

# 白酒板块3月投资策略及25Q1前瞻

## 板块进入估值修复阶段，优质公司已浮出水面

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

■**消费政策预期升温，2月以来白酒板块估值持续修复。**两会前消费政策预期持续升温，《2025年政府工作报告》将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为第一条，多措并举提振消费能力和消费信心，白酒板块作为顺周期优质资产，估值持续修复。基本面看，春节后多家酒企针对大单品停货，渠道秩序维护较好、产品价格盘保持稳定，消费者信心修复带动白酒动销环比改善，年内板块基本面有望加速筑底企稳。

■**优质公司或已浮出水面。**2024年以来需求走弱，对各家酒企品牌、产品、渠道等产生挑战，行业集中趋势进一步演绎，当前看优质公司已完成顶层设计、确认发展规划，在弱 $\beta$ 环境下强化自身 $\alpha$ ，经销商信心提振、渠道状态改善。如茅台推动营销分离、优化产品结构、多渠道优势互补解决消费者触达问题；五粮液营销机制市场化改革；泸州老窖数字化工程渠道阶段性成效；汾酒、今世缘、古井、迎驾等基本盘势能辐射，结构升级或区域加密获取存量份额。

■**贵州茅台或进入估值扩张阶段，板块整体投资可适当乐观。**一方面，上游挖机销量、一线城市地产数据等先验指标有所改善，仍需检验3-4月消费数据、白酒动销等数据来验证复苏节奏，但信心修复的大方向确定性高，资金面改善背景下以茅台为代表的A股核心资产或逐步进入估值扩张阶段。另一方面，公司优化500ml53度飞天茅台供给量和发货节奏，需求仍有一定韧性，节后批价整体保持稳定，预计年内批价同比跌幅收窄，整体有望企稳2100-2400元区间，并指引75%年度分红率，估值支撑力加强。当前白酒指数PE(TTM)处于5/10年8%/12%分位数水平，截至24Q4基金重仓持股比例在6.46%，复苏预期加强背景下白酒板块迎来布局窗口期。

■**投资建议：**3月推荐组合为**贵州茅台、泸州老窖、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：政策预期升温，板块估值持续修复

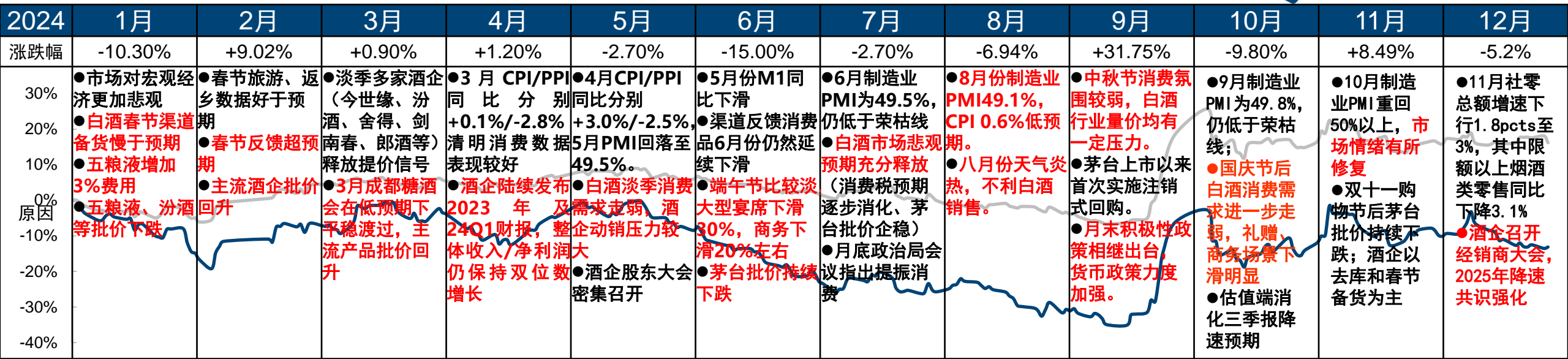
02

主要白酒公司跟踪：节后渠道秩序维护较好，优质公司浮出水面

03

投资组合、盈利预测及风险提示

# 提振消费政策预期升温，2-3月白酒板块估值修复



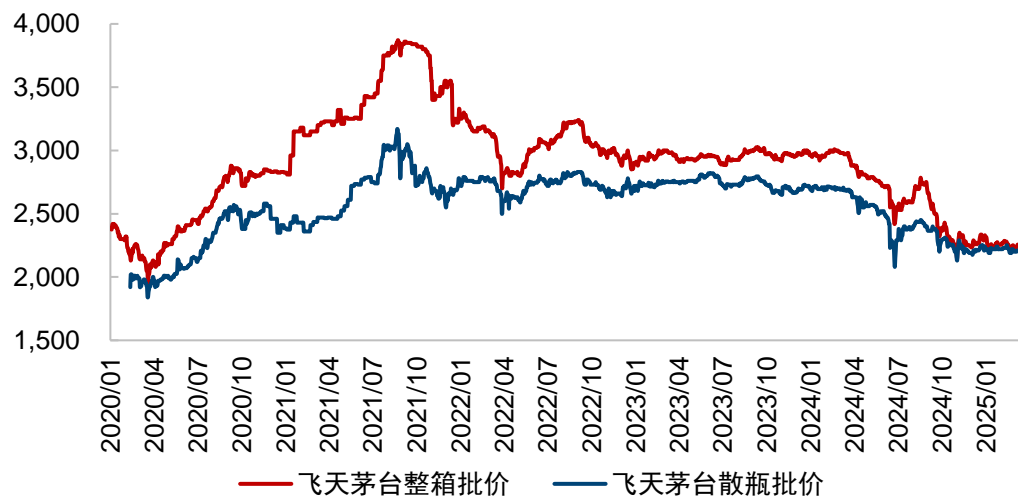
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/3/13

— 白酒指数 — 沪深300

# 高端批价：淡季飞天批价自然回落，普五、国窖表现平稳

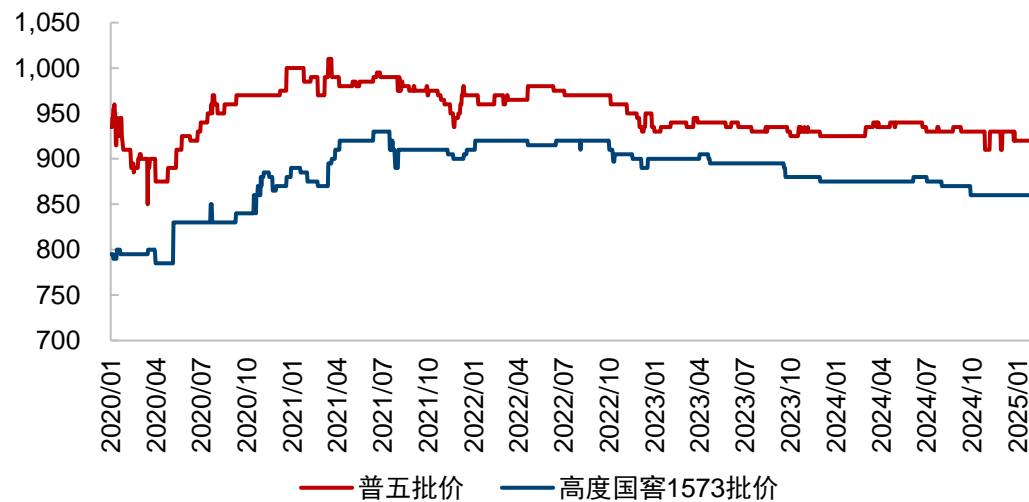
- 淡季飞天批价有所波动，整体稳定在2200+。截至3/12，原箱/散装飞天茅台价格分别为2235/2210元，较月初上涨5/10元。2-3月逐步进入白酒需求淡季，叠加公司分批次发货影响（目前3月配额陆续到货），近期批价波动回落，整体仍稳定在2200+元水平。
- 普五控货挺价成效较好，国窖批价也较节前上涨。截至3/12，普五批价930-935元；旺季停货下库存去化比较干净，当前普五终端库存在3-4%左右，价盘表现稳定，部分经销商低库存下恢复打款、发货，核心城市试点终端直配，渠道效率有所提升。高度国窖批价860-870元，公司坚持消费者开瓶导向、数字化监控，库存和价盘均表现良性。

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2025/3/13

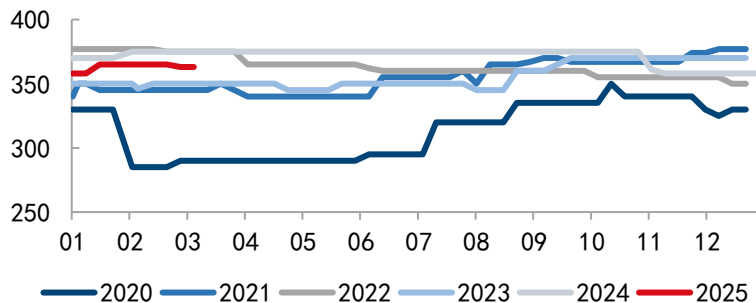
图：普五和高度国窖批价走势（元）



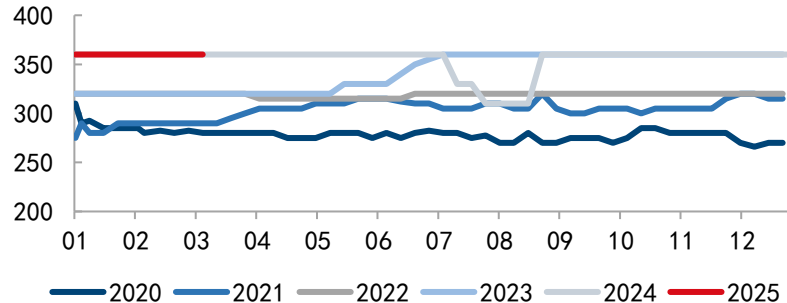
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2025/3/13

# 次高端批价：3月整体价盘平稳，国缘四开停货后批价略有上涨

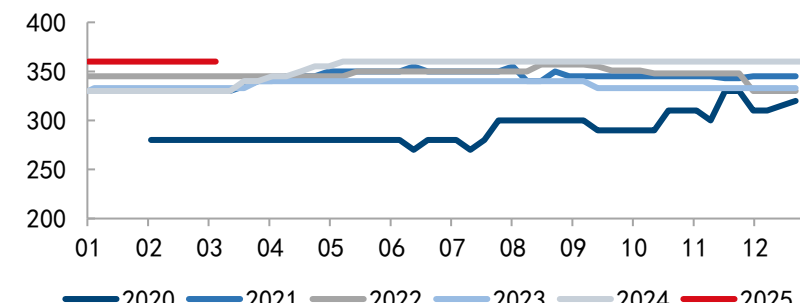
### 青花20批价363元——本周持平



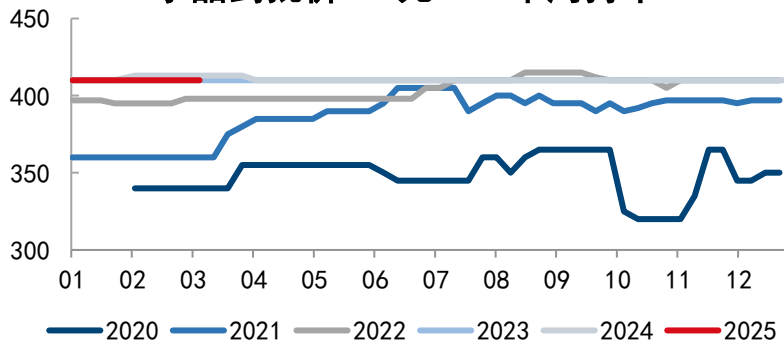
### 臻酿8号批价360元——本周持平



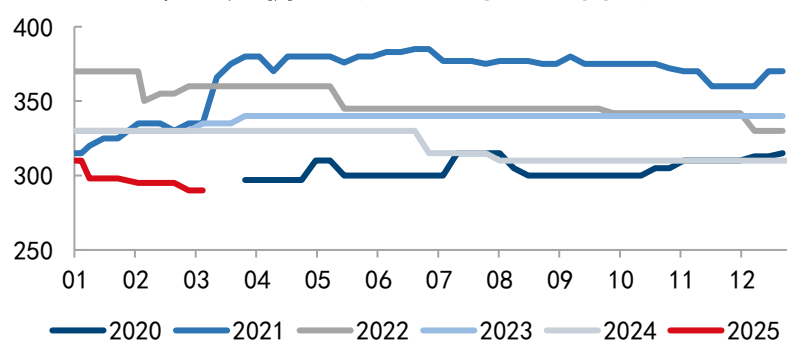
### 品味舍得批价360元——本周持平



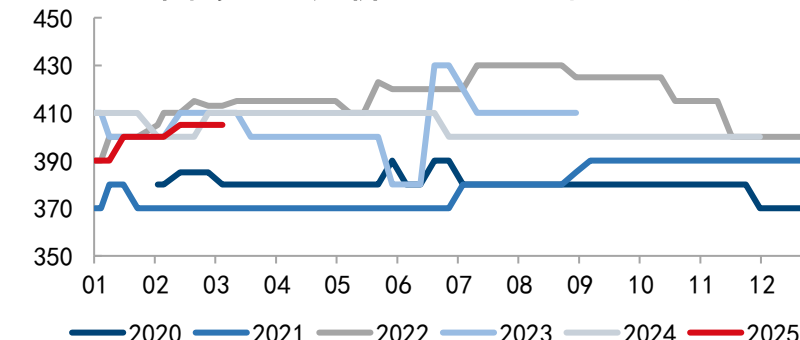
### 水晶剑批价410元——本周持平



### 珍15批价290元——本月下降8元



### 国缘四开批价410元——本月上涨5元



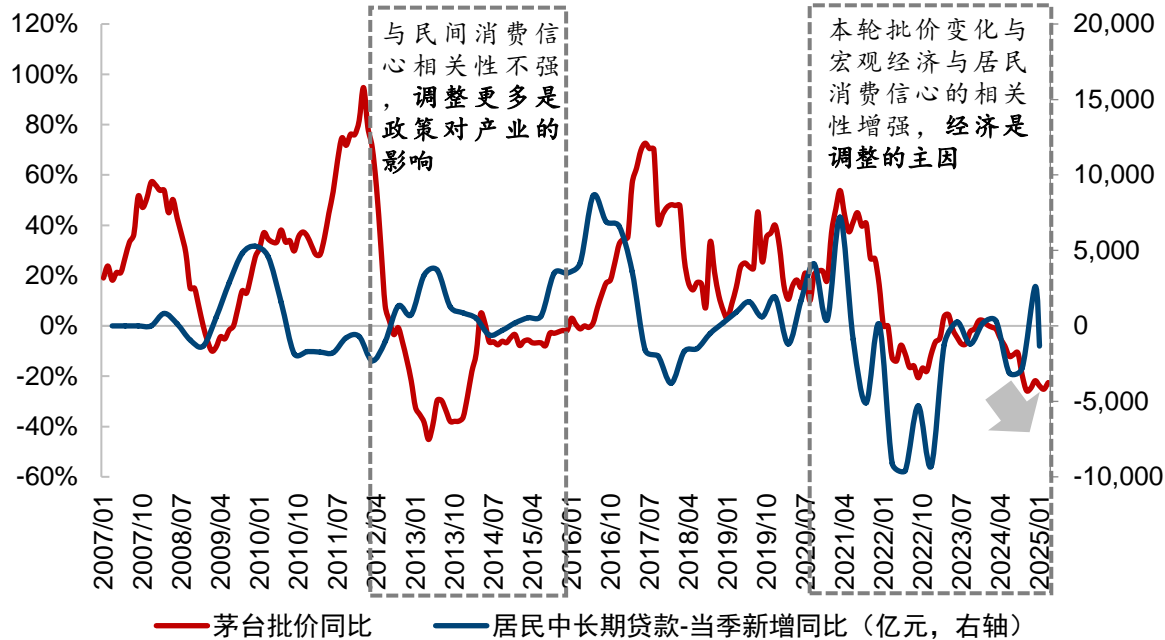


# 景气度跟踪：伴随消费信心逐步修复，飞天供给端秩序优化，全年批价有望企稳



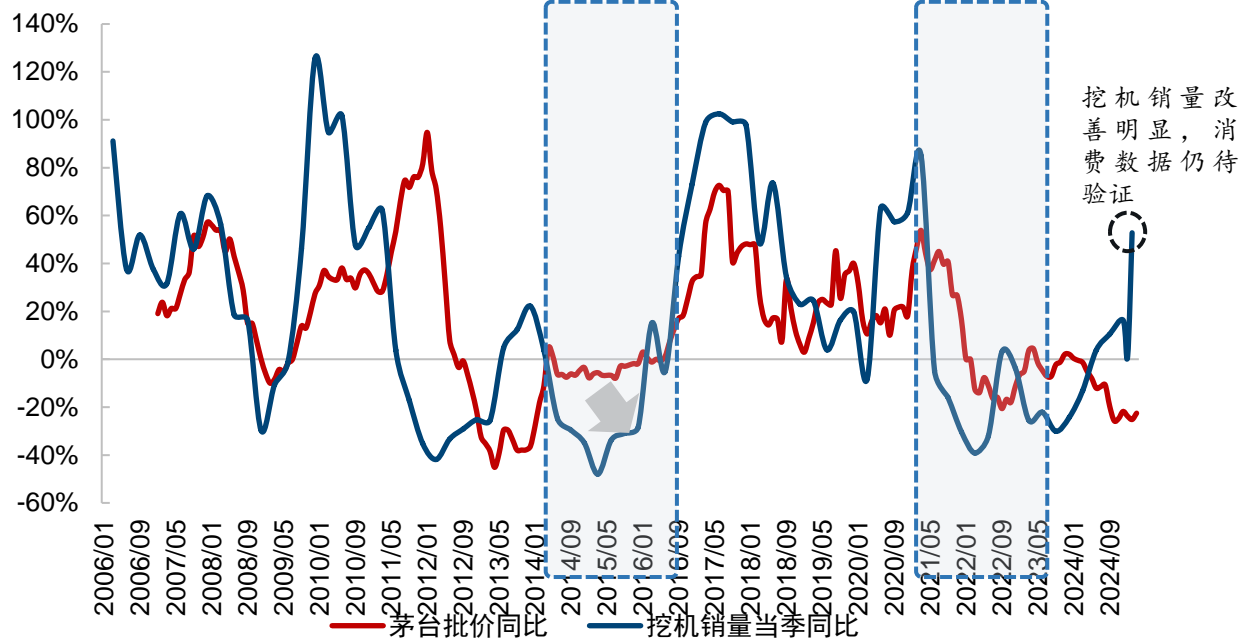
- 经济前瞻性指标出现分化，消费数据仍待验证但信心在逐步修复。2月挖机销量改善明显，机械工程主要产品开工率同比增长，或验证商务场景已有筑底趋势。本轮茅台需求结构转型中大众消费占比提升，批价与居民消费信心相关性加强，短期消费数据仍需验证（3-4月动销情况），但信心修复大方向较为确定，预计飞天批价大幅下跌可能性不大。
- 全年飞天批价有望企稳2100-2400元。需求端看，2月飞天保持自然动销，库存低位运作，淡季自然回落为正常现象；供给端看，公司精准化、分批次发货，同时用公斤装等其他产品保驾护航，同比跌幅已有企稳。伴随消费信心逐步修复，公司全年对普飞严格控量，我们预计飞天批价波动收敛，有望稳定在2100-2400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2025/3/12

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2025/3/12

# 盈利预测与估值



股票名称	总市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)		收入YOY		归母净利润 (亿元)		利润YOY		25Q1营收 (亿元)	YOY	25Q1利润 (亿元)	YOY	预测PE		PB(LF)	分红率	股息率
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	25Q1E	25Q1E	25Q1E	25Q1E	2024E	PE25		2024E	2024E
贵州茅台	19,378	1738.0	1900.0	15.4%	9.3%	857.2	935.2	14.7%	9.1%	511.3	10.0%	259.9	8.0%	22.6	20.7	9.33	75.0%	3.6%
五粮液	5,161	893.6	938.3	7.3%	5.0%	325.6	345.2	7.8%	6.0%	355.3	2.0%	143.3	2.0%	15.9	15.0	4.08	70.0%	4.4%
泸州老窖	1,999	318.1	324.4	5.2%	2.0%	138.8	141.6	4.8%	2.0%	93.7	2.0%	46.2	1.0%	14.4	14.1	4.60	65.0%	4.5%
山西汾酒	2,612	364.0	400.4	14.0%	10.0%	121.1	133.2	16.0%	10.0%	165.7	8.0%	68.9	10.0%	21.6	19.6	8.46	60.0%	2.8%
舍得酒业	182	53.1	49.8	-25.0%	-6.2%	3.7	4.5	-79.1%	22.8%	13.7	-35.0%	3.3	-40.0%	49.2	40.1	2.57		
酒鬼酒	155	14.2	15.7	-49.7%	10.0%	0.1	1.8	-97.7%	1300.0%	4.2	-15.0%	0.6	-20.0%	1238.1	88.4	3.86		
洋河股份	1,158	284.9	270.6	-14.0%	-5.0%	80.1	73.7	-20.0%	-8.0%	149.5	-8.0%	54.5	-10.0%	14.4	15.7	2.32		
今世缘	682	117.6	130.6	16.5%	11.0%	35.8	39.3	14.0%	10.0%	51.4	10.0%	16.9	10.0%	19.1	17.3	4.51		
古井贡酒	766	234.6	256.6	15.8%	9.4%	55.3	64.4	20.6%	16.4%	89.5	8.0%	22.9	11.0%	13.9	11.9	4.24		
迎驾贡酒	477	74.0	81.2	10.1%	9.8%	26.5	29.6	15.9%	11.8%	24.4	5.0%	9.6	5.0%	18.0	16.1	5.15		
口子窖	220	57.6	60.5	-3.3%	5.0%	17.5	18.4	1.9%	5.0%	16.8	-5.0%	5.7	-4.0%	12.6	12.0	2.17		
金徽酒	97	29.8	33.4	17.0%	12.0%	3.9	4.3	20.0%	10.0%	11.5	7.0%	2.3	5.0%	24.6	22.4	2.97		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至3/12

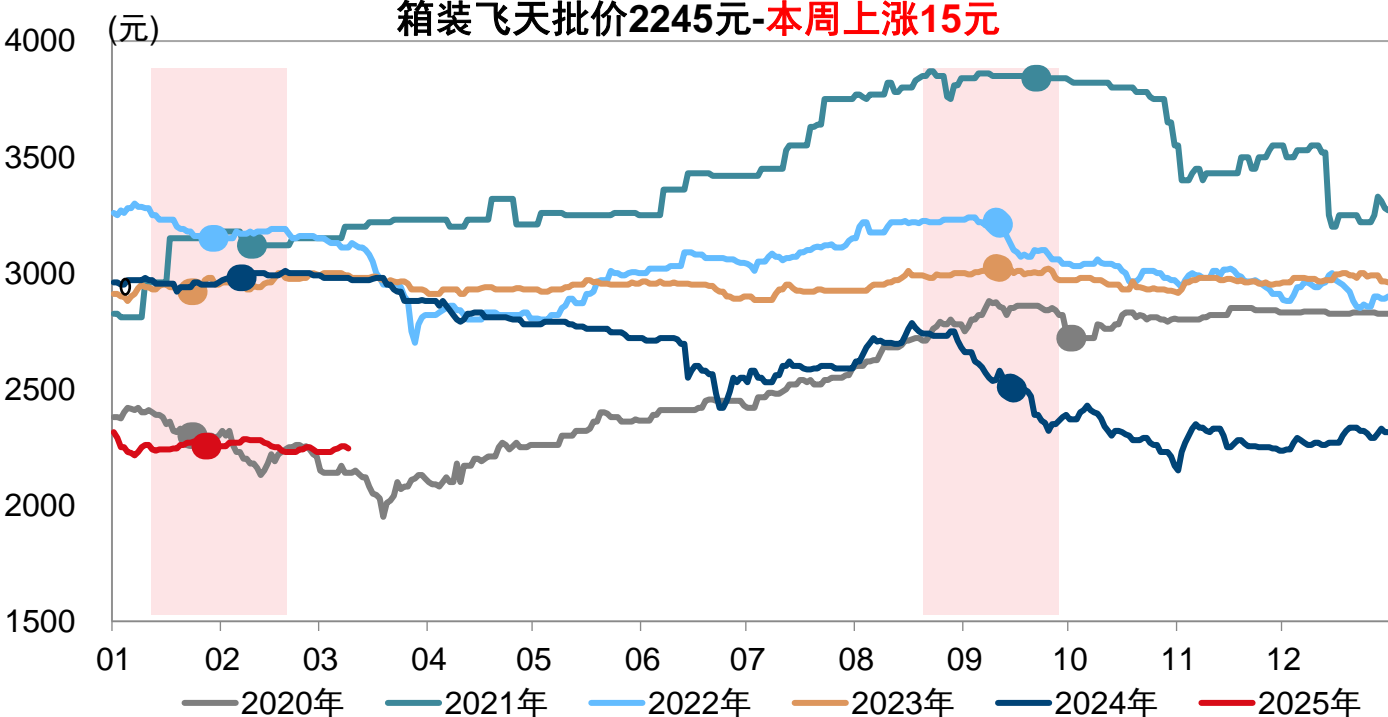
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



- [ 01 ] 白酒板块股价回顾：政策预期升温，板块估值持续修复
- [ 02 ] 主要白酒公司跟踪：节后渠道秩序维护较好，优质公司浮出水面
- [ 03 ] 投资组合、盈利预测及风险提示

## 2.1、贵州茅台：1935启动新规格招商，年内增长工具箱充足

表：公司财务信息及基本面表现更新

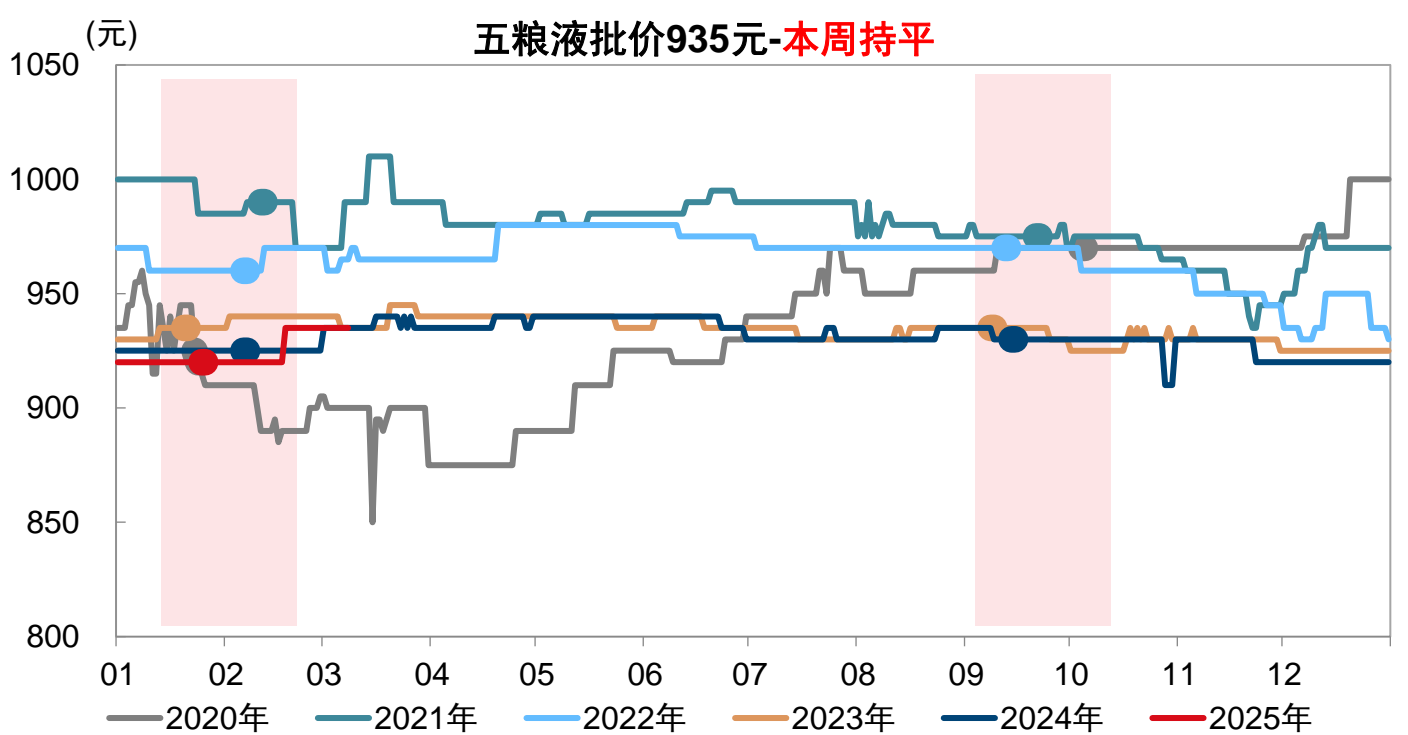
财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
预计收入增速在8%以上，其中茅台酒高个位数增长，系列酒增长14-15%；费用支持力度或高于过去		收入 (+15.4%)	净利润 (+14.7%)	对应24年PE	收入 (+9.3%)	净利润 (+9.1%)	对应25年PE	收入 (+10.0%)	净利润 (+8.0%)
		1738.0亿元	857.0亿元	22.6x	1900.0亿元	935亿元	20.7x	511.3亿元	259.9亿元
	<b>公司近期变化及关键变量</b>	<b>飞天茅台（箱装）批价表现</b>							
基本面	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 茅台1935新增大规格100吨配额并招募新商：3月2日茅台酱香酒官方微信发布公告，将针对新规格产品1.935L茅台1935面向全社会公开招募4家经销商，每家经销商的计划签约标准为25吨，共计投放100吨配额，这是2014年以后公司首次对外公开招募新商。</li> <li>● 公斤装飞天茅台包装升级后价格回升：产品防伪性能提升50%，调整了手持舒适度，酒盒底部增加底座；包装焕新后公斤茅台批价回暖，从3月初3630元上涨至3740元。</li> <li>● 2025年增长工具箱充足，积极推动营销模式改革。公司今年通过开发区域小IP增投其他规格飞天、系列酒增投费用等补充收入增量。1935从配额制转向申购制后动销彰显韧性，预计后续珍品、43度等倒挂产品也会进行销售模式的改革</li> </ul>	 <p>箱装飞天批价2245元-本周上涨15元</p>							

资料来源：今日酒价，茅台酱香芳华，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/3/13

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

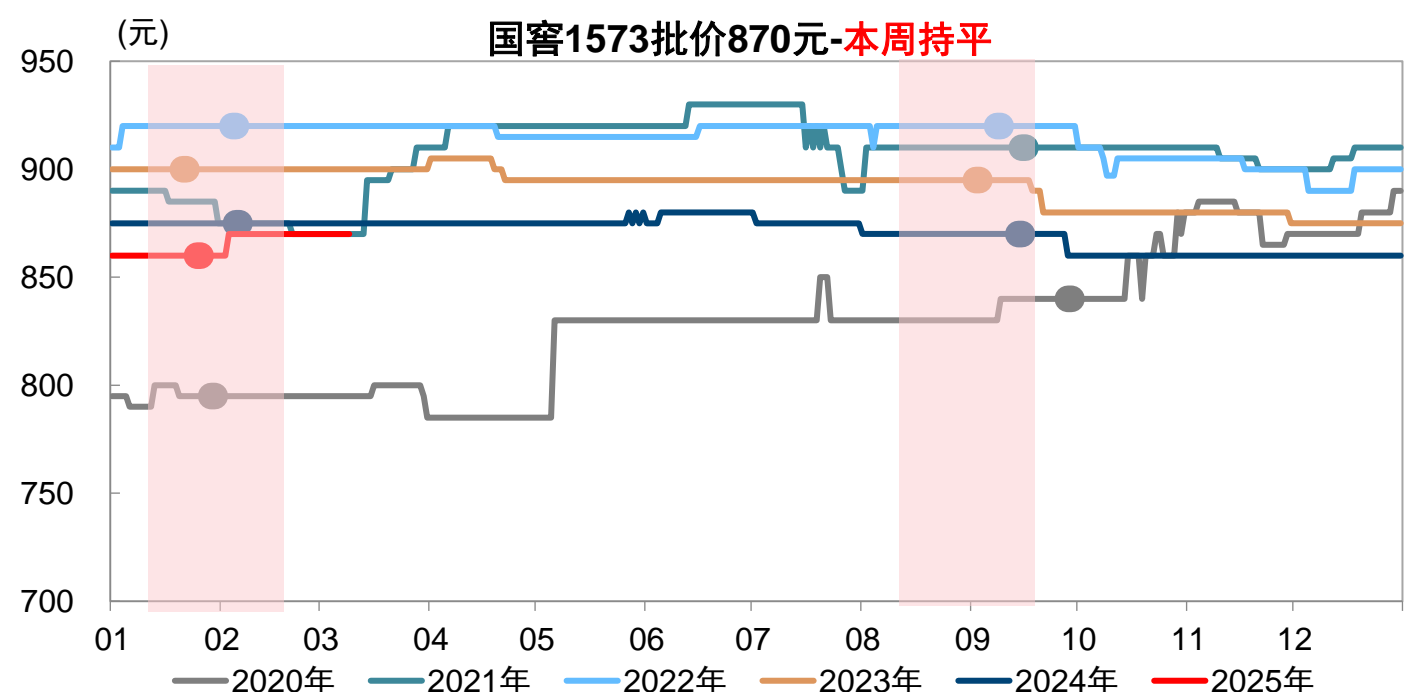
## 2.2、五粮液：库存去化干净，营销体制改革逐步落地

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
	预计收入增长5%左右	收入 (+7.3%)	净利润 (+7.8%)	对应24年PE	收入 (+5.0%)	净利润 (+6.0%)	对应25年PE	收入 (+2.0%)	净利润 (+2.0%)
		893.6亿元	325.6亿元	15.9x	938.3亿元	345.2亿元	15.0x	355.3亿元	143.3亿元
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>● 春节停货后第八代五粮液终端库存降低至全年<b>3-4%</b>，根据公司要求，经销商库存低于3%后可申请发货，部分经销商重启回款流程。</li> <li>● <b>营销体制改革逐步落地</b>：1) 取消原五品部，以销售公司形式运作，总经理和销售副总操盘；2) 原有27个大区划分为<b>东部、北部、南部</b>3个片区，并对大区启用考核淘汰机制；3) 成立专营公司，形成<b>经销商股东利益共同体</b>，避免异地窜货；4) 直销渠道拓展，试点终端直配，专卖店增配促销员；5) 加强消费者培育、产品出海和假货打击。我们认为公司改革决心坚定，落点在消费者培育和厂商再分工，当前普五价盘维护较好，长期有望推动品牌价值上行。</li> </ul>		<p>五粮液批价935元-本周持平</p> 						

## 2.3、泸州老窖：经销商大会提振信心，数字化工程优化初显成效

表：公司财务信息及基本面表现更新

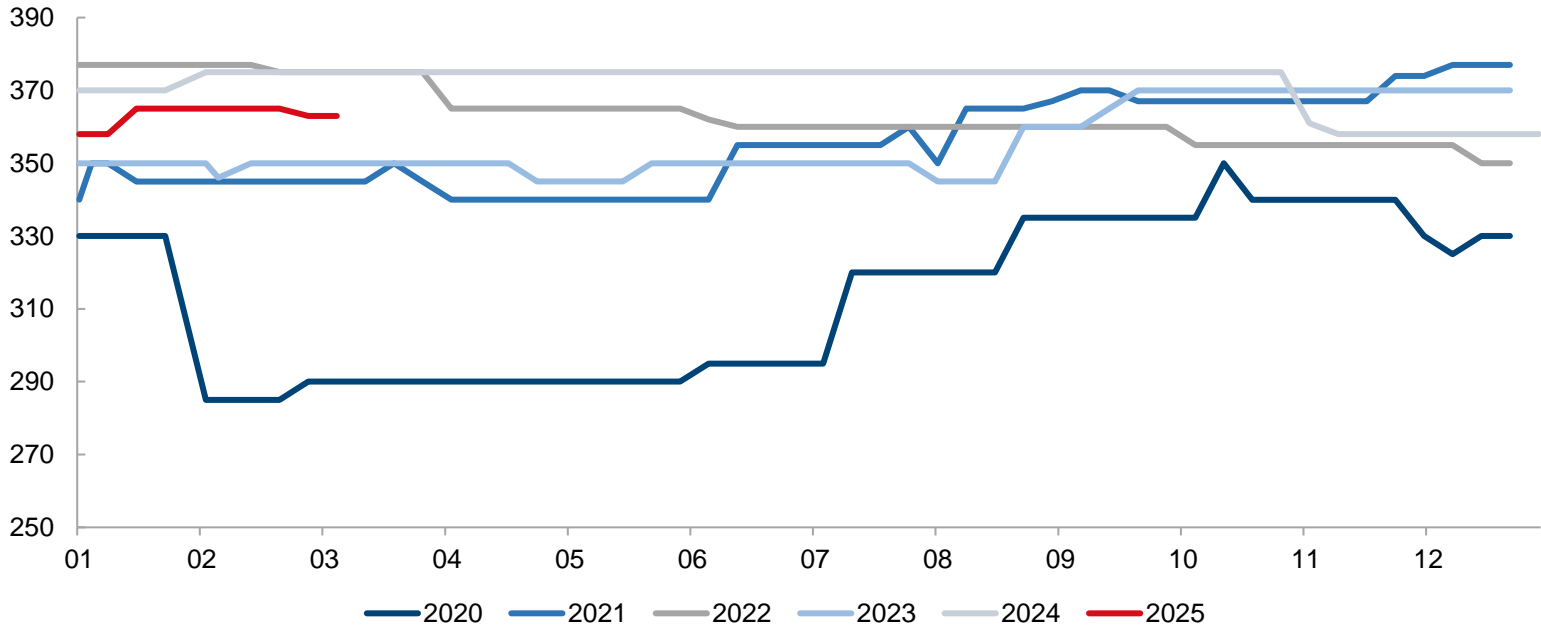
财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
		收入 (+5.2%)	净利润 (+4.8%)	对应24年PE	收入 (2.0%)	净利润 (+2.0%)	对应25年PE	收入 (+2.0%)	净利润 (+1.0%)
	预计公司收入持平略增，以市场良性为主	318.1亿元	138.8亿元	14.4x	324.4亿元	141.6亿元	14.1x	93.7亿元	46.2亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	高度国窖1573批价表现							
	<ul style="list-style-type: none"> <li>3月2日公司召开经销商大会，2024年国窖品牌销售额超过200亿元、泸州老窖品牌超过100亿元，<b>核心单品年度开瓶超过4000万瓶，开瓶率、会员资产、终端网点&amp;质量均有提升</b>，数字化改革取得阶段性成效。</li> <li>四川优势市场开瓶率提升后渠道价值链逐步改善，<b>2025年公司继续以消费者开瓶为核心进行渠道管理</b>（和经销商配额、费用、业务人员考核等挂钩）；此种模式下库存管理较好（2-3个月），高度国窖批价稳定在860-870元，特曲60版批价410元。</li> <li>数字化改革先难后易，本轮渠道改革中消费者为稀缺资产，公司的决策依据从“单商”向“单客”过渡，长期维度销售贡献和效率提升都具有复利。</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2025/3/13

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：经营思路和产品规划清晰，抢夺大众价位市场份额

表：公司财务信息及基本面表现更新

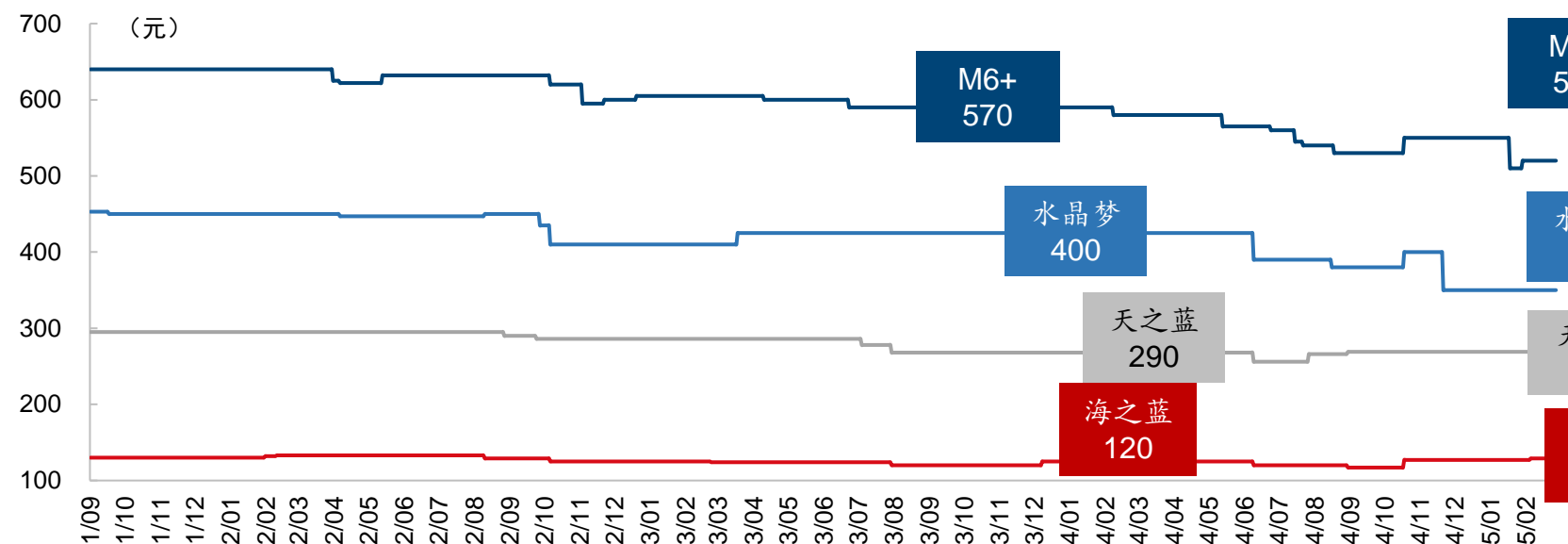
财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值								
		2024年			2025年			2025Q1E		
		收入 (+14.0%)	净利润 (+16.0%)	对应24年PE	收入 (10.0%)	净利润 (10.0%)	对应25年PE	收入 (+8.0%)	净利润 (+10.0%)	
	预计收入增长5-10%，省内增速8%左右，省外增速15%左右	364.0亿元	121.1亿元	21.6x	400.4亿元	133.2亿元	19.6x	165.7亿元	68.9亿元	
基本面	公司近期变化及关键变量		青花20批价表现							
	<ul style="list-style-type: none"> <li>2025Q1经营稳健、渠道健康：春节后公司主要产品保持自然动销，经销商回款稳健。当前渠道库存处于较低水位，青花20批价稳定在360-365元，玻汾保持41元基础价位，渠道留有势能，经销商信心改善。</li> <li>2025年公司经营思路清晰，增长工具较多：预计老白汾贡献主要收入增量，倾斜费用投入保证渠道推力，抢夺100-300元大众价位市场份额。预计青花26及以上产品小基数下快速增长；青花20保持增速稳健、稳定价格势能。玻汾坚定控量，配额调整到偏薄弱的市场进行开拓。针对大商开发文创类产品，保证经销商利润和信心。</li> </ul>		<p>青花20批价363元——本周持平</p>  <p>Legend: 2020 (dark blue), 2021 (blue), 2022 (grey), 2023 (light blue), 2024 (light grey), 2025 (red)</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2025/3/13

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.5、洋河股份：春糖期间将发布第七代海之蓝，预计今年省内费投保持积极

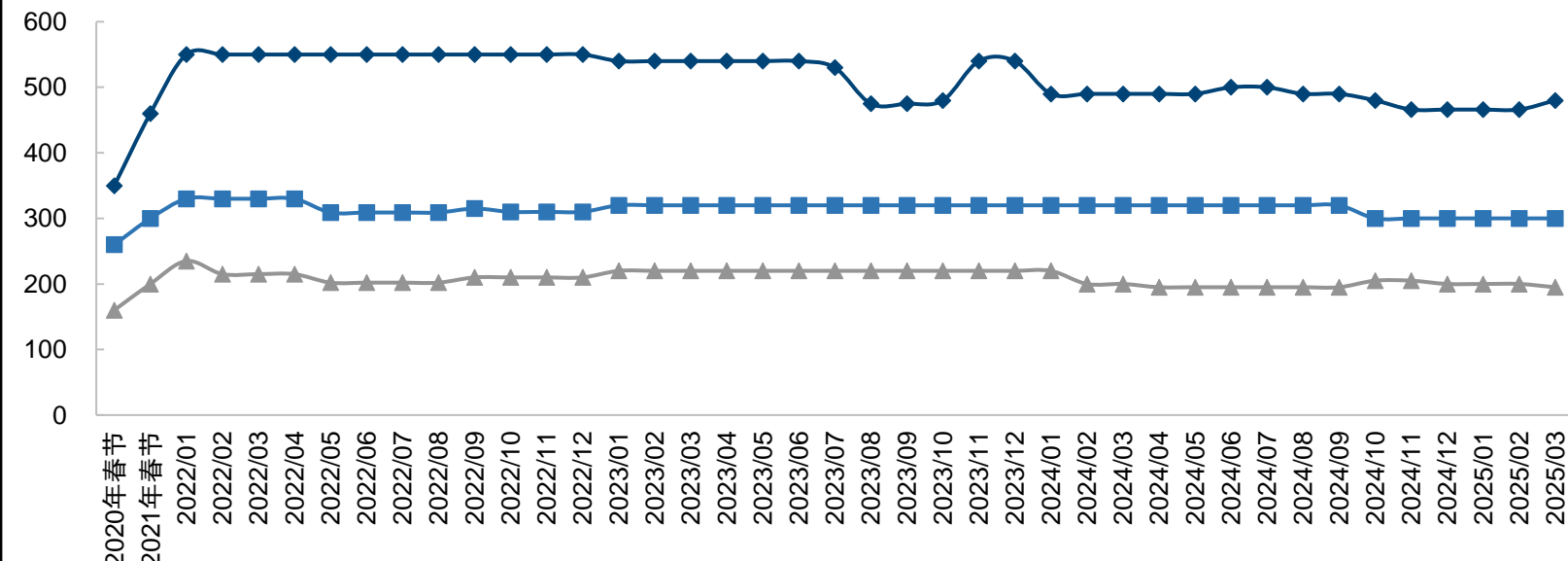
表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
	预计收入持平有一定难度	收入 (-14.0%)	净利润 (-20.0%)	对应24年PE	收入 (-5.0%)	净利润 (-8.0%)	对应25年PE	收入 (-8.0%)	净利润 (-10.0%)
		284.9亿元	80.1亿元	14.4x	270.6亿元	73.7亿元	15.7x	149.5亿元	54.5亿元
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>当前公司库存环比去年中秋国庆双节有所去化，节后核心产品价盘表现稳定，M6+在510-530元，水晶梦350-360元，天之蓝255-260元，海之蓝115-120元。</li> <li>节后公司公告对第六代海之蓝停货，第七代新品将在成都春糖会举行升级发布会，将在包装、口感、防伪等方面进行升级，延长大单品生命周期，预计将在2025Q2于江苏省内市场首发上市。</li> <li>今年公司继续战略聚焦省内市场，竞争烈度加大北京下，预计保持积极的费用投入力度保存量份额。</li> </ul>	 <p>批价表现图显示了从2021年9月到2025年2月期间，M6+、M3、天之蓝和海之蓝四种产品的价格走势。M6+的价格从约640元开始，逐步下降至520元；M3的价格从约450元开始，下降至350元；天之蓝的价格从约300元开始，下降至260元；海之蓝的价格从约130元开始，下降至120元。</p>							



## 2.6、古井贡酒：渠道力为核心优势，省内份额优势有望稳固并结构性提升

表：公司财务信息及基本面表现更新

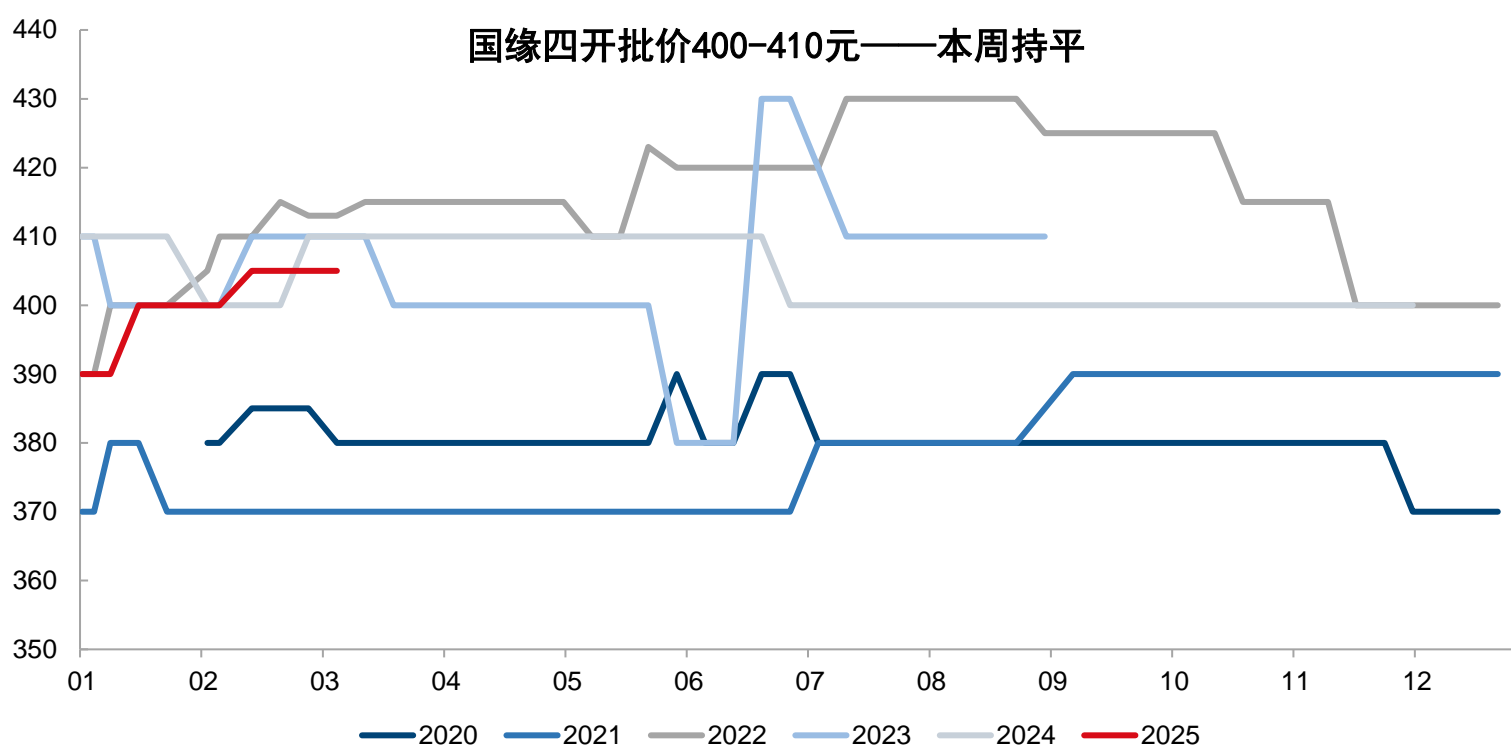
财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
		收入 (+15.8%)	净利润 (+20.6%)	对应24年PE	收入 (+9.4%)	净利润 (+16.4%)	对应25年PE	收入 (+8.0%)	净利润 (+11.0%)
	我们预计古8以下产品收入增长10%、古8以上产品收入增长20%；预计整体增长10%左右	234.6元	55.3亿元	13.9x	256.6亿元	64.4亿元	11.9x	89.5亿元	23.0亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现							
	<ul style="list-style-type: none"> <li>春节期间公司经营节奏较快，节后自然动销，库存相对可控，核心产品批价保持稳定，古20批价480-510元，古16批价300-320元，古8批价195-210元，古5批价100-115元。</li> <li>省内份额领先地位稳固，公司核心优势在于渠道精细化运作能力。公司占据400元以下各价位的绝对份额领先并能够获得升级性机会，<b>古8在县乡市场渗透率提升，古16在合肥市场主导宴席市场升级</b>。我们认为公司渠道力突出，销售组织执行力强，经销商对品牌忠诚度较高；同时高议价权绑定酒店餐饮等渠道，善于运作核心圈层，看好省内份额优势稳固并结构性提升。</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2025/3/13

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：大众价位基本盘稳固，结构升级和区域渗透提升路径确定

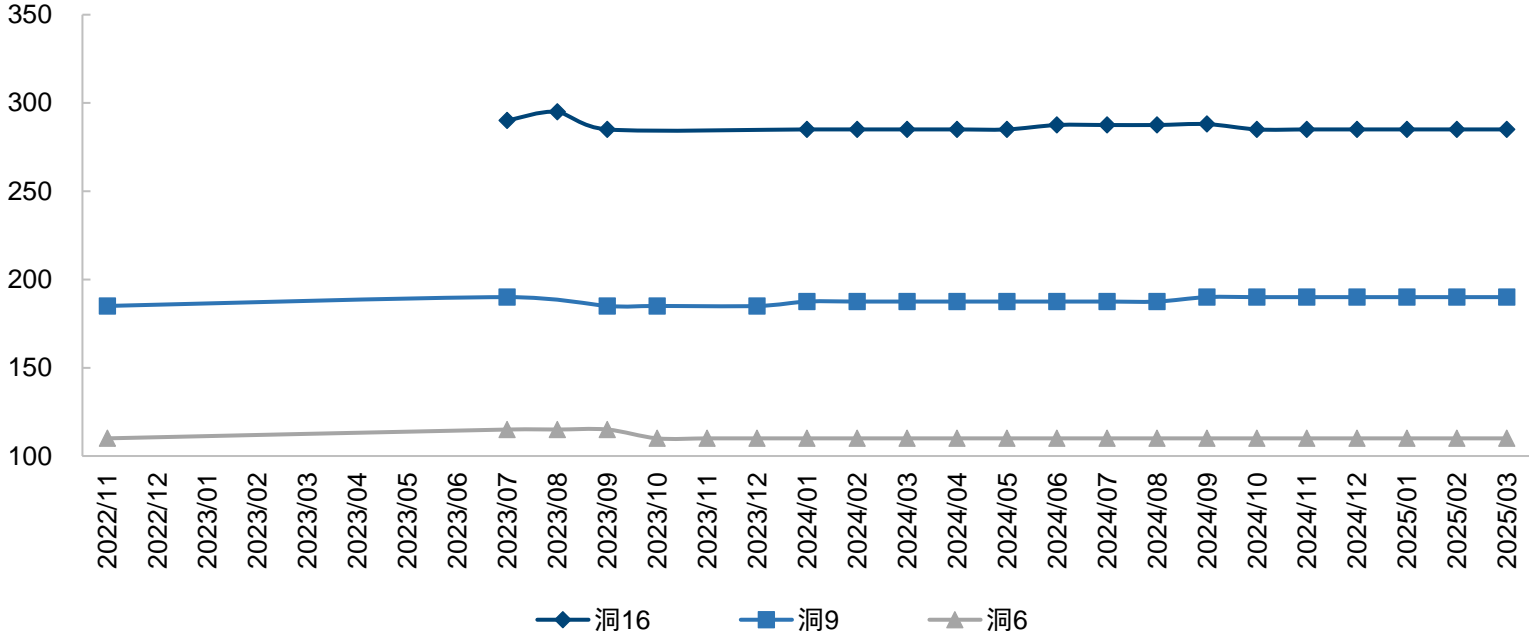
表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
	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%) 117.6亿元	净利润 (+14.0%) 35.8亿元	对应24年PE 19.1x	收入 (+11.0%) 130.6亿元	净利润 (+10.0%) 39.3亿元	对应25年PE 17.3x	收入 (+10.0%) 51.4亿元	净利润 (+10.0%) 16.9亿元
基本面	<b>公司近期变化及关键变量</b>		<b>国缘四开批价表现</b>						
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>预计25Q1公司收入增速高于行业平均</b>，春节期间主要产品动销、开瓶均有增长，预计V系列表现较好（V6小基数下高速增长、V3较快增长、V9恢复正增），开系稳健增长、消费者自点率仍在持续提升；省外市场延续良性且高于省内增速的增长。</li> <li>● 四开、对开停货后库存自然去化，价盘表现稳定，当前四开批价400-410元，对开批价255元。</li> <li>● 今世缘在省内实现100-500元同价位的份额超越，品牌势能持续释放，<b>今年结构升级和区域渗透提升路径确定</b>：                             <ol style="list-style-type: none"> <li>1) V3以价换量效果较好，在南京、苏中等市场开始抢夺500+元市场份额；</li> <li>2) 淡雅势能从优势区域向苏北、苏中扩散，渠道渗透率仍有提升空间，今年同步加大单开的培育力度。</li> </ol> </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2025/3/13

## 2.8、迎驾贡酒：洞6、洞9主导增长，省内大众价位延续份额提升趋势

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值																																																																																																																														
		2024年			2025年			2025Q1E																																																																																																																								
	预计收入增长在高个位数-10%区间	收入 (+10.1%)	净利润 (+15.9%)	对应24年PE	收入 (+9.8%)	净利润 (+11.8%)	对应25年PE	收入 (+5.0%)	净利润 (+5.0%)																																																																																																																							
		74.0亿元	26.5亿元	18.0x	81.2亿元	29.6亿元	16.1x	24.4亿元	9.6亿元																																																																																																																							
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>● 春节良性的动销作为支撑，<b>25Q1预计实现高个位数稳健增长</b>，其中洞6/洞9及合肥地区主导增长，当前洞6批价110元、洞9批价190-195元，渠道利润环比有所下降但仍高于竞品，同时洞藏系列产品库存水位较低，渠道推力和消费者自点率均较高。</li> <li>● 受益于产品生命周期和渠道空间的优势，我们认为洞藏系列今年将延续<b>抢夺100-200元价位份额的优势</b>。1) 产品势能看，安徽市场宴席市场回补+升级趋势下，洞6、洞9性价比突出，市场份额持续提升；2) 渠道空间看，除六安、合肥优势市场外，皖南、皖北具有渠道加密空间且皖南已经逐步起势。</li> </ul>		 <table border="1"> <caption>批价表现 (单位: 元)</caption> <thead> <tr> <th>时间</th> <th>洞16</th> <th>洞9</th> <th>洞6</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2022/11</td><td>290</td><td>185</td><td>110</td></tr> <tr><td>2022/12</td><td>295</td><td>188</td><td>112</td></tr> <tr><td>2023/01</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2023/02</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2023/03</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2023/04</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2023/05</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2023/06</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2023/07</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2023/08</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2023/09</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2023/10</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2023/11</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2023/12</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2024/01</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2024/02</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2024/03</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2024/04</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2024/05</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2024/06</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2024/07</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2024/08</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2024/09</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2024/10</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2024/11</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2024/12</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2025/01</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> <tr><td>2025/02</td><td>295</td><td>192</td><td>114</td></tr> <tr><td>2025/03</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr> </tbody> </table>							时间	洞16	洞9	洞6	2022/11	290	185	110	2022/12	295	188	112	2023/01	290	190	113	2023/02	295	192	114	2023/03	290	190	113	2023/04	295	192	114	2023/05	290	190	113	2023/06	295	192	114	2023/07	290	190	113	2023/08	295	192	114	2023/09	290	190	113	2023/10	295	192	114	2023/11	290	190	113	2023/12	295	192	114	2024/01	290	190	113	2024/02	295	192	114	2024/03	290	190	113	2024/04	295	192	114	2024/05	290	190	113	2024/06	295	192	114	2024/07	290	190	113	2024/08	295	192	114	2024/09	290	190	113	2024/10	295	192	114	2024/11	290	190	113	2024/12	295	192	114	2025/01	290	190	113	2025/02	295	192	114	2025/03	290	190
时间	洞16	洞9	洞6																																																																																																																													
2022/11	290	185	110																																																																																																																													
2022/12	295	188	112																																																																																																																													
2023/01	290	190	113																																																																																																																													
2023/02	295	192	114																																																																																																																													
2023/03	290	190	113																																																																																																																													
2023/04	295	192	114																																																																																																																													
2023/05	290	190	113																																																																																																																													
2023/06	295	192	114																																																																																																																													
2023/07	290	190	113																																																																																																																													
2023/08	295	192	114																																																																																																																													
2023/09	290	190	113																																																																																																																													
2023/10	295	192	114																																																																																																																													
2023/11	290	190	113																																																																																																																													
2023/12	295	192	114																																																																																																																													
2024/01	290	190	113																																																																																																																													
2024/02	295	192	114																																																																																																																													
2024/03	290	190	113																																																																																																																													
2024/04	295	192	114																																																																																																																													
2024/05	290	190	113																																																																																																																													
2024/06	295	192	114																																																																																																																													
2024/07	290	190	113																																																																																																																													
2024/08	295	192	114																																																																																																																													
2024/09	290	190	113																																																																																																																													
2024/10	295	192	114																																																																																																																													
2024/11	290	190	113																																																																																																																													
2024/12	295	192	114																																																																																																																													
2025/01	290	190	113																																																																																																																													
2025/02	295	192	114																																																																																																																													
2025/03	290	190	113																																																																																																																													

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2025/3/10

- [ 01 ] 白酒板块股价回顾：政策预期升温，板块估值持续修复
- [ 02 ] 主要白酒公司跟踪：节后渠道秩序维护较好，优质公司浮出水面
- [ 03 ] 投资组合、盈利预测及风险提示

# 优质公司已浮出水面，看好贵州茅台价值重估



■ **投资建议：**结合宏观经济看，产业上游工程机械等先验指标有所回暖，CPI等消费端指标仍处于修复阶段，但消费信心筑底回升方向确定性高。考虑2条投资主线，1) 流动性改善背景下A股核心优质资产价值重估，首选业绩确定性强、估值中枢逐步打开的贵州茅台；2) 经济弱复苏背景下，通过品牌势能、管理提升获取份额的泸州老窖、山西汾酒、今世缘等。

- **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%。2025年业绩确定性强，春节顺利实现开门红，2月仍延续增长；营销机制改革效果较好，1935在配额制转向申购制后销售较好，经销商积极性提升。预计2025年收入1900亿元，同比+9.3%，预计归母净利润935亿元，同比+9.1%，当前股价对应25年20.7xP/E，维持“优于大市”评级。
- **泸州老窖：**2024年生产经营平稳过渡，数字化系统优化取得阶段性成效，西南优势区域形成消费者开瓶拉动渠道盈利改善的正向反馈，库存控制较好。2025年将继续聚焦数字化落地和消费者建设工作，销售队伍执行力赋能模式加速跑通，远期销售贡献和效率提升均有复利。预计2024-25年收入318/324亿元，同比+5.2%/2.0%；预计归母净利润139/142亿元，同比+4.8%/2.0%，当前股价对应25年14.4xP/E，维持“优于大市”评级。
- **山西汾酒：**公司经营思路和产品规划清晰，老白汾高周转、高渠道推力贡献主要收入增长，青花26在补充增量的同时保护青花20和30复兴版的势能，玻汾坚定控量。公司从前几年高速发展阶段过渡到稳健增长阶段，品牌力驱动大众价位份额占有，汾享礼遇下费投效率不断优化。预计2024-25年364/400亿元，同比+14.0%/+10.0%；预计归母净利润121/133亿元，同比+16.0%/+10.0%，当前股价对应25年19.6xP/E，维持“优于大市”评级。

# 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