> <li>● 公司<b>渠道精细化运营能力</b>突出，业务团队基础工作扎实，古8在县乡级、古16在合肥宴席场景结构升级预计是今年主要增长抓手。</li> </ul> |  |             |         |            |            |

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/2/10

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.7、今世缘：春节动销同比增长，产品结构表现较好

表：公司财务信息及基本面表现更新

|      | 2025年目标描述   | 盈利预测及估值  |             |         |            |            |
|------|---|--|-------------|---------|------------|------------|
|      |   | 2024年  |             |         | 2024Q4E    |            |
| 财务信息 | 目标整体增速快于行业，其中省外增速高于省内，预计整体收入增长10%左右   | 收入 (+16.5%)  | 利润 (+14.0%) | 对应24年PE | 收入 (+4.9%) | 利润 (-2.2%) |
|      |   | 117.6亿元  | 35.8亿元      | 15.3x   | 18.2亿元     | 4.9亿元      |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量   | 国缘四开批价表现   |             |         |            |            |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 春节动销情况：整体<b>动销同比正增长</b>，回款进度略慢于去年同期，但节前几天-节后有所提速。四开基本盘稳固、省内商务场景自点率持续提升，V3在前期高费用投入下已形成势能、增速最快，淡雅周转快、持续获得省内100+元市场份额，中低端典藏下滑。</li> <li>● 2月2日起公司对<b>四开、对开停货</b>，时点较往年更早，去化库存、维护渠道秩序。</li> <li>● 2月7日公司召开2025年工作大会，董事长指出<b>扩大总量和提升质量</b>，国缘品牌势能向上，渠道和终端掌控力较好，预计公司能获得挤压式增长。</li> </ul> |  |             |         |            |            |

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/2/10

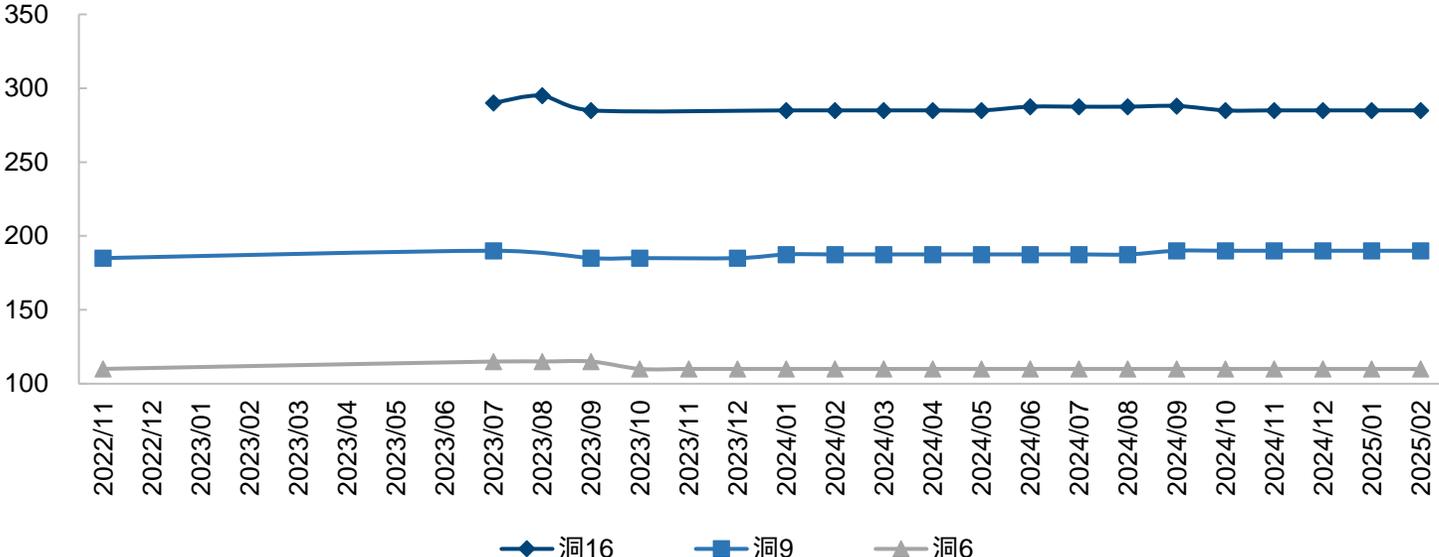
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.8、迎驾贡酒：洞6产品势能持续释放，预计继续抢夺100-200元市场份额

表：公司财务信息及基本面表现更新

| 财务信息 | 2025年目标描述          | 盈利预测及估值     |             |         |            |            |
|------|--------------------|-------------|-------------|---------|------------|------------|
|      |                    | 2024年       |             |         | 2024Q4E    |            |
|      | 目标收入增长10%，预计增长高个位数 | 收入 (+10.1%) | 利润 (+15.9%) | 对应24年PE | 收入 (-1.7%) | 利润 (+1.9%) |
|      | 74.0亿元             | 26.5亿元      | 16.1x       | 18.8亿元  | 6.4亿元      |            |

| 基本面 | 公司近期变化及关键变量  | 批价表现  |
|-----|--|---|
|     | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 春节动销情况：整体<b>动销正增长</b>，节前几天动销提速，回款情况好于节前预期，低库存运营模式下节后仍有自然补库需求带动回款。洞6产品自点率持续提升、增速最快，合肥区域洞9承接宴席场景升级需求，洞16/20表现承压。</li> <li>● 春节期间出货加快，同时消费者端红包力度加大影响，洞藏系列价盘有所下跌，但<b>渠道利润仍高于竞品</b>。</li> <li>● 考虑到公司省内规模和渗透率仍处于提升阶段，洞藏品牌认可度向上，今年仍能实现<b>大众价位份额提升</b>。</li> </ul> |  |

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/2/10

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [ 01 ] 白酒板块股价回顾：春节动销符合节前谨慎预期，股价表现弱于市场
- [ 02 ] 主要白酒公司跟踪：经营节奏慢于去年同期，酒企重视渠道秩序维护
- [ 03 ] 投资组合、盈利预测及风险提示

- **投资建议：**景气度复苏仍是中性变量，**首选确定性突出的白马龙头**。2025年春节白酒动销整体符合节前谨慎预期，当前需求仍在磨底复苏阶段，节后至一季度酒企仍将以去库存为工作重心。渠道及消费者行为更加理性，品价比诉求持续提升，品牌力强势品种仍有较强的供需矛盾转移能力以实现挤压式增长。Beta侧尚未出现明确拐点，**首选业绩确定性强、价格风险不高、高分红支撑估值的贵州茅台、山西汾酒、五粮液；关注区域份额提升逻辑的今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒。**
- **贵州茅台：**2024年公司顺利达成年初收入增速目标，初步核算预计营业总收入约1738亿元/同比约+15.44%，预计实现归母净利润约857亿元/同比约+14.67%。短期供给侧积极信号逐步增多（组织治理改善、市场化管理等），公司维护价格意愿强、工具增多，飞天批价底部支撑力增强，费用政策明确后经销商信心加强，存量竞争中仍能实现挤压式增长。预计2025-26年收入1877.50/2017.21亿元，同比+8.0%/+7.4%，预计归母净利润924.52/1003.37亿元，同比+7.9%/+8.5%，当前股价对应24-25年21.0/19.4xP/E。

# 主要风险提示

---

- 1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 2、消费税等行业政策；
- 3、地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；
- 4、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；
- 5、市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别     | 级别                   | 说明                    |
|---|--------|----------------------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市                 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|   |        | 中性                   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|   |        | 弱于大市                 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|   | 行业投资评级 | 无评级                  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|   |        | 优于大市                 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|   |        | 中性                   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|   | 弱于大市   | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |                       |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032